

中国の金利市場化改革が一步前進 改革措置を受け、小幅ながら実質的に「利下げ」

アジア調査部中国室主任研究員

三浦 祐介

03-3591-1378

yusuke.miura@mizuho-ri.co.jp

- 中国では、貸出・預金金利の市場化改革が完了しておらず、それが金融政策の有効性低下等の金融システムの歪みをもたらしてきたが、8月17日に、改革を前進させる措置が公表された
- 措置は、2013年導入のLPRと呼ばれる指標を見直し、これを貸出金利の参照指標とするもの。貸出基準金利は廃止される一方、預金基準金利は金融機関収益等への配慮から温存される見込み
- LPR見直しを受け、小幅ながら実質的な「利下げ」が発生。今後は、政策金利引き下げが視野に。一方、改革は、未だ道半ばであり、完全な金利市場化には息の長い取り組みが必要となろう

1. 金利の市場化改革で新たな動き

中国では、1978年の改革開放以降の市場経済化の進展を受け、90年代から、金利の市場化改革を段階的に進めてきた。その結果、マネーマーケットや資本市場の金利は市場化されている。他方、銀行貸出・預金金利の市場化については、中国政府にとって、金融政策のあり方や金融制度改革を左右する重要な課題である一方、広範な経済主体にとって影響が大きいことから¹、いまだ道半ばの状況だ。

この銀行貸出・預金金利という残された金利の市場化改革に関して、その前進に向けた措置が2019年8月17日に公表された。2018年4月以降、近年下火になっていた改革に関する当局からのメッセージの発信が段階的に増えていたが、約1年半の検討期間を経て、正式な方針がようやく公表に至った。

本稿では、はじめに現行の金利体系とその問題点を確認したうえで、今回の改革措置である「貸出市場報告金利（旧称：貸出基礎金利）」（Loan Prime Rate、以下、LPR）と呼ばれる最優遇金利の見直しの概要を説明し、最後に、金融政策への影響や金利市場化の今後の展望について考察する。

2. 中国の金利体系とその問題点

（1）市場化された金利と市場化が不十分な金利が併存

中国の金融市場における金利の体系を、政策金利と市中金利で大別すると次頁図表1の通りとなる。前者に関しては、貸出・預金基準金利や預金準備金、オペ（レポ・リバースレポ）等の伝統的な金融政策ツールの金利に加え、SLOやSLF、MLF、PSL等、2013年以降に段階的に創設された比較的新たな金融政策ツールの金利があり、それぞれの金利水準が個別に設定されている。

後者に関しては、マネーマーケット、資本市場、銀行貸出・預金、シャドーバンキングの金利に大別できる。冒頭で述べたように、このうちマネーマーケットおよび資本市場の金利は市場化されており、基本的には需給に基づき金利が変動している。また、シャドーバンキングを構成する金融資産の

金利についても、運用資産の収益率等をもとに市場メカニズムに基づきプライシングされている。一方、次で示すように銀行貸出・預金の金利は、まだ十分に市場化されていないのが現状だ。

（２）貸出・預金金利の市場化改革は道半ば

銀行貸出・預金金利については、上述の基準金利と、基準からの乖離幅（貸出は下限、預金は上限）が長らく設定されていたが、徐々に市場化に向けた制度整備が実施されてきた。例えば、貸出金利の下限規制と預金金利の上限規制がそれぞれ2013年7月、2015年10月に撤廃されたほか、基準金利についても、将来的にその代替となる指標として、主要10行²の最優遇金利をもとに算出したL P Rの公表および運用が2013年10月に始まった。

これらの制度改革を経て、金利の市場化は貸出を中心に徐々に進みつつあるが、決定的な変化には至っていない。

例えば、貸出金利については、短期金利の影響力が下限撤廃後に高まっているものの、人民銀行は、基準金利をまだ政策金利として位置付けており³、貸出基準金利のベンチマークとしての役割の大きさは変わっていない⁴。こうした状況は、預金金利に関しても同様だ。

また、L P Rの役割も限定的である。一部の報告行は短期金利も参照して自行のL P Rを算出して

図表１ 中国の金利体系

類型		主なもの	期間
政策金利	基準金利	貸出・預金基準金利	貸出（1年以下、1～5年、5年超）、預金（要求払、定期（3カ月～3年））
	預金準備	預金準備率、超過準備付利	－
	金融調節ツール	レポ・リバースレポ	7日～182日
		公開市場短期流動性調節ツール （Short-term Liquidity Operation、S L O）	～7日
		常設貸出ファシリティ （Standing Lending Facility、S L F）	1日～1カ月
		中期貸出ファシリティ （Medium-term Lending Facility、M L F）	3カ月～1年
		担保補充貸出 （Pledged Supplementary Lending、P S L）	3～5年
		再貸出・再割引	～1年
		中銀手形	3カ月～3年
市中金利	マネーマーケット	インターバンクレポ （預金取扱金融機関間（DR）、全金融機関間（R））	オーバーナイト～1年
		上海銀行間取引金利（Shibor）	オーバーナイト～1年
		C D（譲渡性預金）	インターバンク（1カ月～1年）、個人・法人（1カ月～5年）
	資本市場	政府債（国債、地方債）	国債（～50年）、地方債（～30年）
		金融債（政策金融機関、商業銀行）	政策（～50年）、商業（～20年）
		社債（CP、MTN、企業債、公司債等）	CP（～1年）、MTN（～5年）、企業・公司債（～15年）
	銀行貸出・預金	貸出、預金	短期～中長期
		貸出市場報告金利（旧称：貸出基礎金利） （Loan Prime Rate、L P R）	1年（従来）→1年、5年（改革後）
	シャドーバンキング	理財商品、非標準化債権	短期～中長期

（資料）中国人民銀行、各種資料より、みずほ総合研究所作成

いるが、国有大手商業銀行を中心に、大半の報告行は預金基準金利をLPR算出時の中核的な指標としており⁵、銀行が貸出金利を設定する際にも、LPRではなく、依然として貸出基準金利を参照してきた⁶。その結果、LPRの水準、変化ともに貸出基準金利と変わらない状況が続いてきたのが実情である（図表2）。

さらに、金利の変動幅についても、実質的な制約が存在している。貸出金利に関しては、人民銀行によれば、個別の銀行が同業他行と協議をし、貸出金利の下限（例えば「基準金利×0.9倍」）を設定するという行為があったようだ⁷。預金金利に関しては、2013年9月に設立された市場金利プライシング自律メカニズムや、2017年から金融機関の監督管理の枠組みとして本格導入されたMPA（マクロプルーデンス評価システム）によって、実質的に制約されている⁸。

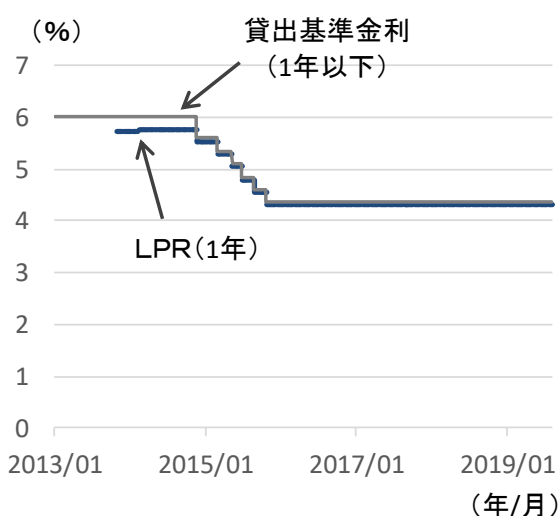
（3）中途半端な金利の市場化がもたらす金融システムの歪み

このように、市中金利の中に市場化された金利と市場化が不十分な金利が併存している状況は、中国の金融システムに歪みをもたらしてきた。主な問題点としては、①商業銀行の貸出の国有企業への傾斜、②預金の流出と他の金融資産へのシフトに伴うマネーフローの監督管理の困難化、③金利を用いた金融政策のトランスミッションメカニズムの不順、の3点が指摘できる。

①は、中国の金融システムに長く存在する構造的な問題だ。貸出・預金の金利水準が政府によって一律に定められており、一定の利ざやが保障されている商業銀行にとっては、リスクに応じたリターンを追求するインセンティブが弱く、安全性の高い中央・地方の国有企業向けに貸出が偏る傾向が少なからず存在している。結果として、国有企業に比べリスクが高い民営企業が、銀行からの資金調達で不利な立場に置かれてきた。

②は、2010年代初頭から理財商品に代表されるシャドーバンキングが発達してきたことで顕著になってきた。預金基準金利は、実体経済の発展に必要な安価な資金を供給するために、比較的低い水準に設定されている（「金融抑圧」）のに対して、実質的に預金と同等の無リスク資産とみなされてき

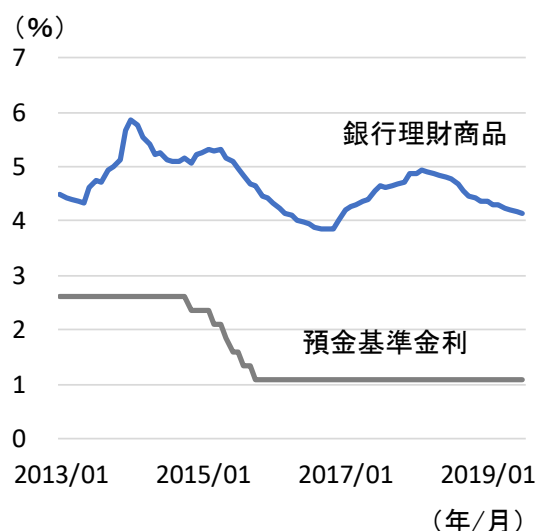
図表2 貸出基準金利とLPR



（注）LPRは、従来方式による2019年8月16日までの公表値。

（資料）中国人民銀行、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

図表3 預金金利と理財商品収益率



（注）1. いずれも3カ月物。

2. 預金の実勢金利についても、事実上の上限規制があるため1%台前半で、理財商品との金利差が存在する。

（資料）中国人民銀行、Windより、みずほ総合研究所作成

た理財商品の金利には上限規制が存在せず、預金よりも高くプライシングされているため（図表3）、預金の流出を招いたのだ。シャドーバンキングは、民営企業等にとっての資金調達チャネルとして銀行貸出を補完する役割を果たした一方、金融当局の監督管理が及び難かったことから、不動産開発等の貸出規制対象セクターにとっての資金調達チャネルともなり、窓口指導等による貸出規制の効果を削いだ⁹。

③は、近年、人民銀行が量主体から価格（金利）主体の先進国的な金融政策に移行しつつあるなかで、重要性が高まっている。とくに2018年以降の景気減速局面で、人民銀行が金融緩和を行っても、それが資金調達コストの低下に結びついていないことから、改善の必要性が強く認識されるようになったようだ。例えば、易綱総裁が例として挙げたように¹⁰、代表的な短期金利のひとつであるインターバンクレポ金利（7日物）が振れを伴いつつも低下し、国債利回り（1年物）も低下したにもかかわらず、銀行貸出金利については、影響力が大きい基準金利が据え置かれたままであることを背景に、目立った低下はみられていない（図表4）。

3. 金利市場化改革の当面の方向性

（1）貸出基準金利をLPR（貸出市場報告金利）に切り替え、預金基準金利は当面温存

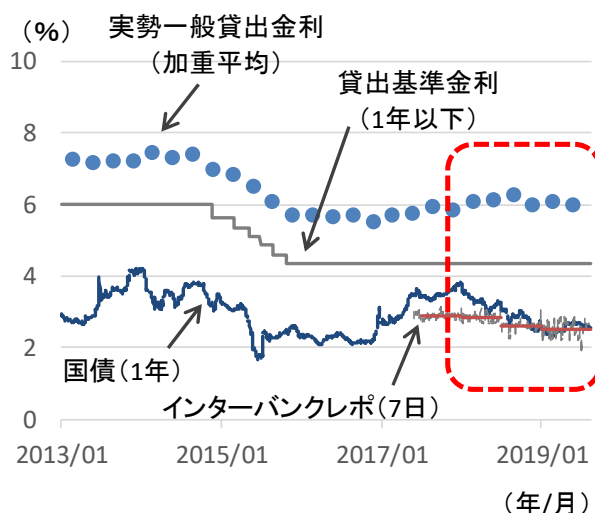
中国人民銀行が今回明らかにしたのは、貸出基準金利の代替指標として創設されたLPRの見直しに関する措置だ。

金利市場化の最終的なゴールは市場化された短期金利に基づく貸出・預金金利の決定メカニズムの構築だが、インターバンクレポ金利やShiborといった将来の政策金利（人民銀行の誘導目標）と目されている短期金利や、金利の短期から長期への波及の基礎となる国債イールドカーブが、まだ十分に安定していない等、完全な市場化に必要な条件が整っていない。こうした状況下で、一足飛びに基準金利を廃止すれば、貸出・預金金利が不安定化し、経済・金融に悪影響が生じる恐れがある。このため、激変を回避するための措置として、LPRを改善して活用する方針が採用されたと考えられる。

今回の措置を受け、今後貸出基準金利は廃止となる可能性が高い。5月に易綱総裁は、「実際の貸出金利規制は撤廃されているが、貸出基準金利の公表をやめるなど、改革の構想を一層検討することはできる」と述べている¹¹。

他方、預金金利については、易綱総裁が上記の発言と併せ「金利の市場化改革をさらに進めるプロセスにおいて、預金基準金利は今後も引き続き重要な役割を果たすだろう」と述べており、改革は先送りとなる見込みだ。資金調達コスト上昇に伴う金融機関の収益への悪影響や、市場化に向けて必要な制度の未

図表4 無リスク金利と貸出金利



（注）インターバンクレポは、預金取扱金融機関間を対象としたもの。半年毎の平均値を直線で表示。

（資料）中国人民銀行、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

整備（詳細は後述）を考慮したためと考えられる。

（２）ＬＰＲを主に人民銀行のＭＬＦ（中期貸出ファシリティ）金利を参照した算出方法へ改定

ＬＰＲをより参照に足る指標とするため、今回の措置では、参照する金利指標、報告銀行数、計算方法、公表頻度、期間が見直されることとなった（図表５）。

このうち、貸出金利市場化に向けたＬＰＲの有効性を高めるうえで、最大のポイントは、参照する金利指標だ。今回の措置が公表される前、ＬＰＲの見直しを巡っては、現地識者の間で、日本など諸外国の事例を参考にし、様々な可能性が指摘されていた。具体的には、①銀行の負債コストや営業コスト等に基づき算出する案や、②政策金利（オペ金利やＳＬＦ、ＭＬＦ等の金利）を参照する案、③短期金利（インターバンクレポ金利、Shibor、ＣＤ等の金利）を参照する案等だ。これに対して、実際に公表された措置では、主に１年物のＭＬＦ金利を参照し、これに各行の（短期金利等を含む）資金調達コストや資金需給、リスクプレミアム等の要素を加味して決定するとされた。上記の案に照らし合わせると、②を主、③を従とした組み合わせに該当するといえよう。

真の市場化という観点からは、③が望ましいと考えられるが、人民銀行の政策金利として安定性の面で優れているＭＬＦ金利¹²と、市場の需給を反映する一方で十分な安定性を欠く短期金利という組み合わせをみると、中国政府が、ＬＰＲの仕組みを改善するにあたり、市場メカニズムの役割の強化と安定性の確保の両立に腐心していることがうかがえる。公表の頻度が、毎営業日から毎月２０日に改められたことも、毎日の短期金利変動の影響の平坦化を意図したものであるとみられる¹³。中国は、為替レート決定メカニズムの市場化改革を進めた際、当初は前日終値という市場需給を主に参照する方式としたが、その後の人民元の不安定化を受け、通貨バスケットや反循環的要因（逆周期因子）等の安定化要素を加えた経緯がある。このときの反省が、今回の金利市場化に向けたＬＰＲ見直しにも反映されているようだ。

その他の見直しについては、ＬＰＲの代表性や参照可能性を強めようとの考えが背景にあると考えられる。例えば、報告銀行数が、従来の全国展開する銀行１０行から、地域展開する銀行や、外資・民

図表５ ＬＰＲ（貸出市場報告金利）の見直し内容

	従来	今後（２０１９年８月２０日以降）
参照する金利指標	明確な定めなし （実態上、多くの報告行は基準金利を参照）	公開市場操作の金利 （主に１年物の中期貸出ファシリティ（ＭＬＦ））
報告銀行数	１０行 ※公表時は９行だったが、２０１７年に１行追加。 （国有大手５行、株式制商業銀行５行）	１８行 ※以後、定期的に見直し （国有大手５行、株式制商業銀行５行、都市商業銀行２行、農村商業銀行２行、外資銀行２行、民営銀行２行）
計算方法	最高値と最低値を除いたうえで、報告行の貸出残高のウェイトを用いた加重平均により算出	最高値と最低値を除いたうえで、算術平均により算出
公表頻度	毎営業日	毎月２０日（祝日・休日の場合は翌営業日に繰り越し）
期間	１年	１年、５年
その他	－	銀行が共同で隠れた下限を設定する等、市場の秩序を乱す規則違反の行為に厳正に対処。ＬＰＲの参照状況や、貸出金利の競争状況については、ＭＰＡ（マクロブルーデンス評価システム）で定期的に判定

（資料）中国人民銀行より、みずほ総合研究所作成

営銀行を含む18行¹⁴に拡充され、算出方法も、従来の貸出残高による加重平均値から、算術平均値に改められた。これにより、報告行の業務展開範囲や貸出規模による偏りが低減し、多様なバックグラウンドを有する銀行の貸し出し実勢が反映されることになるとみられる。また、期間については、従来の1年物に加え、5年物が追加され、中長期の貸出を行ううえでの参照金利として活用しやすいように改められた。

なお、新たなLPRを参照した貸出金利は、今後新たに発生する貸出に対して適用される。一方で、既存の貸出については、従来の約定金利が引き続き適用されることとされた。

4. 新しいLPRの仕組みへの移行に伴い、小幅ながら実質的な「利下げ」

今回の新たなLPRの仕組みの運用開始後、8月20日に公表されたLPR（1年）は、4.25%となった（図表6）。現在の貸出基準金利は4.35%であり、10bpと小幅ながら、実質的な「利下げ」となった。今後は、新たな仕組みに基づき、現在3.3%に設定されているMLF金利の引き下げ実施や、短期金利の低下誘導といった金融政策運営が行われる可能性がある。その理由として、追加金融緩和の必要性の高まりと、利下げ実施のハードル低下の2点が主に指摘できる。

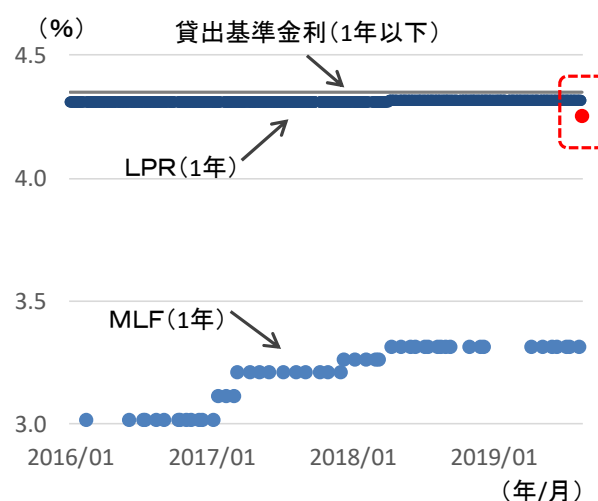
前者については、米国の対中輸入への第4弾の制裁が9月1日から発動されることで、輸出を中心に経済への下押し圧力が一段と強まる可能性がある。人民銀行は、本来、利下げにより無リスク金利を引き下げるのではなく、市場化を通じた銀行間の競争の促進によって信用リスクプレミアム等を反映した上乗せ金利の圧縮を促し、貸出金利の低下を誘導することを想定していると考えられるが¹⁵、その実現には時間を要する。速効性の観点から、預金準備率の引き下げや人民元安の容認に加えて、LPRの主要な参照金利であるMLFの金利引き下げが視野に入る可能性は十分にある。

後者については、これまで中国では、基準金利の引き下げが利下げとみなされてきたが、これは直接貸出金利を動かすため、実体経済への影響力やマーケットへのシグナル効果が強く、2015年11月以降、基準金利の操作は行われていない。しかし、今回の措置で基準金利からLPRへの移行が実現すれば、利下げによる貸出金利への影響は間接的となり、従来よりも利下げ実施のハードルが下がるとみられる。また、米国が7月に利下げを実施したことを受け、主要先進国・地域等でも金融緩和が行われる可能性が高まっていることに加え、国内のインフレ率が政府の目標圏内で推移をしている点でも、追加の金融緩和に踏み切りやすい環境になっている。

5. 完全な市場化への課題は依然として山積

以上みたように、2018年に入り再加速した貸出・預金金利の市場化を巡る動きは、LPRの見直しと、それによる貸出基準金利の代替という過渡的なメカニズムへの転換という形でいったん落ち着くことになりそうだ。LPRの見直し後も、政策金利であるML

図表6 MLF金利とLPR



(資料) 中国人民銀行、CEIC Data より、みずほ総合研究作成

Fを主に参照して算出されることから、貸出金利の急激な変動は回避されるとみられ、安定的に改革を進めるための堅実な措置と評価できる。

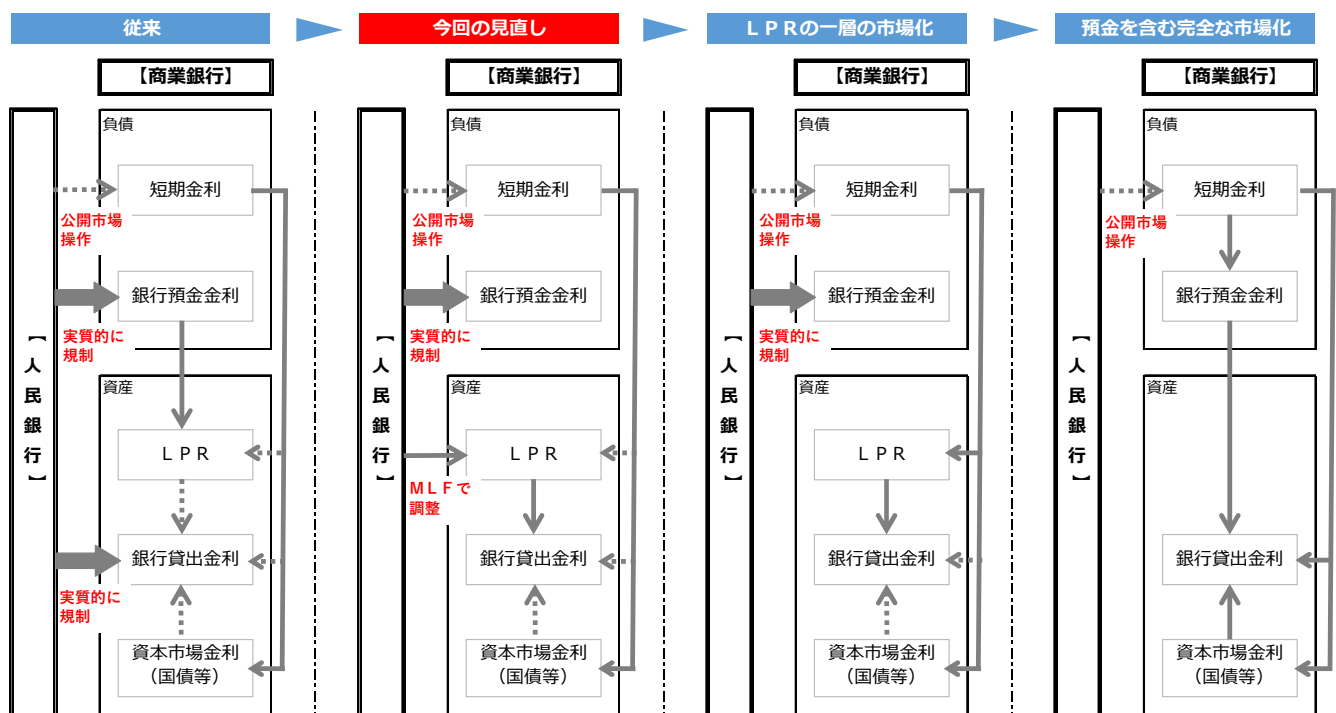
しかし、完全な市場化という観点からみると、今回実施が予想される改革は、未だ一里塚に過ぎない（図表7）。貸出金利の一層の市場化を実現するとともに、預金金利の市場化に着手するため、今後多岐にわたる課題に取り組んでいく必要がある。

主な課題としては、①短期金利や債券（とくに国債）金利の安定性向上、②金融機関の金利プライシング能力の向上、③金融機関の破たん処理法制の整備、④国有企業のソフトな予算制約の解消、の4点が挙げられる¹⁶。

①は、短期金利をMLFに代わるLPRの主要な参照金利にするにせよ、最終的にLPR自体の役割を弱めて短期金利に基づく貸出・預金金利の決定メカニズムに移行するにせよ、必要な条件となる。現在整備を進めている金利コリドーの一層の洗練化¹⁷や人民銀行のコミュニケーションの改善¹⁸、国債市場の整備¹⁹といった取り組みを通じて、短期金利や債券金利の安定性を向上させ、将来的には誘導目標とする政策金利を明確にすることが求められる^{20、21}。

②については、商業銀行が基準金利に依存せず、自主的に適切な金利をプライシングできるようになる必要がある。現在は、基準金利という単一のベンチマークが存在しているため、これに加減をするという比較的単純な手法でプライシングをすることが可能だが、完全な市場化が実現すれば、短期金利や預金金利など様々な調達金利（コスト）や、マクロ環境や顧客属性等に応じたリスクプレミアム、貸出期間等の複数の要素を勘案してプライシングを行う必要が出てくる。規模の小さい金融機関を中心に、相応の時間とコストをかけて、こうしたプライシングを行うためのシステムや人員、組織体制といったキャパシティを向上させていくことが求められる²²。

図表 7 金利市場化の現状と今後の方向性



（資料）「“利率并軌”的务实选择」（『FT 中文网』2019年5月30日）を参考に、みずほ総合研究所作成

③については、金利市場化の進展に伴う金融機関間の競争激化により、劣った金融機関が破たんの危機に陥る可能性がある。そうした事態に備えて、破たん処理法制を整備しておく必要がある。中国では、2015年に預金保険制度がスタートしたが、その機能がまだ十分でないほか、金融機関の破たんを念頭においた法制度は最近検討の緒についた段階であり、まだ存在しない²³。このため最近では、金融機関の経営に問題があった場合、当局による接收や大手行等による出資等、ケースバイケースでの対応が行われているが²⁴、危機に陥る金融機関の数が増える可能性を考慮すると、システムティックに破たんを処理するための法制度が必要だ。

④については、暗黙の政府保証を背景に、中央国有企業や地方政府融資平台に代表される地方国有企業に存在するソフトな予算制約の問題を解消することが課題となる。金利が市場化しても、暗黙の政府保証が存在すればプライシングが歪められ、民営企業が国有企業に対して不利な金利条件を要求される状況が改善されない恐れがある。このため、融資平台の債務等のいわゆる地方政府の隠れ債務の処理を地方政府が返済責任を負わない形で進める等の取り組みを通じて、国有企業にハードな予算制約を浸透させていく必要がある。

いずれも一朝一夕に結果を出せる取り組みでないことは想像に難くない²⁵。習政権は、発足後、2020年をひとつの目途として金利の市場化改革を推し進めてきたが、成熟した金融システムにはまだ程遠い。金利の市場化改革は、2021年以降も息の長い取り組みとして継続されることになりそうだ。

【参考文献】

- 范宪忠等（2019）「利率并轨进程中的主体建设」（中国金融出版社『中国金融』2019年第1期）
- 郭豫媚等（2018）「中国货币政策利率传导效率研究：2008－2017」（中国金融出版社『中国金融』2018年第12期）
- 黄国平等（2018）「国债收益率曲线发展及其体制性影响因素分析」（《经济问题探索》杂志社『经济问题探索』2018年第9期）
- 李超等（2019）「利率市场化最后一公里」（华泰证券『证券研究报告』2019年2月25日）
- 陆晓明（2018）「准备金在美联储利率政策执行框架中的作用及中国利率走廊建设」（《中国货币市场》杂志社『中国货币市场』2018年第11期）
- 宋海林（2019）「宏观政策框架转型中的利率改革」（中国金融出版社『中国金融』2019年第5期）
- 魏海瑞（2019）「务实推进利率“两轨合一轨”」（中国金融出版社『中国金融』2019年第10期）
- 占再清（2019）「政策利率并轨路径设想」（中国金融出版社『中国金融』2019年第7期）
- 张明等（2019）「利率市场化篇：利率并轨”惊险一跃”倒逼银行结构转型」（平安证券『宏观报告』2019年7月23日）
- 中国人民银行南昌中心支行课题组（2018）「当前市场利率变化对企业融资和银行经营的影响」（《金融研究》杂志社『金融参考』2018年第11期）
- 中国人民银行营业管理部“贷款基础利率应用联合研究”课题组（2016）「关于贷款基础利率应用情况的国际经验及实践问题研究」（中国金融出版社『北京金融评论』2016年第2辑）

McMahon M., Alfred S. and Xiang L. (2018) “China’s Monetary Policy Communication: Frameworks, Impact, and Recommendations” IMF Working Papers, WP/18/244, November 2018.

¹ 金利市場化の進展によって銀行間の競争がより激しくなれば、一般には貸出金利には低下圧力が、預金金利には上昇圧力がかかる。それに伴い、実体経済（企業および家計）にとっては、資金の調達コスト低下や運用利回り上昇が期待される一方、金融機関にとっては収益圧迫の要因となる恐れがある。また、マーケットが中国の金融政策の動向を判断するうえで重視する指標が変わる可能性もある。このほか、金利の市場化を中心とする国内システムの改革は、為替レートの市場化と併せて、国内外の資本移動に伴う影響の緩和に資すると考えられており、資本取引自由化を進めるうえで必要な取り組みとされている。

² 国有大手5行（工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行、交通銀行）および株式制商業銀行（中信銀行、上海浦東発展銀行、興業銀行、招商銀行、民生銀行）の10行（民生銀行は2017年から追加）。

³ 2017年初からMLFの金利が上昇し、市場で利上げとの見方が強まったことに対して、中国人民銀行は「我が国の現在の金融政策の枠組みの下では、『利上げ』は預金・貸出金利の引き上げのことを指し、これは主体的に調整しようとの強い意向を伴っている」と説明している（「人民银行有关负责人就公开市场操作中标利率相关问题答记者问」（『中国人民银行』2017年3月16日））。

⁴ 貸出金利に対する基準金利と短期金利の影響力の変化については、郭豫媚等（2018）の実証分析を参照。

⁵ 一部報告行のLPR算出方法は、郭豫媚等（2018）のケーススタディを参照。

⁶ 人民银行营业管理部 “贷款基础利率应用联合研究” 课题组（2016）によれば、LPRの導入後間もない2016年時点の北京における実地調査の結果、貸出金利のプライシングにあたりLPRを参照している金融機関の割合は、調査対象75行のうち17%にとどまっている。

⁷ 「中国人民银行有关负责人就完善贷款市场报价利率形成机制答记者问」（『中国人民银行』2019年8月17日）。

⁸ 市場金利プライシング自律メカニズムは、金融機関が構成員となり、各種金利の自律的な管理を行う組織だが、人民銀行の指導と監督管理を受けるとされている。この組織が、預金金利の上限規制撤廃後、競争的な金利引き上げを抑制するために、変動幅について実質的な制約を課した。また、MPAでは、商業銀行のスコアリング項目として設けられている「プライシング行為」において、市場金利プライシング自律メカニズムが、預金金利の水準が金融機関の平均金利からどの程度乖離しているかを基に採点した結果が反映される仕組みとなっており、市場金利プライシング自律メカニズムによる金利に関する業界自主規制が制度化された。

⁹ こうしたシャドーバンキングの弊害に対処するため、2018年4月には「金融機関の資産管理業務の規範化に関する管理指導意見」が公表され、理财产品のリスクの顕現化やマネーフローの把握厳格化等の規制強化が図られた。

¹⁰ 「中国人民银行行长等就“金融改革与发展”相关问题答记者问」（『新华网』2019年3月10日）。

¹¹ 「易纲：进一步推动利率市场化改革 研究不再公布贷款基准利率」（『新华网』2019年5月29日）。

¹² MLF金利も人民銀行が任意に設定できる点で基準金利と類似しているが、短期金融市場に対して用いられる金融政策ツールで、かつ他のツールとは異なり、期間が1年物まで存在するため、参照指標の候補になったと推察される。

¹³ 「张明：对央行完善LPR的几点评论」（『财新网』2019年8月18日）。

¹⁴ 追加されたのは、都市商業銀行（台州銀行、西安銀行）、農村商業銀行（上海農商銀行、広東順德農商銀行）、外資銀行（シティバンク、スタンダードチャータード銀行）、民営銀行（深圳前海微衆銀行、浙江網商銀行）の8行。

¹⁵ 易綱総裁は、インターバンクレポ金利や国債利回り等の無リスク金利が2018年来低下していることを紹介したうえで「民営・小規模零細企業が実際に感じる資金調達コスト、とくに貸出金利（の高さ）は、無リスク金利以外に、リスクプレミアムが比較的高いことによるものである」との認識を示している（「中国人民银行行长等就“金融改革与发展”相关问题答记者问」（『新华网』2019年3月10日））。

¹⁶ 主に魏海瑞（2019）の指摘を参照。

¹⁷ 陆晓明（2018）。

¹⁸ McMahon M., Alfred S. and Xiang L. (2018)。

¹⁹ 黄国平等（2018）。

²⁰ 政策金利の候補として現在有力なものとしては、Shiborとインターバンクレポ金利が挙げられるが、双方とも一長一短がある。Shiborは、2007年1月に公表されたもので比較的長い歴史を有しており、翌日物から1年物まで複数の期間で安定性が高く、各種債券や金利スワップ等の様々な金融商品のプライシングにも用いられている点が強みだが、2012年以降、欧米でLiborを巡る不正が相次いだことを受け、信頼性の担保という点で懸念が存在する。他方、インターバンクレポ金利（とくに「DR007」と呼ばれる預金取扱金融機関間の7日物金利）は、2014年12月から公表されており、歴史の長さや安定性の面でShiborには劣るものの、（呈示された金利ではなく）実際の取引金利であるため、信頼性の面では優れている。どちらになるか（或いはその他の金利になるか）、国内有識者の間でもまだ統一的な見解はみられないが、人民銀行の政策文書や幹部発言等では、流動性の状況を反映する指標としてインターバンクレポ金利（DR007）に言及することが近年増えており、こちらが有力となりつつあるように思われる。

²¹ このほか、当面は参照指標としてのMLFにも改善の余地がある。例えば、MLFによる資金供給対象の拡大（現在は、大手国有銀行や株式制商業銀行など49行のみが対象）や、期間の延長（1年以上の期間の設置）等の措置が指摘されている（「盛松成解读新LPR形成机制：引导贷款利率下行，谁更受益？」（『澎湃新闻』2019年8月17日））。また、MPAにより課せられて

いる預金金利変動幅の制約の見直しも必要だ（魏海瑞（2019））。

²² 主に范宪忠等（2019）の指摘を参照。

²³ 2019年7月16日に公表された「市場主体の退出制度整備に関する改革加速プラン」で、金融機関の市場からの退出に関する法律・法規の整備が今後の改革事項として挙げられている。

²⁴ 包商银行（内モンゴル自治区包頭市を中心に業務展開する都市商業銀行）で、主要株主に対して違法に提供した資金の回収が困難になったことで、経営危機が発生した際、金融当局が接管管理を実施した（2019年5月24日）。また、錦州銀行（遼寧省錦州市を中心に業務展開する都市商業銀行）では、2018年度のアニュアルレポートの公表がなされず、経営状況への懸念が高まっていたが、同年7月25日に、国有大手の工商銀行や大手AMCの信达資産管理有限公司が出資することが明らかになった。

²⁵ 例えば、②の商業銀行のプライシング能力の向上について、范宪忠等（2019）では、実地調査を行った河北省に限れば、末端の金融機関（村鎮銀行等）も含めた金利プライシングメカニズムの構築が進むのには、2～3年を要する可能性があるとの見方が示されている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。