

## 中国の国債発行の急増とその背景

### 要 約

中国の国債発行は、国家財政赤字の中銀借入れが禁止された94年から右肩上がりに伸びてきた。特に98年は財政赤字補填のほかに、公共投資による景気下支え、また大量の不良債権を抱える4大国有商業銀行の信用力と安定強化のために前年の3倍近くの国債が発行された。他方、同じ98年に商業銀行に対する貸出総量規制の廃止と公開市場操作の再開が実施され、国債が銀行経営の下支えまた金融調節手段として欠かせないものとなった。なお、本稿での国債は国内債に限る。

### 国債発行額の急増とその背景

#### 国債発行額の増加

中国の国債は、49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、50～58年の間発行された。その後、計画経済体制への移行に伴い、59～80年の22年間は国債の発行が停止された。中国が再び国債を発行したのは、経済改革に伴い財政支出が増加し始めた81年からである。

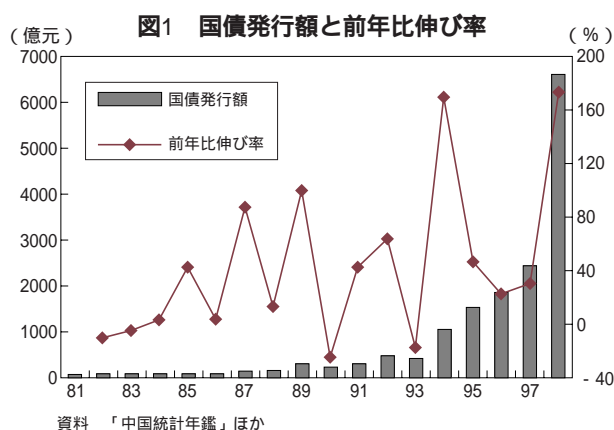
その後、国債の発行額は増加しているが、特に94年と98年にその急増振りが顕著である(図1)。94年と98年はともに前年比約270%増と大幅であり、94～98年までの伸び率を年平均で見ても35%と前10年間(83～93年)の25%より10ポイントも高い。国債発行額のGDPに占める比率も、89～93年の間の1%台から94年に2%台に突入し、97年に3%台、98年に更に8%へと上昇した(表1)。

#### 財政赤字補填から景気の下支えへ

国債発行量の増加、特に94と98年の急増は、中国の金融財政及び経済体制改革に起因した面が大きい。まず、94年の急増は財政改革と関連している。94年の予算法成立まで財政赤字は主に中央銀行借入れによって賄われていたため、国債の発行額は僅かであった。94年から

インフレ抑制のため中銀借入れの道が閉ざされ、中央財政の赤字補填は国債の発行のみとなったため、国債の発行額は急増した。

次に、98年の国債発行急増の要因であるが、その一つはデフレ色が強まる国内景気を刺激するためである。つまり、利下げ等の金融政策だけでは力不足となったため、国債を増発して財政出動に踏みきらざるをえなかったのである。この景気刺激のための建設国債の発行額は、1000億元と98年発行額の15.2%にすぎないが、国債の発行が単なる赤字補填から建設国債発行に踏切ったことは注目されよう。



#### 銀行システムの安定化の要請

また、98年の国債発行額の急増は銀行システムの安定化の要請とも関連している。98年

の国債発行額の41.0%を占める2700億元の長期特別国債（30年もの）は4大国有商業銀行の自己資本を8%に引上げるために発行されたのである。つまり、国家の信用をもって4大国有商業銀行の信用力を強化したのである。ただし、この2700億元は4大国有商業銀行の資産総額の約3%にすぎない。一方、4大国有商業銀行の不良債権は貸出残高の20～30%前後と様々な分析があって明確でないが、相当程度のウエートになっているとみられる。というのは、国有企業向け貸出から生じた不良債権の大部分は4大国有商業銀行に集中しているためである。4大国有商業銀行を含む国有銀行の98年末の貸出残高は6兆8442億元で、例えば不良債権比率が20%として試算すると、不良債権額は1兆3688億元となる。上述の2700億元はその約2割にすぎない。この不良債権の処理を本格化する段階には、4大国有商業銀行の民営化を図るとしても、財政資金の更なる投入は避けられないだろう。99年3月に中央銀行の戴行長は今後も特別国債の発行により4大国有商業銀行の資本金を増強する方針を明らかにしている。

### 国債元利支払額の急増

90年代になって国債発行が急増したもう一つ大きな要因は、国債元利支払圧力の急増である（表1参照）。新規発行額に占める国債元利支払の比率は94年の35.5%から97年の75.5%へと急上昇した。98年は政府公表の国債発行額3891億元で試算すると60.4%となるが、4大国有商業銀行向けの特別国債2700億元を含めると33.6%となる。政府公表の国債発行額に、4大国有商業銀行向けの2700億元特別国債を含めていないのは、国と銀行のバランスシートが同時に同額両立で増加するだけで、実際に資金が動いたわけではないこと、財政にとっても

その資金は使えないものとなるということを経由としている。この2700億元を除きたいわゆる使用可能資金3891億元のうちの60.4%が元利支払に当てられ、公共投資に回せる分は限られてしまうのである。このため、政府は98年の景気刺激策は1000億元の建設国債のほか、銀行に対し同額の融資の増額を強制的に要請している。99年も国債発行を3200億元予定しているが、その国債元利支払の比率は55%前後となっており、必ずしも積極財政とは言い切れない。

表1 国債に関する指標

（単位：%）

	国債発行額 / GDP	国債残高 / GDP	国債元利支払額 / 国債発行額	地方分を含む国家財政の国債依存度（国債発行額 / 歳入総額 + 国債発行額）	地方分を除く中央政府の国債依存度（国債発行額 / 中央歳入額 + 国債発行額）
90	1.1	4.8	57.7	5.6	16.6
91	1.3	5.4	55.7	7.2	23.1
92	1.7	5.3	74.3	10.0	32.0
93	1.1	4.5	58.8	7.0	28.5
94	2.2	4.9	35.5	16.5	26.1
95	2.6	5.6	51.6	19.5	31.7
96	2.7	6.4	66.2	20.0	33.5
97	3.2	7.4	75.5	21.8	36.3
98(1)	8.3		33.6	40.1	57.4
98(2)	4.9		60.4	28.3	44.3

資料 「中国統計年鑑」、上海財経大学公共政策研究中心『中国財政発展報告1999』及び各種新聞報道

（注）1. 98(1)は98年の実際発行額6591億元で試算した。  
98(2)は政府公表の発行額3891億元で試算した。  
2. 外債が含まれていない。  
3. 98年は速報値である。

要するに国債元利支払いの圧力が強いこと、その返済に新たに大量の国債を発行せざるを得ない状況となっている。これには国債の償還期間に問題があることも響いていると思われる。国債の償還期間は2～5年の中期物が大半を占め、長期物は極めて少ないのである（表2）。もう一つは、法律上借換債の発行ができないこととなっており、これが元本返済の圧力をもたらしめていることである。

表2 国債の償還期間の割合

(単位: %)

	0～1年	2～5年	6～10年
81～84年		20	80
85～87年		100	
88～90年		100	
91～93年		100	
94～96年	19	71	10

資料 上海财经大学公共政策研究中心『中国財政発展報告1999』、p360

### 小規模財政に起因する高い国債依存度

実はこの国債元利支払比率が高いということだけではなく、財政の国債依存度（国債発行額 / 歳入総額 + 国債発行額）も相当なレベルに達している。国と地方を含めた国家財政で国債依存度を見ると、94年の16.5%から97年の21.8%、98年の28.3%（政府公表の3891億元で試算）、40.1%（実際発行額6891億元で試算）、99年の23%（99年発行予定額3200億元で試算）に増加し、国家財政収入の相当な部分が国債に依存していることが分かる。さらに、中国では地方政府は地方債が発行できないため、その歳入不足分は全部中央が肩代わりして国債を発行している。この地方分を除いて中央政府だけの国債依存度をみると、97年に36.3%、98年に44.3%（3891億元で試算）、57.4%（6591億元で試算）、99年に38%（3200億元で試算）と相当高い水準に達している（表1参照）。

しかし一方、国債残高のGDP比率を見ると、97年に7.4%と、世界の多くの国の20～40%に比べると依然低い水準にある。その最大の要因は財政規模のGDP比率が近年10%台（94年11.2%、97年11.8%）と小さくなっているからである。特に中央財政のGDPに占める比率は5～6%（94年6.2%、97年5.8%）と極めて低い。これは徴税システムの不備および中央財政と地方財政のアンバランスという構造問題から来て

いる面もあるとみられる。

以上のとおり、国債の発行額は金融財政の改革及び経済状況の変化に伴い94年から急増してきたが、国債残高のGDP比率はまだ低く、国民経済の国債負担能力という点では多少余裕があるとも見られる。一方、小さな財政規模と国債の償還期間の短さにより、財政の国債依存度および国債元利支払比率が相当高いレベルに達している。財政構造の整備には時間がかかるものであるが、法律改正を通じて、国債の償還期間の長期化、借換債の活用などにより当面の負担の軽減を図っていくことが可能とみられる。

### 国債消化先の変化とその背景

#### 国債の消化順位の変化

国債発行の急増は裏返しているという、大量の国債消化が可能であったことを示すものである。この国債の消化は単に発行が順調に行われたことに止まるのではなく、中国の金融システムの改革とも密接にかかわっている。

国債の消化構造は、90年を境にして大きく変化している。90年まではほぼすべての国債が、直接割当てにより国有企業、政府機関及び個人等に強制的に消化されていた。90年代に入ってから、国債発行額の増加及び金融政策手法の統制型から市場型への転換に伴い、その消化は直接割当てから市場消化の手法が取り入れられるようになり、消化先も多様化してきた。

それと同時に、近年消化先の順位も大きく変化しているのである。表3から分かるように、96年の国債の8割余りが機関投資家向けに発行されている。これが、97年になると、機関投資家向けの発行は急に3割まで下がり、その代わりに個人向けが約7割に上昇した。98年には消化先がまた変化して機関投資家向けの国債発行が66.6%に達し、しかも96年と違い、上述の

4大国有商業銀行の自己資本充実の2700億円を含めて全部商業銀行に限定された。残りの33.4%が全部個人向けとなった。

このように96年からの国債発行消化先の優先順位は機関投資家 個人 商業銀行へと大きく変化したが、80年代からの国債消化に占める個人の高い割合は、現在でも基本的には変わっていない。これは改革・開放政策以降、国民分配の個人への傾斜により個人所得が大幅に上昇したことに加え、国債の金利が同期間の銀行預金金利より高いため個人の国債投資意欲が高いこと、機関投資家が発達していないことによるものである。中期的に個人は依然として国債の安定的保有者になるとみられる。

#### 金融政策の統制型から市場型への転換

上述の96年、特に98年の国債発行の商業銀行への傾斜は、中央銀行の公開市場操作再開にあわせた面もあるとみられる。

98年1月1日より、商業銀行の貸出総量規制が廃止され、中央銀行の金融政策は公開市場操作、預金準備率の改訂、手形再割引の変更という市場型手法の導入となった。この三種類の市場型手法のうち、預金準備率の変更はマネーサプライに大きな変動をもたらすものであるから、頻繁に使うものではない。一方、手形再割引は現段階の中国では企業向け信用の遅れによる手形市場の未整備という影響を受けて実用性に欠けている。従って、現段階の中国にとって金融政策の調節に公開市場操作が最も実効性のあるものとみられる。

中国の公開市場操作は96年4月に始まったが、その操作対象は国債応募資格者の商業銀行で、短期国債の現先取引（売り戻し条件付き買い入れオペ）に限定されていた。しかし、商業銀行の保有国債があまりに少なく、また貸出総

量規制が97年末まで維持されていたため、結局マネーサプライの調整のためには直接貸出総量を操作した方が効果的であるとし、発足して間もない公開市場操作は実質的に停止された。貸出総量規制の廃止及び商業銀行向けの国債発行額の増加に伴い、98年5月26日に中央銀行は公開市場操作を本格的に再開した。

#### 銀行の経営管理手法改革への後押し

98年の国債消化が商業銀行に傾斜したもう一つの背景は、銀行の経営管理システムの改革を後押しする狙いもあったとみられる。商業銀行の貸出総量規制が98年1月に撤廃され、その代りに各商業銀行の資産・負債とリスク管理が登場してきた。こうした経営管理手法の変更は、銀行に融資の自主性が与えられると同時に、融資リスクの責任も強く求められることになった。言い換えれば、各商業銀行は安全性、営利性と流動性の原則に基づいて、その資産の自己運用が求められるようになったのである。

中国では銀行預金以外の金融商品は依然として少ないため、個人の金融資産は銀行、しかも4大国有商業銀行の預金に集中している。一方、貸出状況については、4大国有商業銀行の主な融資対象は国営企業であったが、その経営状況は98年の景気後退により一段と悪化したため、銀行の国営企業に対する融資は慎重化し、結局貸渋りが発生した。この貸渋りにより民間投資の収縮 国営企業の経営の更なる悪化 銀行の不良債権の増加と一段の貸渋りという悪循環がもたらされ、銀行では収益を確保するため余裕資金を運用する必要性に迫られた。こうした場合、安全性とある程度の収益性の確保、また資産流動性の改善などの観点から国債が最も優れた資産として選択されたものである。

金融政策の面でも96年5月から98年3月25日

まで4回の金利引下げ（1年定期預金は年率3.96%、同貸出は3.06%の引下げ）が行われたにもかかわらず、貸し渋りがいっこうに改善されなかった。こうした状況を鑑み、中央銀行は98年3月25日に預金準備率を10年近く維持していた13%から8%に下げ、一層の金融緩和策に踏み切った。これが商業銀行の余裕資金増加をもたらし、資産運用圧力を増加させることとなった。要するに、この銀行の資産運用の圧力を緩和し、金融リスクを軽減し、また資金流動性を強化することも商業銀行の国債消化増（98年の国債発行総額の64%）の背景となっている。中国の国債の利回りは同期間の銀行預金金利より高いことからみて銀行経営をサポートする色合いもあるとみられる。

上述のように、国債の大量発行が消化できたのは、国債の発行残高がまだ大きくないうえに、商業銀行の国債保有需要が強かったことも大きく影響している。銀行の余裕資金運用にとって、中銀の公開市場操作が再開されたことも、銀行の流動性向上にメリットをもたらしている。ただし、今後国債の発行が大幅に増加し、銀行資産に占める国債保有が増えてくると、民間の資金を圧迫する懸念は残される。したがって、将来の景気回復期に備えてこうした状況にならないように手を打っていくことが必要であろう。

（阮 蔚・リャン ウェイ）

表3 近年の国債発行状況

（単位：億元）

	1996		1997		1998(速報値)		主な 消化先
	発行額	割合(%)	発行額	割合(%)	発行額	割合(%)	
市場性国債	1470.1	81.2	730.0	30.9	1635.0	25.1	機関投資家
非市場性国債							
貯蓄国債	300.0	16.6	1630.0	69.1	2173.6	33.4	個人
特別指定	40.0	2.2	0.0	0.0	2700.0	41.5	指定先
合計	1810.1	100.0	2360.0	100.0	6508.6	100.0	

資料 『金融市場分析と予測』経済科学出版社及びその他資料より

（注）1. 市場性国債は「記帳式」と「無記名式」を指す。

2. 貯蓄国債は「証明書式」国債を指す。

3. 「特別指定」は指定の金融機関のみに発行される国債。98年は4大国有商業銀行向け。