

重点領域への信用供与を促進する 中国人民銀行の構造的金融政策の手段

—政策手段の運用状況と有効性に関する議論を中心に—

主任研究員 王 雷軒 (Wang Leixuan)

〔要 旨〕

本稿は、中国人民銀行が近年積極的に導入・運用している構造的金融政策（SMP）手段の制度的枠組み、運用状況、政策的意義および課題について紹介するものである。SMPは、特定分野への選択的資金供給を通じて、従来の総量調整型金融政策では対応困難な構造的課題に対処する政策手段である。特にコロナ禍以降、小規模・零細企業、脱炭素、インフラ整備等を対象とした多様な手段が創設され、制度の拡充が進んだ。SMPは貸出構造の再編や資金調達コストの低下に寄与したことで、金融政策の柔軟性と補完性が強化されたとみられる。一方、政策効果の限定性や不良債権リスク、財政政策との境界問題などの課題も存在すると指摘した。今後は制度設計の高度化に向けた検証の強化が求められる。

目 次

はじめに

1 構造的金融政策（SMP）の手段

- (1) SMPの定義と制度的位置づけ
- (2) SMP手段の制度的変遷
- (3) SMP手段の類型

2 主なSMP手段の運用状況と特性

- (1) 担保付補完貸出（PSL）
- (2) 小規模・零細企業・三農向け再貸出および再割引

(3) 運用状況からみたSMP手段の特性

3 SMP手段の有効性に関する議論

- (1) 賛否両論
- (2) プラス評価
- (3) 副作用も

おわりに

はじめに

中国の中央銀行である中国人民銀行（以下、人民銀行）は、近年、金融政策手段の一環として「構造的金融政策の手段」（中国語：結構性貨幣政策工具）を頻繁に活用するようになってきている（注1）。この種の政策手段は、先進国においても経済危機などの非常時に限定的に導入されることがある。

中国では、構造的金融政策は一般に「Structural Monetary Policy」と訳されており、本稿では便宜上、これを「SMP」と略記する。SMPの具体的な手段に関しては、王（2023）が炭素排出削減支援ツールを取り上げ、その創設背景および運用状況について概観している。以降も、人民銀行は多様なSMP手段を相次いで創設しており、制度の拡充が進められている。

本稿では、SMPの主要な手段とその運用状況等を紹介することを目的とする。構成は以下のとおりである。第1節では、SMPの概念、SMP手段の概要等を説明する。第2節では、主要なSMP手段の運用状況と特性を解説する。第3節では、SMP手段の有効性に関する議論等を紹介し、最後に今後の研究課題について述べる。

（注1）中国人民銀行は、中国の中央銀行であるが、国务院（内閣に相当）の一組織と位置づけられ、国务院の指導の下で、金融政策を制定し、執行するとされている。

1 構造的金融政策（SMP）の手段

（1）SMPの定義と制度的位置づけ

人民銀行は、構造的金融政策（SMP）について、「SMPとは、インセンティブ・メカニズムを通じて、重点領域や脆弱分野への信用供与を促進し、資金の利用効率を向上させることを目的とする政策である。このような政策設計の背景には、マクロ経済運営において存在する摩擦や市場の失敗、ならびにミクロ経済主体の異質性といった構造的要因がある。これらの要因を考慮せず、金融政策を総量的手段のみに依拠して運用した場合、経済構造の歪^{ひず}みを助長し、かえって総量目標の達成を困難にする可能性がある」と説明している（注2）。

この説明に基づけば、SMPとは、金融機関による信用供与の総量のみならず、その構造すなわち貸出の内容や対象に対しても政策的に介入する金融政策手段を意味する。従来の政策金利操作など、マクロ経済全体に波及する一般的な金融政策とは異なり、SMPは特定の産業・地域・経済主体に対して選択的に資金供給を行う点に特徴がある。

SMP手段の制度的位置づけを明確にするため、人民銀行が公表する金融政策手段の体系を概観する。人民銀行は、金融政策手段として①公開市場操作、②預金準備率操作、③中央銀行貸出、④政策金利操作、4つの類型を提示している（第1表）。

第1表 中国人民銀行が公表した金融政策手段(貨幣政策工具)

金融政策手段	内容
①公開市場操作	レポオペ、リバースレポ等
②預金準備率操作	金融機関全体、対象限定等
③中央銀行貸出	再貸付、再割引、SLF(常設貸出ファシリティ)、MLF(中期貸出ファシリティ)、PSL(担保付補完貸出)、TMLF(対象限定のMLF)、 構造的金融政策の手段(SMP手段)
④政策金利操作	LPR(ローンプライムレート)等

資料 中国人民銀行HPをもとに筆者作成

このうち「③中央銀行貸出」には、再貸付(注3)、再割引、SLF(常設貸出ファシリティ、Standing lending Facility)、MLF(中期貸出ファシリティ、Medium-term Lending Facility)、PSL(担保付補完貸出、Pledged Supplementary Lending)、TMLF(対象限定のMLF)、そして構造的金融政策手段(SMP手段)が含まれている。したがって、SMP手段は中央銀行貸出の一形態として位置づけられており、人民銀行が特定の政策目的に応じて資金供給を行う制度的枠組みの一部であると理解される。

(注2) 詳細については、人民銀行が公表した「2020年第2四半期貨幣政策執行報告」を参照。

(注3) 再貸出とは、人民銀行が商業銀行に対して低利の資金を供給し、商業銀行がその資金を用いて特定の領域や分野に対して融資を行う制度を指す。これは、中央銀行が間接的に政策目的を達成するための資金供給手段の一つである。

(2) SMP手段の制度的変遷

人民銀行は、1984年から96年にかけて、商業銀行に対する与信計画を通じて流動性供給を行っていた。しかし、96年に与信計画制度が廃止され、金融政策の運営は総量コントロール方式へと移行した。この制度転換を背景に、農業融資の促進および都市

と農村の格差是正を目的として、人民銀行は99年に初めて①三農向け再貸出(第2表)という手段を創設した。本手段は、農業関連融資の拡大と「三農(農業・農村・農民)」分野の資金調達コストの軽減を目的としており、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用合作社、村鎮銀行などが主な対象機関となっている。

08年には、世界金融危機への対応として、人民銀行は③再割引の本格的運用を開始した。再割引とは、市中銀行が保有する手形を、期日前に中央銀行が再割引することで資金供給を行う制度であり、中央銀行にとっては重要な流動性供給手段の一つである。

当時の中国経済においては、汚染・高エネルギー消費型産業からの転換、新興産業の育成、中小零細企業および三農分野の民間融資依存、都市部におけるスラム街再開発需要の未充足など、特定分野における資金不足が深刻化していた。理論的には、これらの課題は財政政策によって対応可能であるが、中国の財政政策は意思決定プロセスが複雑であり、金融政策ほどの柔軟性を欠く。また、財政均衡の維持が求められるなかで政策余地が限られるため、金融政策による補完的対応が不可欠となった。

こうした背景のもと、人民銀行は14年に②小規模・零細企業向け再貸出、⑤担保付

第2表 中国人民銀行の構造的金融政策(SMP)の手段(2024年9月末)

(単位 1年物/%、億元)

手段の名称		開始 時期	利用 状況	開始目的	貸出の対象	貸出 金利等	貸出 限度額	貸出 残高
長期的手段	① 三農向け再貸出	1999	実施中	農業・農村・農家(三農)領域への支援	農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社、村鎮銀行	1.75	8,350	6,531
	② 小規模・零細企業向け再貸出	14	実施中	小規模・零細企業、民営企業への支援	都市商業銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、村鎮銀行、民営銀行	1.75	18,750	16,957
	③ 再割引	08	実施中	三農領域、小規模・零細企業、民営企業への支援	指定金融機関	1.75	7,400	5,835
実施期間限定の手段	④ 小規模・零細企業向け貸出支援ツール	21	実施中	小規模・零細企業への支援	地方金融機関	1.00 (奨励比率)	800	650
	⑤ 担保付補完貸出(PSL)	14	実施中	旧市街区整備、地下配管工事や重点水利施設整備等のため	国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行	2.25	-	25,841
	⑥ 炭素排出削減支援ツール	21	実施中	炭素排出量削減、炭素削減技術普及等への支援	21行全国性金融機関、一部外資系金融機関と地方金融機関	1.75	8,000	5,351
	⑦ 包摂養老専項再貸出	22	実施中	老人ホームや保健施設の運営や高齢者向け製品製造への支援	5大国有商業銀行(中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、交通銀行)、国家開発銀行、中国輸出入銀行	1.75	400	21
	⑧ 民営企業社債発行支援ツール(第2期)	22	実施中	民営企業への支援	指定専門機関	1.75	500	0
	⑨ 科学技術イノベーション・技術改造再貸出	24	実施中	科学技術系中小企業、重点領域の技術更新と設備更新への支援	21行全国性金融機関	1.75	5,000	7
	⑩ 保障性住宅関連再貸出	24	実施中	在庫住宅を買付、保障性住宅や賃貸住宅に回すため	21行全国性金融機関	1.75	3,000	162
	⑪ 交通物流専項再貸出	22	終了	道路貨物運輸事業者及び小規模・零細物流企業への支援	6大国有商業銀行、5大国有商業銀行、郵便貯蓄銀行、中国農業発展銀行	1.75	1,000	10
	⑫ 設備更新改造専項再貸出	22	終了	企業の設備更新を促すための支援	21行全国性金融機関	1.75	2,000	1,557
	⑬ 小規模・零細企業向け利子補助支援ツール	22	終了	小規模・零細企業への支援	16行全国性金融機関、地方金融機関	1.00 (奨励比率)	未設定	269
	⑭ 石炭のクリーン化・効率化支援再貸出	21	終了	石炭クリーン・効率利用への支援	5大国有商業銀行、国家開発銀行、中国輸出入銀行	1.75	3,000	2,116
	⑮ 科学技術イノベーション再貸出	22	終了	科学技術革新企業への支援	21行全国性金融機関	1.75	4,000	865
	⑯ 有料道路整備貸出支援ツール	22	終了	有料道路整備のため	21行全国性金融機関	0.50 (奨励比率)	未設定	83
	⑰ 不動産開発企業向け専項再貸出	23	終了	企業再編への支援	5社全国性資産管理会社(AMC)	1.75	800	209
	⑱ 住宅引渡し確保貸出支援計画	22	終了	未完成住宅を完成させるため	6大国有商業銀行	無利子	2,000	127

資料 第1表と同じ

補完貸出、および対象限定の預金準備率操作の3つのSMP手段を導入した(注4)。ただし、現在では預金準備率操作はSMP手段の枠組みから除外されている(注5)。さらに、新型コロナウイルス感染症(コロナ禍)の拡大後、人民銀行は⑥炭素排出削減支援ツール、⑭石炭のクリーン化・効率化支援再貸出など、複数の新規SMP手段を相次いで導入し、制度の適用範囲を大幅に拡張した(第2表)。コロナ禍による経済活動の停滞や不動産市場の深刻な調整を受け、人民銀行は経済対策の一環として、積極的にSMP手段を創設・運用したと考えられる。

SMP手段の制度的拡充が進んだ背景には、23年に開催された「中央金融工作会议」において、科学技術、グリーン、金融包摂、養老、デジタルの5分野における金融サービスの強化方針が打ち出されたことも挙げられる。人民銀行は政府の一部門として、小規模・零細企業支援や脱炭素推進など、政策目標の実現に資する役割を担っている。

このような政策的要請のもと、⑮科学技術イノベーション再貸出、⑦包摂養老専項再貸出、⑪交通物流専項再貸出、⑫設備更新改造専項再貸出、⑬小規模・零細企業向け利子補給支援ツール、⑯有料道路整備貸出支援ツール、⑧民営企業社債発行支援ツール(第2期)、⑱住宅引渡し確保貸出支援計画、⑰不動産開発企業向け専項再貸出、⑩保障性住宅関連再貸出など、多岐にわたるSMP手段が導入・運用されている(第2表)。

加えて、外貨準備高の持続的な減少など

の要因により、人民銀行にとって貸出は基礎通貨供給の主要な経路となっており、これがSMP手段の制度的拡充と運用促進を後押ししている面も否めない。

(注4) 中国における企業分類は、「大型」「中型」「小型」「微型」の4区分に分かれており、雇用者数や営業売上高などの指標に基づいて定義される。例えば、工業企業の場合、雇用者数が1,000人以上かつ売上高が4億元(約80億円)以上であれば「大型企業」、雇用者数が300人超1,000人未満かつ売上高が0.2億元以上4億元未満であれば「中型企業」、雇用者数が20人以上300人未満かつ売上高が300万元以上0.2億元未満であれば「小型企業」、雇用者数が20人未満かつ売上高が300万元未満であれば「微型企業」とされる。本稿において「小規模・零細企業」とは、「小型企業」および「微型企業」を指すものとする。

(注5) SMP手段から除外された「対象限定の預金準備率操作」は、かつてSMPの運営において重要な役割を果たしていたと考えられる。この制度は、簡潔に言えば、小規模・零細企業や農業経営体を主な顧客とする中小金融機関に対して、相対的に低い預金準備率を適用するものであり、一定の条件を満たす場合には、さらに準備率の引下げが認められる仕組みである。人民銀行は04年に本制度の運用を開始し、14年以降は銀行の貸出先を政策的に誘導・調整する動きが一層強化された。

(3) SMP手段の類型

人民銀行が導入するSMP手段は、その制度設計に基づき、以下の3つの観点から類型化されている。

第1に、実施期間に基づく分類である。SMP手段は、実施期間の有無により「長期的手段」と「時限的手段」に区分される(第2表)。長期的手段には、①三農向け再貸出、②小規模・零細企業向け再貸出、③再割引が含まれており、これらは継続的な政策運用を前提としている。一方、明確な開始・終了時期が設定されている時限的手段

は、上記3つの長期的手段以外の手段を指し、政策目的に応じて期間限定で導入される。

第2に、実施主体に基づく分類である。SMP手段は、人民銀行の本部（総行）が管理責任を担うものと、地方支店が管理するものに分けられる。本部が管理する手段は主に時限的手段であり、全国金融機関（大手銀行等）を対象として、資金の迅速な投入および回収を特徴としている。これに対し、支店が管理する手段は主に長期的手段であり、都市商業銀行や農村商業銀行などの地方金融機関を対象として、地域の実情に即した柔軟な運用が行われている。

第3に、資金供与の形態に基づく分類である。SMP手段は、供与される資金の性質により「貸出資金供給型」と「奨励金提供型（インセンティブ資金型）」に区分される。貸出資金供給型は、金融機関が特定分野への貸出を実行した際に、人民銀行がそ

の実行額に応じた一定比率の資金を供与するものである。一方、奨励金提供型は、金融機関が政策指定分野への貸出を継続的に実施した場合に、その貸出残高の増加分に応じて人民銀行がインセンティブ資金を支援する仕組みであり、財政的補助に近い性格を有している。

2 主なSMP手段の運用状況と特性

新型コロナウイルス感染症の拡大以降、人民銀行は複数のSMP手段を創設・導入してきた。24年9月末時点においては、合計18種類のSMP手段が運用されており、その貸出残高は制度の終了や縮小に伴い減少傾向を示している（第3表）。25年3月末時点のSMP手段による貸出残高は5.9兆元（約120兆円）にまで縮小した。貸出金利の面では、20年以降、複数回にわたる引下げが実

第3表 SMP手段の概況

(単位 兆元)

時期		SMP手段 の数	SMP手段に よる貸出残高	中央銀行資産	マネタリー ベース	対預金取扱 金融機関債権
2022	6月末	12	5.4	39.3	33.4	12.7
	9月末	11	5.5	39.7	34.2	12.9
	12月末	15	6.4	41.7	36.1	14.3
23	3月末	17	6.8	42.1	36.4	14.7
	6月末	17	6.9	41.8	36.5	14.3
	9月末	17	7.0	42.7	36.4	15.8
	12月末	17	7.5	45.7	38.9	18.6
24	3月末	17	7.5	43.9	37.1	16.4
	6月末	18	7.0	43.7	37.1	16.6
	9月末	18	6.7	45.5	37.9	17.4
	12月末	10	6.3	44.1	36.8	15.6
25	3月末	10	5.9	45.5	37.7	17.5

資料 第1表に同じ
(注) 1元=約20円。

施され、24年9月末時点では1.75%まで低下しており、優遇金利による資金供給が継続されている。以下では、貸出残高が相対的に大きい主要手段に焦点を当て、その運用状況を概観する（注6）。

（注6）人民銀行は、25年5月からウェブサイトにSMP手段の実績（月次資金の供給額や吸収額）を公表し始めている。

（1）担保付補完貸出（PSL）

24年9月末時点において、人民銀行はPSLをSMP手段の一部として集計しており、まずはその運用状況を確認する。PSLは、政策銀行を対象とした中央銀行による資金供給手段であり、都市インフラ整備、輸出振興、農業生産支援等を目的として設計されている。

14年には、国家開発銀行に対して3年満期・1兆元規模のPSLが供給され、バラック地区の都市再開発、地下配管整備、水利インフラの強化など、重点分野への資金投入

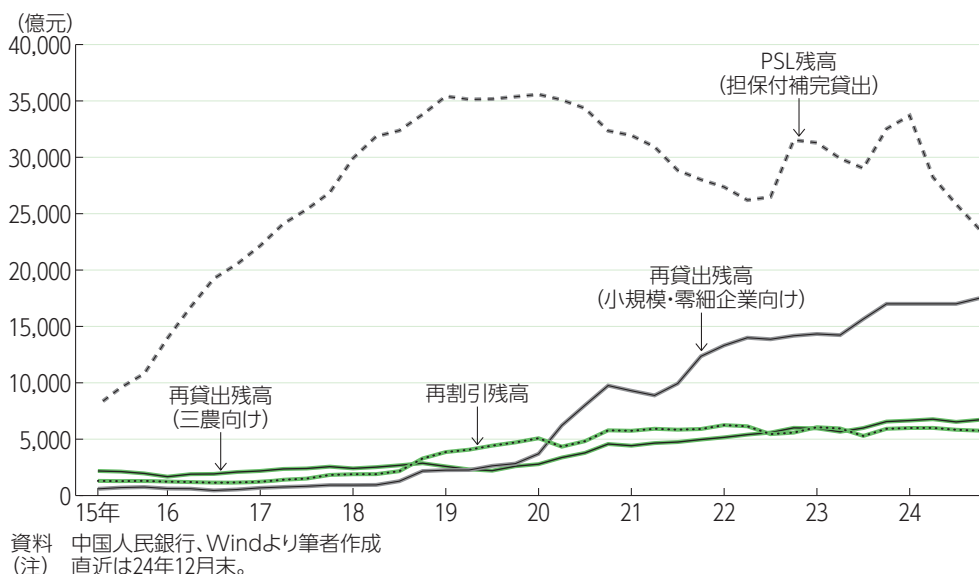
が行われた。その後、対象機関は中国農業発展銀行および中国輸出入銀行へと拡大され、貸出資金は企業の海外展開支援、住宅安定供給プロジェクト、三農（農業・農村・農民）および小規模・零細企業の育成等に活用されている。PSLは人民銀行が元本の100%を直接供給する点において、他の手段と一線を画している。

PSLの貸出残高は、19年11月にピークの3.6兆元に達した後、22年半ばまでは減少傾向を示した。しかし、支援対象の拡大に伴い再び増加に転じたものの、24年には再び縮小し、同年12月末時点では2兆3,639億元と、依然としてSMP手段のなかで最大規模を維持している（第1図）。

（2）小規模・零細企業・三農向け再貸出および再割引

PSLに次ぐ規模の手段として、②小規模・零細企業向け再貸出（1兆7,500億元）、

第1図 中国人民銀行の主要な貸出残高の推移



①三農向け再貸出（6,715億元）、③再割引（5,758億元）が挙げられる（第1図）。特に小規模・零細企業向け再貸出は、20年以降、貸出限度額の拡大が複数回実施されたことにより、急速な増加を示している。

同手段は14年に創設され、コロナ禍以降、人民銀行は中小企業支援策として積極的に再貸出を活用した。その結果、貸出残高は19年末の2,832億元から20年末には9,756億元へと急増し、その後も増加基調を維持している。一方、三農向け再貸出および再割引については、緩やかな増加傾向にとどまっており、制度的な安定性は維持されているものの、急速な拡大はみられていない。

（3）運用状況からみたSMP手段の特性

第2表および第3表に示したSMP手段の運用状況を踏まえると、SMP手段の特性は以下の3点に集約される。

第1に、長期的手段の利用率は高水準で安定している一方、20年以降に導入された時限的手段の利用率は低調である。24年9月末時点における長期的手段の総貸出限度額は3.45兆元、実行貸出残高は2.93兆元に達し、利用率は85%と高い水準を維持している。これは、長期的手段が制度的に定着し、金融機関にとって活用しやすい枠組みであることを示唆している。一方、時限的手段のなかには利用率が著しく低いものも存在し、政策効果の限定性が懸念される。例えば、⑩保障性住宅関連再貸出の利用率は5.4%にとどまり、政策目的との乖離が顕在化している。

第2に、SMP手段の主流は貸出資金供給型であり、奨励金提供型的手段は限定的である。24年9月時点において、④小規模・零細企業向け貸出支援ツール、⑬小規模・零細企業向け利子補給支援ツール、⑯有料道路整備貸出支援ツールの3手段が奨励金提供型として運用されている。これらは、商業銀行が包摂金融の対象となる小規模・零細企業に対して貸出を実行し、その貸出残高の増加分に応じて人民銀行が1%のインセンティブ資金を付与する仕組みであり、財政による利子補給制度と制度設計上類似している。したがって、SMPは金融政策と財政政策の境界領域に位置づけられる政策手段と解釈することが可能である。

第3に、貸出対象機関の分類に基づき、全国金融機関向け、政策銀行向け、地方金融機関向けの3類型が存在する。全国金融機関向け的手段は数としては多いが、貸出残高は相対的に小規模である。代表的な手段としては、⑭石炭のクリーン化・効率化支援再貸出、⑫設備更新改造専攻再貸出など、計10項目が挙げられる。一方、地方金融機関向け的手段は数が限られており、主に包摂金融に特化している。これらの手段は存続期間が短く、金融機関に対する運用要件も相対的に厳格であると考えられる。政策銀行向け的手段としては、⑤担保付補完貸出（PSL）が中心的役割を担っており、制度的安定性と政策的柔軟性の両立を図る枠組みとして機能している。

以上から、SMP手段は、その制度設計において多様な政策目的と対象機関を包含し

ており、金融政策の構造調整機能の強化を目指す人民銀行の政策的意図が反映されていることが確認できる。

3 SMP手段の有効性に関する議論

(1) 賛否両論

SMP手段の有効性については、おおむね肯定的な評価が示されているものの、批判的見解を提示する研究も散見される。彭俞超ほか（2016）は、SMPが貸出構造の再編を通じて産業構造の高度化を一定程度促進し得ると論じている。既存の実証研究は、主に対象限定の預金準備率操作に焦点を当てており、郭晔ほか（2019）は、当該手段が農業および中小企業への資金供給を促進し、包摂金融の実現に寄与すると主張している。

一方で、馮明ほか（2018）は、モデル分析を通じて資金の大半が依然として非対象分野に流入している実態を明らかにした。また、黄益平ほか（2023）は、19年および20年に実施された準備率引下げが中小零細企業向け融資の顕著な増加にはつながらなかったと指摘しており、政策効果の限定性を示唆している。

(2) プラス評価

総合的に評価すれば、中国におけるSMP手段は、小規模・零細企業および農業関連分野における融資環境の改善、貸出金利の低下、流動性管理および金融安定の維持と

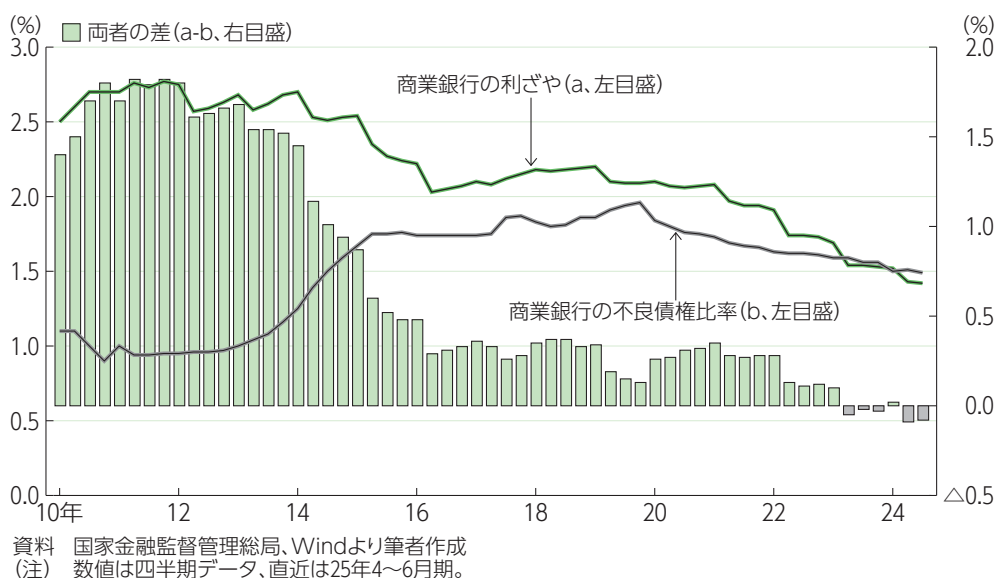
いった複数の側面において、一定の成果を上げている。特に、貸出構造の再編に関しては、SMPの活用により中小零細企業および三農（農業・農村・農民）分野への資金アクセスが大幅に向上したと考えられる。

加えて、SMPは小規模・零細企業の資金調達コストを大幅に引下げる効果を有している。従来、こうした企業は民間融資に依存せざるを得ず、非正規金融市場における金利は24%を超える水準に達していた。SMPによる低金利での資金供給が継続的に拡大した結果、民間貸出金利も低下し、資金調達難の緩和に資する政策的意義が認められる。

SMPは、金融政策の波及経路を短縮し、貸出が実体経済から乖離することを防止することで、国民経済の各部門における資金配分の偏在を是正することを目的としている。農業支援、中小企業支援、炭素排出削減支援等の政策手段は、いずれも実体経済に直接的に作用し、経済社会の発展目標の達成に寄与している。また、金融リスクの予防・抑制を目的として導入されたSMPは、流動性支援および救済措置を通じて、局所的リスクがシステミックリスクへと波及することを防ぎ、安定的な金融環境の構築にも貢献していると推察される。

第2図が示すとおり、中国の商業銀行の利ざやは1.42%まで縮小しており、これは新型コロナウイルス感染症以降の金融環境の変化に伴う収益構造の脆弱化を示唆している。一方で、不良債権比率は1.49%と低下基調にあるものの、資産の質的改善は緩

第2図 中国の商業銀行の不良債権比率と利ざやの推移



慢である。これにより、信用リスクが利ざやを上回る状況が生じており、銀行の収益性および資産健全性に対する圧力が強まっている。こうした金融機関の収益構造の制約を踏まえると、マクロ経済が減速する局面においては、従来型の政策金利引下げや預金準備率調整といった伝統的な金融緩和手段の有効性には限界が生じる可能性がある。そのため、人民銀行は、SMP手段の活用頻度を高めることで、政策の波及効果を補完し、実体経済への資金供給の円滑化を図っていると考えられる。

(3) 副作用も

SMP手段は、供給サイドに直接的に働きかける政策金融の一形態であり、市場における資金配分機能が十分に機能しない局面において、その補完的役割を果たすものである。先進諸国においても、経済危機等の非常時には構造的金融政策が限定的に導入

されることがあるが、その適用範囲および規模は極めて抑制的である。

しかしながら、25年3月末時点における人民銀行のSMP手段（計10種）による貸出残高は5.9兆元に達し、同行の総資産（45.5兆元）の12.9%を占めている。また、同時点における人民銀行の対預金融機関債権残高（17.5兆元）に対するSMP貸出残高の割合は33.7%におよび、制度的な位置づけとしても無視できない規模に達している（第3表）。

このような政策的展開の背景には、財政支出の制約がある。具体的には、三農（農業・農村・農民）、中小企業、教育、医療、社会保障、技術革新、省エネ・排出削減、生態保護等の分野に対する財政的投資が不十分であることから、金融政策が構造調整機能の一部を代替的に担わざるを得ない状況に置かれている。このような代替的役割の拡大は、マクロ経済全体の調整効果を一

定程度阻害する可能性もある。

また、貸出構造の調整は、銀行の不良債権増加リスクを伴う可能性もある。不良資産の増加には複数の要因が関与するが、パンデミック期に実施された構造的金融政策を含む中小企業向け融資促進策は、リスク要因として看過できない（第2図）。さらに、農業関連分野を例にとると、24年9月末時点における農業関連貸出残高は51.1兆元に達する一方、農業支援再貸出残高は6,531億元にとどまり、同分野の総貸出額に占める割合はわずか1.3%にすぎない。資金供給規模は限定的であり、中央銀行の窓口指導および金利優遇措置に依存しているため、当該分野における貸出増加がSMPによる流動性供給に起因するか否かを制度的に識別することは困難であろう。

おわりに

中国経済に内在する構造的課題は極めて複雑であり、単なる資金供給によって解決可能なものではない。これらの問題の根本的解決には、制度的枠組みおよび政策メカニズムを持続的に見直していくことが不可欠である。

筆者は、特定の経済状況および政策目的の下において、SMPが有益な政策的イノベーションであると認識している。SMP運用に際しては、政策目的を堅持しつつ、政策効果の厳密な評価を行うべきである。政策実施に伴うコストの過小評価は避けるべきであり、過度な活用が構造改革の遅延を招

く可能性についても十分な留意が必要である（注7）。

また、従来の中国金融政策は主として総量調整を中心として展開されてきたが、今後は構造調整機能の発揮が新たな政策課題として浮上している。一部の政策は時限的措置として導入されるが、政策終了後に生じ得る副次的影響（いわゆる「後遺症」）を回避するためにも、政策手段の適用範囲および強度に関する理論的・実証的検討も不可欠である。

（注7）これらの留意点は、人民銀行が繰り返し強調する「構造的金融政策は重点を絞り、合理的かつ適度であり、出口戦略を適切に判断すべき」との政策方針と整合的である。

<参考文献>

- ・黄益平・潘艶・程丹旭・陳新禹（2023）「中国結構性貨幣政策有効性研究——以定向降準為例——」CF40工作論文（CF40 Working Paper）、第19期
- ・郭晔・徐菲・舒中橋（2019）「銀行競争背景下定向降準政策的普惠效应」『金融研究』第1期
- ・中国銀行研究院（2023）「我国結構性貨幣政策工具的発展、効果及建議」『宏観観察』第461期
- ・中国人民銀行（2020）「2020年第2四半期貨幣政策執行報告」
- ・中国人民銀行貨幣政策司課題組（2024）「結構性貨幣政策助力做好“五篇大文章”」『中国金融』第2期
- ・陳道富（2024）「国際比較視野下的中国結構性貨幣政策特色研究」『農業発展与金融』第360期（5月）
- ・露口洋介（2021）「コロナ禍の中国経済と金融政策の動向」『月刊資本市場』第433期、48～58頁
- ・馮明・伍戈（2018）「定向降準政策的結構性效果研究」『財貿經濟』第12期
- ・福本智之（2022）「中国人民銀行の金融政策の枠組み」『大阪経大論集』第73巻第2号
- ・馬理・張人中・馬威（2024）「綠色結構性貨幣政策的實施效果与伝導机理研究」『金融研究』第7期
- ・彭興韻（2024）「総量と結構双重調節的貨幣政策新範式」『銀行家』第4期
- ・彭俞超・方意（2016）「結構性貨幣政策、産業結構昇級与經濟穩定」『經濟研究』第7期
- ・王雷軒（2023）「脱炭素化を促すための中央銀行の

金融政策ツール』『金融市場』3月号、18～24頁

- ・張明・陳胤默・路先鋒・王喆（2023）「結構性貨幣政策工具：比較分析、研究述評与前景展望」『國際經濟評論』第6期
- ・張曉慧ほか（2020）『多重約束下的貨幣政策伝導機制』中国金融出版社

（オウ ライケン）

