

# 中国の金融改革と国債市場

小林 和子

## 社会主義国の国債

何十年前になろうか。証券界の雑誌で、「証券とは資本主義経済の産物である、社会主義国にはわずかの貯蓄国債以外に証券というものは存在しない」という文章を読んだことがある。これが今でも頭に残っているところをみると、他にはこういう指摘はほとんどなかったのではないかと思われる。ほぼすべての教科書、入門書では、前段の「証券とは資本主義経済の産物である」から直線

的に、「証券の発行者は——」と入っていくであろう。ここで一回屈折して、「社会主義国には——」という指摘を入れた著者はなかなかのものである。その社会主義国にかりうじて存在した証券が「貯蓄国債」であった時代は過ぎ去った。現在、最大の社会主義国として存続している中国には、株式会社あるいはその予備軍の数が何百万、「社会主義市場経済化」の大方針の下に株式発行は増大の一途にある。

もう一方の証券種類である債券も、国債を中心に短い期間に相当の発展を遂げている。「貯蓄国

債」しか証券が存在しなかった時代は、実は戦後の前半期であり、「貯蓄国債も存在しなかった時代」がそれに続く。せっかく資本主義経済に基づく政治体制を打倒して社会主義を建設しつつあるのだから、もちろん株式会社に頼ることはありえない。株式や社債が発行されることはありえないわけである。

しかし、政府の発行する債券はどうか。

戦前の日本市場で発行された外債の償還経緯をみると、第一次世界大戦の戦費等を日本市場で調達したイギリスやフランスは期限到来時にももちろん償還した。しかし、ロシアと中華民国は償還しなかった。ロシア革命で帝政を倒した革命政府は旧政府の債務など気にかげず、辛亥革命で清国を倒したが不安定な中華民国の政権は自らの債務を気にする余裕がなかった。第二次世界大戦後、成り立した新中国政府はもちろんのことである。体制

の変革によるものとはいえ中国は国際金融市場におけるデフォルト状態にあった。

このデフォルト状態に新中国政府が心を痛めたとは思えないが、社会主義としては政府債務は一種の「悪」であるという認識を持ってはいたらしい。建国当初は国家統一目的のためにやむを得ず裕福な個人向けの貯蓄債券を発行したが（一九五〇—五八年、第一次五カ年計画から大躍進まで）、これを償還し終えた一九六八年から一九八〇年の間は「無債為好」、すなわち債務のないのを好しとした。中国人は簡明なスローガンが好きで、一人っ子政策もつづめて「一個好」という。

すなわち純正社会主義の下では、証券発行はゼロが正しく、現実にはそのゼロ状況が達成されて、社会主義体制の優位性を誇示していたのである。もっとも資本主義体制の側では「誇示されていた」という認識はほとんどなかったと思われる。

### 市場経済下の国債発行

ゼロ証券経済が「証券を擁する経済」、いや、まずは「国債を擁する財政」に変わっていくのは、一九八〇年代からである。いうまでもなく財政赤字への対応で、赤字国債が毎年発行されるようになった。

- 一九八一 個人向けの公募国庫券、都市貯
- 一八六六年 蓄の増加で八二年以後増える
- 一九八七年以後は国庫券にプラスして
- 一九八七 国家重点建設債券、個人向け
- 一九八八 国家建設債、個人向け
- 財政債券、銀行向け
- 一九八九 特種債券、当初企業向け、後に  
養老保険基金向け
- 保値国債（この名称はこの年限

一九九〇

個人向け国債  
企業向け特種国債  
銀行向け財政債券

一九九一

財政債券  
特種国債  
転換債

一九九二

非実物国庫券（無券記帳式）、  
保値  
財政債券  
転換債

一九九三

財政債券

一九九四

定向債券、保値

一九九五

無記名国債  
憑証式国債、二期憑証式国債  
記帳式国債

#### 特種定向国債

- 一九九六 記帳式（一、二、三、四、五、  
六期）
- 無記名（一、二期）
- 憑証式（一期）
- 特種定向債券

一九九七

憑証式  
記帳式

社会主義国家としてももと行政による割当配分消化の伝統があり、消化層の資金性格にも大きな差異があるためか、個人・銀行・企業等の「投資家層別」の設定になっているのが、第一の特徴である。個人だけが消化した当時は実物券に限られたが、消化層の拡大につれて領収証（憑証）方式、無券記帳方式が増え、利付債の他に割引債も登場した。発行方法もシ団引受、入札方式と拡がる。九四年以後はとりわけ財政部（大蔵省に当た

り）

る）と中央銀行である中国人民銀行の当座貸越による安易な赤字補填の関係が厳しく断たれたため、国債発行の「市場化」が一気に進んだようである。なかでも入札発行が開始され、シ団引受が進み、種類の多様化が進んだ九六年は、国債改革の年といわれた。

前掲の国債の種類は日本とはずいぶん異なる。トクダネ国債と読みたくなる特種国債は、企業向けの限定発行で、現券はなく領収証のみである。保値国債とは個人向けあるいは企業向けに、インフレ下に中長期債の投資家の利益を保護するよう、物価上昇率と連動させて表面利率を変化させる方式である。事実上のフローティング・レートである。因みにこの「保値」は銀行預金から始まり、国債に及んだものである。また定向国債とは、養老基金や待業保険基金向け、あるいは企業向け等の特定対象向けの私募発行を意味する。因

みに、一九九六年国債残高のうち上場流通可能な国債は四七・九四%、非上場・流通不可の国債は五二・〇六%となっている。

## 国債取引の構造

証券の発行が恒常化すれば発行市場の整備が図られる。発行市場が有効に機能するためには流通市場が機能していなければならない。と、教科書には書いてあっても、日本では戦後一〇年間は債券の取引所取引は存在せず（債券市場無く、債券の上場無し）、次の一〇年は取引は存在してもまったく形骸化していた。さらに一〇年を経た後、国債大量発行を契機によりやく債券取引は盛んになった。とはいえ、国債以外の債券については相変わらず形骸化の極にあり、民間事業株式会社の社債はすでに一銘柄も上場していない。

二つの取引は九四―九五五年にあつというまに眠れる投機筋を呼び覚ましたが、九五五年の「三・二七事件」等で期貨取引は当分の間中止されて現在に至っている。回購取引は継続しているが、やはりかなりの空売り行為があつたらしく、整理が行われた。

国債以外の他の債券も基本的な種類はすでに存在している。例えば企業の債券は一九八七年國務院「企業債券管理暫行条例」と、一九九〇年中国人民銀行・国家計画委員会「企業債券報告審批管理弁法」により発行されている。さすがに転換社債は遅いが、一九九七年「可転換公司債券管理暫行弁法」で上場会社の発行が始まった。日本では長期信用銀行法はすでに命脈尽きかけているが、中国では金融債が非常に盛んでもある。一九八五年から各專業銀行が、八七年から交通銀行が、八八年からその他の銀行も発行している。各地の信

一九八〇年代後半からようやく発行市場が必要とされてきた中国の場合、前述の教科書の発想がそのまま採用されるとともに、同じくようやく情報が入ってきた先進資本主義諸国の最新の取引方法も即座に試行された。株式市場の育成においても同様の側面があるが、債券市場は国家の財政資金の調達マシンという点でとりわけ国の決定が迅速だったのではないかと思われる。

中国国債の流通市場は一九五〇年代には無く、一九八一―八七年にもまだ無かった。次節に見るように試験的に市場が作られたのが八八年である。国債取引は全国各地で現物取引として出発した。とはいえ九三年には早くも国債デリバティブが登場する。まず回購（リバーチエス・アグリメント）取引が証券仲介機構と銀行、さらに仲介機構間で、短期資金調達のために始まり、次いで期貨（先物）取引が証券取引所で始まった。この

託投資公司や証券会社等が九六年から発行する特種金融債券もある。もっとも取引は見るべきものがないようである。

## 国債取引の市場

国債市場は九〇年から九六年の六年間で非常な発展を遂げた。中国好みのスローガン形式でいえば、「一部の都市から全国化、店頭市場から取引所市場へ、現物から先物へ」となる。

国債取引の場所は柜台（店頭）から始まった。八八年初めに七都市（沈陽、ハルビン、重慶、武漢、広州、深圳等）だったのが、半ばには六一都市にまで急拡大した。もっとも、取引の実態は売りばかりで買いが無かった。すなわち買い手は仲介機関のみとなった。国債保有者を保護するためには財政部が仲介機関の買値の最低を額面とし、価

格差は二%以内とした。しかし、新設の仲介機関は購入資金不足で価格を下げ、ヤミ市場もあったらしい。九〇年一二月に上海証券取引所が開業し、連弁自動報價系統（STAQ）が開通すると、雨後の筍のごとく仲介機関の数が増大し、九一年初めには全国四〇〇カ所が流通市場として認められた。九二年には武漢國債交易中心が設立された。

もともと中国には正規の証券取引所は上海、深圳の二カ所だけである。「交易中心」とは取引センターの意で、正規に承認されていない、しかし取引の実態からいえば取引所に近い存在である。武漢と天津が大きい。株式取引のための正規の取引所として認めてほしいと強く思っているのもこの二地区である。北京には電子取引のSTAQ系統があるが、政治都市・北京の場合は武漢、天津ほど取引所を持つ要求が切実ではないよ

六月商業銀行は証券取引所および取引センターにおける回購取引および現物取引への参加が禁止された。代わって、この二種について「銀行間債券市場」が形成された。債券取引における銀行市場と非銀行市場との分離政策である。取引所、店頭市場、この銀行間市場の三つの併存状況を、「三足鼎立」といっている。しかし取引の実態としては九七年中では上海取引所と銀行間市場以外は恒常的な取引はないようである。場外市場は「名存実亡」、すなわち有名無実となったらしい。

流通取引に最初に登場したのは國債を持ち重りした個人投資家等の売り希望であった。この希望に買いで対応した仲介機関があつて初めて市場は成立する。國債取引の仲介機関は、財政部、中央銀行である中国人民銀行系統が設立した國債服務部、財政証券公司、信託投資公司等と、株式会社の証券会社等である。商業銀行や政策性銀行系統

うである。現物・先物・リパーチェス合計の取引高では、当初、武漢、STAQ、天津の順に大きく、上海や深圳は取るに足らなかった。各取引場所の全取引高に占める國債取引合計高の比重では、天津が九〇%、STAQ八〇%、武漢四六%、上海は〇・六九%に過ぎなかった（一九九四年）。正規の取引所は株式取引が中心であり、これに次ぐ非正規の取引場所は國債取引が中心であったことがわかる。その他四〇〇ほどの取引場所はこれらとは隔絶した小規模の、文字通りの仲介機関の店頭（柜台）が多いと思われる。

しかしその後状況が変わる。天津・武漢等を除く場外市場は全国統一的清算システムを欠き、取引方式が不合理で、不健全な体制にすぎなかった。一方で、銀行資金が債券回購取引を経由して株式取引に流れ込み、金融機構全体のリスクを増大させ、各種の経済犯罪も誘発したため、九七年

の証券会社も多い。次ぎなる参加者、すなわち機関投資家は、養老保険基金と待業保険基金（破産・終了企業の職工向け）の「両金」と、一般の保険会社である。「両金」には余剰資金の國債割当購入が定められているが、国有企業の破綻や失業増大等により余剰資金が減り、購入量は漸減しているという。

中国の國債投資家でユニークなのは國債投資基金である。國債に重点投資する投資信託（ふつう六〇%以上を國債に投資することが要求される）で、受益証券に当たるものを発行し、零細投資家に販売する。当初は國債を直接購入しにくい農村や、遠方地区で間接的國債投資として始まり、やがて中小投資家向けに発展した。そのため中央銀行が「基金管理弁法」を起草し、これが発展して九八年には正式の法律となった。基金券は国内外の、合法的な存在である自然人、法人のす

べてを対象として発行され、通例六〇%以上の資金を国債に投資することが定められている。投資信託としては開放型で、契約型も会社型も可能だが契約型が多い。国土が狭く、官民の金融機関の発達した日本ならば、全国どこでも金融機関の窓口で国債を購入しうる。しかし、国土が広く、経済の発展した沿海地区を除いて金融機関網が行き渡っていない中国では、こうした基金の存在が国債販売に大いに役立つようである。

### 国民貯蓄による国債保有

本年度、中国では景気息切れを懸念して、内需テコ入れへ、年度途中に大型の国債追加発行を行う方針だと報道されている。この国債は政府が一定の実質利息を保証するもので（保値）、その後の報道によれば「国債担保融資規則」が公布さ

れ、九割限度で商業銀行が担保融資を行い、住宅・自動車・高額家具等の購入に当てさせるという。貯蓄を国債に向けさせた上で、特定の高額消費を誘導する政策である。さてこれはうまくいくだろうか。

中国一二億人の国民投資の中心は住宅、債券、実業だといわれる。かつては住宅は所属する国有企业から配分されたものだが、現在では高額所得者を中心に自己の資金で購入するものになった。一九九〇年代、とりわけその後半になると都市地域の国民金融資産が増大した。一九九七年の個人金融資産の構成は、預貯金七六%、手持ち現金一四%、国債五%、株式四%、保険準備金一%というところである。この現実に対して「希望」のほうは、一九九七年の「全国消費者意向調査」によれば、国庫券を購買の予定が三八・三%、企業債券が一・五%、株券が一四・三四%、投資基金

国債の保有者

	個人	国営企業	非銀行 金融機関	養老・ 保険基金	銀行
1981		100			(%)
82-90	80	20			
91-93	75	10	10	5	
94-95	75	5	10	5	5
96	30	15	20	15	20

（投資信託）が一四・二六%と、圧倒的に国庫券の人气が高い。

一気に何十倍、何百倍になるかもしれない株券の魅力は大きいですが、しかしゼロになったときはこわい。株式市場バブルの下で、すでに中国国民はこういう教訓を学んでいる。もっとも株券の券面が発行されていない中国では「タダの紙切れになる」という感覚はないようだ。これに対して、もともと社会主義の下でも国民貯蓄の対象としての歴史があり、現物の券面が発行されて、インフレに対しては保値政策が採られている国債のほうに、中小金融資産保有者から格段の信頼が寄せられるのは当然ともいえる。国債の額面は最低一、五、一〇元からあり、個人投資家の最低投資単位は数百元からである。元も子もなくしたいとは決して思わないであろう。

国債発行の市場化もかなり進んできている。し

かし今後、一層の国債増発が予想されていることを考えれば、中長期的な国債管理政策が真剣に検討されるべきときがきているのではないだろうか。

参考文献

高堅『中国国債』経済科学出版社、一九九七

熊道偉、張橋雲『中国国債市場』西南財經大學出版社、一九九八

肖宇『中国国債市場』社会科学文献出版社、一九九九

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)