



中国の金融リスクと人民元の国際化（特集 健全性問われる中国経済）

梶谷, 懐

(Citation)

東亜, 599:20-30

(Issue Date)

2017-05-01

(Resource Type)

article

(Version)

Version of Record

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/90004007>



中国の金融リスクと 人民元の国際化

神戸大学大学院経済学研究科

梶谷 懐

一、中国経済の「変調」と デット・デフレーション

金融リスクの顕在化

二〇一五年夏に上海総合株価指数の急落と政府による株価維持策、さらには人民元の対ドル基準値の大幅な切り下げが行われて以来、中国経済の「金融リスク」に全世界における市場関係者の関心が集まるようになった。本稿では、現在の中国経済のおかれた不安定な状況を、いわ

ゆる「国際金融のトリレンマ」の状況から理解し、その背景に人民元の国際化の促進と、その結果としての為替政策の硬直性にあるという立場から分析を行う。

高度経済成長に陰りが見え始め、「新常态」といわれる安定成長路線が既定方針となった中国は、それに伴いそれまでの投資依存型の経済成長を見直し、新たな発展戦略を模索し始めた。そのような中国政府の方針は、二〇一四年の十二月に開催された中央経済工作会议において決定づけられた。この会議では、中国経

profile

かじたに・かい
神戸大学大学院経済学研究科准教授。1970年生まれ。2001年神戸大学大学院経済学研究科博士課程修了。2000年神戸学院大学経済学部講師、2004年同助教授、2007年同准教授を経て、2010年より現職。著書に『現代中国の財政金融システム：グローバル化と中央・地方関係の経済学』（2011年、名古屋大学出版会）、『壁と卵』の現代中国論』（2011年、人文書院）、等がある。



済が「新常态」と表現される安定的成長段階に入ったことが強調され、市場メカニズムを重視した改革の継続や、投資に依存した粗放的な成長路線からの転換が説かれた。この方針を受け、二〇一五年三月の全国人民代表大会では、経済成長の目標を前年までの年率七・五%から七%前後に引き下げることが表明された。

このように中国経済が「新常态」に舵を切った二〇一五年は、株価の急落に代表されるその変動が世界経済に影響を及ぼした年でもあった。中国経済の「変動」に注目が集まったきっかけは、二〇一五年六月から七月にかけての株式市場の急落と、それを受けた政府による株価維持策である。六月十二日、上海総合指数は七年ぶりの最高値をつけた後に急落し、三週間で三〇%ほど下落して四千台を割り込んだ。株価急落の後には、政府の露骨ともいえる市場介入Ⅱ「救市（マーケット救済）」が注目を集め、七月下旬に株価指数は一旦四千台を回復した。しかし、七月二十七日には前週末比八・五%の、さらに八月二十四日にも同様の下落をみせ、同日のニューヨークダウ平均株価が一時一千ドル以上の下げ幅を記録するなど、

上海発「世界同時株安」が生じたとして世界の注目を集めた。

これに加えて、中国人民銀行が同年八月に行った人民元の対ドルレート基準値の切り下げも大きな波紋を呼んだ。中国人民銀行は八月十一日、対ドルの為替レートの目安となる基準値を前日より二%近く切り下げると同時に、前日の終値を参考にしたより市場の実勢に即した決定方法に改めると発表した。続く十二日と十三日にも小刻みな基準値の引き下げは行われ、人民元の対ドルスポットレートは三日間で四・五%ほど切り下がった。この一連の措置は、人民元をSDR（特別引出権）の構成通貨にするという「人民元の国際化」に必要な措置として、IMFの勧告に従ったものであった（International Monetary Fund 2015）。前年より顕著になっていた元安圧力の存在を背景に、二〇一五年に入ってから人民元の対ドル基準値は市場取引の値（スポットレート）から約二%乖離しており、より市場メカニズムに基づいた決定方法への是正が必要だとIMFは指摘していたからである。

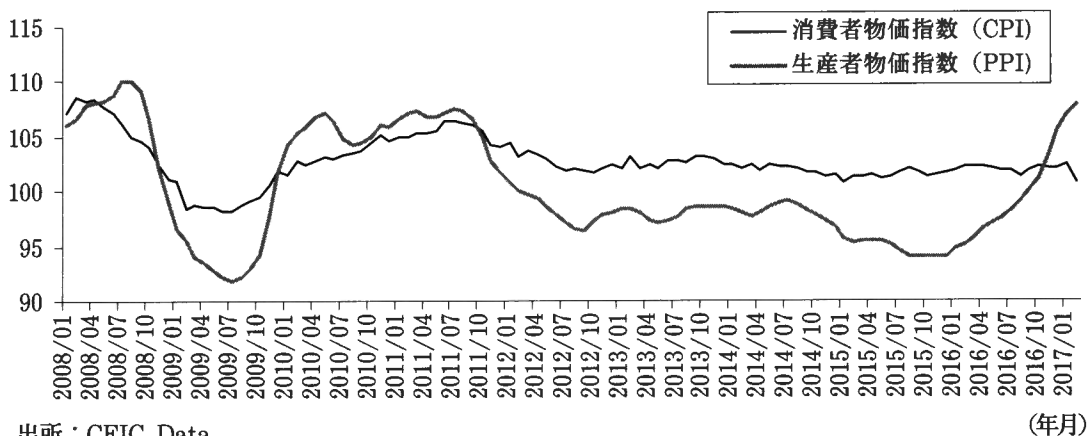
しかし、中国政府の市場との「対話」

が不十分であったこともあり、中国経済への不安感はぬぐえず、二〇一六年に入っても金融・資本市場を中心に不安定な状態は続いた。一月四日には、サーキットブレーカー制度の不用意な導入もあって上海総合指数は前営業日に比べ約七%下落した。また、一月七日には人民銀行が対ドルレート基準値を〇・五%以上切り下げたが、「元安容認」の姿勢だとして元売り、香港のオフショア人民元市場を通じて大幅な資本流出が生じた。株式市場でも投機的な売りが相次ぎ、開始後約三十分で取引停止になる有様で、導入したばかりのサーキットブレーカー制度は運用停止に追い込まれた。そして事態収拾のため、大株主による保有株売却制限に関する新しいルールの設定という臨時的な措置が採られた。

過剰債務とデット・デフレーション

さて、筆者はこのような一連の「変動」の重要な背景の一つとして、当時の中国経済が過剰な債務負担から来るデット・デフレーションの状況に陥っていたことを指摘した（梶谷、二〇一五）。ここでいうデット・デフレーションは、企業な

図1 各物価指数の動向（対前年同月比）



出所：CEIC Data.

(年月)

ど民間の経済主体が抱える過剰な債務が原因となって経済が目詰まりを起こし、不況が拡がっていく現象のことを指す。

図1が示すように、二〇一七年一月現在まで、中国の消費者物価指数（CPI）はプラスが続いているものの、生産者物価指数（PPI）は二〇一二年から一六年までマイナス水準にあり、しかも二〇一五年に入って物価下落のスピードは加速していた。中国のようなGDPに占める工業部門のシェアが大きく、しかも投資需要の動向が景気に重要な意味を持つ経済では、物価水準を見るのにCPIだけでなくPPIに注目することが不可欠である（于Ⅱ王、二〇一五）。

一方、中国における民間部門の債務残高はどのような状況にあるだろうか。BIS（国際決済銀行）が公表した数字によると、二〇一六年九月末の金融機関以外の民間の債務残高はGDPの一六・二％と、バブル期の日本における数字（最大で一四九・二％）を上回った。また、中国の銀行業監督管理委員会（銀監会）が公表した数字によると、二〇一六年十二月末の時点で金融機関の不良債権は一兆五千百二十三億元、商業銀行全体

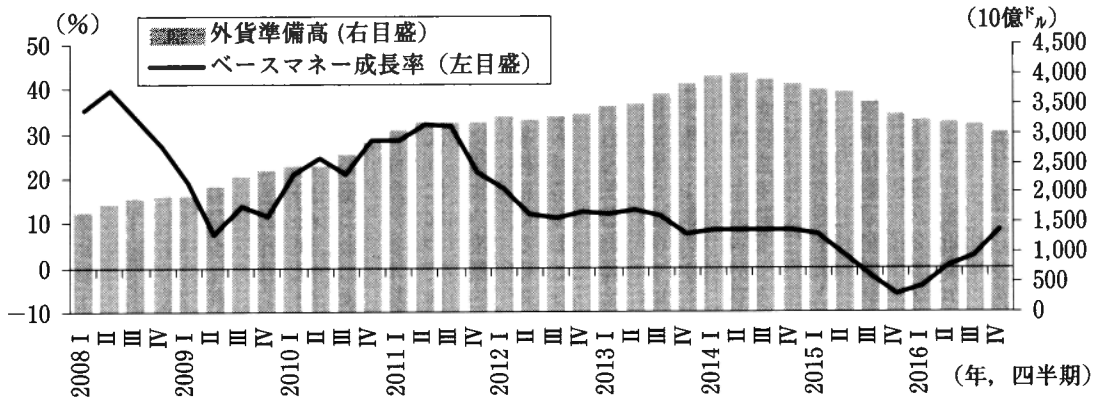
の不良債権比率は一・七四％となる。これは先進国の水準と比べてもかなり低い数字だが、不良債権の分類基準があいまいで実態を反映していないことが指摘されている。二〇一五年末の時点での潜在不良債権比率は八・六％と公式統計の五倍に達するという試算もある（関、二〇一六）。上述のように生産者物価指数の低迷、すなわち、企業の売上高の減少が続く中では、今後不良債権が拡大していくことも予想され、二〇一五年当時の中国経済はデット・デフレーションの条件をほぼ備えていた、といつてよい。

このような状況の下での望ましい経済政策の組み合わせとは、資源配分の効率性を高める改革を行う一方で、需要のショックを和らげるため持続的な金融緩和を行い、同時に名目為替レートの減価を容認することだったと考えられる（余、二〇一五）。そのような望ましいマクロ経済政策の実施を妨げていたのが、以下に述べるような為替制度の硬直性である。

硬直的な為替政策の弊害

中国が続けてきた硬直的な為替制度と透明性を欠いた金融制度のため、長らく

図2 中国の外貨準備とベースマネー成長率（対前年比）



出所：CEIC Data, 中国外貨管理局ウェブサイト〈<http://www.safe.gov.cn/>〉。

中国では金融政策において元ドルレートが事実上の名目アンカーとして働いており、金利引き下げや量的緩和などの金融緩和政策の効果を削いできたと考えられる。

たとえば、二〇一四年後半より二〇一五年八月までの間、香港で取引される一年物の元ドル先物レートと人民元の対ドルスポットレートとの差は次第に拡大し、前者は後者にくらべ三％から四％ほど元安水準で推移してきた。すなわち、年率にして三〜四％の元安期待が存在したにもかかわらず、同時期の元ドルスポットレートは二〇一四年八月から二〇一五年八月にかけて約〇・五％減価したのみであった。このことは、同時期に中国人民銀行が為替の減価を防ぐために積極的な元買い介入を行っていたことを意味する。このような中央銀行による元買い介入は、国内に流通する元が回収されることを意味するので、金利引き下げなどの金融緩和政策を相殺してきたと考えられる。例えば、二〇一五年第3、第4四半期のベースマネーの伸びは対前年比で減少した（図2）。このベースマネー成長率の減少は、PPIの低下にほぼ対応しているこ

とが見てとれる。

一般に「独立した金融政策」「通貨価値の安定」「自由な対外資本取引」の三つの政策に関しては、それらを同時に実現することは困難だという「トリレンマ」の関係が存在すると考えられる。一般に、中国は実質的な固定相場制をとると同時に、外国為替管理を通じて投機的資金を厳格に管理し、その結果金融政策の自由度を確保してきた、と理解されてきた。しかし実際には、輸出入業者によるリズ・アンド・ラグズなどを通じ、かなりのホットマネーが流入／流出してきたと考えられる（露口、二〇〇九）。

また、このような投機的な資金の流入／流出は、「蔵匯於民（民間による外貨保有）」という言葉で表現される、近年における国内の外貨保有主体の多様化によって一層加速したと考えられる。国際外貨管理局が二〇一五年二月十五日に公表したレポート「二〇一四年中国クロスボーダー資金流動観測報告」（国家外匯管理局国際收支分析小組、二〇一五）によれば、中国政府は上海自由貿易試験区の創設などを通じて人民元のクロスボーダー取引および資本投資に関する規制緩

中国の金融リスクと人民元の国際化

和を進めてきた。この流れの延長線上に、二〇一四年十一月十七日にスタートした、上海と香港の株式市場を相互乗り入れする「滬港通（「滬」は上海を意味する）」も位置づけられる。この「滬港通」や深圳と香港の株式市場の相互乗り入れである「深港通」を通じた取引には、参加するための事前審査が必要ない。このような制度が整備されることにより、多様な民間企業や個人が対外資本投資や外貨取引に参加するようになってきた。このような外国為替に関する投機的な取引がより多様かつ大規模になる中で、硬直的な為替制度の改革が遅れたため、金融政策の自由度が大きく失われるという「トリレンマ」の問題が改めてクローズアップされたのだと思われる。

金融政策の自由度を縛る「ドルの足枷」

マッキノン（McKinnon, 2005）によれば、ドル基軸体制下において、中国のような資産運用の多くをドル建て債権で行う純債権国は、自国通貨が対ドルレートで大きく変動することを恐れ、金融政策の自立性が縛られるリスクを負っている。すなわち、投機的な通貨取引が積極

的に行われている状況の下で、純債権国政府がドル建て資産価格の下落を避けるために為替相場の安定を図ろうとする限り、金融政策の独自性を事実上放棄し、米国の政策に追随することになる。というのも、金融を引き締めようと金利を引き上げると、投機目的の資金が大量に流入し、強固な元高圧力がかかってしまうからである。

実際、中国の金融政策の動向は、米FRBのマクロ金融政策およびその帰結としての金利動向に大きな影響を受けてきた。例えば、リーマンショック以後に続けられた米国の量的金融緩和によって、低コストのドル資金を調達して中国など新興国で運用するいわゆるキャリートレードの動きが広がり、それを抑えるために当局が元売り介入を行うことを通じて、中国国内にも金融緩和圧力が働いた。

一方、中国経済の減速と米国の金融緩和政策の転換により、市場の期待が元高から元安に反転していった二〇一四年以降にはこれとは全く逆の現象が起き、元安を食い止めるための人民銀行の元買い介入によって国内の金融政策にデフレ圧力がかかっていた。特に、為替相場に関

する市場の期待と現実のレートに何らかの乖離が生じた場合、厳しく規制されたオンショア市場と規制の存在しないオフショア市場との裁定取引などを通じて、長期間にわたってかなり大量の投機的資金の流入／流出が持続し、金融政策に影響を及ぼすというメカニズムが働いているものと考えられる。

二、人民元の国際化と「トリレンマ」

リーマンショックと人民元国際化

金融政策の自由度を犠牲にしても硬直的な為替制度の維持にこだわるのはなぜか。そこで重要な意味を持つのが中国政府が目指して来た人民元の国際化である。一般的に、ある通貨が国際通貨として用いられるためには、経済・貿易の規模と同時に、①為替レートの安定性やインフレ率、②金融システムの成熟度、③国内における制度的枠組みの強固さ、政治の安定性、などの条件を満たすことが必要とされる（清水、二〇一五）。すなわち、ドルに対する大幅な減価を避け、その価値を安定させることが、人民元の国際化

の必要条件になると考えられる。

このように、中国政府による人民元の国際化に向けた取り組みが本格化したきっかけはリーマンショックとその後の世界金融危機である。二〇〇九年四月に行われたG20の席上で温家宝総理は、現行のドル基軸通貨体制が世界的な過剰流動性をもたらしているとして、IMF改革の必要性を訴えた。また同時期に周小川中国人人民銀行長は、新興国の多くがドルに対する自国通貨の変動を抑制し、通貨変動リスクに対応する必要から過剰な外貨準備を保有しようとしたことが、いわゆるグローバル・インバランスの拡大と過剰流動性の原因になったという見解を述べた。

これらの発言を通じて中国政府は、IMFへの新興国の拠出金を増額すると同時に、SDRの貸出枠を増幅し、将来的には、新興国の外貨準備をSDR建てのものに切り替えていくという構想を国際社会に示した。一連の提言に基づき、二〇〇九年七月には、IMF理事会がSDR建ての債券を発行することを決定し、九月のロンドンG20財務相・中央銀行総裁会議では中国、インド、ブラジル、ロ

シアのBRICS四カ国が八百億ドル分の購入を表明した。しかしIMFにおける新興国の出資比率の増加に関しては米議会の反対が強く、IMFのガバナンスに関する改革も遅々として進まないままだった。また、二〇一二年の欧州通貨危機の際には、欧州における金融安全網構築の観点からIMFには資金基盤の増強が求められたが、米国が資金拠出を見送る中、結局十分な増強は行えなかった。このような状況の中で、中国政府は人民元の国際化を進めつつ、BRICS銀行やアジアインフラ投資銀行(AIIB)といった独自の国際機関の設立という手段を通じて「ドルの足枷」から逃れようという姿勢を明確にしていく。

実際に、二〇〇九年以降中国人民銀行は人民元建てクロスボーダー決済やオフショア市場の開設など、「人民元の国際化」に向けた制度構築に積極的に取り組んでいった(中国人民大学国際通貨研究所、二〇一三)。クロスボーダーでの貿易人民元決済は二〇一四年には前年比四一%増の六兆五千三百億元となり、人民元で決済された輸出入はすでに中国全体の四分の一にまで拡大した(トランザク

ションバンキング部中国調査室、二〇一五)。また、海外に人民元決済業務が行える国内銀行(クリアリング銀行)を開設し、人民元建てのクロスボーダー決済の窓口にすることを目的とした海外オフショア人民元市場も、二〇〇九年の香港(中国銀行)を嚆矢に、マカオ、台北、シンガポール、ソウル、シドニー、ロンドン、フランクフルトなどへと拡大していった。そして二〇一四年末の中央経済工作会议の政府文書では、「人民元の国際化を穩当に推進する」ことが初めて公式にうたわれた。

このような政府による人民元の国際化の推進の結果、二〇一五年十一月のIMFの年次総会において人民元のSDRの構成通貨への採用が決定される(正式採用は翌年十月)。世界各国の準備通貨として、SDRはわずか一%を占めているに過ぎない。それでも、準備通貨としての元資産の保有増加、国内金融改革の促進、国際金融秩序に対する中国政府の発言力強化など、人民元のSDR入りの効果は決して小さくないと思われる。それを裏付けるように、十二月十六日の米議会は、それまで消極的だったIMFに対

中国の金融リスクと人民元の国際化

する中国など新興国の出資比率を引上げることと合意し、その結果、中国はIMFの出資比率でも第三位の座についた。

これら一連の取り組みは、上述のようにドルを準備通貨として大量に保有せざるを得ない中で、金融政策の自由度を事実上奪われるという、いわば「ドルの足枷」に繋がれた状況にあることを認識し、ドルを唯一の基軸通貨とする国際通貨体制からの脱却を図ろうとする政策当局の姿勢が強く反映しているといえよう。ただ、ここに政策上の矛盾が生じることになる。中国政府が人民元の国際化を進めようとする限り、元のドルに対する大きな変動を防がねばならず、そのために硬直的な為替制度が維持され、かえって「ドルの足枷」による拘束を強めてしまふ、という側面があるからである。

「トリレンマ」に陥った中国経済

冒頭に述べた二〇一五年六月から八月にかけてのマクロ経済の変調は、為替制度の硬直性によって金融政策の機動性が失われることから生じたものであった。その背景として中国経済が典型的な「トリレンマ」の状況に陥っていたと考えら

れる。

中国経済が「トリレンマ」に陥っているという理解は、各国の政策担当者の間でも共有されていた。例えば、二〇一六年一月二十三日の世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）において黒田東彦日銀総裁は、国内における金融政策の自由度を高めるために中国政府は一時的な資本規制を行う必要がある、という趣旨の発言を行った。また、英『エコノミスト』誌も、「人民元巡る習氏のジレンマ」という記事で、資本の流出が国内経済にデフレ圧力をかけている現状を改善するために、中国は一時的に資本規制を強化し、人民元の価値を人為的に演出することをやめるのがよい、という政策提言を行っている（英『エコノミスト』編集部、二〇一六）。

対ドル変動幅の拡大

このような「トリレンマ」への処方箋として、政策当局は人民元を主要通貨によって形成される通貨バスケットにベッグすることで、緩やかに元の変動幅を広げていくことを選択した。この政策への信頼性を高めるため、中国人民銀行は昨

年十二月に通貨バスケットの各構成通貨の比率を公表するとともに、中国外貨取引センター（CFETS）を通じて人民元のバスケットに対する変動比率を一週間ごとに公表することに踏み切った。二〇一六年二月に入り中国人民銀行の周小川行長は、雑誌『財新周刊』のインタヴューに答え、現在の中国経済は通貨の大幅な下落を必要とする状況にはなく、通貨バスケットを参照することによって柔軟な為替政策を実施すれば投機的な資本流出は抑えられるという見解を明らかにしている（『専訪周小川』『財新周刊』第六九一期）。

さらに二〇一六年十二月二十九日に、CFETSは通貨バスケットの構成を調整し、従来の通貨に南アフリカ共和国・ランド、韓国・ウォンなど十一カ国の通貨を追加し、計二十四カ国・地域へと拡大することを発表、二〇一七年一月一日より運用を開始した（表1）。

表1のとおり、CFETSが公表した通貨バスケットでは、ドルの構成比率が二二・四%とかなり低いものになっていることが注目される。この政策が市場から信認されるならば、政策当局の意図通

表1 CFETSによる通貨バスケットの構成

通貨名			従来の 構成比率 (%)	新規の 構成比率 (%)
従来の通貨	米	ドル	26.40	2.40
	ユ	ユーロ	21.39	16.34
	日	円	14.68	11.53
	香	香港ドル	6.55	4.28
	豪	豪ドル	6.27	4.40
	マ	マレーシアリンギ	4.67	3.75
	ロ	ロシアルーブル	4.40	2.63
	英	ポンド	3.86	3.16
	シ	シンガポールドル	3.82	3.21
	タ	タイバーツ	3.33	2.91
	カ	カナダドル	2.53	2.15
	ス	スイスフラン	1.51	1.71
	ニ	ニュージーランドドル	0.65	0.44
追加された通貨	韓	韓国ウォン	—	10.77
	サ	サウジアラビアリヤル	—	1.99
	アラ	アラブ首長国連邦ディルハム	—	1.87
	南	南アフリカランド	—	1.78
	メ	メキシコペソ	—	1.69
	ト	トルコリラ	—	0.83
	ポー	ポーランドズウォーティー	—	0.66
	ス	スウェーデンクローナ	—	0.52
	デン	デンマーククローネ	—	0.40
	ハン	ハンガリーフォリント	—	0.31
ノ	ノルウェークローネ	—	0.27	

出所：JETRO「世界のビジネスニュース（通商弘報）」
<https://www.jetro.go.jp/biznews/2017/01/daeb3182ae6e6e73.html>。

り為替の変動をより柔軟にし、金融政策の自由度を高めることができるだろう。筆者は、人民元の変動を他の主要な通貨の変動で回帰する計量モデルを用いて、人民銀行の為替政策に関するスタンスの推移に関する実証分析を行った（梶谷、二〇一六）。その結果、二〇一五年八月までは元はドルの変動に対して九〇%以上連動していたものの、二〇一五年八月以降は、対ドルへの連動の度合いは七十二・六%とそれまでに比べて明らかに低下していることが分かった。

このような柔軟な為替政策への転換によって、長らく低下傾向が続いていた生産者価格指数（PPI）は二〇一六年九月から前年同月比でプラスに転じ、同十二月にはプラス五・五%、二〇一七年二月にはプラス七・八%と上昇ペースが加速している（図2参照）。このように、当局による緩やかな人元安への誘導と、それに合わせた財政・金融面での緩和策が功を奏し、景気回復の流れが続いている。中国経済だが、昨年十一月に米大統領選におけるトランプ氏の勝利がその流れ

に水を差すことになる。

三、「トランプ・ショック」と中国政府の対応

トランプ就任と資金の流出

二〇一六年十一月、米大統領選でトランプ氏が勝利し、「アメリカ第一」の姿勢を打ち出すと、米国の積極的な財政政策への期待とFRBの利上げ観測の高まりで、主要国の通貨は米ドルに対して軒並み下落した。同年十二月に米連邦準備理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）において利上げを決定したことも、市場のドル高期待を後押しした。その結果、二〇一七年一月末に中国の外貨準備高は二兆九千九百八十二億^{ドル}と、五年十一月ぶりに三兆^{ドル}を割ったことが報じられた。

政府当局も、このような対外資本流出の動きを十分に認識し、さまざまな対策を講じた。まず、資本流出の原因について分析結果を公表し、対内経済の落ち込みなどが原因で資本逃避（キャピタル・フライト）が生じているわけではないことを内外にアピールしようとした。国家

中国の金融リスクと人民元の国際化

外貨管理局が二〇一六年十二月七日に発表した文章「国家外匯管理局有関負責人就十一月份外匯儲備規模變動情況答記者問」では、「資本流出」の要因として、

- ① 市場の外貨需給のバランスを調節するため人民銀行が外貨資金を提供したこと、
 - ② アメリカの大統領選挙以降、米ドルに対し他の通貨が相対的に減価したこと、
 - ③ 米国債など債券価格の調整が生じたこと、
- という三点を指摘している。ここから、直近の資本流出現象は基本的に米ドルの増価期待による裁定行動として理解可能、という当局の姿勢がうかがわれる。

このように米ドルの増価期待が高まる中で、人民元相場が急速に下落することを防ぐため、中国人民銀行は元を買い、ドルを売る市場介入の姿勢を強めた。これは短期金融市場における資金供給を絞ることを意味したため、金利が急上昇し、後述するような債券市場の動揺につながった。

また、二〇一六年以来、人民銀行は国境を跨ぐ人民元の流出量を流入量の一定比率内に制限し、銀行の外貨売りが外貨買いを上回らないよう指導したり、外国企業の中国現地法人が本社に資金を貸し

付ける、いわゆる「子親ローン」を自己資本の三割に制限したりするなど、特に国内から海外への資金移動を厳格に管理する姿勢を明確にしてきた。これは、米ドル増加への期待が急上昇し、「トリレンマ」の問題が再び深刻化したことに対し、資本の自由な移動を一時的に制限することで対応しようとしたものと理解できる。しかし、この姿勢が長期化するようだと、国内投資のリスクを高め海外資本の流入に支障をきたしかねない。

債券市場の動揺

このような金融政策のスタンスの変化の結果、目立たないところでマクロ経済変調の兆しを感じさせる動きが生じている。昨年末に生じた債券市場の動揺もその一つである。もともと、景気を刺激するための金融緩和政策によって短期市場金利が低下していたこともあって、政府債、社債を問わず債券市場は活況を呈し、国債などの利回りは低下を続けていた。それが、昨年末来の為替市場への介入により、人民銀行は短期金融市場への人民元の供給を絞り、結果として金利が大きく上昇したのである。このことが、それ

まで「バブル」が懸念されていた債券市場に冷や水を浴びせる結果となり、価格の暴落と利回りの急上昇をもたらすことになった。

市場の不安定な状況に追い打ちをかけるようにして生じたのが、十二月中旬に明るみになった中堅の証券会社、国海証券による債券の偽造取引をめぐるスキヤンダルである。これは、国海証券の社員が、会社に無断で契約書を偽造し、総額百六十五億元ほどの債券を三十件を超す顧客に売却し、後で決まった価格で買い戻すという、いわゆるレポ取引に似た「代理保持」契約を行っていたというものである。債券価格が右肩上がりを続けていた状況の下では、この取引は双方に利益をもたらさずであった。しかし、短期金利の上昇によって債券価格が暴落したことを受けて、取引を行った社員が失踪したことで、不正な取引の事態が明るみになった。中国メディアの報道によると、国海証券は会社の意思による取引ではないことを理由に買い戻しを拒否、同社から債券を購入した金融機関に多くの損失が生じているという（張・韓・郭、二〇一六）。

国海証券のケースは、右肩上がりが続けていた債券市場に機関投資家などがレバレッジを利かせて資金をつぎ込む、リスクの高い投資を行っている状況を明らかにした。またそこには、中堅銀行が理財商品を通じて集めた資金がかなりの程度流れていたことも指摘されている。人民元相場下落のリスクや、国内の不動産バブルの懸念に対応するため、政策当局が短期金融市場をわずかに引きしめただけで債券市場のリスクが大きく高まったことは、今後の中国経済にとっても不安材料だといえよう。

金融・資本市場に対する 行政機関による監督体制の改革

高まる金融リスクへの中国当局の対応策として注目されるのが、金融・資本市

場に対する行政機関による監督体制の改革である。もともと中国の金融・資本市場への行政監督は、中央銀行である人民銀行と、銀行、証券、保険の三業種における監督管理委員会の「一行三会」の分業体制で行われていた。しかし、こういった縦割り型の体制では、業種をまたがった新たな金融サービスの登場や、銀行への厳しい規制の網をかくぐった「影の銀行」の拡大、そしてP2P融資に代表されるフィンテックの普及、といった新たな事態に十分対応できないことが指摘されていた。

金融監督体制の不備により、新たな市場のリスクに対応できなかった例として、二〇一六年に話題になった、新興の投資会社「宝能投資集団」による敵対買収の事例が挙げられる。これは、宝能が大手

不動産会社万科企業に対して敵対的買収を仕掛け、その経営を一年以上にわたって揺るがしたというものである。宝能は、傘下の保険会社を通じ高い投資リターンをうたった生保商品を販売し、調達した資金を万科の株式の買収資金につぎ込んでいた。最終的に当局は宝能に対し保険事業を十年間禁じるという厳しい処分を決めて事態は終息したが、当局の対応が遅れた背景に、保険と証券に分かれた縦割り型の監督体制の弊害があることが明らかになった。

二〇一七年二月に「一行三会」の金融監督機関が合同でまとめたとされる文書「金融機構の資産管理業務規範に関する指導意見」では、銀行・証券・保険といった業種を横断した金融商品のリスク管理など、これまでの縦割り型の監督体制を

統合する新たな金融・資本市場の監督体制を目指す方針が明確に示された（呉・楊、二〇一七）。このような金融監督体制の改革が、市場の安定化につながることを内外にアピールできるかどうか、改めて政策当局の「市場との対話能力」が問われることになろう。

いずれにせよ、その対外政策に不透明感が広がるトランプ政権に對峙しつつ、国内の金融リスクにも対応しなければならぬ政策当局は、しばらくは難しいかじ取りが続いていくものと思われる。

●参考文献

【日本語】

- 英『エコノミスト』編集部（二〇一六）『通貨の未来 円・ドル・元』池村千秋訳、文藝春秋。
 梶谷懐（二〇一五）「デフレ不況に近づく中国 必要なのは中国版リフレ」『Wedge』九月号。
 清水聡（二〇一五）「進展する人民元の国際化と今後の展望——資本取引の自由化との関係——」『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.15, No.57。
 関辰一（二〇一六）「中国で深刻化する過剰債務問題——潜在不良債権比率と不良債権規模の推計——」『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.16, No.62。

中国人民大学国際通貨研究所（二〇一三）『人民元・

国際化への挑戦』科学出版社東京株式会社。

露口洋介（二〇〇九）「近年の中国におけるホット

マネーの動き」『日銀レビュー』2009-J-8。

トランザクションバンキング部中国調査室（二〇

一五）「人民元国際化の進捗状況について」『B T M U (China) 経済週報』第二四一期、二〇一五年二月二十八日。

【中国語】

国家外匯管理局國際收支分析小組（二〇一五）「二〇一四年中国跨境資金流動監測報告」二〇一五年二月十五日。

吳紅毓然・楊巧伶（二〇一七）「統一大資管」『財新周刊』第七四三期。

于海榮・王力為（二〇一五）「再解通縮」『財新周刊』第六五七期。

余永定（二〇一五）「匯率形成機制市場化改革啓動」『財経』第四三八期。

張宇哲・韓禕・郭楠（二〇一六）「債市風爆第一季」『財新周刊』第七三五期。

【英語】

International Monetary Fund (2015), "Review of the Method of the Valuation of the SDR? Initial Considerations," IMF Policy Papers, 2015 August.

McKinnon, Ronald I (2005), *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, MIT Press.

