

中国不動産バブルの崩壊と金融システム

—財政問題の金融関係への転換と国際的制約—

鳥 谷 一 生*

要 旨

「改革開放」から凡そ半世紀を経て、中国経済は不動産バブルの生成と崩壊に帰結した。今日その後処理に追われた中国経済は、中央政府と地方政府の行財政関係と中国人民銀行の市場指向的金融システムへの転換との係わりで、大きな転換点にある。

他方、この間中国は人民元「国際化」プロジェクトを通じ、香港金融資本・為替市場に自らの完全管理下におくことのできない人民元建オフショア市場を設定してしまった。そのため、人民元はドル建国際資本移動と直接面するようになり、このことが中国人民銀行の市場指向的金融調節にも影響を与えている。

以上を踏まえて最後に、忍び寄る中国の財政・金融危機について世界経済との関りで言及していく。

キーワード：中国経済、不動産バブル崩壊、中国人民銀行、金利コリドー、人民元「国際化」、国際金融のトリレンマ

はじめに

中国の不動産バブルは崩壊した。今日その影響は、地方の中小銀行等金融機関支店の相次ぐ閉鎖として広がっている¹⁾。閉鎖された金融機関の数は、2024年1～5月だけで1257支店である²⁾。報道によれば、閉鎖された銀行店舗からの預金引出は凍結され、今日中国各地で預金者による抗議行動が発生しているようである³⁾。

今次の不動産バブル崩壊は、2020年8月のいわゆる「三条紅道」⁴⁾が導入されたことに始まるといってよい。これを契機に、恒大（本社・深圳）、碧桂園（本社・広東省仏山市）、融創（本社・天津）、世茂（本社・香港）等、世界最大或いは有数の不動産ディベロッパー

* 京都女子大学 教授

大手は資金繰りに窮し、国内外で発行した債券の利払いができず、次々にデフォルトに陥っている。

こうして不動産ディベロッパーの資金繰り悪化により、不動産建設は中断を余儀なくされるようになった。銀行借入によって住宅投資に走っていた購入者は、購入予定であった住宅が工事中断で入居もできないため（爛尾楼という）、契約違反として銀行から借りていた住宅ローンの支払いを拒否するようになった⁵⁾。加えて、不動産会社の相次ぐデフォルト危機は、次に住宅ローン債権の不良債権化に転じ、影響は銀行システム全体に及ぶようになってきた⁶⁾。そうした中、銀行窓口を通じて発行されてきた一連の証券化商品も信用度を落とし、不動産企業への投融資を行ってきた地方の中小商業銀行や農村信用会社の破綻に繋がっている。冒頭記した社会事象はこうしたことの一つの表れである。

そこで本稿は、今般の不動産バブル崩壊が、「改革開放」から凡そ半世紀における「債務主導型経済成長(debt-driven economic growth)⁷⁾」が行き着いた一つの帰結であるという歴史観

をもって、中国経済について財政・金融の観点から分析を行う。

次の1では、少し時計の針を巻き戻して、「改革開放」下の住宅政策・不動産開発について財政制度との係わりから振り返っておく。そして不動産開発に走った地方政府の財政逼迫が深刻化したことから、2015年に地方政府債の発行が許可されるも、それが今度は中央政府の国債増発に繋がっている。もっとも、国債・地方政府債の増発には、その発行・流通が円滑に進むことが条件となる。カギは、国債・地方政府債購入の最大の受け皿となっている商業銀行にある。

2では金融に視点を移し、対内と対外の両面から分析していく。まず対内面で、人民元為替相場制度と人民元建流動性供給体制の変更が、中国人民銀行(People's Bank of China, PBoC)の市場指向的金融調節スタンスへの転換と共に進んできたことを確認する。そしてPBoCの金融調節スタンスの転換は、金融改革として金利コリドーの形成として結実し、国債・地方政府債を担保とした流動性供給体制が整えられてきたことを明らかにする。

1) 福本「中国で加速している脆弱な中小銀行の整理再編」『東洋経済』、2024年2月22日。The Economist (2024)。

2) 元データは中国金融監督管理総局からのもので、銀行支店の閉鎖は昨年より30.41%増えた。内訳は、農業銀行527店(41.93%)、農業信用会社266店(21.16%)、国有銀行227店(18.06%)、株式制銀行94店(7.48%)、都市銀行82店(6.52)、村鎮銀行34店(2.7%)であった。これら以外に、外資系銀行16店、政策性銀行6店、農村合作銀行5店の閉鎖があった。今日中国では、「銀行破綻の波がやってきた(中国“銀行破産潮”要来了)」といわれている。尚、閉鎖した銀行店舗のデータは、中国金融監督管理総局許可証信息查询金融許可証「機構退出列表」において確認できる。

3) 2016年12月の中央経済工作会议において、「住宅は住むものであって、投機のためのものではない」と習近平主席が述べたことは有名である。それから5年後、2020年7月、河南省禹州新民生村鎮銀行他3行で、預金取り付け騒ぎが起きた。そして今日銀行取り付け騒ぎは、散発的ながらも全土で発生している[Laura (2022)]。

4) 「三条紅道」とは、総資産に対する負債(前受け金を除く)の比率が70%以下、自己資本に対する負債比率が100%以下、短期負債を上回る現金を保有していることの三条件である。2021年7月には、銀行の住宅ローンや不動産業向け融資に対する総量規制も課せられた。

5) 2022年7月、政府は、地方政府はもとより銀行・国有企业をも巻き込んで、中断した工事の再開による債権者への不動産の引き渡し策(「保交楼」)を打ち出した。しかし、こうしたスキームであっても、不動産企業の資金繰りが付くのかどうか懸念は拭えない。

6) 日本の規定とは違っているが、不良債権比率は、2022年12月-2023年12月に、国有銀行1.31-1.26、株式制商業銀行1.32-1.26、都市商業銀行1.85-1.75、農村商業銀行3.24-3.34であった[HKMA (2024), p.14]。今後、農村部銀行金融機関の相次ぐ倒産の影響が、都市部銀行、そして国有銀行に及んで行くかが注視される。もっとも、本稿末尾に記している通り、国有商業銀行に対し1兆元の資本注入が行われる事態になっており、ここでの数字とは何であるのか、別途問われる必要がある。

7) BISのCredit to the non-financial sector dataによれば、2023年末の非銀行部門の負債額は357兆7307億元、対GDP負債比率は289.8%で、家計部門負債額79兆6312億元、同62.6%、非金融法人部門負債額181兆3359億元、同142.5%であった。ちなみに、中国の2023年GDPは126兆582億元であった(中国国家统计局資料)。

他方、対外面において、この間中国は人民元「国際化」を進めてきた。その結果、同じ人民元建とはいえ、香港金融資本・為替市場に自らの完全管理下におくことのできないオフショア市場を設定してしまったことに留意しなければならない。香港の人民元建オフショア為替市場を通じ、人民元はドル建国際資本移動と直接面するようになり、このことがPBoCの金融調節に影響を与えるようになっている。つまり、今日PBoCは、不動産バブル崩壊を受けて増発の続く国債・地方政府債の流動性といった国内の金融圧力とドル建国際資本移動からの影響に挟撃されているといってもよい。

以上を踏まえて最後3では、中国の財政・金融危機と世界経済との関りについて言及していく。

1. 「改革開放」政策下、不動産開発と財政

1.1 「改革開放」への転換と不動産開発

1978年、「改革開放」に舵を切った中国は、外資導入・輸出指向工業化戦略の下、2001年12月にはWTOにも加盟し、二桁台の高度経済成長を疾駆してきた。

「世界の工場」となった中国の高度成長を支えたのは、かつて人民公社を核にした農村地域の労働者であった。1980年代、農産物の生産請負制度導入と共に、人民公社は相次いで

解体され、農村部に滞留していた農民は農民戸籍のまま農民工となって、上海、天津、大連、厦門、深圳等沿海地域の経済特区へと移動していった。

他方、1950年代～70年代前半の冷戦そして中ソ論争下、飛来する核ミサイルの脅威を逃れるべく、重慶、成都、武漢、長安等以外にも、石炭・石油等のエネルギー産業や重化学工業を支える巨大国有企業を擁する「三線都市」が内陸部に建設されていた。しかし、「改革開放」の下、そうした国有企業にも生産請負制度の導入と経営自主権の確立が進むと共に、福利的住宅供給制度の廃止に向けた措置が徐々に講じられてきた。

1998年7月、「都市住宅制度改革をさらに深化させ住宅建設を加速することに関する国務院の通知《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》」が発せられ、全国で公有住宅の売却と家賃引き上げが実施されるようになった⁸⁾。そして1999年「住宅公積金管理条例」が制定され⁹⁾、従業員と企業側の折半で、住宅取得資金の積立制度が始まった。こうして国有企業従業員にも、「揺りかごから墓場まで」の時代は終わり、「土地本位制」の不動産バブルの下地が作り込まれた¹⁰⁾。

ところで、外資系企業を誘致した沿海地域、エネルギー産業や重化学工業を支える巨大国有企業が展開する内陸の大都市では、電力、ガス等のエネルギーから港湾・道路・鉄道・空港や工業用水・排水水処理施設といっ

8) 楊 (2004)、中岡 (2019) 年参照。

9) 胡 (2020)。

10) 例えば、郭・曲 (2022) は次のように記していた。「住宅改革以来、中国の不動産と地価は、2021年に相対的に下落する周期に入るまで上昇を続けて30年になろうとしている。長期的にみれば、目下の下落周期には経済ルールからの乖離はみられない。不動産価格は無制限に上昇するものではないし、また無限に下がるものでもない。個人の住宅需要こそが決定的ファクターなのである。不動産投資需要は、基本的には個人需要の基礎の上に築かれるべきものであり、資産価値が維持されるかどうか、考慮する必要がある。」(5頁)

た産業基盤インフラから、住宅・医療・教育施設等の労働者の生活基盤インフラに至るまで、公共事業として建設整備が行われてきた。そうした公共事業の実施主体の多くは、地方政府であった。

しかし、1994年の財政制度改革である分税制により、税収の6割以上は中央政府に入る一方で、地方政府の主な税源は土地売却等不動産関連収入に限られることになった。しかも、2015年まで地方政府債の発行は禁止されていた。そのため地方政府は、1990年代より別動隊として地方政府融資平台（Local Government Financial Vehicle, 以下LGFV）を設立し、大規模再開発事業に従事させてきたのである。

2005年7月、米中貿易摩擦が厳しさを増す中、中国は人民元為替相場制度を対ドル固定相場制から管理フロート制へと移行させ、2008年8月には北京オリンピック、2010年上海万博が開催された。WTO加盟後の2000年代、中国は度経済成長を謳歌した。

2008年9月、アメリカ発世界金融危機が勃発し、中国の輸出指向工業化戦略に暗雲が垂れ込めるようになった。世界金融危機に対し、中国政府は内需拡大のために4兆元の公共事業を打ち出したものの、その主役は再び地方政府であった。再開発事業にあたり、LGFVは地域の四大国有商業銀行（中国工商银行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀

行）支店等経由で債券を発行したり、銀行自らがこれら債券を組み入れた信託証券を一般の個人投資家向けにも販売した。こうして中国全土に大型公共事業の槌音が響き渡った。

2010年、名目GDPで中国は日本を凌駕し世界第二位となり、2017年、購買力平価でみたGDPでは、遂にアメリカをも超えて世界第一位となった¹¹⁾。2018年、中国は貿易額で世界第一位となり、中国は世界経済の機関車となった。人々は不動産資産高騰とナショナリズムに酔いしれ、ユーフォリアの中にあったといっていよい。しかし、それは「債務主導型経済成長」でしかなかった。

この間中国では、人口約14億人に対し約30億人分の住宅を作ってしまったといわれている¹²⁾。しかも、約40年間続いてきた一人っ子政策と高齢化により、2022年に中国の人口は減少に転じており、住宅需給が構造的需要不足に転じることは今後必至である。その一方で、中国経済において不動産関連産業が占めるウェイトは、GDPの約30%に及ぶとされる。注意すべきは、不動産開発の背後には、これを資材・建設面で支えた石炭、セメント、製鉄、重機械製造業等の国有企業が控えていることである。したがって、今般の不動産バブル破綻の影響は、LGFVと地方政府、そして民間の不動産企業はいうに及ばず、社会主義・中国の核ともいべき国有企業とこれを資金面で支えてきた四大国有商業銀行を中心

11) IMF, GDP based on PPP, shar of World資料より (<https://www.imf.org/external/datamapper/PPPSH@WEO/CHN/USA?year=2018>, 2024年8月31日閲覧)。

12) これは、2023年9月23日、広東省東莞市で開催された「中国实体经济発展大会」で、国家統計局元副局長・賀鏗がスピーチで述べたものである[毎日経済新聞(2023)]。甘(2018)は、2017年の調査で都市部の空き家率は21.4%であるとし(7頁)、複数の住宅購入が空室率上昇の原因になっていると警鐘を鳴らしていた(7頁)。その一方で、中国最大の投資会社・中金公司(中国建設銀行とモルガン・スタンレー等が1995年に出資設立)の張・王(2018)によれば、2017年都市部の空き家率は16.9%で、市街地では14.7%であったしながら(5頁)、「都市部住宅はまだ過剰とはいえない。直ちに質量共に向上させることが待たれる」(2頁)という論を張っていた。

とした金融システムにも甚大な影響を与えることは必至である。

1.2 増大する国債と地方政府債

上記の通り、1994年、中国は分税制の財政改革を行った。このことが、図表1における中央政府の財政黒字と地方政府の財政赤字の対照的な推移の構造的制度的背景にある。その上で、2008年アメリカ発世界金融危機を受け、中国政府が発動した4兆元の公共事業の大部分は、地方政府によるものであった。例えば、中央政府の財政黒字額は、2010年2.64兆元、2015年4.37兆元、2020年5.04兆元、2022年5.93兆元であった。これに対し、地方政府の財政赤字額は、2010年3.32兆元、2015年6.73兆元、2020年10.95兆元、2022年11.38兆元であった。

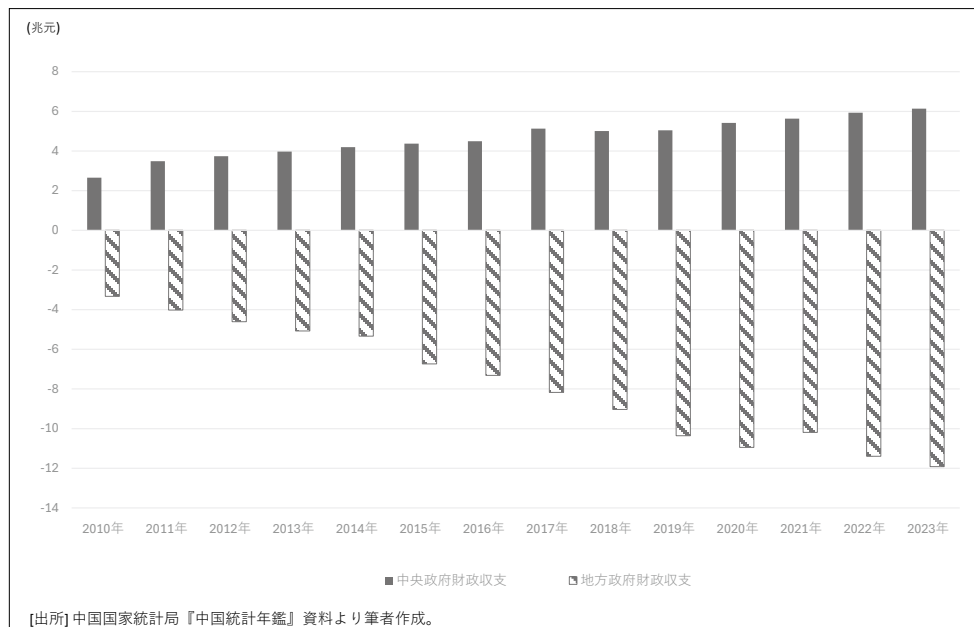
もっとも、地方政府は、このように自主財

源が決定的に不足するにもかかわらず、地方政府債発行が禁じられていた。そこでこの間地方政府は、「土地は国有」という看板を建て前に、区画整理から不動産建設・販売までの不動産開発を担うLGFVを別動隊として設立し、地方税収も不動産関連税収に大きく依存するようになった。

こうしてLGFVは、図表2に示される通り、地方政府を後ろ盾にしつつ、四大国有商業銀行や株式制商業銀行の地元支店からの借入だけでなく、地元銀行経由で城投債（LGFVが発行する債券）を発行し、資金調達を行ってきた。また銀行側も信託商品を販売し、調達した資金をLGFVやその他不動産企業に投融資してきた¹³⁾。

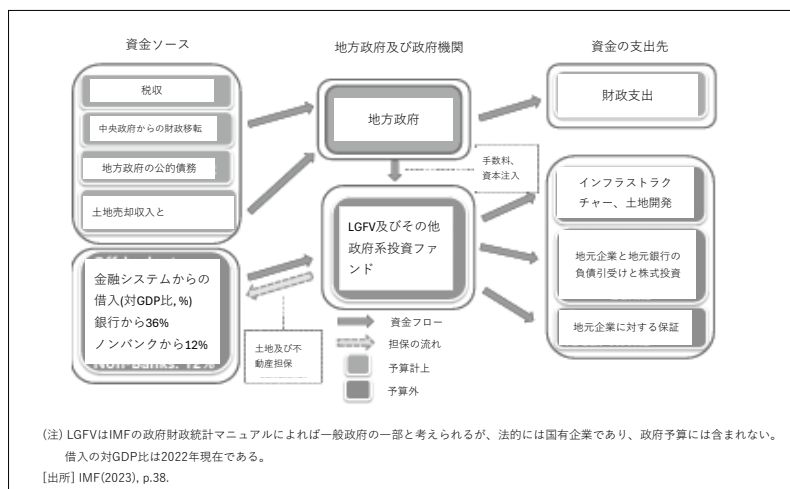
しかし、LGFVに巨額債務が積み上がると共に、その債務保証に地方政府が関与している現実を重くみた政府は、2014年「改正予算

図表1 中央政府と地方政府の財政収支



13) 但し、留意すべきは、不動産バブル崩壊の予兆は、次節でみる通り、既に2013年時点から始まっていたのである。それにもかかわらず中国政府は、外資導入・輸出指向工業化政策という開発戦略の連続性を維持しながら、不足する外需を補い且つ国有企業支援策として「双循環」なる蓄積モデルを打ち出してきた。そのため、この間「国進民退」の傾向には一層の拍車がかかり、中国全土に開発の波が押し寄せたのであった。

図表2 地方政府融資平台の資金繰り構造



法」を成立させた（2015年1月施行）。これにより、財政赤字を埋めるための地方政府債の発行とLGFV債務の地方政府債への置換（置換債）が認められる一方で、LGFVが地方政府の債務を肩代わりすることが禁止された¹⁴⁾。

こうしてLGFVへの「暗黙の保証」等、いわゆる隠れ債務を地方政府債に置き換えることにより、地方政府は元利払いを表に出し、予算計上していくことになった。

では、地方政府の財政赤字はどのように補填されたのか。それは結局、中央政府から地方政府への税収移転（日本の地方交付税交付金に相当）によって補填されてきたのである。

国務院財政部・中央予算決算公開平台の資料によれば¹⁵⁾、2015年の地方政府の自主財源（税収＋地方国有企業からの上納利益を含む非税収入）は8.3兆元であったのに対し、中央政府から地方政府への移転収入は5.5兆元で、

地方政府の一般公共予算収入13.8兆元の内39.9%であった。2022年の場合、地方政府の自主財源10.87兆元に対し、中央政府から地方政府への移転収入は9.69兆元で、地方政府の一般公共予算収入20.57兆元の内47%を占めた¹⁶⁾。このように、地方政府の財政赤字は中央政府からの財政移転収入によって補填されてきたのである。

以上、中央政府と地方政府との財政面での関りを中心にみてきた。LGFVを使った地方政府の不動産開発が中央政府へいかなる影響を与えてきているかは、最早明らかである。すなわち、地方政府の財政逼迫は、中央政府からの移転収入の増大となり、次に中央政府の財政を圧迫していくのである。

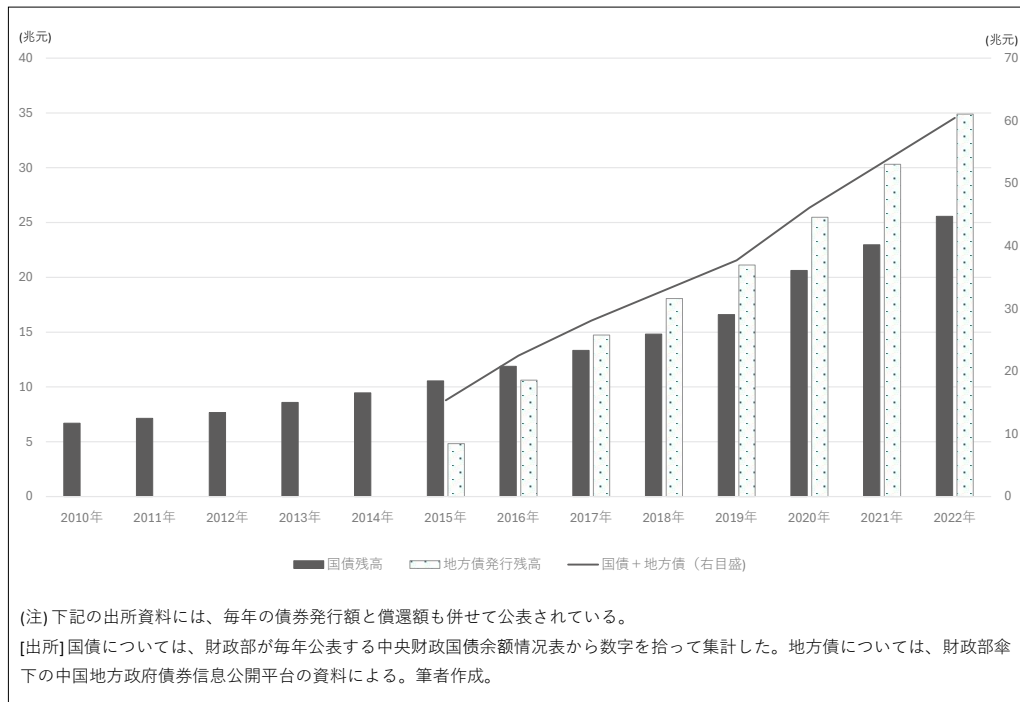
実際、図表3の通り、2015年に発行が始まった地方政府債発行残高は、2015年4.8兆元、2020年25.4兆元、2022年34.8兆元に激増し、

14) 佐野（2015）。「改正予算法」に伴う地方政府債の発行と地方政府財政については、月岡（2023）、神宮（2023）を参照。尚、地方政府債は、一般公共予算（一般会計）の赤字を補填する「一般債」、政府性基金予算（特別会計）の赤字を補填する「专项債」があり、いずれも全国人民代表大会による発行枠の承認を受けて省級政府が発行する。一般債の調達資金は収益性のない公共事業に使用されるが、专项債は収益性のあるインフラ投資プロジェクト向けに発行され、元利金支払いは原則としてプロジェクト収益から充当される。

15) 原資料となる統計上の不連続性もあり、ここでは一連の数値データを図表として示すことはできない。

16) 近年の中国の財政については、内藤（2019）から学んだ。

図表3 国債と地方債の発行残高の推移



中央政府の国債発行残高もまた、2015年10.5兆元、2020年20.6兆元、2022年25.5兆元となった。地方政府債発行が激増するにつれ、中央政府の国債発行が増大していく状況が窺われる。ちなみに、2022年の地方政府債発行残高34.8兆円は、同年の地方一般公共予算収入10.8兆元の約3倍であり、同年の国債発行残高25.5兆元は、同年の中央一般公共予算収入20.3兆元の約1.25倍であった¹⁷⁾。LGFVを別動隊とした地方政府主導の不動産開発は、地方政府の財政赤字を媒介に、中央政府を巨額の財政赤字の底なし沼に引きずり込むかもしれない。

これまで政府は、コロナ対策として発行した特別国債や地方政府のLGFVによる借入金を除いた財政赤字をGDPの3%相当を下回る水準に抑えようとしてきた。しかし、今般の

景気落ち込みの深刻さを前に、政府は一般公共予算とは別枠で1兆元の超長期国債の発行にも追い込まれている。

そこで次の問題は、地方政府が発行する地方政府債そして中央政府の国債等、これら公債がどのようにして引き受けられ流通しているのか、その背景に控える金融システムとの関係はどうかということである。節を改めて、次にこの点について論じていこう。

2 増大する公債残高と金融システム

2.1 公債の最大の引き受け手＝商業銀行

上に記した通り、今日中国の公債残高は、中央政府と地方政府の単年度一般公共予算収入を大きく上回ることになっている。これが今後、元利金支払いと償還・借り換え問題と

17) 中央政府と地方政府の一般予算公共収入額については、『中国統計年鑑 2023』より。

して国債管理或いは地方政府債管理のテーマとなってくることは必至である。

もっとも、その一方で毎年累増する公債の消化とその流動化を支える債券市場がなければならぬ。図表4は、1996年PBoCの承認の下、国債の保管・決済機関として設立された中央結算公司(China Government Securities Depository Trust & Clearing Company)¹⁸⁾の2023年末の債券保管状況である。

そこで、前掲図表3の国債と地方政府債の発行残高と中央結算に寄託された債券の保管状況を比較すると、国債発行残高29.6兆元 / 保管高29.3兆元、地方政府債発行残高40.7兆元 / 保管高40.5兆元で、国債と地方政府債い

ずれも、発行残高のほとんどが中央結算公司にて保管・決算されていることになる。そして、2023年末の国債及び地方政府債の中央結算公司での保管高に占める商業銀行のシェアは、順に65%、82%であった。ちなみに、政策性銀行は、中国国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行であり、後ろ二行は、「一帯一路」関係の開発金融の担い手である¹⁹⁾。商業銀行債は、いうまでもなく商業銀行が発行する債券であり、政策性銀行債と商業銀行債の各々57%、28%が商業銀行によって保有されている^{20), 21), 22)}。

いずれにせよ、国債、地方政府債の流動性のカギは商業銀行にあるといってよい。した

図表4 中央結算公司に寄託された証券の保有状況 (2023年末)

(兆元)							
投資機関 債券	商業銀行	信用社	保険会社	証券会社	非法人系 投資ファ ンド	海外金融 機関	総額
国債	191,363	2,921	6,636	9,530	19,002	22,911	293,468
地方政府債	332,117	1,940	17,324	5,804	22,515	82	405,668
政策性銀行債	129,997	6,624	5,354	2,989	72,277	7,872	227,032
商業銀行債	20,084	404	4,141	1,721	42,579	244	70,060

(注) 投資機関側の商業銀行には、四大国有商業銀行、政策性銀行、株式制銀行、都市銀行等が入る。
 政策性銀行とは、中国農業発展銀行、中国国家開発銀行、中国輸出入銀行を指す。
 信用社とは農村信用社等である。
 非法人系投資ファンドには、信託会社、ファイナンス・カンパニー、リース企業、自動車ファイナンス会社等が含まれる。
 [出所] 中債研发中心 (202), 97-98頁より筆者作成。

18) 中央国債登記結算公司是、全国銀行間同业拆借（短期インター・バンク市場）と併せて、1997年に発足した全国銀行間債券市場を構成する。

19) 政策性銀行発行の債券は、国債金利よりも若干上回っており、民間の投資ファンドにとっても人気の高い金融商品である [IMF (2019), pp.76-79 (訳), 90-91ページ参照]。

20) 尚、中国の開発金融を支える中国国家開発銀行、中国輸出入銀行の資本・資金関係については、Liu (2023) が詳しい。

21) その背景には、国家金融監督管理総局が指示するリスク資産評価において、国債、地方政府債そして政策性銀行債はいずれもリスク・ウェイト・ゼロに分類されていることがある。そのため投資サイドの商業銀行は、これら債券のデフォルトに備えた積立金等のコストが不要となる。また、銀行貸付債権のリスク・ウェイトが100%であるのに対し、債券のそれは20%であることから、貸付債権の債券化（証券化）によって、銀行は支払い準備金の積み上げコストを引き下げた。いずれであれ、ここでも商業銀行が債券市場全体の流動性の要となっていることは明らかである [Walter (2022), pp.128-129]。

22) 国債や地方政府債等については海外金融機関も保有しており、各々10%と6%である [HKMA (2021), p.4]。だが、中央結算 (2023) の資料をみると、2022年海外の金融機関が保有する国債の比率は9% (対前年比6.55%減)、地方政府債0.02% (37.18%減)、政策性銀行3.4% (32.11%減) であった (5頁)。

がって、商業銀行を軸とした金融システム全体の安定的発展こそは、今後も増発される国債と地方政府債の市中消化と流動性維持のための条件となる。

では、今日中国の金融システムは、こうした財政側からの要請に応えることになっているだろうか。或いは、そこに制約条件はないであろうか。

2.2 人民元建流動性供給体制の「ドル為替本位制」からの転換—「脱ドル化」政策—

ここではまず、中国の為替相場制度とPBoCの人民元建流動性供給体制について振り返っておくことがベターである。

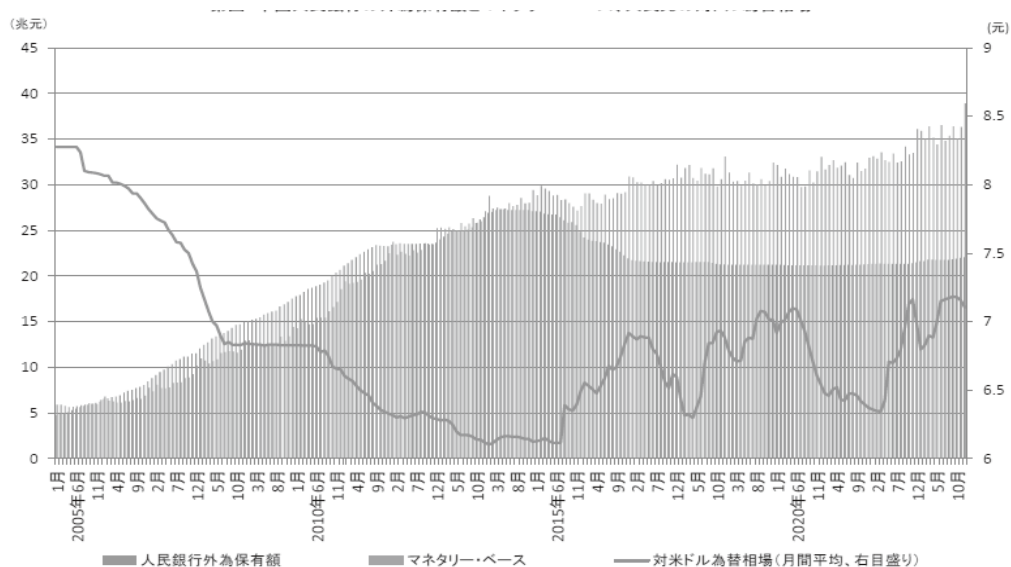
1978年、中国は「改革開放」に大きく舵を切り、外資導入・輸出指向工業化戦略の道を歩んできた。1994年の公定と市場実勢の二重為替制度の廃止・一元化、1996年12月IMF 8条国への移行を経て、1ドル＝8.2元で対ドル固定為替相場制度に移行した。2001年12月中国はWTOに加盟し、これを契機に中国はア

メリカをはじめEUそして日本へと輸出攻勢をかけ、成長率二桁台の高度経済成長を疾駆した。

だが、2000年代前半には米中貿易摩擦が始まり、早くも2000年にはアメリカ議会にThe US-China Economic and Security Committeeが設置されている。中国は、米中貿易収支の均衡化を求めるアメリカ議会の強硬な姿勢を受けて、2005年7月バスケット通貨制度を参照とした管理フロート制へ移行した。

図表5をみてみよう。同図表は、PBoC保有の外貨準備とマネタリー・ベース、そして人民元の対ドル為替レートの推移を示したものである。2005年7月、折からの米中貿易摩擦を受け、中国は1ドル＝8.2元の対ドル固定相場制から管理フロート制へと為替相場制度を変更した。それ以降、人民元の対ドル為替相場は徐々に上昇し、2012年10月6.277元の最高値にまで上昇した。その後も人民元の先高観から為替相場の上昇圧力が続いたが、2015年6月上海株式市場が崩落し、同年8月

図表5 中国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



[出所] 中国人民銀行資料より作成。

PBoCは2%の人民元為替相場の切り下げ調整を図ったことから、為替相場は急落した。その後、貿易収支黒字の巨額化と資本流入から、人民元為替相場は一時持ち直すも、折からの米中貿易摩擦から再び弱含みで推移した。そこにコロナ禍が襲来し、中国が関与するグローバル・サプライ・チェーンは寸断した。そして2020年8月中国政府が打ち出した不動産開発抑制策、すなわち「三条紅道」によって、中国経済の3割を占めるといわれる不動産関連産業は苦境に立たされた。人民元の対ドル為替相場は再び下落を始め、2022年には再び7ドルを超えて下落するようになった。

ところで、為替相場制度が管理フロート制に移行したとはいえ、巨額の貿易・経常収支黒字を計上していた中国の人民元の対ドル為替相場には、常に上昇圧力が加わってきた。そのためPBoCは政策裁量的に為替市場に介入し、外貨準備は激増していった²³⁾。同図表に見られる通り、2014年夏場までPBoCが発行する人民元は100%外国為替担保であったことが分かる。この外国為替を、中国の為替相場制の実態からドルであるとみなせば、この時期まで中国は正に「ドル為替本位制」にあったのである。

だがこれ以降、人民元の発券担保において、ドル以外の資産のウェイトが高くなっていく。PBoCの貸借対照表をみれば、外国為替を除いた人民元建流動性供給の担保資産の大部分は「その他預金取扱機関向け債権（対其

他存款性公司債権）」である。要するに、PBoCの市中銀行に対する貸出に他ならず、マネタリー・ベースを形成する。中央銀行の市中銀行貸出であるから、無担保オーバー・ナイト物貸出もあろうし、担保付短期・中長期の貸出もあろう。重要な点は、人民元の発券体制がドル為替を100%発券担保とした「ドル為替本位制」から、一部国内金融資産を担保とした人民元建流動性供給体制へと転換していることである。いうなればPBoCの「脱ドル化」政策の一環ともいえるかもしれない。

さて、中央銀行の発券体制が、部分的であれ国内金融資産を担保とした人民元建流動性供給へと軸足を移していくとなれば、これに合わせて中央銀行の金融スタンスも転換してきたことになる。次にその足跡を確認しておこう。

2.3 市場指向的金融調整態勢の構築—金利コリドーの形成—

中国の金融システムは間接金融中心に発展し、金融政策といえば、預金・貸出の規制金利、中央銀行の割引率政策、支払準備率政策、窓口規制であった²⁴⁾。しかし、2000年代、国有企業改革に伴う株式発行が増大し、国有銀行、政策性銀行、そして2015年からは地方政府まで債券発行を行うようになった。こうして、直接金融のマーケットが広がっていった。

その一方で上記のような人民元為替相場制度の下、国内には巨額の過剰流動性が溢れ、

23) アメリカ発世界金融危機が勃発した2008年9月、中国の米国債保有額は日本のそれを上回った(US Department of the Treasury, Treasury International Capital System資料より)。

24) 市場流動性の高い貸出資産を保有できない地方の中小銀行に対しては、公開市場操作は有効な手段とはならず、支払準備率引き下げや窓口指導が有効な手立てとなろう。PBoCは、この間地方の中小銀行に対しては、一段と低い支払準備率を設定してきている。

インフレが蔓延していった。そのため預金・貸出の金利規制を敬遠し、株式や自由金利の証券化商品が選好されるようになった。いわば中国版‘金融のディスインターメディエーション’である²⁵⁾。

こうしたことを背景に、PBoCは預金・貸出金利規制を段階的に解除し、2010年代以降、市場指向的金融調節を行うようになった。そこで「その他預金取扱機関向け債権」の内容について示している図表6を参照にしながら、PBoCの金融調節手段の形成についてフォローしておこう。

PBoCによる金融調節については、従来から国債等政府証券を取り扱うプライマリー・ディーラーや四大国有商業銀行（中国工商银行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行）

との間で、最短期間7日、最長期間9カ月というレポ取引²⁶⁾があった。2013年1月、上記とほぼ同じ金融機関を対象に、期間1日～7日のレポ取引である短期流動性調節工具（Short-term Liquidity Operations, SLO）、個々の銀行に対する中央銀行の窓口融資である常設貸出制度（常备借贷便利, Standing Lending Facility, SLF）が設定された。そうした中、2013年6月、不動産バブルの破綻の狼煙ともいえるべき金利の急騰が発生し、決済システムに緊張が走った²⁷⁾。

2014年4月、政策性銀行（中国国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行）を対象に期間3年～5年の資産担保貸出である担保付補完貸出（抵押补充贷款、Pledged Supplementary Lending, PSL, 通称：酸辣粉）、

図表6 PBOCの金融調節手段

		調節手段	期限	オペ方式	対象金融機関
伝統的調節手段	公開市場操作	レポ取引 バース・レポ取引	7日/14日 1カ月/3ヶ月	担保付レポ取引	プライマリー・ディーラー
		国庫資金定期預け金	1カ月/3ヶ月/6ヶ月/9ヶ月	入札方式	国債引受団及び公開市場操作におけるプライマリ・ディーラーである商業銀行本店
		預金準備率操作	—	—	関係機関
		再割引/再貸出	—	—	最近では、農業、中小企業、低所得者の支援、防疫、CO ₂ 削減のために活用
新たに導入された調節手段	2013年1月	短期流動性調節手段 (SLO)	1日～7日	短期レポ	公開市場操作におけるプライマリ・ディーラーである商業銀行の中でも、金融システム上、重要な役割を担い、資産状況が良好で政策伝達力に優れた一部の金融機関
	2013年1月	常設貸出ファシリティ (SLF)	1日/7日/1ヶ月	当該金融機関とPBOCの対面取引、信用格付けの高い債券及び良質な貸付資産を担保	主要政策性銀行及び全国規模の商業銀行
	2014年4月	担保付補完貸出 (PSL)	3～5年	信用格付けの高い債券及び良質な貸付資産を担保とした貸付	政策性銀行
	2014年9月	中期貸出ファシリティ (MLF)	3ヶ月/6ヶ月/1年	国債、中央銀行手形、政策性銀行債、信用格付けの高い債券等、良質な貸付資産を適格担保とした貸付	実体経済の拡大をサポートし、マクロ経済が真に必要なとする商業銀行、政策性銀行
	2018年12月	貸出先条件付き中期貸出ファシリティ (TMLF)	1～3年	国債、中央銀行手形、政策性銀行債、信用格付けの高い債券等、良質な貸付資産を適格担保とした貸付	実体経済の拡大をサポートし、マクロ経済が真に必要なとする大型商業銀行、株式制商業銀行、大規模都市商業銀行が、PBOCに申請可能
	2017年1月	緊急流動性ファシリティ (TLF)	28日	担保付相対取引	政策性銀行、全国規模の商業銀行
	2017年12月	準備金利用型緊急融資 (CRA)	30日	担保付相対取引	現金流出が比較的多い全国規模の商業銀行

(注) TMLFの正式英語名称はTargeted Medium-term Lending Facility、中国語は定向中期貸付便利である。

CRAの正式英語名称はContingent Reserve Allowance、中国語は臨時準備金動用安排である。

[出所] 李(2023), 11頁。

25) この点については、鳥谷(2020)参照。

26) 資金吸収である買い戻し条件付きレポ(回购)や資金放出である売り戻し付条件付きレポ(逆回购)がある。

27) この時点で、中国の不動産バブル破綻の狼煙があがっていたのである[鳥谷(2014)]。

そして同年9月、国債、政策性銀行発行の債券、その他適格債券を担保に期間3ヶ月～1年の中期貸出ファシリティ（中期借貸便利、Medium-term Lending Facility, MLF、通称：麻辣粉）を設定した。MLFの貸出にあたってPBoCは、借り手の金融機関に金利等の条件を付けることができるようになり、政策裁量の効力が高まったといわれている。

だが、上記の通り、2015年夏、上海証券市場の崩落と人民元の対ドル為替相場の切り下げを経て、同年末から2016年初頭において中国の金融経済はシステミック・リスクの淵に追い込まれた。これを契機にPBoCは、2016年2月中旬以降日々公開市場操作を行うようになり、短期金融市場の流動性管理を本格化していった。こうしてPBoCは、日々公開市場操作を行いつつ、預金取扱い金融機関向けの7日物リバースオペ（逆回购、売り戻し条件付買入取引、DR007）金利を短期政策金利に設定すると共に、SLF金利を上限とし、超過準備金利を下限とする‘金利コリドー’（interest-rate corridor）が形成されるようになった。そして2018年12月には、MLFより若干金利を低く設定し、株式制商業銀行や都市部の大手商業銀行にまで対象を広げた条件付き中期貸出ファシリティ（定向中期借貸便利、Targeted Medium-term Lending Facility）を設定した。翌2019年8月、PBoCは貸出基準金利の公布を中止し、LPR（Loan Prime Rate、最優遇貸出金利）を発表するようになった。LPRはMLF金利をベースに、18の銀行がPBoCに毎月提出している最良顧客向け

金利の平均として決定され、事実上の貸出金利指標（1年物は一般貸出、5年物は住宅担保貸出の基準）となっている²⁸⁾。

確認しておこう。今日PBoCの金融調節は、個々の銀行に対する中央銀行の窓口融資である常設貸出制度SLF金利を上限とし、超過準備金利を下限とする金利コリドーが形成されている。この金利コリドーの範囲において、国債等を担保としたPBoCによる期間1日～7日のレポ取引が行われ、インター・バンク短期金融市場金利であるShibor（Shanghai Inter-Bank Offered Rate、上海銀行間取引金利）は変動している。PBoCのこうした政策スタンスをみる限り、それは正に市場指向的金融調節であり、日本を含む西側先進諸国の中央銀行の金融調節の在り方と変わるところはない。

2.4 金利コリドーと不動産バブルの影響

だが、「土地本位制」の不動産バブルが崩壊し、土地不動産関連税収に依拠した地方政府の財政は逼迫の度合いを強めている。そして財政移転を通じ、地方政府を支える中央政府の国債も今後増発は必至である。加えて、「一帯一路」を看板に掲げた中国の新興経済諸国や発展途上諸国向け公的対外投融資を担ってきた中国輸出入銀行や中国開発銀行の投融資先であるスリランカやパキスタン、ザンビア等は、相次いで債務デフォルトに直面している。

このようにみれば、図表5のPBoCの発券担保である「その他預金取扱機関向け債権」

28) 金利コリドーが、銀行間短期金融市場を対するPBoCの金融調節によって形成される一方で、最優良顧客向け金利であるLPRの基準金利ともなっているMLFは期間3ヶ月～1年である。そしてこれに連動しつつイールド・カーブが形成される3年～5年の担保付補完貸出（PSL）が設定され、政策性銀行が発行する社債の割引貸出の窓口ともなっている。

には、国債以外にも、不動産バブルの後始末に追われる地方政府発行の地方政府債、デフォルト危機に面する新興経済諸国や発展途上諸国向け投融資を行ってきた政策性銀行の金融債、国有企業に対し巨額の融資を続けてきた四大国有商業銀行等の商業銀行債等、今や自己流動性に疑問符が付く債券が多分に含まれていることになる²⁹⁾。

さて、PBoCの人民元建流動性供給担保である「その他預金取扱機関向け債権」の内実がこのようであれば、PBoCによるShiborを金利コリドーの範囲内に収めるという市場指向的金融調節は、かなり緊張を孕むものである。なぜなら、様々な財政状況にある地方政府債の流通利回りは、銀行間短期金融市場の各種金利と裁定関係にあるからである。したがって、地方政府債のクレジット・リスクが高じれば、それは地方政府債の発行金利や流通利回りの上昇となり、Shibor金利は上昇圧力を受けることになる。こうした事態を回避するには、PBoCが各種のルートを通じ、地方政府債等、事実上買入するしかない。実際、2018年以降、地方政府債間のスプレッドは抑え込まれている³⁰⁾。つまりは、護送船団方式ともいべき買取方式である³¹⁾。

2.5 人民元「国際化」とPBoCの金利政策

そしてもう一つ、PBoCは、人民元「国際化」プロジェクトによって、必ずしも十分にコントロールできない為替・金利マーケットを抱え込むことになっている。それは香港金融資本・為替市場における人民元建短期金融市場とドルと人民元の自由為替取引市場であるCNH (Chinese Hong Kong) 市場である。

改めていうまでもなく、CNH市場は正にドル建国際資本移動を人民元に交換し、中国本土内に引き入れるための入り口である。その導管が、香港取引所経由のストック・コネクト（香港－上海、香港－深圳の間での上場株式の相互投資）であり、債券通（香港－上海の相互債券投資）である。したがって、非居住者たる海外の投資ファンド等は、CNH市場を通じ、中国本土内の証券取引に参入している³²⁾。

このように人民元「国際化」プロジェクトにより、中国本土の金融資本市場も、限定的とはいえ、今やドル建国際資本移動の影響を受けるようになっているのである。

そこでいま、ストック・コネクト或いは債券通経由で中国本土内向けに証券投資を行うべく、海外の投資ファンドがCNHでドルを人民元に交換したとしよう。この場合、CNH為替レート、つまり香港での人民元の対ドル・

29) 不動産バブルが崩壊した中国経済を刺激すべく、国債発行による景気刺激策の必要性が提起される。その意義は分からなくはないが、公共事業そして不動産バブルと続いてきた中国の経済構造を前提とした景気刺激策であれば、中国の経済構造問題は一段と深刻化するだけである。そして、そのための資金調達为国債となれば、恐らくはその最大の保有先である四大国有商業銀行の資産流動性を硬直化させ、いうなればクラウンディング・アウトによる金利上昇が発生しかねないであろう。構造改革なしには、財政当局と中央銀行が取りうる政策選択肢は余りない。

30) 西村他（2021）。

31) ここでいう護送船団方式対金利コリドーとの関係は、国債や地方政府債対民間の資金需給を受け止める商業銀行という関係であり、要するに国家対市場ということでもある。もっとも、中国の銀行システムにおいて圧倒的シェアを握るのは四大国有商業銀行と交通銀行であり、これら銀行の主要な融資先は国有企業であるから、単純な構図をもって論じることは憚られるであろう。

32) 香港取引所では人民元建債券（点心債）も発行されている。例えば、2024年3月現在の点心債発行について、これを国別にみれば、中国44.7%、香港9.3%、フランス5.2%、イギリス4.8%、アメリカ4.4%であった。発行主体別では、金融機関46%、政府39%、LGFV10.2%であった [Hong Kong Financial Services Development (2024), p. 64]。

レートは上昇する。人民元建とはいえ、香港CNHでは自由為替市場であり、自由預貸金利市場もあるし、人民元建のHibor (Hong Kong Inter-Bank Offered Rate、人民元建の香港銀行間取引金利) まで既に存在する。そのため人民元建HiborとアメリカF.F.は常に比較され、両金利間の金利裁定取引がCNH為替相場の変動を規定していく。すなわち、CNHの対ドル為替レートが上昇すれば、Hiborの金利は下落する。逆であれば逆である。

しかしながら、そうしたCNHの為替レートと人民元建Hiborの水準が、PBoCが毎朝9時15分に発表する当日の人民元対ドル為替基準レートCNY (Chinese Yuan) と無条件に一致することはないし、この点ではShiborも同じである。この場合、同じ人民元ながら、香港オフショア市場の人民元建Hibor - CNHと中国本土オンショア市場のShibor - CNYとの間で乖離が生じることになる。つまり、同じ人民元の対ドル為替相場と人民元建金利において、一物一価ならぬ一物二価という状態が発生することになる。そのため本来であればそこに裁定取引も働くが、中国本土のオンショア市場と香港のオフショア市場との間は、原則「内外分離規制」下にある。したがって、香港オフショア市場の人民元建Hibor - CNHと中国本土オンショア市場のShibor - CNYとの間で乖離を封じるには、何らかの別段の措置を講じる必要がある。

実は、PBoCと香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority, 以下HKMA) は、人民元「国際化」が始まった直後からスワップ協定等を通じ対応している。

2009年1月、HKMAとPBoCは2000億元/2270億香港ドルのスワップ協定を締結した。

そして2010年10月、HKMAはPBoCと改めて協定を締結し、HKMA管轄下のCMU (Central Moneymarkets Unit) を通じ、中国政府国債 (3年物、5年物、10年物、総額50億元) を発行した。CMUとは、ドル建外貨準備を担保に、HKMAが発行する短期証券であるExchange Fund Bills & Notes (EFBN) の保管決済機関である。EFBNはマネタリー・ベースに組み入れられ、HKMAの貸出担保証券ともなり、銀行間短期金融市場の流動性管理において重要な役割を果たしている。

明記すべきは、このCMU経由で人民元建中国国債の発行が行われ、2012年6月、HKMAはこのスワップ資金を原資とした人民元の融資ファシリティを設定したことである。このことは極めて重大な意味を有する。というのも、香港オフショア人民元建流動性それ自体は、PBoCによって供給されるにせよ、その担保は人民銀行との間でスワップに付されている香港ドル、つまりは米ドルである。しかも、日々の流動性調節の担保の一部にはEFBNと香港政府債券も含まれていることから、その背後にはHKMAと香港政府の外貨建資産が控えていることになる。

2020年11月、PBOCとHKMAとのスワップ枠は5000億元に増枠され、適格担保には地方政府が香港オフショア市場で発行した人民元建債券、米ドル建やユーロ建の債券にまで拡大されている。そして2022年2月、両中央銀行は中国本土で発行された政策性銀行債や地方政府債をも適格担保とし、7月には長期常設スワップ8000億元が設定され、以降協定更新の必要はなくなった。

こうしてHKMAは、いわばPBoCに代わって、人民元建国債等を担保にレポ取引を行

い、香港オフショアの人民元建銀行間短期金融市場の流動性を調整している³³⁾。

しかしながら、CNHの取引相手通貨はドルである。ドルは基軸通貨であるとはいえ、アメリカFRBの金利政策が世界経済、況や中国を向いて決定されている訳ではない。そのため、アメリカの金利・ドルとの間で金利裁定取引が働く人民元建Hibor - CNHがある一方で、CNH - CNYとの係わりで、PBoCはShiborを金利コリドー内に誘導するにあたり、対外的な圧力を受けることになる。このことは、中国が香港金融資本・為替市場に人民元建オフショア市場を設定し、ストック・コネクトや債券通を経由して外資導入に道筋を付けたことで、実はPBoCが「国際金融のトリレンマ」（為替相場の安定性、国際的金融資本取引の自由化、独立した金融政策の三つは同時に成立できない）に面していることを意味していよう。そのため2023年3月からのアメリカFRBの高金利政策は、CNHの対ドル為替相場の下落を誘発し、一時期1ドル=7.3元を下回る場面（人民元の対ドル為替相場の最高値6.2元から、17%以上の下落）もあった。

したがってPBoCは、CNHの為替レートを睨みながら毎朝CNYの基準相場を設定する一方で、国債、地方政府債、政策性銀行債等を買入れ、巨額のマネタリー・ベースを供給しつつ、Shiborを金利コリドー内に誘導していく金融調節を行うことになる。しかし、

PBoCのマネタリー・ベース供給における発券担保は、多分にリスクを含む地方政府債等である。だからこそPBoCは、護送船団方式で地方政府債を買い上げてきたのである。そうであれば、CNHを睨んだCNY為替レートの設定において極力人民元売の圧力がかからないように、例えば「国家隊 (national team)」も動員する形で市場決済に持ち込むことになる³⁴⁾。いうなればそれは、香港Hibor - CNHの自由市場対PBoC直轄下のShibor - CNYの国家主義との激突である。

今日中国は、貿易・経常収支の黒字を今後も計上できるよう、直接投資や証券投資を通じ、積極的に外資を受ける姿勢を示している。しかし、2018年に米中貿易摩擦が勃発し、2022年2月ウクライナに侵攻したロシアに対し中国が接近して以来、こうした対外経済条件を実現・継続していく環境が、次第に失われているように考える。

3 中国の不動産バブル崩壊とドル建国際資本移動—結びにかえて—

以上、本稿は、今般の不動産バブル崩壊が、「改革開放」から凡そ半世紀における中国経済の行き着いた一つの帰結であるという歴史観をもって論述してきた。結局のところ、中央政府と地方政府の行財政関係において、「改革開放」下の高度経済成長による農村から都市への人口移動に始まる住宅問題に対し適切に政策対応できなかったということである。そ

33) 例えば、海外投資ファンドがCNH市場でドル売・人民元買を行えば、人民元建Hiborの低下圧力となり、国債等人民元建債券価格は上昇するから、HKMAは保有する人民元建債券を売却して、債券価格の上昇に歯止めをかけつつ、金利低下圧力を抑制する。逆に、海外投資ファンドがCNH市場でドル買・人民元売を行えば、人民元建Hiborの上昇圧力となり、国債等人民元建債券価格は下落するから、HKMAは人民元建債券を購入して、債券価格の下落に歯止めをかけつつ、金利上昇圧力を抑制する〔鳥谷 (2024)〕。

34) その限りで、PBoCの人民元発券担保としてドル等外貨準備の増加は反映されない。

ここには固定相場制から管理フロート制へ変更されたとはいえ、PBoCの裁量的為替市場介入が続く、国内に過剰流動性が溢れ続けたことも関わっている。なぜなら、マネーが社会を巡る限り、不良債権が露見することはないからである。

こうして中央政府と地方政府の行財政関係と政策対応の不味さは、地方政府の‘隠れ債務’として温存され続け、それが2015年の地方政府債発行解禁と共に表に出てくるようになった。そして今や、地方政府の財政逼迫は中央政府からの財政移転を経由して、国債の増発をもたらしている。

もっとも、国債にしろ地方政府債にしろ、不足する財政資金の調達手段である。均衡財政を原則とすれば、本来単年度において社会的政治的に処理されるべき租税負担を、時間軸において将来における支払い決済に先延ばしたものに他ならない。つまり租税負担を巡る政治的社会的関係の債権債務の金融関係への転換である。2010年代中盤に始まったPBoCの市場指向的金融調節への転換は、この租税負担を巡る社会的政治的問題を中央銀行を頂点とする金融システムに移し替えようとしたものといえよう³⁵⁾。

確かに、経済が成長する中、国内に過剰流動性が溢れて実質金利が低位で推移する限り、政府の財政赤字は差し当たり表には出てこない。だが、経済成長が鈍化する一方で、金融市場が高金利に転じるとなれば、地方政

府債であれ国債であれ、総てはリスク資産へと転じる。この時PBoCは、各種資産を担保とした流動性供給策を講じつつ、国内金融市場の安定性を維持できるかどうか、これまでの一連の金融自由化とPBoCの市場指向的金融調節の成否を占う正念場がここにある。

その一方で、2008年アメリカ発世界金融危機を受け、中国は人民元「国際化」プロジェクトに着手し、香港にオフショアの金融資本・為替市場を設置した。自由為替市場であるCNH市場では、今や日々人民元とドルとが相対し、人民元建Hibor – CNHとShibor – CNYとの乖離を埋めるべくPBoCに代わってHKMAが調整に努めてはいる。

だが、PBoCを頂点とする中国の金融システム自体、最早ドル建国際短期資本移動からの影響を免れることが難しくなっている現実には変わりはない。中国の金融経済システムには、国内外からこれまでにないストレスが加わっている³⁶⁾。

中国国家統計局が発表した2024年8月期の経済指標は、どれもが予測値を下回った。そして国慶節を前にした9月24日、PBoCの潘功勝総裁は、現在平均7%の預金準備率を0.5%引き下げ、政策金利である7日物リバースオペ金利を1.7%から1.5%に引き下げることを発表した。併せて、既存の住宅ローン金利の0.5%引き下げや二軒目の住宅購入に係わる現行25%の頭金比率を1件目と同じ15%とすること、8000億元の株式挺入れ等も発表

35) Jin (2023) は、高度経済成長を疾駆した中国の経済社会について、「家計は投機に走り、企業は法的規制の抜け穴を探し、そして地方政府はヴェンチャー・キャピタリストの如く行動した」(p.150)と記している。名言であろう。

36) 世界では、スタンフォード大学許成鋼教授によるVOAのインタビュー番組(2024年9月8日)「政経論壇：最早何も残っていない。金融危機と財政危機が一起来ってしまったからだ(谈经论政：砸锅卖铁，因为“金融危机和财政危机一起来了”)」が広く支持を集めている。

37) 翌日の9月25日、財政部と民生部は、10月1日の国慶節までに極貧層や孤児などに現金給付の生活補助金を支給すると発表した。

された³⁷⁾。また時日をおくことなく、不良債権を抱える一方で、金利引き下げにより収益が圧迫されている四大国有商業銀行を中心に、1兆元の資本注入が発表された。

2024年9月中旬、アメリカFRBは政策金利0.5%引き下げ、今後も引き下げスタンスを維持するとした。西側中央銀行の金利引き下げ見通しが広がる中、さて中国はいかなる追加景気刺激策と構造改革に向けたヴィジョンを打ち出すことができるのか。それともバランスシート不況の債務デフレに陥り、長期構造不況の「日本化 (Japanification)」の道を進むのか、世界は中国の行く末を注視している。

【参考文献】

(英語文献)

- Hong Kong Monetary Authority (2021) 'A Closer Look at Bond Connect and the Journey Ahead', *Quarterly Bulletin*, Sept.
- HKMA (2024) *Half-Yearly Monetary and Financial Stability Report*, March.
- Hong Kong Financial Services Development (2024) *Accelerating Offshore RMB Markets Development: Enriching Hong Kong's Offerings as an International Financial Centre*, March.
- Ho, Laura (2022) 'China tries to stem growing anger over frozen bank deposits', *CNN*, July 12.
- Jin, Kenyu (2023) *The New China Playbook, Beyond Socialism and Capitalism*, Swift Press.
- Liu, Zongyuan Zoe (2023) *Sovereign Funds, How the Communist Party of China Finances its Global Ambitions*, Belknap Harvard U.P., June.
- Schipke, Al., et.al. (2019), *The Future of China's Bond Market*, IMF (金森俊樹監訳『中国債券市場の未来』, 日本証券経済研究所, 2020年).
- Sonali Jain-Chandra, et.al. (2023), *PRC*, Selected Issues, IMF, Dec.
- The Economist* 'Why Chinese banks are now vanishing', *The Economist*, July 4, 2024.
- Walter, Carl E. (2022), *Red Dream, The Chinese Communist Party and The Financial Deterioration of China*, Wiley.

(中国語文献)

- 甘犁 (2018) 「2017中国城镇住房空置分析」西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心.

- 郭翔宇・曲悦 (2022) 「“房住不炒”时代的居民家庭资产投资」『研究报告 (清华大学五道口金融学院)』8月.
- 李清荷 (2023) 「一文读懂央行资产负债表」华福证券, 5月.
- 毎日経済新聞 (2023) 「现有住房14亿人都住不完! 国家统计局原副局长发声」『毎日経済新聞』, 9月23日.
- 张宇・王璞 (2018) 「数说中国存量住房」『中国宏观专题报告』, 中金公司, 11月.
- 中央結算公司 (2023) 「2022年债券业务统计分析报告」, 2月.
- 中债研发中心 (2023) 「中国债券市场概」.

(日本語文献)

- 佐野淳也 (2015) 「中国における地方財政改革の進展と課題—債券発行と財政移転による基盤強化—」『環太平洋ビジネス情報 RIM』, Vol.15, No.59.
- 神宮健 (2023) 「最近の地方政府の隠れ債務解消に向けた動きについて」『野村総研 コラム』, 10月.
- 月岡直樹 (2023) 「『隠れ債務』の処理急ぐ中国政府融資平台の債務借り換えは根本解決とならず」『みずほインサイト アジア』, 12月.
- 鳥谷一生 (2014) 「中国金融経済システムの構造問題と不動産バブル崩壊の予兆: 金融「自由化」の政治経済学」『現代社会研究 (京都女子大学)』第17号.
- 鳥谷一生 (2020) 「2001年WTO加盟と2005年為替相場制度改革」[拙著『中国・金融の「自由化」と人民元「国際化」の政治経済学』晃洋書房、第4章].
- 鳥谷一生 (2024) 「ドル本位制」下、人民元「国際化」と香港金融資本・為替市場の役割—米中金融協力と摩擦の政治経済学—『現代社会研究科論集 (京都女子大学)』, 第18号.
- 鳥谷一生 (2025) 「中国人民銀行の発券制度の変容と国家主義的金融体制の構造」『現代社会研究科論集 (京都女子大学大学院)』, 17号.
- 内藤二郎 (2019) 「中国の財政を取り巻く状況と課題」『フィナンシャル・レビュー (財務省財務総合政策研究所)』年8月、通巻第138号.
- 中岡深雪 (2019) 「中国の住宅市場における諸問題: 住宅政策からの考察」『關西大學經濟論集』第68巻4号.
- 西村友作他 (2021) 「中国地方政府債券の発行市場における市場メカニズム」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』11月.
- 胡笏 (2020) 「中国不動産の基本 (5) 住宅公積金」ニッセイ基礎研究所, 12月.
- 福本智之 (2024) 「中国で加速している脆弱な中小銀行の整理再編」『東洋経済』, 2月.
- 楊秋麗 (2004) 「中国国有大型工業企業における住宅制度改革の一考察」『立命館経営学』, 12月.