

中国人民銀行の流動性供給体制の変容と 国家主義的金融体制の構造

—政府系金融機関の対内・対外投融资を通じて—

鳥谷 一生

(京都女子大学現代社会学部 教授)

今日、中国の金融経済は内憂外患に面している。内憂とは、いうまでもなく不動産バブル崩壊である。外患とは、「一帯一路」との関わりで、これまで投融资を重ねてきた対外債権の多くが不良債権と化していることである。これら国内外に広がる債権債務は、対内面では地方政府債務と国債に、対外面では政策性銀行が発行する債券とその最大の保有者である四大国有商業銀行との関係に集約されつつある。こうした金融の証券化に伴い、中国人民銀行は債券担保の公開市場操作を行うようになり、金融の「自由化」も進んでいった。そして最も重要なことは、中国の対内・対外投融资の受け皿となっている四大国有商業銀行の最大の出資者が、国務院直轄の汇金である点である。本稿は、この汇金こそが、中国の国家主義的金融体制の中核であること、そして事実上不良債権化した国内外の債券が今や中国人民銀行に集約され、その金融調節を拘束しつつあることを明らかにしていく。

キーワード：不動産バブル、LGFV、中国人民銀行、国有商業銀行、政策性銀行、一帯一路、中央汇金投資有限責任公司、中国投資有限責任公司

I はじめに

2008年アメリカ発世界金融危機から15年が経過し、今日中国の金融経済は内憂外患に面している¹⁾。

内憂とは、いうまでもなく不動産バブル崩壊である。2008年アメリカ発世界金融危機は、中国の外資導入・輸出指向工業化戦略における欧米輸出市場を直撃し、外需主導の高度経済成長に転換を迫るものとなった。これに対し中国政府は、内需拡大を目的に地方政府を動員して4兆元の公共事業を打ち出した。こうして、土地は国有という建前の下、中国全土で公共事業の槌音が鳴り響いてきた。いわば、国を挙げての「土地本位制」ともいべき錬金術を梃子に、2010年中国は世界第二位のGDP大国に躍り出た。そうした錬金術の中核が、地方政府の別動隊として設立された地方政府融資平台（Local Government Financing Vehicle, 以下 LGFV）であった。土地不動産関連税収に依

拠した地方政府は、LGFVが発行する債券の債務保証を往々にして行い、国有商業銀行の地方支店、株式制商業銀行や大型都市銀行の支店では、高利回りをうたうLGFV債券や融資平台への貸出・投資を目論見書に記した理財証券（Wealth Management Product）等が販売された。

だが、2020年8月のいわゆる「三条紅道²⁾」によって、中国の不動産バブルにも遂に歯止めがかかり、これ以降恒大や碧桂园等、多くの不動産デベロッパーがデフォルトに追い込まれてきた。かくて「土地本位制」の錬金術は限界を迎え、LGFVの資金繰りを引き受けてきた地方政府の財政も今日危機的状況を迎え、巨額の地方債を発行しつつ支払い決済を繰り延べている。

他方、外患とは、世界金融危機の翌年2009年7月に始まった人民元「国際化」策、そして2014年11月に習近平総書記が提唱した「一帯一路（Belt and Road Initiative, 以下 BRI）」構想³⁾、そのいず

れもが2015年夏場の上海株式市場大崩落とその後の人民元為替相場下落を契機に大きな転機を迎えたことである⁴⁾。

人民元「国際化」が、事実上挫折したということについては、これまで各所にて再三論じてきた。だが、BRIがあたかも人民元「国際化」を推進するかの論調は依然多くみられる⁵⁾。その一方で、BRIとの関りで融資を受けたスリランカやザンビア等は相次いで債務デフォルトに直面してきたのが現実である。このことから、BRIについて世界では「債務の罠 (Debt Trap)」との懸念が広まってもきた。もっとも本稿が注目するのは、中国の公的対外投融資を担ってきた政策性銀行、すなわち中国国家開発銀行 (China Development Bank、以下 CDB) と中国輸出入銀行 (Export-Import Bank of China、以下 EIBC) の資金繰りである。後にみる通り、両行とも、その主たる資金調達手段は債券発行であり、その資金繰りは、中国の公的対外投融資の在り方に大きな影響を与えている。

このようにみると、上海株価が崩落し、人民元為替相場が下落に転じた2015年夏場以降、中国の金融資本市場には、不動産バブルに牽引された国内の資金需要、そして公的対外投融資に関わる資金需要が充満していたことが理解できよう。これに対し、中央銀行たる中国人民銀行 (Peoples' Bank of China、以下 PBoC) は、いかに対応してきたのか⁶⁾。

以下では、まず中国の通貨体制が、2014年を境に「ドル為替本位制」から人民元建国内金融資産を組み込んだ「脱ドル化」の流動性供給体制に向けて舵を切り、PBoCは市場指向的金融調節システムを構築していったこと、そこにはまた2014年に公表されたBRIが背景に控えていたことを確認する。その上で、国有企業—国有銀行を中心とした中国の金融構造において、その核心ともいうべき国有銀行に政府・国務院直属の政府系金融機関が資本面で深く関与していることを明らかにすることで、国務院・PBoCを頂点とする中国の国家主義的金融構造に対内面⁷⁾そして対外面⁸⁾から照明を当てていく。

Ⅱ 中国人民銀行の流動性供給体制の変容と市場指向的金融調整手段の形成

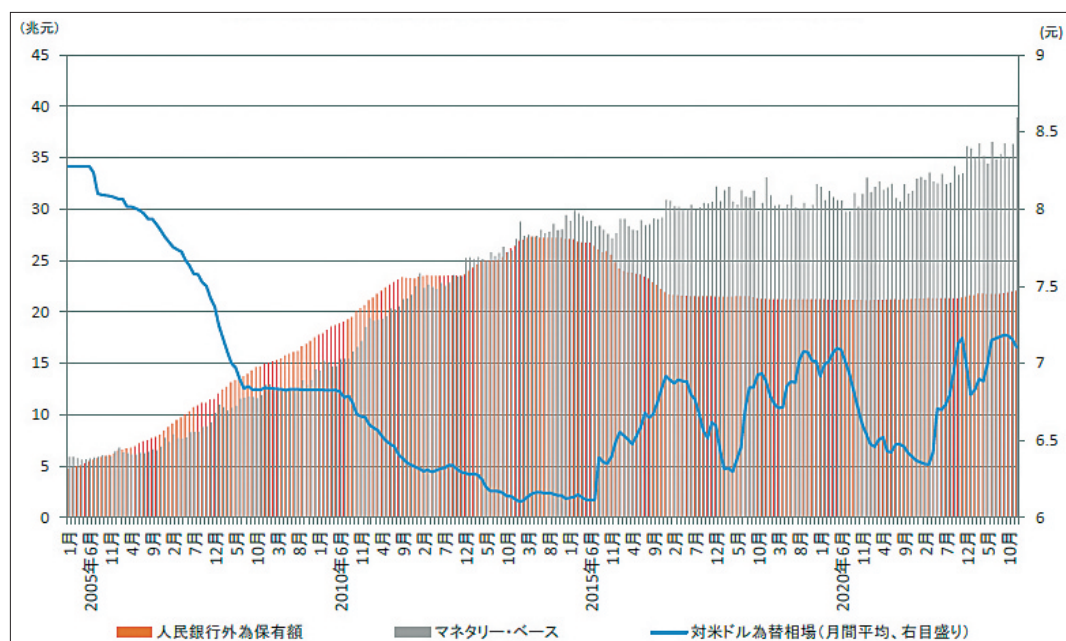
(1) 中国人民銀行の流動性供給体制の変容—「脱ドル化」への舵取り—

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。為替制度の面では、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IMF8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を採ってきた。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実現した。しかし、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、2000年代前半には米中貿易摩擦が始まっている。

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。その後、2008年9月アメリカ発世界金融危機が勃発し、中国の輸出部門は大打撃を受けた。2009年3月PBoC周小川元総裁 (当時) の「国際通貨制度改革構想」が発表され、同年7月には人民元建貿易取引が始まった。

危機後、中国は輸出ドライブをかけたこともあって、図表1にみられる通り、この間人民元の対ドル為替相場は徐々に上昇し、2012年10月6.277円の最高値にまで上昇した。だが、2015年6月上海株式市場が崩落し、同年8月PBoCは人民元対ドル為替相場の2%切り下げ調整を図ったことから、人民元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、その後の不動産バブル崩壊により、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、同図表に見られる通り、2005年7月を前後に、人民元の為替相場制度は対ドル固定相場制から管理フロート制へ移行したとはいえ、人民元の流動性供給の担保ともいうべきPBoC資産のほとんどはドル建資産であった。つまり、中国



〔出所〕 中国人民銀行資料より作成。

図表1 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

の通貨制度は「ドル為替本位制度」というべきものであった。その後、2014年以降、PBoC 資産において「その他預金取扱機関向け債権」が計上されるようになり、今日 PBoC 資産の40%を超えるに至っている⁹⁾。このように、PBoC の流動性供給の担保において「その他預金取扱機関向け債権」が増加してきたことは、中国の通貨体制が「ドル為替本位制」から人民元建国内資産に軸足を置いた管理通貨制度に転換できるかということであり、つまりは中国金融経済の「脱ドル化」に他ならない。もっとも、そこには二つの問題が関係してくると考えられる。

第一に、PBoC が、人民元建国内資産を流動性供給の担保に組み入れるとなると、担保の適格性を問うことと併せて、流動性調節のために担保資産の売買を公開市場操作で行う金融調節の在り方が問われることになる。この点でいえば、2010年代半ば以降、規制金利体制の緩和と市場指向的金融調節が車の両輪の如く進んできた。

第二は、この間中国は年々巨額の貿易・経常収支黒字を計上しつつも、PBoC は流動性供給担保としてドル建資産のウェイトを引き下げるとなる

と、では管理フロート制下、中国は流入してくる巨額の外貨をどう処分・利用してきたのかということになる。図表をみると、2020年6月までPBoCの外貨準備高は20兆元を超える水準で、ほとんど変化がない。後に述べる通り、実はここにBRIの資金源の一つがある。

そこで行論の都合上、まずは第一の問題から論いていくことにしよう。

(2) 銀行間金融市場の整備—金利コリドーの形成—

新興経済諸国や発展途上諸国（Emerging and Developing Countries, 以下 EMDCs）に広くみられる通り、中国もまた間接金融中心の金融制度であったし、金融調節といえば、規制下の預金・貸出の金利、預金準備率の引き上げ・引き下げ、そして窓口指導に依ってきた¹⁰⁾。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、政策銀行、そして近年では地方政府まで債券発行を行うようになった。

こうしてPBoCは、預金・貸出金利規制を順次解除する一方で、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 2 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。

まず2013年 1 月、PBOC は期間 1 日～7 日のレポ取引である SLO (Short-term Liquidity Operations,

短期流動性調節工具) を設定した。SLO は、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 (中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行) を対象にレポ取引を行うもので、同取引金利 (DR007) は短期

図表 2 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 リバース・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にお商業銀行
	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 に申請が可能
	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性商業銀行

(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〕李清荷「一文读懂央行资产负债表」华福证券，2023年 5 月，11 ページ。

李 (2023)，11 ページ。

政策金利として設定された。併せて、商業銀行及び政策銀行を対象に中央銀行の窓口融資である SLF (Standing Lending Facility, 常設貸出ファシリティ) が設定された。

当時、インフレ下の預金金利規制下において、高利回りの金融商品に対するニーズが広がる一方で、商業銀行としても、旺盛な資金需要に応えるべく、預貸比率 (75%) 規制そして貸出総量規制を回避しつつ、自らが満期 1 ヶ月や 3 ヶ月の自由金利の理財商品を発行し、不動産会社向け投融資を行う信託会社等に貸付を行っていた¹¹⁾。つまり、商業銀行自らが、貸借対照表に計上されない投融資を仲介していたことになり、正にシャドウ・バンキングである¹²⁾。ところが、この時期満期が到来した理財商品の借り換えが滞り、資金繰りに窮した商業銀行は PBoC に駆け込むものの、PBoC がこれに前向きではなかったことから、インターバンク市場金利が急騰するという事態が発生した¹³⁾。これを契機に PBoC は、システムック・リスクを予防すべく市場指向的な金融調整の態勢を整えていった。

2014年4月、政策性銀行 (CDB, EIBC, 中国農業開発銀行) を対象に期間 3 年～5 年の担保付補完貸出 (抵押补充贷款, Pledged Supplementary Lending, PSL, 通称: 酸辣粉) が設定され、続く同年9月には、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 (中期借贷便利, Medium-term Lending Facility, MLF, 通称: 麻辣粉) が設定された。MLF は 1 年超の中期の政策金利として位置づけられ、PBoC は借り手の金融機関に金利等の条件を付けることで、政策裁量の効力が高まったといわれている¹⁴⁾。

ところで、PSL が設定された当時、これをもって中国版 QE と指摘された。実際、上記の通り、PBoC の「その他預金取扱機関向け債権」が急拡大したのは、正にこの PSL による融資が拡大した時期であった。そしてこれに証券担保貸付の MLF も加わって、PBoC の「同債権」は急増していった¹⁵⁾。

だが、上記の通り、2015年6月、上海証券市場は崩落し、8月 PBoC による人民元の対ドル為替

相場の切り下げ声明を経て、人民元の為替レートも急落した。中国の金融経済は、同年末から2016年初頭においてシステムック・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が本格化していった。こうして SLF 金利を上限、超過準備に付与される金利を下限¹⁶⁾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 PBoC は、上記の通り、短期流動性調節手段金利である SLO を政策金利として設定し、国債等を担保とした期間 1 日～7 日のレポ取引を行い¹⁷⁾、Shibor (Shanghai Inter-Bank Offered Rate, 上海銀行間取引金利) はこの上・下限の範囲において変動するようになった。

その後 PBoC は、2019年8月に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の商業銀行が 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。今日期間 1 年以上の金利は LPR に連動しつつイーロード・カーブが形成され、PSL 金利は政策銀行が発行する社債の割引金利となっている。

こうして今日 PBoC の金融調節は公開市場操作を中心に行われ、金利コリドーも形成されるに至った。正に市場メカニズムをベースとした金融調節システムの始動である。

問題は、そうした市場指向的な金融調節システムを支える構造である。項を改めて記すこととしよう。

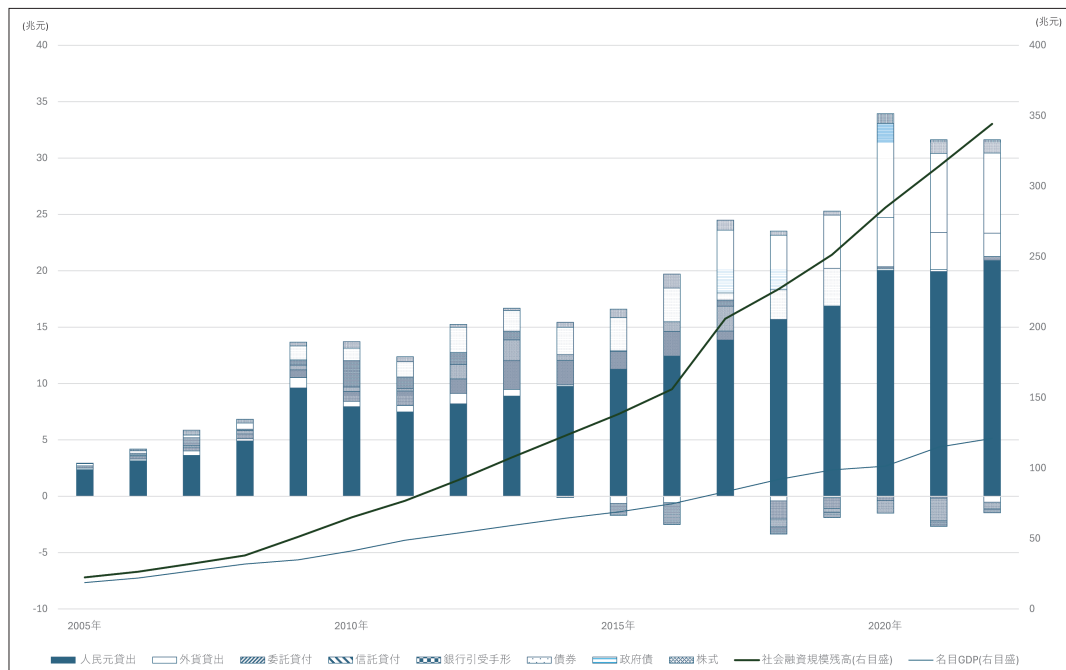
Ⅲ 国有企業—国有銀行中心の金融構造—国家主義的金融体制の基盤—

(1) 国有銀行中心の金融システム

i. 社会融資規模—人民元貸付と政府債—

図表 3 は、中国の GDP と資金調達ルートを示した社会融資規模 (フロー) の推移である。いくつか特徴を取りまとめると次のようになる。

第一に、社会融資規模で最大のシェアを占めるのは、人民元貸付である。このことだけでも、



〔出所〕中国人民銀行資料より作成。

図表 3 社会融資規模の推移（2005年－2022年）

中国が間接金融の中心であることが分かる。

第二に、2005年に18.7兆元であった GDP は、日本の GDP を上回った2010年には41.2兆元、2015年68.8兆元、2022年121兆元へと増大した。これに対し社会融資規模残高は、2005年22.4兆元、2010年64.9兆元、2015年138.2兆元、2022年344.2兆元であった。特に、2008年北京オリンピックとアメリカ発世界金融危機を受けて4兆元にのぼる公共事業が実施された時期、社会融資規模残高は、対前年比2007年21.5%、2008年20.5%、2009年34.8%、2010年27.0%の増大をみた。こうして2005年から2022年の期間中に、GDP は6.47倍、社会融資規模は15.3倍に増大し、2022年時点で社会融資規模/GDP の比は2.84倍であった。「債務主導の成長（debt-driven growth）」といわれる所以である。

第三に、もっとも、期間中の長期的傾向としてみれば、中国経済のマネーの伸びは徐々に鎮静化に向かっているとみるべきではある。その背景には、中国の政策当局のデレバレッジ政策への転換があると指摘されている¹⁸⁾。実際、商業銀行の通

常の貸出である人民元貸出以外の資金調達手段、すなわち国有企業を巻き込んだ不動産バブルの資金ルートともなった委託貸付、理财产品を発行して資金調達を行う信託会社向け貸付である信託貸付、そして商業銀行によるいわば当座貸越ともいべき銀行引受手形等が2015年以降、大きく後退している。外貨貸付に至っては、2015年夏の人民元為替相場切り下げを契機にマイナス、つまりは返済が続いた。しかも、株式は、2016年に1.2兆元、2021年と2022年に各々1.2兆元と1.1兆元となった以外、期間中の新規株式発行（IPO）は比較的落ち着いている。注目すべきは2015年に発行が認められた地方政府債を含む政府債の発行額よりも、IPO の額が遥かに小さいということである。こうして、商業銀行経由以外のノンバンクの資金調達ルートが低調にするようになり、これに軌を一にするかのように、2000年代後半に二桁台であった GDP 成長率は2015年7%、2022年3%となっている。

第四に、こうした結果、2015年以降、年々の社会融資規模フローにおいて、人民元建貸付が最大

のシェアを占めるようになった。すなわち、2015年11.2兆元（71%）、2018年15.6兆元（69%）、2020年20兆元（57%）、2022年20.9兆元（65%）である。また、上にも記した政府債は2020年8.3兆元、2022年7.1兆元となり、各年の社会融資規模の23%と21%を占めるに至った。つまり、年々の社会融資規模において、商業銀行経由の人民元貸付と中央政府・地方政府発行の政府債が約80%を占めていることになる。もっとも、人民元貸付を行う商業銀行において、国有商業銀行が圧倒的シェアを有していることは、次にみる通りである。

ii. 預貸市場

中国人民銀行『中国金融穩定報告 2023』によれば、2022年末 PBoC を除いた全銀行資産は376兆元で、その内非銀行機関及び家計に対する貸出債権は224兆元、59%を占めた¹⁹⁾。この内、四大国有商業銀行に交通銀行、郵政儲蓄銀行を加えた大型銀行の資産は176兆元、中型銀行13行²⁰⁾の資産は86兆元で、非銀行機関及び家計に対する債権は各々108兆元と53兆元であった²¹⁾。負債サイドでみると、全銀行負債の内、非銀行機関及び家計の預金は234兆元で、その内大型銀行109兆元、中型銀行41兆元であった。

ここでは中国の銀行システムにおいて、国有銀行等の大型銀行が資産・負債の両サイド及び預金・貸出において大きなシェアを占めていることについてのみ確認し、先に進もう。

iii. コール市場

次は、銀行間コール市場での大型銀行のプレゼンスである。図表4の通り、コール市場での資金の出し手は大型銀行であり、資金の取り手は中小型銀行及びその他金融機関である。その他金融機関には信託会社や資金調達積積手段としての理財商品も含まれているが、中小型銀行の資金繰りの悪化や不動産向け投融资のための資金調達手段の流動性が失われたり、関連金融機関の資金繰りが悪化することになれば、その影響は大型銀行に降りかかってくることは必至である。

iv. 銀行間債券市場

上に近年の社会融資規模において新規株式発行以上に政府債発行による資金調達が大きいと記した。そこで PBoC の公開市場操作ともなった各種

債券の発行状況についてみてみよう。図表5は、1996年 PBoC の承認の下、国債の保管・決済機構として設立された中央結算公司(China Government Securities Depository Trust & Clearing Company)²²⁾でみた債券発行の状況である。次のように取りまとめることができよう。

第一に、銀行間債券市場の大部分は国債、地方債、政策性銀行債で構成されている。

第二に、新規債券発行額は、2010年9.5兆元であったが、その後発行は減少し2014年には5.9兆元へと40%減となった。しかし、地方債の発行が始まった2015年には再び9.8兆元が発行され、2020年21.8兆元、2023年26.9兆元となった。

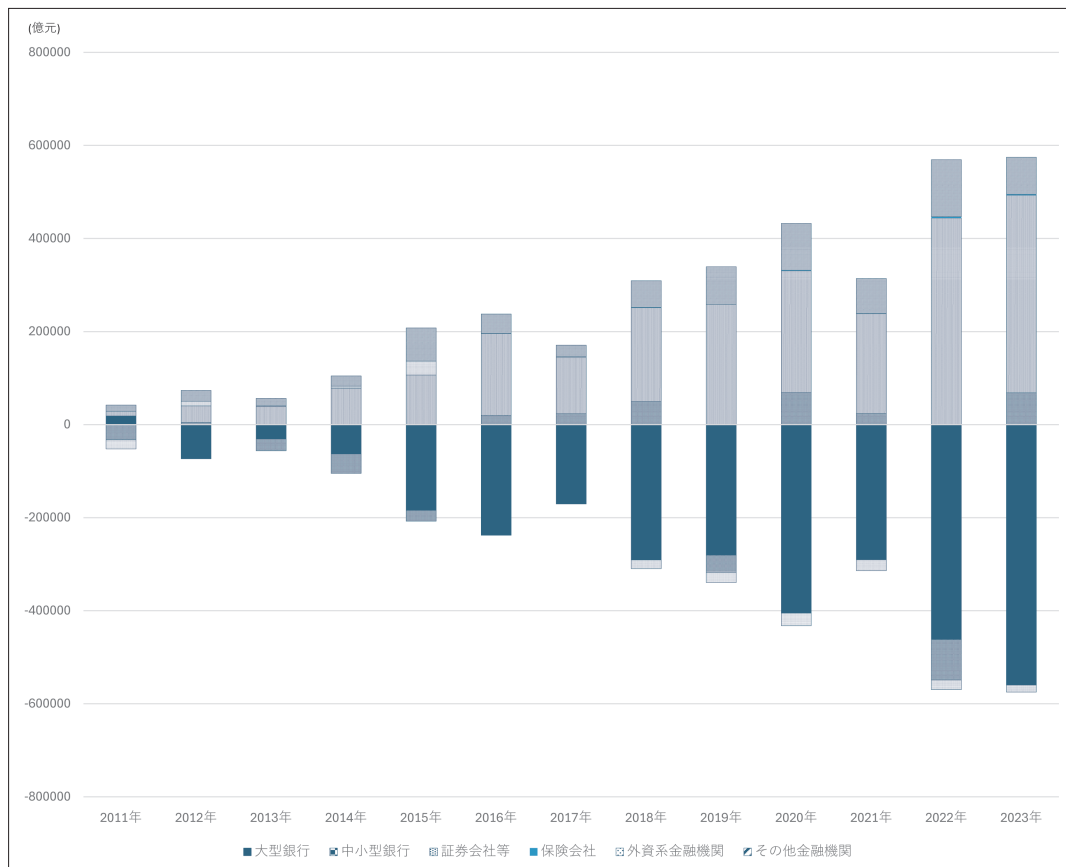
第三に、図表5は新規発行債券の推移を示しているが、期間中に新発債額は2.8倍となっている。但し、その実態は借換債となっている可能性があることは考慮すべきである。

第四に、証券保管残高は2010年20.1兆元、2015年35兆元、2023年106兆元であり、期間中5倍となっている。明らかに債務膨張である。

そこで、図表6から2023年末段階でのこれらの債券の保有状況をみると²³⁾、国債、地方債、政策性銀行債、商業銀行債の保有において商業銀行が圧倒的シェアを占めており、順に63%、85%、55%、31%であった²⁴⁾。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²⁵⁾。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てきた²⁶⁾。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²⁷⁾。

(2) 国有企業—国有銀行中心の金融構造

金利コリドーを形成し市場指向的金融調節の手段を整えた PBoC ではあるが、金融調節の手段となる各種債券の最大の保有先は商業銀行であり、



(注) 大型銀行…中国工商银行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国国家開発銀行、交通銀行、中国郵政貯蓄銀行。

中小型銀行…招商銀行、北京銀行、上海銀行、江蘇銀行等株式制商業銀行12行、恒豊銀行、浙商銀行、渤海銀行、その他歳商業銀行、農村商業銀行、合作銀行、民営銀行、村鎮銀行。

証券会社等…証券会社、投資会社、先物取扱会社

保管会社等…保険会社、企業年金。

その他金融機関…金融システム及びコール市場には参加していない都市信用社、農村信用社、金融会社、信託投資会社、資産管理会社、社会保障基金、理財商品、信託プラン、その他投資商品等。

プラス値は資金の調達、マイナス値は資金運用を表す。

[出所] 中国人民銀行『中国货币政策执行报告』各年の第Ⅳ四半期号より筆者作成。

図表4 銀行間コール市場での資金の出し手と取り手

銀行間債券市場全体の流動性は商業銀行にかかっている²⁸⁾。もとより、前掲図表2の通り、国債、地方債、政策性銀行債等は総てPBoCの公開市場操作対象の証券であり、流動性供給担保である。したがって、債券市場全体の流動性の要である商業銀行が、その保有するこれら債券を担保にPBoCから借入を行えば、マネタリーベース(Monetary Base、以下MB)が供給され、これが

人民元建貸出と政府債の買取資金となる。要するに、中国の金融システムは、PBoC—商業銀行を基軸に国債・地方債・政策性銀行債を金融調節のための手段として形成されているといつてよい。実にオーソドックの金融システムの構図である。

しかしながら、中国の金融経済には深刻な構造問題が存在する。なぜなら、「改革開放」以降、これまで幾度となく国有企業改革が行われはした



(注) 政策性銀行は、中国国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業發展銀行である。

企業債券は中央企業債券、地方企業債券、集団企業債券の合計額である。

発行されている債券の種類としては、他に資産担保証券等がある。

〔出所〕中央国債登記結算有限責任公司『中国債券信息网』資料より作成。

図表 5 中国の債券発行推移 (2010年－2023年)

図表 6 中央結算公司に寄託された証券の保有状況 (2020年末)

(億元)

保有機関 債券種類	政策性銀行	商業銀行	保險会社	証券会社	海外金融機関	非法人系投資ファンド	総額
国債	1,138.4	122,342.6	4,788.3	3,907.0	18,775.8	15,010.5	194,365.1
地方債	15,165.4	215,920.8	5,504.4	1,087.5	33.4	7,909.2	254,525.5
政策性銀行債	550.6	100,365.8	6,021.7	1,614.1	9,191.8	56,278.6	180,404.9
商業銀行債	920.9	18,390.3	3,920.0	313.2	327.2	34,325.3	58,620.3

〔出所〕中央結算公司「2020年債券市場統計分析報告」、2021年、5頁より作成。

ものの、相変わらず国有銀行は国有企業に優先的に貸付を行い、半ばその金庫番として機能してきたからである²⁹⁾。

大型銀行は、政府・國務院直屬の中央企業（央企）や一線級都市（北京、上海、広州、深圳）の地方国有企業に、中型銀行が一線級都市や新一線級都市（成都、杭州、重慶、武漢、西安、蘇州、天津、南京、長沙、鄭州、東莞、青島、瀋陽、寧波、昆明）の地方国有企業に重点的に融資してきたことから、中国の金融経済は国有企業融資に大きく傾斜した構造となってきた³⁰⁾。もっとも、「改革開放」以前の社会主義体制下以来、一般的に国

有企業は石炭・石油のエネルギーや鉄鋼・セメントの素材産業、電機・造船・自動車等の重厚長大産業において設立されてきた。したがって、国有銀行がこうした国有企業の金庫番となることで、国有企業—国有銀行を基盤とする金融経済が構造化されてきたのである³¹⁾。

そして2000年代、WTOに加盟し、「世界の工場」となった中国において、農民工が集中する都市部を中心に消費生活も豊かになり多様化するようになった。それに伴い、様々な民間企業が簇生していった。だが、そうした民間の中小企業の多くは、日々の資金繰りを、国有銀行ではなく、地域の株

式制銀行等に頼らざるを得ないし、或いはシャドウ・バンクやスマホを利用したP2P経由からの融資も得ていた³²⁾。また信託会社経由等で資金調達を行っていた不動産開発業者も、2016年にPBoCのデレバレッジ策が始まり、2017年12月には、商業銀行の信託会社向け貸付にもブレーキがかかったため³³⁾、その資金調達先は住宅購入者からの工事前受け金に大きく依存するようになる一方で、香港でのドル建債発行でも資金繰りを付けてきた。

だが、2020年8月に「三条紅道」が導入され、これまで辛うじて資金繰りをつけてきた不動産開発業者も相次いで破綻の淵に瀕するようになった³⁴⁾。銀行から住宅ローンを借り入れた債務者は見捨てられ、不動産業者と海外のドル建債権保有者との間での債務返済交渉は、ほとんどが行き詰まっている。その一方で、地方政府の別動隊となったLGFVの資金繰りは、特別地方債の発行等で公的救済の手が差し伸べられている³⁵⁾。

このようにみれば、国有銀行—国有企業を中心とした金融システムの構造転換なし、中国の金融経済の新展開はないともいえる。だが、こうした国有企業—国有銀行の金融構造の中核に、国有持株の政府系金融機関が位置している。次にこの点についてみていこう。

Ⅳ 中国政府系金融機関の資本関係と対外投融资—国家主義的金融体制の本丸—

現在においても、その投融资活動が必ずしも十分に明らかになっていない政府系金融機関に中央汇金投資有限責任公司（Central Huijin Investment Ltd., 以下汇金）と中国投資有限責任公司（China Investment Corporation, 以下CIC）がある。だが、下にみる通り、これら政府系金融機関こそは、国家主義的金融体制の本丸ともいえるべき機構である³⁶⁾。とはいえ、その沿革を知るには、世紀の変わり目まで時計の針を巻き戻す必要がある。

(1) 中央汇金と中国投資有限責任公司

i. 中央汇金—国有持株会社—

「改革開放」後の1990年代、中国経済において当時解決すべき急務の課題となっていたのが国有

企業改革であった。但し、国有企業改革は、当の国有企業に融資を重ねていた四大国有商業銀行の不良債権処理問題と一連托生の関係にあった。

中国政府財務部は、四大国有商業銀行の不良債権処理において、四行別に不良債権買い取り機関（資産管理会社, Asset Management Company, 以下AMC）を設立し、これらAMCに銀行の不良債権を買い取らせ、AMCは買い取った債権を後に国有企業の株式と交換（Debt Equity Swap, 債転株）した。そして交換された株式は非流通株としてAMCが保有を続けるか、流通株として株式市場でロックアップ期間経過後売却された。

他方政府は、別途国有銀行の資本強化策も講じた。すなわち、PBoCのバランス・シート上、資産として計上されている外貨準備の一部を取り崩し、國務院傘下の中央汇金投資有限公司（略称、汇金）を新設した（資本金450億ドル）。次に、この汇金が国有商業銀行三行に出資することになった。この措置によって、中国銀行と中国建設銀行の資本金はそれぞれ1,862億元、中国工商銀行の資本金は1,240億元増加した³⁷⁾。

外貨準備が投入されたことで、中国銀行と中国建設銀行の従来の資本金は不良債権処理のため全額使われ、汇金が両行の資本金の100%を保有することとなった。中国工商銀行の場合は、財務省と投資会社がほぼ50%ずつ資本金を保有する構造となった。さらにその後3行は、劣後債を発行して一層の資本充実がられた（劣後債は補完的資本として自己資本比率に算入される）。その上で中国政府は、「戦略的投資家」としての有力外国金融機関の出資を承認し、香港市場・上海市場での株式上場に伴う一般投資家による出資も行って、資本充実を図った^{38), 39)}。いずれにせよ注意すべきは、この段階で汇金はこれら国有銀行の主要株主に転じたことである。

さて、このようにして成立した汇金が、今日いかなる国有企業にどの程度の出資比率を有しているのかを示したのが、図表7である⁴⁰⁾。政策性銀行のCDB、四大国有商業銀行、生命保険会社の中汇人寿等、最早逐一社名を拾い上げる必要もないであろう。今日汇金は中国株式市場の「大株主（shareholder-in-chief）」ともいわれ、時に「国

図表7 中央汇金の出資企業（2023年6月末現在）

	企業形態	登記地	主要業務	資本金	汇金持株数 ／出資額	汇金持株比率 ／出資比率
国家開発銀行	有限責任公司	北京	銀行業務	4212.48億元	1460.92億元	34.68%
中国工商銀行	股份有限公司	北京	銀行業務	3564.06億株	1237.18億株	34.71%
中国農業銀行	股份有限公司	北京	銀行業務	3499.83億株	1400.87億株	40.03%
中国銀行	股份有限公司	北京	銀行業務	2943.88億株	1884.62億株	64.02%
中国建設銀行	股份有限公司	北京	銀行業務	2500.11億株	1427.86億株	57.11%
中国光大集团	股份有限公司	北京	投資業務	781.35億株	493.53億株	63.16%
中国出口信用保險公司	有限責任公司	北京	保險業務	271.61億元	200億元	73.63%
中国再保險集团	股份有限公司	北京	保險業務	424.80億株	303.98億株	71.56%
中国建投	国有独資公司	北京	投資業務	206.92億元	206.92億元	100.00%
中国銀河金融控株有限責任公司	有限責任公司	北京	金融投資業務	128.91億元	89.04億元	69.07%
申万宏源集团	株份有限公司	ウルムチ	投資業務	250.40億株	50.21億株	20.05%
NCI 新華保險	股份有限公司	北京	保險業務	31.20億株	9.78億株	31.34%
CICC 中金公司	股份有限公司	北京	証券業務	48.27億株	19.36億株	40.11%
中汇人寿	股份有限公司	北京	保險業務	332.00億元	265.60億株	80.00%
恒丰銀行	股份有限公司	済南	銀行業務	1112.10億株	600.00億株	53.95%
湖南銀行	股份有限公司	長沙	銀行業務	77.50億株	15.50億株	20.00%
中信建投証券	股份有限公司	北京	証券業務	77.57億株	23.86億株	30.76%
中国銀河資産管理有限責任公司	有限責任公司	北京	資産管理業務	100.00億元	13.30億元	13.30%
国家君安投資管理株份有限公司	股份有限公司	上海	資産管理業務	13.76億株	2.00億株	14.54%

（注）股は株式、汇は為替、出口は輸出入、丰は豊の意である。有限責任公司（有限公司）は、2人以上50人以下の株主が出資し、その出資額に応じて有限責任を負う。股份有限公司は、株主5人以上、株主の数に制限がない株式会社のこと。中央汇金は、2015年11月、独自の子会社として中央汇金資産管理有限責任公（登記地：北京、資本金50億元）の資産管理会社を別途設立している。

〔出所〕中央汇金のHPより。

家防衛隊」として株式市場・為替市場でも注目されている^{41), 42)}。正に国有持株会社である。しかも、汇金の出資先の大手銀行・金融機関の多くもまた持株会社を別途設立し、傘下に複数の企業を擁している。こうした持株会社の構造の帰結として、中国の金融経済を構成する国有銀行及び保険会社等の金融機関の利益は、株主配当利益として汇金に集約されることになる⁴³⁾。

ii. 中国投資有限責任公司—ソヴリン・ウェルス・ファンド—

さて、汇金が国有商業銀行の不良債権処理に道

筋を付けたことで、次に政策課題として挙がってきたのが外貨準備の積極活用であった。もっとも、PBoCが管理する外貨準備は元本保全に厳格なルールが課せられていたため、外貨準備のリスク資産運用については別途運用機関を設置する必要があった。それが2007年9月に設置された中国投資有限責任公司（China Investment Corporation, 以下CIC）であった。

CICは、シンガポール政府のソヴリン・ウェルス・ファンドであるテマセク（Temasek）に倣って設置された。設置に際し政府・財務部は1.55兆

元の特別債を発行し、その内1.35兆元は中国農業銀行に割り当て⁴⁴⁾、残り2000億元は銀行間債券市場で売却された。特別債発行で1.55兆元（1ドル＝7円で換算して約2214億ドル）を得た財務部は、これを PBoC からの2000億ドルの購入資金に充て、これが CIC の資本金となった。そしての資本金の一部は PBoC 傘下に設置された汇金に対する出資金の引き取りに充当され、汇金は CIC の傘下に納まることになった。

但し、汇金の経営について、CIC は原則関与しないという内部ルールが設定される一方で⁴⁵⁾、汇金の利益は CIC に配当されることとなった。こうして中国国内の金融経済上の利益は、前掲図表 7 にある国有銀行及び保険会社等の金融機関を経由して一旦汇金に集約され、それが CIC に利益配当されて、対外投融資の資金源となっているのである⁴⁶⁾。そうした対外投融資機関として CIC は、CIC International（香港）と CIC Capital（北京）の二つの投資子会社を別途立ち上げつつ、グローバル投資を展開するようになった⁴⁷⁾。役割としては、前者が証券投資、後者が直接投資である。

いずれにせよ、中国には公表される外貨準備以外に、CIC という「影の外貨準備(shadow reserve)」が存在していることになり、汇金は国内の銀行等金融機関への出資機関、CIC は対外投資機関として分業関係が成立するようになった⁴⁸⁾。

尚、CIC は、石油・天然資源等のエネルギー、鉄鉱石・金・リチウム・銅・食品、そして半導体関連のアメリカ、ロシア、フランス、オーストラリア、インドネシア等の世界各地の企業に出資しているだけでなく、アメリカ、日本、ロシア、フ

ランス、ドイツ等の間で産業技術開発のための基金を設置している⁴⁹⁾。

もっとも、中国の公的対外投融資の実施機関は他にもあり、その資金源こそはⅡ(1)で記した外貨準備と関係している。

(2) 国家外汇管理局、中国開発銀行と中国輸出入銀行—公的対外投融資機関—

i. 国家外汇管理局と外貨運用機関

PBoC は、外貨準備の管理・資産運用について、これまで国家外汇管理局（State Administration of Foreign Exchange、以下 SAFE）を通じて行ってきた。外貨準備のそうした積極的な運用機関として、例えば Hua'an（华安、香港、1997年）、Huaxin（华新、シンガポール、2008年）、Hua'ou（华欧、ロンドン、2009年）、Huamei（华美、ニューヨーク、2013年）が設立—Four Golden Flowers（四朵金花）と呼ばれる⁵⁰⁾—され、SAFE はこれら機関を通じ、2015年だけでも1兆ドルの資金運用を図ってきたといわれている⁵¹⁾。SAFE はまたフランクフルト支店を通じて、資金運用を図っている⁵²⁾。

これらとは別に SAFE は、2014年11月5日 Buttonwood Investment Holding Company Ltd（梧桐樹投資平台有限责任公司、本社・北京、資本金1億元）を設立し、その3日後の11月8日、習総書記は BRI 支援を目的にシルクロード基金（Silk Road Fund、丝路基金）を設立すると公表した。同基金の資本金は400億ドルであり、出資比率は Buttonwoods 経由で外貨準備からの出資が65%、CIC が傘下の赛里斯投資有限责任公司を通じて15%、CDB が子会社の国開金融有限责任公司経

図表 8 中国国家開発銀行と中国輸出入銀行の資本金額と出資関係（2022年）

	中国国家開発銀行	中国輸出入銀行
資本金額	421.248億元	1500億元
財政部	38.64%	10.74%
汇金	34.69%	—
Buttonwoods	27.19%	89.26%
全国社会保障基金理事会	1.69%	—
総研	100%	100%

〔出所〕中国国家開発銀行と中国輸出入銀行の各年次報告書より作成。

由で5%、EIBCが15%であった⁵³⁾。尚、2017年5月、資本金1000億元が追加された⁵⁴⁾。

もっとも、ここで留意すべきは、CICがそもそも中国の外貨準備をベースに設置された対外投資機関であっただけでなく、図表8の通り、CDBとEIBCの出資者として、財政部、汇金、Buttonwoodsが再び登場してくることである。そしてシルクロード基金は、外貨準備がこれら公的対外投融資機関経由でBRIに流れ込む受け皿になっていたのである。

II(1)において、2014年以降、PBOCの流動性供給担保におけるドル建資産のウェイトが頭打ちになっていると記した。その理由の一端は、習総書記肝いりの世界経済戦略であるBRIを実現すべく、経常収支黒字を背景に流入する外貨を振り向けることにあったのである。

ii. 国家開発銀行と中国輸出入銀行—流入する外貨の公的対外投融資への転用—

だが、そのことは如何にして可能か。この時期中国は、構造的経常収支黒字を計上しながらも、図表1にある通り、外貨準備水準はほぼ変わることとはなかった。したがって、PBoCの人民元売/ドル買の為替市場介入が外貨準備増として表れない方策が必要となる。次の二つの回路が考えられる。

第一に、PBoCの為替市場介入により、一旦は四大国有商業銀行等に渡った人民元を再度外貨に換えさせて、海外で運用させる。

第二に、中国の公的対外融資機関であるCDBとEIBCが政策性銀行債を発行し、調達した人民元をドルに換えて、海外で運用する。ちなみに、下にみる通り、両銀行が発行する債券のほとんどは商業銀行が保有しており、前掲図表2の通り、PBoCの公開市場操作の担保となる。

こうしたドル建為替取引は、国際収支においてクロスボーダーの銀行間貸借を示す金融収支「その他」項目の大きな数字の変化としても表れている。対外投融資であるから、いま資産側だけの数字を取り上げると、2010年1163億ドル、2012年2317億ドル、2013年1420億ドルであったが、2014年3289億ドル、2016年3499億ドル、2020年3363億ドル、2021年4197億ドルと急増している。経常収

支黒字がPBoCの外貨準備ではなく、政策性銀行等の対外融資に回った証左であろう⁵⁵⁾。

そこでCDBとEIBCの資金調達の在り方について、両行の貸借対照表から確認しておこう。

CDB(資本金約1.5兆元)の場合、2015年の負債は14.7兆元で、内債券8.4兆元、2020年の負債15.6兆元、内債券10.7兆元であった。EIBC(資本金0.3兆元)の場合、2015年の負債2.5兆元、内債券1.9兆元、2020年の負債4.7兆元、内債券3.7兆元であった⁵⁶⁾。もとより、ここでの債券とは前掲図表6の政策性銀行債のことであるから、その流動性は商業銀行に大きく依存していることになる。そして、政策性銀行債の発行によって調達された人民元建資金が、ドル購入に向けられるとなれば、それは上の第二の回路となる。

こうして、管理フロート制下、構造的経常収支黒字を背景に、PBoCが政策裁量的に為替市場に介入して形成されるはずであった外貨準備は公的対外投融資資金に回り、国内のMB供給増に転じることも抑え込まれることになる。そのためPBoC保有の外貨準備にも大きな変化はない⁵⁷⁾。

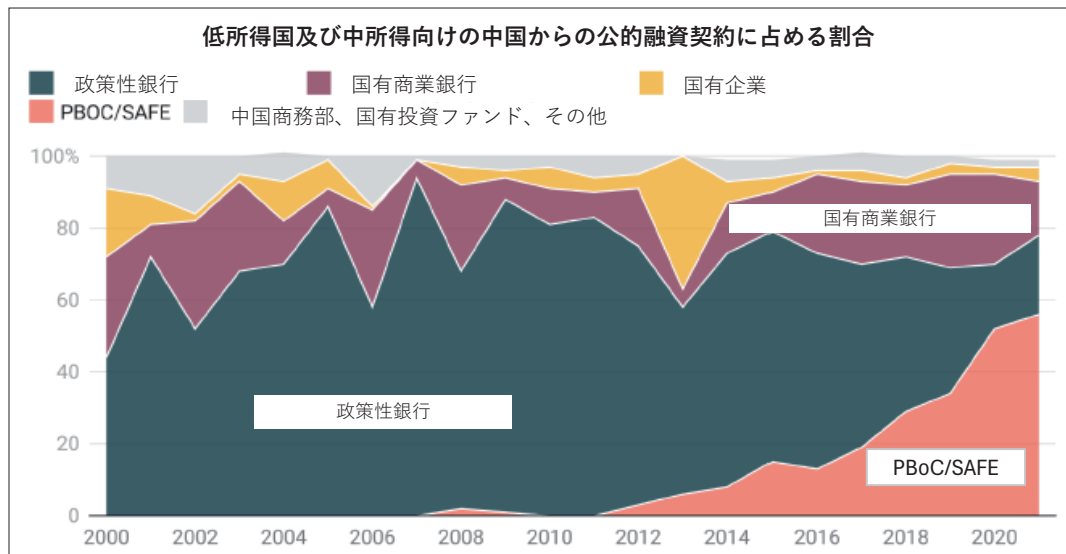
尚、PBoC・SAFE自らが対外投融資するとなると、為替市場介入によって商業銀行部門から買い上げた外貨を利用することになるが、このままではMBが増大するだけである。したがって、国債や地方政府債等を使ってMBを吸収する回购オペ(買い戻し条件付き売オペ)等により「中立化政策」を実施することになる。

(3) 中国の公的対外投融資の転換

もっとも、図表9の通り、中国の公的対外投融資の主体も、これまでのCDBとEIBC中心から、商業銀行やPBoC/SAFE主体へと転換している⁵⁸⁾。その背景には、次の三つの要因があると考えられる。

第一に、上記の通り、PBoCの資金運用機関であるSAFEがシルクロード基金への出資を始めたことである。

第二に、2015年10月、CIPS—取引メッセージ—の情報構文はSWIFTに準拠している—は、2015年10月にフェーズⅠとして立ち上がり、2018年3月フェーズⅡに入り今日に至っていることである。CIPSの決済システムは二段構えであり、



(注) SAFE は State Administration of Foreign Exchange の略で、国家外汇管理局のことである。

[出所] Parks, et.al. (2023) p.71.

図表9 中国の貸出における債権者の構成

CNAPS に直接する参加行、そして世界各地で人民元建て国際取引の取りまとめ決済行として指定されている四大国内商業銀行現地支店に決済口座を開設して参加している間接行から成る。2024年9月現在、直接参加行152行で、間接参加行は1412行である。その内、アジア地域1050行（中国本土内563行）、欧州243行、アフリカ52行、北米26行、太平洋地域21行、南米20行である。このように四大国有商業銀行がグローバルに転換するようになった今日、公的対外投融资機関としてのCDBとEIBCの役割が相対的に小さくなることは、当然といえば当然である。

第三に、2022年段階で、PBoCは世界38カ国の中央銀行と4兆元規模のスワップ協定（内、香港金融管理局とは8000億元）が締結され、その一部が実際に引き出されていることがある⁵⁹⁾。

だが、冒頭記した通り、BRIとの係わりでこの間行われてきた中国の公的投融资は、世界各地で債務不履行を起こし、今日中国の「債務の罫」と批判もされてきた⁶⁰⁾。しかし、これを中国側からみれば、不良債権以外の何物でもない。そうした不良債権の投融资資金源は、上に記した回路でCDBやEIBCが取得した外貨であり、その裏に

は政策性銀行債があった。そして政策性銀行債の大部分は商業銀行が保有し、併せてPSLやMLFを通じ、PBoCが保有しているとなると、ここでもPBoC—四大国有商業銀行の枠組みにおいて、巨額の不良債権が滞留していることになりはしないか。

Ⅳ ストレスがかかる中国の金融資本市場—結びにかえて—

以上本稿は、2014年夏場の「ドル為替本位制」から国内の人民元建資産を組み込んだPBoCの流動性供給体制の変容を手がかり、中国の国家主義的金融体制について分析を進めできた。

本稿の結論を要約すれば、次のようになる。すなわちPBoCには、対内的には不動産バブルとの関りで、2015年5月に始まった地方政府債発行への対応、そして対外的には2014年秋にAPECで発表したBRIの資金調達への対応に追われるようになった。そこでPBoCは、管理フロート下、構造的経常収支黒字によって流入してくる外貨に対し、政策裁量的に為替介入を行いつつも、これがPBoCの流動性供給担保となる外貨準備を形成せず、したがって国内のMBに繋がらないよう

に極力務めたということである。こうした操作によって、流入するドル等外貨は、外貨準備から切り離されて CDB や EIBC 等の公的対外投融资機関が利用する外貨となった。

その一方で、CDB や EIBC が発行する政策性銀行債、地方政府債や国有企業に対し融資を続けてきた四大国有商業銀行等が発行する銀行債等については、順次人民元建流動性供給の適格担保に加えられていった。その帰結が図表 1 の PBoC の流動性供給の担保である「その他預金取扱機関向け債権」の増大であった。そうした中、PBoC は金融政策スタンスを市場指向的金融調節に軸足を置き、Shibor を政策金利とする金利コリドーも形成されるに至った。こうして、西側先進諸国の銀行間短期金融市場に比肩しうる金融システムが、PBoC—四大国有商業銀行を核に完成をみた。

もっとも、中国の金融システムの中核に国有持株会社の中央汇金が座している。汇金は、資本関係を通じ、四大国有商業銀行等の最大株主となっている。この点からすれば、中国の金融システムとは、PBoC—汇金—国有商業銀行のトロイカ体制ともいえるべきものであり、これこそは中国の国家主義的金融体制の中核である。

だが、PBoC の流動性供給担保の今や 40% を占める「その他預金取扱機関向け債権」には、地方政府債、政策性銀行債等、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。極論すれば、中央銀行たる PBoC—四大国有商業銀行を核とする中国の金融システムには、今日国内外の不良債権が吹き溜まりつつあるともいえる。その上で、今後巨額の国債が発行されるとなると、たとえ金利コリドーが形成され、PBoC による市場指向的金融調節が行われるにしろ、最早金利引き上げは難しい。なぜなら、金利引き上げはあらゆる証券・不動産資産の時価と貸付債権の時価を引き下げてしまうからである。そのため PBoC には支払い準備率引き下げと金利引き下げによる金融緩和政策しか残されておらず、総じて中国の金融経済は「流動性の罫」に面しているといえよう⁶¹⁾。そうした中、人民元の信認を担保しつつ、PBoC が人民元建流動性供給を増やして行くには、流動性供給担保におけるドル建等外貨準備のウェ

イトを改めて引き上げるしかない。だが、そのことは人民元を「ドル為替本位制」下に再度引き戻すことでもある。

さて、中国経済の行く末は如何。いずれであれ、国有企業—国有商業銀行を基盤とする中国の金融経済構造、そしてこれら国有企業・銀行を核とする持ち株会社形式の企業集団傘下に収まる数多くの企業群、この国家主義的金融体制の在り方の改革なしには、中国の金融経済の新展開はありえないと考える。

〈注〉

- 1) 2024年11月のアメリカ大統領選挙によって第二次トランプ政権発足が決定し、同月の APEC リマ会議において、ラテンアメリカ諸国を巡っての米中の綱引きが露わになった。こうした諸点を含め、中国の国際金融戦略と世界経済については、近日中に別稿を予定している。
- 2) 不動産会社は、次の三つの条件を満たさない場合、銀行融資や債券発行等による資金調達に制限がかかることになった。①（前受金を除く）負債対資産比率が70%以下であること、②負債/自己資本の純負債比率が1以下であること、③現金に対する短期負債の比率が1より小さいこと（現金有利子負債比率＝有利子負債/現金<1）、である。
- 3) 2023年10月、中国は第3回「BRI 国際協力サミットフォーラム」を開催し、130カ国と30の国際機関の参加を得た。フォーラム先だって、中国政府外交部は「共建“一带一路”：构建人类命运共同体的重大实践（BRI を共に創ろう：人類運命共同体構築における重大な取り組み）」という文書を発表し、過去10年間の BRI の実績を誇ると共に、BRI が自由貿易と多国間主義を堅持しつつ、人類共同体の世界を構築するものとアピールした。
- 4) 人民元「国際化」については、事実上挫折したというのが筆者の判定である。尚、本論文の後掲図表 9 の出所となっている Parks, *et.al.* (2023) によれば、2020年まで低所得国及び中所得国向けの中国からの公的融資契約の内、過半がドル建であり、人民元建貸付が優勢となったのは、2020年以降である（p. 59）。こうした事態の背景と意義については、詳細については、鳥谷（2023a）、（2024a）を参照。
- 5) Li, *et.al.* (2024) pp. 89–109.
- 6) 2014年6月から2016年6月の間に、PBoC は人民元の対ドル為替相場を買い支えるために、約1兆ド

- ルを費やしたとのことである [Liu (2023) p. 69]。
- 7) 行論の都合上、次に記すⅡ(1)と(2)は拙稿 (2024c) 2.2 を再掲したものである。
- 8) 本稿Ⅳ(1)~(3)については、拙稿 (2024b) をベースに詳論したものである。
- 9) もっとも、「同債権」は、2001年中国の WTO 加盟まで、PBoC の資産総額の50%以上を占め最大であった。その後中国の輸出ドライブにより、対ドル固定相場制の下、巨額の外貨が流入し、人民元建流動性供給の担保はドルが占めるようになった [李 (2023) 10頁参照]。
- 10) 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、公開市場操作ではなく、支払準備率の引き下げや窓口指導が、有効な手立てとなろう。そのためか、この間 PBoC は地方中小銀行・信用会社に対し、一段と低い支払準備率を設定してきている。
- 11) ここには、商業銀行経由で「短期借・長期貸」の期間のミスマッチが構造化されている。
- 12) 当時商業銀行自らが発行していた理財商品については、関根 (2013) が詳しい。ちなみに、当時国务院発展研究中心金融研究所の副所長であった巴 (2013) は、信託会社に代表されるシャドウ・バンキングについて、監督当局の規制対象にあって、その発展は金融構造の発展、資金調達が多様化を示すものであると評価していた。中国のバブル生成と崩壊を経験して、改めて「金融とは何か」が問われるべきである。
- 13) Wright (2023), pp. 4-5, pp. 17-22を参照。
- 14) 李 (2023) 11頁。
- 15) 李 (2023) 10頁。
- 16) 一般に商業銀行は、資金の運用先に窮することになれば、中央銀行に準備預金として資金を積みだけとならざるをえないため、そうした準備預金金利が市場金利の下限となる。
- 17) Schipke, *et.al.* (2020) pp. 72-73 [訳86-87ページ]。
- 18) Wright (2023) は、「权威人士 (authoritative personage)」のペン・ネームで『人民日報』2015年5月9日号に掲載された「『权威人士』今日再现党报头版、释放什么重大信号? (『权威人士』、今日再び本紙のヘッドラインにおいて、いかなる重大信号を発するのか) を契機に、中国政府はデレバレッジ政策に舵を切ったとし (p. 23)、2010年代の不動産バブル生成と崩壊について詳論している。
- 19) 銀行部門のその他債権は、準備資産24兆元、対政府債権47兆元、その他預金取扱銀行債権25兆元、その他金融機関債権25兆元であった。
- 20) 中型銀行とは招行、浦发、兴业、中信、民生、光大、平安、华夏、渤海、浙商、北京、上海、江苏、澎湃の各銀行である。
- 21) 中国人民銀行 (2023) 98-99頁。ちなみに、中国最大の銀行である中国工商银行の2022年の総資産は39兆6096億元、資産額第120位の江苏张家港农村商业银行股份有限公司の総資産額は1875億元であり、資産額で200倍以上の差がある [毕马威 (2023) 末尾資料より]。
- 22) 中央国债登记结算公司是、全国银行间同业拆借 (短期インター・バンク市場) と併せて、1997年に発足した全国银行间债券市場を構成する。
- 23) 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国债登记结算公司 (China Government Securities Depository Trust & Clearing Company) は、全国银行间同业拆借 (短期インター・バンク市場) と併せて全国银行间债券市場を構成する。
- 24) 政策性銀行発行の債券は、商業銀行の保有に支えられて、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ことが分かる。
- 25) Kaplan (2021) によれば、1990年代末の国有企業改革に伴う銀行の不良債権処理において、CDB は財務部、国务院直轄の投資ファンドである汇金、そして PBoC 管轄下の国家外為管理局 (State Administration of Foreign Exchange) から支援を得ていた。Fitch や S&P も、中国政府による政策性銀行債のリスク評価にしたがっているという (pp. 68-69, p. 86)。また EIBC の場合には、優遇貸付 (concessional loan) 実行のために商務部より補助金を得ている (p. 73)。
- 26) Walter (2022) pp. 128-129。
- 27) 国債や地方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]。
- 28) もっとも、Walter (2022) 中国の債券市場における債券取引は極めて低調で、債券の流動性は低いと指摘している。なぜなら、債券が市場の売買取引に付されるや、債券に対する厳格な格付け評価がなされ、発行時の表面金利に対する流通利回りが高騰して、債券の市場価格は下落、債券市場全体に影響を及ぼしかねないからである (pp. 135-137)。
- 29) 1984年の「撥改貸」によって、それまでの国営企業の運転資金は政府財政から国有銀行からの借入に変わり、1993年の「公司法」により株式会社制度が導入されて、かつての国営企業は表向き国有企業に順次改組された。Walter (2022) は、1980年代から90年代、地方政府は不足する財政資金を国有企業から

- の借入によって調達し、国有企業は国有銀行から運転資金を借り入れていた、しかもこうした一連の債務の支払いは延々と繰り延べられ、正に「ポンチー金融」の状態であったと記している (pp. 25–26)。
- 30) 杜 (2021) によれば、中国政府財務部傘下の財政科学研究院が出した2021年の企業コストに関する研究報告では次のように記されているという。「我が国の現在の金融システムにおいて、所有制度が企業金融において決定的に重要な要因の一つとなっている。国有企業と民間企業では、銀行借入市場、債券市場、株式発行市場において、立場は同じではない。融資規模という観点からみれば、国有企業の融資規模は明らかに民間企業よりも大きくて、2019年のサンプリング企業では、国有企業の平均融資規模は9738万元、民間企業は僅かに2695万元で、国有企業の融資規模は民間企業の3.6倍であった。…国有企業と民間企業の融資は総て銀行借入に依存しているが、その期間は同じではない。2019年にサンプリングした国有企業の融資は主に銀行からの長期借入で借入総額の42%、銀行からの短期借入は39%であった。これに対して民間企業では、銀行からの短期借入が72%をしめ、銀行からの長期借入は僅かに19%であった。民間企業はもっぱら銀行から流動資金借り入れ行っており、長期借入は難しいことが分かる。」
- 31) AMRO (2017), p. 22, 鳥谷 (2020)。
- 32) 2023年11月に破綻した中国最大のシャドウ・バンク中植企業集団の債務は最大4600億元 (約9.2兆円) で、資産は2000億元であった。
- 33) Wright (2023), p. 31, p. 35.
- 34) こうした一連の規制の結果、2023年8月、資産運用会社大手の中植企業集団の傘下にある信託会社大手・中融が、理財商品等の発行で調達した資金への元利払いを滞らせていることが明らかになった [Bloomberg (2023c)]。
- 35) Bloomberg (2023b)。
- 36) 本稿では、金融面から現代の中国経済に照明を当て、その国家主義的金融経済構造を明らかにしようというものである。中屋 (2022) は、共産党が領導し、政府が支配する国有企業」を「党国家資本」と特徴づけて (10ページ)、中国の国家主義的経済について明らかにしている。尚、国家資本主義概念についてのサーベイについては、溝端 (2022) を参照。
- 37) 鳥谷 (2020), 73ページ。
- 38) 「戦略投資家」は、①株式保有期間は3年以上、②原則として取締役を送り、また上級の専門職員を派遣して経営管理技術を直接伝達することが奨励される、③1国内銀行について「戦略投資家」1社の株式保有比率は原則5%以上で最大20%まで、「戦略投資家」合計の株式保有比率は最大25%まで等の条件のもとで認可された [鳥谷 (2020) 73–74ページ]。
- 39) その後2005年6月、交通銀行 (清朝末の1908年に設立され、国有銀行の一角を占める) は香港市場に上場 (IPO) し、中国建設銀行も同年10月に香港市場にまずは上場し、続く2007年9月に上海A株市場にも上場した。中国銀行は、2006年6月と7月に香港と上海の市場に相次いで上場した。中国工商銀行も2006年10月に香港と上海に同時上場した。また、経済特区・深圳を本拠とする招商銀行も、2006年9月香港で上場した。
- 40) 中国の金融システムについての解説書で、汇金について説明しているのは、張 (2012) 171–174ページ、員 (2013) 122–123ページがある。
- 41) 『日本経済新聞』 (2024)。Lockett and Leng (2024), Li (2024)。
- 42) 2012年6月段階で、汇金は2.1兆元 (3300億ドル) の株式を保有しており、その額は政府保有株の60%に及んだ。2015年5月、汇金は中国建設銀行と中国工商銀行の株式35億元 (5億6450万ドル) を売却したが、これがその後の上海株式暴落の引き金ともなったとして、汇金の董事長 (代表取締役) は解任された [Liu (2023) p. 142]。
- 43) 銀行以外であっても、中国光大集团の場合、資産運用、保険、医療・健康、旅行等の子会社を擁する一大コングロマリットであるし、中再集团は、損害保険から生命保険まで子会社7社を擁する再保険会社である。1990年代から続いてきた国有企業改革であるが、央企であれ、地方政府傘下の国有企業であれ、その多くは持株会社形式の (控股公司) 形式の巨大企業である。したがって、傘下のこれら子会社が計上する利益は、各々の上位企業を通じ、汇金や地方政府直下の投資集団企業に集約されることになる。中国人民解放軍も、1986年設立の中国新兴集团という巨大コングロマリットを傘下に擁している。同集団は非鉄金属、エネルギー、建築資材、医療、農業、通信等の産業分野において、複数の株式会社を設置している。共産党政府 = 人民解放軍挙げての正に国家的な利益上納システムである。
- 44) この段階で中国農業銀行は株式上場を行っていないため、財務部の指示として割当による特別国債の消化は容易であったといわれている。尚、中国農業銀行に割り当てた1.35兆元分の特別国債について、PBOCは公開市場操作経由で即日購入し、銀行側の流動性を確保している [Liu (2023), p. 93]。
- 45) 汇金とCICとを巡っては、PBoC (含む、国家外

- 汇局)と財政部との間の指揮命令系統に関わる官僚主義の軋轢を指摘する向きもあるが、両機関の役割分担について、CICのHPでは次のように記されている。「CICは対外投資業務と国内金融機関への出資株式管理業務を行っている。その中で、対外投資業務は弊社設立の子会社—中投国際有限责任公司と中投海外直接投資有限责任公司が担当しており、業務範囲は公開市場操作の対象となる株式や債券への投資、ヘッジファンドやマルチアセット投資、各種産業種の私募株式や私募融資、不動産、インフラ、資源、農業等領域の投資ファンドや直接投資など、幅広いファンド管理を行っている。中央汇金はCICの子会社であり、国务院の承認により、主要国有金融機関への株式投資を行い、出資額に限りて国の法規にしたがい、主要国有金融機関に対し出資者の権限を行使すると共に出資者の義務を履行する。中央汇金は営利的経営活動に従事するものではなく、保有株式である主要国有金融機関の日常的経営活動に関与するものではない。(原文中国語)」(http://www.china-inv.cn/china_inv/About_CIC/Who_We_Are.shtml, 2024年2月23日閲覧)
- 46) CIC保有資産の最大は長期株式証券であり、2022年で資産総額1.23兆ドルの内、約70%を占めている。これは、CICのバランス・シートに上記汇金への出資金が含まれているからである[CIC (2022) p. 91]。
- 47) Liu (2023) p. 118。尚、CICの経営組織や投資戦略については、関根 (2019) が詳しい。
- 48) 投資先の各国に四大商業銀行の現地支店が設置され、PBoCと関係国中央銀行との間でスワップ協定が締結されている。尚、ラテンアメリカ向けの投融資はケイマン諸島やヴァージン諸島といったオフショア経由から流入している[Wise (2017) p. 144, (2020) p. 45]。
- 49) Liu (2023) p. 121–123, p. 128参照。
- 50) ちなみに2008年世界金融危機まで、Four Golden Flowersといえば、美林(Merrill Lynch)、Morgan Stanley (摩根士丹利)、Goldman Sachs (高盛)、citi bank (花旗)であった。
- 51) Liu (2023) p. 153。
- 52) 他にも、SAFEには、2009年にロンドンに設立したGingko Tree Investment Ltd.がある。Gingkoは、2012年に世界最大の資産運用機関であるBlackRock Inc.のロンドン本部を買収したり、欧州委員会のオフィスが入るブリュッセルの商業用ビルを購入している(Bloomberg 2023a)。
- 53) シルクロード基金のHPより(<http://www.silkroadfund.com.cn/cnweb/gwym/gsgk/gsjj/index.html>)。
- 54) 追加された資本金100億元は、BRIにおける人民元建投融資に充当されたということである[Liu (p. 162)]。問題は、人民元建投融資を中国側からみれば確かに人民元の「国際化」として映るかもしれないが、投融資を受け入れたホスト国側は、返済のための人民元を対中国輸出で稼得するか、香港CNH市場でドルを人民元に交換して準備するしかない。後者であれば、人民元建国際決済は、ドルの為替媒介通貨としての機能強化に繋がっていることになる[鳥谷(2022), (2024b) 参照]。
- 55) 数字は国家外匯準備局資料より。
- 56) 2017年までに、CDBとEIBCは外貨準備を使った形で増資され、両行の国際金融市場での資金運用力は格段に強化されたという[Liu (2023) p. 70]。
- 57) アメリカ外交評議会の最新レポートは、中国の外貨準備は国家外匯管理局が公表している3兆ドルを遥かに超え、約6兆ドルにのぼるのではないかと指摘している。レポートはこれを「隠された準備(hidden reserve)」としているが、そうした準備保有の一翼を担っているのが、ここで取り上げたCDBとEIBCということである[Setser (2023), 鳥谷 (2024b)]。
- 58) 2008年–2021年にCBDとEIBCがEMDCs向けに行った融資契約件数は100カ国に対し1099件で、総額4980億ドルであった。この融資水準は同期間における世界銀行の融資額83%に相当する。もっとも、2020年–2021年に両機関の融資件数は28件105億ドルで、2016年をピークに減少している[Ray (2023) p. 5, 鳥谷 (2023) 13–14ページを参照]。
- 59) PBoCが世界の中央銀行と締結したスワップ取引の現実については、鳥谷 (2023b), (2024b) を参照。
- 60) PBoCの世界各国の中央銀行とのスワップ協定について、「最後の貸し手としての中国」とも評された。しかし、中国の国際収支・金融収支「その他」項目は、2022年と2023年には、各々1558億ドルと441億ドルの資産減となっており、在外資産の引き上げ(既存貸付資産の回収)となっている。「最後の貸し手としての中国」が、数年後には「世界最大の公的債務回収人(the world largest official debt collector) [Parks, et.al. (2023) p. 65]」に転じている姿がここにはある。
- 61) Bloomberg (2024)。

〈参考文献〉

(英語)

- AMRO (2018) China's Reform and Opening-Up: Experiences, Prospects, and Implications for ASEAN, Oct.
- Bloomberg (2023-a) 'An Investing Enigma in London Is Helping Direct \$3 Trillion in China Reserves', Jan.11.

- Bloomberg (2023-b) 'China Banks Offer 25-Year Loans to LGFVs to Avert Credit Crunch', July 4.
- Bloomberg (2023-c) 'China Shadow Bank Misses Dozens of Payments, Sparking Protests', Aug. 16.
- Bloomberg (2024) 'PBOC Injects \$111 Billion of Liquidity as Bond Supply Surges', Nov. 29.
- China Investment Corporation (2023) *Annual Report 2022*.
- Hong Kong Monetary Authority (2021) 'A Closer Look at Bond Connect and the Journey Ahead', *Quarterly Bulletin*, Sept.
- Kaplan, Stephen, B. (2021) *Globalizing patient Capital, The Political Economy of Chinese Finance in the Americas*, Cambridge.
- Koch-Weser, Jacob N. & Haacke, Owen D. (2013) 'China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy, and Governance', U.S. - China Economic and Security Review Commission, June.
- Li, Liuyang, *et.al.* (2024) 'BRI and RMB Internationalization', in *The Belt and Road Initiative at Ten, From Macro, Financial and Industrial Trends*, edited by CICC Research, chap. 6, Springer.
- Li, Jiagxin (2024) 'China's 'national team' seen stepping up stock market intervention after a sudden surge in assets at top exchange-traded funds', *SCMP*, Feb. 21.
- Liu, Zongyuan Zoe (2023) *Sovereign Funds, How the Communist Party of China Finances its Global Ambitions*, Belknap Harvard U.P., June.
- Lockett, Hudson and Leng (2024) Cheng 'China stock trading surges after Beijing unveils more state-led buying', *FT*, Feb. 7.
- Parks, Bradley, C., *et.al.* (2023) *Belt and Road Reboot, Beijing's Bid to De-Risk its Global Infrastructure Initiative*, AID DAT, A Research Lab at William & Mary.
- Ray, Rebecca (2023) "Small is Beautiful" A New Era in China's Overseas Development Finance?, *GCI Policy Brief*, Boston University, 017, Jan.
- Setser, Brad W. (2023) 'How to Hide your Foreign Exchange Reserves - A User's Guide', *Council on Foreign Relations*, June 29.
- Shipke, Alfred (2019) 'Sovereign Bonds: What Does the Yield Curve Tell Us?', in *The Future of China's Bond Markets*, IMF [金森俊樹監訳『中国債券市場の将来』日本証券経済研究所、2019年、第二部第3章].
- Walter, Carl E. (2022) *The Red Dream, The Chinese Communist Party and The Financial Deterioration of China*, Wiley.
- Wise, Carol (2017) 'After the China Boom, What Now for Latin America's Emerging Economies', in *The Political Economy of China-Latin America Relations in the New Millenium Brave New World*, edited by Myers, Margaret and Wise, Carol, Routledge.
- Wise, Carol (2020) *Dragonomics, How Latin America is Maximizing (or Missing Out on) China's International Development Strategy*, Yale U.P.
- Wright, Logan (2023) *Grasping Shadows, The Politics of China's Deleveraging Campaign*, CSIS.
- (中国語)
- 毕马威 (2023) 『中国银行业调查报告』.
- 李清荷 (2023) 「一文读懂央行资产负债表」华福证券、2023年5月.
- 杜涛 (2021) 「财科院报告：2019年国有企业融资规模是民营企业的3.6倍」经济观察网、1月20日 (<http://m.eeo.com.cn/2021/0120/459260.shtml>).
- 中国人民銀行 (2023) 『中国金融稳定報告 2023』.
- (日本語)
- 関根栄一 (2013) 「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」『季刊 中国資本市場研究』 Summer.
- 関根栄一 (2019) 「5ヵ年プランを制定した中国 CIC による今後の海外投資戦略—非伝統的資産への投資自立の拡大—」『野村資本市場クォーターリー』 Summer.
- 日本経済新聞 (2024) 「国家隊とは 中国株式介入の政府系機関」『日本経済新聞』、2月11日.
- 張秋華 (2012) 『中国の金融システム』日本経済新聞社.
- 鳥谷一生 (2020) 「四兆元公共事業と国家資本主義の金融構造」[同著『中国・金融の「自由化」と人民元「国際化」の政治経済学 「改革・開放」後の中国金融経済40年史』見洋書房、第6章].
- 鳥谷一生 (2022) 「『米ドル本位制』下、中国・人民元『国際化』の新展開」『現代社会研究科論集 (京都女子大学大学院)』、第16号.
- 鳥谷一生 (2023a) 「現代中国経済と人民元「国際化」・「一帯一路」戦略—「改革開放」政策の経緯と行く末—」[山本和人・鳥谷一生編著『世界経済論 第二版 変容するグローバリゼーション』ミネルヴァ書房、第9章].
- 鳥谷一生 (2023b) 「BRICS 諸国の「脱ドル化」策の現実と中国の開発金融の限界—中国は「ドル本位制」下の「最後の貸し手」か—」『現代社会研究 (京都女子大学)』、第24号.
- 鳥谷一生 (2024a) 「『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—米中金融協力と対立の行方—」『現代社会研究科論集 (京都女子大

学大学院)』、第18号。

鳥谷一生 (2024b) 「人民元『国際化』と中国の対外投資の現実—脱ドル化政策の虚と実—」『CISTEC Journal(一般財団法人 安全保障貿易情報センター)』、11月。

鳥谷一生 (2024c) 「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—」『現代社会研究 (京都女子大学)』、第25号、12月。

中屋信彦 (2022) 「国有企業の影響力」[同著『中国国有企業の政治経済学 改革と持続』、名古屋大学出版会、第1章]。

巴曙松 (2013) 「金融構造の進化からみる現在の「シャドーバンキング」」『季刊 中国資本市場研究』、Summer。

溝端佐登史編著 (2022) 「国家主導資本主義の経済学」[同編著『国家主導資本主義の経済学』文真堂、序章]。

員要鋒 (2013) 『中国型金融制度』創土社。

Transforming the People's Bank of China's Liquidity Supply System and the Structure of the State – central Financial System, Domestic and Foreign Investments by the Government Financial Institutions

TORITANI Kazuo

〈Abstract〉

China's financial economy is facing both internal and external problems. The internal one is the collapse of the real estate bubble. The domestic debt is increasingly consolidated into both local and national government bonds. The external one has been accrued to China's foreign investment in connection with the "Belt and Road Initiative". This is its external claim, though which becomes non-performing loan. Much of the external claim is held by the two policy banks, which have issued bonds. Besides, the largest holders of both local and national government bonds and these policy banks' bonds are the four state-owned banks. Along with such securitization of finance, the People's Bank of China has begun to conduct open market operations for collateralizing the bond, which both local and national government and the policy banks have issued. The most important thing is that the largest shareholder of the four state-owned banks is Huijin, which is directly under the State Council. This paper clarifies that Huijin is the core of China's state-central financial system, and that domestic and foreign non-performing loans are now accumulated in the People's Bank of China and come to constrain its daily financial adjustment policy.

Key words : Property bubble, LGFV, PBoC, state-owned bank, policy bank, BRI, Central Huijin Investment Ltd, China Investment Corporation