

# 中国の債券市場形成と流動性改革

小原 篤次

1. はじめに
  2. 中国国債市場の変遷
    - (1) 中華人民共和国建国と国債発行（1950～1958年）
    - (2) 改革開放路線と国債発行の再開・試行的流通（1981～1995年）
    - (3) 1990年代後半以降の国債市場
  3. 大量発行と国債管理政策
    - (1) 国債管理政策
    - (2) 対GDP、マネーサプライ：日米と比較
    - (3) 大型の国債発行と集中度
  4. 国債入札方法と流通市場
    - (1) 国債市場の特徴
    - (2) 発行市場の担い手
    - (3) 発行年限の多様化
    - (4) 入札方法の改革
- おわりに

キーワード：国債管理、市場流動性

## 1. はじめに

国債は政府の歳入不足を補う財源<sup>(1)</sup>、国の借金として一般的に認識されるものの、国債が実際に担う役割は多面的である。政府による資金調達の手段のほか、金融機関、個人問わず投資家にとっては、相対的に安全性の高い投資対象

であり、長期金利のほか、社債など他の金融市場のベンチマーク<sup>(2)</sup>としての役割も担っている。また、中央銀行にとっては金融政策を実施する手段となっている。

中国における金融市場分野で、研究の関心はこれまで、債券市場ではなく株式市場に向いてきた傾向が強い。株式市場においては、国有企業改革という移行経済のダイナミズムが観察できる。金融論、証券論の研究だけではなく、開発論、経営学、政治学など多様な研究領域の関心を集め、人類学的アプローチの研究<sup>(3)</sup>さえある。しかしながら、上記の国債の多面的な役割のほか、将来的には企業の資金調達の多様化、銀行のリスク分散などの観点から、債券市場の発展が重要となっていくものと考ええる。とりわけ国債の発展は、債券市場の発展過程のなかで極めて重要な位置を占める。1997年の銀行間債券市場の創設以降、市場の効率的価格形成、資産配分の点で、極めて重要となる流動性向上に通じる改革が進められてきている。先行研究によると、中国の債券市場の特徴について、Sommers[2002]は、国債発行が大幅に成長していることを認めながら、社債発行がわずかで、国債についても、発行市場が銀行間債券市場、証券取引所、店頭市場（銀行窓口販売）と3つ

(1) 中国の1990年代後半以降の財政事情については、田中修「中国経済政策史（1996-2004）—財政・金融を中心に—」『PRI Discussion Paper Series』No.05A-09、2005年参照。

(2) benchmark。投資収益の目標及び基準となる指数、

指標。債券市場では、ベンチマークとの利回りや価格の乖離が投資対象の評価として用いられる。

(3) Hertz, Ellen, *The Trading Crowd: An Ethnography of the Shanghai Stock Market*, Cambridge University Press, 1998

に分断され、満期が5、7年債に偏在していることなどを指摘している。さらに投資家について、銀行や保険会社が子会社を通じて、債券投資の機関投資家を分散させることや、運用会社の参入基準が高く、非合法投資活動が顕著なことを課題として示している。また、規制金利で、市場価格が硬直的で、投資家の収益機会が限定的であることを課題としてあげている<sup>(4)</sup>。ただ、Sommers が示した課題のうち、4項で示すように、2001年以降、国債満期の期間の分散は進んでいる。銀行の子会社による運用会社の設立は2005年から認められている。

Duo[2002]は金融政策の観点から、銀行間債券市場に言及し、同市場発展の意義を①商業銀行のタイムリーな資産配分の調整、②市場で決定される金利、イールドカーブが、金融当局の政策の参考となること、③市場が発展すれば、金融調整のインパクトが緩和されることが可能になることと整理している<sup>(5)</sup>。

なお、「流動性」に着目した研究もある。国債の市場流動性ではないが、Boyreau-Debray and Wei[2004]は投資と貯蓄の相関係数など統計分析を用いて、中国国内の資本移動を実証し、OECD 諸国間、つまりクロスボーダーの資本移動などの先行研究と比較することで、国内の資本移動の低さを提起している<sup>(6)</sup>。こうした中国国内の資本移動を促進し、資本効率を高めるためにも、国債など金融市場の発展は不可欠で

ある。

そこで、本報告は、国債発行・流通市場の変遷を整理したうえで、中国債券市場のうち、国債市場を考察の対象とし、しかも、流動性の視点を重視して、現状と課題を示すことを目的とする。国債市場を分析<sup>(7)</sup>することで、中国の債券市場の研究を深化させる基盤提供の一助にしたい。

このため、2項では国債市場が形成された歴史の変遷を傍観していく。3項では、1997年以降の国債発行額を日本や米国とも比較していく。4項では、国債市場や入札方法などの改革について詳述する。

## 2. 中国国債市場の変遷

中国の国債市場の変遷を大きく3つに分けて傍観していきたい。①中華人民共和国建国後、初めて国債が発行された時期（1950～1958年）、22年の国債空白期を経て、②1981年の国債発行が再開され、流通が試行的に始まった時期、③銀行間債券市場が創設される等金融・証券市場の本格的整備期間の3つに分けることにする。このうち前者の①と②の期間について、以下にその概略を説明する<sup>(8)</sup>。③の期間については次節で改めて説明したい。なお、国債市場を含めて、金融制度改革の変遷は、表1で整理した。

(4) Sommers, Justin, "Investing in China's Capital Market's Where will WTO-Sparked Reforms Lead?," Asia Society, 2002 (<http://www.asiasociety.org/publications/ChinasCapitalreport.pdf>)

(5) Duo, Xie, "Analysis of the Development of China's Money Market," China & World Economy, No.1, 2002

(6) Boyreau-Debray, Genevieve and Wei, Shang-Jin, "Can China Grow Faster? A Diagnosis of the Fragmentation of Its Domestic Capital Market," IMF, 2004. 中国国内の資本移動状況は OECD 諸国内の資本移動より、むしろ OECD 諸国間のクロスボーダーに近いと結論付けている。

(7) 中国の債券市場全般については、Yongbeom Kim, Irene S. M. Ho and Mark St Giles, "Developing Institutional Investors in People's Republic of China," World Bank, 2003 や Pieter Bottelier, "China's Emerging Domestic Debt Markets," Stanford Center for International Development Working Paper No.202, 2004 (<http://scid.stanford.edu/pdf/scid202.pdf>) 参照

(8) 戴相龍（桑田良望訳）『中国金融読本』中央経済社、2004年、68～69ページは、国債市場の変遷を①1949～1958年、②1959～1980年、③1981年から今日までの3つに分けている。なお、同著の中国語原典は1997年に発行されている。

表1 中国における金融制度改革の変遷

年	金融政策、金融行政	金融機関業務	金融市場
1978	党11期三中全会(四つの近代化、改革・開放政策開始)		—
1979 ～84	国家專業銀行(中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国工商銀行)の設立(政策金融・商業金融機能の中央銀行<中国人民銀行>からの分離)		—
1981	—	—	国債発行再開(1958年以来)
1986	—	—	コール取引開始(各都市内での資金過不足調整)
1987	—	株式制商業銀行(交通銀行)の設立(以後、株式制商業銀行の設立相次ぐ)	—
1988	—	—	国債の試行的流通(店頭取引)開始
1990	—	—	上海証券取引所開設
1991	—	—	深圳証券取引所開設
1992	国務院証券委員会、中国証券監督管理委員会設立	—	—
1993	党14期三中全会(中央銀行の独立性強化、政策銀行と商業銀行の分離、外国為替レート一本化、金融関連法制の整備等)		企業債券管理条例公布、国債先物取引の試行的開始
1994	為替市場での公開市場操作開始	国家專業銀行の国有商業銀行化、政策銀行(国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行)の設立	外国為替の二重レート一本化、全国統一の銀行間外為市場(外貨取引センター)設立
1995	中国人民銀行法施行	商業銀行法施行	327事件で国債先物取引禁止
1996	—	—	全国統一コール市場創設
1997	党中央金融工作委員会の設立決定、証券取引所が中国証券監督管理委員会の監督下	—	銀行間債券市場の創設
1998	銀行間債券市場における公開市場操作開始、人民銀行・国有商業銀行の貸出限度額規制撤廃	国有商業銀行への公的資金注入実施、証券投資基金管理暫定規則による投資信託会社の設立	—
1999	証券法施行	各国商業銀行が資産管理会社(AMC)を設立	保険会社、ファンド経由で証券投資解禁
2000	—	外貨貸出・大口外貨預金金利自由化	—
2001	—		15年国債、20年国債発行
2002	—	債券投資型ファンドの設定	30年国債発行、記帳式国債の商業銀行窓口販売開始
2003	証券投資基金法公布、投資信託の債券投資義務規定撤廃	中国建設銀行、中国銀行へ外貨準備を活用した資金注入	適格外国機関投資家制度(QFII)の投資開始
2004	貸出金利の上限撤廃	MMFの設定	—
2005	証券法改正(2006年1月施行)、先物取引、投資者保護基金の規定追加	中国建設銀行の上場、四大有商業銀行初	保険・年金、国内株式に直接投資解禁

出所：中国人民銀行、財政部各 HP、小林一夫「中国における金融制度改革の現状と今後の課題」日本銀行情報サービス局、2002年 (<http://www.boj.or.jp/service/out026.htm>)、馬[2003]等から筆者作成

## (1) 中華人民共和国建国と国債発行

(1950～1958年)

中国の国債は、1949年に建国された新中国の財政資金需要への対応を目的として、1950～1958年の間に、合計6回発行された。当時の国債発行の目的を3つ挙げると、①財政赤字の補填、②インフレの抑圧、③国家の建設資金の調達であった。こうした目的は、債券の名称にも反映されていると言えよう。第一号が人民勝利実物公債（期間5年、表面利率5%、発行額2.6億人民元）、その後5回の債券は、国家经济建设公債（期間8年と10年、表面利率4%、発行額は合計35.46億人民元）と呼ばれた。いずれも市場で流通せずに、1950年代に発行され、1968年までに償還されている<sup>(9)</sup>。

その後、毛沢東時代の経済体制、「計画経済体制」への移行に伴い、国債の発行が1959～80年の22年間にわたり、停止された。この間は、中国人民銀行が年次計画に従い、国有企業に対して設備資金や運転資金を一元的に供給していた。国債市場だけではなく、金融全般の空白期間である。中国人民銀行は、1979年中国銀行が創設されるまで、単に中央銀行としてではなく、中国唯一の銀行という今日から見れば、極めて特殊な地位を与えられていたわけである<sup>(10)</sup>。

## (2) 改革開放路線と国債発行の再開・試行的流通 (1981～1995年)

中国が再び国債を発行したのは、1981年からである。1978年の改革開放路線採用に伴い財政支出が増加し始めたのが、発行再開の理由である。1980年代末までに発行された国債は、「行政的割当方式」で主に国有企業、国有金融機関など単位に割当ててことで販売するものであっ

た。つまり、個人も各職場（単位）を通じて、割当てられた枠内で購入する形式である。なお購入対象者は、個人向けと単位向けに分けられており、同時発行でも購入主体によって条件は異なるケースもみられた。国債の償還期限は、最短で2年、最長で9年であり、個人に対する国債の年利は8%から15%まで、単位向けよりは高く設定されていた。国債の転売が不可能で、バイ・アンド・ホールドの投資手法しか採れなかったことになる。1991年からの国債発行には、引受販売方式が採用された。中央政府だけではなく地方ベースでも引き受けられた。これにより、初歩的な発行市場が形成されたとされる<sup>(11)</sup>。

一方、流通市場は1988年初め、7都市が国債流通の試行都市に選定され、1985年と1986年に発行した国債を対象に流通が始まり、さらに、流通可能な都市が拡大していった。その後、1990年には上海、そして1991年には深圳証券取引所（交易所）と、現在に通じる流通市場の器が形成されたのもこの時期である。戴[2004]は「証券取引所を点とし、窓口取引と場外の電話取引を面とする、点と面が結びついた国債の流通市場の枠組みが基本的に形成された」<sup>(12)</sup>と位置付けている。

流通市場の枠組みの基本と位置付けられた証券取引所の開設から、3年後の1993年には、国債の先物取引が試行ながら開始された。しかし国債先物取引はわずか3年で禁止となり、現在も再開されていない。国債の先物市場は、1995年2月23日、上海証券取引所で起きた巨額の決済不履行が発生し取引が停止に追い込まれた。この事件は先物の対象銘柄番号から「327事件」と呼ばれる。この取引に携わった万国証券は巨額損失から、経営難に陥った<sup>(13)</sup>。金融監督、リ

(9) 高培勇『公共債務管理』経済科学出版社、2004年参照。

(10) 中国の金融機関の変遷については、大西義久『円と人民元』中央公論新社、2003年参照。

(11) 前掲、戴、69ページ

(12) 前掲、戴、71ページ

(13) 馬慶泉『中国証券史：1978－1998』中信出版社、2004年、344ページ

スク管理など市場に対応した金融・証券市場の整備が未整備の中、一金融機関、個人の偶発的な事件ではなく、早すぎた市場創設がもたらした構造的な事件と考えられる。

### (3) 1990年代後半以降の国債市場

中国の国債市場は1990年代半ば以降、市場の本格的整備期間に突入したと言える。本格的整備期間は、2006年初めの現時点でも現在進行形である。1996年からの1990年代後半を分岐点にしたのは主に3つのポイントを重視したためである。①国債売買による公開市場操作の開始(1998年)、②銀行間債券市場の創設(1997年)、③中国の第9次5ヵ年計画(経済・財政・金融制度改革)の初年度にあたる。

ところで、現在の債券の種類は、発行者別で国債(Treasury Bond)、政策金融債(Policy Financial Bond)、企業債(Enterprise Bond)の3種類ある。さらに国債の種類は証書(凭証)式国債(Certificate Treasury Bond)、記帳式国債(Bookentry Treasury Bond)に分かれる。また、国債の流通市場は、銀行間債券市場、上海と深圳の証券取引所(証券交易所)、店頭市場の3つに分かれている。主要市場である銀行間債券市場、主要な国債である記帳式については4節でさらに説明することとする。

## 3. 大量発行と国債管理政策

### (1) 国債管理政策

国債市場の改革は、国債大量発行が大きな要因と考える。発行者、サプライサイドである政府は歳入不足を補うため、大量の国債を円滑に発行したいというのは当然であろう。

中国の経済成長は世界から熱い注目を集めている。2004年、GDP規模では世界6位、国債残高では世界10位となっている<sup>(14)</sup>。中国の財政部の国債管理に関する表現を見ると、財政政策全般にわたる通知のなかで、「国債市場改革を促進し、財政コストを低下させること、国債管理を科学化、規範化し、国債残高管理制度を確立すること」<sup>(15)</sup>と、国債管理に言及している。また、時期的な言及としては、「1998年以降、積極財政、国債発行の増大から、国債管理政策への関心が高まっている」<sup>(16)</sup>とし、国債管理政策改革の効果を説明している。

### (2) 対GDP、マネーサプライ：日米と比較

中国政府はアジア通貨危機後やSARSによるデフレ脱却から、2003年後半、とりわけ2004年第一四半期から、行政指導や利上げ、預金準備金率の引き上げ、公開市場操作など金融政策を総動員して、景気過熱懸念から金融引き締め政策を実施した。短期的には、財政も含めた景気抑制政策を優先させている。しかしながら、長期的には、財政負担の増加も予想される。つまり、国債の大量発行時代に入っていくとの見方である。国有企業の不良債権処理、一人っ子政策に象徴される人口政策から都市部は急速に高齢化を迎える。また、国有企業改革で福祉政策を企業から政府にシフトさせる必要性もある。さらに、都市部と地方との拡大する格差、低所得者層への対応等財政が増加する要因を抱えている。

そこで、マクロ、金融市場の統計を整理し、中国の国債市場を取り巻く環境を示したい。表2でマネーサプライM2、銀行融資残高、債券発行残高、株式時価総額と、中国の金融市場の

(14)2004年、国債残高の世界順位の出所は、Bank for International Settlements, "BIS Quarterly Review," December 2005, p.A96

(15)財政部「关于印发《財政部門全面推进依法行政依法理财实施意见》的通知」財法[2005]5号、2005年4月

19日([http://www.mof.gov.cn/news/20050629\\_2042\\_7499.htm](http://www.mof.gov.cn/news/20050629_2042_7499.htm))

(16)財政部国庫司「完善国債运行管理机制」中国国債協会、2003年7月24日(<http://www.ndac.org.cn/article.jsp?catid=4&newsid=20030722125337>)

表2 中国の金融市場規模の GDP 比

単位：10億人民幣

	GDP	マネーサプライ M2	融資残高	債券発行残高	株式時価総額
1997	7,446.3	122.2%	100.6%	12.1%	23.6%
1998	7,834.5	133.4%	110.4%	16.4%	25.0%
1999	8,206.8	146.1%	114.2%	20.7%	32.6%
2000	8,946.8	154.6%	111.1%	22.8%	54.2%
2001	9,731.5	162.7%	115.4%	24.8%	45.1%
2002	10,517.2	175.9%	124.8%	27.9%	36.8%
2003	11,739.0	188.5%	135.4%	29.2%	36.6%
2004	15,987.8	158.4%	110.9%	24.9%	23.6%

注：中国国家统计局は2005年12月20日、2004年 GDP を16.8%上方修正。上記は修正後値債券発行残高は国債、政策金融債で、社債は含まれていない。

出所：CEIC（原統計発表機関：中国国家统计局、中国人民銀行、中国证券监督管理委员会）

規模をGDP比で整理した。マネーサプライがGDPに比して巨大であることが、中国のマクロ経済、金融市場の特徴を考える上で、重要と考える。マネーサプライのGDP比は1997年で122.2%、その後、2003年までこの比率は上昇を続けてきた。2004年で減少しているのは2004年のGDP値が16.8%上方修正されたためである。今後、過去のGDPも上方修正される可能性がある。その点を考慮しても、マネーサプライがGDPを超える国は世界的に見ても希少な存在である<sup>(17)</sup>。

次に、融資残高のGDP比は1997年の100.6%からこちらも上昇し、2003年で135.4%となっている。債券発行残高と株式時価総額は年数によって異なるが、ほぼ拮抗している。1997年では債券発行残高は12.1%、株式時価総額は23.6%に対して、2003年にはそれぞれ29.2%、36.6%と高まっている。

ただ、上記の統計には含まれないが、香港を含めて中国を一体としてとらえた場合、香港株式市場の大型資金調達、国有企業のH株企業

が中心となっていることを鑑みると、中国における株式時価総額の実質的ウェイトは高まる。言い換えれば、相対的に債券の役割がまだ小さいことになる。

続いて中国の国債発行規模を米国や日本と比較してみたい<sup>(18)</sup>。国債発行残高<sup>(19)</sup>は1998年末、1兆2886億元と1兆億元の台を超えている。先の財政部の指摘とも符合している。国債発行残高のGDP比較は、1997年で12.1%、1998年には16.4%となり、1999年以降20%台で推移している。

一方、米国は1988年以降、50%台で推移しており、2004年では62.9%となっている。1943年から1963年までの期間も50%以上の割合が続いており、現在の中国のような水準は、大恐慌の影響で、新規の起債規模が低迷した1930年代初めまで70年余りさかのぼらなければならない。

また、日本は1965年度から1997年度までは国債残高の対GDP比50%以下を維持しており、米国に比べれば財政が健全と言える期間が続いていた。初めて10%を超えたのが1979年度で、

(17) 米国のマネーサプライ M2 の対 GDP 比は1997年から2004年までを見ると、40%台の後半から50%台半ばで推移している。

(18) 中国の経済発展の国際比較は、中津和津次『経済発

展と体制移行』名古屋大学出版会、2002年、29～71ページが包括的に扱っている。

(19) 出所は CEIC（データベース）で、国債には政策金融債を含む。

20%を超えたのは1986年度からである。しかしバブル崩壊後の景気対策による大量発行とデフレ経済による名目GDP成長の低迷で、この比率は急激に上昇し、2004年度には100%まで上昇している。

驚くことに、こうした日本の財政状況の悪化は、中国の国債管理の目標を変える背景にもなっている。高培勇・中国社会科学院財政貿易研究所副所長は、中国政府は一時、日本政府の債務依存度を基準にして国債の規模を決めていたが、最近では、欧州のマストリヒト条約（政府債務残高はGDP比60%と財政赤字はGDP比3%）、GDPにおける数字で調整していると説明している<sup>(20)</sup>。

なお、米国の国債は海外投資家の割合が中国や日本に比べて高い。一国の経済規模だけでは、米国の国債の市場消化を考えられないわけだ。この点については、マネーサプライM2を利用して比較してみたい。国内の貯蓄が潤沢であれば、国債の市場消化余力があると考えられることもできる。中国は1997年の9.9%から上昇傾向を続け、2004年は15.7%に上昇した。日本は1997年の45.6%から中国同様、上昇を続け、2004年には73.7%まで上昇してきた。米国は1997年には134.3%、その後一時下降した年もあるが、2004年には114.7%となっている。

GDP、マネーサプライを日本や米国と比較するだけでも、中国における国債発行余力が依然、大きいことを推測することは、さほど難しいことではないだろう。

### (3) 大型の国債発行と集中度

続いて国債の種類別に、一回あたり国債発行額の規模をみたい<sup>(21)</sup>。今後、国債市場の深みや市場価格への影響を考察していく手がかかりとすることもできるだろう。中国での大型国債発行は、記帳式では、2002年の7年債（2002年12月6日発行）を、総額600億元発行している。このうち、340億元が銀行間債券市場と証券取引所で発行され、残り260億元が銀行窓口での販売となった。なお、10日後の12月16日には、銀行間債券市場で367億6600万元の2年債も発行されている。この3種類の国債発行の合計金額は967億7000万元にのぼり、2002年の国債発行総額（発行26種類）に占める割合は16.3%、同年に発行された記帳式の国債総額（発行18種類）に対しては21.7%の高い集中度となっている。

一方、証書（凭証）式では、2004年第二期の3年国債（2004年4月～5月発行）の679億4000万元である。同期間に、286億1000万元の5年債も発行され、総額は965億5000万元となった<sup>(22)</sup>。この期間には、記帳式の発行も合計3回実施された。内訳は、3年債（2004年4月9日発行）が267億6000万元、5年債（2004年4月20日発行）が304億6000万元、7年債（2004年5月25日発行）が367億5000万元となっている。このため、2004年4月から5月にかけて発行された5種類の総額は1905億2000万元となり、この年の国債発行総額に占める割合は27.5%にもなる。

財政部から国債発行計画は四半期ごとに公表

(20)高培勇・中国社会科学院財政貿易研究所副所長コメント、財務省平成15年度第1回「中国研究会」議事録2003年12月12日（[http://www.mof.go.jp/jouhou/so ken/kouryu/h15/chu15\\_01a.pdf](http://www.mof.go.jp/jouhou/so ken/kouryu/h15/chu15_01a.pdf)）

(21)日本の大型発行は、短期債では、第388回割引短期国庫債券（2003年10月10日発行）の2兆2999億7000万円、5年債では、第35回5年債（2004年5月31日発行）が、1兆9841億円。さらに、国債の中心である10年債では、第259回10年債（2004年5月25日発行）の1兆5886億9000万円が大型発行である。米国では、短期債

では2003年2月27日発行（3種類）の総額728億6161万ドル、2年債では2003年2月28日発行の353億3294万ドル、30年債では1996年2月15日発行の129億1010万ドルが大型発行。

(22)財政部「发行2004年凭证式(二期)国債公告」2004年3月25日（<http://www.ndac.org.cn/article.jsp?catid=1&newsid=20040326080450>）。発行前の公告では、発行総額は100億元、そのうち3年債が770億元、5年債が330億元とされ、4月と5月に分けて、半額の550億元を発行するとしている。



表3 中国国債5年債、7年債の落札状況（2004年8月23日～2005年11月23日）

入札日	満期	発行予定額	追加発行割合	銀行間	取引所	市場非拘束	四大銀行割合	筆頭落札割合	窓口販売
	年	億元	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
2004/8/23	7	300	4.3	44.1	30.6	25.3	10.8	9.2	対象
2004/10/18	5	300	12.0	56.8	25.4	17.8	29.3	13.7	--
2004/11/24	7	320	12.2	61.9	14.3	23.8	27.6	14.8	対象
2005/4/25	5	300	11.3	68.7	16.1	15.2	25.6	14.2	--
2005/5/23	7	300	12.6	70.8	17.4	11.8	31.7	12.8	対象
2005/8/23	7	300	6.5	62.6	11.3	26.1	32.7	15.8	--
2005/10/18	5	300	11.2	50.8	30.9	18.3	21.1	13.5	--
2005/11/23	7	300	9.5	55.5	24.2	20.3	11.1	12.0	対象

注：追加割合は、最終的な発行額と発行予定額を比較した増加率

銀行間債券市場（銀行間）、証券取引所（取引所）、市場非拘束の合計は100%

窓口販売は、中国工商银行、中国建設銀行等四大国有商業銀行の支店で販売

出所：国泰君安証券研究所『債市週刊』2005年11月25日

されているものの、発行金額は入札予定ごとに公表される。もちろん年間の国債発行規模は公表されており、さらに既に発行されている国債の償還時期と規模からの発行予想、また、過去の実績からは暦年第一四半期（1月～3月）に発行されることは稀であるとの傾向もみられる。こうした点を考慮しても、公表事実だけで市場を観察するのは困難があるものと考えられる。市場の流動性、言い換えれば、市場安定性のためにも、情報開示や定期的な発行計画などで市場の透明性を高めていくことも急務と考える。

#### 4. 国債入札方法と流通市場

##### (1) 国債市場の特徴

発行形態からの分類で2つある国債の種類（表3）のうち、証書（凭証）式国債は、券面の代わりに国債購入の証明書が渡される。投資家は個人が主体で、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）など銀行窓口販売で販売される貯蓄型の国債である。償還期限までに換金できるが、流通

することは出来ない。一方、記帳式国債は、電子取引システムを利用して、発行・流通するペーパーレスの国債となっている。

主たる発行・流通市場は銀行間債券市場であるが、2002年6月からは、一部記帳式国債も四大国有商業銀行の店頭でも発行・流通することになった。つまり、銀行の窓口でも国債が取り扱えるようになった。とくに、2004年6月発行の2004年第三期記帳式国債では、インターネットを通じた販売も採用された。

現時点では流通性を考慮すると、記帳式が主たる国債と言える。

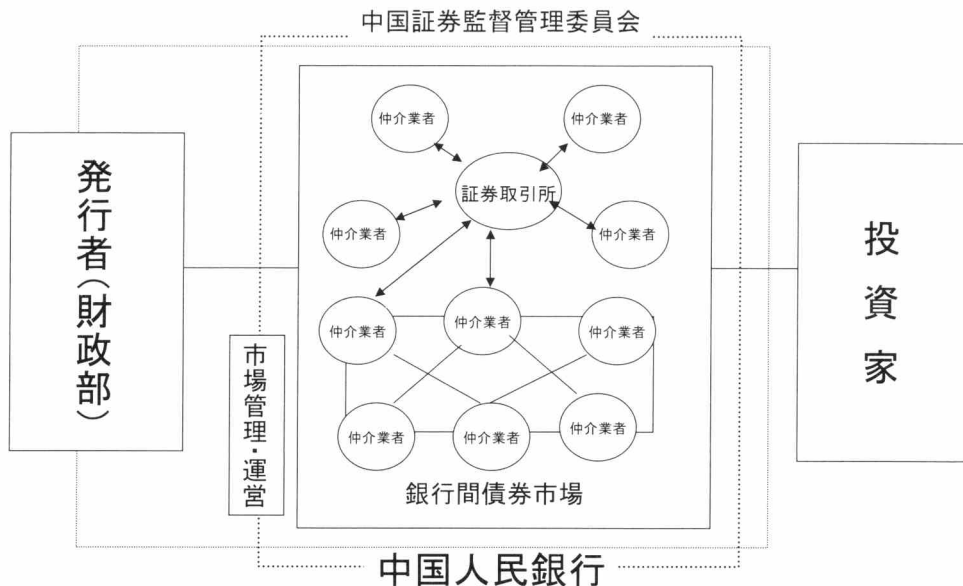
それでは、記帳式国債に絞って、2002年から2004年までの3年間の国債発行を発行市場別に整理してみる<sup>(23)</sup>。合計45種類の国債で、総額1兆2648億元の発行額に対して、銀行間債券市場での発行（23種類）がトップで、総額の44.7%を占める5655億元にのぼる。次に、複数市場での発行（14種類）が続き、総額の41.4%に相当する5240億元となっている。この内訳は、銀行間債券市場と証券取引所の両市場での発行（11種類）の4111億元、銀行窓口販売も含めた3市

(23)中国国債協会 HP で公開されている国債発行状況表

を使用。



図1 中国における中国国債市場の概略



出所：筆者作成

場発行（3種類）が1129億元となっている<sup>(24)</sup>。

3番目が、証券取引所発行（6種類）で総額の10.2%にあたる1287億元となっている。また、銀行窓口販売のみで発行される記帳式国債は、制度が導入された2002年に2種類で総額465億元発行されている。

なお、中国大手証券系シンクタンクの国泰君安証券研究所の資料（表3）<sup>(25)</sup>が複数市場別の発行内訳を示している<sup>(26)</sup>。2004年8月23日から2005年11月23日までの間に発行された記帳式国債（対象は5年債と7年債）で、複数市場で発行されるものを示している。記帳国債の発行額のうち、銀行間債券市場が占める割合は最低で44.1%、最高70.8%となり、証券取引所での発行の割合を上回っている。国有4大商業銀行の割合は10.8%から32.7%を占めている。また、筆頭落札者の割合は9.2%から15.8%である。

このように、中国は、銀行間債券市場を主要な発行市場としながらも、証券取引所も含めた複数市場発行により市場の一体化を志向していることは明らかである。事実、記帳式国債は、2004年11月25日発行の7年債から2005年内に実施された15種類すべて、連続17種類の発行市場は、複数市場としている。こうした複数市場での国債発行により、市場流動性、とりわけ銀行間債券市場と証券取引所の市場間の価格差がいかに変化していくのか、今後の研究課題となろう。

一方、効率的な市場とは何かと、考えれば、厳しい批判の視点を否定するわけにはいかない。それは、複数市場における国債発行という改革は、分断されている市場をつなぐ「妥協案」に過ぎないのではないか。図1で概略化しているように、監督官庁は発行者の財務部を中心に、

(24)中国国債協会の国債発行状況表では、記帳式で複数市場発行となった国債のうちで、さらに銀行間債券市場、証券取引所、銀行窓口販売別の内訳までは確認できない。

(25)国泰君安証券研究所「債市週間」2005年11月25日、4ページ。

(26)国債の入札結果を通知する財政部公告では、四大国有商業銀行の割合、筆頭落札者の割合は示されていない。

銀行間債券市場では、中国人民銀行、証券取引所では、中国証券監督管理委員会と、複数の監督官庁が運営・監督に当たる制度になっている。法令、規則などの改定で、異なる利害を有する省庁間の合意形成にはどうしても時間がかかるだろう。こうした点は、市場流動性の向上に向けた改革にも、大きなボトルネックとなる可能性があることを指摘しておく。

## (2) 発行市場の担い手

銀行間債券市場には、財政部・中国人民銀行から認可された業者のみが参加できる。認可された業者グループは、引受シンジケート団<sup>(27)</sup>を構成して、落札、発行後の取引、顧客への仲介など国債発行市場の担い手である。つまり、銀行間債券市場は、こうした業者のネットワークで構成されている。認可された業者は2004年で47社あるが、認可には甲類と乙類に分かれ、甲類が主要業者と位置付けられる。甲類業者は2004年で15社だけであった。

代表的な課題は、このシンジケート団の認可・運営システムも、市場同様に、銀行間債券市場と証券取引所では別個の認可となっていることである。とりわけ、銀行間債券市場では主要業者である銀行が、証券取引所では認可業者の対象外となっていることである。さきに、国債が複数市場における発行が促進されていることを示したが、市場の担い手であるシンジケート団の市場ごとの分断も、流動性に与える影響は少ないと考える。

なお、HSBC 上海支店が2004年、乙類ながら外資系初めてのシンジケート団の認可を取得している。金融市場全般の対外開放の観点から、少し説明を加える。

金融市場の中で、最も対外開放が進んでいるのは、外国為替市場である。外国為替における外資系のプレゼンス、ニーズが明らかである。例えば、国家為替管理局は2006年1月6日、外貨に対する人民元取引のマーケットメーカー（値付け業者）に、外資系5行を含む13行を認定すると発表した。報道によると、中国工商银行、中国建設銀行など四大有商業銀行のほか、HSBC、スタンダード・チャータード、シティバンクなど外資系銀行も含まれる。

また、適格外国機関投資家制度（QFII）<sup>(28)</sup>によって、株式や債券を取得する外資系証券投資の例外規定が認められている。2005年末時点で、34社が認可され、日系企業も4社含まれている。

また QFII は、国家為替管理局と証券取引監督管理委員会が監督官庁する。とりわけ、証券取引所も監督する証券取引監督管理委員会は、株価が低迷し、国有企業の上場さえ停滞している中国国内の株式市場の対策も期待していると考えている。

こうした両市場に対する外資の役割に比して、財政、金融政策に直結する国債市場で、外資系の門戸開放がどの程度進んでいくのかは、金融市場全般の外資開放をみるうえで、重要と考える。

## (3) 発行年限の多様化

さて、先進国の国債市場の市場流動性については、井上[1999]の研究がある<sup>(29)</sup>。残念ながら先進国の最新状況をまとめたものではないが、国際比較の視野を広げてくれる。そのなかで、発行年限についても言及している。発行年限の数は、市場の細分化の程度や投資家の投資意欲への影響を通じて、市場流動性に影響を与える

(27)中国語は承销団。

(28)拙稿「中国株式市場の海外投資家自由化」『東アジア研究』第38号、2003年参照。

(29)発行年限の多様化については、井上広隆「G7諸国の国債市場—市場流動性からみた日本市場の特徴点、

日本銀行金融局、1999年のほか、Inoue, Hirotaka "The Structure of Government Securities Markets in G10 Countries: Summary of Questionnaire Results," BIS CGFS Study Group on Market Liquidity, 1999参照。

可能性があると考えられる。井上によると、多くの年限で国債が発行されると、満期償還日まで同じ残存期間で、異なったクーポン水準の複数の銘柄が数多く併存してしまう。こうした市場では、ある残存期間に対する国債市場は細分化されてしまうため、流動性にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。

逆に、発行年限の種類が少ない場合、投資家がポートフォリオに組み入れたいと考える発行年限について投資ができない結果、そのような市場の魅力が減少することから流動性が阻害される可能性がある。

こうした観点から各国の発行年限の数について、中国の現状を井上ら BIS 調査グループが1990年代後半に調査した先進国の状況と比較してみる。最小の年限数は英国の5種類、最多の年限数はスイスの12種類となっている。この中で中国の発行年限数は10<sup>(30)</sup>で、日本(8)を上回り、イタリア(10)やスイス(12)に拮抗する。

次に、発行年限の構成をみると、現在の中国については、3ヵ月から30年まで幅広い年限の国債が発行されている。2001年6月6日に15年債が発行されたほか、2002年までの間に、20年、30年債と長期債が発行されるようになった<sup>(31)</sup>。発行年限の構成<sup>(32)</sup>では、10年超の割合が18%で米国の17%をわずかに上回り、イタリア(3%)、ドイツ(5%)やフランス(10%)、カナダ、オランダ(以上12%)を大きく上回っている。このほか、中国は1年以下の短期債が8%、1年超5年以下が27%、5年超10年以下が47%と発行年限区分で50%を越す年限はない。日本、ドイツ、フランス、オランダが5年超10年以下

の区分が50%を越す集中傾向が見られるのとは対照的である。

年限の多様化については、中国は国際比較から相当程度、年限の多様化が進んでいることがわかる。

#### (4) 入札方法の改革

大量発行のなかで、市場への影響を最小限に抑え、国債発行を円滑化するために、国債の入札方法の改革も続いている<sup>(33)</sup>。

財政部は2004年4月7日、ダッチ方式、コンベンショナル方式に続く新たな国債入札方式として、「混合方式」を導入する方針を明らかにし、2004年記帳式国債の引受団の意見を集めると発表した<sup>(34)</sup>。混合方式は、利回り入札を実施する際は、加重平均落札利回りを当期国債の表面利率とする。落札利回りが表面利率以下の場合、表面利率に応じて当期国債を引き受ける。落札利回りが表面利率の10%以内(10%を含む)で上回る場合、各自の落札利回りで当期国債を引き受ける。落札利回りが表面利率の10%(10%を含まない)を超えて上回る場合、すべて流札となる。価格入札を実施する際は、落札数量で加重平均落札価格を算出する。落札価格が加重平均落札価格より高い場合、加重平均落札価格で当期国債を引き受ける。落札価格が加重平均落札価格の10%以内(10%を含む)で下回った場合、各自の落札価格で当期国債を引き受ける。落札価格が加重平均落札価格の10%(10%を含まない)を超えて下回った場合、すべて流札となる仕組みである。

ダッチ方式では落札価格が、各落札業者が応

(30)10種類は次の通り、3ヵ月、1年、2年、3年、5年、7年、10年、15年、20年、30年。

(31)特別国債以外で、30年債が発行されたのは2002年5月24日発行の30年債が初めて。特別国債では1998年、銀行間債券市場で発行。前掲、戴、70ページによると、この年発行の特別国債は、国有商業銀行の資本金注入が目的。

(32)中国の発行年限の構成は Bloomberg を使い筆者算出、その他の出所は前掲、Inoue, p14。

(33)先進国の国債発行市場を中心とする制度については、副島豊、花尻哲郎、嶋谷毅「国債流通市場と発行市場のリンケージ強化—主要5ヶ国の制度比較と実証分析」日本銀行金融市場局、2004年参照。

(34)『上海証券報』2004年4月8日。

札した落札価格ではなく、最低落札価格（最高利回り）が一律に適用される。この点で、混合式は加重平均利回りを落札利回りとするため、落札に参加する業者は、ダッチ方式よりも落札価格が平準化される。また、落札利回りが表面利率の10%以内で上回った場合、各自の落札価格で引き受けることはコンベンショナル方式の特徴を採用しており、国債シンジケート団の積極性を引き出すことが可能と考えられる。もちろん実際の効果の測定には、定量分析の手法が欠かせない<sup>(35)</sup>。

## おわりに

以上、1990年代半ばからほぼ10年にわたり、中国の国債市場の目まぐるしい変化の軌跡を、市場流動性の視点を重視し、この課題をいかに克服してきたかに言及を試みた。中国の国債市場はこれまで、極めて短期間に大幅な改革を繰り返してきていることを明らかにした。

可能な事項には、日本や米国など先進国との比較に留意した。課題は山積するとはいえ、3項2節で整理したように、GDP や国債発行残

高が示すように、中国は規模的にはすでに世界の先進国に並び始めている。移行経済国やインドや日本を除けば、中国から見れば、経済単位としては、比較的小規模になってしまう近隣アジア諸国と比較するより、今後、重要性が増していくと考えている。そうした中、4項3節で触れた発行年限の多様化は、1990年代後半の先進国との比較とはいえ、すでにそうした水準、構造と遜色ない点があることも確認できた。

しかし、主要な国債市場である銀行間債券市場と証券取引所との分断が、流動性を阻害している制度的要因のひとつの可能性が高いことを提示した。その監督官庁が財政部、中国人民銀行、中国证券监督管理委员会と複数にわたるため、行政内部の調整だけを考えても、複雑である。こうした経済政策、経済制度に対するボトルネックはいかに解消されるのか。

日本や米国において、国債管理や市場の流動性向上の改革が促進された最も強力な誘引は、財政収支の悪化、国債の大量発行と言える。中国にもこうした国債の歴史が当てはまるのかどうか。より長期的な課題として注視していきたい。

---

(35)なお、混合式は2004年4月20日の記帳式5年債以来、

初めて入札方式として採用されている。