

# 中国における金融政策の有効性

## —信用経路を中心に—

高 明珠

### あらまし

経済の安定的な成長にとって金融政策が果たす役割は大きい。日本経済は、80年代後半のバブル形成の際に景気過熱が抑制されなかったため、その反動として「失われた10年」と呼ばれる90年代の長期不況に陥った。このように経済活動が拡張的に推移している時こそ、そのペースを制御することが重要であり、予防的な金融引締め政策が必要だとされる。中国経済は、2003年から連続で2桁の成長率を記録している。順調な経済成長が維持不可能な過熱状態に転じることを防止するために、中国人民銀行は2006年と2007年の2年間に、頻繁に金融引締めの政策を打出した。それにもかかわらず、2007年のマクロ経済指標からみると、急速な経済成長にブレーキがかかった兆しは一向に見えない。例えば、都市部固定資産投資額は11.7兆元であり、前年比25.8%増になった。不動産投資額は2.5兆元で、同30.2%増であり、2006年より8.4%ポイント上昇した。そのうえ、消費者物価指数の伸びは2007年8月から6%台に上った。そこで、本論では、2004年から2008年6月までの金融引締め期を取り上げ、中国人民銀行が行った金融政策は無効だったのかを解明したい。

本論では、まず、金融政策の波及経路に関する2つのパラダイム、つまり貨幣経路と信用経路の理論を紹介する。その後、信用経路理論の考え方に基づいて、2004年以来、人民銀行が様々な金融引締めの政策手段を利用する目的は、主に商業銀行の貸出規模を抑制することであることを明らかにする。最後は、4つの先行研究を紹介した上で、中国の2003年第1四半期から2008年第3四半期までのデータにより実証分析を行い、金融政策の有効性を検証する。

### 1. はじめに

この章では、中国の中央銀行制度などを紹介する。中国の中央銀行制度には以下の3つの特徴があり、これらの特徴は直接的にあるいは間接的に金融政策の制定、執行及びその効果に影響を及ぼしている。第1には、中国人民銀行の中央銀行としての歴史が短いことである。1983年に国務院は『中国人民銀行が専ら中央銀行の職能を果たすに関する決定』を下し、中央銀行（中国人民銀行<sup>1)</sup>）と四大有商業銀行（中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行と中国工商銀行<sup>2)</sup>）からなる二次銀行体制<sup>3)</sup>を構築し、人民銀

<sup>1</sup> この銀行体制変革以前には、人民銀行は民間非金融部門の預金を預かり、貸出を供給するという市中銀行の役割に加えて、貨幣の発行という一部の中央銀行の役割も果たしていた。しかし、貨幣の発行量・信用供給の規模と地域間の分配は全て中央政府に決められていたために、人民銀行は「政府の経理部門」にすぎないと言われたものである。

<sup>2</sup> 中国銀行は国際取引に関する業務、中国建設銀行は固定資産投資に関する業務、中国農業銀行は農村地域の業務、中国工商銀行は中国人民銀行から分離されたほかの銀行業務を担当するようになった。1995年に、「中華人民共和国商業銀行法」により四大有商業銀行は「自主経営」といった近代的な商業銀行の身分が定められた。その後、1997年のアジア金融危機をきっかけとして、2700億元程度の資金注入による不良債権処理や、近代的な銀行経営の導入などの金融改革を行った。また2004年以降は、本格的な株式化が進められてきた。まず、銀行の資本率などの財務状況を改善するために、450億ドルの外貨準備を用いて、再び中国銀行と建設銀行に資金注入した。最終的に、四大有商業銀行のうち、中国農業銀行を除いて、ほかの3つの銀行は上海と香港に株式を上場するまでとなった。2008年6月末時点で、四大有商業銀行の資産総額は全国の銀行業金融機関の総資産の52%を占めている。

<sup>3</sup> 現在、中国の銀行体制は四大有商業銀行のほかに主に、3社の政策性銀行（8.8%）、13社の株式制商業銀行（14%）、3万社を

行がマクロコントロール政策を設定したり、貨幣価値の安定を維持したりする中央銀行の職能を果たすべきだと明記した。だが、1995年3月に『中華人民共和国中国人民銀行法』が採決されてはじめて、法律をもって中央銀行制度が確立された。したがって、人民銀行は金融面のマクロ経済の安定を維持するための、政策の操作の経験が少ない。

第2には、人民銀行の独立性は不十分であり、金融政策の最終目標は明確ではないことである。『中華人民共和国中国人民銀行法』は、金融政策の最終目標は貨幣価値（物価と人民元為替レート）の安定を維持することと、それにより経済成長を維持することであると明記したが、このような多目標制は物価安定と経済成長の間のバランスを取るのが困難で、かえって最終目標を不明確にさせた。それに、物価安定と経済成長2つの目標のうち、どれを優先させるかは人民銀行ではなくて、中央政府に決められたものである。毎年12月に中国共産党中央・國務院（中央政府）に共催される「中央経済工作会議」において、翌年の経済目標及び、財政・金融政策の基本方針を決定することになっている。2007年の会議で、消費者物価指数の急上昇を受け、2008年には物価の高騰を抑えるために引き続き金融引締め政策を執行することが決定された。2008年12月の会議で、金融危機の悪影響を受け、2009年の目標は経済成長率を8%に保つことであり、積極的な財政政策と金融緩和政策へと移行することとされた。つまり、中央政府が翌年の経済目標を制定し、それを実現させるために財政政策と金融政策の協調を求める。したがって、人民銀行の政策決定と執行は、中央政府からの独立性が保証されていないといってもいい。

第3には、人民銀行の政策操作手段は未だに市場を通じるより行政的指導の色が濃いことである。1998年に商業銀行の貸出限度額に対する直接規制を撤廃し、公開市場操作などの市場化した間接的な政策操作手段を導入したが、2004年以來の金融引締めの操作は依然として窓口指導などの直接的な政策手段に頼っている。

本論では、これらのことを背景に、2004年から人民銀行が行った金融引締めの政策を紹介し

た上で、金融政策の信用経路の理論と分析方法を用いて、銀行の信用供与に対する抑制を通じる金融政策の波及経路が存在するかどうかを検証する。

## 2. 金融政策の波及経路に関する理論

金融政策の波及経路とは、中央銀行の金融政策操作を出発点に、それにより金融市場においてどのような変化がもたらされたか、そして、これらの変化を通じて経済の他の部門にどのような影響が及び、金融政策の最終目標を実現させるかということである。理論的には、「貨幣」と「信用」のいずれが実体経済活動に対してより大きな影響を及ぼすのか、あるいは両者のいずれが経済活動と密接で安定的な関係をもっているのかという根本的な前提の相違により、貨幣経路（monetary channel）と信用経路（credit channel）に大分されている。

### 2.1 貨幣経路理論

貨幣経路理論は、IS-LM分析の枠組みを用いて、金融政策は貨幣供給量の変化（LM曲線のシフト）により金利をコントロールし、金利感応的な民間支出の変化を通じて実体経済に影響を及ぼすという金融政策の波及経路を重要視する。貨幣経路はまた金利経路、資産価格経路と為替レート経路に分けられ、そのうち、金利経路は最も基本的な波及経路と位置づけられている。具体的に3つの波及経路がどの様に働くかを以下に説明する。

金利経路の考え方によれば、中央銀行が公開市場操作で銀行の中央銀行当座預金の増減を調節し、それによりインターバンク市場のオーバーナイト金利をコントロールすることで実体経済に影響を与える。金利の期間構造理論によれば、短期金利の変動は名目中長期金利の変動につながり、そして名目中長期金利から予想物価上昇率を差引いた実質中長期金利の変動が起きる。企業は実質金利と投資プロジェクトの収益率を比較して投資行動を決定するために、最

超えた農村合作性金融機関（11.1%）、都市商業銀行・都市合作性金融機関（6.5%）及び郵政貯蓄銀行（3.4%）から構成されている。括弧内の値は各金融機関の資産が全国の銀行業金融機関の総資産に占める比率を表す。

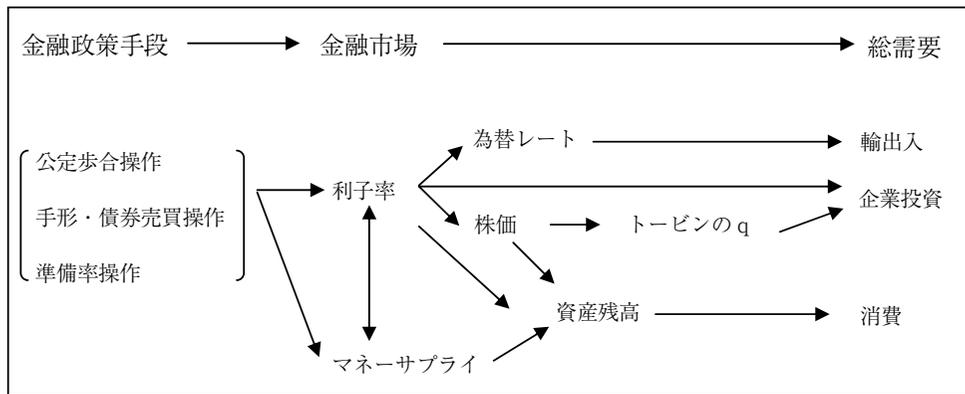


図1 金融政策の貨幣経路

川口（1992）、186ページの図9-1を参考に著者作成

最終的に企業の設備投資の拡大あるいは削減につながる。

資産価格の経路とは、金利の変動が株価や地価といった資産価格の変化をもたらし、それを通じて企業と家計の支出に影響を与える経路のことをいう。資産価格は資産から将来にわたって得られる収益の割引現在価値であるので、長期金利の変化は割引率の変化に等しく、資産価格に影響を与えるからである。具体的に言えば、金融引締めによる金利水準の上昇は、株価と地価といった資産価格の下落をもたらす。株価が低下した場合は、トービンの $q$ 理論<sup>4</sup>によれば、企業からみると新しい実物投資が企業の価値と比較すると高いために、企業は投資支出を削減する。一方、家計部門からみると、金融資産は将来消費のために貯蓄されているものであり、保有する資産が減価した場合には家計の消費支出が減少する。

為替レート経路とは、国内の金利の変化が為替レートの調整につながり、その純輸出や企業収益への影響を通じて経済活動水準を変化させる経路のことをいう。具体的に言えば、金融引締め政策によりマネーサプライが減少すると、国内の実質金利が上昇し、高い金利に誘われて、外国から資金が流入する。その結果、為替レートが上昇し、輸出品の価格が海外市場で高くなるので輸出が低下し、産出量が減少する。

貨幣経路理論による金融政策の波及経路をま

とめると、図1に示した通りである。

## 2.2 信用経路理論

信用経路理論は、金融市場の不完全と情報の非対称を前提として、銀行部門の信用供与の変化によって民間の支出行動が左右されるという金融政策の波及経路を重視する。貨幣経路理論は銀行信用と社債・株式を企業の資金調達手段として区別しないと仮定している。それに対して、信用経路理論は情報の経済学<sup>5</sup>の分析枠組みを用いて、貸し手と借り手の間に存在する情報の非対称性により、資金調達手段ごとの資金コストが異なるため、銀行信用と社債・株式とは完全に代替的ではないとの前提に依っている<sup>5</sup>。社債・株式発行に関しては、外部の投資家は企業の現存の資産の価値を知らず、債務不履行の可能性を考慮に入れた利率を要求する。それに対して、銀行は特定の借り手との間に長期の顧客関係を構築し、日頃の取引から外部投資家に比べてより正確な情報を把握できるために、銀行が要求する利率は外部投資家よりも低い。企業の投資活動はつねに資金調達手段に制約されている。すなわち、社債・株式に比べて情報のコストが低い銀行借入金<sup>6</sup>の供給が変動すれば、投資もそれにつれて変動することになる。

信用経路には、銀行貸付経路と企業バランス

<sup>4</sup> トービンの $q$ とは、企業の市場価値をその実物資本の置き換え費用で割った値であり、 $q$ が低ければ、新しい施設投資が企業の価値と比較して高いということになる。逆に、 $q$ が高ければ、新しい施設投資が企業の価値と比較して低いということになる。

<sup>5</sup> 情報の経済学に基づく分析については、星（1997）108-111ページを参照。

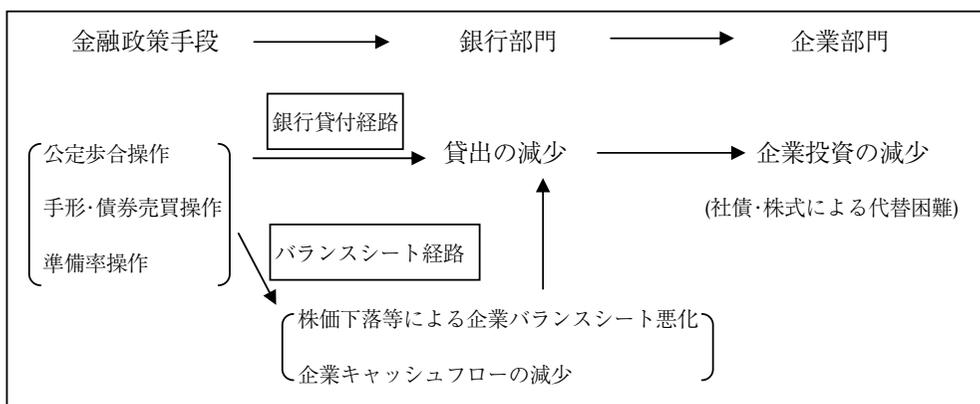


図2 金融政策の信用経路（引締めの場合）

シート経路という2つのアプローチがある。銀行貸付経路の理論は、金融政策に対応して銀行の貸出行動にどのような変動が起きるかに着目する。具体的に言えば、引締めの金融政策により、銀行の手許資金、即ち貸出に利用可能な資金が減少する。すると、銀行は貸出利子率を上げたり、信用割当<sup>6</sup>を行ったりするのが合理的である。その結果、一部の企業は銀行借入金の入手が困難になる。もしこれらの企業が社債と株式の発行などのほかの資金調達手段で資金需要を満たすことができなければ、投資を削減せざるを得ないと考えられる。

バランスシート経路の理論は、金融政策による企業のキャッシュフローないしバランスシートの変化に対応して銀行が信用供与を調整するために、企業の設備投資などの変化を通じて景気の変動を加速させるという考え方である。バランスシート経路には主に以下の2つのルートがある。第1に、金融引締めの政策は、株式価格の下落、すなわち企業価値の低下をもたらす。それによって、銀行に借入を求めるのはリスクの高い企業のみとなったり（逆選択）、企業が銀行からの借入をリスクの高い投資プロジェクトに回したり（モラル・ハザード）するために、引締め政策は銀行貸出の利上げと信用割当を招きがちである。その結果、銀行貸付の縮小による企業投資の削減が引き起こされる。第2に、支払利息の増加は直接的に企業のキャッシュフローを減少させるが、消費者の消費支出の減少に伴う企業の売上の減少も間接的にキャッシ

フローを低下させるため、企業のバランスシートを悪化させる。その結果、逆選択とモラル・ハザードの問題が深刻になるために、銀行が貸出に慎重になることを通じて、企業の投資を削減させる。要するに、引締めの金融政策により引き起こされた利子率の上昇、株価の下落、消費者の消費支出の減少などは企業のバランスシートの悪化をもたらし、銀行の貸出活動に影響を与え、銀行貸出金利の上昇ないし信用供給の縮小を招き、それによる企業の資金調達コストの上昇と調達可能な資金量の減少を通じて設備投資などを抑制する。その結果、金融引締めの効果は拡大する。

信用経路理論による金融政策の波及経路をまとめると、図2に示した通りである。

### 2.3 貨幣経路と信用経路の比較

第1節と第2節で、金融政策に関する貨幣経路と信用経路を紹介したが、この節では両者の特徴・相違点などを整理する（表1参照）。要するに、信用経路理論は貨幣経路理論を否定するものではない。貨幣経路理論が民間非銀行部門のバランスシートの資産面、特に貨幣という最も流動性の高い資産に注目するのに対して、信用経路理論は、そのバランスシートの負債側に着目しており、2つの考え方は根本的に異なっている。

ところが、銀行の信用創造の過程に注目すれ

<sup>6</sup> 信用割当とは銀行貸出市場で貸出金利が借り手と貸し手の資金需給を完全に調整することなく、超過需要が残ったままで貸し手（銀行など）が借り手（企業など）に資金を割り当てる状態を指す。

表1 貨幣経路と信用経路の比較

	貨幣経路	信用経路
着目点	銀行バランスシートの負債の部（預金）と民間非銀行部門の資産運用（貨幣、有価証券、実物投資などの間の選択）	銀行バランスシートの資産の部（貸出）と民間非銀行部門の資金調達（銀行からの借入、社債と株式の発行）
金融変数	マネーサプライ（M1、M2、M2 + CD） 利子率	信用集計量（銀行貸出総額、民間非銀行部門負債など）
仮定条件	① 完備の金融市場（利子率の自由化） ② 民間非銀行部門の投資・消費行為は高い利子率弾力性を持っている。	① 銀行にとって、貸出は他の資金運用手段と完全に代替的ではない。 ② 企業にとって、銀行からの借入は他の資金調達手段と完全に代替的ではない。
政策効果の不偏性	政策効果は利子率を通じてどの企業にも等しく伝わっていく。	政策効果は企業のタイプによって大きく違う。金融引締めの影響は銀行借入金に頼らざるを得ない中小企業に集中する。

ば、貨幣経路と信用経路には深い関連があると考えられる。すなわち、マネーサプライのうちの大部分は派生預金として、銀行の「貸出」により創出されたものである。古川（1995）が指摘した通り、「預金と銀行貸出の関係に示されるように、貨幣と信用がコインの裏表の関係をなすことを考えると、金融政策の波及メカニズムにおける両者の影響を明確に識別し、それぞれの実体経済活動に及ぼす効果を定量的に把握することは必ずしも容易ではない<sup>7</sup>」。貨幣集計量、もしくは信用集計量のどの金融変数が実体

経済と安定的な関係があるのかを検証するために、多くの実証分析<sup>8</sup>が行われた。しかしながら、研究対象国と対象時期また用いた分析方法によって、得られた結論は様々であり、未だに統一見解があるとは言いがたい。

## 2.4 中国における金融政策の波及経路

それでは、中国において信用経路理論と貨幣経路理論のいずれが当てはまるのだろうか。表

表2 非金融企業の資金調達の構成

	資金構成							
	銀行貸出		株式		社債		外国直接投資	
	金額 (億元)	比率 (%)	金額 (億元)	比率 (%)	金額 (億元)	比率 (%)	金額 (億元)	比率 (%)
2000年	9318	61.2	2100	13.8	100	0.7	3179	20.9
2001年	9413	68.2	1252	9.1	147	1.1	3662	26.5
2002年	14486	70.2	962	4.7	325	1.6	4081	19.8
2003年	23735	76.1	1438	4.6	358	1.1	3897	12.5
2004年	17708	63.4	1687	6.0	327	1.2	4547	16.3
2005年	19166	65.1	1075	3.7	2010	6.8	6482	22.0
2006年	26403	70.0	2814	7.5	2266	6.0	6226	16.5

出所：2004年以前のデータは金(2008)により抜粋。金(2008)の計算方法に従って、『中国人民銀行統計季報』2008年第3号の「キャッシュ・フロー表（2004年、2005年、2006年）」により2004年以降のデータを試算した。そのうち2004年の計算結果は金(2008)の値と一致し、計算方法が同じであると考えられるために、2005年と2006年のデータを加えた。

<sup>7</sup> 古川（1995）21頁。

<sup>8</sup> 具体的な先行研究は、本論の第3章で4つを取り上げて紹介する。

2は非金融企業の資金調達構成を示している。銀行からの借入金は調達資金の6割強を占めており、非金融企業にとっては重要な資金調達手段であるといえる。特に、中国の株式・社債市場は規模が小さいうえに、厳しい規制が行われ、大多数の企業は株式や社債を発行できない。こうした企業はいったん銀行からの融資を受けられなくなると、資金調達が困難になり、投資などの活動が制約されるようになると考えられる。

一方、謝（2006）が指摘したように、主に、以下の理由で貨幣経路は分断され機能していないと考えられる。まず、インターバンク市場の金利は自由化が実現したが、民間非銀行部門向けの銀行貸出の利率は人民銀行により基準金利が定められているために、短期金利から中長期金利への政策効果の波及経路が分断されている。つぎに、中国の株式市場は発足したばかりで、市場規模はまだ小さい。さらに企業は株式市場から調達した資金を実物投資に回すよりも、投機による利益を求めて株式市場に投入することや、多くの投資家の行動が投機的であるなどの問題がよく指摘されている。つまり、多くの企業にとって、株価の変動から実物投資への経路は分断されている。最後に、人民元の為替レートは、中央政府と人民銀行にコントロールされており、必ずしも国内外の金利水準の差と連動して変動しないために、經常収支の変化を通じて総需要を調節するという為替経路も期待できない。要するに、整備した金融・資本市場を前提条件とする貨幣経路は、中国には当てはまらないといえる。

そこで、本論では、金融引締めの下で、銀行の貸出行動の変化に注目し、信用経路の考え方に従い実証分析を行い、中国人民銀行が発動した金融引締めの政策効果を分析する。

### 3. 人民銀行の金融政策

本章では、金融政策の手段を紹介した上で、2004年以来、中国人民銀行が運用した法定預金準備率操作、公開市場操作、基準金利操作および窓口指導という4つの政策手段はそれぞれどのような特徴があるか、何の目標を実現するた

めに利用されているか、政策の効果はどの程度であったのかを紹介する。

#### 3.1 金融政策の手段

中央銀行による金融政策の手段といえば、公定歩合操作、預金準備率操作、公開市場操作の3つが通常挙げられる。そのほか、民間銀行の貸出行動を直接規制する窓口指導は補完的な操作手段として利用されることもある。

公定歩合<sup>9</sup>は、もともと中央銀行の民間金融機関向け商業手形割引歩合及び担保貸付利子歩合、つまり民間金融機関が中央銀行からの資金調達する際の金利を指す。公定歩合操作は民間金融機関の資金調達コストに直接的に影響を及ぼすことを通じて、民間金融機関の貸出金利を変化させ、ひいては企業や個人の経済活動に影響を及ぼしていくことになる。ところが、民間金融機関が中央銀行からの借入規模を縮小するにしたがって、公定歩合の金融調節の役割も大きく縮小することになったのである。

預金準備率操作とは、民間金融機関に対してその預金等の債務の一定割合（預金準備率）を中央銀行に無利息で預託することを義務づけ、中央銀行は準備率を随時変更して民間金融機関の信用創造能力に影響を与える手段である。預金準備率操作の効果としては、流動性効果とコスト効果があげられる。流動性効果とは、預金準備率が上げられると、金融機関が中央銀行への預け金を増やすために資金を調達しなければならず、この流動性確保のために貸出を抑制せざるを得なくなることである。コスト効果とは、金融機関の預金に高率の準備率がかかるので、貸出のコストは上昇し、この面からも貸出は抑制されることである。

公開市場操作とは、中央銀行が短期金融市場において債券や手形を売買することにより、短期金融市場や金融機関の流動性を増減させ、ごく短期ひいては季節的な資金過不足の変動を平準化して短期金融市場の利率の乱高下を防ぎ、安定して短期金利をコントロールすることを通じて中長期金利水準に影響を及ぼそうとする政策手段のことをいう。公開市場操作は公定歩合操作と準備率操作に比べると強制力が弱い

<sup>9</sup> 日本銀行は1998年4月1日より「公定歩合」を「基準割引率及び基準貸付利率」に改称した。

が、市中銀行の資金繰りと短期金融市場の情勢に応じて自由に売買量を調節できるので、市場の反応をうかがいながら運営できる特徴を有しており、公開市場が発達している先進諸国においては、すでに中心的な政策手段の役割を果たしている。ただし、中央銀行の公開市場操作が十分機能するために、短期金融市場<sup>10</sup>が整備されていることが必要である。

窓口指導とは、金融引締め時等において金融政策を補完するため、中央銀行が主要金融機関に対し貸出増加額を適当な範囲に納めるよう指導することである。

### 3.2 人民銀行による金融引締めの政策手段の運用

中国においては、公定歩合は2004年3月と2008年1月に2度引上げられたが、人民銀行の金融機関に対する与信残高は総資産の4%で、金融機関の人民銀行からの負債は総負債の1%（2008年6月末時点）を占めているだけのため、

公定歩合操作は主要な金融政策の手段だとは言いがたい。したがって、本論では、公定歩合操作にはこれ以上触れず、その代わりに、中国特有の金融政策の手段である人民銀行による商業銀行の預金・貸出に関する基準金利の操作を紹介する。それに加えて、預金準備率操作、公開市場操作及び窓口指導という4つの政策手段の特徴と人民銀行の運用を紹介する。

#### 3.2.1 法定預金準備率操作

中国の準備預金制度は先進諸国におけるものとは相違点がある。第1に、もともと預金者保護の見地から預金の一定割合を人民銀行に支払準備として預けさせるところから出発している。つまり準備預金は預金保険の役割を果たしているために、法定預金準備率はかなり高い。第2に、人民銀行は商業銀行の利益を保障するために、法定準備預金と超過準備預金<sup>11</sup>に対して、それぞれ1.89%と0.99%の利息（2008年12月5日時点）を支払っている。表3の通り、人民

表3 法定預金準備率の変遷

日付	預金準備率 (%)	日付	預金準備率 (%)
2003. 9.25	7.0	2007. 8.15	12.0
2004. 4.25	7.5 差別引上げ <sup>注1</sup>	9.25	12.5
		10.25	13.0
2006. 7. 5	8.0	11.26	13.5
8. 5	8.5	12.25	14.5
11.15	9.0	2008. 1.25	15.0
2007. 1.15	9.5	3.25	15.5
2.25	10.0	4.25	16.0
4.16	10.5	5.20	16.5
5.15	11.0	6.15	17.0 <sup>注2</sup>
6. 5	11.5	6.25	17.5 <sup>注2</sup>

データ出所：中国人民銀行ホームページ

<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengcegongju/cunkuanzhunbeijin/renminbicunkuanzhunbeijin.asp>

注1：人民銀行は自己資本比率、不良債権比率などの評価指標により金融機関をいくつかのグループに分け、グループ別の法定預金準備率を適用する。2004年4月に評価の低い金融機関の法定預金準備率は8%に引上げられた。それ以降、法定預金準備率が引上げられた時、これらの金融機関の法定預金準備率も同じ幅で引上げられる。ただし、金融機関に対する評価は調整できる。

注2：四川省地震被災地の金融機関は対象外である。

<sup>10</sup> 短期金融市場はインターバンク市場（コール市場、手形市場）とオープン市場（債券現貨市場、CD市場、CP市場、TB市場などを含む）に大分されている。日本では2007年末の時点で、短期金融市場の取引規模は300兆円を超え、名目GDPの6割程度に達した。

<sup>11</sup> 人民銀行当座預金口座における法定準備預金を超えた部分は超過準備預金と呼ばれる。

表4 預金と貸出基準金利の変動

単位 基準金利：%，変動幅：%ポイント

日付			2004年	2006年			2007年					合計
			10/29	4/28	8/19	3/18	5/19	7/21	8/22	9/15	12/21	
預金	普通	基準金利	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.81	0.81	0.81	0.72	
		変動幅						+0.09			-0.09	0
	1年未満	基準金利	2.25	2.25	2.52	2.79	3.06	3.33	3.60	3.87	4.14	
		変動幅	+0.18		+0.27	+0.27	+0.27	+0.27	+0.27	+0.27	+0.27	+1.89
貸出	1年未満	基準金利	5.58	5.85	6.12	6.39	6.57	6.84	7.02	7.29	7.47	
		変動幅	+0.27	+0.27	+0.27	+0.27	+0.18	+0.27	+0.18	+0.27	+0.18	+1.89
	1-3年	基準金利	5.76	6.03	6.30	6.57	6.75	7.02	7.20	7.47	7.56	
		変動幅	+0.27	+0.27	+0.27	+0.27	+0.18	+0.27	+0.18	+0.27	+0.09	+1.80

データ出所：中国人民銀行ホームページ

<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=462&ID=2450><http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=462&ID=2451>

銀行は2006年7月から頻繁に法定預金準備率操作を行い、2008年6月末時点で法定預金準備率は17.5%まで引上げられた。

### 3.2.2 公開市場操作

中国の短期金融市場は十分に成熟していないため、人民銀行の公開市場操作は未だに先進諸国中央銀行の公開市場操作と本質的な違いがある。人民銀行の公開市場操作は主に中央銀行手形で銀行の資金を中長期的に吸収するために利用されている。中央銀行手形は人民銀行が2003年4月から週に2回入札の方式で商業銀行向けに発行している手形である。人民銀行は2006年に1年物の中央銀行手形を2.17兆元、2007年に1年物の中央銀行手形を1.61兆元、3年物を0.84兆元発行した。中央銀行手形の発行残高は2003年末時点での0.3兆元から2008年6月末時点での4.2兆元にも上り、金融機関の総資産に占める比率は7%に達している。

### 3.2.3 基準金利操作

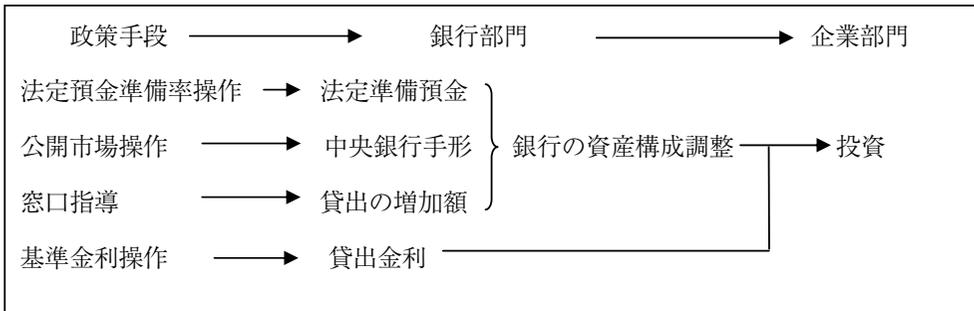
人民銀行は貸借期間に応じて預金基準金利と

貸出基準金利を定め、各商業銀行は自身の経営判断に基づき、預金金利は預金基準金利を上限に、貸出金利は貸出基準金利の90%を下限にして設定できる。つまり、人民銀行は基準金利操作を通して商業銀行の実際の貸出金利をコントロールすることができる。表4は2004年に金融引締めを開始してから、人民銀行が基準金利操作を行った過程を表している。1年以上3年未満の中長期貸出金利を例に挙げれば、2005年末時点での5.76%から2007年末時点での7.56%に1.8%ポイント引上げられた。

### 3.2.4 窓口指導

中国人民銀行が行う窓口指導の目標は、現時点では主に2つある。1つは、中央政府による産業構造調整の政策を融資の面において支えることである。このような選択的な調整は利上げなどの金融政策手段では果たせないために、窓口指導は必要だと思われる。もう1つの目標は、過剰な投資を抑制するために、商業銀行の貸出規模の拡大に対して上限を設けて直接コントロールすることである。商業銀行が毎年初めに報告する貸出増加額の計画に基づいて、人民銀行がその年の貸出増加額の上限を定め、各銀行

図3 中国の金融政策波及経路



は実際の貸出増加額をできるだけこの範囲内に抑制することが定められている。しかし、近年、銀行は年の前半ではあまりその制限を考慮せず融資を行うが、後半、特に第4四半期に入ると、増額制限を遵守するために貸出を削減する。その結果、企業経営に悪影響に及ばないように、銀行の実際の貸出増加額がその予定目標を超えても中央銀行は許可せざるを得ない。例えば、2007年の制限は2.9兆元に設けられたが、8月までに貸出増加額は3.1兆元に上った。銀監会<sup>12</sup>主席は9月の窓口指導会議において、2007年の貸出増加額を前年比15%増の3.38兆元に上方調整したうえで、それ以内に貸出を抑えられない場合には経営者の責任を問うという強硬な姿勢をとった。それにもかかわらず、1-11月の貸出増加額は前年比17%増に達した。商業銀行筋によれば、銀監会は11月に再び窓口指導会議を開き、商業銀行の貸出増加額が制限を越えた場合には、超過した部分は2008年の貸出と見なされ、さらに、2008年に1.89%の低利子率で同額の中央銀行手形を発行すると発表した（上海証券新聞 2007年12月11日）。その結果、2007年12月の貸出増加額はわずか485億元に削減され、第4四半期の貸出増加額は2630億元にとどまり、これは2007年の貸出増加額の7%に相当する。

図3は、中国における政策手段の運用及び政策の波及経路を示したものである。法定預金準備率操作、公開市場操作と窓口指導は数量型の政策手段であり、これらの操作により銀行の資産構成の調整が引き起こされ、引締めケースでは銀行の信用供給を減少させる政策効果がある。一方、基準金利操作は価格型手段であり、

引締め場合には銀行の貸出金利の上昇を通して企業部門の信用需要を抑制する役割を果たしていると考えられる。要するに、人民銀行の金融引締めの政策が有効であるかどうかは、以上の操作により銀行の貸出の拡張を抑制することができるか、つまり信用経路が働いているかどうかによると考えられる。

#### 4. 実証分析

第2章では、金融政策によりもたらされた銀行の与信行動の変化を通じて、実体経済に影響を及ぼす信用経路に関する理論を紹介した上で、第3章では、人民銀行が商業銀行の貸出規模を抑制することを目指して2004年から行った具体的な政策操作を示した。本章においては、引締めの金融政策は商業銀行の貸出行動に影響を与えたのか、もしも商業銀行の貸出行動に変化が起きたならば、それは実体経済に影響を与えたのかを実証的に検証する。その前に、信用経路の重要性を日本と中国において検証した4つの先行研究とそこで用いられた分析手法を紹介したい。

##### 4.1 先行研究

信用経路が機能的に働くためには、2つの段階が必要であると考えられる。第1には、金融政策が銀行の貸出行動に影響を与えることである。つまり、銀行は引締めの金融政策の下で、

<sup>12</sup> 2003年に設立された中国銀行業監督管理委員会（以下、「銀監会」と略称する）は、中央政府の授権により、国家金融秩序を守るために、銀行、金融資産管理会社、信託投資会社、その他貯蓄性金融機関を統一的に監督管理する役割を担っており、人民銀行とともに、金融機関に対して窓口指導を行う政府機関である。

準備預金の減少により貸出を削減せざるを得ず、債券の売却などの手段による資金調達では貸出を維持することができないということの意味する。第2には、銀行からの借入金の増減が企業の投資活動に影響を与えることである。つまり、金融引締めにより企業の銀行からの借入金が増加し、他の資金調達手段ではコスト高となるため、企業は投資規模を抑制せざるを得ないということである。以下では、日本と中国においてこのような2段階の政策波及経路が通じていることを検証した先行研究を紹介する。

古川(1985)は、1965年第1四半期から1982年第4四半期までの「銀行貸出」、「銀行信用」<sup>13</sup>及び「広義信用集計量」<sup>14</sup>という3つのクレジット・アグリゲイトの指標を用いて、それらと名目GNP、実質GNPとGNPデフレーターとの関係をシムズ・テストによって分析した。これによると、もっとも狭義の信用概念である銀行貸出の指標を用いた場合、それは名目GNP及びGNPデフレーターに対して外生的・能動的であると見られるが、銀行信用と資金調達総額で測られる広義信用集計量の2つは、名目GNPとGNPデフレーターに対して内生的・受動的であるという結論が得られた。

中川(2002)は、古川と異なり、金融政策と銀行貸出との関係に重点を置き、金融政策の信用経路の「上流部分」の有効性を検証した。中川の研究では、民間銀行を都市銀行、長期信用銀行、地方銀行、第二地方銀行に分類し、銀行の貸出比率を被説明変数に、有担保翌日物コールレート、預金比率と資本比率を説明変数にした。1980年1月から2000年12月までの月次データでグレンジャー・テストを行い、説明変数から被説明変数への因果関係の有無を検証した。その結論は、1980年代では、都市銀行における預金比率、第二地銀におけるコールレートが有意だった点のみで、その他は有意性を示す結果は得られなかった。つまり、金融政策が銀行貸出に与えた影響は見られなかったということである。

ある。しかし、1990年代では、都市銀行を除く全ての業態において、資本比率及びコールレートが高い有意性を示した。したがって、1990年代では、「信用逼迫」、即ち銀行部門の資本損失が貸出供給を大きく引締める徴候が見られた。それに、説明変数から資本比率を除いた推定と含めた推定を比較すると、資本比率を含めた方はコールレートの係数推定値の絶対値及び有意性が高いために、資本損失によって、銀行の貸出供給は金融政策の影響を受けやすくなったという結論も得られた。

黒木(1999)は、Mix変数の考え方を導入し、1968年第3四半期から1991年第3四半期までの23年間のデータを用いて、グレンジャー・テストによって、金融引締めとMix変数、及びMix変数と企業投資との因果関係を検証した。「Mix変数」とはKashyap(1992)によって、銀行貸出とコマーシャル・ペーパー発行量、より広義には他の手段からの資金調達を加えたものに対する銀行貸出の比率であると定義された。Kashyapは、このMix変数が金融引締め期に有意に低下し<sup>15</sup>、設備投資及び在庫投資に影響を及ぼすことを確かめた。黒木の研究には3つの特徴がある。第1には、黒木が定義したMix変数には2つのグループがある。1つは、総金融機関借入金(長期金融機関借入金+短期金融機関借入金)を分子とするMix変数である。もう1つは、長期金融機関借入金だけを分子とするMix変数である。これにより、銀行長期信用と銀行信用の企業投資に及ぼす影響が異なっていることが証明された。第2には、資本金規模により、企業を資本金1億円未満の「小規模企業」、資本金1億円以上10億円未満の「中規模企業」と、資本金10億円以上の「大規模企業」に分類したことである。これにより、金融引締めが大企業と中小企業に与える影響の非対称性が明らかにされた。第3には、黒木は推定期間を1968年第3四半期から1979年第4四半期までと、1975年第1四半期から1991年第3四半期までの

<sup>13</sup> 銀行信用としては、銀行貸出に有価証券保有残高を加えたものである。

<sup>14</sup> 広義信用集計量として、古川は日本銀行「資金循環勘定応用表」における「国内経済部門の資金調達」欄の「資金調達総額」の数値をとった。この「資金調達総額」は、法人企業部門、個人部門及び公共部門(中央政府と公社団・地方公共団体)の国内非金融部門が、金融機関からの借入や国債を含む各種の有価証券の発行、対外借入等を通じて全体として調達した資金の総額を表している。

<sup>15</sup> 金融引締め期においてMix変数が低下する理由は、金融引締めにより銀行貸出が減少した一方、コマーシャル・ペーパーを発行できる大企業はコマーシャル・ペーパーの発行を増加するということがある。それに対して、産出量の減少に基づく貸出需要の減少という理由で、銀行信用が減少した時、企業は資金調達総額を全体的に縮小し、銀行貸出以外の資金調達も銀行貸出と同じように減少するために、Mix変数はあまり変わらないということである。

2つの期間に分けることで、金融自由化の進捗にしたがって信用経路を通じる金融引締め効果波及が変化することを明らかにすることができた。結論としては、金融引締めダミーは小規模企業のMix変数に対して推定期間にかかわらず一貫して有意な影響を及ぼしていたが、中規模企業のMix変数への影響は1980年代以降においてその有意性が薄らいでいる。大規模企業の場合は、Mix変数を説明する金融引締めダミー変数の係数が常に有意であるとは言えず、とりわけ1975年以降には正の値をとるケースが存在する。また黒木（1999）は、Mix変数から企業実物投資への影響も検証した。1968年第3四半期から1979年第4四半期の期間では、総信用に関するMix変数は資本金1億円未満の小規模企業の実物投資活動を有意に説明しているが、1975年以降その影響力は弱まった。長期信用に関するMix変数の影響については、総信用Mix変数の影響と異なり、全産業・全企業レベルで、かつ時間的にも一貫して有意な影響を及ぼしているという結論が得られた。したがって、長期信用の方が短期信用よりほかの資産調達手段との代替性が低いといえる。

中国の金融政策の信用経路を検証する先行研究といえば、金（2008）の研究が取り上げられる。金は1992年から2005年の四半期データで、グレンジャー・テストによって信用経路の存在を検証した。そのうち、金融政策を表す変数としてハイパワード・マネーの伸び率とM2の伸び率を採用し、Mix変数は企業の銀行貸出と有価証券（株式と社債）で調達した資金の総額に占める銀行貸出の比率とした。グレンジャー・テストによって、ハイパワード・マネーとM2の伸び率の変動はMix変数の変動の原因であり、Mix変数の変動に有意な正の影響を及ぼすことを証明した。そして、実体経済の変動を表す変数として固定資産投資の伸び率を採用し、Mix変数の変動は固定資産投資の伸び率に正の影響を及

ぼしたという結論が得られた。ところが、2つの分析の結果は係数が小さいために、中国においては信用経路が存在するが、その経路を通じた政策効果は大きくないと解釈される。

## 4.2 実証分析

### 4.2.1 経済指標の選択

本論では、引締めの金融政策の有効性を検証することを目的に、黒木（1999）・金（2008）の分析手法を踏襲し、「金融引締めを表わす変数→Mix変数」「Mix変数→実体経済を表わす変数」という2段階の回帰分析を行った。具体的には、金融政策の引締めの程度を示す変数として、金融機関の超過預金準備率を採用する。その理由は、超過預金準備率は全体的に金融機関の手許資金の余裕度を反映し、引締めの金融政策（貸出に対して直接規制を行う窓口指導は除外）は金融機関の超過預金準備率の低下をもたらすと考えられるからである<sup>16</sup>。実際に、銀行の超過預金準備の状況は常に中央銀行に重視されていた。例えば、アメリカの1950年代、60年代には、超過準備から連銀借入を差引いた額、すなわち自由準備と呼ばれる指標が金融政策の操作目標として採用されていた。しかし、貸出の拡大も超過準備の減少をもたらすために、景気循環の過程においては超過準備に基づいて金融機関の貸出行動を判断することが困難だという問題があるために、最終的には、コールレートが金融政策の操作目標として取って代わった<sup>17</sup>。ところが、本論で推定期間に行っている2003年1月から2008年6月までの金融引締めの期間では、商業銀行の法定預金準備率は2003年末時点での7%から2008年6月末時点での17.5%まで引上げられた。同時に、商業銀行の預貸率は2003年末の8割程度から2005年末では7割まで下が

<sup>16</sup> 金利水準を金融政策を表す指標として選択しなかったのは、商業銀行の実際の貸出金利が利用可能でないことに加えて、以下の理由による。基準金利操作は3.2節で示された4つの政策手段の1つでしかなく、単独では金融政策の引締めの全体的な水準を反映できないからである。例えば、表4に示したように、2008年以降、人民銀行は貸出基準金利を維持する一方で、引締めを目的として法定預金準備率を上げた（表3）。したがって、基準金利を説明変数とすると、2008年には金融引締めの政策をとらなかったことになってしまい、金融政策の方向を正しく反映できない。

<sup>17</sup> 自由準備という操作目標はかえって景気循環の波の振幅を大きくするという欠点がある。なぜならば、景気が拡大する局面では、金利が上昇し、金融機関が超過準備を節約して、貸出などの資産運用を増やす傾向を持ち、自由準備は減少する傾向にある。したがって、金融政策としては金融逼迫を避けて緩和基調を維持することになる。これにより景気の拡大がさらに加速される。逆に、景気の下降期には、銀行の貸出などの資産運用が減少し超過準備は増加するために、金融の緩和基調を示す。したがって、金融政策としては引締め基調をとろうとし、景気の下降が助長される。

り、その後ほぼ7割程度に維持されており、銀行貸出の拡張が確かに抑制されている。したがって、人民銀行の引締め金融政策が商業銀行の超過預金準備率の低下につながっており、金融引締めの程度を表す変数として超過預金準備率が適当であると考えられる。データの出所は中国人民銀行の『四半期貨幣政策執行報告書』(2003年-2007年)である。

次に、引締めの金融政策の最終効果を表す変数として都市部固定資産投資の伸び率を採用する。都市部固定資産投資のデータを選択した理由は、中国においては投資のGDPに占める比率が40%を超え、そのうち、都市部の固定資産投資は長期にわたり国内経済成長の牽引役を果たしており、過剰投資を抑制することが今回の引締めの金融政策の目標の一つであることによる。

最後に、銀行貸出の変動を表す変数としてMix変数を用いる。本論で用いるMix変数は、国家統計局が公表した都市部固定資産投資の資金調達に関するデータから作成したものである。都市部固定資産投資は資金調達的手段により、銀行借入、企業内部留保を含め企業が自ら調達した資金、財政支出、外国直接投資を含めた海外資金、その他に分類されている。式で表すと、 $\text{Mix変数} = \text{銀行貸出} / (\text{銀行貸出} + \text{企業が自ら調達した資金} - \text{企業の内部留保による投資})$ になる。

引締めの金融政策が有効であれば、銀行の超過預金準備率の低下はMix変数の低下をもたらし、そして、Mix変数の低下により、都市部固定資産投資の伸び率が下落することが予想され

る。

#### 4.2.2 実証分析の結果

以下では2003年第1四半期から2008年第3四半期までの四半期データを用いて、三変数の間どのような関係があるかを回帰分析により検証する。推定式は<sup>18</sup>

$$(1) \text{ Mix変数}_t = C_1 + a_1 \text{ 超過預金準備率}_t + U_{1t}$$

$$(2) \text{ 都市部固定資産投資の伸び率}_t = C_2 + a_2 \text{ Mix変数}_t + U_{2t}$$

である。その結果は表5に示したように、1%の有意水準で、金融機関の超過預金準備率が1%ポイント下がると、Mix変数が7.959%ポイント下がり、10%の有意水準で、Mix変数が1%ポイント下がると、都市部固定資産投資の伸び率が0.287%ポイント下がることになっている。つまり、金融機関の超過預金準備率が1%ポイント下がると、都市部固定資産投資の伸び率が2.28(=7.959×0.287)%ポイント下がるということになり、中国において金融政策の信用経路が存在するという結論が得られる。

ただし、第3章で述べた通り、商業銀行の法定預金準備率は2006年の8%から2008年6月に17.5%まで引上げられ、1年物の貸出基準金利は2006年の5.85%から2008年に7.47%まで引上げられたのに加えて、人民銀行は積極的な公開市場操作と窓口指導を行った。金融引締めの政策操作は頻繁かつ強力であるにもかかわらず、都市部固定資産投資の伸び率はやや下がったものの、依然として25%程度を維持しているため、

表5 実証分析の結果

被説明変数	定数項	説明変数	R <sup>2</sup>	DW	サンプル数
Mix変数	27.008 (3.544) <sup>注1</sup> (0.003)	7.959×超過預金準備率 (4.057) (0.001)	0.635	1.894	22
都市部固定資産投資の伸び率	16.834 (1.812) (0.087)	0.287×Mix変数 (1.816) (0.086)	0.281	1.522 <sup>注2</sup>	23

注1: ( ) 内上段 t 値、下段 p 値

注2: n=23, k'=1, 有意水準5%のd<sub>L</sub>=1.257, d<sub>U</sub>=1.437である。つまり、1階の自己相関は認められない。

<sup>18</sup> 本論でもグレンジャー・テストを実施したが、統計的に有意な結果は得られなかった。これはサンプル期間の長さによるものではないかと考えている。

引締め金融政策の政策効果はそれほど大きくないと考えられる。要するに、本論では、金(2008)と異なった金融政策を表す変数とMix変数を選択した上で、入手できる限り新しいデータを用いて実証分析を実施したが、中国において信用経路は存在するものの、それを通じた金融政策の効果は必ずしも大きくないという点において分析の結果は一致している。

## 5. 終わりに

本論では、中国において金融政策の信用経路が存在するが、実体経済に対する引締め政策の効果は強くないことを実証分析により示した。その理由については、マンデル＝フレミング・モデルに示された通りに、固定相場制の下では金融政策が無効であることによると解釈できる。中国において人民元為替レートの安定を維持するためにとられた管理下の変動相場制が、2005年以降の巨額の外貨流入とあいまって、国内過剰流動性の発生につながっている。したがって、中国人民銀行は様々な政策手段を運用し、銀行信用の拡張を抑えて過剰流動性の発生を抑えようとしたが、過熱した投資活動を抑制する政策効果は必ずしも明らかではないと理解できる。

ところが、データ入手の困難などの理由により本論では重要な課題が残されている。すなわち信用経路の分配効果は解明できていない。つまり、中小企業は大企業より総じて資金調達能力において不利な立場にあり、かつ情報収集費用やモニタリング費用など銀行の貸出費用も中小企業に対する方が大企業よりも相対的に高いために、銀行が金融引締めの際に中小企業への貸出供給を先ず削減することが合理的である。したがって、銀行の信用供給の変動が企業に与えた影響は企業規模により異なる。本論の結論は、金融引締めは社会全体の固定資産投資の抑制には大きな効果を持たなかったということであるが、中小企業に焦点を絞ると、異なった結論が得られる可能性がある。2008年10月以降、珠江デルタにおける中小民営企業の破綻が頻発している。確かに、これらの企業は主にOEM(相手先ブランド製造)メーカーであり、金融危機による新規受注の激減は、経営を維持

できない理由の1つであるが、これらの企業は銀行からの資金調達が困難であるために、コストの高い民間金融を通して資金を調達せざるを得ないのも事実である。売上の激減と高い資金コストがあいまって、企業の資金繰りの問題を顕在化させ、企業の破綻をもたらしたのではないだろうか。この課題を解明するためには、単なる都市部固定資産投資の伸び率といったマクロ経済指標を利用するのではなく、企業別の資金調達状況を表したデータを収集し、より深い実証分析を行うことが不可欠である。

## 参考文献

### (1) 日本語文献

- 川口慎二／古川顕編著『現代日本の金融政策』東洋経済新報社、1992年、129-199ページ  
 珂隆『中国の不良債権問題』日本経済新聞出版社、2007年  
 黒木祥弘『金融政策の有効性——「適切」かつ「機動的」な運営を求めて』東洋経済新報社、1999年、13-77ページ  
 酒井良清・榊原健一・鹿野嘉昭『金融政策(改訂版)』有斐閣、2004年、1-122ページ  
 白川方明『現代の金融政策——理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年  
 田中修『現代中国の経済政策決定——近づく改革開放路線の臨界点』日本経済新聞出版社、2007年  
 中川竜一「銀行資産と金融政策有効性」『現代日本の金融システム—金融機関行動と公的支援—』(金融システム研究会)第9集、2002年  
 古川顕『現代日本の金融分析——金融政策の理論と実証』東洋経済新報社、1985年、161-215ページ  
 古川顕『テキストブック現代の金融(第2版)』東洋経済新報社、2002年、135-169ページ、228-272ページ  
 古川顕「金融政策とクレジット・ビュー」『金融経済研究』(金融学会)第9号、1995年、10-27ページ  
 星岳雄「資本市場の不完全性と金融政策の波及経路」『金融研究』(日本銀行)第16巻第1号、1997年、105-136ページ

### (2) 中国語文献

- 北京師範大学経済資源管理研究院編著『2008中国市場経済発展報告』北京師範大学出版社、2008年、408-440ページ  
 高洪民『中国軌道経済中の信貸配給与貨幣政策の信用传导』上海世紀出版集團、2007年、87-164ページ  
 金永軍「信貸渠道の困境及我國信貸渠道的存在性証明」『金融管理科学』2008年第2号  
 李雅麗「基于信貸渠道視角的我國貨幣政策區域效應探悉」

- 『金融与保险』2008第3号, 64-68ページ
- 李智「对我国存款准备金率调整及其存在问题的分析」『金融与保险』2008年第10号, 46-49ページ
- 劉金山「非正常资金流入与货币政策的独立性」『金融与保险』2008年第3号, 50-53ページ
- 盛松成·童士清「商业银行存贷利差: 扩大还是缩小? 」『金融研究』2008年第4号, 97-101ページ
- 莫万贵·王立元「货币供应量和贷款仍是当前合适的货币政策调控目标」『金融与保险』2008年第6号, 49-53ページ
- 中国人民銀行『中国人民銀行統計季報 (2008年第3期)』中国金融出版社, 2008年, 10-53ページ, 72-79ページ, 105-115ページ
- Shahid Yusuf, Kaoru Nabeshima, Dwight H.Perkins著: 王世華 [他] 訳『转型-中国国有企业的民营化』中国財政經濟出版社, 2006年, 13ページ
- (3) 参考ウェブサイト
- 經濟産業省「通商白書2008 (PDF版)・1.3.3中国經濟: 新たな發展段階に向けて」63-81ページ ([http://www.meti.go.jp/report/tshaku2008/2008honbun\\_p/2008\\_07.pdf](http://www.meti.go.jp/report/tshaku2008/2008honbun_p/2008_07.pdf)), 2009年1月12日
- 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引 (2008年11月)」  
[http://www.boj.or.jp/type/stat/boj\\_stat/mbt/mbt0811.pdf](http://www.boj.or.jp/type/stat/boj_stat/mbt/mbt0811.pdf), 2008年6月21日
- 中国国家外貨管理局「中国国际收支平衡表」2005年-2007年、2008年1-6月  
([http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/tjsj/tjsj\\_list.jsp?ct\\_name=中国国際收支平衡表&id=5&ID=110500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/tjsj/tjsj_list.jsp?ct_name=中国国際收支平衡表&id=5&ID=110500000000000000)), 2008年8月2日
- 謝寧「货币政策传导机制及我国的实证分析」中国金融學術研究網  
(<http://166.111.96.192:8080/cfrn/getPaper.do?id=1206>), 2008年6月9日
- 中国人民銀行「貨幣政策執行報告」2003年-2008年6月各四半期  
([http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengcezhixingbaogao/](http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengce/huobizhengcezhixingbaogao/huobizhengcezhixingbaogao/)), 2008年12月15日
- 中国人民銀行「公开市场业务交易公告」2005年第1号-第98号, 2006年第1号-第99号, 2007年第1号-第103号, 2008年第1号-第47号  
(<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengcegongju/gongkaishichangcaozuo/gongkaishichangyewujiaoyigonggao.asp>), 2009年1月4日
- 中国銀行業監督管理委員會「中国银行业金融机关的总资产构成」  
(<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/jsp/docView.jsp?docID=200711025B785FAE76192B31FFD3D3385278A400>), 2009年1月4日
- 中華人民共和國国家統計局「都市部固定資産投資狀況」2003年-2008年9月月次データ  
(<http://219.235.129.54/cx/search/search.jsp>), 2008年12月15日