

構造調整に直面する中国の金融経済と国際金融政策の展開*

— 軋む金融経済システムと対外収支の悪化の中で —

鳥谷 一生*

2015年夏、中国経済は株価暴落に見舞われた。また、2005年7月の為替相場制度改革以来、この間一貫して上昇続けてきた人民元為替相場も下落に転じた。2013年以降、地方都市から不動産バブルが徐々に弾けてきた中国経済にとり、事態は容易ならぬ局面に差し掛かっているといわねばならない。本論文では、「新常态」とも形容される中国経済について、国有企業を軸に明らかにする共に、金融「自由化」と人民元「国際化」を両輪とする経済政策の目標と現実について検討し、併せてAIIBをはじめとする中国の世界経済戦略についても考察する。

キーワード：中国経済、バブル経済崩壊、金融自由化、人民元国際化、AIIB

- I はじめに
- II 投資主導型経済の行き詰まりと軋む金融経済システム
 - (1) 投資主導型経済と国有企業
 - (2) 管理された変動相場制度・規制金利下の過剰流動性と不動産・株式バブルの崩壊
 - (3) 国有企業中心の蓄積体制下における金利「自由化」の限界
- III 困難が待ち受ける変動相場制への移行と人民元「国際化」
 - (1) 変調を来した国際収支と人民銀行のバランス・シート

* 京都女子大学 現代社会学部

(2) 人民元「国際化」の現状と AIIB — 中国の国際通貨金融戦略 —

IV 中国経済の危機とグローバル経済 — 結びにかえて —

I はじめに

2005年7月、固定為替相場制度から管理された変動相場制へ移行してから丁度10年が経過する中国は、この夏株式大暴落に見舞われた。

周知の通り、2001年末のWTO加盟を契機に、輸出主導をもって二桁台の高度経済成長を疾駆してきた中国は、2008年のアメリカ発世界金融危機によって、対欧米輸出で大打撃を受けた。これに対し、中国政府は、従前の高度経済成長路線を追従すべく、4兆元（約60兆円）にも及ぶ公共事業中心の景気刺激策を打ち出した。かくて、中国全土で槌音が響き、二桁台の高度成長に復帰した¹⁾。

もっとも、2012年ともなると経済成長率は再び鈍化し、2013年には不動産バブルも各地で綻び始めた。好転しない経済情勢を受け、中国政府は、2014年11月上海株式市場と香港株式市場との相互交流を掲げた「沪港通」を実施し、これを契機に上海株式市場株価が上昇を開始した。だが、实体经济の回復と結びつかない株価高騰は単にバブルでしかない。しかも、2015年ともなると、中国は国際収支においても大規模な資金流出に直面してきた。

こうした中、2015年3月、全国人民代表大会において、習近平主席は「新常态（New Normal）」を謳いあげ、高度経済成長時代の

終焉を宣言した。それから凡そ3ヶ月が経過した段階で、突如勃発した株価崩落である。今や完全に露呈した過剰投資・過剰債務は、経済構造調整問題として中国経済に重く押し掛かり、今後金融経済システムに深刻な軋みを生じさせることは必至である。バブルで膨らんだ国内債務と対外債務残高をもって、中国マクロ経済の持続可能性に疑念を呈する見解もある程である。

ところで、中国は2009年6月以降、人民元「国際化」策を打ち上げ、2020年実現に向けて、国際的金融資本取引及び為替取引の「自由化」を進めると共に、その条件ともいべき金融「自由化」措置を講じてきた。また2013年11月には、習近平指導部が打ち出した「一帯一路」の新世界経済戦略において、中国を最大の出資国とするアジア・インフラ投資銀行（Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB）の設立が発表され、2015年6月にはロシア・ブラジル等新興経済諸国のみならず、イギリス・ドイツ・フランス等西欧諸国も参加して調印式が開催された。

だが、上記の通り、中国のマクロ経済実績は、大きく変わってしまった。「世界の工場」、「世界の消費市場」として、今やGDP世界第二位となった中国経済の構造調整問題、それは金融「自由化」と人民元「国際化」という中国の経済政策と戦略にいかん影響を与えつつ、世界経済における中国の立ち位置に変化を与えることになるのであろうか。もっとも、この種の問題を考える場合、中国が一党独裁下の「社会主義的市場経済」にあって、その

産業構造の中核に国有企業が座っていることを忘れる訳にはいかない²⁾。後に見る通り、リーマン・ショック後の中国経済の展開と帰結も、こうした政治経済体制下の産業構造と深く結び付いているのである。本稿が、中国の金融「自由化」と人民元「国際化」を政治経済学的に検討していこうとする理由も、正にここにある。

そこで本稿は、上記の課題に応えるべく、今日の中国経済について次の段取りでアプローチしていく。まずは、中国の産業構造における国有企業の位置を確認する。次に、国有企業優位の産業構造と通貨金融システムとの関係について分析を行う。その上で、バブル崩壊後の人民元「国際化」の現状について

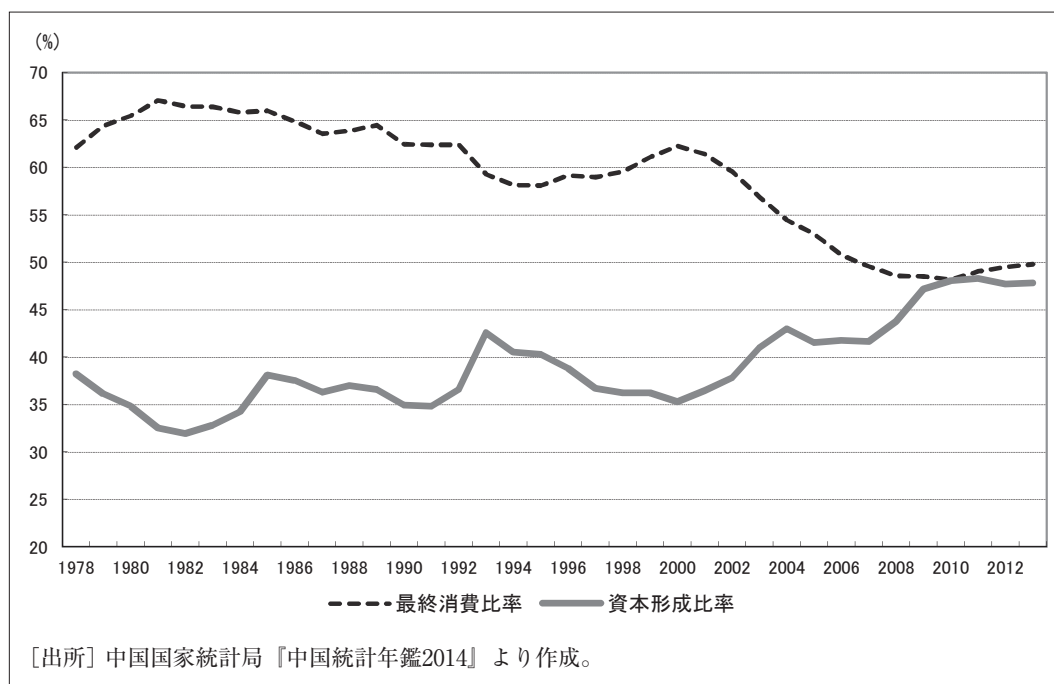
評価を行い、併せて AIIB 構想の背景に控える中国の世界経済戦略についても検討して行きたい。

II 投資主導型経済の行き詰まりと軋む金融経済システム

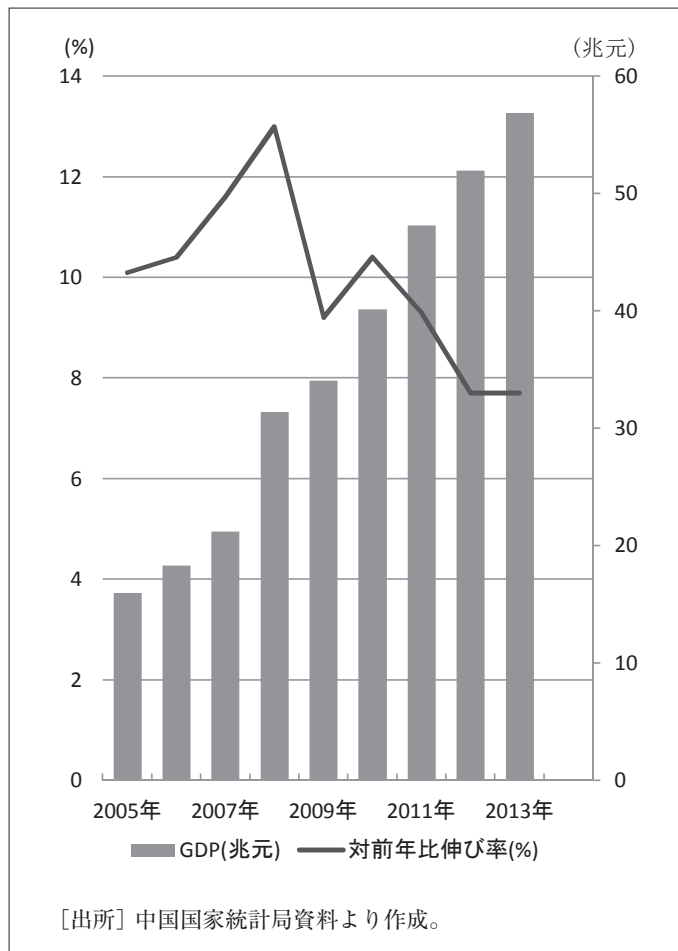
(1) 投資主導型経済と国有企業

i. 失速する投資主導型経済

上記の通り、世界金融危機後の4兆元の景気刺激策を契機に、中国経済は外需依存から内需依存への構造転換を図ろうとしてきた。しかし、第1図に示される通り、そのことは投資主導型経済の構造を一層強めることになったといわねばならない。支出面でみた国民所得における投資比率は、1990年代の30%



第1図 中国経済の消費/投資バランス



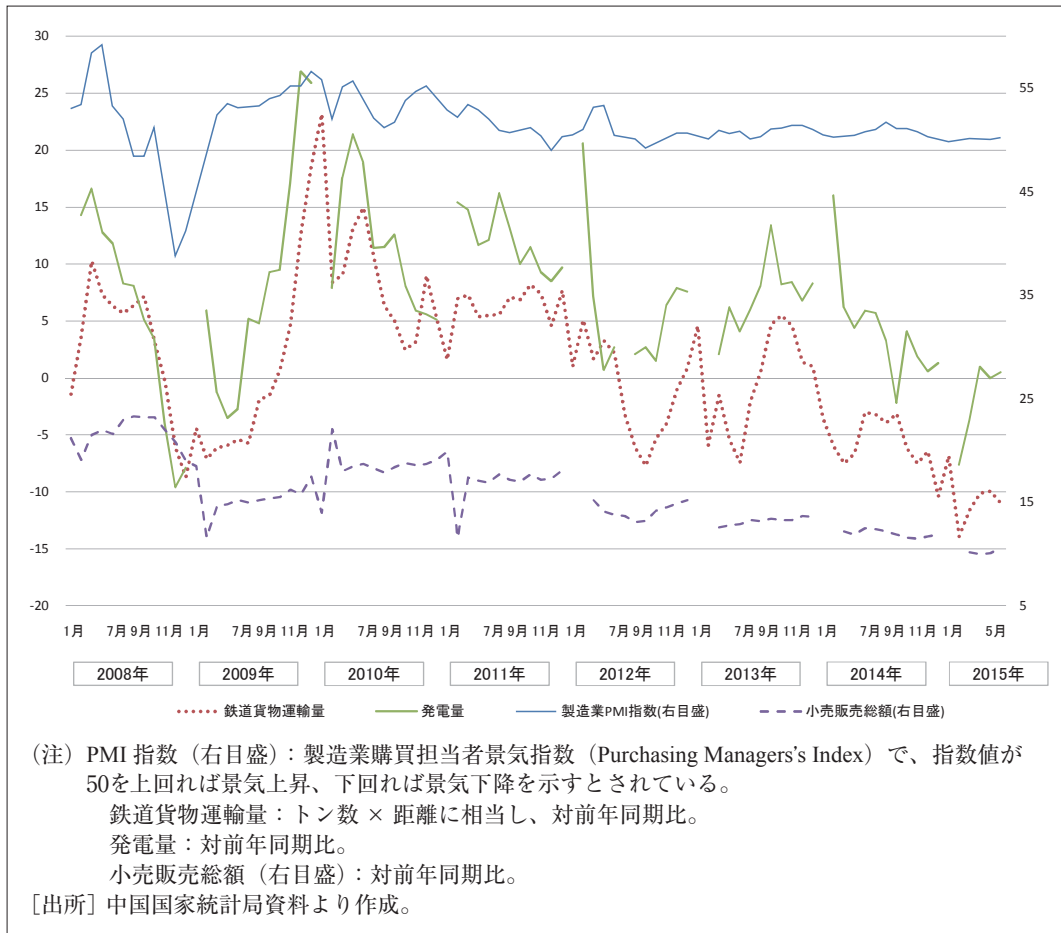
第2図 GDP 推移と経済成長率

台から2000年代には40%台に上昇し、リーマン危機後の2009年ともなれば47%を超えるようになった。そうした投資主導型経済運営の現れが、北京・上海・武漢・広州・天津等の全国主要都市を結ぶ高速鉄道網の施設工事であり、各省の省都ひいては内陸部の中小都市に至るまで全国で槌音が響き渡るようになった不動産開発投資である。

しかし、第2図に記されている通り、2008年のリーマン・ショックまで二桁台を計上し

ていた名目経済成長率は、2013年・2014年と7.6%にまで低下し、最早かつての勢いは失われてしまった³⁾。もっとも、李克強首相自身「電力消費、鉄道貨物、金融貸出」—いわゆる李克強インデックス—をもって、GDPの推移を確認すると言及した程、中国政府が発表するGDP数値には予てより疑念が呈されてもいる。

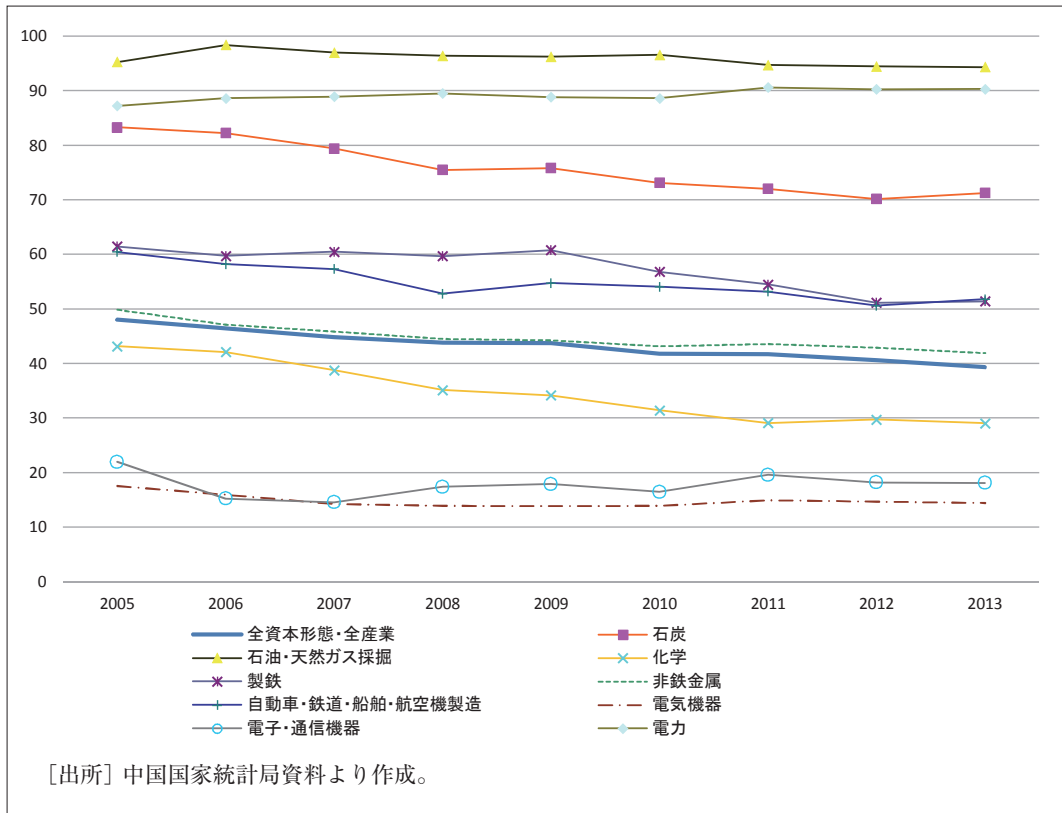
そこで第3図では、中国経済の現状をより明瞭に示すべく、2008年以降のPMI、鉄道貨



第3図 中国の経済実体 (2008年-2015年)

物運輸量、発電量、全国小売総額の推移ついで示した。リーマン・ショックを契機に、いずれの数値とも正に釣瓶落としの様相である。その後、4兆元規模の景気浮揚策もあって、これら一連の数値はいずれも回復するが、2012年以降、改めて右下がりに転じている。少し数字を拾えば、PMIは2012年8月・9月の両月に50を下回り、その後再び50を上回るも、最早2010年~2011年のような勢いはなく、2015年1月・2月には再び指数50を切るに

至っている。鉄道貨物量もほぼ同じ傾向を示し、2012年後半、対年比でマイナスを示し、2013年には一時持ち直すも、2014年初以降直近まで、対前年比でマイナスが続いている。発電量については、2013年まで対前年比で大きな伸びを示していたが、2014年以降、伸び率も低下し、春節も影響しているかもしれないが、2015年2月・3月は対前年比マイナスに転じている。全国小売販売額は、依然として二桁台の高い伸び率を示しているとはいえ、

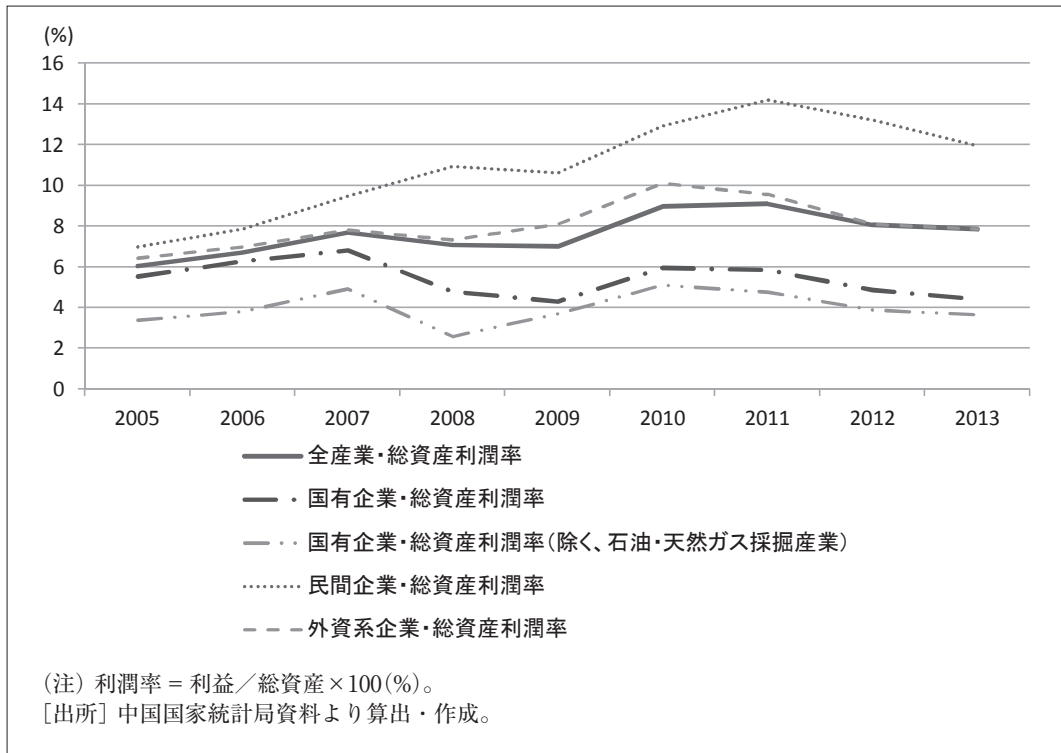


第4図 工業部門総資産に占める国有企業のシェア

リーマン・ショック前20%台の伸び率を示していたことに比せば、隔世の感がある。これら数値から、景気浮揚策の効果も2012年後半には陰りが見え始め、2014年ともなる中国経済が明らかに再び右下がりになったということが読み取れよう。

ii. 投資導型経済の中核に位置する国有企業
 ところで、40年に及ぼうとする「改革・開放」の道程において、一貫して掲げられている大きな政策課題が国有企業改革である⁴⁾。その国有企業が、今日でも中国の各製造業種においてどれだけのウェイトを有するのか、資産評価の観点からみたものが、第4図であ

る。直近の数字でいえば、国有企業の比率は、全産業平均で40%台である⁵⁾。この水準より高い国有企業比率を示しているのは、上位から石油・天然ガス採掘、電力、石炭、製鉄、自動車・鉄道・船舶・航空機製造企業であった。これに対し、国有企業比率が平均より低いのは、化学、電子・通信機器製造、電気機器であった。後者は、いわゆる外資比率が高い製造業種ではあるが、日産との合弁会社を傘下に置く東風汽車、トヨタやフォルクスワーゲンとの合弁企業を傘下に置く中国第一汽車というように、自動車・鉄道・船舶・航空機製造企業には、外資系企業との合弁会社

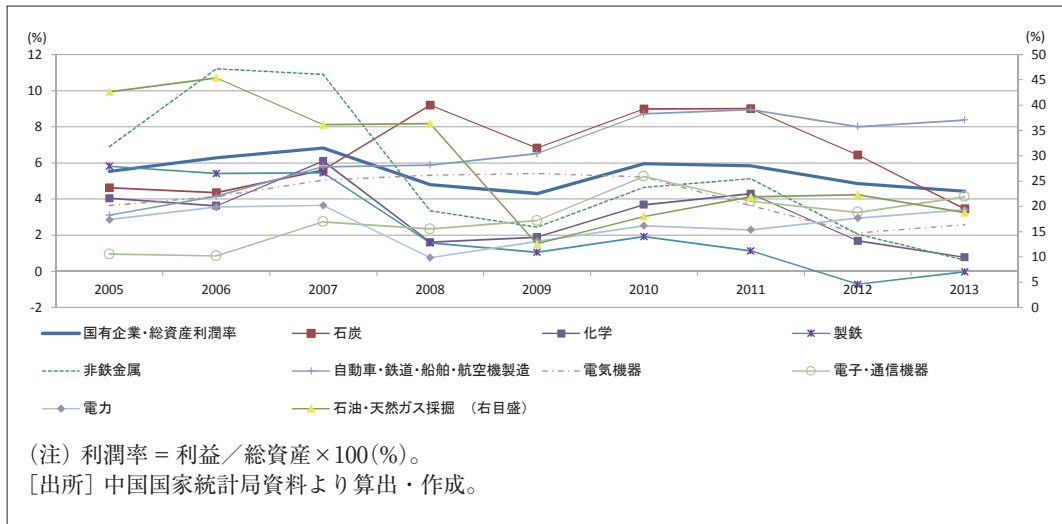


第5図 中国製造業企業の利潤率

もグループ企業に擁する「央企」—国務院直轄の国営企業—も存在するとはいえ、正にエネルギー・素材産業に始まる「経済の管制高地」において、国有企業の比率が一段と高いことが窺えよう。つまり、国有企業群が、相変わらず投資主導型経済の中核に位置することに留意しなければならない⁶⁾。

ところが、リーマン・ショックを契機とする経済環境の激変は、国有企業の経営を直撃した。第5図に示される通り、民間企業及び外資系企業の利潤率が、各々12~14%、8~10%の水準にあるのに対し、いわば稼ぎ頭の石油・天然ガス採掘企業を含めた場合の国有企業の利潤率で6%以下、同企業群を外

した場合の国有企業平均の利潤率は4%前後水準にまで低下してしまった。国有企業の利潤率の低さは一目瞭然である。この点を国有企業の製造業種別にみたものが、次の第6図であり、かなり衝撃的である。石油・天然ガス採掘企業を含めた場合の国有企業の利潤率で6%以下であることに変わりはないが、2012年以降、非鉄金属の利潤率は2%を下回り、2013年で0.6%、製鉄業に至っては2012年と2013年マイナスの利潤率、石炭、電気機器、電子・通信機器、電力でも3~4%であり、いわば資産計上されている過剰設備を抱えて総崩れの経営状態であることが推察できる⁷⁾。これに対し、2013年においても、辛う



第6図 国営企業の利潤率（製造業種別）

じて利益を弾き出しているのが、自動車・鉄道・船舶・航空機製造の8%、石油・天然ガス採掘で20%前後である。前者には、2015年4月合併が認められた高速鉄道製造会社・中国北車と南車が含まれるし、後者には「央企」である中国石油化工集团公司（Sinopec, China Petrochemical Corporation, シノベック）、中国石油天然气集团公司（CNPC, China National Petroleum Corporation, ペトロチャイナ）、中国海洋石油总公司（CNOOC, China National Offshore Oil Corporation）が含まれる。比較的高い利潤率を弾き出す国有企業の優等生が、今や国有企業全体のいわば命綱にもなっているといえよう。

しかし、そうした国有企業群も、不動産バブルが弾け、次には株式バブルが弾けたとなれば、厳しい内需の落ち込みに直面することは最早避けられない。実際、上海及び深圳の株式市場に上場している2800社の2015年上半

期中間決算を精査した報道によれば、純利益は1兆4175億元であるが、その内赤字企業は全体の16%で、鉄鋼・石炭等の地方国有企業が大半を占めたという⁸⁾。事態は、国有企業の死活問題であるといつてよい。

そこで、こうした国有企業を取り巻く経営環境と不動産・株式バブルがいかに関わり、中国の金融経済システムに深刻な軋みを生み出しているか、次にみてみよう。

(2) 管理された変動相場制度・規制金利下の過剰流動性と不動産・株式バブルの崩壊

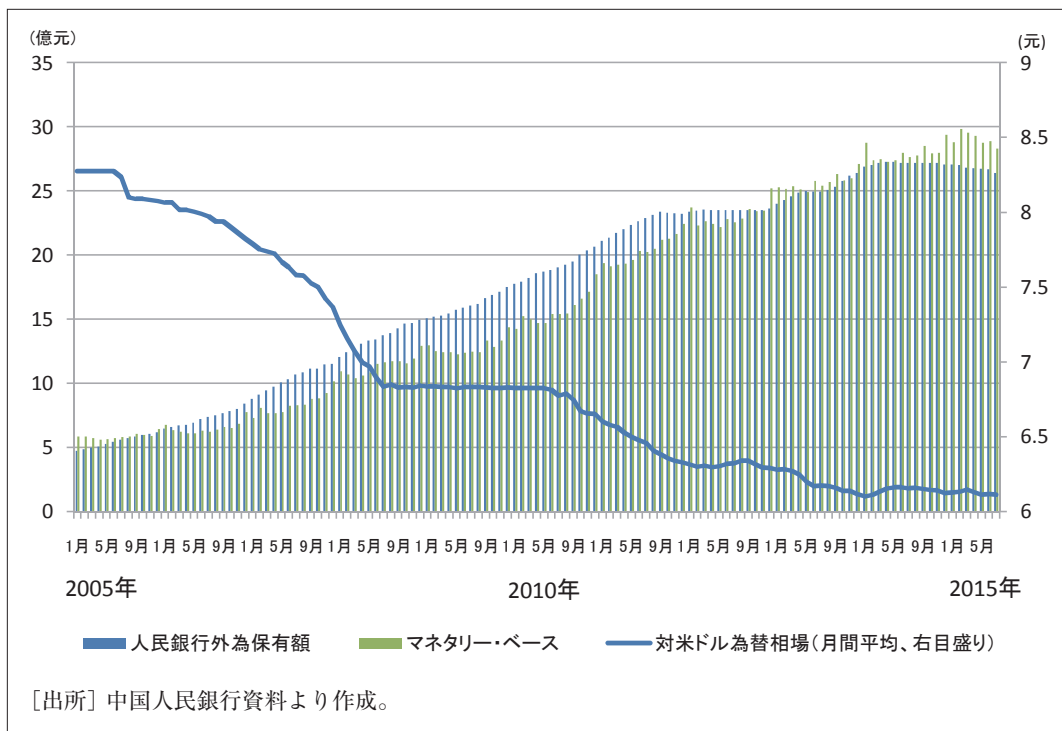
i. 管理された変動相場制と過剰流動性

金融経済システムにおける問題の根源には、対米ドル為替相場制度の在り方が控えている。2005年7月、中国は従来の固定為替相場制度からバスケット通貨制を参照とした管理された変動相場制へと移行した。もっとも、バスケット通貨制とはいっても、中国の対外決済

取引の基本は米ドル建である。そのため人民銀行は、毎朝10時にその日の対米ドル基準為替相場を公表し、その上下変動枠内で為替相場が収まるよう、もっぱら対米ドル為替相場を睨みつつ市場に介入してきた。その結果人民銀行は、巨額の米ドル建外為を保有することになった。

ところで、こうした為替市場介入による外為保有の裏面は、国内での人民元建流動性供給である。第7図に示されている通り、激増する外為と歩調を合わせる形で、国内のマネタリー・ベースも大きく膨張してきた。少し数字を拾えば、2005年7月5兆6346億ドルであった外為保有額は、2015年7月26兆4069億

元へ、マネタリー・ベースも5兆8271億元から28兆3173億元へと増大している。各々4.68倍、4.86倍の膨張であり、このことは対国内のマネタリー・ベース供給にあたっての発券担保のほとんどが、為替市場介入によって得られた外為ということの意味する。つまり、中国国内流動性供給の背後に控えるのは米ドルということである。この現実をみる限り、人民元を米ドルに代位する国際通貨に仕立てる戦略が、一体何処から出てくるものであるのか、そもそもから理解に苦しむところである。現状をみる限り、中国は「米ドル為替本位制」というべき通貨体制にある。そしてかかる通貨体制の下、国内は過剰流動性が溢れ



第7図 人民銀行の外為保有額とマネタリー・ベース、人民元の対ドル為替相場

返り、次にそれが国内経済の資源配分に大きな歪みを齎して行ったのである。

ii. 規制金利下の過剰流動性

既に別の箇所でも論じた通り⁹⁾、過去・現在・未来を繋ぐ時間軸において、管理通貨制の下、貨幣価値の安定性が失われるとすれば、貨幣の将来価格たる利子率は、インフレ率を考慮したその実質水準が問われることになり、名目金利は大きく上昇せざるをえない。そうした名目金利の上昇を預金・貸付の両面において枠を嵌める政策制度が規制金利である。これに対し、例えば商業銀行に預金を寄託する資金余剰主体は、その資産価値の目減りを回避すべく、名目預金金利よりも一段と高い利回りを謳う金融商品へと資金を移動させて運用とするであろう。その結果、間接金融の主体たる商業銀行から資金が流出し、自由金利下の株式・債券を手段とした直接金融へと金融仲介の在り方が転換していく。いわゆる‘金融のディスインターメディエーション’といわれる事態がこれである。

もともと、不動産と株式のバブル、いずれも、投資主導型経済構造の中核に位置しながら、厳しい経営環境に直面する国有企業群を背景に発生してきたといわねばならない。各々みておこう。

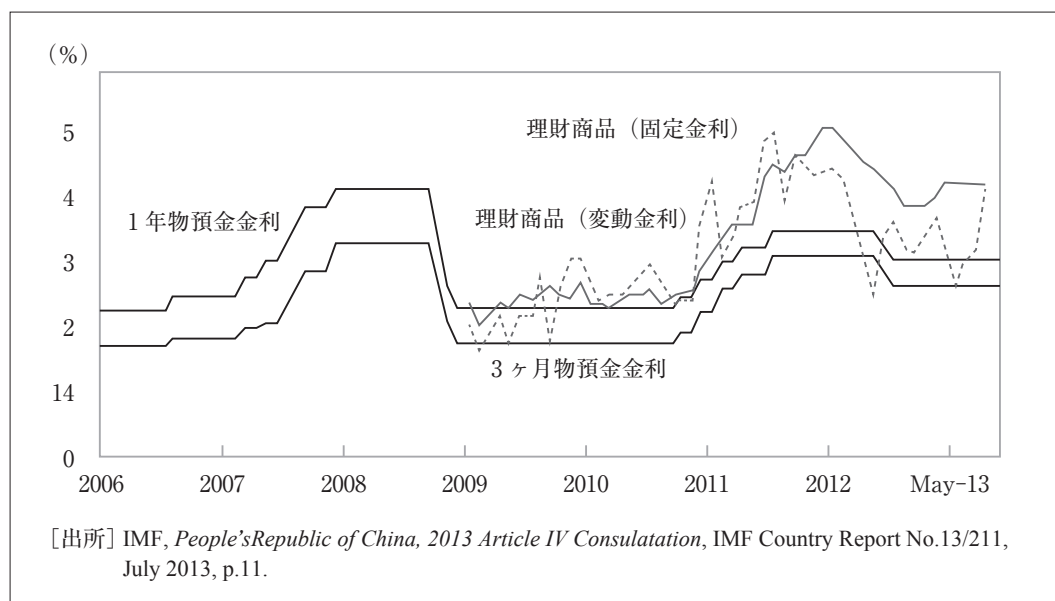
iii. 不動産バブル—地方融資平台とシャドウ・バンキング問題—

リーマン・ショック後の中国の景気刺激策において、その一翼を担ったのが地方政府であり、その別働隊として機能したのが「地方融資平台」であったことは、周知のところ

ある。すなわち、地方政府は、土地＝国有制であることを理由に、安価な移転料をもって居住する住民を立ち退かせ、その土地を不動産ディヴェロッパーたる「地方融資平台」に売却し、都市化に伴う社会資本整備の財源を得ようとしたのである。「地方融資平台」は、こうした土地購入及び不動産開発のための資金調達手段として、理財商品・信託商品等の直接金融商品を発行し、この間各地に族生した株式制地方銀行や地方信用公社を通じ、地域住民に販売したのである¹⁰⁾。これに対し、第8図に示される通り、高度経済成長下、インフレが進行するも、規制金利下において、インフレ・ヘッジの手段を必ずしも有しない企業・家計は、高利回りを謳ったこれら金融商品に群がったのである。これが、中国版不動産バブルとシャドウ・バンキング問題の構図である¹¹⁾。こうして北京・上海・深圳はいうに及ばず、各省の省都ひいては内陸部の中小都市に至るまで、全国で槌音が響き渡るようになったのである。

ところで、都市化のための社会資本整備及び不動産開発は、重厚長大型のエネルギー・素材産業、重機・建設機器製造企業の需要を喚起するだけでなく、これらを製造・搬入・稼働させるための石炭・石油・天然ガス・電力といったエネルギー需要をも喚起する。

加えて留意すべきは、これら国有企業に長年に亘り融資を続けてきたのが、四大国有商業銀行であったことである。つまり、中国版不動産開発バブルとシャドウ・バンキング問題の構図の背景には、四大国有商業銀行—国



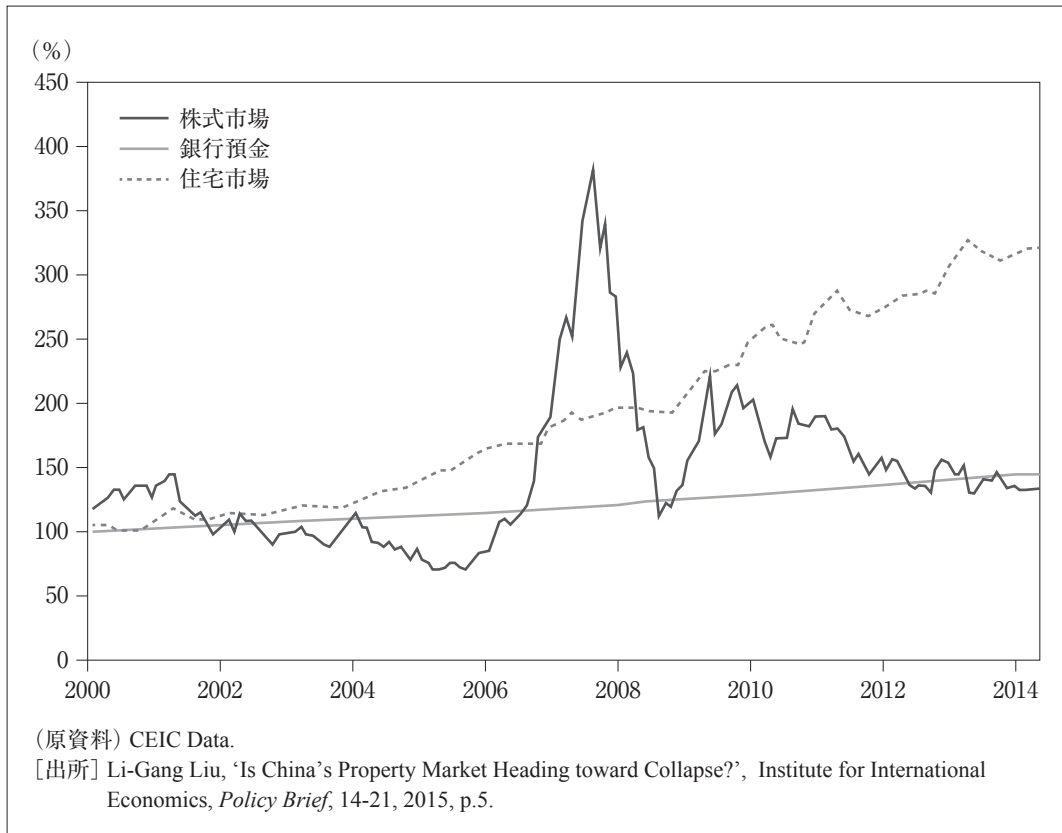
第8図 預金金利と理財商品の利回り

有企業という指令経済特有の金融・産業コンゴロマリット—国有銀行と国有企業のクローニー的貸借関係—が控えていることに注意をしたい¹²⁾。したがって、規制金利下のインフレ・ヘッジ手段として理財商品・信託商品等直接金融商品に群がった資金余剰主体の貯蓄は、不動産開発事業を担った「地方融資平台」＝地方政府を経由して、国有企業—国有商業銀行に集約されることになったと考えるべきであろう¹³⁾。このこと踏まえて、第9図をみれば、2007年にピークを迎えた株価が、2008年秋のリーマン・ショックを契機に暴落し、これに代わって順調に利回りの上昇を続けてきた不動産投資—及び、不動産関連証券化商品—は、規制金利下、インフレに晒された預金金利に対し、確実なヘッジ手段、絶好の投資対象として存在してきたことが分かる。

だが、2013年ともなると、全国各地で不動産価格は上昇テンポを落とし、同年後半には下落に転じるようになった。その結果、地方政府収入は大きく落ち込むだけでなく、「地方融資平台」が資金調達手段として発行した各種証券に支払い保証を行った地方政府は、巨額の債務支払い負担を迫られることになった。いわば地方財政危機である。これに対し中央政府は、2015年3月、地方政府に1兆元規模の債券発行を許可し、同年6月には同じく1兆元規模で年内に償還期限が到来する負債の借換債発行を承認するに至った。地方政府救済策である。

iv. 株式バブル

中国の代表的株式市場である上海A株市場の株価指数は、第10図の通り、株価が暴落する1年前の2014年6月には僅かに2048の水準



第9図 中国の金利と各種投資利回り

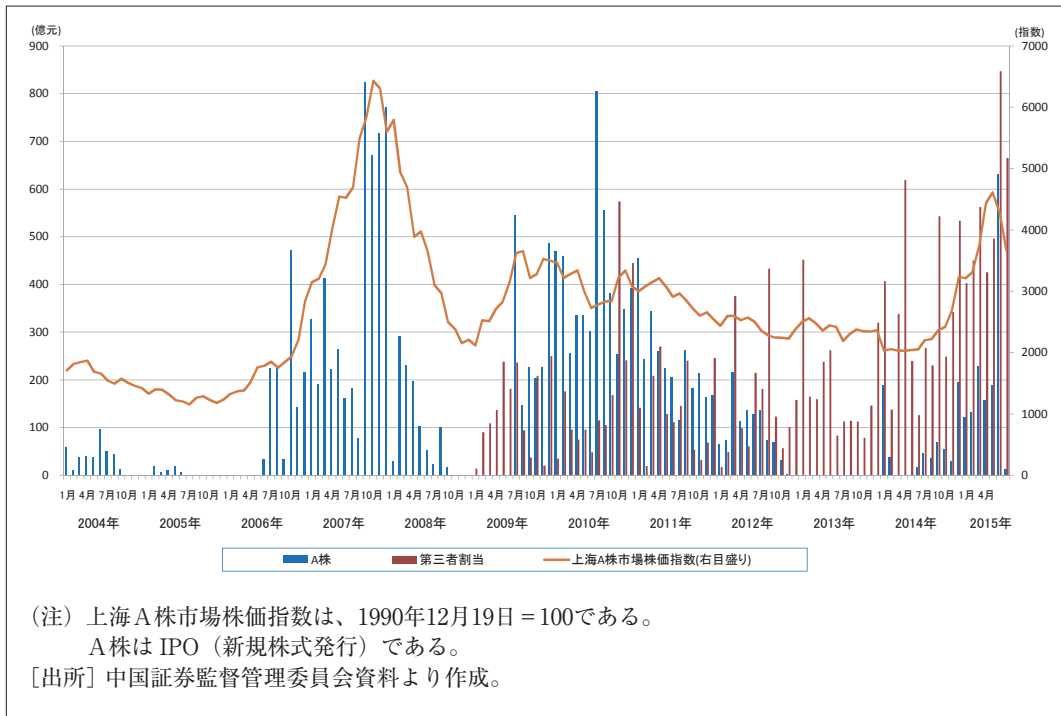
にあった。それが、同年11月上海株式市場と香港株式市場との相互交流を掲げた「沪港通」を契機に、株価は一気に高騰へと向かった。リーマン・ショックを契機に、実体経済が勢いを失う中での株価高騰であり、正にバブルである¹⁴⁾。紙面の関係でかなり読み取りにくいものの、ここで第10図を参照にしながら、過去10年の上海株式市場の動きについて記せば、次の通りである。

第一に、リーマン・ショック前年の2007年、株価上昇の勢いを得る形で、IPO (Initial Public Offering, 新規株式発行) が急増したも

のの、歳月を追うごとに、国内外資金調達額に占める IPO の割合は低下している。

第二に、それに代わって資金調達手段の主流になってきたのが親会社等向けの第三者割当増資であった。その結果、発行株式数に対する市場流通株式の割合が極端に少なくなり、そこに過剰流動性が一斉に流れ込めば、株式市場は容易に上昇しよう。そのことによって、株式の第三者割当を受けた親企業の財務には、取得価格と時価との差であるいわゆる「含み益」が発生することになる。

第三に、そうした親企業の財務健全化効果

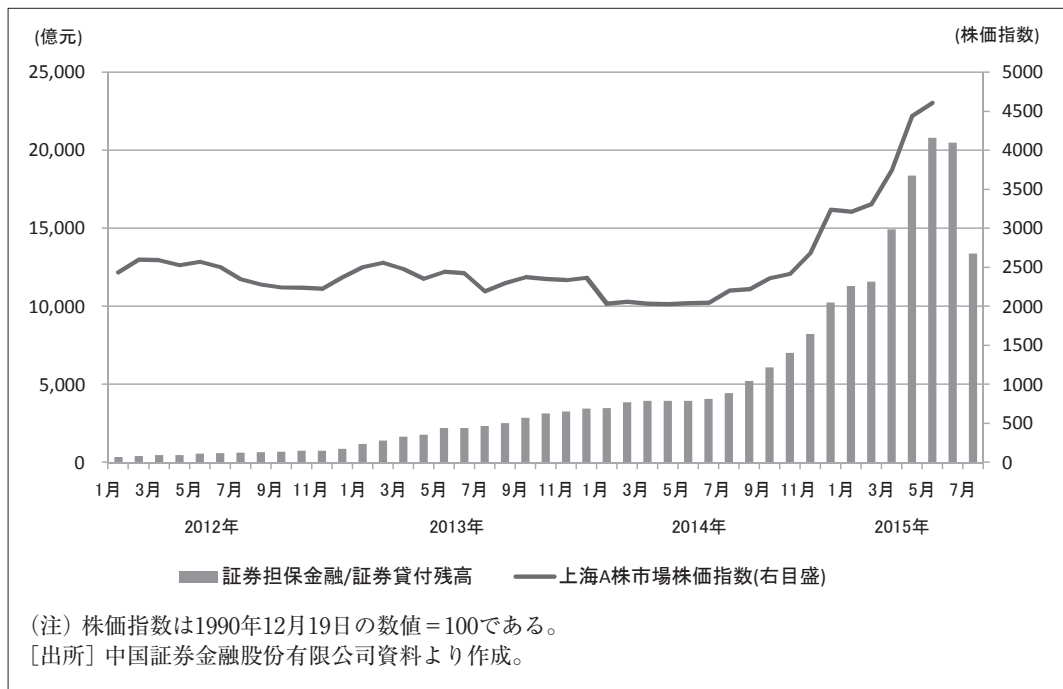


第10図 上海A株市場の推移

を支えたのが8000万人ともいわれる個人投資家であり、彼ら個人投資家を株式市場に導いていった触媒の一つが、株式担保金融業務を担う中国証券金融股份有限公司¹⁵⁾—中国証券監督管理委員会直属の証券金融機関—であった。第11図にも示されている通り、証券担保金融及び証券貸付額は2014年末を境に急激に増大し、これと連動する形で上海A株指数も上昇するに至っている。少し数字を拾えば、2014年11月8252億元であった証券担保及び証券貸付残高は、2015年5月2兆800億元に達し、同月上海・深圳両市場のA株及びB株の時価総額62.7兆元に対する担保金額（信用取引）比率は3.3%¹⁶⁾、同期間に上海A株価は2683から4612へと約1.7倍となった。ここには、

貯蓄を取り崩し或いは商業銀行等金融機関から資金借入を行った個人投資家が、まず株式を買い入れ、これを担保に数倍の金額の株式信用取引を行う姿が読み取れる。こうしてレバレッジを掛けられて取引される株価は瞬く間に上昇する一方で、株価上昇は、IPOによって資本調達した国有企業、第三者割当を受けたであろう「央企」等親企業—株式割当を受けた後、市場で株式を売却すれば、「含み益」はキャッシュで実現する—に対し、多大な財務健全化の効果をもたらすことになった¹⁷⁾。

2015年夏、株価指数が最高値に達したのは6月12日で5166ポイントであった。株価は週明け15日から下落に転じ、株価指数は月末30日4277（17%下落）、7月8日には3507にま



第11図 上海A株市場株価指数と証券担保金融

で下げた（32%下落）。統計上の都合で、整合性はとれないが、上海A株及び（ドル建）B株の2015年6月1日の時価総額は62兆7465億元であったから¹⁸⁾、上記の下落率で計算すれば、20兆788億元、1元=20円で換算して、400兆円以上が消えたことになる。株式バブル崩壊である¹⁹⁾。

これに対する中国政府の株価挺入れ策を取りまとめれば、次の通りであった。

- 6月27日 人民銀行、今年3度目の金利引き下げ措置を実施、農業地域向け銀行預金準備率引き下げ
- 6月29日 公的年金基金の最大3割、6000億元（約11兆7000億円）を株式購入に充当

- 7月1日 証券監督管理委員会、株式の信用取引規制の緩和と信用取引手数料を引き下げ
- 7月上旬 中国政府、商業銀行から融資も含め、中国証券金融を通じた3兆円規模の株式買い入れ策
- 7月4日 証券会社21社が株価買い支え策として、1200億元（約2.4兆円）でETF購入
上海株価指数が4500ポイントを回復するまで、証券各社は自己勘定での株式売却が不可能に
- 7月8日 証券監督管理委員会、5項目から
国務院、予定していた28社のIPOを延期

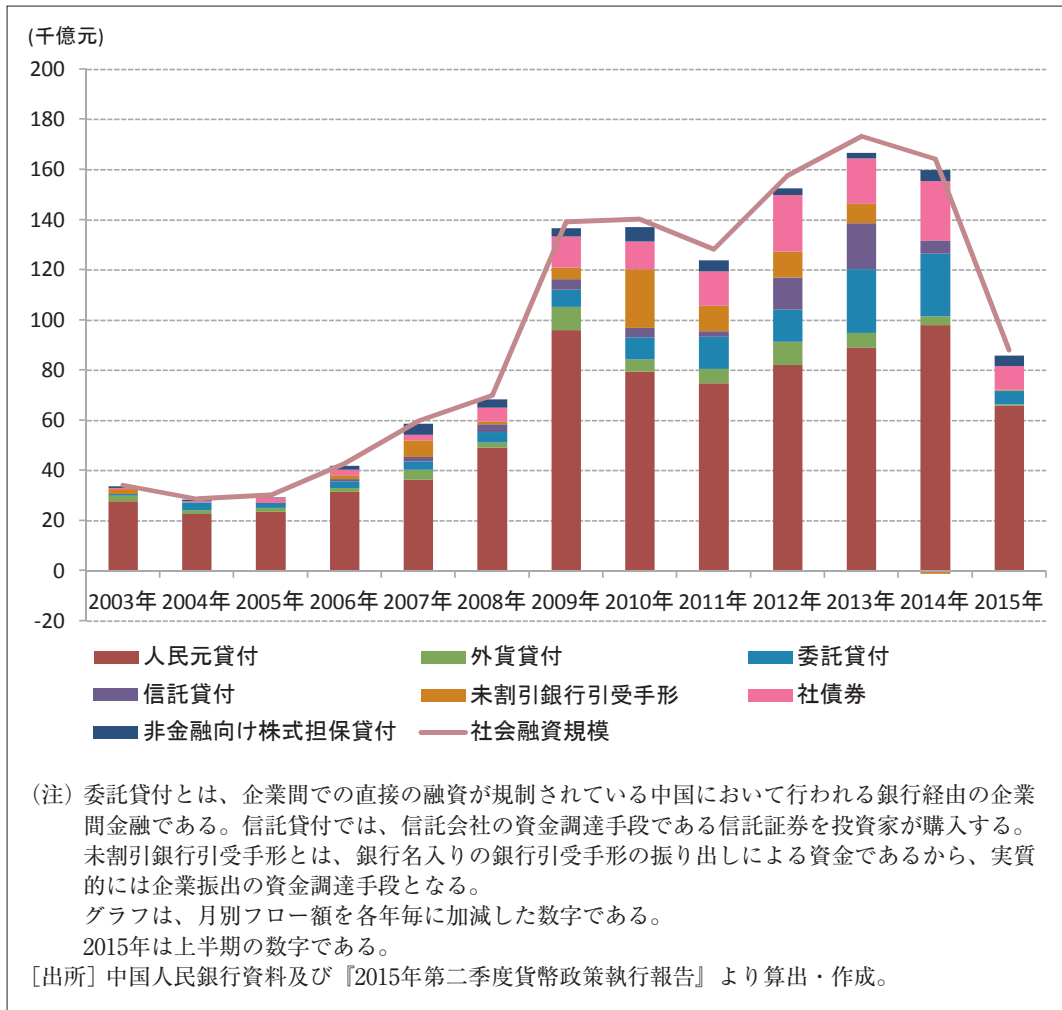
- なる「株式売却禁止」措置
 上場企業の経営陣や大株主による
 6カ月間の株式売却を禁じる
- 7月9日 銀行監督管理委員会、株価下落で
 銀行への借入金返済が難しくなっ
 ている信用取引の顧客を金融面か
 ら支援すべく、信用取引関連の株
 式担保融資の規制緩和
- 7月9日 人民銀行は、上記の中国証券金融
 に対し、「十分な資金を提供した」
 と発表
- 7月27日 中国証券金融、株式買い入れ資金
 の一部前倒し返済との情報で、株
 式市場改めて大暴落
- 8月上旬 中国政府、中国証券金融を通じた
 株式買い支え資金2兆元を追加
- 8月14日 証券監督管理委員会、中国証券金
 融保有株式を中央汇金公司に長期
 保有資産として譲渡²⁰⁾
- 8月23日 人力資源社会保障部、年金基金で
 ある養老保険基金に資産の30%ま
 でを株式運用許可²¹⁾
- 9月7日 1年以上の株式保有者の配当に対
 する所得税を当面免税とし、1ヶ
 月未満の株式保有者の株式配当に
 ついては、その全額が、1ヶ月以
 上1年未満の上場株式保有者の株
 式配当については、その50%を非
 課税所得に算入され、税率はいず
 れも20%という株式保有の長期化
 を促す措置²²⁾
- 同日 株式市場にサーキット・ブレー

カー制度の導入²³⁾

こうした一連の措置が講じられるも²⁴⁾、7
 月8日にはA株市場上場銘柄の半数以上が取
 引停止に追い込まれ、株価はその後不安定
 な動きを示し続けた。報道によれば、8月上
 旬段階で、中国政府が中国証券金融股份有限
 公司経由で株式市場対策に投入した金額は、
 5兆元（約100兆円）規模に達するといわれ
 ている²⁵⁾。

問題は、不動産バブル崩壊を契機に地方政
 府に発行が許可された地方債が、今後巨額に
 発行される一方で、株式バブル崩壊が個人消
 費需要にブレーキを掛けることで、中国経済
 の景気が急速に冷え込むことである。もとよ
 り、かかる景気悪化に対し、中国政府は一段
 と大型の景気刺激策を講じることになる。し
 かし、既存の産業構造を前提とした景気刺
 激策である限り、投資主導型経済の背後に控
 える重厚長大型産業企業の過剰設備問題は、
 いよいよ深刻化するだけである。その一方で、
 財源不足による中央政府財政収支の悪化と企
 業・銀行金融機関の負債が増加することから、
 今後巨額の債券発行もまた必至である。

実際、激増する企業負債と銀行システムと
 の関係を示すが、第12図の社会融資規模の推
 移である。社会融資規模とは、定義によれば、
 「実体経済（非金融企業及び家計）が金融シ
 ステムから調達した資金」ということである。
 同図において明らかにように、2008年のリー
 マン・ショックを契機に、社会融資規模は大
 きく伸び、2007年5.9兆元であった融資額は、
 2013年17兆3千億元、約3杯に膨張した（1



第12図 社会融資規模の推移

元=20円で計算すれば、2013年の数字は346兆円)。もっとも、同図は各年フローの数字であることに注意しなければならない。『2015年第二季度 中国貨幣政策執行報告』²⁶⁾は、同年上半期の融資額が前年比で1兆4570億元減の8兆8068億元として融資額の減少を記す一方で、同年上半期末のストック131兆5800億元（1元=20円で計算して、2631.3兆円）、

前年同期比11.9%増であるとして、社会全体における負債の増大に警鐘を鳴らしている²⁷⁾。

実際、中国経済全体の負債増大については、既に各所で指摘されており、これを取りまとめたものが、第1表である。家計部門及び非金融企業部門の2014年の負債残高は122兆6千億元であるから、上の第12図と数値の大き

第1表 中国の債務残高

| | 家計部門 (a)・ (億元) | 非金融 企業部門 (b)・ (億元) | 政府債務 残高 (c)・ (億元) | 家計部門及 び非金融 企業部門 (a+b)・ (億元) | 総債務残高 (a+b+c)・ (億元) | 名目 GDP (d)・ (億元) | 総債務残高 の対 GDP 比 (a+b+c) / d・(%) |
|-------|----------------------|-----------------------------|----------------------------|---|---------------------------|------------------------|--|
| 2006年 | 23,730 | 234,971 | 70,142 | 258,702 | 328,843 | 217,657 | 151 |
| 2007年 | 50,747 | 263,535 | 92,847 | 314,283 | 407,130 | 268,019 | 152 |
| 2008年 | 57,137 | 311,693 | 100,052 | 368,830 | 468,882 | 316,752 | 148 |
| 2009年 | 81,612 | 424,346 | 124,839 | 505,957 | 630,796 | 345,629 | 183 |
| 2010年 | 112,094 | 507,152 | 147,255 | 619,246 | 766,501 | 408,903 | 187 |
| 2011年 | 135,214 | 598,912 | 172,358 | 734,126 | 906,484 | 484,124 | 187 |
| 2012年 | 160,194 | 723,891 | 197,441 | 884,084 | 1,081,526 | 534,123 | 202 |
| 2013年 | 196,864 | 862,320 | 231,010 | 1,059,184 | 1,290,193 | 588,019 | 219 |
| 2014年 | 229,216 | 997,200 | 261,810 | 1,226,416 | 1,488,226 | 636,463 | 234 |

[出所] 家計及び非金融企業債務は BIS の total credit 統計、政府総債務は IMF の general government gross debt 統計、名目 GDP は中国国家统计局を基に作成。

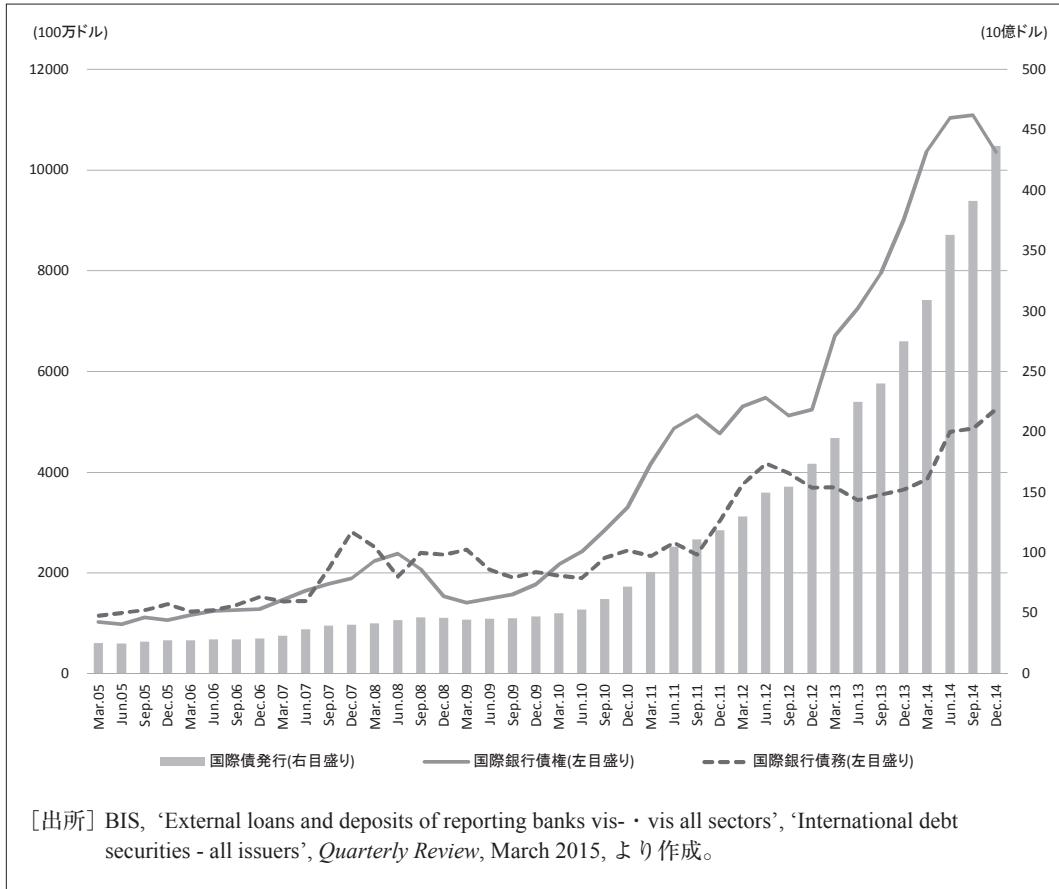
さはほぼ整合的である²⁸⁾。衝撃的なことは、政府債務残高26兆1千億元を加えた総負債残高が148兆8千億元に達し、世界第二位のGDP63兆6千億元に対する比率が234%に達していることである²⁹⁾。確かに政府債務残高の対GDP比は41%程度で、政府財政は‘健全’といえるかもしれない。しかし、社会全体の負債残高を考えれば、凡そ持続可能であるとは考えられないであろう。しかも、悪いことに、不動産バブル、株式投機を支えた銀行システム外の貸借取引の支払決済が、恐らくこれから深刻化して来ようし、商業銀行部門の不良債権も今後大きく増えることは必至である³⁰⁾。

ところが、中国の債務はこれだけではない。第13図は、BIS加盟の先進諸国銀行の対中国債権債務と中国が発行する国際債一点心債等

もこれに含まれる一の推移を示している。驚くべきことに、対中国国際銀行債権一したがつて、中国の海外銀行からの借入一は、2010年以降、対中国国際銀行債務一中国の海外銀行に対する貸出一を上回るようになり、2014年9月グロスでみた対中国国際銀行債権は110億ドルに達した。また、国際債発行残高も、2014年12月4300億ドルである。

(3) 国有企業中心の蓄積体制下における金利「自由化」の限界

このようにみれば、人民元の対米ドル為替相場を管理すべく人民銀行が裁量的断続的に為替市場に介入してきた結果、国内には巨額の流動性が供給される一方で、このようにして供給されたマネーの貸借については、国有四大商業銀行一国有企業という関係において



第13図 BIS加盟銀行の対中国債権債務と中国の国際債発行

執行されてきたのである。中国経済における資源配分の大きな歪は、正にここに存するといわねばならない。もとより、こうした意思決定が一党独裁体制下において取り仕切られてきたことは言を俟たない。

では、完全な金融「自由化」に踏み切れば、上記の歪は解消できるであろうか。確かに、今日では金融「自由化」も大きく進捗はしている。例えば、2013年7月には貸出金利の下限も撤廃されて、残るは預金金利の上限規制撤廃だけである³¹⁾。

しかし、預金金利の上限規制が撤廃されれば、預金・貸出の金利は総て原則自由化されることになり、銀行窓口の金融商品は、上記理財商品・信託商品の表面クーポン金利や目論見書の目標投資利回りと全面的に競合することになる。その結果、銀行・証券の総ての金融商品の利回りは裁定取引に付されて平準化され、その過程において、不動産開発・投資のための金融も、「ハイ・リスク／ハイ・リターン」の市場鉄則に晒されることになろう。

他方、金融「自由化」が金利規制の撤廃と自由金利体系への移行を意味する以上、各種金利／利回りは、上下限の規制の枠内ではなく、市場調整的な資金需給で決定されるようになる。そのため、金融「自由化」は、規制金利体制下、国有企業への融資で安定的な預貸金利差収入を享受してきた大型商業銀行の特権的地位を大きく浸食することになりかねない。またそのことは同時に、遊体化した大規模固定資産を擁し、或いは水増し評価された棚卸資産を積み上げながらも、大型商業銀行との安定的な融資関係の下、辛うじて命脈を保ってきた国有企業の一改革を促すことになる³²⁾。

しかし、事態はそれだけに止まらない。なぜなら、規制金利が市場調整的な金利へと転換することは、金融市場を通じ資金需給の仲介機能を担う商業銀行に、マネー創出権限が半ば移ることを意味するからである。換言すれば、経済の意思決定が、指令経済体制を指揮する国務院から、商業銀行へと大きくシフトするといってもよい。そうであればこそ、逆に金融市場の資金需給を統括する中央銀行＝人民銀行の役割が、今後益々重要になって来ようし、そのためにも銀行間短期金融市場＝中央銀行の金融調節の対象市場＝が、ナショナル・レベルでの資金需給調整機能を果たすよう、金融経済システムの再編が必要となる。

だが、今日の財政金融体制或いは資源配分を指揮する指令経済体制において、果たしてこうしたことが可能であろうか³³⁾。金利「自由化」は、実は投資主導型蓄積体制において、

その中核に位置してきた国有企業の存亡のみならず、四大国有商業銀行の存立をも決することになるのではないか。ここに、国有企業中心の蓄積体制下における金利「自由化」の限界はある³⁴⁾。

ところで、市場調整的な資金需給によって金利が決定されることは、国民通貨＝人民元の現在価値に対する将来価値（将来価値／現在価値）が、金利の自由変動に織り込まれること—例えば、期待インフレ率が名目金利の上昇に反映されるように—を意味する。この論理を為替相場水準の次元でいい直せば、人民元の現時点での対米ドル為替相場と将来の一定時点での為替相場、すなわち先物為替相場との間に乖離が生じることに他ならない。そこで直先乖離幅を均すべく、直物為替相場の変動幅を拡大すれば、最早変動相場制への移行までさほど遠くはない。国内の金融「自由化」による自由金利体系の確立が、固定為替相場制度から変動相場制への移行と不可分であるのも、こうした論理が介在するからに他ならず、現に人民銀行も人民元の為替相場の日中変動幅を拡大させつつある。

しかし、変動相場制への移行もまた、不動産・株式バブル崩壊を経た現段階においては、極めて厳しい選択であるといわざるをえない。節を改めて論じよう。

Ⅲ 困難が待ち受ける変動相場制への移行と 人民元「国際化」

(1) 変調を来した国際収支と人民銀行のバ ランス・シート

i. 国際収支の悪化

第2表aは中国の国際収支表である。2014

年の貿易収支は4760億ドルの黒字で史上最高を計上した。輸出額も、リーマン・ショック前の2007年比で凡そ2倍である。しかし、国際収支に少しずつではあるが、変化がみられる。

第一に、経常収支黒字額は2197億ドルで、

第2表a 中国の国際収支

(単位：億ドル)

| | 2000年 | 2005年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 経常収支 | 205 | 1,324 | 3,532 | 4,206 | 2,433 | 2,378 | 1,361 | 2,154 | 1,828 | 2,197 |
| 貿易収支 | 345 | 1,342 | 3,159 | 3,606 | 2,495 | 2,542 | 2,435 | 3,216 | 3,599 | 4,760 |
| 輸出 | 2,491 | 7,625 | 12,201 | 14,347 | 12,038 | 15,814 | 19,038 | 20,569 | 22,190 | 23,541 |
| 輸入 | 2,147 | 6,283 | 9,041 | 10,741 | 9,543 | 13,272 | 16,603 | 17,353 | 18,591 | 18,782 |
| サービス収支 | -56 | -96 | -79 | -118 | -294 | -312 | -616 | -897 | -1,245 | -1,920 |
| 所得収支 | -147 | -161 | 80 | 286 | -85 | -259 | -703 | -199 | -438 | -341 |
| 経常移転収支 | 63 | 239 | 371 | 432 | 317 | 407 | 245 | 34 | -87 | -302 |
| 資本収支 | 19 | 953 | 942 | 401 | 1,985 | 2,869 | 2,655 | -318 | 3,262 | 382 |
| 直接投資 | 375 | 904 | 1,391 | 1,148 | 872 | 1,857 | 2,317 | 1,763 | 1,850 | 2,087 |
| 流入 | 421 | 1,112 | 1,694 | 1,868 | 1,671 | 2,730 | 3,316 | 2,956 | 3,478 | 4,352 |
| 流出 | 46 | 208 | 303 | 720 | 799 | 872 | 999 | 1,194 | 1,629 | 2,266 |
| 証券投資 | -40 | -47 | 164 | 349 | 271 | 240 | 196 | 478 | 605 | 824 |
| 流入 | 78 | 261 | 770 | 872 | 1,102 | 636 | 519 | 829 | 1,041 | 1,664 |
| 流出 | 118 | 308 | 606 | 524 | 831 | 395 | 323 | 352 | 436 | 840 |
| その他投資 | -315 | 56 | -644 | -1,126 | 803 | 724 | 87 | -2,601 | 776 | -2,528 |
| 流入 | 421 | 3,437 | 7,439 | 7,072 | 5,820 | 8,253 | 10,603 | 9,689 | 12,707 | 19,694 |
| 流出 | 736 | 3,381 | 8,083 | 8,198 | 5,017 | 7,528 | 10,516 | 12,290 | 11,930 | 22,222 |
| 外貨準備 | -105 | -2,506 | -4,607 | -4,795 | -4,003 | -4,717 | -3,878 | -966 | -4,314 | -1,178 |
| 誤差脱漏 | -119 | 229 | 133 | 188 | -414 | -529 | -138 | -871 | -776 | -1,401 |

[出所] 国家外汇管理局資料により作成。

最高額を計上した2008年の4208億ドルと比較して、ほぼ半減している。その最大要因は「サービス収支」にあり、[出所]資料に基づき詳細をみると、旅行収支が2012年519億ドル、2013年769億ドル、2014年1079億ドルの各々赤字であった。第二に、2014年、直接投資の流出が2266億ドルに達し、同収支黒字額が減少に転じたことである。この背景には、日中間の政治的対立を背景とした日本企業の中国からの撤退もあるだろう。第三に、証券投資流入額が1664億ドルに達したことである。これには、QFII（Qualified Foreign Institutional Investor、適格外国機関投資家）に対する上海A株市場への投資枠が増大したこと、また同年11月には「沪港通」を通じた投資資金流入も関係していよう。第四に、その一方で「その他投資」項目は2528億ドルの赤字、投機的資金流入を示すともいわれる「誤差脱漏」が、期間中最大の1401億ドルの赤字となり、外貨準備の増額も1178億ドルに止まるに至っている。

もっとも、国際収支を四半期ベースでみた第2表bでは、上記とは若干様子が違う。まず2015年第I四半期、「証券投資」項目が81億ドルの赤字を計上している。対外証券投資が252億ドルに達した一方で、非居住者の対内証券投資額が2014年中の各四半期の水準までには達することがなかったためである³⁵⁾。「その他投資」項目では、その赤字拡大が負債の減少、特に非居住者保有の人民元建預金の取り崩しや対中貸出しの引き上げであることが分かる。加えて、2014年第IV四半期～

2015年第I四半期、保有していた外為が引き上げられて、外貨準備が減少している³⁶⁾。また、「誤差脱漏」も、2015年第I四半期引き続き577億ドルの赤字となっている。

総じていえば、貿易収支黒字は拡大基調で維持されつつも、旅行収支の大幅赤字によって経常収支黒字幅は大きく減少しつつある一方で、賃上げと人民元高等を背景に生産輸出拠点としての中国の優位性が薄れたのか、直接投資の引き上げが続くだけでなく、中国国内経済の変調から、対中証券投資の魅力が薄れた上、対中国銀行貸付の引き上げを含め、中国からの資金引き上げが続いていたことが分かる³⁷⁾。実際、銀行等金融機関の外国為替購入額（外匯买卖 Position for Forex Purchase）は、2015年に入ってから2月の29.34兆元をピークに、5月29.25兆元、6月29.15兆元、7月28.90兆元と減少した³⁸⁾。

ii. 外為保有額減と流動性不足

上記の事態を反映しつつ、前掲第7図の通り、人民銀行の外為保有額も、2014年5月の27兆2999億元でピーク・アウトしている。もっとも、2005年6月までの固定相場制下の人民元の対米ドル為替相場が1ドル=8.27元、2015年7月の月間平均為替相場6.11元であるから、この間為替相場は26.1%上昇したことになり、本来米ドル建である人民銀行の外為保有額も、人民元の為替相場上昇に伴って、人民元建評価額が実際には少なめに算出される可能性はある。念のために確認すれば、国家外匯管理局の米ドル建外貨準備をみても、人民銀行データとは1ヶ月違いの2014年6月

第2表b 中国の国際収支 (単位: 億ドル)

| | 2014年 | | | | 2015年 |
|---------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | I | II | III | IV | V |
| 経常収支 | 70 | 734 | 722 | 670 | 756 |
| 貿易収支 | 437 | 1,049 | 1,394 | 1,470 | 1,189 |
| 輸出 | 4,822 | 5,532 | 6,061 | 6,022 | 4,836 |
| 輸入 | 4,385 | 4,483 | 4,667 | 4,552 | 3,647 |
| サービス収支 | -361 | -257 | -484 | -408 | -451 |
| 第一次所得収支 | 33 | 22 | -109 | -288 | 17 |
| 第二次所得収支 | -38 | -80 | -80 | -104 | 0 |
| 資本収支 | 134 | 101 | 90 | 87 | 95 |
| 直接投資 | 537 | 393 | 445 | 712 | 505 |
| 資産 | 125 | 187 | 246 | 247 | 236 |
| 負債 | 661 | 580 | 691 | 959 | 740 |
| 証券投資 | 223 | 146 | 235 | 220 | -81 |
| 資産 | 18 | 7 | -38 | -96 | -252 |
| 負債 | 206 | 138 | 273 | 315 | 170 |
| その他投資 | 178 | -695 | -772 | -1,239 | -1,398 |
| 資産 | -465 | -1,176 | -656 | -733 | -227 |
| その他株式 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 通貨及び預金 | -555 | -607 | -156 | -279 | -200 |
| 貸付 | -179 | -387 | -145 | -27 | -185 |
| 保険及び年金 | 0 | 0 | 0 | 0 | -27 |
| 貿易信用 | 282 | -176 | -348 | -445 | 176 |
| その他貸付 | -13 | -6 | -6 | 18 | 8 |
| 負債 | 643 | 481 | -116 | -506 | -1,171 |
| その他株式 | 8 | 3 | 8 | 32 | 0 |
| 通貨及び預金 | 257 | 169 | 398 | -10 | -342 |
| 貸付 | 553 | 216 | -576 | -537 | -580 |
| 保険及び預金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 |
| 貿易信用 | -174 | 92 | 52 | 9 | -221 |
| その他貸付 | 0 | 0 | 0 | 0 | -34 |
| 特別引出権 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 外貨準備 | -1,255 | -224 | 1 | 300 | 802 |
| 外為 | -1,258 | -228 | 4 | 293 | 795 |
| 誤差脱漏 | 245 | -348 | -632 | -666 | -577 |

[出所] 国家外汇管理局資料により作成。

に外貨準備額は3兆9662億ドルでピーク・アウトしている³⁹⁾。つまり、人民銀行の外為保有額であれ、国家外汇管理局で把握する外貨準備であれ、いずれも2014年5月～6月を境に最高額に達し、その後減少に転じている⁴⁰⁾。ところが、人民元の為替相場は、2014年1月6.10円で最高水準に達したが、同年5月には6.16元まで若干下落するも、その後2015年7月6.11元まで再び上昇している。

上記の一連の事態を取りまとめれば、中国経済のパフォーマンスを懸念した海外への資金流出を反映して、民間の為替取引で一方的な人民元売／ドル買が出たことに対し、外貨準備を取り崩しつつ人民銀行が元買／ドル売介入を行って、人民元高トレンドを継続させたものと考えてよいであろう⁴¹⁾。こうした人民銀行の行動はその後も続き、8月一ヶ月間だけで960億ドルの外貨準備の減少を記録した⁴²⁾。

かくて、前掲第7図にも示されていた通り、2013年末まで人民元の発行額を上回っていた人民銀行の外為保有額が、この時期以降、逆に下回るようになった。このことは、「米ドル為替本位制」下、これまで人民元の完全発券担保となってきた外為保有額に欠陥が生じ、現状人民元の信認が大きく揺らいでいるともいえよう。それに伴い、中国国内におけるマネタリー・ベースの伸びも抑制的となり、かつての過剰流動性は⁴³⁾、この間猛烈に進んできた不動産・株式のデレバレッジのための支払い決済手段に転じ、中国の金融市場全体がシステミック・リスクに晒されているといっ

ても過言ではないであろう⁴⁴⁾。

こうした事態に対し人民銀行は、8月18日、7日物売り戻し条件付き買いオペ取引で1200億元の資金供給—同日のネット資金放出額は700億元—を行い、基準金利2.5%を維持した。また20日にも7日物同オペ取引で1200億元の資金放出—純放出800億元—を行い、8月17日の週だけで純放出額は1500億元、2015年で最高額に達した。この他にも、中期貸出ファシリティ（MLF, Mid-term Lending Facility）で1100億元（金利3.5%）を供給した⁴⁵⁾。

もっとも、人民銀行のいわば「最後の貸し手」としてのかかる流動性供給策にも、構造的限界というものが存在する。それこそは、マクロ経済学の「貯蓄—投資バランス」が教える通り、貿易・経常収支黒字ないしは最低限、収支均衡を維持することである。だが、そうした条件が今後も充足されるかどうか、将来見通しは必ずしも楽観を許さない。なぜなら、今後中国政府が大々的な債務再編を行いつつ、国債や企業債券の発行に依存しつつ、重厚長大型国有企業向けの景気刺激策を行えば、民間及び公的債務を国内で消化した後の余剰貯蓄は減少することになり、輸出は必ずしも増えないまま、輸入だけが増加する可能性があるからである。つまり、中国経済は「過剰投資—貿易・経常収支赤字国」に転じる可能性さえある⁴⁶⁾。

以上、国有企業を産業構造の中核に据える中国経済が、2008年リーマン・ショック後の輸出需要の落ち込みを投資主導で乗り切りつつも、不動産と株式のバブルを引き起こし、

今日金融経済システムに大きな軋みを発生させていることを論じてきた。そこで、以上を踏まえ、人民元「国際化」及び AIIB に定められた中国の国際通貨金融戦略について検討しよう。

(2) 人民元「国際化」の現状と AIIB —中国の国際通貨金融戦略—

i. 人民元「国際化」—香港 CNH と点心債の現状—

2009年6月に始まる人民元「国際化」策は、香港所在商業銀行等に開設された人民元建決済勘定を通じた人民元建貿易取引決済と香港債券市場等での人民元建債券（点心債、獅子債等）発行の二本柱から成ってきた。

まず、人民元建貿易決済自体についてである。SWIFT のレポートによれば、2014年12月段階で、人民元が世界の決済取引において、日本円に次ぐ第五位の地位にあった⁴⁷⁾。しかし、その実態は多分に大きな歪みを内蔵しているといわざるを得ない。

まずもって指摘すべきは、香港等オフショア金融市場所在商業銀行に開設された人民元建貿易取引の決済勘定は、「内—外遮断」原則の下⁴⁸⁾、中国及び香港以外の第三国間貿易取引の決済手段として利用することはできないことである。そこで非居住者が香港所在商業銀行にオフショア人民元建預金を保有することになった場合、その余裕資金の運用先として設定されたのが、オフショア人民元建債券市場であった。債券発行主体は、いずれも中国政府の認可を受けた中国企業か、中国国

内で事業活動を行う多国籍企業であり、債券発行による手取り人民元は、中国国内での利用が予定されている。こうして、海外に流出した人民元は、投機資金に転じることなく、中国国内「還流 (recycling)」することになる⁴⁹⁾。

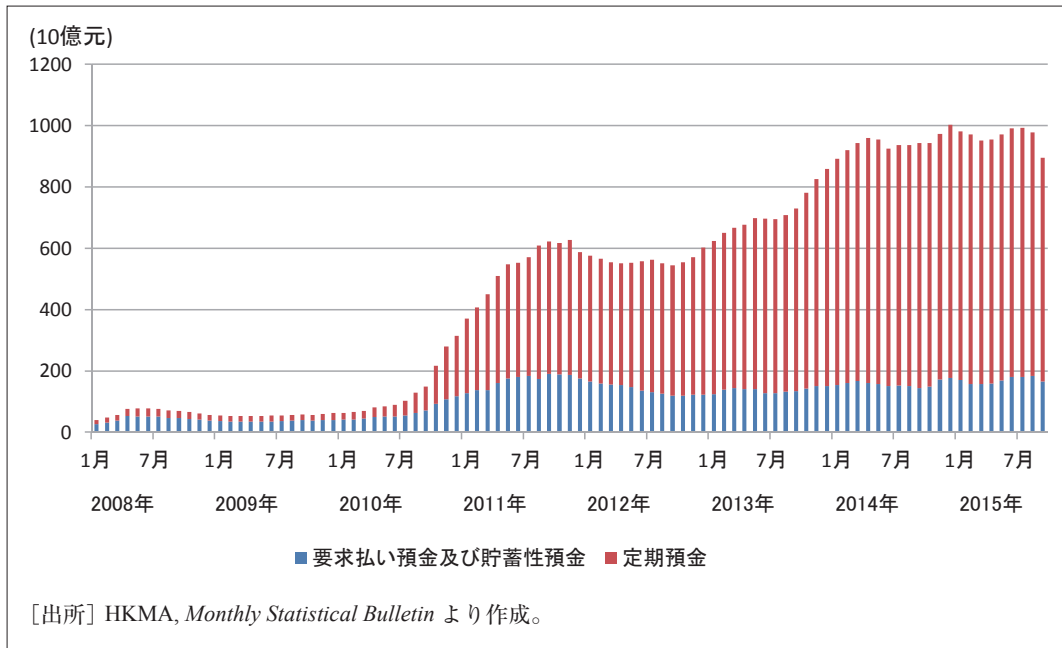
しかし、オフショアの銀行預金勘定残高が増大し或いは発行される点心債の市中売却がスムーズに進んでいくためには、人民元為替相場の安定性が条件である。だからである。対米貿易摩擦をかかえる中国は、この間人民元の対米ドル為替相場の上昇を容認してきたのである。これによって、非居住者保有の人民元建預金及び人民元建債券には、いわば為替差益が転がりこむことにもなっていたし、この差益狙いで、人民元建債券等金融商品の人気も続いてきたのである。その一方で、人民元建貿易取引に取り組む大陸内企業にとっても、人民元の対米ドル為替相場の上昇が続く限り、そこに利益が発生していた。まず輸出取引にあつては、受け取った人民元を上昇する為替相場で米ドルに換えれば、以後世界の米ドル建金融市場で運用可能となる。輸入取引においても、実態はドル建決済でありながらも、決済用の人民元を香港等商業銀行決済勘定に送金しながら、契約時点と決済時点における為替相場の違いから、実際には予定していたよりも少ない人民元建輸入代金の支払いで済み、残った人民元は適宜米ドルに換え運用することが可能となる⁵⁰⁾。ちなみに、中国国内には、人民元建以外にも外貨建の貸借市場も併在する。

こうして、中国が人民元の対米ドル為替相場を徐々に上昇させるという政策姿勢を示すことで、オフショア市場での人民元建預金・債券に為替差益発現の期待を醸成し、併せて人民元建貿易取引に取り組む大陸内企業にも同じく為替差益の恩恵に与らせるというインセンティブをもって、人民元「国際化」は進められてきたのである⁵¹⁾。

だが、そうした施策も、中国の人件費高騰と人民元高によって輸出の外貨獲得力が落ち、不動産と株式のバブル崩壊を契機に⁵²⁾、今日大きな曲がり角を迎えている。実際、2015年7月下旬、中国政府は、人民元の為替変動幅を従来の2%から3%程度にまで拡大すること—それ自体は、バスケット通貨制度の一つの特徴であったクローリング・バンド制の導入である—を示唆した上で⁵³⁾、8月中旬には、3日連続で人民元の対米ドル基準相場を計4.65%切り下げ⁵⁴⁾、1ドル=6.4010元とした。東アジア地域周辺諸国との為替相場切り下げ競争—「通貨戦争 (Currency War)」—を誘発する懸念もある環境下での基準為替相場切り下げであり⁵⁵⁾、その目的は輸出支援にもあろうが、切り下げによって、為替市場に渦巻く人民元売の投機熱を一気に打ち消す効果もあったろう。

しかも、上の人民元為替相場政策は、人民元「国際化」の本拠地である香港オフショア市場にも深刻な影響を与えることになった。第一に、香港の人民元為替相場 (CNH, Chinese Hong Kong) は、上海の為替相場である CNY (Chinese Yuan) の変動限度幅の下

限に張り付き、弱含みで推移していることである。つまり CNH の為替市場では、人民元為替相場の一段の下落が予想されているとみてよい。そのため、8月以降、香港所在商業銀行に寄託された人民元建預金残高の取り崩しが始まった。実際、第14図の通り、人民元建預金残高は、2014年12月に総額1兆元の大台を超えた後減少し、今日9500億元~9900億元台にある⁵⁶⁾。第二に、CNH 相場下落を契機に、人民元建点心債の売却が一部始まった。しかし、人民元建取扱銀行・金融機関には、直ちに対応できる人民元建手元流動性が不足したため⁵⁷⁾、人民元建 CNH インターバンク貸出金利 (人民元建 Hibor) が20%にまで急騰することがあった。今日、香港オフショア人民元建金融市場の一日当りの決済額は1兆元に達する。これに対し、HKMA の人民元建流動性供給限度額は240億元でしかないのが現実である。こうして香港オフショア市場での人民元供給ソースが、大陸人民銀行に決済勘定を置き、香港側人民元決済銀行となっている中国銀行 (香港) であることが、改めて明らかとなった⁵⁸⁾。そして第三に、人民銀行が上海金融市場に巨額の流動性を供給し市場金利が下落するにつれ、国内債券市場金利も低下することから⁵⁹⁾、大陸側企業が香港オフショア債券市場で点心債を発行する妙味が減じてきたということである⁶⁰⁾。また、CNY 下落に連動した CNH の一段の下落は、為替リスクの点で、上記の通り、既存投資家の資金引き上げ招くことになった⁶¹⁾。



第14図 香港オフショア人民元建預金残高の推移

ii. 人民元為替相場制度と金融「自由化」の展望

だが、問題は香港オフショア市場の問題だけに止まらない⁶²⁾。なぜなら、今回の基準為替相場切り下げによって、この先より深刻な問題が控えているかに考えられるからである。

第一は、直近の短期的課題である。海外への資金流出が始まった現段階で基準為替相場が切り下げられたことで、人民元為替相場の先安感が醸成されたことである⁶³⁾。これに対し人民銀行は、9月2日顧客の人民元売為替予約に対しのみ、予約残高の20%相当額を取引相手先為替銀行を通じ、人民銀行に寄託させるという強硬措置を講じた⁶⁴⁾。当局の危機感の現れとはいえ、人民元為替取引の「自由化」に全く逆行する措置である。

第二は、より原理的な問題である。人民銀行・張曉恵行長助理は、今回の為替相場措置について、管理変動相場制から変動相場制に移行する過程の暫定措置という説明を行っている⁶⁵⁾。しかし、人民元の為替相場制度が変動相場制に移行すれば、為替リスク回避のための先物為替相場が建つし、直先為替スプレッドは、金利平価説が指示する通り、米ドル建金利と人民元建金利との開きに規定されることになる。そのため、変動相場制度へ移行した場合、人民元為替相場もアメリカの米ドル建自由市場金利の影響を受けて、次には金利「自由化」に踏み切らざるを得ないであろう⁶⁶⁾。

もっとも、金利の「自由化」を決定したからといって、国際的金融資本取引とこれに関

わる為替取引の「自由化」を必ずや図らねばならないというものでもない。国際的金融資本取引とこれに関わる為替取引については、引き続き規制することも可能である。ところが、中国は自らが人民元「国際化」を国際経済戦略に掲げている。そのために、人民元建国際的金融資本取引とこれに関わる為替取引の「自由化」に踏み切らねばならない。

とはいえ、不動産そして株式バブルの崩壊という一連の事態を受けて、人民元「国際化」の目標実現にあたっては、従来考えられてきた以上の紆余曲折が予想される。本稿冒頭で記した通り、国有企業の経営環境が厳しさを増す中でのバブル崩壊であり、企業財務の毀損は必至である。予定されていた IPO は中止されたものの、今後国有企業による増資及び債券発行等による資金調達が当然予想される⁶⁷⁾。問題は、中国国内だけで、こうした資本・資金需要を満たすことができるかどうかである⁶⁸⁾。そこで人民銀行は徹底したマネタリー・ベースの拡大策に乗り出し、四大国有商業銀行等は、その「信用創造力」をフル稼働させることになろう。実際、8月26日、人民銀行は、預金・貸出の基準金利を0.25%幅下げ（1年物預金金利2%、貸出金利4.85%）、預金準備率も9月6日から0.5%幅引き下げること（四大国有商業銀行等で18.5%）とした⁶⁹⁾。

だが、こうした金融緩和策を従来型の為替市場介入と抱き合わせる形で行おうとしても、最早限界があることは先に指摘した通りである。そこで中国政府が国債を発行する一方で、

人民銀行が国債を担保としたレポ取引を一段と積極的に行うことが考えられる。正に市場調節型の金融調節である。だが、債券レポの適格範囲を、社債・株式更にはETF (Exchange Traded Fund) 等投資信託にまで対象を広げるとすれば、それは中国版QEともなろう。もっともこの場合には、流通する社債・株式等が取引される金融市場の原理に即した国有企業改革となるし、痛みを伴う経済構造改革には長期間を要することになる⁷⁰⁾。

もう一つは、国際的金融資本取引とこれに関わる為替取引の「自由化」に踏み切り、海外資金の取り入れを図ることである。この場合、人民元の「自由交換性」に道が開かれる一方で⁷¹⁾、中国の金融資本市場は、非居住者の投融資に大きな影響を受けることになり、「米ドル本位制」に改めて再編されることになる⁷²⁾。かくて、為替取引としての人民元「国際化」は実現したとしても、人民元が米ドルに代わる「国際通貨」として登場する道は、当面絶たれることになろう⁷³⁾。

iii. AIIB 構想の展望

AIIB 構想は、発表当時、中国版マーシャル・プランの実行機関として、IMF・世界銀行を両輪とするブレトン・ウッズ体制に対抗し、第二次世界大戦後のアメリカ中心の世界経済・国際通貨金融秩序に楔を打ち込むものとして評されたりもした。いま国際政治力学面での評価は措くとしても、AIIB が、アジアのインフラ投資の長期融資機関を目的とし、意思決定において唯一中国のみが拒否権を有するという以上、その実態は不動産バブル崩

壊を契機に経営環境の厳しさが急速に増してきた重厚長大型国有企業の海外進出・輸出支援の機関として活動することになろう。正に「走出去 (Going Global)」政策である。その上で次の二点について記しておこう。

第一に、出資金は米ドルで、当面貸出も米ドルということであるが、バブル崩壊と外資流出に直面する中国である。為替変動リスクが許容範囲で収まる限り、出資金を米ドルで募り、貸出を人民元建に切り替えることも考えられよう。

第二に、人民元建対外貸出を行った場合の決済である。この間人民銀行は、世界各地でオフショア人民元建金融市場を認可設立してきたが、その際四大国有商業銀行の現地支店を決済銀行としてきた。また人民銀行は、設置したオフショア市場を統轄する現地中央銀行との間でスワップ協定を順次締結してきた。したがって、各地オフショア市場で人民元が不足するとなれば、四大国有商業銀行の現地支店を通じた人民元建流動性の供給が行われようし、上のスワップ協定が機能もしよう。また、長い間待たれていた「人民币跨境支付系統 (CIPS, China International Payment System)」が⁷⁴⁾、10月初めには稼働を開始し、人民元建国際取引の決済を支える⁷⁵⁾。もっとも、人民元建預金勘定が、国際的金融資本取引はもとより、第三国間貿易取引の為替決済に自由に使えない以上、総ての工作をもってしても、それは為替管理下の人民元「国際通貨」化でしかない。

IV 中国経済の危機とグローバル経済—結びにかえて—

2001年末、WTO に加盟した中国は、過去10年有余年の間高度経済成長を疾駆し、そのGDP 規模は世界第二位となった。この間世界経済は、アメリカ経済を一方の極とし、もう一方の極を中国とする「グローバル・インバランス」下に置かれてきた。この点で、グローバル化の進む世界経済の一方の役処は、明らかに中国にあった。その中国経済がいま構造的危機に直面し、国有企業を中心に累積する「負の資産」—過剰生産設備と巨額の負債—の処理に取り組みねばならない。その一方で、中国には「皆保険・皆年金」の社会保障制度も整備されないままである⁷⁶⁾。

もっとも、巨額に膨れ上がった中国国内の債務は、短期債の長期債への組み替え、企業債務を株式に転換するデット・エクイティ・スワップ、証券市場への公的資金投入、地方政府債の中央政府債への組み替え等、政策手段の総動員をもって負債の満期転換と形態転換が図られよう。併せて、そうした過程で国有企業の再編も加速されていこう⁷⁷⁾。問題は、このように期間が組み替えられ、表書きが書き換えられた負債と出資の証券を、中国国内の金融資本市場だけで消化できるかどうかである。国内消化のために条件は、いうまでもなく、貿易・経常収支の黒字である。しかし、もし収支黒字の条件を充足できなくなれば、上の各種証券の国内消化は難しくなり、中国は人民元の完全自由交換性を条件に自国金融資本市場を対外開放し、グローバル・マネー

を受け入れねばならない。

世界人口の1/5を擁する中国の「負の遺産」処理と再建。恐らくそれは、1997年東アジア危機の如き通貨投機による「市場の暴力」に委ねるものであってはならないであろうし、さりとて国有商業銀行—国有企業—党独裁なるトライアングルの指令経済では、待ち受ける経済構造の改革に十分に対応できるとも考えられない。もとより、数年に亘る厳しい調整期間を経過し、現行の政治体制の下、中国経済は再び成長軌道に復帰しているかもしれない。しかしその場合、中国経済に内在する矛盾は、天文学的数字にまで達する負債となって一段と拡大・深化し、世界経済は新たな債務爆弾をセットすることになる⁷⁸⁾。実際、去る9月トルコで開催されたG20に出席した人民銀行周総裁は、「株式市場の修正はほぼ終了した」と述べたものの、その後も株式市場は弱含みで進んでいる。その背景には、8月に人民銀行が行った米国債売りによる外貨準備取り崩しが、意図せざる米金利の上昇=QEIIIの終焉を引き起こし、「中国発世界金融危機」が世界の金融資本市場で懸念されていることがある⁷⁹⁾。

中国の「負の遺産」処理と再建、去る9月6日に開催されたG20において世界的関心を集めた通り、それは世界経済秩序の再構築とガバナンスの共通問題として取り組まれざるを得ない課題といえよう。

✧本稿は、2015年11月7日(土)に開催された日本国際経済学会第74回全国大会(於:専修大学)

第4分科会・新興経済での報告原稿「中国・金融「自由化」と人民元「国際化」の政治経済学」に若干の修正を加えたものである。学会当日、本報告のコメンテーターをお引き受け頂いた獨協大学童適平教授、分科会座長・神奈川大学鳴瀬成洋教授、ご質問を頂いた諸先生方に記して謝意を表したい。

〈注〉

- 1) BNP Paribas Chief Economist の Lo (2010) によれば、この4兆元の財政支出の内、70%はインフラ投資と四川大地震復興向けであったという (p.147)。
- 2) Lo (2010) は、リーマン・ショック後の財政出動によって、国有企業が優遇され、その結果いわゆる「国進民退」は一層進んだとして詳細な例を記している (pp.150-151)。
- 3) 中国のGDP統計の精度については、予てより疑問が呈されてきた。そのため、李克強首相自身、中国経済の現実を推測する指標としての二つを挙げてきた。津島 (2015, 47-48ページ) によると、中国の2014年経済成長率は3%台と記している。
- 4) 中国の国有企業には、國務院直轄の国営企業ともいうべき「央企(中央企業)」112社と地方政府(省・市・自治区)が国有資本支配(投資控股)する「地方国企(地方国有企業)」とがある。具体的には、国家が授権した投資機構・部門による100%出資で設立された株式制の国有企業=国有独資公司、国有資本が多数株支配する株式制の持ち株企業=国有資本控股公司があり、全額国家出資の非株式制国有独資企業以外は、総て株式会社制である。このように、国有企業と一括するには、出資と経営の在り方において大きな相違もみられるものの、以下本稿では、国有企業として一括して記す。
- 5) 2013年のGDP56.6兆元に対し、国有企業の営業総収入は46.5兆元(「央企」28.4兆元、「地

- 方国企」18.0兆元)、利潤総額2.4兆元(「央企」1.6兆元、「地方国企」0.7兆元)であった(数字は、財政部資産管理部及び国家統計局より)。
- 6) Lo (2010), p.147参照。
- 7) 杨志锦「产能过剩致煤炭行业利润降六成:不良贷款和不良率双双上升」、『21经济网』、2015年12月6日。
- 8) 「中国、赤字企業が最多 1~6月鉄鋼など国有が最多」『日本経済新聞』2015年9月1日(朝刊)。
- 9) 拙稿(2015)、48-50ページ参照。また、丸川/梶谷(2015)、第一章も参照。
- 10) Lo(2010)は、中国の不動産バブルの資金源が貯蓄性資金によるものであって、商業銀行の信用創造によるものではない点で、金融システムがシステミック・リスクに陥ることはないこと、また経常収支黒字を計上し、対外純資産を擁している点で、外資流出・対外資金の引き上げに対しても十分に対応できるという評価をしている(pp.140-143)。しかし、この後記す通り、Loの予想に反して、2015年夏以降の現実、中国経済にとってかなり深刻な事態であった。
- 11) 新居に入居するにあたっては、家具・家電製品・什器等も新調されようが、家電製品等を製造する多くの産業企業が民間企業或いは外資系企業である。
- 12) Lo(2013) pp.168-167参照。
- 13) 企業間金融が規制されている中国では、企業が銀行に資金融資先企業或いは債権等有価証券購入先を指定して資金運用を図る委託融資という特有の制度がある。地方政府が出資設立した国有企業であれば、四大商業銀行だけでなく地方商業銀行経由で「地方融資平台」向けの各種債券を投資家に購入させ、債券価格が高騰した段階で売り抜けることもあり得たであろう。「金融収奪」ともいふべき所業である。
- 14) 2015年9月上旬トルコで開催されたG20において、中国人民銀行周小川総裁及び財政部楼繼偉部長(中国人民銀行「二十国集团团长和央行行长会议在土耳其安卡拉举行」、2015年9月5日)。
- 15) 「股份」とは株式のことである。したがって、股份有限公司は株式会社のことである。
- 16) 中国証券監督管理委員会「2015年5月份証券市場概況統計表」等より算出。
- 17) 「中国共産党は、バブルを一段と膨らますことに一危険水準まで負債を抱えた国有企業の株式を売却し、いくつもの込み入ったバランス・シートを一新する一前代未聞の機会を読み取り始めていた。」(Orville Schell, 'Why China's stock market bubble was always bound to burst', *The Guardian*, July 16, 2015.)
- 18) 中国証券監督管理委員会「2015年6月份証券市場概況統計表」より。
- 19) 中国の上場株式の株価収益率は70倍一世界の主要市場の平均は18倍一で、上海A株市場の株価は、香港証券取引所に上場されていた同じ企業の株価の凡そ二倍であったという(Orville Schell, 'Why China's stock market bubble was always bound to burst', *The Guardian*, July 16, 2015)。
- 20) 中央汇金投資公司とは、巨額の外貨準備を運用すべく、ソブリン・ウェルス・ファンドであるシンガポール・TEMASEKを範として2007年に設立された國務院直属の中国中央投資公司の子会社であり、四大国有商業銀行の最大株主として君臨している。
- 21) 養老保険金の規模は、2014年末で約3兆626億人民元(約61兆円)である。
- 22) 中国証券監督管理委員会「关于上市公司股息红利差別化个人所得税政策有关问题的通知」、2015年9月7日。
- 23) 中国証券監督管理委員会「中国证监会有关负责人答新华社记者问:把稳定市场、修复市场和建设市场有机结合起来」、2015年9月7日。刘泉江「沪深交易所、中金所就指数熔断机制公开

- 征求意见』『中国金融新聞』2015年9月8日。CSI (China Securities Index) 300指数の値動きが上下いずれの方向でも5%に達すれば、株式やオプション、指数先物の取引は30分にわたって停止され、指数の変動率が7%に達する。あるいは午後2時半を過ぎて5%に至った場合は本来の終了時間まで取引が停止されるというものである。
- 24) 以上の一連の措置は、関係省庁の発表及び新聞報道を取りまとめたものである。
- 25) 政府の株価支援策によって、8月上旬一旦は株価が持ち直すかにみえた上海A株市場であるが、同月中旬には再び下落し始めた。株式投資に長けた富裕層の株式取引口座が次々と解約されていることが背景にあると報道されている (Fox Hu & Cindy Wang, 'China's Richest Traders Flee Stocks as the Masses Pile In', *Bloomberg*, Aug. 18, 2015)。
- 26) 中国人民銀行『2015年第二季度 中国货币政策执行报告』、5-6頁。
- 27) 中国社会科学院経済学部主任李揚系及び同助手張曉晶の共同寄稿「我国債務占GDP比已升至235.7% 杠桿率迅速上升」『上海証券報』、2015年8月21日でも厳しい指摘がなされている。
- 28) 第1表を作成するにあたり、関(2015)126ページを参照した。
- 29) 「社会主義」を標榜する一党支配下の「金融化 (Financialization)」の帰結がこれである。
- 30) 商業銀行の不良債権比率は、2015年度第I四半期1.25%、第II四半期1.48%と徐々に上昇してはいるものの、1%台の数字には疑問なしとはしない (数字は、中国銀行監督管理委員会「2015年商業銀行主要監管指標情况表 (季度)」より)。
- 31) もっとも、2012年6月、預金の上限金利規制が導入され、貸出金利の下限が拡大された。今後、預金・貸出金利の「自由化」が実施されるとなれば、銀行は高い預金金利を設定しつつ、貸し込み競争に突入せざるを得ず、銀行の収益環境は大きく悪化することが予想される。実際、10月22日最後に残っていた銀行預金金利も自由化された後、人民銀行は基準金利自体を段階的に下げてきている。
- 32) 大型商業銀行の融資先企業である国有企業が、共産党—人民解放軍の影響下にある強力な軍産複合体であることに考えが及ぶべきであろう。改革には多大な困難が伴おう。
- 33) 中国の銀行・金融機関と政治体制との関係については、員(2013)、第4章を参照。
- 34) 中国における金利自由化については、童(2013)、228-241ページを参照。
- 35) 外資の上海A株市場への導入を図ろうとしていた「滬港通」であるが、2015年第I四半期が終わるころには、政策の効力に陰りが見えはじめていた。そして4月21日「人民日報」による株価上昇を扇動する報道があり、以降この種の報道は続いていくことになる。しかし、現実には香港経由でのA株市場への資金流入は先細りとなり、制度開始以来1220億元の資金流入があった一方で、7月6日~20日だけで420億元の流出をみた (Jeanny Yu, Yuan deposit rate trends lower in Hong Kong after equity rout, *South China Morning Post*, July 22nd, 2015)。
- 36) 2015年第II四半期において、中国が保有する米国債の売却及び受取元利金の再投資の引き上げとして確認されている。Daniel Kruger & Wes Goodman, 'China Slashes U.S. Debt Stake by \$180 Billion, Bonds Shrug', *Bloomberg*, Aug. 10, 2015. また中国人民銀行は、従来6億6984万元であった金準備保有額を2015年6月に20億9473億元へと3倍強に増額させている (数字は、中国人民銀行資料より)。
- 37) Shen Hong 「中国央行巨額逆回购操作显示政府担心资本外流」, *Wall Street Journal* (中国語版), Aug. 18, 2015.
- 38) 数字は中国人民銀行資料より。

- 39) 国家外汇管理局「国家外汇储备规模」より。
- 40) 国家外貨管理局は2015年4月、外資企業の外貨建て資本金の人民元換金に関する規制を6月1日から全国で緩和すると発表した。中国（上海）自由貿易試験区（上海自貿区）で初めて導入し、2014年8月からは天津滨海新区や瀋陽経済区、蘇州工業園など全国16地区で試験実施してきた措置を全国に広げた。これも外貨獲得策の一環であるとすれば、理解が可能である。
- 41) 中国による米国債売却については、「人民元買いで米国債売却？ 米金利「意図せぬ」上昇要因」『日本経済新聞』2015年9月1日（朝刊）でも、報道されている。
- 42) Lingling Wei and Anjani Trivedi, 'China's Forex Reserves Fall by Record \$93.9 Billion on Yuan Intervention', *The Wall Street Journal*, Sept. 7, 2015.
- 43) かつて公開市場操作を通じ、過剰流動性を吸収・調節するための手段であった中央銀行債券の発行残高は、2008年10月の4兆7千億元を最高に減少に転じ、2012年12月1兆3880億元、2013年9月7878億元、2014年7月6932億元、同年10月6522億元となって現在に至っている（数字は中国人民銀行資料より）。というのも、中央銀行手形の金利が2.53%であるのに対し、人民銀行が商業銀行等の法定準備預金に対する金利は1.62%、超過準備金に対する金利は0.72%であるため、人民銀行は流動性管理の主要な手段を、高コストの中央銀行手形から、準備率操作に移したためである。
- 44) かかる事態に直面した場合、一般には短期金融市場金利が上昇するが、2013年6月の流動性不足危機と短期金利高騰の経験を踏まえて、今日四大国有商業銀行や国家開発銀行・交通銀行等から招商銀行等17行の中規模商業銀行及び地方商業銀行・地方農村銀行等、更には証券会社、保険会社等向けに、売り戻し条件付きレポ取引及びコール市場を通じ、資金貸出が行われている。短期金融市場の動向については、人民銀行が四半期毎に発行する『中国貨幣政策執行報告』「金融市場運行状況」で知ることができる。
- 45) この点について、趙洋「靈活操作保持流動性合理适度」『中国金融新聞』2015年8月24日。また同記事は、2015年上半年、人民銀行による流動性供給額について、売り戻し条件付きレポ取引で9580億元、短期流動性調節オペで1800億元の流動性が供給されたとしている。
- 46) 中国税関総署が発表した8月の貿易統計によると、輸出は前年同月比5.5%減の1968億ドルで、2カ月連続で前年水準を下回った。他方、輸入は13.8%減の1366億ドルで、10ヶ月連続の前年割れで、輸出から輸入を差し引いた貿易収支は602億ドルの黒字であった。同月半ばの人民元切り下げによる輸出支援効果は特に表れておらず、その一方で景気減速が進んで内需は弱く、世界経済の牽引役としての力が衰えつつある状況である（中国海関「今年前8个月我国进出口总值15.67万亿元」、2015年9月6日）。但し、今年中国は世界最大の経常黒字を計上するとの予測もある（「15年独経常黒字は過去最高更新へ、黒字世界1位は中国に＝IFO」ロイター、2015年9月15日）。
- 47) 2014年、全世界の国際決済額は14.9%増であったのに対し、人民元取引は20.3%の増であった。2012年比で321%であった（SWIFT, 'RMB Monthly Tracker 2015'）。ちなみに、人民銀行『2015年第二季度 中国貨幣政策執行報告』には、6月までの人民元建貿易取引の数字が記されている。サービス取引の決済額も併せて、同月6000億元強である。
- 48) 拙稿（2015）、58-59ページ。
- 49) 詳細は拙稿（2013）を参照。Lo（2013）によると、香港金融資本市場で発行された点心債・人民元建CD等の内、2011年の場合、約60%が中国企業であったと記している（p.42）。
- 50) 拙稿（2013）及びLo（2013）pp.28-29を参照。
- 51) そのため、下に記す最近の人民銀行による基

- 準為替相場の切り下げは、人民元為替相場上昇というシナリオを描いてこれまで発展してきた香港等の人民元建オフショア市場にとっては、大きな打撃となっている。実際、香港で建てられる先物人民元為替相場 CNH は、基準為替相場を大きく下回る人民元安相場が建っている (Michelle Chen, 'CNH TRACKER-Offshore yuan pool under pressure amid sharp depreciation', *Reuter*, Aug. 13, 2015, 恒生銀行『恒生投資』、2015年8月18日、第4頁)。
- 52) 2015年1月、深圳の不動産企業・佳兆業集団 (Kaisa Group) が発行したドル建債の利払い5億ドル相当が滞り、事実上破綻した。これを受けて、償還期限が到来した点心債の借り換えが懸念されるようになる中で、株式バブルの崩壊を迎えたのである。
- 53) 2005年7月の為替相場制度改革にあたって、為替変動幅は上下0.3%、2007年5月上下0.5%、2012年4月上下1%、そして2014年3月2%に拡大されていた。
- 54) 人民銀行が毎朝9時半に公表する基準為替相場は、8月10日6.1162元であったが、11日6.2298元、12日6.3306元、13日6.4010元と切り下げられた後、14日には6.3975元への切り上げとなった (数字は、中国人民銀行資料より)。
- 55) 実際、ベトナムは、対米ドル・ペッグ制下にある通貨ドンの対ドル基準為替相場を、2015年1ドル=2万1458ドンへ1%切り下げ、5月2万1673ドンへ0.99%切り下げているが、今回の中国の為替措置を受けて、従来1%であった為替変動幅を2%に拡大するとした。
- 56) 2015年7月現在の香港の預金 (外貨建を含む要求払い預金+貯蓄性預金+定期預金) 残高は10.5億香港ドルで、1元=1.21香港ドルで計算すれば8.7億元であるから (HKMA, *Monthly Statistical Bulletin* より)、香港の預金残高の約11%が人民元建ということになる。
- 57) Fiona Law, 'Selloff in Dims Sum Bonds Spikes Borrowing Rates in Yuan', *The Wall Street Journal*, Aug. 25 2015, 'Investors Aren't Hungry for Dims Sum Debt', *The Wall Street Journal*, Aug. 27 2015.
- 8月中旬以降、人民元切り下げで点心債価格は5.7%下落したという。
- 58) 2014年10月末、香港金融管理局 (HKMA, Hong Kong Monetary Authority) は、シンガポール、ロンドン、台湾等でのオフショア人民元市場に対する差別化を図ろうと、HSBC, Standard Chartered, Citi, BNP Paribas, 中国銀行、中国建設銀行、中国商業工業銀行7行をプライマリー流動性供給銀行 (PLP, Primary Liquidity Provider) として指定し、人民元建資金プール創設を目指した (HKMA, *HKMA Designates Seven CNH Primary Liquidity Providers*, Nov. 3, 2014)。しかし、今回の一件で、人民元建流動性供給の限界が改めて明らかになった。尚、この点を含め、Liz Mak, 'Hong Kong yuan pool faces record liquidity crunch', *South China Morning Post*, Aug. 26, 2015, 'Yuan liquidity crisis shows Hong Kong's soft spot as offshore hub', *South China Morning Post*, Aug. 30 2015を参照。
- 59) 9月9日段階でも、1週間物及び1ヶ月物上海インターバンク貸出金利 (Shibor) は、各々2.3980%、3.0100%であるのに対し、Hiborは各々2.5180%、3.79550%である (数字は、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心、Hong Kong Treasury Markets Association の資料より)。
- 60) 一方で、人民元為替相場の下落をチャンスと捉える外資系企業の点心債発行が、最近の傾向となってきた。
- 61) Liz Mak, *op. cit.*. CNH 為替相場下落を抑えるべく、人民銀行は香港に進出している大陸系銀行を通じ、人民元買・米ドル売を指示したようである。事実上のオフショア為替市場での介入である (Enoch Yiu and Jing Yang, 'China's yuan firms in wake of stronger midpoint, offshore support',

- South China Morning Post*, Sept. 12, 2015)。
- 62) 実は、大陸系企業のH株、香港で登記された大陸系企業のレッド・チップス株が、2015年段階で香港証券取引所メイン・ボード取引の50%以上(香港交易所資料)を占めている。そのため、上海A株市場の株価下落は、香港証券取引所の株価にまで影響を与え、2015年5月28000にまで上昇した恒生指数は、9月段階で21000である。カレンシー・ボード制下、アメリカの金利変動がダイレクトに表れる香港株式市場は、中国とアメリカの双方の経済環境に大きく左右されている(恒生銀行「香港股市展望」、2015年9月)。
- 63) Lo (2013) は、CNH の下落により、当然ながら点心債等人民元建金融商品の価格下落と流動性低下を招くことになることを指摘している(pp.24-25)。
- 64) 中国人民銀行「关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知」、2015年8月31日。
- 65) 中国人民銀行「完善人民币兑美元汇率中间价报价吹风会文字实录」、2015年8月13日。
- 66) 香港のオフショア人民元建預金金利及び点心債流通利回りは、既に上昇している(‘Surprise yuan devaluation opens buying window’, *South China Morning Post*, Aug. 18, 2015)。
- 67) HSBC の推定では、国有企業には1.7兆ドルの対外債務があるということである。今回の人民元切り下げによって、当然ながら中国企業の米ドル建債務支払いの実質負担は重くなる可能性がある(Jeanny Yu, ‘Chinese firms looking beyond dollar financing after yuan devaluation’, *South China Morning Post*, Aug. 17, 2015)。
- 68) Orville Schell, *op.cit.*
- 69) 「中国人民銀行決定下调存贷款基准利率并降低存款准备金率」2015年8月25日。
- 70) Gabriel Wildau, ‘Problems for China’s economy extend far beyond currency’, *Financial Times*, Aug. 16, 2015. Lo (2013) は、人民元「国際化」の前提は国有企業改革を含む政治改革という(pp.172-173)。
- 71) この段階で、人民元オフショア市場としての香港金融市場の役割が改めて問われることになる(Jeanny Yu, ‘Hong Kong’s yuan hub status is under threat’, *South China Morning Post*, Aug. 20, 2015)。
- 72) 中国はロンドンで人民元建短期国債発行の予定と報道された(Fion Li and Molly Wei, ‘PBOC Plans London Yuan Bond Sale as U.K. Supports Reserve Status’, *Bloomberg*, Sept. 22, 2015)。所詮負債に過ぎない債券を非居住者が保有することが、直ちに国際準備資産としての機能規定を受け、一国の国民通貨の「国際通貨化」へと転じる大きな契機となるのかについては、理論的にも大きな問題を有している。また、人民元建債券を非居住者を対象に海外市場で発行した場合、債務証券の流動性という観点からも、為替相場の引き下げは今後政策オプションとして選択肢から外れ、為替相場政策を拘束することになろう。
- 73) もとより中国は、現代の「米ドル本位制」下、唯一アメリカのみが享受する「国際通貨発行特権」の恩恵を模倣し、「負債決済」可能な人民元建国際金融決済システムを構築したいのかもしれない。しかし、その場合でも中国の金融資本市場の対外開放はいうまでもなく、より根源的には人民元が純資産としての貨幣性を有する必要があるだろう。
- 74) 中国銀行「跨境支付清算系统落户 为境外使用人民币提供便利」、2014年9月26日。
- 75) Michelle Chen and Koh Gui Qing, ‘Exclusive: China’s international payments system ready, could launch by end-2015 – sources’, *Reuter*, March 9, 2015.
- 76) 海外では中国の債務危機を指摘する報道もある(Benjamin Robertson, ‘What’s the chance China will collapse under its debts? About 15 per cent,

South China Morning Post, June 11, 2015) だけでなく、Li (2015) 経済改革が中国の政治体制の危機につながる可能性があること指摘する見解もある (p.180, p.182)。

77) 既にそうした政策が打ち出されてもいる。中国証券監督管理委員会「关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知」、2015年8月31日。しかし、それが真に可能かどうか大いに疑問であるというのが、Lo (2013) の見解である (pp.162-163)。

78) Lucy Hornby, 'PBoC governor says China stock market correction 'mostly over'', *Financial Times*, Sept. 6 2015.

79) 2015年9月17日の米公開市場政策委員会 FOMC で、当面の間 QE III の延長が決まったのも、こうしたことが背景にあるからである (例えば、Sam Fleming, 'Fed holds fire on historic rate rise', *Financial Times*, Sept. 18, 2015)。

〈参考文献〉

(英語文献)

Chi Lo (2010), *China After The Subprime Crisis, Opportunities in the New Economic Landscape*, Palgrave Macmillan.

Chi Lo (2013), *The Renminbi Rises, Myths, Hypes and Realities of RMB Internationalisation and Reforms in the Post-Crisis World*, Palgrave Macmillan.

Minqi Lo (2015), *China and the 21st Century Crisis*, Pluto Press.

(日本語文献)

関志雄 (2013) 『中国 二つの罫』日本経済新聞社。

関志雄 (2015) 『中国「新常态」の経済』日本経済新聞社。

童適平 (2013) 『中国の金融制度』勁草書房。

丸川智雄／梶谷懐 『超大国・中国のゆくえ 経済大国の軋みとインパクト』東京大学出版会。

関辰一 「限界に向かう中国の企業債務拡大—バブ

ル期の日本と似た様相—」『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015, Vol.15, No.57。

津島俊哉 (2015), 『巨竜の苦闘 中国、GDP 世界一位の幻想』角川新書。

鳥谷一生 (2013) 「転換期を迎えた人民元『国際化』—人民元建貿易取引を牽引する背景—」『現代社会研究』(京都女子大学)。

鳥谷一生 (2015) 「中国・金融『自由化』と人民元『国際化』の政治経済学—『米ドル本位制』への挑戦のための前哨—」『同志社商学』第66巻第6号、2015年参照。

員要録 (2013) 『中国型金融制度』、創土社。

**On the Financial Economy of China Facing
Structural Adjustment and the Development
of its International Financial Policy
— The Current Situation in the Midst of Creaking Financial
System and Worsening External Balance —**

TORITANI Kazuo

〈Summary〉

In the summer of 2015, China faced sudden and harsh crash of the Shanghai stock market. Since then to the present, her economy has seemed to be mired in such post-bubble blues as the advanced countries, including Japan, had suffered for the past decades. On the other, China proclaims 'Internationalization of RMB' by 2020. For its realization, however, she has to put in effect financial liberalization in the domestic market as well as liberalization of international financial transaction; the latter is sure to change its current foreign exchange system from the controlled into the floating. China, can she make it? In this paper, the bubble-burst economy of China, led by SOE under the control of PRC, is analyzed and the prospect of her international monetary strategy with AIIB should be referred to.

Key words : Chinese Economy, Bubble Burst, State-Owned Enterprise (SOE), Financial Liberalization,
Internationalization of Renminbi, AIIB