

人民元の国際化の行方と中国に求められる金融リスクへの対応 —債券市場の整備を中心に—

調査部 主任研究員 清水 聡

目 次

1. はじめに
2. 後退した人民元の国際化
 - (1) 人民元の利用状況
 - (2) 政策的進展
3. 人民元の減価や資本流出と中国当局の対応
 - (1) 人民元の減価
 - (2) 国際収支の動向
 - (3) 今後の展望
4. 人民元の国際化に対する考え方
 - (1) 人民元の国際化の難しさ
 - (2) 人民元の国際化を目指す目的
 - (3) 今後の展望
 - (4) 資本取引規制の現状
5. 求められる金融改革
 - (1) 金利の自由化
 - (2) 金融・為替政策の市場化
 - (3) 国内金融システムの特徴・問題点と対策
6. 国内債券市場の現状と課題
 - (1) 市場整備の目的
 - (2) 発行市場の概要
 - (3) 流通市場と機関投資家
 - (4) 期待される多様な債券発行の拡大
 - (5) 債券市場の対外開放
 - (6) 市場整備の課題
7. おわりに：金融システムに求められる改革

要 約

1. 2015年半ばまで、人民元の国際化は着実に進んだ。しかし、これは人民元の増価に後押しされていた部分が大きく、その後減価に転じたこともあり、停滞が顕著となった。人民元建て貿易決済比率の低下、香港市場の人民元建て預金残高の減少、SWIFTによる世界のクロスボーダー決済における人民元のシェアの低下、オフショア人民元建て債券発行の減少などが生じている。
2. アメリカの利上げや中国からの資本流出の拡大などを受け、2014年以降、人民元の対ドルレートは減価に転じた。当局が資本流出規制の強化や為替政策の変更（日々の基準値の決定に「反循環的調整要因」を含める）によって対処した結果、資本流出は抑制され、人民元の減価や外貨準備の減少は収まった。しかし、資本流出圧力は根強く、当面は資本流出規制を維持するとともに構造改革を加速することが必要とみられる。
3. 一般的に通貨が国際化するためには、為替レートの安定、金融システムの成熟、国内の強固な制度枠組みの構築、政治の安定などによって通貨の価値に対する信認を確立することが不可欠であるが、中国がこれらを実現することは容易ではない。一方、人民元はすでにSDRの通貨バスケットに加えられており、中国が金融自由化の方針を維持することは不可欠である。金融・為替政策の市場化や国内金融システム整備（金利の自由化も含まれる）を実施したうえで、資本取引の自由化を進めるとともに海外における人民元の流動性を高めることが求められよう。現状は、資本取引規制・金融政策・為替政策のいずれに関しても、自由化・市場化がある程度進んだ状態にある。
4. 貸出・預金金利は自由化されたが、実際は窓口指導などによる規制が残っている。金融抑圧（人為的低金利や政策金融）とリーマン・ショック以降の金融緩和政策の影響により、過剰信用・過剰債務、資産価格バブル、シャドーバンキングの隆盛、銀行の競争力低下などが生じている。金融システムに対する政府の影響力が大きく、「暗黙の保証」によって金融リスクが過小評価される状況となっている。「暗黙の保証」の解消は既存の社会・経済システムを変革することを意味し、容易ではないが、規制監督の強化による透明性の改善や企業倒産関連の法制度の整備などを図りつつ、次第に市場ベースの金融システムに向かうことが期待される。
5. 市場ベースの金融システムを拡大する方法として、債券市場の整備が考えられる。債券市場の整備は、以下の役割を果たすことが期待される。①長期資金の運用手段の整備によって内外投資家の運用ニーズに応えるとともに、人民元の国際化を支援する。②長期資金の調達手段の整備によって設備投資やインフラ整備を促し、経済成長に貢献する。③銀行中心の金融システムを変革し、金融リスクの分散やコストの低下をもたらす。
6. 中国の債券市場は、以下の特徴を有する。①アジア通貨危機以降、市場規模は大幅に拡大したが、アメリカ市場に比較すれば小さく、また、海外投資家比率が非常に低い。②多くの監督機関が存在すること、銀行間市場と取引所市場があることなど、市場の分断がみられる。③社債の発行体が大手銀

行や国有企業に偏り、格付けの低い発行が少ない。また、国債・社債とも、10年超の発行が少ない。
④流通市場の流動性に改善の余地がある。年金基金や保険会社などの機関投資家が発達していない。
⑤地方債、証券化商品、グリーン・ボンド、パンダ債など、多様な債券の発行が伸びている。⑥2015年以降、銀行間債券市場の対外開放が急速に進んでおり、2017年にはボンド・コネクトが開始された。

7. 債券市場整備のために求められる政策は、以下の通りである。①市場流動性の向上を図るための多様な政策を実施するとともに、資本取引規制の緩和により海外投資家の参加を促す。②機関投資家を育成し、よりリスクの高い債券の発行や市場流動性の向上を促す。③社債の発行体に関する政府介入を縮小し、民間企業・中小企業の発行を促す。また、地方債や証券化商品など、多様な債券の市場の健全な拡大を支援する。④社債の発行体の透明性を高め、暗黙の保証を解消する。債券市場の整備によって銀行中心の金融システムが変化するとともに市場ルールの浸透が進むことが期待されるが、そのためには債券市場が透明性を確保することが不可欠である。

8. 政府・国有企業・国有銀行の密接な結び付きや暗黙の保証などを縮小し、市場ベースの金融システムを拡大して資本取引を自由化することにより、人民元の国際化の進展や中国経済の一層の発展が可能となろう。そのために、債券市場の整備やその対外開放が貢献することが期待される。

1. はじめに

リーマン・ショックの経験を踏まえ、中国は人民元の国際化政策を推進している。2015年末に人民元はSDR（Special Drawing Rights、特別引き出し権）を構成する通貨バスケットに加わったが、その後、実態としての国際化は大きく後退している。その背景には、人民元の減価、外貨準備の減少、資本流出の拡大、企業債務問題の深刻化などがあった。当局が資本流出規制の強化や為替レート政策の変更（後述）などによって対応した結果、人民元の減価や資本流出の拡大はとりあえず食い止められた。

人民元の国際化は中国の地政学的な力の強化と関連しており、長期的な政策目標として維持されよう。本稿では、短期的な金融リスクに触れたうえで、長期的には人民元の国際化を目指すことを前提に、金融システムの現状について考えたい。とくに、債券市場の役割について詳しく検討したい。

構成は以下の通りである。第2節では、人民元の国際化が実態として大幅に後退したことを述べる。第3節では、人民元の減価や資本流出の拡大に対して資本流出規制の強化が実施され、有効に機能したものの、資本流出圧力は依然として根強いことを指摘する。第4節では、当面、人民元の国際化を進めることは難しくなったものの、金融システム改革は不可欠であることを指摘する。第5節では、国内金融システムの現状と必要とされる改革について、包括的に確認する。第6節では、国内債券市場を整備する意義について整理したうえで、その現状と課題をまとめる。第7節は、本稿で述べたことの要約である。

人民元の国際化、およびそれに伴うべき資本取引の自由化は、長期的な政策目標として維持されていると考えられる。資本取引の自由化が政策目標であることは、最近も人民銀行副総裁が明言している。これを前提とすれば、金利・為替レートの市場化や国内金融システムの整備は、少しずつでも進めなければならない。金融システム整備には多くの課題があるが、資本市場、とくに債券市場の整備により直接金融比率を高めることは重要なテーマの一つである。

2014年以降の情勢変化は、資本取引の自由化には慎重に臨むべきであることを示唆しており、当面は警戒的なスタンスを維持せざるを得ない。また、長期的にも、政府・国有企業・国有銀行の密接な関係が容易には解消できないなか、市場原理の浸透やそれを前提とした資本取引の自由化は困難であり、緩やかに進めるしかない。しかし、これを放棄すべきではないと考えられ、市場整備の地道な取り組みが不可欠である。

2. 後退した人民元の国際化

(1) 人民元の利用状況

2009年から2015年半ばにかけて人民元の国際化は着実に進んだが、IMFのSDRを構成する他の4通貨と比較した場合、その地位はまだ限界的である（図表1）。SDRに加わったことをきっかけに各国中央銀行が外貨準備における人民元の比率を引き上げることが期待されたが、今のところ平均で1%程度にとどまっている。

また、国際化の進展は人民元の増価に後押しされていた部分が大きく、これが減価に転じたこともあり、2015年半ば以降、停滞が顕著となった。スタンダード・チャータード銀行が毎月発表している人民元国際化指数（RGI：Standard Chartered Renminbi Globalisation Index）をみると、2010年12月を100

としてスタートしたRGIは順調に上昇を続け、2015年9月には2,476に達したが、その後低下し、2017年6月には1,730となった（注1）。同年9月には1,850となっている。人民元の減価や資本流出は一服したものの、人民元の国際化が再び勢いよく進む状況とはなっていない。

この指数は、①オフショア人民元建て預金、②オフショア債券・CD発行、③貿易決済を含むクロスボーダー決済、④外国為替取引、⑤海外投資家による国内資産の保有、をパラメータとして算出されている。スタンダード・チャータード銀行によれば、RGIの回復を遅らせているのは、主に②と③である。

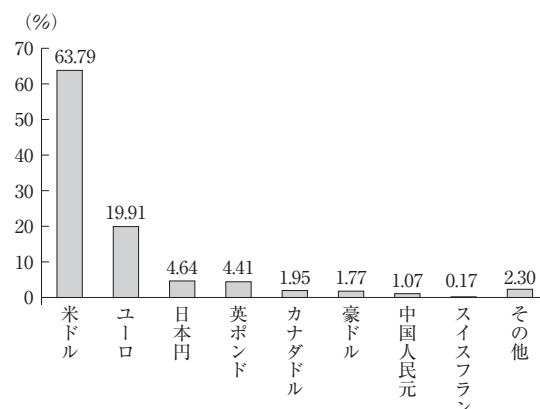
以下、幾つかの個別指標の状況を確認する。第1に、人民元建て貿易決済額は2016年に前年比2兆元減の5.23兆元となり（図表2）、2015年8月まで上昇が続いた中国の貿易における人民元建て決済比率は前年から8.4%低下して18.08%となった（注2）。また、5.23兆元の79.58%に当たる4.12兆元が財の貿易であった。前年の財の比率は88.34%であり、2016年にはサービス取引の人民元建て決済が増加したことになる。

人民元建て貿易決済比率の低下は止まったとみられるものの、大幅に回復することは見込まれていない。2017年7～9月期の同比率は10.6%と、2013年4～6月期以来の低さとなっている。企業は人民元を利用することに依然慎重であり、その原因は、人民元の減価と、資本流出の抑制を内容とする窓口指導の後遺症にあると考えられる。

第2に、香港市場の人民元建て預金残高は、2014年末のピーク時の約1兆元から2017年3月には5,073億元とほぼ半減した（図表3）。その後若干回復し、2017年9月末には5,355億元となっている。残高の回復を加速させるには、対外直接投資の規制緩和などによって資本流出の拡大を促進することが求められる。

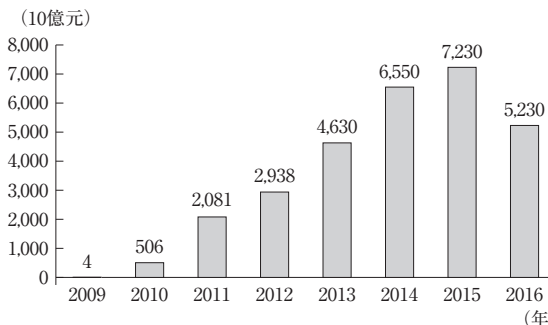
第3に、SWIFTによる世界の

（図表1）世界の外貨準備の通貨別比率（2017年6月末）



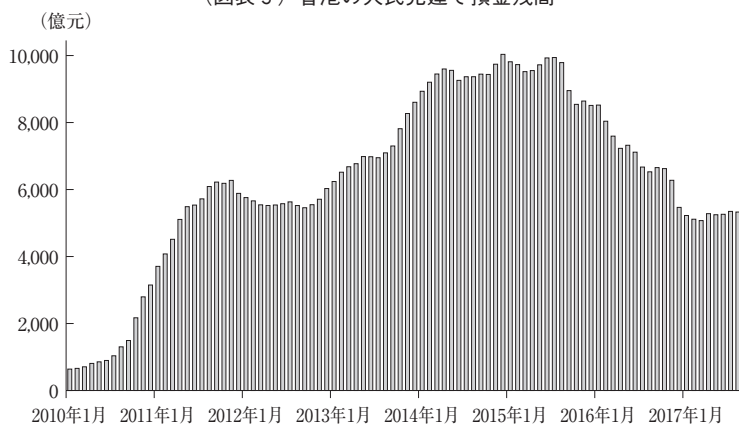
（資料）IMF
（注）通貨が判明している外貨準備全体の83.3%のなかでの比率。

（図表2）人民元建て貿易決済額



（資料）中国人民銀行

（図表3）香港の人民元建て預金残高



（資料）Hong Kong Monetary Authority

クロスボーダー決済における人民元のシェアは、2013年6月の0.87%（世界第10位）からピーク時の2015年8月には2.79%（日本円を抜いて世界第4位）に達したが、その後低下している（図表4）。日本円を抜いたのは、1回のみであった。2016年6月にはカナダドルに抜き返されて世界第6位、2017年10月には同第7位となった。

また、オフショア市場における人民元建て決済は、2017年10月に74.2%が香港で行われている（2位はイギリスの6.2%）。人民元建て決済を行っている国は110以上あるが、上位10カ国・地域（香港、イギリス、シンガポール、アメリカ、韓国、台湾、フランス、オーストラリア、日本、ドイツ）で96.8%を占めている。

（図表4）世界のクロスボーダー資金決済に占める比率

2014年1月		2016年6月		2017年10月	
米ドル	38.75	米ドル	40.97	米ドル	39.47
ユーロ	33.52	ユーロ	30.82	ユーロ	33.98
英ポンド	9.37	英ポンド	8.73	英ポンド	7.71
日本円	2.50	日本円	3.46	日本円	2.92
カナダドル	1.80	カナダドル	1.96	スイスフラン	1.63
オーストラリアドル	1.75	中国人民元	1.72	カナダドル	1.60
中国人民元	1.39	オーストラリアドル	1.55	中国人民元	1.46
スイスフラン	1.38	スイスフラン	1.52	オーストラリアドル	1.43
香港ドル	1.09	香港ドル	1.09	ベネズエラ・ボリバル	1.14
タイバーツ	0.98	タイバーツ	1.02	香港ドル	1.14

（資料）SWIFT

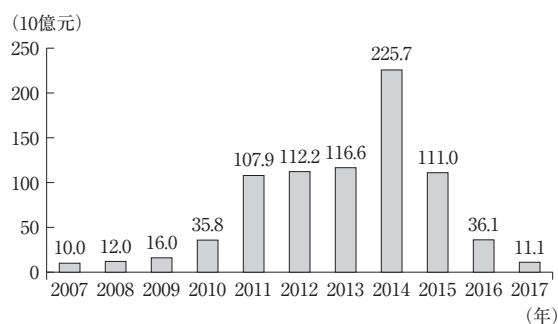
第4に、香港市場のオフショア人民元建て債券（点心債）発行が減少している（図表5）。点心債の発行額は2014年の2,257億元をピークに年々減少しており、2017年は111億元にとどまった。発行件数も、前年の23件から12件に減少した。

また、パンダ債（本土で非居住者が発行する人民元建て債券）の発行は2016年に急増したが、2017年は伸び悩んだ。パンダ債は2005年にアジア開発銀行（ADB）と国際金融公社（IFC）が発行した後、2014年に事業会社第1号案件としてダイ

ムラー社が1年物私募債5億元を発行した。2015年9月以降、発行が増加しており、2015～2017年の各年の発行額はそれぞれ125億元（8件）、1,339億元（48件）、719億元（30件）となった。

パンダ債の発行体はBank of China（Hong Kong）など中国系の企業が多く、それ以外ではマレーシアのメイバンクやハンガリー政府（いずれも発行額は10億元）などが目立つ程度である。こうしたなか、日中金融当局の合意により、日本に本社を置く金融機関や事業会社がパンダ債を発行できるようになった（注3）。このことは、現地での人民元調達手段の拡大につながるであろう。ただし、清水 [2017a] で述べたように、パンダ債には規制面で不透明な部分がかかり残されており、これらを整備することが不可欠である。

（図表5）点心債の発行額



（資料）CEIC、Global RMB

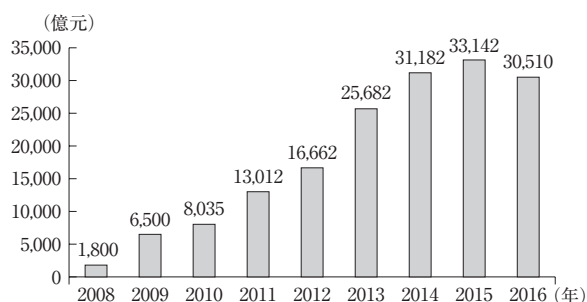
(2) 政策的進展

人民元の国際化に関連した金融インフラ整備として、第1に、中国は金融安定と2国間貿易・投資の促進を目指して現地通貨による2国間通貨スワップ契約を締結している（図表6）。中国人民銀行は、2016年にモロッコ中央銀行、セルビア国立銀行、エジプト中央銀行と新たに計295億元に及ぶ契約を締結した。また、シンガポール通貨庁（MAS）、ハンガリー中央銀行、欧州中央銀行（ECB）、アイスランド中央銀行との間で計6,635億元の通貨スワップ契約を更新した。これにより、契約締結国は2015年末の33カ国・地域から2016年末には36カ国・地域に増加した。

第2に、人民元の決済を行うクリアリング銀行の指定により、世界各国に人民元オフショア・センターを設立している（図表7）。2016年以降では、ニューヨーク、ドバイ、モスクワが新たに人民元オフショア・センターとなった。このうちニューヨークは、前述の通り、後発ながらすでに世界第4位の決済額（全体の2.9%）を実現している。

このように、人民元の国際化は実態としては後退しているが、政策面では着実な努力が続けられているといえよう。

(図表6) 人民銀行と他の通貨当局の通貨スワップの金額



(資料) Renmin University of China, *RMB Internationalization Reports*

(図表7) 人民元オフショア・センターの設立状況

設立時点	都市名	クリアリング銀行
2003年	香港	中国銀行
2004年9月	マカオ	中国銀行
2012年12月	台北	中国銀行
2013年2月	シンガポール	中国工商銀行
2014年6月	フランクフルト	中国銀行
2014年6月	ロンドン	中国建設銀行
2014年7月	ソウル	交通銀行
2014年9月	パリ	中国銀行
2014年9月	ルクセンブルク	中国工商銀行
2014年11月	トロント	中国工商銀行
2014年11月	ドーハ	中国工商銀行
2015年1月	クアラルンプール	中国銀行
2015年1月	バンコク	中国工商銀行
2015年2月	シドニー	中国銀行
2015年5月	サンチアゴ	中国建設銀行
2015年6月	ブダペスト	中国銀行
2015年7月	ヨハネスブルク	中国銀行
2015年9月	ブエノスアイレス	中国工商銀行
2015年9月	ルサカ (ザンビア)	中国銀行
2015年10月	チューリヒ	中国建設銀行
2016年6月	ニューヨーク	中国銀行
2016年12月	ドバイ	中国農業銀行
2017年3月	モスクワ	中国工商銀行

(資料) SWIFT

(注1) <https://www.sc.com/BeyondBorders/infographics/rgi-tracker/>を参照。

(注2) Renmin University of China [2017] p.15による。前年の同報告書では、2015年の人民元建て貿易決済比率は29.36%となっていた。単月では、2015年8月に34.1%まで上昇している。

(注3) 2017年12月21日付日本経済新聞「人民元債日本に解禁 日中改善が後押し」による。

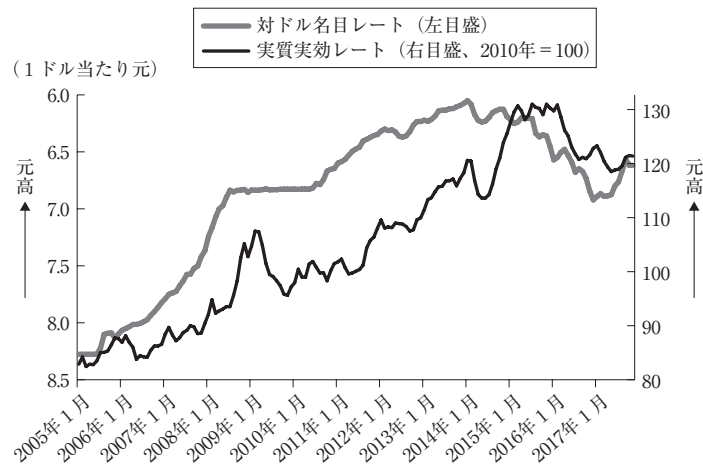
3. 人民元の減価や資本流出と中国当局の対応

(1) 人民元の減価

A. 減価に転じた人民元の対ドルレート

2014年以降、人民元の対ドルレートは減価に転じ、2014年初から2016年末までの減価率は約12.6%となった（図表8）。減価の原因として、清水 [2017a] では4点を指摘した。

(図表8) 人民元レートの推移



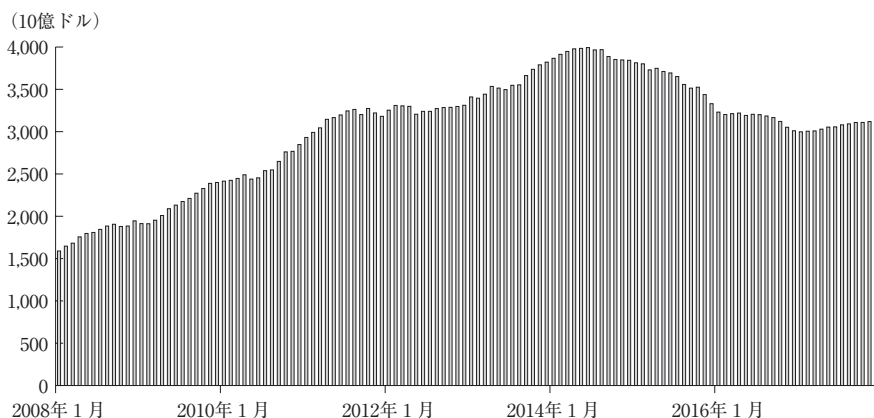
(資料) Datastream, BIS

第1に、米中の景況感の違いである。アメリカでは2013年半ばに金融政策の変更が示唆される一方、中国では景気減速から金融緩和が続き、米中金利差の縮小が予想されるようになった。ドルは、人民元以外の多くの通貨に対しても増価した。

第2に、国際収支の変化である。経常収支黒字が大幅に縮小したうえに資本流入の勢いが弱まり、需給関係に基づく人民元の増価圧力が低下した。

第3に、外貨準備の減少の影響である。人民元の減価を抑制する市場介入の継続的な実施により、外貨準備は大幅に減少した(図表9)。このことが対外的脆弱性を高め、市場の信認を低下させることにより、人民元の減価を加速させた可能性がある。

(図表9) 外貨準備の推移



(資料) 中国人民銀行

第4に、従来の為替政策運営の影響である。人民元をドルに対して安定させるとともに緩やかに増価させる政策を長期的に維持してきたため、相場観が一方向に傾きやすく、また、強固な相場観が形成さ

れやすくなった。これにより、市場において「当面、人民元はドルに対して減価し続ける」という相場観が支配的になったとみられる。

B. 為替政策の変更

2015年8月11日に、人民銀行が毎日の基準値の設定方法を前日の終値を参考とする方法に変更し、市場実勢をより反映する姿勢が示されたほか、基準値が8月10日の1ドル=6.1162元から3日連続で切り下げられ、13日には1ドル=6.4010元となった。

同年12月には、中国外国為替取引システム（CFETS：China Foreign Exchange Trade System）が13通貨のバスケットによる人民元為替レートインデックス（CFETS RMB Index）を公表し、通貨バスケットに対する人民元の価値の安定を重視していることを強調した。併せて、BISによる通貨バスケットとSDRの構成通貨バスケット（人民元を除く4通貨による）に基づくインデックスも発表されることになった。

2016年12月29日には、CFETS RMB Indexを原則として毎年末に見直すことが発表され、今回はバスケットを13通貨から24通貨に増やすこととされた。米ドルの比率は、13通貨の際の26.4%から24通貨では22.4%に低下した（注4）。

ここで、人民元が減価した四つの原因（前述）から減価に対する対策を導くと、次のようになる。①中国の金利を引き上げる。②経常収支・金融収支を黒字方向に導く政策をとる。③為替市場介入を中止する。④為替レートに対する相場観を「双方向に動く可能性が等しい」というものにする。しかし、減価が続く局面では③および④は困難である。

実際にとられた対策をみると、第1に、短期金利の引き上げが行われた。第5節で述べるが、市場ベースの金融政策が採用されるなかで引き締め気味の運営がなされ、2017年前半には利上げも行われた。第2に、2016年半ば以降、資本流出規制が強化された（後述）。第3に、2017年5月、為替レートの基準値の設定方法に変更が加えられた。CFETSは非合理的な減価期待を減らすためとしてガイダンスを改定し、毎日の基準値の設定に際して考慮すべき要因として、従来の前日終値、通貨バスケットのオーバーナイトの変動に加え、「反循環的調整要因」を含めることとした。「反循環的調整要因」の内容は開示されておらず、基準値の設定方法は不透明性を増し、金融自由化の観点からは後退したといわざるを得ない。市場はこの決定を人民元の減価を阻止しようとする当局の意思の表れと受け止め、発表直後、人民元は通貨バスケットおよびドルに対して90~100bp増価した。この改革は、ルールの変更によって減価を阻止しようとしたものであるといえる。

C. 2017年の為替レートと外貨準備

人民元の対ドルレートは2016年末まで減価が続き、同年末には1ドル=約6.95元となったが、2017年に入ると資本流出規制の効果から下げ止まり、1月から5月下旬までは6.9元付近で横這いとなった（図表10）。それ以降は増価局面に入り、9月上旬には6.46元となった。その後、9月末にかけて6.67元近辺まで減価したが、10月以降は6.6元台で横這いとなった。

一方、CFETS RMB Indexの推移をみると、2015年12月末の100.94から緩やかな低下が続き、2016年

7月8日に94.25となった後は、若干の変動はあるものの安定的に推移し、同年12月30日には94.83となった（発表は週次で行われる）。2017年には再び低下傾向となり、5月26日に92.26となったが、その後は上昇に転じ、12月29日は94.85であった。最近の推移はおおむね92～95の範囲であり、一定の幅はあるもののほぼ安定しているといつてよいであろう。

なお、外貨準備は、図表9でみた通り、

2014年半ばの約4兆ドルをピークに減少の一途をたどり、2016年末には約3兆ドルとなった。2017年にはやや回復し、同年末には3兆1,399億ドルとなっている。

(2) 国際収支の動向

A. 国際収支の推移

中国の国際収支は、経常収支と、外貨準備以外の金融収支（直接投資・証券投資・金融派生商品・その他投資の合計）がともに黒字という状況が続いてきた（図表11）。経常収支黒字は2008年をピークに減少した後、2014年、2015年は輸入の伸び悩みもあって再び増加基調となったが、その後は再び減少に転じた。

外貨準備以外の金融収支の黒字は、リーマン・ショック以降、大幅に拡大した。内訳をみると、主に直接投資の流入と対外借り入れの増加によって拡大している。中国の高成長見通しと世界的な金融緩和が要因となり、多くの資金が流入したと考えられる。

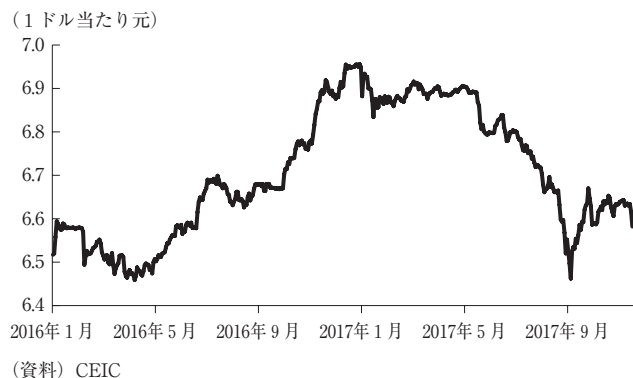
しかし、2014年以降、外貨準備以外の金融収支は流出超過（赤字）が続き、2015年と2016年の赤字額は大きなものとなった。また、この2年間は誤差脱漏も大幅なマイナスとなっている。さらに、以上の動きを反映し、外貨準備による対外投資も2015年に3,429億ドル、2016年には4,437億ドル減少した。

投資の種類別にみると、資本流出の増加も主に直接投資とその他投資によってもたらされている。まず直接投資に関しては、流入はほぼ横這いを維持しており、バランスも流入超過となっているが、2014年以降、対外投資の増加が顕著となっている。これは、主に国有企業によって行われている。ただし、近年は直接投資のなかで社内ローンの増加が認められ、企業が規制の比較的緩やかな直接投資に該当する取引を利用して国内資産のエクスポージャーを減らそうとする動きがあったと考えられる（注5）。

その他投資は金額が大きく、直接投資に比較して不安定であるため、金融収支に最も大きな影響を与える要因となっている。2014～2016年は、大幅な流出超過となった。流入の減少、流出の増加の双方の動きが生じている。

これらの変化には、為替レートに対する見方を反映した中国企業の行動が深くかかわっている。人民元の先安観を背景に、企業が輸出取引によって受領した外貨を人民元に転換せず、外貨預金に存置する傾向がみられ、そのことが対外資産の増加につながった（注6）。また、ドル建て債務を返済する動き

(図表10) 人民元の日次対ドル名目レートの推移



(図表11) 国際収支の推移

(百万ドル)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017-1Q	2017-2Q	2017-1~2Q
経常収支	237,810	136,097	215,392	148,204	236,047	304,164	196,380	18,389	50,887	69,276
貿易収支	246,426	228,701	311,570	358,981	435,042	576,191	494,077	82,279	132,101	214,380
輸出	1,486,412	1,807,805	1,973,516	2,148,589	2,243,761	2,142,753	1,989,519	474,985	551,952	1,026,937
輸入	▲1,239,986	▲1,579,105	▲1,661,947	▲1,789,608	▲1,808,720	▲1,566,562	▲1,495,442	▲392,706	▲419,851	▲812,556
サービス収支	▲23,402	▲46,797	▲79,725	▲123,602	▲213,742	▲218,320	▲244,163	▲60,674	▲74,379	▲135,053
第一次所得収支	▲25,899	▲70,318	▲19,887	▲78,442	13,301	▲41,057	▲44,013	▲388	▲3,003	▲3,391
第二次所得収支	40,686	24,511	3,434	▲8,733	1,446	▲12,649	▲9,520	▲2,828	▲3,833	▲6,661
資本移転等収支	4,630	5,446	4,272	3,052	▲33	316	▲344	▲126	13	▲113
金融収支	▲189,505	▲127,777	▲132,590	▲88,331	▲169,141	▲91,523	26,672	39,434	▲462	38,972
流出	▲653,597	▲613,579	▲399,586	▲651,666	▲580,634	9,454	▲217,430	▲52,094	▲111,068	▲163,162
流入	464,092	485,801	266,996	563,334	411,493	▲100,977	244,102	91,528	110,606	202,134
外貨準備以外の金融収支	282,234	260,024	▲36,038	343,048	▲51,361	▲434,462	▲416,992	36,845	31,100	67,945
流出	▲181,858	▲225,777	▲303,034	▲220,286	▲462,854	▲333,485	▲661,095	▲54,683	▲79,506	▲134,189
流入	464,092	485,801	266,996	563,334	411,493	▲100,977	244,102	91,528	110,606	202,134
直接投資	185,750	231,652	176,250	217,958	144,968	68,099	▲46,646	12,553	1,385	13,938
流出	▲57,954	▲48,421	▲64,963	▲72,971	▲123,130	▲174,391	▲217,203	▲20,519	▲20,541	▲41,060
株式	▲62,223	▲57,668	▲72,766	▲88,236	▲142,406	▲103,876	▲148,422	▲22,109	▲19,750	▲41,859
貸出	4,270	9,247	7,803	15,265	19,276	▲70,515	▲68,781	1,589	▲791	798
流入	243,703	280,072	241,214	290,928	268,097	242,489	170,557	33,072	21,926	54,998
株式	225,593	250,768	214,523	265,408	210,826	211,785	164,182	33,812	18,140	51,953
借入	18,110	29,304	26,691	25,521	57,271	30,704	6,374	▲740	3,786	3,046
証券投資	24,038	19,639	47,779	52,891	82,429	▲66,470	▲62,183	▲7,928	▲11,577	▲19,505
流出	▲7,643	6,248	▲6,391	▲5,353	▲10,815	▲73,209	▲103,396	▲14,720	▲25,372	▲40,093
株式	▲8,429	1,104	2,029	▲2,531	▲1,402	▲39,679	▲38,540	▲5,843	▲8,328	▲14,171
債券	787	5,144	▲8,420	▲2,822	▲9,413	▲33,530	▲64,856	▲8,878	▲17,044	▲25,922
流入	31,681	13,391	54,170	58,244	93,244	6,739	41,213	6,792	13,795	20,587
株式	31,357	5,308	29,903	32,595	51,916	14,964	18,945	5,600	6,034	11,634
債券	324	8,083	24,267	25,649	41,328	▲8,226	22,267	1,193	7,761	8,954
金融派生商品	0	0	0	0	0	▲2,087	▲4,658	2	332	334
その他投資	72,446	8,733	▲260,068	72,200	▲278,758	▲434,004	▲303,505	32,218	40,960	73,179
流出	▲116,262	▲183,604	▲231,680	▲141,962	▲328,909	▲82,465	▲333,600	▲19,428	▲34,137	▲53,565
流入	188,708	192,338	▲28,388	214,162	50,151	▲351,538	30,095	51,646	75,098	126,744
外貨準備	▲471,739	▲387,801	▲96,552	▲431,379	▲117,780	342,939	443,665	2,589	▲31,562	▲28,973
誤差脱漏	▲52,936	▲13,766	▲87,074	▲62,925	▲66,873	▲212,958	▲222,708	▲57,697	▲50,438	▲108,135

(資料) CEIC

(注) 中国の国際収支統計では、対外資産(外貨準備を含む)の増加はマイナスで示されている。

も活発となり、対外債務の減少に結び付いた。

なお、中国政府が汚職の摘発を強めたことも、合法・非合法の資本逃避(海外投資)を促進したといえよう。マカオのカジノや違法送金を行う地下銀行を通じた資本フローに加えて、輸入金額の過大申告や輸出金額の過少申告が資本逃避のために日常的に用いられる手段となってきた可能性がある(注7)。

以上のような資本流出の拡大が生じた要因は、大きく二つある。第1に、長期的に資本取引規制の緩和が進み、企業が海外に投資機会を求める、家計が海外投資により資産運用を多様化するなど、様々な形の対外投資が拡大したことである。これには、国内の金融資本市場が未整備であるため、市場のボラティリティが高く投資しにくいことも影響している。この点は、海外投資家による対内投資を抑制している原因でもある。

第2に、中国の景気減速や構造改革の遅れから中期的にも明るい成長見通しを持ちにくくなり、海外投資家が資金を引き上げるとともに、国内投資家の間でも資本逃避的な動きが拡大したことである。当面は人民元の減価が続くという相場観が、このような動きをさらに助長した。

B. 資本流出規制の強化と国際収支に対する効果

以上の状況に対し、資本流出規制の強化、資本流入規制の緩和、違法な資金流出に対する取り締まりの強化（地下銀行による違法な海外送金の摘発など）が実施されている。

資本流出規制は2016年半ば以降強化され、同年7月には人民銀行が銀行に対して資本流出に該当する取引を控えるように口頭で求めたことが報じられるなど、政府が資本流出を抑え込もうとする姿勢が鮮明になった。同年秋以降、こうした姿勢はさらに強固なものとなり、11月には上海自由貿易試験区での資本移動の監視の強化や、国内企業による対外直接投資に対する監視の強化などが実施された。2017年1月には国家外為管理局が通達を出し、対外直接投資を行おうとする企業は銀行に対して投資資金の調達源および投資目的を説明するとともに、取締役会の決議を示す資料を提示する必要があることを規定した。また、人民銀行は商業銀行に対して、一部の対外直接投資に関する正当性の確認を強化することを求めた。対外融資に関しては、融資金額が海外の借り手の営業規模に見合うかなどを厳しく検討すべきことが銀行に求められた。このほか、個人の両替取引（とくに海外で不動産・有価証券・保険商品を購入するための両替）や、外資系企業の中国現地法人による本国への送金に対する監視・規制も強化された模様である。

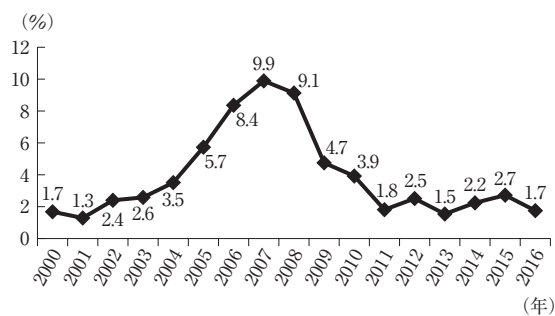
これらの対策を受け、国際収支には変化が表れている。2017年に入ると、外貨準備以外の金融収支が流入超過に転じた。種類別にみると、直接投資は、流入が減少したものの流出がそれを上回って大幅に減少した。証券投資には大きな変化はない。その他投資は、流入がやや回復するとともに流出が大幅に減少した。

すなわち、規制強化により直接投資とその他投資の流出が抑制されたことが、国際収支が改善した主因であるといえる。これにより、2017年4～6月期には外貨準備による対外投資も増加に転じた。

ただし、今後に関しては、懸念される点がある。第1に、経常収支黒字が縮小傾向にある（図表12）。主因は、中国人の海外旅行の増加などによりサービス収支の赤字が拡大していることにある。第2に、直接投資の流入額が減少しており、それが輸出の減少に結び付くことも懸念される。第3に、直接投資とその他投資の流出が規制強化によって抑制されたとすると、規制を緩和すれば再び拡大する可能性がある。第4に、一般的に資本逃避を反映すると解釈される誤差脱漏のマイナス幅に変化がなく、資本逃避の勢いは変化していないと考えられる。

以上から、対外直接投資や対外融資に関する規制・監視の緩和には慎重さが要求されるといわざるを得ない。また、非合法的な取引に対する取り締まりの強化によって資本逃避を抑え込めるか否かも、重要なポイントとなろう。

（図表12） 経常収支黒字の対GDP比率



（資料） CEIC, IMF WEO Database

(3) 今後の展望

前述の資本流出拡大の要因に照らすと、これを抑制する方法としては、規制強化のほかに、景気を刺激するマクロ政策や構造改革（とくに国内において魅力的な投資対象となる金融資本市場の整備）が考えられる。ただし、金利を引き下げれば資本流出を助長しかねない点には注意が必要である。

人民元の減価を抑制することも有効と考えられる。そのためにとられた対策は、①金融引き締め、②資本流出規制の強化、③為替レート設定方法の変更、であった。

人民元の減価と資本流出は循環的に悪化したと考えられるが、この循環を短期的に止める比較的確実な唯一の方法として、資本流出規制の強化により資本流出を止め、人民元の減価を止める、という対策が実施されたことになる。そして今のところ、この対策は有効に機能している。

前述の通り、現状では資本流出規制の緩和は容易ではなく、当面は事態を慎重に見極めるべきであろう。しかし、資本取引規制の維持は、大きなリスクを抱えた現在の国内金融システムを温存することにつながりかねない。したがって、長期的な視野に立てば金融システム整備を中心とする構造改革を加速することが不可欠であり、それとともに資本取引の自由化を段階的に、緩やかに進めることが唯一の道であろう。

Yu [2017b] は、資本逃避の問題が深刻であることを強調し、「より健全で堅固な金融システムを作るために資本取引の自由化を急ぐことは賢い選択ではない。改革のアジェンダは非常に多く、資本取引自由化の利益が不確かである一方でリスクが大きいことから、現状で自由化を進めるべきではない」と述べている。

あくまでも金融改革が先で、資本取引の自由化はその後というシーケンスを守るべきであるという意見である。基本的にはこれが正しいと思われるが、自由化を行わないことにより改革が進まなくなるデメリットを避けることにも十分な配慮が求められよう。

Yu氏も、2017年5月の為替政策変更には批判的である。Yu [2017a] では、2015年8月の改革は為替レート政策をより透明・市場志向・柔軟にする好ましいものであったが、2017年5月の政策はこれを再び不透明化し後退させるものであり、しかもそれは不必要な対応であったと述べている（注8）。

(注4) BISとSDRのバスケットでは、それぞれ17.8%と46.85%となっている。

(注5) IMF [2016b]、25ページ。

(注6) オフショア人民元預金の増加は、資本流入にカウントされる。

(注7) 加えて、ビットコインの取引が資本逃避に利用されているという見方もある。

(注8) この政策は、2018年1月に解除された模様である。ただし、人民銀行による公式発表は行われていない（2018年1月15日付日本経済新聞「中国、元高誘導を緩和」による）。

4. 人民元の国際化に対する考え方

(1) 人民元の国際化の難しさ

人民元が世界の主要な国際通貨となるためには、資本取引の完全自由化や変動相場制の採用が前提条件となる（注9）。現在の中国の状況をみれば、これらの実現は遠い道のりであるように感じられる。また、そもそも中国が目指すのは「管理された国際通貨」であり、既存の国際通貨のイメージとは異なるものである。

ある国の通貨が国際通貨になるための条件は、第1に、その国の経済規模や世界貿易におけるシェアの拡大である。ネットワークの外部性（利用者が増えるほど利便性が高まること）を考慮すると、国際通貨を目指す国の規模は十分に大きいことが求められる。

第2に、通貨の価値に対する信認の確立である。それを決定付ける要因は、第1に、為替レートの長期的な動向や安定性、インフレ率などである。第2に、金融システムの成熟度である。海外投資家が多く市場でその通貨を運用できる必要がある。整備された流通市場、多様な金融商品、自由な資本移動などが求められる。第3に、国内における制度枠組みの強固さや政治の安定度である。

中国は第1の点をクリアしているものの、第2の点に関しては多くの問題を残していることが明らかであり、人民元の国際化を推進することは容易ではない。

Cohen [2017] は、人民元の国際化に関する問題として、以下の点を指摘している。①中国は政治・法律・規制面で先進諸国と異質である。ガバナンスや透明性などに問題があり、また、政治的安定も維持されるか否か不透明である。②軍事面でも、中国は自国の利益を優先している。③金融部門が未成熟であり、開放されていない。資本取引の自由化は段階的に進んでいるが、ペースは遅い。

この論文では、国内金融システム整備と共産党支配の維持はそもそも矛盾するという認識が示されている。金融システムを意のままに動かせることは、信用の配分を自由に行うために不可欠である。このように考えると、人民元の国際化の推進と共産党支配の維持も基本的に矛盾している。金融改革も政治改革も本格的には進められないなかで、人民元の国際化を目指すことは非常に難しい。したがって、人民元の国際化は本質的に政治的な問題であることになる。

(2) 人民元の国際化を目指す目的

では、なぜ人民元の国際化を目指すのか。国際化のメリットとしては、①通貨発行益（シニョリッジ）を得ることができる、②為替リスク・コストが低減できる、③国際資本市場において人民元建てで資金が調達できる、④外貨準備を減らして運用リスクを低減することができる、⑤人民元ならびに中国の国際的地位の向上と発言力の強化につながる、などがあげられる（注10）。

一方、デメリットとしては、①国内におけるマクロ政策の有効性の低下、②海外の投機資金による攻撃の可能性の上昇、③国際収支の赤字化による経済成長・雇用への悪影響、などがあげられる。通貨の国際化には資本取引の自由化が伴うため、国内の金融秩序に一定の影響が及ぶことは避けられない。

Cohen [2017] は、人民元を国際化しようとする動機を地政学的野心（geopolitical ambition、地域のなかで主要な地位を占めようとする）に求めている（注11）。中国は一带一路構想（BRI: Belt and Road Initiative）を推進しているが、これはまさに地政学的野心の反映とも解釈できるものであろう。SWIFT [2017] は、BRIの進捗に伴い、貿易、投資、資金調達・運用の一部が人民元建てで行われ、人民元の国際化に資するという見方を示している（注12）。

人民元の国際化が後退している現状では、当面はそれほどうまく行かないであろう。それでも、中国にとって地政学的野心という動機は、経済的なメリットと同等あるいはそれ以上に重要なものである可能性があるであろう。

(3) 今後の展望

前述の通り、中国は人民元の「管理された国際化」を目指してきた。その当初の動機は、リーマン・ショックに際してドルが圧倒的な基軸通貨であることのリスクがグローバルな流動性の枯渇という形で露呈したことを受け、ドルの単独支配を変革することにあつたと考えられる。

しかし、ここまでの経緯をみると、人民元の国際化が持続的に進展するための条件は整っていないように見える。BRIとの相乗効果で国際化を促進するアイデアも、金融面の諸問題が改善しないのであれば多くは期待できないであろう。

人民元が増価する局面では、増価期待に基づく人民元の保有意欲の高まりが国際化を推進した。しかし、前節でみた通り、増価が持続していた時期と比較すると国際収支の構造が変化しており、資本流出圧力も持続しているため、増価を梃子にした国際化の促進はほぼ不可能となった。こうしたなか、金融面の利便性に問題が残る人民元を保有する理由はない。

中国の経済力がますます高まることが予想されるなか、金融面の現状を大きく変更することなく、経済規模や軍事力のみを背景に通貨の国際化を促進することも考えられないわけではないが、それは従来の国際通貨とは異なるものである。長い時間がかかるとしても、金融システム整備やその他の構造改革を進め、市場原理を浸透させ、資本逃避を食い止めるとともに資本取引を自由化する方向に向かうことが、本来の手順であろう。

これらが、前述した「通貨の価値に対する信認の確立」につながる。そのために必要なことを整理すれば、資本取引の自由化のシークエンスの考え方に従い、金融・為替政策や国内金融システムの整備（中国の場合は金利の自由化も含まれる）を実施したうえで、資本取引の自由化を進めるとともに海外における人民元の流動性を高める政策を実施することが求められよう（図表13）。基本的なシークエンスとしては、国内金融システム整備→金利の自由化→金融政策の市場化→為替の変動相場制の採用→資本取引の自由化、といった順序が考えられるが、実際はこのようにすっきりしたものではない（注13）。中国の場合、それぞれの政策が複雑であり、また、表面上の規制とは異なる「指導」が行われることも多々あることから、単純なシークエンスを認識することは困難である。

(図表13) 中国の資本取引自由化の前提となるマクロ政策

政策種類	課題
1. 為替制度	人民元の変動幅の拡大→自由変動相場制
2. 金融政策	間接的手段（公開市場操作）の強化 為替レートに代わる目標の設定（例：インフレ・ターゲット政策の採用） 人民銀行の独立性の強化
3. 関連する市場整備	外国為替市場、短期金融市場、国債市場の整備
4. 金利の自由化	金利自由化の完了

(資料) 日本総合研究所作成

人民元は2015年末にSDRの通貨バスケットに加えられており、構成通貨の5年ごとの見直しに向けて、最低でも金融自由化の水準を維持することが不可欠である。通貨の国際化に関して、従来の常識とは異なる別のルートをたどることは許されないはずである。その意味で、SDRに加入したことは、長期的な自由化に向けた歯止めになっていると考えられる。

(4) 資本取引規制の現状（注14）

ここで、自由化の途上にある中国の資本取引規制の現状について確認しておきたい。まず、対内直接投資に関しては、1990年代初めに自由化が開始されており、商務省の承認の下に行うことができる。対外投資に関しては、2000年代に段階的な自由化が行われた。直接投資に対する規制は、製造業を中心に、証券投資やその他投資に比較して緩やかである。それでも、一部の産業で対内投資が禁止されるなど、国際的に比較すれば厳しいという見方もできる。

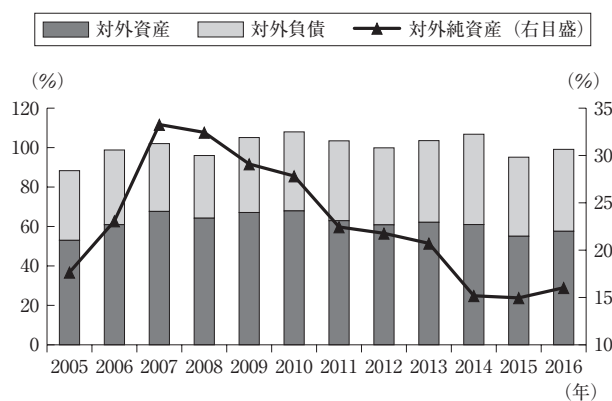
証券投資に関しては、QFII、RQFII、QDIIをはじめ、様々な制度が作られることによって段階的な規制緩和が行われている。その結果、証券投資のフローは流出を中心に拡大しているが、直接投資やその他投資に比較すれば小さい。

その他投資についてみると、対外借り入れは厳しく規制されている。1年以内の借り入れは国家外為管理局が承認する上限額の範囲内で行うことができる一方、1年超の借り入れには国家発展改革委員会の承認を要する。すべての対外借り入れは、国家外為管理局への登録を要する。これに対し、対外融資に関してはおおむね制限はない。

資本取引規制の評価についてみると、Huang et al. [2015] によれば、1993年以降、継続的に自由化が実施されており、自由度は次第に高まっている。一方、実態面からみた資本取引の自由度に関しては、Kawai and Liu [2015] が香港市場と本土市場の間で為替レートや金利の裁定取引が可能となっていることを指摘し、資本取引規制の有効性は失われつつあるとしている。また、香港市場、本土市場それぞれの金利平価の成立状況を確認し、2011年半ば以降、香港市場の効率性がそれ以前よりも格段に改善したことや、それに伴って資本取引規制の有効性が大幅に低下したことを実証している。結論としては、人民元の国際化の進展とともに香港市場を通じた多様な資本取引が可能となり、デファクトの資本取引の自由度が大幅に高まったと述べている。

ただし、しばしば実態的な資本取引の自由度の物差しとされる対外資産・負債の合計額の対GDP比率をみると、近年、100%前後で横這いとなっており、自由度が大幅に高まっているようにはみえない（図表14）。

（図表14）対外資産・負債の対GDP比率



（資料）CEIC, IMF WEO Database

以上から、総合的に判断することは難しいが、資本取引の種類によって自由化が進んだ部分と規制が残されている部分が混在しており、その意味で自由化を進める余地は大きいと考えられる。

(注9) 以下の点については、清水 [2015] においても論じた。

(注10) 野村資本市場研究所 [2009] を参照した。

(注11) Cohen [2017] p.6~8 参照。

(注12) SWIFT [2017] p.16参照。

(注13) これらの政策のシーケンスの議論に関しては、清水 [2017a] p.35~36 (冊子ではp.74~75) を参照。

(注14) 詳細は清水 [2017a] p.14~17を参照。

5. 求められる金融改革

(1) 金利の自由化 (注15)

次に、資本取引の自由化に関連する国内金融システムの状況についてみていく。まず、金利の自由化について考える。

一般的に途上国では、人為的低金利の下で政策的な目的を持った資金供給を行い、経済発展を図ることが通常である。こうした状況を金融抑圧という。中国も例外ではなく、国有企業に対する低利の資金供給が行われてきた。金利規制は、銀行の利鞘を確保する目的も有していた。

経済成長を実現した後は金利の自由化を含む金融自由化が行われることになるが、中国では金利の自由化は遅れた。1990年代末以降、民間部門が急速に拡大し、民間企業への融資も行われるようになったものの、これは根本的な変化ではなく、政府・国有企業・国有銀行の間の密接な関係が根強く残存した。政府が銀行などの金融システムを通じて資金を配分する仕組みが維持されている (注16)。なかでも、政府の政策的な意図に基づき、企業にとって有利な条件で融資を行う国有銀行が大きな存在となっている。また、2000年以降、実質預金金利は平均すればほぼ0%である一方、実質貸出金利は周辺アジア諸国の約2分の1 (2007~2013年の平均で1.8%) であった (注17)。

2013年7月に貸出金利、2015年10月に預金金利が自由化され、銀行金利が完全に自由化されるとともに、2015年5月には預金保険制度もスタートしたが、貸出・預金基準金利は未だに残っており (図表15)、実際には人民銀行の窓口指導により金利規制が継続しているという見方が多い (注18)。

人為的低金利や政策金融の残存は、過剰信用の原因となっている。とくにリーマン・ショック以降、金融緩和もあって信用が大幅に拡大した (図表16、図表17)。

信用を主に得ているのは分野でいえばインフラ投資や不動産投資、企業種類でいえば国有銀行から融資を受ける国有企業である。過剰な融資は国有企業の収益性を低下させ、民間企業との格差が拡大した。一方、民間企業は、金融緩和の下でも資金調達を円滑に行うことは難しい。

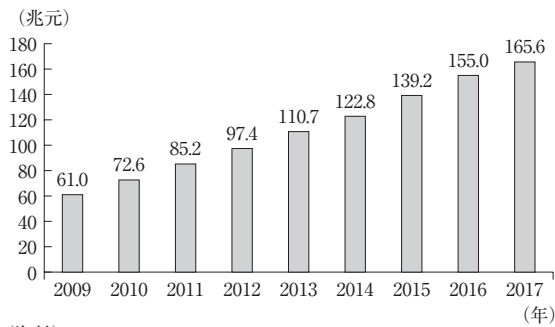
また、預金金利の低さは、高利回りの金融商品で資金を集めるシャドバンキングの隆盛をもたらした

(図表15) 金融機関の基準金利

(預金)		(貸出)	
普通定期	0.35	1年以内	4.35
3カ月	2.60	1~5年	4.75
6カ月	2.80	5年以上	4.90
1年	3.00		
2年	3.75		
3年	4.25		
5年	4.75		

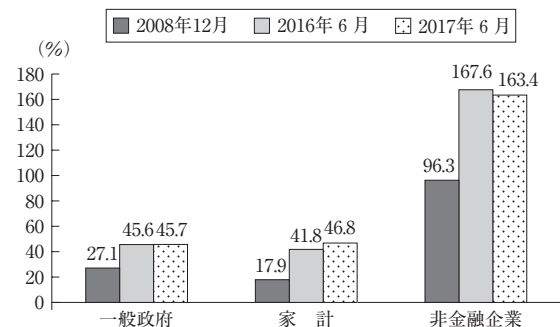
(資料) 中国人民銀行統計季報

(図表16) M2の推移



(資料) CEIC
(注) 2017年は9月末。

(図表17) 債務の対GDP比率



(資料) BIS

た(注19)。これは、高利回りを得たい預金者にとっても、資金を集めたい銀行にとってもメリットのある方法であった。銀行は多様な規制(自己資本比率規制、預金準備率規制、融資関連規制など)の下にあり、これらを回避することもシャドーバンキング拡大の動機となった。

総じて、世界金融危機以降の金融システムの変化と規模の拡大は、非常に大きなものであった。銀行のオフ・バランスシートの金融やノンバンク金融機関が拡大する形で、金融システムの多様化が進行している。これによってそれまでの金融改革の成果の多くが失われ、新たなリスクが生み出されたことが指摘されている(注20)。

さらに、金融抑圧の下では、政策的な融資を行う銀行において融資審査能力や金利リスク・信用リスクの管理能力が十分に向上せず、銀行としての競争力に問題が生じている可能性がある。とくに現状では、以下のような問題がみられる。①銀行の純利益が伸び悩んでいる。その原因は、オフバランスの運用商品に預金を奪われていること、優良企業が債券発行を増やして銀行離れしていることなど、競争・収益環境が厳しさを増していることである。また、不良債権比率の緩やかな上昇や、金利自由化の進捗による利鞘の縮小も収益圧迫要因となっている(注21)。②金融資産の急速な伸びに預金の伸びが追いついておらず、IMFの推計によれば、銀行の資金調達に占める市場性資金(主に銀行間市場による)の割合は2013年の15%から2015年には34%に上昇している。

このような状況では、銀行のリスク管理能力の強化や当局による規制監督の強化が喫緊の課題であるといえよう。

(2) 金融・為替政策の市場化

A. 金融政策

一般的に、資本取引を自由化すれば資本フローが国内のマネーサプライに影響を与えるため、きめ細かな対応が可能な金融政策手段を採用することが必要となる。すなわち、直接的な手段(①貸出・預金金利規制、②政策金融を伴う信用規制、③銀行に対し多くの準備金や流動資産を要求する規制、④中央銀行貸し出しなど)から、公開市場操作による間接的手段に政策の重点を移すことが望ましい。また、国内の信用や金融サービスの供給においてシャドーバンキング、ノンバンク、資本市場などの重要性が増すなかにあつて、預金準備率の変更や窓口指導など、銀行部門に働きかける金融政策の有効性は低下し

ていると考えられる（図表18）。さらに、間接的手段の効果を増すためには、短期金融市場や国債市場の整備を進めることも不可欠である。

（図表18）社会融資規模の総額（フロー）と構成比

（億元、％）

	総 額	構 成 比						
		人民元貸付	外貨貸付	委託貸付	信託貸付	銀行引受手形	社 債	株式発行
2002年	20,112	91.9	3.6	0.9	—	▲3.5	1.8	3.1
2004年	28,629	79.2	4.8	10.9	—	▲1.0	1.6	2.4
2006年	42,696	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2008年	69,802	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2010年	140,191	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2012年	157,631	52.0	4.9	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6
2014年	164,335	59.5	2.2	15.3	3.1	▲0.7	14.5	2.6
2015年	152,936	73.7	▲4.2	10.4	0.3	▲6.9	18.5	5.0
2016年	178,023	69.9	▲3.2	12.3	4.8	▲11.0	16.8	7.0
2017年	182,410	72.7	▲0.1	3.9	11.1	2.6	1.7	4.6

（資料）CEIC

（注）2017年は11月まで。

中国の金融システムは市場ベースの部分が拡大しており、また、より複雑化してきているといえる（注22）。これに対応して、金融政策の運営も市場ベースの仕組みに依存する部分が増えており、政策金利が主要な手段となりつつある。

このことにより、信用のコントロールや貸出・預金金利規制の重要性は低下する一方、短期金融市場金利が金融政策のスタンスを示すことになる。現在も公式の中間目標はM2であるが（2017年の目標は前年比12%増であった）、人民銀行は7日物レポ金利が政策シグナルとしてより重要であり、7日物銀行間レポ金利の取引額加重による日次平均が適切な操作目標であると述べている。

2015年半ば以降、この金利はおおむね新たな金利のコリドー、すなわち人民銀行のレポ・オペレーションのビッド金利を下限とし、同行の流動性供給ファシリティ（SLF：Standing Lending Facility）の金利を上限とする範囲に収まっている。また、コリドーのなかでのレポ金利の変動性は高まってきている。

さらに、人民銀行は2016年半ば以降、金融引き締めスタンスを明確にしている。日次の公開市場操作における流動性供給を絞り、7日物銀行間レポ金利がコリドーの中央にくるように仕向けてきたが、2017年に入ると2月、3月にコリドーの下限・上限となる金利を0.1%ずつ引き上げた。

IMF [2017b] によれば、以下の計量分析の結果から判断すると、人民銀行の政策金利を中心とした市場ベースの金融政策の有効性は次第に高まっている（注23）。第1に、政策金利（銀行間レポ金利）が銀行の平均貸出金利と一定の相関を有している。2013年に銀行間金利が急上昇した際には、資金調達コストの上昇を反映して平均貸出金利も押し上げられた。第2に、銀行間金利は、金融政策に関する市場の期待を反映する2年物国債金利と正の相関を有している。当然ながら、2年物国債金利はより長期の国債金利や社債金利に影響を与える。第3に、銀行間レポ金利が1%上昇した場合、GDPに対して2年間の累積で約1.7%のマイナスの効果がある。第4に、大半の分析において、M2や銀行融資額の変化は生産や物価に有意な影響を与えないという結果が得られる。

ただし、これらの分析では、貸出基準金利が金融政策の手段として一定の有効性を維持していることも示されている。すなわち、市場ベースの金融政策の有効性は、高まりつつあるものの未だ限定的であるといえる。貸出・預金基準金利は国務院（State Council）が決定しているが、IMF [2017b] は、銀行貸出・預金金利は完全に自由化されたはずであり、基準金利の発表を続けていることは解釈困難であるため中止を検討すべきであると指摘している。

B. 為替政策

IMF [2017a] によると、現在の為替政策には肯定的に評価できる部分も多い。①通貨バスケットへの連動を強調し、ドルとの連動を軽減した。②資本流出規制を強化することによって為替市場介入を縮小した。③実質実効為替レートは、ほぼファンダメンタルズに沿った水準にある。④当局は経済成長と競争力を重視する立場から人民元の減価を望んでいる、という市場の見方を打ち消す政策が打ち出され、増価期待と減価期待は少なくとも短期的には均衡する方向に向かっている。

しかし、前述の通り、2017年5月の政策変更により、市場ベースの柔軟な為替レート政策という観点からは、後退したといわざるを得ない。従来の人民元の対ドルレートの安定と緩やかな増価を目指す政策からどのように政策を変更していくのか、明確な方向性は打ち出せていないとみられる。

固定的な為替レートの下で資本取引の自由化に向かえば金融危機につながりかねないことは、1997年のアジア通貨危機によって示された通りである。したがって、為替レートの変動をできる限り市場の力にゆだねる方向に向かうことが必要である。

IMFは、均衡名目実効レートを中心に幅の広いバンドを設け、そのなかで為替レートを変動させるメカニズムを提案している。均衡レートは当局が監視し、必要に応じて中心値を変更していく。これは、透明で自由度の高い通貨バスケット＝バンド制を目指す趣旨であるが、現在の為替政策運営の方法とはかなり異なるものであり、議論をさらに深めていく必要がある。

なぜ、人民元の変動の自由化に対しては抵抗が強いのか。Subacchi [2017] は、当局が為替レートの安定を非常に重視していること、人民元の持続的な増価は競争力に影響するため望ましくないこと、の2点をあげている（注24）。しかし、IMFが指摘するように人民元レートがファンダメンタルズに沿った均衡水準に近いところにあるのであれば、為替レートの安定を維持しながら柔軟性の高い制度を採用していくことは可能なはずである。

ただし、為替レートの変動に関する市場の期待が一方向に偏ることは回避しなければならない。現在の人民元レートや国際収支の状況からみれば、資本流出規制をある程度維持しつつ構造改革を加速する政策が適切であろう。また、市場とのコミュニケーションをより緊密化し、為替政策の透明性を高める努力が不可欠である。

なお、外貨準備の必要額に関しては、IMF [2017a] が試算している（注25）。適切な水準は、為替制度が固定相場制か変動相場制か、また、資本取引規制が存在するか否かによって異なる。IMFによれば、変動相場制で資本取引規制が存在する場合は1兆ドル、固定相場制で資本取引規制が存在しない場合は2.9兆ドルが適切であるが、中国の制度はいずれの側面に関しても中間的であるから、実際の適正水準はその間にあるとされている。現在の約3.1兆ドルは、十分な金額であるといえよう。

(3) 国内金融システムの特徴・問題点と対策（注26）

A. 銀行部門が支配する国内金融システム

ここで、改めて中国の金融システムの特徴について述べる。金融資産の対GDP比率は、2011年の264%から2016年には466%に上昇した。2016年に、銀行資産はこのうち314%を占めており、金融システムを支配しているといってもよいであろう。一方、ノンバンクの拡大も目覚ましい。

金融機関の資金調達には短期化しており、銀行間信用や理財商品への依存度が高まっている。理財商品で調達された資金は、債券や非標準的信用資産（信託貸付、委託貸付、銀行引受、その他の非流動的な資産）に投資されている。

インフラ・建設・不動産などの分野への銀行融資は次第に伸び悩んでおり、その他のチャネル（信託、理財商品、債券など）によって代替されるようになってきている。金融部門の拡大とともに経済成長への貢献度が低下しており、資金配分の効率性は低下しているといえよう。

金融システムを国際比較すると、銀行部門はすでに世界最大である。債券市場は世界第3位であるが、民間企業の資金調達手段としては小さく、銀行と債券市場のバランスが取れているとはいえない。株式市場はアメリカに次ぐ規模であるが、個人投資家が取引額の大半を占め、価格の変動が大きいという問題がある。また、機関投資家（年金基金、保険会社、投資信託）は発展途上にある。

中央政府ならびに地方政府が、銀行・保険会社・信託会社・証券会社などを所有・支配している。政府が所有者でありながら規制者でもある状況では、市場の効率性に限界があり、資産・負債の正確な評価やリスクのプライシングは困難となっている。

B. ノンバンクの拡大

政府が掲げた高い経済成長率目標による信用拡大の必要性、高利回りの投資商品に対する需要の拡大、銀行に比較して甘い規制監督などの要因から、ノンバンクが拡大している。高成長に対する要求と金融安定に対する要求の対立が生み出した現象であるともいえる。保険会社・信託会社・証券会社・資産運用会社などが、金融システムにおけるシェアを伸ばしている。ただし、これらのビジネスの大半には銀行がかかわっている。

ノンバンクによるファイナンスや投資商品の拡大は市場ベースの金融の浸透につながっているともいえるが、実態としては、銀行が規制を回避するために信用リスクを移している部分が多い。銀行の関与の程度が不透明であることや、公的な保証が付与されていると認識されていることが市場規律を弱め、金融商品の正確なプライシングを妨げている。

また、2016年にインターネット融資（peer-to-peer lending）の残高が倍増するなど、中国はフィンテックのグローバル・センターとなっている。当局はこれらの金融商品を規制の枠組みに取り込む努力を強化しており、仮想通貨の取引を禁止するなどリスクの抑制に注力している。2017年9月にはICO（Initial Coin Offering、仮想通貨の発行による資金調達）が全面的に禁止されたが、これは、取引の不透明性を考慮した投資家保護、金融統制の維持（新たな取引を容易に容認しない）に加えて、資本流出の防止を目指したものであるとされる（注27）。当局は、ICOにより調達された資金が資本逃避に用いられることを危惧している模様である。

C. 求められる金融システム改革

金融システムには広く「暗黙の保証」が存在し、モラルハザードを生み、リスクのプライシングをゆがめている。その事例としては、以下のものがあげられる。①銀行が販売した理財商品には、保証が付いているとみなされる。②国有企業の格付けは、ソブリン格付けにきわめて近い。また、地方政府融資プラットフォーム（LGFVs）に対する信用には、地方政府の保証が付いているとみなされる。③株価の下支えなど、当局が金融システムに対して行う支援の基準がはっきりしない。

このようにしてリスクが過小評価されることにより、信用が過度に拡大する。資本流出規制によって対外投資を制限された国内資金は高利回り商品を求めて動き、資産価格の上昇や変動をもたらしている。資産価格の不安定化は、為替レートの減価をもたらす圧力ともなっている。

信用の過度の拡大を防ぐには、経済成長率ではなく成長の質を重視する経済政策を浸透させるとともに、金利水準の引き上げを図る必要がある。また、政治的な圧力による収益率の低い国有企業への融資を抑制することが重要である。さらに、国有企業改革を強化し、企業債務のリストラクチャリングを実施するとともに、存続不可能な企業は倒産させることが求められる。そのためには、社会的セーフティ・ネットを整備することも欠かせない。これらの対策は、シャドーバンキングの拡大を抑制することにもつながる。

根本的には、「暗黙の保証」を縮小することがポイントである。その実現は既存の社会・経済システムを変革することを意味し、極めて困難であるが、次のような政策によって支援することが考えられる。①融資分類基準の厳格化や投資商品の情報開示規則の整備など、規制監督面で透明性を高める。また、シャドーバンキングの拡大につながる銀行のみに厳しい規制体系を改善する。②企業倒産に備えるため、銀行の自己資本比率や流動性を改善するとともに、企業倒産に関連する法制度を一層整備する。③個人投資家に対する保護・教育を強化する。

最も重要なことは、政府が市場に介入する政策を縮小することであり、これは本稿全体の内容とも関連している。また、資本市場の整備も重要な課題であると考えられることから、債券市場の現状と課題に関して節を改めて述べる。

(注15) 清水 [2017a] p.30も参照。

(注16) Subacchi [2017] p.158～160を参照。

(注17) Borst and Lardy [2015] p.327。

(注18) 露口 [2016] による。

(注19) このことから類推すると、低金利のまま資本取引を自由化すれば、個人資金が高利回りの運用手段を求めて海外に流出する可能性もあろう。

(注20) Borst and Lardy [2015] による。

(注21) 露口 [2016]、55ページ。

(注22) 以下の金融政策に関する記述は、IMF [2017b] p.34～40を参考とした。

(注23) 詳しくはIMF [2017b] p.36～37を参照。

(注24) Subacchi [2017] p.166参照。

(注25) IMF [2017a] p.25参照。

(注26) IMF [2017c] に基づいて記述した。

(注27) 関 [2017] 参照。

6. 国内債券市場の現状と課題

(1) 市場整備の目的

中国では国内債券市場が一定の発展を遂げているが、金融システム全体が多くの問題を抱えるなか、債券市場にも問題は多いと考えられる。以下では、多様な観点から債券市場の現状と課題を検討する。

そのための準備として、中国が債券市場を整備する目的についてみておく。第1に、資金運用手段の拡充である。国債・社債市場は、長期資金の運用手段を提供する。長期の資金運用は、機関投資家の成長と相まって、国内の豊富な貯蓄を効率的に運用することに役立つ。機関投資家の成長と債券市場の整備は、密接に関連している。また、人民元の国際化を推進する観点からも、海外に対して開かれた、一定の規模を有する、流動性の高い債券市場を構築することが不可欠である。

第2に、資金調達手段の拡充である。債券市場の整備によって長期の資金調達が可能となり、設備投資やインフラ整備が活発化し、経済成長に貢献することが期待される。これには、証券化商品やグリーン・ボンドなど、多様な種類の債券市場が整備されることも必要である。

第3に、金融システムの向上である。中国では金融システムにおいて銀行が支配的であり、多くの問題が残されている。これに対し、社債発行が拡大することにより、銀行部門に偏った金融システムが修正される。銀行と債券市場のバランスの取れた金融システムが形成され、金融システム全体のリスク分散やコストの低下につながることを期待される。

また、国債市場の整備により、長期・短期の金利体系が確立される。このことは、効率的な資金配分やリスク管理など、多くの目的のために不可欠である。市場金利を重視した金融政策を実施するうえでも、債券市場の整備が重要と考えられる。

ただし、以上の三つの機能を果たすためには、債券市場があくまでも市場ルールに基づく健全なものとして形成される必要がある。この点は、中国にとって大きな課題である。

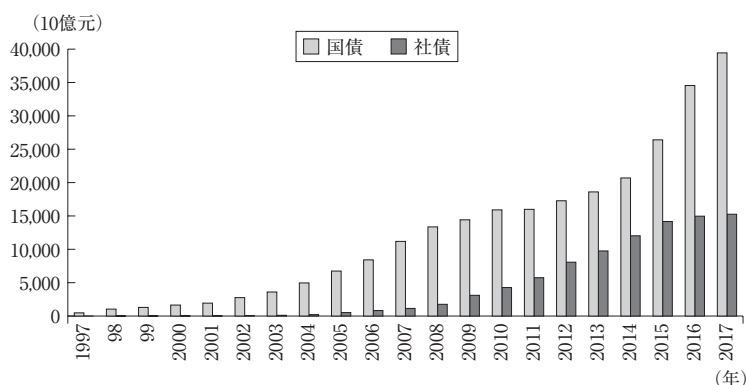
(2) 発行市場の概要

1997年の通貨危機以降、アジア債券市場は政策的なイニシアティブもあって急速に拡大したが、なかでも中国の拡大ぶりは目覚ましい（注28）。国債・社債の発行残高は1997年末から2016年末にかけてそれぞれ86.1倍と50.5倍となり、アジア債券市場の発行残高の約7割を占めるに至っている。2017年9月末の発行残高は54.7兆元（8兆2,211億ドル）であり、アメリカ・日本に次ぐ世界第3位の市場となっている。そのうち国債が39.4兆元（約5.9兆ドル）と全体の約72%を占める一方、社債は15.3兆元（2.3兆ドル）である（図表19-1）。

発行残高の対GDP比率は、2017年6月末に国債が47.4%、社債が18.9%となっている（図表19-2）。アジアの周辺諸国と比較すると、平均的な規模といえよう（図表20）。しかし、基軸通貨国であるアメリカの債券市場に比べると、その規模は大幅に小さい。国債・社債を合わせた発行残高は、アメリカの約5.5分の1にとどまっている（図表21）。

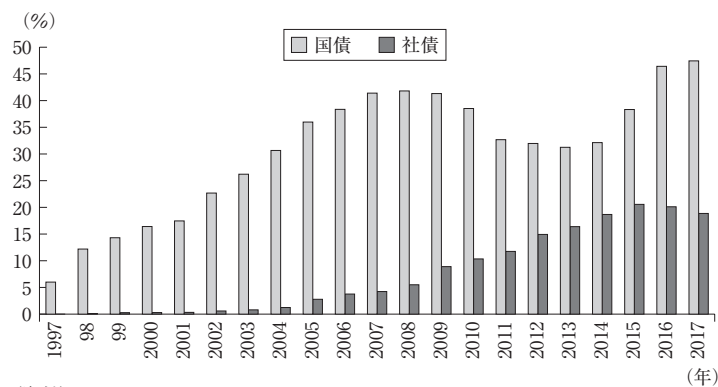
また、東アジアの国債市場の海外投資家保有比率が平均22%であるのに対して、資本取引規制が存在する中国は5%未満である。この点を考慮すれば、人民元建て金融資産の提供は明らかに不十分であるといえよう。

(図表19-1) 債券発行残高の推移



(資料) Asian Bonds Online
(注) 2017年は9月末。

(図表19-2) 債券発行残高の対GDP比率



(資料) Asian Bonds Online
(注) 2017年は6月末。

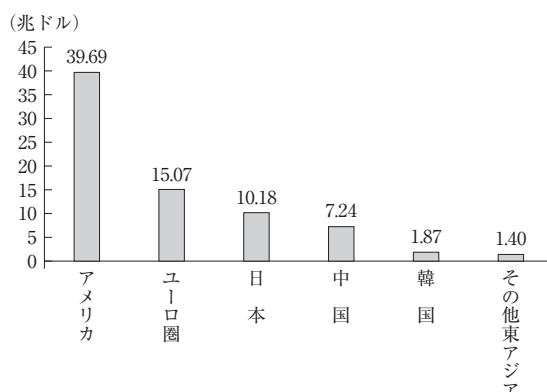
(図表20) アジア債券市場の発行残高の拡大状況 (対GDP比率)

	1997年末		2016年末		拡大率 (倍)	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債
中国	6.0	4.4	46.4	20.1	7.7	4.6
香港	7.4	17.9	42.8	30.8	5.8	1.7
インドネシア	0.8	2.4	15.1	2.5	18.9	1.0
韓国	11.4	38.1	51.8	74.4	4.5	2.0
マレーシア	18.0	35.0	51.5	43.4	2.9	1.2
フィリピン	18.2	0.0	27.5	6.2	1.5	—
シンガポール	14.7	12.1	47.1	34.2	3.2	2.8
タイ	7.6	3.0	55.3	20.3	7.3	6.8
ベトナム	0.3	0.0	21.1	1.0	70.3	—

	1995年末		2015年末		拡大率 (倍)	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債
インド	22.7	1.8	42.2	14.6	1.9	8.1
日本	61.3	24.2	199.4	15.8	3.3	0.7
アメリカ	71.8	79.6	105.3	117.1	1.5	1.5

(資料) インド・日本・アメリカはPark [2016]、他はAsian Bonds Online
(注) 97年に関して、中国の社債、インドネシアの国債、韓国の社債、マレーシア・フィリピンの国債・社債は、BISのデータによる。ベトナムは、2000年のAsian Bonds Onlineのデータによる。

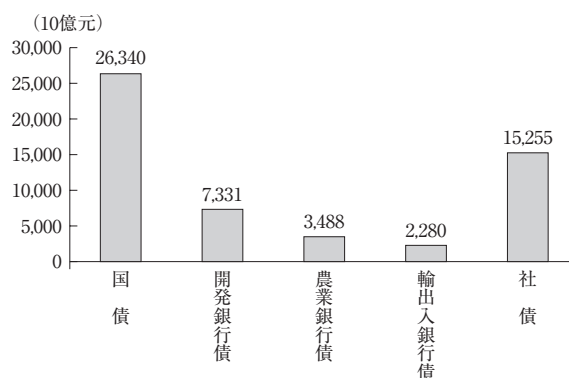
(図表21) 債券市場の規模



(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Sep. 2017, p.8.

国債（公共債）は、①中央政府債券（財政部が発行）、②貯蓄債券（個人向け、流通不可）、③中央銀行手形（現在は発行されていない）、④地方債（中央政府が代理発行する場合もある）、⑤政策銀行債（国家開発銀行・中国輸出入銀行・中国農業発展銀行が発行する）、に分かれる（図表22）。2015年1月に新しい予算法が施行され、地方政府による債券発行に関する規定が原則禁止から限定付き容認に転換された。調達資金は公共投資に充当できることが明記されている。新法の制定により、地方債の残高は急増している。

(図表22) 債券の種類別発行残高



(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2017
 (注) 2017年9月現在。国債には貯蓄債券・地方債を含む。

債券市場の規模を拡大して流動性を向上させ、機関投資家の投資意欲を高める観点からみれば、銘柄数は少ない方が望ましいと考えられる。実際、Ma [2016] では、公共債の統合について検討がなされている。

一方、社債には通常債券（国有企業を中心とする非上場企業が発行する企業債（enterprise bonds）、民間企業を中心とする上場企業が発行する公司債（exchange-traded bonds））のほか、MTN（中期手形）、CP、超短期CP、転換社債、ワラント債、私募債などがある。非居住者が国内で発行するパンダ債や中小企業専用の債券（3種類）もある。

さらに、香港を中心とするオフショア市場において人民元建て債券が発行されており、香港では点心債と呼ばれる（2009年に発行開始）。点心債の発行規模はピーク時の2014年でも2,257億元と国内市場の1%未満であり、近年は人民元の国際化の後退に伴って発行が急減している。

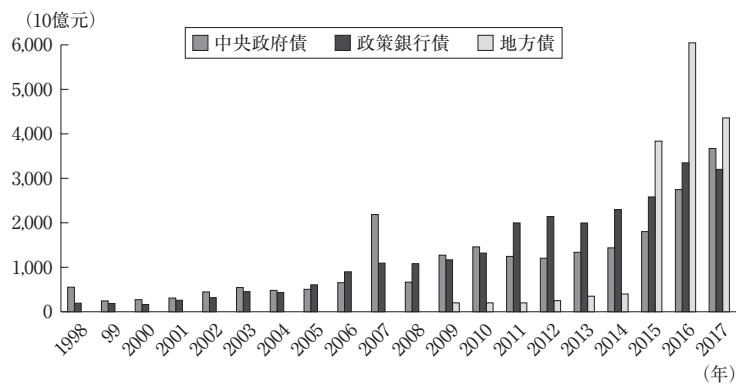
債券市場は、大銀行が中心的な役割を果たす銀行間市場、上場企業の債券が取引される取引所市場、個人投資家向けで実質的には銀行間市場の一部である店頭市場に分けられる。発行額、取引額のいずれ

についても、銀行間市場が圧倒的に大きな比重を占めている。

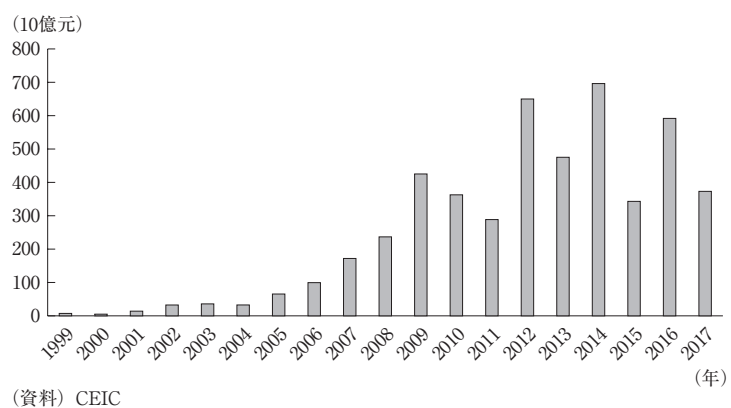
国債の発行額は積極的な財政政策を背景に着実に増加してきたが、とくに2015年以降急増しており、これが発行残高の対GDP比率の急上昇につながっている（図表23-1）。一方、社債に関してみると、2005年ごろから金融機関債や社債の発行が急増したが、これは発行認可手続きが緩和・簡略化されるとともに、商業銀行による普通債や劣後債、一般企業による短期融資債券（CP）、資産担保証券（ABS）などの発行が認められるようになったことによる。

近年、社債の発行額は大幅に増加したものの、変動が大きい。最近では長期金利の上昇を受けて発行が手控えられており（注29）、2017年の企業債（社債全体ではない）の発行額は前年比37%減の3,731億円となっている（図表23-2）。

（図表23-1）債券種類別の発行額

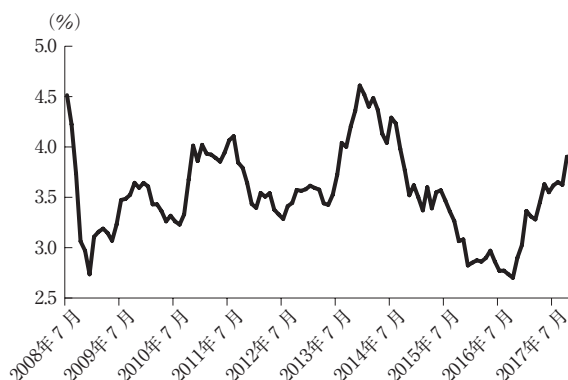


（図表23-2）企業債の発行額



10年物国債金利は2014～2016年まで低下が続いたが、その後、反転上昇している（図表24）。金利上昇の最大の原因は、政府が債務削減のために金融政策を引き締め気味に運営していることにある。金融引き締めは主に短期債に影響を与えるが、長期債にも一定の影響が及んでいる。長期金利は、経済成長見通しがやや明るくなったことによって上昇している面もある。一方、近年、先進国と途上国の長期金

(図表24) 10年物国債金利の推移



(資料) CEIC

利が海外投資家のリスク選好を通じて連動性を高めているが、中国の場合は海外投資家比率が低いため、アメリカの利上げがもたらしている影響は比較的小さいと考えられる。

2017年5月、ムーディーズは中国の長期格付け（自国通貨建ておよび外貨建て）をAa3（negative）からA1（stable）に引き下げた。これは、潜在成長率の低下や公的・民間債務の増加が続くことを懸念しているためであり、経済・金融面の構造改革が急務であることが指摘された。同年9月には、S&Pも中国の長期外貨建て格付けをAA-（negative）からA+（stable）に引き下げている。S&Pは、「与信の拡大は経済成長と資産価格の上昇に寄与したものの、金融安定をある程度損ない、経済・金融面のリスクを高めた」と説明している。これらの格付けの引き下げも、長期金利の上昇を促したとみられる。

次に、社債の主な発行体は、大規模な国有企業や商業銀行である（図表25）。発行残高上位30社の残高合計は5.6兆元と、全体の38.2%を占める。上位10社では3.6兆元となる。上位企業が占める比率は発行体となる大企業が少ないフィリピンやインドネシアなどに比べれば低く、発行体は比較的分散しているといえよう。一方、30社中23社が政府所有の企業であり、同じく14社は銀行となっている。バーゼル3の導入によって銀行規制がより厳しくなることから、期間のミスマッチを改善するために銀行による債券発行は増加することが予想される。

(図表25) 現地通貨建て社債発行残高上位10社

(10億元)

発行体	発行残高	国 有	上 場	業 種
China Railway	1,263.5	○	×	運 輸
State Grid Corp of China	437.1	○	×	公益事業
China National Petroleum	365.0	○	×	エネルギー
Agricultural Bank of China	260.0	○	○	銀 行
Bank of China	258.9	○	○	銀 行
Industrial and Commercial Bank of China	258.0	○	○	銀 行
China Construction Bank	212.0	○	○	銀 行
Industrial Bank	196.0	×	○	銀 行
Bank of Communications	194.0	×	○	銀 行
Shanghai Pudong Development Bank	184.6	×	○	銀 行

(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2016, p.71.
 (注) 2016年9月末現在。

債券の発行期間をみると、国債・社債とも10年超の比率が低いものの、5～10年の比率はある程度高い（図表26）。長期金融の確立という点では改善の余地があるが、アジアの中では平均的と考えられる。

（図表26）各国債券市場の期間構成（2016年末）

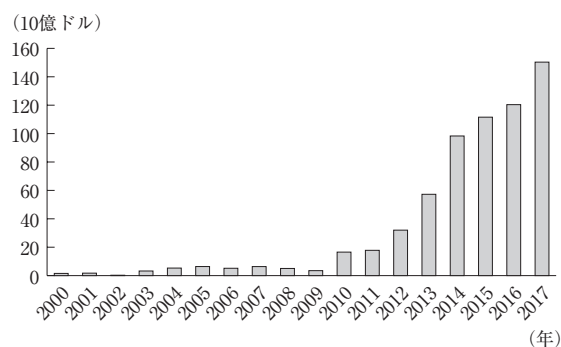
	国債				社債			
	1～3年	3～5年	5～10年	10年超	1～3年	3～5年	5～10年	10年超
中国	25.6	26.8	38.4	9.2	36.9	28.0	28.5	6.7
インドネシア	17.8	12.1	27.5	42.7	52.1	30.4	16.1	1.5
韓国	34.6	19.5	21.1	24.8	46.3	21.7	17.6	14.4
マレーシア	25.6	24.5	30.5	19.3	15.4	14.6	35.4	34.7
フィリピン	19.3	14.4	25.4	41.0	21.1	34.6	42.3	2.1
シンガポール	27.0	20.1	25.7	27.1	23.0	25.1	28.5	23.4
タイ	34.1	17.6	18.6	29.7	39.1	22.1	32.0	6.8
ベトナム	31.9	41.3	11.3	15.6	20.2	64.0	15.8	0.0

（資料）Asian Bonds Online

一方、社債の格付けに関しては、2010年～2015年9月の発行に関してAA格以上が99.9%（BB格以下の非適格が0.1%）であったという調査結果がある（注30）。アジアでは機関投資家が保守的であるためにA格以下の発行は総じて少ないが、中国は最も極端である。これは、発行体が国有企業に偏っていることに関連した現象であると思われる。

なお、中国企業による主要通貨建て債券発行が急増しており、2017年1～9月には1,509億ドルとなっている（図表27）。これらは為替リスクをヘッジしていないものが多いと思われ、金融安定に及ぼす影響に注意する必要がある。

（図表27）中国企業による主要通貨建て債券の発行額



（資料）Asian Bonds Online

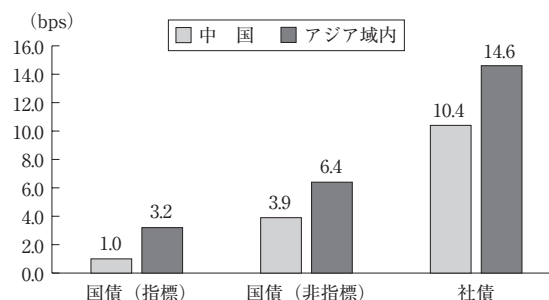
（注）2017年は9月まで。

（3）流通市場と機関投資家

A. 流通市場の流動性と機関投資家の状況

流通市場の流動性を示す売買スプレッドの平均値をみると、中国はアジアの平均よりも小さく、流動性が高いことが示されている（図表28-1）。市場規模と流動性には基本的に正の相関があると考えられ、中国市場の流動性が高いことは不自然ではない。しかし、やはり流動性を示す取引回転率をみると、中国の国債市場は日本の半分程度である。社債市場はアジアのなかでは高いが、絶対

（図表28-1）債券流通市場の売買スプレッドの平均値



（資料）Asian Development Bank, Asia Bond Monitor Nov.2017.

水準はそれほど高いとはいえない（図表28-2）。短期的には、金融引き締め傾向を受けて債券市場の取引回転率は低下しており、2017年1～9月に国債0.95回、社債0.3回となっている。

アジアの多くの社債市場では、通常、発行直後以外は流動性がなく、投資家が抱え込むために流通市場への供給が増加しない。市場で取引されるのは、AAA銘柄に限定される。各国において様々な対策が講じられているが、流動性の改善は難しい。中国でも、市場で取引される社債は国有企業のなかでも有名・優良で格付けが高い銘柄に限定されている。

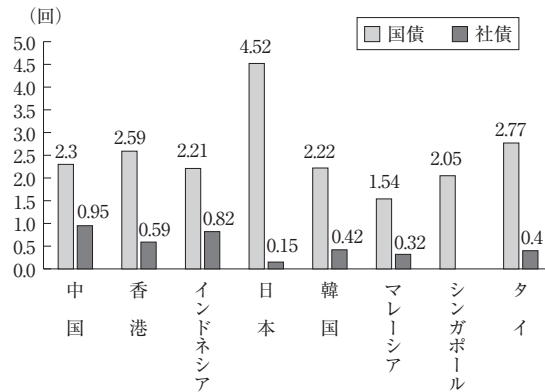
債券市場の流動性に関してアジア開発銀行が毎年行っている投資家サーベイの結果（2017年実施）をみると、中国は市場へのアクセス、外国為替規制、資金調達、税制に関して平均以下となっており、改善すべき点が多いと考えられる（図表29）。

また、流通市場にベンチマークとなるイールドカーブは存在するが、その正確性は疑わしい（注31）。これは、発行された債券の多くを銀行が抱え込むため、実際に流通する債券が限られていることによる。イールドカーブは比較的フラットであり、取引されるのは1～3年物が多く、5年以上は市場が薄いとみられる。イールドカーブを確立するためには、債券発行額を増やすことやマーケットメーカーにプライシングの透明性を促すことが必要である。

次に、債券市場の投資家構成は図表30-1、図表30-2の通りである。国債の投資家構成をみると銀行が大きな部分を占めているが、その比率は低下傾向にある。代わって比率を伸ばしているのは、投資信託などのファンド機関である。社債に関しても同様の傾向がみられ、銀行や保険会社の比率が低下する一方、ファンド機関の存在感が増している。国債市場の投資家構成は多様化しているとはいえ、大半を占める銀行は売買を活発に行う投資スタイルではないため、流通市場の流動性には改善の余地があると考えられる。また、規制上の配慮から、銀行はAA格以下の債券や無格付けの債券にはほとんど投資しない（注32）。

個人の資産配分は、2014年末時点で、現預金62.5%、理財商品15.3%、保険資産11.7%、株式8.7%、投資信託1.0%、債券0.6%となっている。現預金が圧倒的に多い一方、個人が債券に直接投資するケースはほとんどない。

（図表28-2）債券流通市場の取引回転率（2016年）



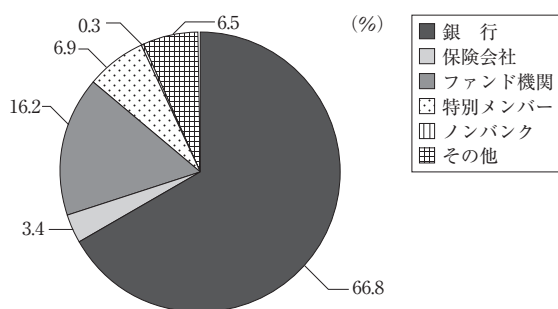
（資料）Asian Bonds Online
（注）シンガポールの社債はデータがない。

（図表29）流動性の決定要因に関する投資家サーベイの結果

	国債		社債	
	アジア	中国	アジア	中国
投資家の多様性	2.8	3.0	2.5	2.8
市場へのアクセス	3.2	3.0	3.0	3.0
外国為替規制	3.0	2.5	3.0	2.5
資金調達	2.9	2.8	2.8	2.8
税制	2.9	2.5	2.9	2.3
決済・保管	3.4	3.8	3.5	3.8
ヘッジング・メカニズム	2.6	3.0	2.0	2.3
透明性	3.2	3.3	3.0	3.3

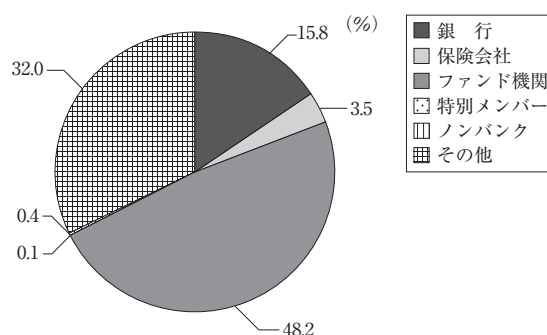
（資料）Asian Development Bank, Asia Bond Monitor Nov.2017.
（注）評価は1～4の4段階。数字が大きいほど優れていることを示す。

(図表30-1) 国債・政策銀行債の投資家構成



(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2017.
(注) 2017年9月現在。

(図表30-2) 社債の投資家構成



(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2017.
(注) 2017年9月現在。

前述の通り、機関投資家は発展途上にある。年金基金は、伝統的なノンバンク金融機関のなかで最も発展が遅れている。保険会社は、ようやく規模が拡大して活動が本格化した段階である。投資信託は理財商品に対する規制強化を受けて急速に拡大したが、依然として未成熟である。

年金基金としては、社会保障基金 (National Social Security Fund) が2000年に設立された。これは公的年金基金のバッファとなる制度であり、中国の年金システムにおける最大の機関投資家である。資産の40%以上を銀行預金・中央政府債・政策銀行債で運用しなければならず、地方債・社債は20%までに制限されている。また、資産の20%以上を国債としなければならない。

保険会社の運用はきわめて保守的である。2015年末に銀行預金と債券が56.2%を占め、株式および投資信託は15.2%、海外資産は1%未満であった。また、商業銀行債の最大の投資家となっている。株式および関連資産、不動産、オルタナティブ、海外資産への投資上限は、それぞれ総資産の30%、30%、25%、15%である。さらに、無担保社債や非金融企業の負債性商品への投資は、総資産の20%を上限とする。

資産運用業では、投資信託が約70%を占める。2014年末時点の構成比は、マネー・マーケット・ファンド48%、株式ファンド28%、混合ファンド15%、債券ファンド7%、などとなっている。

B. 銀行間レポ市場と債券市場 (注33)

金融政策の部分で述べた通り、銀行間市場におけるレポ取引 (債券の売買または担保差し入れを裏付けとする資金貸借取引) が重要な金融政策手段となりつつある。銀行間レポ市場の融資残高は約5兆元に達し、アメリカのレポ市場の3分の1程度の規模となっている。短期の資金調達や人民銀行の流動性調節において、レポ取引が大きな役割を果たしている。ここで用いられる債券は、90%以上が中央政府債または政策銀行債である。レポ取引における世界の主流は債券売買による方式 (classic repos) であるが、中国では担保差し入れによる方式 (pledged repos) が主流となっている。中国では、大手商業銀行や政策銀行が資金の主な出し手であり、取り手は中小銀行や資産運用業者 (asset managers) などである。

金融政策を行う市場としての性格が強まったことにより、中央銀行ならびに政策銀行の取引が著しく

拡大するとともに、レポ金利のボラティリティは大幅に低下した。これに伴い、2015年以降、レポ金利の安定を前提に、レポ取引による資金調達と債券購入を組み合わせた債券キャリー取引（購入した債券をレポ取引の担保に差し入れる）が急増した。

これにより債券取引が増加したが、この組み合わせ取引は長短金利差の変動によるリスクを伴っている。短期金利が上昇すればこのような取引はできなくなり、債券流通市場の流動性が低下するため、両市場の関係が強まった。2016年末にはレポ金利のボラティリティが高まり、長期金利が急騰する事態を招いている。

さらに、銀行間市場を経由せずにレポ取引と極めて類似した取引が行われており、その規模は正規の銀行間レポ取引の2倍に及ぶという。この取引では、正規の取引に比べて権利関係の不透明性などのリスクが大幅に高いと考えられる。

2016年12月には、このような非公式の取引が原因となって一部の業者が大きな含み損を抱えているという見方が強まり、正規の取引が行われる銀行間市場でも取引相手のリスクに対する見方が懐疑的になって取引が縮小した。大銀行による流動性の供給などの市場介入策によって混乱は短期で収まったが、人民銀行はこのようなリスクの高い取引の温床となったオーバーナイトのレポ取引を縮小し、より長期間のレポにシフトさせる取り組みを行うことになった。

以上は、短期資金調達手段の拡大が金融安定に対するリスクを増幅させた事例であり、非公式の取引も含めて規制監督を強化することが求められている。債券キャリー取引の一部は、理財商品の目標利回りを確保するために行われているという見方もある（注34）。また、結果的に、このような取引が債券流通市場の流動性の変動を増幅させることになったといえよう。

(4) 期待される多様な債券発行の拡大

A. 地方債

次に、債券市場の拡大や経済成長の支援に資すると考えられる多様な債券発行の拡大の可能性について述べる。

地方政府は、2014年までは中央政府の承認を得ずに予算内で資金を借り入れることができなかったため、地方政府融資平台（LGFVs：Local Government Financing Vehicles）を予算外で設置し、国有銀行やシャドーバンキングを通じた資金調達を行ってインフラ整備を推進してきた。

しかし、リーマン・ショック後の景気刺激策の実施に伴ってインフラ投資が急増したため、その収益性は次第に悪化し、地方財政の悪化を招くようになった。この問題に対し、政府は三つの方法で対処している。第1に、全体的な財政管理改革を実施すること、第2に、地方財政のルールを変更して地方債市場を整備すること、第3に、PPPの新たな規制枠組みを導入して新世代のPPPを促進すること、である。

2014年に予算法が改正され、地方政府は中央政府が設定する上限額の範囲内で資本支出の目的に限って借り入れ（地方債発行を含む）ができることになった。同時に、地方政府は厳しい情報開示義務と当局の監督に服することになった。また、地方政府融資平台が地方政府をファイナンスすることは禁止された。

地方債の発行によってファイナンスの透明性が高まるとともに、海外投資家を含む新たな投資家がファイナンスに参加することが期待される。また、インフラ整備は長期のプロジェクトであり、債券の発行を通じて長期資金によってファイナンスされることが望ましい。

ただし、地方財政の健全性を維持すべきことは当然であり、そのためには地方政府がインフラ投資の収益性やリスクを正しく理解し、個別の投資に関して正しい判断が行われることが前提となる。そのうえで、地方債は地方政府の信用リスクを正確に反映した格付けの付与やプライシングがなされなければならない。それによって、地方政府は自らの健全性を高めるインセンティブを持つことになる。したがって、地方政府の情報開示を改善することも不可欠である。また、中央政府が地方政府の自主性を尊重できるか否かも、重要なポイントとなろう。

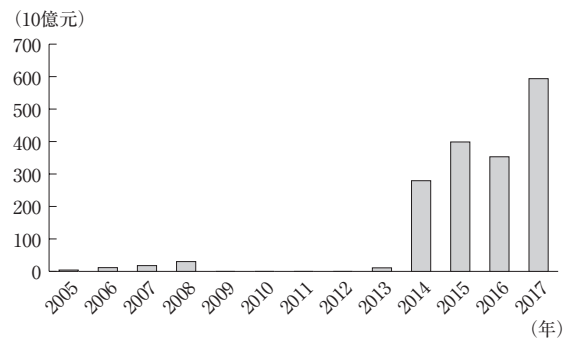
B. 証券化取引（注35）

証券化取引は、2005年に開始された。これは、中国でCAS（Credit Asset Securitization）と呼ばれる枠組みにより、銀行やノンバンクなどの金融機関が取引を行うものである。しかし、リーマン・ショック後の混乱を受け、新規発行は中止された。2012年の当局の通知により2013年からCASの枠組みによる試行プログラム（割当額は500億元）が再開され、銀行による融資債権の証券化や自動車販売金融会社による自動車ローンの証券化などが行われた。証券化の対象となっているのは、マイクロ・クレジット、売掛債権、リース収入、企業向け融資、住宅ローン、自動車ローンなどである。2015年5月の国務院通達により、割当額は5,000億元となった。

証券化取引の規模は、急速に拡大している。資産担保証券（ABS）の発行額は、2013年の109億元から2017年には5,937億元となった（図表31）。2017年6月末時点のABSの残高は、前年比30.1%増の1兆2,200億元であった。証券化取引全体では、2015年の発行額は6,020億元と2013年の30倍近くに拡大した。最近では、不動産規制の強化によって住宅ローンの証券化が減少する一方、自動車ローンの証券化が着実に増加している。

ただし、投資家は国内では銀行・保険会社・証券会社・投資信託に限定されており、また、海外投資家による投資は制限されている。海外からの投資を拡充するための制度改革が求められる。国内では、保険会社や資産運用会社への拡大が求められる。現状では知識不足のために証券化商品に投資する投資家は少なく、流通市場は存在しないに等しい。海外投資家は、BMWやフォードなどの外資系企業が発行した自動車ローンのABSにしか投資していない。市場の歴史が浅いため、投資が多様化するには時間がかかるとみられる。また、現状、非金融機関はABSP（Asset Backed Specific Plan）と呼ばれる枠組みで証券化を行っており、CASとABSPを統合してコミングリング（資金の混同）や真正売買の否認などの法的リスクへの対応を共通化することが課題となっている。このほか、ABSをレポ取引の適格担保とすることなども提案されている。

（図表31）資産担保証券（ABS）の発行額



（資料）CEIC

政府は、金融システムにおける債務削減の手段として証券化取引を活用することを奨励している。不良債権の証券化が典型的な方法であり、すでに行われているが、商品組成のプロセスが非効率的であるという市場関係者の指摘がある。当局と市場関係者の双方の努力による改善が求められる。

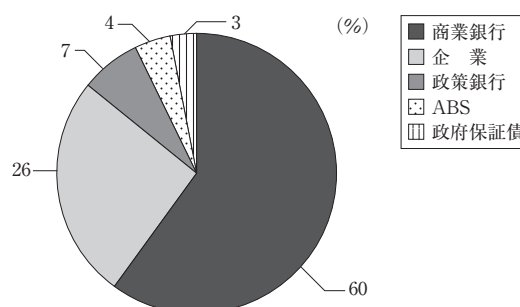
また、PPPプロジェクトのファイナンスを原資産とするABSの組成促進も提案されている。さらに、一帯一路構想において沿線諸国のインフラ・プロジェクトに関連した証券化取引を組成することも検討されている模様である。

C. グリーン・ボンド

グリーン・ボンド（環境債）とは、発行代金が気候変動の抑制や気候変動への適応に関連した用途に用いられることを明示した債券である。2007年ごろから国際機関を中心とした公的機関（欧州投資銀行（EIB）、国際金融公社（IFC）、世界銀行など）により発行されるようになり、2013年以降、企業や銀行も発行するようになった。発行額は2011年の30億ドルから2015年に480億ドル、2016年に950億ドル、2017年には1,555億ドルと急増している。

2016年以降、中国の発行体（主に上位国有銀行）が存在感を急速に高めている。その発行額は、2016年に229億ドル、2017年に225億ドル（2017年はアメリカに次ぎ世界第2位）であった。2017年の主な発行体は、中国開発銀行、北京銀行、中国工商銀行などであった（図表32）。中国は経済成長の代償として深刻な環境悪化に直面しており、それがグリーン・ボンドの発行急増の背景にある。国内だけでなく、海外からも投資家を導入することが不可欠となっている。

（図表32）中国のグリーン・ボンドの発行体



（資料）Climate Bonds Initiative [2018]
（注）対象期間は2014～2017年。

中国では2015年12月にグリーン・ボンドに関するガイドラインが発表されており、グリーン・プロジェクトに含まれるものとして、①エネルギー効率の改善、②汚染の防止、③資源保護・リサイクル、④クリーンな輸送、⑤クリーンなエネルギー、⑥環境保護・気候変動対応、の6分野があげられている。グリーン・ボンド市場の拡大は世界的な動きであり、中国のガイドラインが国際標準に沿ったものとなることによって海外からの投資が拡大することが期待される。

2016年8月には、人民銀行が主導し、7省庁が共同してグリーン・ファイナンスのシステムを確立するためのガイドラインが発表され、35の手段が提言されている。また、2017年6月には全国5カ所でグリーン・ファイナンスの試験区が指定されており、グリーン・ファイナンスは中国の開発戦略の一部となっている。グリーン・ボンドの発行を通じて、環境分野への投資意欲を高める民間部門の資金を呼び込むことが重要である。一帯一路戦略においても、グリーン・ファイナンスの活用が重要となろう。

D. パンダ債（注36）

パンダ債に関しては本稿の冒頭で述べたが、拡大が期待される債券の一つとして再述する。2015年秋

以降、海外の発行体に関する規制緩和により発行が急増している。

資本取引規制の存在を前提とすれば、パンダ債は発行代金を中国国内で利用する場合の資金調達方法としては点心債等のオフショア人民元建て債券よりも優れており、国内で事業を行う企業等に適している。また、市場環境によるが、オフショア債券に比較して発行条件が有利となる場合がある。一方、投資家に対しては、その他の方法ではアクセスが難しい発行体の債券を購入できる機会を提供する。

国内の豊富な貯蓄を背景にパンダ債市場の拡大余地は大きいですが、残された問題も多い。発行体として認められるのは、ソブリン・準ソブリンの機関や優良企業に限定されている。

また、発行枠組みが十分に確立しておらず、認可基準も不透明であり、今後の市場の成長は当局の判断次第という部分がある。例えば、登録制度が存在しないこと、中国語の書類しか認めていないこと、会計基準として認められるのは中国基準、香港基準、国際基準（IFRS）のみでありアメリカの報告基準が認められないこと（注37）、中国の格付け機関から少なくとも一つ以上の格付けを取得しなければならないこと、などの問題がある。売却・満期償還時の回金ルールが決まっておらず、ケース・バイ・ケースであることも障害となる。すべての発行体に適用されるガイドラインの策定が待たれる。

さらに、機関投資家の未成熟から期間の長い発行は困難であり、3年物は発行できるが5年物は容易ではない、といった状況がみられる。海外の機関投資家の投資を増やすことが、重要な役割を果たすと考えられる。

長期的には、中国の対外開放政策の柱の一つとなりうるものであり、パンダ債市場は大きく拡大する可能性がある。アメリカ・日本・オーストラリアにおける類似の市場（ヤンキー債、サムライ債、カンガルー債）の存在感は、それぞれの国内債券市場に比較してかなり大きなものとなっている。なお、パンダ債に関しても、一帯一路構想に関連した発行が増加する可能性があるだろう。

(5) 債券市場の対外開放

従来、海外投資家による国内債券市場への投資はQFIIやRQFIIの枠組みによる方法以外は認められておらず、制限的であった。しかし近年、人民元のSDR構成通貨バスケット入りの問題もあって人民元建ての資金運用手段を整備する必要に迫られたことから、対外開放が加速している。

2015年7月、人民銀行は海外の中央銀行・通貨当局・国際開発金融機関・政府系ファンドに対し、認可手続きや投資額の割り当てを伴わずに銀行間債券市場（CIBM）に投資することを認めた。これらの投資家は、人民銀行に登録（filing）すれば国内の債券決済業者を通じて無制限に投資ができることになった。

2016年2月には、この枠組みが適用される投資家の範囲が民間部門の幅広い機関投資家に拡大された。すなわち、商業銀行、保険会社、証券会社、資産運用会社およびその投資商品、年金基金などに加え、中長期の機関投資家であると人民銀行に認められた投資家であれば投資ができることになった。この枠組みは、Direct Access regimeあるいはCIBM Directと呼ばれる。ただし、人民銀行が短期的・投機的であると判断した投資家は認められない。投資家は、この枠組みとQFII・RQFIIを併用することができる。2017年2月には、海外の機関投資家が国内為替デリバティブ市場を債券投資のヘッジ目的で利用することを認めることも発表された。

2017年7月3日、銀行間債券市場と香港の債券市場を結ぶボンド・コネクトが開始され、当面は中国に対する投資（northbound trading）が行われることになった。債券決済業者を指名する必要がない、投資予定額を提示する必要もないなど、従来よりも投資手続きが簡略化され、従来は参加できなかった比較的小規模な金融機関も投資できるようになった。投資家は、国内での口座開設を伴うことなく、香港の決済システム（Hong Kong Central Money Markets Unit）を通じて中国債券市場に直接アクセスできる。

これにより、海外投資家による銀行間債券市場への投資が拡大することが期待される。リスクテイク意欲の強い投資家が拡大すれば、期間の長い債券が発行できるようになるなどの効果が期待される。もちろん、為替変動、格付け、リスクリターンバランスなどが投資の判断材料として重要であることはいうまでもない。また、将来的には取引所市場への投資も可能となる必要がある。

市場開放努力が評価され、中国の債券市場は2017年3月にBloomberg Barclays Global Aggregate + China IndexおよびCiti World Government Bond Index - Extendedに加えられることになった。ボンド・コネクトの開始により、さらに上位のインデックスに加わることが期待される。そうなれば、海外投資家による投資が飛躍的に増加する可能性があるだろう。ただし、ここでも、リスク・ヘッジの選択肢が限られることや、国内格付け機関による格付けが海外投資家から信認を得ていないことなどが障害となる可能性に注意する必要がある。

なお、株式市場では、2014年11月に上海・香港ストック・コネクト、2016年12月に深セン・香港ストック・コネクトが開始された。これらが貢献し、2018年6月より222銘柄のA株がMSCI新興市場インデックスに含まれることになった。ただし、株式市場に関しても、国内機関投資家の参加が少ないこと、株価に対する政府の多様な形での介入がたびたびみられること、A株の時価総額に占める民間企業の割合が約30%にとどまることなど、解決すべき問題は多い。

(6) 市場整備の課題

A. 流通市場の流動性の向上と債券市場の対外開放

以下、債券市場の現状を踏まえ、今後の課題を整理したい。前述の通り、人民元の国際化を目指すためには流動性の高い人民元建ての資金運用手段の存在が不可欠であり、債券市場の規模を一段と拡大する必要がある。また、銀行中心の金融システムを変革し、銀行と資本市場のバランスの取れた金融システムを構築して金融リスクを軽減するためにも、債券市場の拡大が有用である。

公共債の発行は財政健全性の観点を含めて考える必要があり、その拡大には慎重を期する必要があるが、流通市場の流動性を高めて実際に取引される債券を増やすことは、重要な対策と考えられる。そのためには、銘柄整理、マーケットメイクの強化、投資家ベースの多様化などに注力する必要があるだろう。また、デリバティブ市場の整備も重要であり、債券先物市場に銀行の直接参加を認めるなど、改善を図る必要がある。これらにより、ベンチマークとなるイールドカーブを確立することが重要である。

さらに、多様な債券が発行されているが、監督機関が異なるなど債券種類ごとに市場が分断されている。流通市場も銀行間市場と取引所市場に分かれ、銀行間市場には個人投資家が参加できないなどの制約がある。これらの問題に対処していくことも必要である。とくに、規制当局の管轄を整理することや

包括的な規制体系を整備することなどは、重要な課題といえよう。

次に、資本取引規制を緩和して海外投資家の参加を増やすことが不可欠である。この目的のためには、金利や為替レートを安定させることや市場の健全性に対する信認を高めることなどにも取り組まなければならない。債券キャリー取引のようなリスクの高い取引に関しては、金融システムの健全性を維持する観点から規制強化が求められよう。この点に関連し、レポ取引においては、国際標準ともいえる債券売買を前提としたクラシック・レポを普及させることが望ましいと考えられる。

B. 機関投資家の育成

債券市場の拡大を実現するためには、それを購入する投資家の存在が不可欠である。中国では、年金基金や保険会社の存在感が小さい。したがって、これらの機関投資家を育成・拡大し、投資技術の水準の向上を図ることが欠かせないといえよう。これにより、国内投資家の厚みを増すことができ、中国では少ない10年超の債券や低格付け債券の発行を増やすこと、取引回転率を上昇させること、対外開放によって海外投資家が増加した場合にも市場価格の安定を維持すること、などが可能になると考えられる。現在は、銀行が債券の発行体・投資家・仲介者として大きな役割を果たしているが、この状況を変化させるためにも機関投資家の拡大が重要である。

C. 社債の発行体の拡大

社債の発行体は国有企業や大銀行にほぼ限定されており、民間企業が社債発行残高に占める割合は約10%と経済活動におけるウエートを大幅に下回っている（注38）。これは、国有企業の規模が総じて大きいことも一因であるが、より大きな原因は国有企業の資金調達を優先する政策が長年続けられていることである。

社債の発行認可が政策目的に影響されることや、地方の非効率的なインフラ・プロジェクトの資金調達手段として利用されていることも指摘されている（注39）。このような市場に対する政府の介入を縮小するとともに、民間企業による社債発行を拡大することが大きな課題である。

また、地方債、証券化商品、グリーン・ボンド、パンダ債などの発行が伸びているが、これらの市場の健全な拡大を支援していくことも、債券市場に広がりをもたらすと同時に経済成長への貢献度を高めるために有効と考えられる。

D. 市場ルールの浸透

多くの投資家が、社債には暗黙の政府保証が付いていると考えている。実際、社債市場において初のデフォルトが発生したのは2014年であった。投資家は、企業の信用リスクを正しく認識する必要がある。デフォルトが起こるようになったことにより、投資家の認識は変わり始めているとみられる。

市場を健全な方向に向けるためには、企業の情報開示、社債の発行審査や発行手続き、格付けなどに関して透明性・信頼性を高めることが不可欠である。ほとんどの債券の格付けがAAAという現状では、格付けに対する信頼を確立することは難しいであろう。多様な投資家や発行体を取り込み、市場ルールを浸透させていくことが不可欠である。

(注28) 以下、債券市場に関するデータは、基本的にAsian Bonds Onlineによる。

(注29) 2017年12月28日付日本経済新聞9面「中国の金融市場 変調」を参照。

(注30) BIS Monetary and Economic Department [2016] による。

(注31) 以下はASIFMA [2017] p.33参照。

(注32) 以下の個人・機関投資家に関する記述は、Amariei et al. [2017] を参照した。

(注33) この項の記述は、Kendall and Lees [2017] に基づく。

(注34) 中田 [2017] によると、理財商品の運用業者の一部はこの取引によって利回りの引き上げを図っているという。

(注35) 中国の証券化取引に関しては、藤田 [2014] も参照されたい。

(注36) ASIFMA [2017] 等を参考にした。

(注37) みずほ銀行ならびに三菱東京UFJ銀行が3年物のパンダ債を1月16日に発行した（みずほ銀行が5億元、三菱東京UFJ銀行が10億元）。日本と中国の会計基準の違いに関しては、当局間の情報交換によって解決を図る模様である。

(注38) Borst and Lardy [2015] p.327による。

(注39) 五味 [2014] による。

7. おわりに：金融システムに求められる改革

最後に、若干の補足を交えつつ、本稿で述べたことをまとめたい。中国が掲げた人民元の国際化政策は、2014年以降、人民元が減価し、資本流出が加速したことから大きく後退した。当局は資本流出規制を強化し、為替レート政策に関しても自由化を後退させることによって対応した。その結果、資本流出は抑制され、為替レートや外貨準備も落ち着きを取り戻した。しかし、資本流出圧力は残存しており、当面は資本流出規制をある程度維持しつつ、金融システム改革やその他の構造改革を加速させる必要があると考えられる。

このような状況を反映し、人民元の国際化が再度勢いよく進む兆しはない。共産党支配の下では金融改革や政治改革を本格的に進めることは難しく、したがって人民元が他の準備通貨のような国際通貨を目指すことは難しいという見方もある。そもそも中国が目指しているのは「管理された国際通貨」であり、他の準備通貨とは異質なものである。

しかし、中国が異質な金融システムを貫徹することは想像しにくい。基本的には、資本取引自由化のシークエンスの考え方に従い、金融・為替政策や国内金融システムの整備（金利の自由化も含まれる）を実施したうえで、資本取引の自由化を進めるとともに海外における人民元の流動性を高める政策を実施することになる。現状は、資本取引規制・金融政策・為替政策のいずれに関しても、自由化がある程度進んだ状態にあると理解される。

国内金融システムには、金融抑圧（人為的低金利、政府・国有企業・国有銀行の密接な関係と政策的な融資）が根強く残っている。リーマン・ショック以降、これに大規模な金融緩和が加わり、金融システムの急拡大や複雑化、シャドバンキングの肥大化などが生じた。これらの要因が、過剰信用・過剰債務や資産価格バブルを生み出した。

中国の金融システムにおいては政府の影響力が大きく、「暗黙の保証」の存在によって金融リスク（信用リスク、市場リスクなど）が過小評価されている。その解消は既存の社会・経済システムを打破することを意味し、容易ではない。しかし、規制監督の強化による透明性の改善や企業倒産関連の法制度の整備などを図りつつ、次第に市場ベースの金融システムに向かうことが期待される。

そのための一つの手段として、資本市場の拡大があげられる。債券市場の整備は、以下の役割を果たす。①長期資金の運用手段の整備によって内外投資家の資金運用ニーズに応えるとともに、人民元の国

際化を支援する。②長期資金の調達手段の整備によって設備投資やインフラ整備を促し、経済成長に貢献する。③銀行中心の金融システムを変革し、金融リスクの分散やコストの低下をもたらす。

これらを実現するための債券市場整備の課題は、以下の通りである。①市場流動性の向上を図るための多様な政策を実施するとともに、資本取引規制の緩和により海外投資家の参加を促す。これに関連して、金利・為替レートの安定や市場健全性の維持に注力することも必要である。②機関投資家を育成し、よりリスクの高い債券の発行や市場流動性の向上を促す。③社債の発行体に関する政府介入を縮小し、民間企業・中小企業の発行を促す。また、証券化商品やグリーン・ボンドなど、多様な債券の市場の健全な拡大を支援する。④社債の発行体の透明性を高め、暗黙の保証を解消する。

債券市場の整備によって銀行中心の金融システムが変化し、市場ルールの浸透が進むことが期待されるが、そのためには債券市場が透明性を確保することが不可欠であることはいうまでもない。

政府・国有企業・国有銀行の密接な結び付きや暗黙の保証などを縮小し、市場ベースの金融システムを拡大して資本取引を自由化することは、人民元の国際化の推進や中国経済の一層の発展のために欠かせない。そのために、債券市場の整備やその対外開放が貢献することが期待される。

(2018. 2. 6)

参考文献

- ・五味佑子 [2014]. 「中国の社債市場の現状と展望」 国際通貨研究所、9月24日
- ・清水聡 [2015]. 「進展する人民元の国際化と今後の展望—資本取引の自由化との関係—」 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』 Vol.15 No.57
- ・清水聡 [2017a]. 「中国における金融リスクの増大と求められる対応—資本取引の自由化や人民元の国際化に向けた展望—」 日本総合研究所『JRIレビュー』 Vol.4 No.43
- ・清水聡 [2017b]. 「中国からの資本流出の抑制には経済構造改革が不可欠」 日本総合研究所『アジア・マンスリー』 Vol.17 No.194、5月1日
- ・朱寧 [2017]. 『中国バブルはなぜつぶれないのか』 日本経済新聞出版社
- ・関辰一 [2017]. 「なぜ中国はICOを全面禁止に」 Fuji Sankei Business i、10月23日
- ・露口洋介 [2016]. 「中国の銀行部門改革の現状と展望」『世界経済評論』 11月12日号
- ・中田理恵 [2017]. 「中国：当局が懸念する理財商品の新たな問題—債券市場でのレバレッジ拡大と不良債権のオフバランス化への懸念—」 大和総研、3月7日
- ・野村資本市場研究所 [2009]. 「中国の人民元国際化に向けた動きに関する調査」 財務省委託調査、12月
- ・藤田哲雄 [2014]. 「中国における証券化市場の再開と今後の課題」 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』 Vol.14 No.53
- ・Amariei, Cosmina, Willem Pieter de Groen and Diego Valiante [2017]. “Improving the Investor Base for Local Currency Bond Markets in China, India and Indonesia”, Center for European Policy Studies.

- Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, various issues.
- ASIFMA (Asia Securities Industry and Financial Markets Association) [2017]. “China’s Capital Markets : Navigating the Road Ahead”, March.
- BIS Monetary and Economic Department [2016]. “A spare tire for capital markets: Fostering corporate bond markets in Asia”, BIS Papers No.85, June.
- Borst, Nicholas and Lardy, Nicholas R. [2015]. “The People’s Republic of China : Maintaining Financial Stability amidst Financial Liberalization,” in Marcus Noland and Donghyun Park ed. *From Stress to Growth : Strengthening Asia’s Financial Systems in a Post-Crisis World*, A Copublication of the Asian Development Bank and Peterson Institute for International Economics.
- Climate Bonds Initiative [2018]. “Facilitating Cross-Border Capital Flows to Grow the China Green Bond Market”.
- Cohen, Benjamin J. [2017]. “Renminbi Internationalization : A Conflict of Statecrafts”, Chatham House Research Paper, March.
- Deutsche Bank [2016]. “Investing in China’s Bond Market : An Overview for Global Investors”, July.
- Huang, Yiping, Daili Wang and Fan Gang [2015]. “Paths to a Reserve Currency: Renminbi Internationalization and Its Implications,” in Barry Eichengreen and Masahiro Kawai ed. *Renminbi Internationalization : Achievements, Prospects, and Challenges*, Asian Development Bank Institute.
- IMF [2017a]. “People’s Republic of China : Staff Report for the 2017 Article IV Consultation”, IMF Country Report No.17/247, August.
- IMF [2017b]. “People’s Republic of China : Selected Issues”, IMF Country Report No.17/248, August.
- IMF [2017c]. “People’s Republic of China : Financial System Stability Assessment,” October.
- Kawai, Masahiro and Li-Gang Liu [2015]. “Trilemma Challenges for the People’s Republic of China,” ADBI Working Paper Series No.513, February.
- Kendall, Ross and Jonathan Lees [2017]. “The Chinese Interbank Repo Market”, Reserve Bank of Australia Bulletin, June Quarter.
- Ma, Guonan [2016]. “Can the Chinese Bond Market Support a Potential Global Renminbi?” in Overholt, William H., Guonan Ma and Cheung Kwok Law ed. *Renminbi Rising : A New Global Monetary System Emerges*, Wiley India Pvt. Limited.
- Park, C. [2016]. “Developing Local Currency Bond Markets in Asia”, ADB Economics Working Paper Series No.495, August.
- Renmin University of China [2017]. “RMB Internationalization Report 2017,” July.
- Standard Chartered Bank [2017]. “Offshore Renminbi – Regaining its footing,” Nov.7.
- Subacchi, Paola [2017]. *The People’s Money – How China is Building a Global Currency*, Columbia University Press.

-
- SWIFT [2017]. “RMB Tracker,” Special Edition, July.
 - Yu, Yongding [2017a]. “China’s misguided exchange-rate machinations”, Nikkei Asian Review, Aug.26.
 - Yu, Yongding [2017b]. “Why China’s Capital-Account Liberalization Has Stalled”, Project Syndicate, Oct.31.