

## 中国における非居住者人民元建債券（パンダ債）市場の現状と課題

関根 栄一

### 要約

1. 2005年10月、中国政府による許可を経て、国際金融公社とアジア開発銀行が非居住者人民元建債券、いわゆるパンダ債を初めて発行した。第一号パンダ債の発行後、既に8ヶ月以上経過しているが、第二号パンダ債発行に向けた具体的な動きが見られない状況にある。本稿では第一号パンダ債の導入の経緯・条件等を振り返りつつ、今後、中国の非居住者人民元建債券が市場として本格的な発展を見せるのかを展望する。
2. 中国政府がパンダ債を導入した狙いは、間接金融主体の金融構造からの転換、資本取引自由化に向けた措置、国際金融界に向けたアピール、の3点に整理できる。また、中国人民銀行は、2004年から2005年にかけて、銀行間債券市場にパンダ債以外にも新しい発行者・銘柄を導入してきており、今後も新規導入計画を有している。
3. パンダ債は、中国人民銀行、財政部、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会が連名で制定した「国際開発機構の人民元債券の発行管理暫定弁法」（以下、「管理弁法」）に基づき発行された。管理弁法は、発行申請・許可プロセスのワンストップサービスを確保しているが、発行条件面のうち、格付け、情報開示、資金規制の3条件は発行者にとって厳しい内容となっている。
4. 今後、パンダ債市場が拡大するためには、格付け、情報開示、資金規制の3条件に関し、管理弁法の規制内容と発行者が求める条件とのギャップを埋めることが必要となろう。サムライ債のケースも参考となろう。

### I. 国際開発機構による非居住者人民元建債券（パンダ債）の発行

#### 1. 国際金融公社とアジア開発銀行によるパンダ債の発行

2005年9月28日、中国政府（國務院）は、中国国内での第一号非居住者人民元建債券として、詳細条件確定を前提に、国際開発機構<sup>1</sup>、具体的には国際金融公社とアジア開発銀行の2機関による人民元建債券発行を許可した。

この非居住者人民元建債券は日本のサムライ債に相当するものであるが、国際開発機構の窓口機関である財政部により、当該債券に「パンダ債」という愛称が命名された。

その後、国慶節による休暇（1週間）明けの2005年10月9日、詳細条件の確定を経て、中国人民銀行は、国際金融公社とアジア開発銀行が銀行間債券市場で人民元建債券を発行することを許可した。

中国人民銀行による許可直後の同年10月10日には国際金融公社が、同じく10月13

日にはアジア開発銀行が、パンダ債の発行についてそれぞれプレスリリースを通じて発表した。両機関の発行概要は図表1の通りである<sup>2</sup>。

## 2. 引受主幹事・引受シンジケート団

国際開発機構による中国国内での人民元債券の公開発行に当たっては、引受シンジケート団を組成しなければならず、引受業者は中国国内で設立された証券経営機構である必要がある（後述の管理弁法のうち別表の第13条参照）。従って、引受業者は、中国国内で設立された証券会社であれば、中外合弁証券会社も引受資格を有することとなる。

第一号パンダ債の主幹事は、国際金融公社は中国国際金融（CICC）と中信証券を共同主幹事に、アジア開発銀行は中銀国際証券（BOCI）を主幹事に指名している。中国国際金融はモルガンスタンレーとの合弁により、また、中銀国際証券は中国銀行香港との合弁

により設立された中外合弁証券会社で、両社ともに国内系証券会社と同等の業務ライセンスを取得している。また、中信証券は中国系証券会社ではあるが、国際金融公社としては、CITICグループの一員として国内証券市場に強みを有している点を評価したものと思われる。

なお、アジア開発銀行は、公告の中で、引受シンジケート団を図表2のとおり開示している。引受シンジケート団の中には、BNPパリバとの中外合弁証券会社も名を連ねている。

## 3. 投資家

中国の債券発行・流通市場は、個人投資家も参加可能な①取引所市場と②銀行店頭取引、機関投資家に参加が限定される③銀行間債券市場の三市場から構成されているが、第一号パンダ債は、③の銀行間債券市場で発行・流通されることとなった。銀行間債券市場は、

図表1 第一号パンダ債の発行概要

項目	発行者	
	国際金融公社	アジア開発銀行
発行金額	11.3億人民元	10億人民元
期間	10年	10年
発行日	2005年10月14日	2005年10月14日
償還日	2015年10月14日	2015年10月14日
表面金利	3.40%	3.34%
主幹事	中国国際金融（CICC） 中信（CITIC）証券	中銀国際証券（BOCI）
格付け	AAA（Moody's、S&P）	AAA（格付け会社言及なし）
財務諸表：採用会計基準	米国会計基準	米国会計基準
資金使途	中国国内プロジェクト ・Guangzhou Development Industry Holdings：4.06億人民元 ・Chindex International's United Family Hospitals：0.65億人民元 ・Anhui Conch Cement Company：6.5億人民元	中国国内プロジェクト（詳細は言及なし）
発行・流通市場	銀行間債券市場	銀行間債券市場

（出所）国際金融公社・アジア開発銀行資料より野村資本市場研究所作成

1997年に設立され、中国人民銀行法第4条に基づき、中国人民銀行が市場の管理・監督を行っている。市場参加者は、商業銀行（国内外資銀行を含む）、組合組織金融機関、ノンバンク、証券会社、保険会社、基金などから構成されている。

アジア開発銀行による第一号パンダ債への投資家別購入内訳は、プレスリリースの中で図表3のとおりとなっている。国内銀行、（国内）外資銀行、保険会社、その他（組合組織金融機関、基金、社会保障基金）から構成されている。

#### 4. 第一号パンダ債の銀行間債券市場での発行・流通状況

第一号パンダ債の銀行間市場での発行、現物取引、レポ取引の各状況は、それぞれ図表4～6の通りとなっている<sup>3</sup>。パンダ債は、現時点では2005年10月に発行された国際金融公社とアジア開発銀行の計2銘柄に留まっているため、他の銘柄に比べ絶対的な取引量は少ない。但し、発行タイミングから見て2005年全体と2006年（1～5月）とを通年で比較するのは適当ではないが、2006年に入り、現物取引・レポ取引ともに、取引金額を伸ばしているようである。

図表2 アジア開発銀行：人民元債券の主幹事・引受シンジケート団

役割	金融機関名	特徴
主幹事	中銀国際証券	中国銀行香港との中外合弁証券会社
引受シンジケート団	中国工商銀行	四大国有商業銀行の一つ
	中国農業銀行	同上
	中国銀行	同上
	中国建設銀行	同上
	中国光大銀行	株式制商業銀行
	国泰君安証券	中国系証券会社
	申銀万国証券	中国系証券会社
	長江巴黎百富勤証券	BNPパリバとの中外合弁証券会社

（出所）アジア開発銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表3 アジア開発銀行債の投資家別購入構成

全体	100%
国内銀行	39%
外資銀行	31%
保険会社	15%
その他 （内訳） 組合組織金融機関 基金 社会保障基金	15%

（出所）アジア開発銀行より野村資本市場研究所作成

図表 4 銀行間債券市場における発行状況

(単位：億元)

	2005年	比重(%)	2006年(注)	比重(%)
合計	41,791.33	100.00	23,809.00	100.00
国債	5,042.00	12.06	1,923.20	8.08
中央銀行手形	27,462.00	65.71	17,630.00	74.05
政策性銀行債券	6,051.70	14.48	2,412.10	10.13
商業銀行債券	1,036.30	2.48	150.00	0.63
ノンバンク債券	0.00	0.00	0.00	0.00
証券会社債券	0.00	0.00	0.00	0.00
証券会社短期社債	29.00	0.07	0.00	0.00
企業債	654.00	1.56	455.00	1.91
短期融資債券	1,424.00	3.41	1,181.40	4.96
資産担保証券	71.03	0.17	57.30	0.24
パンダ債	21.30	0.05	0.00	0.00

(注) 2006年は1月～5月までの集計

(出所) 中国債券情報網より野村資本市場研究所作成

図表 5 銀行間債券市場における現物取引状況

(単位：億元)

	2005年	比重(%)	2006年(注)	比重(%)
合計	63,378.92	100.00	39,769.26	100.00
国債	10,872.92	17.16	3,889.87	9.78
中央銀行手形	30,663.47	48.38	18,394.76	46.25
政策性銀行債券	16,349.23	25.80	9,849.61	24.77
商業銀行債券	2,426.85	3.83	2,008.43	5.05
ノンバンク債券	140.37	0.22	64.90	0.16
証券会社債券	0.10	0.00	0.00	0.00
証券会社短期社債	24.16	0.04	0.00	0.00
企業債	108.18	0.17	1,708.88	4.30
短期融資債券	2,789.50	4.40	3,834.81	9.64
資産担保証券	0.00	0.00	0.20	0.00
パンダ債	4.15	0.01	17.80	0.04

(注) 2006年は1月～5月までの集計

(出所) 中国債券情報網より野村資本市場研究所作成

図表 6 銀行間債券市場におけるレポ取引(注1)状況

(単位：億元)

	2005年	比重(%)	2006年(注2)	比重(%)
合計	165,078.04	100.00	89,073.00	100.00
国債	71,353.52	43.22	34,385.69	38.60
中央銀行手形	26,478.17	16.04	23,357.49	26.22
政策性銀行債券	60,201.56	36.47	25,747.68	28.91
商業銀行債券	3,307.93	2.00	1,971.66	2.21
ノンバンク債券	1,896.47	1.15	783.60	0.88
証券会社債券	0.00	0.00	0.00	0.00
証券会社短期社債	37.74	0.02	0.00	0.00
企業債	215.04	0.13	600.13	0.67
短期融資債券	1,580.62	0.96	2,186.58	2.45
資産担保証券	0.00	0.00	0.00	0.00
パンダ債	6.97	0.004	40.17	0.05

(注1) レポ取引は、担保式レポと売買式レポの2種類からなる

(注2) 2006年は1月～5月までの集計

(出所) 中国債券情報網より野村資本市場研究所作成

## II. 国際開発機構による非居住者人民元建債券の背景

中国政府が、国際開発機構による非居住者人民元建債券を導入した狙いは、以下の3点に整理できるものと思われる。

### 1. 間接金融主体の金融構造からの転換

中国の金融市場は、資金供給から見れば、四大国有商業銀行（中国銀行、中国建設銀行、中国工商銀行、中国農業銀行）を中心とした間接金融に依存する構造となっている。金融市場における直接金融の比率を高めることは、資金需要者に多様な資金調達手段を提供するだけでなく、金融市場のリスクを広く分散する意味でも重要である。従って、直接金融を担う資本市場の育成は重要な政策課題となっている。図表7は、中国人民銀行による資金循環表から作成した中国国内の非金融機関部門の資金調達構造であるが、資金調達総額に占める直接金融（国債・企業債・株式）の割合は2割にも満たず、間接金融（融資）が8割前後を占めている。

このため、2003年秋に開催された中国共産党第16期中央委員会第3回全体会議（いわゆる第16期三中全会）では、「社会主義市場経済体制を改善する若干の問題に関する決定」（2003年10月14日）がなされ、同

決定中の金融改革の項目の中で、直接金融を拡大し資本市場を発展させることを打ち出している。また、翌2004年2月には、国務院は「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」（2004年1月31日）を発表し、資本市場における直接金融の比率を高めることをあらためて強調している。特に債券市場については、商品種類の拡充も重要視されている。

一連の2003年から2004年にかけて検討・決定された資本市場育成に関する中国政府の政策決定を受け、近年、銀行間債券市場に次々と新しい発行者・銘柄が導入されている。従来、銀行間債券市場では、国債、政策性銀行債券、CTHC債券の3銘柄しか発行・流通されていなかったが、2004年から2005年にかけて、本稿のテーマであるパンダ債のみならず、商業銀行債券（普通金融債・劣後債）、証券会社債券、短期融資債券（短期社債）、資産担保証券（ABS/MBS）といった新規発行者・銘柄が次々と導入され、発行実績も積み上がりつつある（Iの図表4～6参照）。また、非居住者ファンドとして、PAIF（汎アジア債券インデックス・ファンド）<sup>4</sup>の導入も決定されている。

さらに、2006年1月に中国人民銀行（金融市場司）により開催された2006年銀行間債券市場発展座談会では、席上、劉士余・総裁補佐より、上述の新規発行者・銘柄に加え、

図表7 国内非金融機構部門の資金調達構造

(単位：億元)

	2003年	2004年
資金調達総額	35,154	28,817
融資	28,858	23,629
国債	5,213	3,174
企業債	358	327
株式	1,438	1,687
(比率%) 借款/総額	82.1%	82.0%
(比率%) 直接金融/総額	19.9%	18.0%

(出所) 中国人民銀行統計季報より野村資本市場研究所作成

新たに、公司債（企業債）、ABCP（資産担保型コマーシャルペーパー）、市政債（一種の地方債）を銀行間債券市場に導入する意向が表明されている。今後も、銀行間債券市場への新規の発行者・銘柄の導入が続く見込みである。

## 2. 資本取引自由化に向けた措置

パンダ債は、中国の資本取引自由化に向けた一ステップとしても位置づけられている。

資本取引面から見た狙いの1つ目は、資本取引自由化に向けた経験蓄積である。中国政府の資本取引自由化に対する考え方は、特に時間表を設けず、漸進的に秩序立てて進めるというものである。パンダ債は、先ずは信用力の高い国際開発機構から導入されたが、非居住者人民元建債券の発行は資本取引の一部であり、QFII（適格外国機関投資家）制度と同様、最初の導入金額は小さいかもしれないが、中国側管理・監督機関にとっては資本取引自由化に向けた経験を蓄積する機会の一つとなる。実際、資本取引を所管する国家外為管理局も、パンダ債を資本取引自由化の漸進的実現の一助として位置づけている。

狙いの2つ目は、人民元高圧力に対する緩和効果である。従来、国内企業が国際金融公社やアジア開発銀行から投融資を受ける場合、それらは全て海外から外貨で払込・借入実行がなされ、その後、借入企業により中国国内で人民元転されプロジェクトに使用されていた。また、これらの公的金融機関からの投融資を受ける場合、返済期間は中長期にわたるため、対象プロジェクトの初期段階では外貨から人民元への転換圧力が集中して発生する。従って、パンダ債のように、国際金融公社やアジア開発銀行といった従来の貸し手が、直接、中国国内の債券市場で人民元債を発行し、調達した人民元資金を中国国内の資金需要に対し投融資できるような仕組みを作れば、当面は個別の案件に効果は限定されるものの、

金融市場での外貨売り・人民元買いという人民元高圧力を緩和することができる。合わせて、パンダ債の発行件数が増え市場として発展すれば、より人民元高圧力を緩和する効果が期待できる。加えて、国際金融公社やアジア開発銀行は、借入企業の信用力審査や資金需要を厳しく査定するため、国内人民元資金の効率的な資金運用が期待できる。

## 3. 国際金融界へのアピール

パンダ債の導入は、債券市場の対外開放に繋がるものでもある。これは中国政府が参加する国際的枠組みとも関係がある。中国政府は、ASEAN+3の財務大臣会合で進められているアジア債券市場育成イニシアティブや東アジア・太平洋地域11カ国の中央銀行（EMEAP: Executive's Meeting of East Asia-Pacific Central Banks）によるアジアボンドファンド構想に参画している。また、中国政府は、前者のアジア債券市場育成イニシアティブの下にあるワーキンググループの一つである「国際開発金融機関、政府系機関およびアジアの多国籍企業による現地通貨建債券の発行に関するワーキンググループ」の議長（財政部が窓口）も務めている。今回、中国政府は、国際金融公社・アジア開発銀行による非居住者人民元建債券を国内債券市場に導入することで、ワーキンググループ議長としての国際公約を自ら果たしたことになった。

また、第一号パンダ債発行直後の2005年10月18日には、中国（北京）で開催されたG20（20カ国財務大臣・中央銀行総裁会議）出席のため訪中した世界銀行総裁とアジア開発銀行総裁の出席の下、財政部主催で発行セレモニーが行われている。当該タイミングでのパンダ債の発行は、G20の場を通じても、中国の債券市場の対外開放を国際金融界に十分アピールするものとなった。

## Ⅲ. パンダ債発行に関する法制度

## 1. 管理弁法の制定

パンダ債発行の法的根拠となっているのが、「国際開発機構の人民元建債券の発行管理暫定弁法」（以下、「管理弁法」）<sup>5</sup>であり（別表1）、2005年2月18日、中国人民銀行、財政部、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会の四つの関係行政機関の連名で制定されている（発表は同年3月1日）。管理弁法は合計25条から構成されているが、中国の国内債券市場に、非居住者による人民元建債券発行を初めて認めるもので、最初の発行者として国際開発機構を想定している。

管理弁法の制定・発表と同時に発表された中国人民銀行の声明では（別表2）、同法の制定の意義を、①国内債券市場の自由化推進、②国際的な債券発行の先進的経験と管理技術の導入、③国内債券市場の発展の促進、の3点にまとめている。

## 2. 管理弁法のポイント

管理弁法の発行者側から見たポイントを、1) 発行申請プロセス、2) 格付け、3) 情報開示、4) 資金規制、の4点から以下のとおり解説する。

### 1) 発行申請・許可プロセス

2005年10月の第一号パンダ債発行の際、「国際金融公社とアジア開発銀行は2002年から中国の関係行政機関に対し人民元建債券の発行を要請していたが、2004年初め、国務院からの指示により、中国人民銀行は、財政部、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会、国家外為管理局と連絡システムを構築し、国際開発機関の人民元債券発行について研究を重ねてきた」旨のコメントが中国人民銀行より発表されている。

これらの行政機関の債券市場における従来の一般的な役割（＝管理・監督権限）は図表8の通りであるが、国際開発機構の人民元建

債券発行という新しい政策課題・法律課題に対し、従来の縦割りを排し、行政機関間、各行政機関内の調整には相当の時間と労力を費やしたものと推察される。最終的には、国務院がトップダウンで中国人民銀行を調整機関に指名し、立法作業に入ったという経緯がある。

従って、管理弁法は、パンダ債発行の審査・許可プロセスを整備し、かつ発行者による申請から国務院許可までの各行政機関の役割分担も定め（図表9）、発行者との関係で可能な限りワンストップサービスが提供できるよう配慮している。但し、発行条件の内容によっては、窓口機関である財政部の了解の下、関係審査機関と直接協議・交渉しなければならないケースも想定される。

### 2) 格付け

国際開発機構人民元建債券の発行資格の一つとして、格付け面での条件が義務付けられている（管理弁法第9条）。すなわち、①発行者の財務が安定し信用が良好であること、②中国国内で登録されかつ人民元建債券に対し格付け能力を有する格付け機関による格付けを得ること、③人民元建債券信用格付けがAAクラス以上であること、の3点を発行者に求めている。この3点の中で、制度上も実務上も一番問題となるのが、「中国国内で登録されかつ人民元建債券に対し格付け能力を有する格付け機関による格付けを得ること」という条件である。

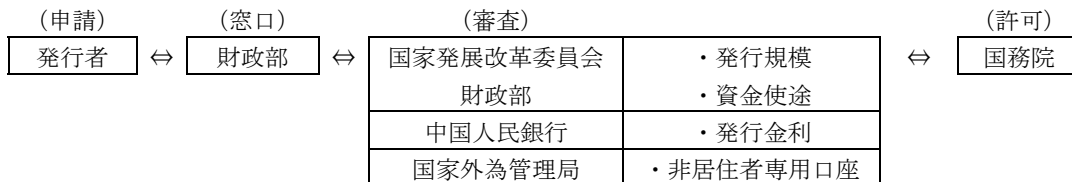
中国政府には、国際開発機関による人民元建債券の格付けを通じ、中国系格付け機関の育成を図ろうとする狙いがある。しかしながら、管理弁法が発行者として想定している国際開発機構は、国際資本市場での債券発行による豊富な資金調達実績を有しており、既に国際的な格付け機関から管理弁法が想定する以上の高い格付けを取得している。加えて、これら国際開発機構が他国・他地域で現地通

図表 8 従来の関係行政機関の役割（管理・監督権限）

行政機関	部局	所管事項
中国人民銀行	金融市場司	銀行間債券市場（発行者の拡大・多様化を含む）
	貨幣政策司	金利
	征信管理局	格付け
	国際司	アジア債券ファンド 中央銀行関連国際会議
財政部	国際司	多国間公的機関窓口/援助受入実務 財政部関連国際会議（ASEAN+3等）
	金融司	二国間公的機関窓口/援助受入実務 中国政府・国有機関の海外起債
	会計司	会計基準
	税政司 （+国家税務総局）	税制政策
国家発展改革委員会	国外資金利用司	外資（非居住者）導入 中長期外債管理
	財政金融司	企業債 （年間起債枠・個別認可・格付けを含む）
中国証券監督管理委員会	発行監督部	企業債（取引所上場審査）
	国際合作部	証券市場関連国際協力
国家外為管理局	資本項目管理司	資本取引・外債管理
	国際収支司	国際収支管理

（出所）関係行政機関のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 9 各行政機関の役割分担



（出所）管理弁法より野村資本市場研究所作成

貨建債券を発行する場合、地場系格付け機関からあらためて格付けを取得することはなく、既に国際的な格付け機関から取得したものを利用しているのが通例である。国際開発機構のかかる考え方を、現地通貨建債券の発行国・地域の政府や投資家も容認している。

仮に、パンダ債について中国系格付け機関から格付けをあらためて取得する場合は、提出資料の内容や使用言語、格付け取得までの期間や債券発行後のモニタリング等、発行者は当該格付け機関との間で業務の進め方を事

前に相当調整する必要があり、発行者の実務上の負担は免れないだろう。但し、後述の今後の課題のところで述べている通り、国際金融公社とアジア開発銀行による第一号パンダ債は、中国系格付け会社からの依頼格付けは取得していない。

### 3) 情報開示

管理弁法は発行者による発行申請時の提出資料も定めているが（管理弁法第 10 条）、提出資料のうち、発行者と中国側管理・監督



機関との間で最も問題となるのが、監査済財務諸表等の提出である。具体的には、管理弁法第 11 条は、当該財務諸表は「中華人民共和国登録会計士法」に基づき登録した会計士が中国会計基準に基づき監査を行い情報開示を行うことを定めている。

そもそも、国際開発機構は、中国会計基準以外での会計基準で財務諸表を作成している。これを中国会計基準に基づき監査するとした場合、当該監査が、定性的・定量的のいずれの手法で行なわれるかによって、発行者の実務上の負担がかなり異なってくる。特に、財務諸表の監査上、中国会計基準との定量的な比較・分析を突き詰めていった場合は、事実上、中国会計基準に基づく財務諸表を新たに作成するのと変わらない結果になる可能性もある。発行者から見れば、既存の財務諸表の中文翻訳に留まれば、申請時の実務負担は軽減される。なお、IVの 1. 今後の課題で述べている通り、国際金融公社とアジア開発銀行による第一号パンダ債は、それぞれ既存の米国会計基準に基づく財務諸表の中文翻訳に留まっている。

#### 4) 資金規制

##### (1) 資金使途

国際開発機構による人民元建債券の発行資格の一つとして、資金使途面での条件が義務付けられている（管理弁法第 9 条・第 17 条）。すなわち、調達した人民元資金は、中国国内のプロジェクトに対し、中長期の融資もしくは投資の形で用いられる必要がある。これは、発行者に対し、調達した人民元の国外への持ち出しを禁じ、中国国内の中長期的な資金実需に向かわせるといった政策的意図の下、資金使途面での制約を課しているものである。従って、人民元建債券の発行規模は、調達資金の使用先である中国国内の資金需要の積み上げにより決まってくることとなる。また、発行者が「融資」という形で資金需要

を発掘する場合は、現行の人民元貸付金利規制を前提に、通常の銀行融資との差別化が資金需要積み上げの鍵となろう。さらに、投融資の対象プロジェクトは、中国の国家産業政策・外資利用政策・固定資産投資管理規定に符合する必要があるとしている。

##### (2) 資金管理・口座管理

さらに、資金管理・口座管理についても管理弁法を通じ具体的な規定が置かれている。

第 1 に、人民元建債券発行による調達資金は、財政部および関連部門によって管理される（管理弁法第 8 条）。発行者は、四半期ごとに、国家外為管理局に対し、人民元資金の使用状況を報告しなければならない（管理弁法第 21 条）。

第 2 に、発行者は、国家外為管理局の事前許可の下、非居住者人民元専用口座を開設する必要がある（管理弁法第 7 条・第 18 条）。また、発行者が、中国国内から外貨で対外送金を行う場合は、国家外為管理局で外貨購入と外貨送金に関する事前審査・許可を得なければならない（管理弁法第 19 条）。

第 3 に、発行者が人民元建債券の約定元利払いが出来なくなった場合、投資者保護の観点から、中国国外からの外貨資金調達を通じた人民元転による元利払いへの充当を認めている（管理弁法第 22 条）。外貨専用口座の開設と外貨資金決済に関し、やはり国家外為管理局の事前許可を取得する必要がある。

発行者にとってはやや機動性を欠く仕組みではあるが、非居住者人民元建債券の発展初期段階では、実務上過度な負担が生じない限り、かかる仕組みによる管理を前提にオペレーションを行っていかざるを得ないだろう。

##### (3) 資金規制の補足

総じていえば、資金規制は、資金使途の限定と厳格な資金・口座管理の二重規制から構成されている。これは、一部の国際開発機構が、現地通貨建債券発行を内外金利差を利用した有利な資金調達手段として位置付けてい

るため、中国政府としては、パンダ債についてはかかる考え方・オペレーションを許容しないことを宣言したといえる。

#### IV. 今後の課題とサムライ債のケース

##### 1. 今後の課題

第一号パンダ債のうち、アジア開発銀行については、プレスリリースによれば、発行金額 10 億元に対し、ブックビルディング方式で応募額は 3 倍の約 30 億元に達したとのことであった。投資家としても、パンダ債という優良な信用力を有する債券に対し期待を有している証左と考えられる。また、流通市場でも、第一号パンダ債は既にレポ取引に使われている（I の図表 6）。今後、投資家の期待に応える形でパンダ債が「市場」として確立していくためには、現在の管理弁法の規制を見直す必要があると思われる。ここでは、管理弁法の規制内容と実際の発行条件とを比較し、問題点を明らかにしておく。

##### 1) 格付け

第一号パンダ債について、国際金融公社・アジア開発銀行ともに、プレスリリースでも公告・募集説明書でも、中国系格付け機関による格付けについてはなんら触れられていない。国際金融公社については、「発行者の発行する一般・無担保債券の信用格付けは、S&P が AAA、Moody's が Aaa となっている」と記載されているのみである。また、両機関のパンダ債発行時点では、S&P、Moody's、Fitch といった国際的な格付け機関は中国国内で格付け業務に関するライセンスを取得していない<sup>6</sup>。

従って、発行者と中国側審査機関との協議により、中国系格付け機関による格付けについては例外扱いとなり、既往の国際的な格付け機関による格付けがそのまま利用されたものと考えられる。但し、第一号パンダ債で国

際金融公社・アジア開発銀行に対して付与された管理弁法上の例外措置は、両機関が中国政府も出資者として加盟する多国間の公的機関であるが故に付与されたものと推量されるが、今後の取扱いについて不明である。

##### 2) 情報開示

人民元建債券発行に関する公告・募集説明書を見ると、アジア開発銀行については、「財務諸表は PricewaterhouseCoopers が独立した会計監査を行い、理事会もこれを承認している」と述べた上で、既存の過去 3 年分（2002 年 12 月期、2003 年 12 月期、2004 年 12 月期）の B/S および P/L の中文訳を掲載している。また、国際金融公社については、①Information Statement の中文訳、②過去 3 年分（2003 年 6 月期、2004 年 6 月期、2005 年 6 月期）の B/S および P/L の中文訳、③2005 年度—2004 年度間、2004 年度—2003 年度間の B/S および P/L の増減とその要因分析について、それぞれ中文訳を掲載している。国際金融公社の場合、アジア開発銀行より開示情報は多いものの、やはり中文訳に留まっていることに変わりはない<sup>7</sup>。ちなみに、米国会計基準に基づく国際金融公社の財務諸表は、Deloitte & Touche が会計監査を行っているが、パンダ債の公告・募集説明書の連絡先には同監査法人の米国（ワシントン）の住所が掲載されているのみである。

従って、格付け同様、中国会計基準に基づく監査についても、第一号パンダ債では例外扱いとなったものと考えられるが、今後の取扱いについてやはり不明である<sup>8</sup>。

##### 3) 資金規制

第一号パンダ債について、アジア開発銀行の場合は資金使途は国内プロジェクトのみとしているだけだが、国際金融公社の場合は具体的な投融資先金額を公表している（I の図表 1 参照）。投融資先のうち、Guangzhou

Development Industry Holdings は（広東省）広州市政府傘下の産業向け投資・建設・生産・管理を行う国有企業、Anhui Conch Cement Company は安徽省政府傘下のセメント製造・販売を行う国有企業、Chindex International's United Family Hospitals は米国企業との合弁による医療企業（病院）であり、一定レベルの信用力を有した国有および外資企業といえる。

但し、現行の人民元貸付金利規制の下では、信用力の高い企業ほど最優遇下限金利（基準金利×90%）での借入が可能であり、銀行側も顧客との関係維持のため、むしろ最優遇金利を出さざるを得ない。従って、信用力の高い企業向けの融資は、銀行との間で金利以外のサービスを差別化することは難しい状況にある。中小企業向け融資の場合は、貸付金利の上限規制が撤廃され、リスクに見合った貸付金利設定が可能な一方、人民元建債券の償還原資確保との兼ね合いから、1件1件、貸付先の信用力・担保を慎重に評価していかざるを得ないだろう。その意味で、パンダ債の発行と国内資金需要を厳格に紐付ける限り、引続き資金需要の積み上げには困難が残る。

## 2. サムライ債のケース

日本では、1970年にアジア開発銀行が第一号、1971年に世界銀行が第二号のサムライ債を発行している。1972年には、二国間の公的機関として、オーストラリア政府によるサムライ債が発行された（図表10）。次に、これらの公的機関に続き、1979年には、海外民間事業会社として初めて米シアーズ・ローバック社によるサムライ債が発行された。

わが国においてサムライ債市場がスタートしたのは、経常収支の黒字基調や外貨準備の著増を背景に、資本市場の国際化を進め、合わせて海外からの批判（圧力）をかかわす狙いがあった。

当時の日本の社債市場では、厳格な適債基準により社債発行を行える主体は極めて限定されており、格付けの有無が問われる以前の状況であった。しかし、「日本政府が加盟する国際機関」であったアジア開発銀行や世界銀行のサムライ債発行については、こうした適債基準を機械的に問うようなことはせず、過去の国際資本市場での起債実績も配慮して銘柄選定が行われた。特に国内社債市場では投資家保護の観点から有担保主義原則も確立されていたが、これも適用されなかった。シアーズ・ローバック債は、戦後初めて日本国内で発行された無担保社債となった。同債を無担保で発行することの可否をめぐっては、1年間にわたる議論が続けられたが、最終的に、海外民間事業会社の完全無担保債発行基

図表10 サムライ債：発行者の多様化

年	発行体	トピック
1970年	アジア開発銀行	多国間公的機関・第一号
1971年	世界銀行	多国間公的機関・第二号
1972年	オーストラリア国債	二国間公的機関・第一号
1979年	米シアーズ・ローバック社	海外民間事業会社・第一号 (無担保普通社債)
1997年	米シティ・コープ	海外民間金融機関・第一号

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

準を設けることで決着したという経緯がある。

情報開示関連では、発行者は、原則、大蔵大臣（当時）に対し有価証券届出書を提出する必要があったが、「日本政府が加盟する国際機関」、具体的には世界銀行、アジア開発銀行、米州開発銀行がサムライ債を発行する場合、同届出書の提出は免除されていた。

今日の中国の経済状況は、外貨準備の著増など 70 年代の日本と相通ずる点も多く、わが国サムライ債市場の経験は、中国が今後パンダ債の役割をあらためて検討する場合の参考となる点もあろう。

#### 【参考文献】

関志雄監修『中国証券市場ハンドブック』  
(2006年3月)株式会社野村資本市場研究所

部と国際会計基準審議会（IASB）は、中国会計基準と国際会計基準（IFRS）とを統合する共同声明を発表した。この共同声明に続き、2006年2月、財政部は、新規および改訂版から構成される「企業会計準則」（「新会計準則」）を公布した。新会計準則は、2007年1月1日から先ずは上場企業に対して施行される予定となっている。

<sup>1</sup> IIIの「国際開発機構の人民元建債券の発行管理暫定弁法」の中で、発行者である「国際開発機構」を「開発資金の融資と投資を行う国際開発性金融機構」と定義している（第2条）。

<sup>2</sup> 両機関によるパンダ債の公告・募集説明書は、中国債券信息网（www.chinabond.com.cn）に掲載されている。

<sup>3</sup> 債券の分類は、中国債券信息网の統計分類に基づく。2004年から2005年にかけて銀行間債券市場には新しい発行者・銘柄が導入されているが、今後、国家統計局、中国人民銀行、中国債券信息网等の間で、統計上の債券の分類を整理していくことが望まれる。

<sup>4</sup> 後述の EMEAP が設定したアジア 8 カ国のソブリン債・準ソブリン債に投資するファンド。

<sup>5</sup> 「管理弁法」とは、行政法規の一種。

<sup>6</sup> 2006年4月13日、Moody's は、①中国国内の債券格付けにおいて最大のシェアを有する中誠信国際の持分 49%を購入し、②両者で 51:49 の合弁を設立することについて、中誠信国際の親会社である中国誠信と合意に達したことを明らかにした。中誠信国際は、設立時に Fitch からの技術支援を受けていたが、この発表は、国際的格付け会社のパートナー選定の方針を転換したことを意味している。

<sup>7</sup> なお、国際金融公社は、Information Statement を通じ、2007年6月30日に終了する会計年度までに国際財務報告基準（IFRS）採用による財務諸表を作成することを既に対外公表している。

<sup>8</sup> 2005年11月、（会計基準を所管する）中国財政

別表1 「国際開発機構の人民元建債券の発行管理暫定弁法」の概容

項目	対応条文	内容
制定目的	第1条	国際開発機構の人民元建債券発行を規範化し、投資者の合法的權益を保護するため、「中華人民共和国中国人民銀行法」および「中華人民共和国証券法」等の法律・法規に基づき、管理弁法を制定する。
発行者の定義	第2条	国際開発機構とは、開発資金の融資と投資を行う国際開発性金融機構を指す。
債券の定義	第3条	国際開発機構人民元建債券（以下、人民元建債券）とは、国際開発機構が、法律に基づき、中国国内で発行し、一定期間内に元利返済を約する人民元建債券を指す。
発行資格	第9条	国際開発機構の中国国内での人民元建債券発行には、以下の条件が必要である。 (一) 財務が安定し信用が良好であること。中国国内で登録されかつ人民元建債券に対し格付け能力を有する格付け機関の格付けを得ること。人民元建債券信用格付けがAAクラス以上であること。 (二) 中国国内のプロジェクトあるいは企業に対し10億ドル以上の融資と投資を行った実績があること。 (三) 調達した資金は、中国国内のプロジェクトに対し、中長期の融資もしくは投資の形で用いられること。対象プロジェクトは、中国の国家産業政策・外資利用政策・固定資産投資管理規定に符合すること。ソブリン外債プロジェクトは、関連する対外借款計画に計上されること（注1）。
発行申請窓口	第4条	財政部等窓口機関を通じて発行申請を行い、窓口機関が、中国人民銀行、国家發展改革委員会、中国証券監督管理委員会等と共同で審査を行い、國務院の許可を得る。
発行申請資料	第10条	国際開発機構は、中国国内での人民元建債券発行の申請の際、以下の資料を提出しなければならない。 (一) 人民元建債券発行申請報告書 (二) 募集説明書 (三) 直近3年間の監査済財務諸表・添付資料 (四) 人民元建債券信用格付け報告書および格付けモニタリング手配に関する説明書 (五) 中国国内プロジェクト・企業に対する投融資実績 (六) 投融資予定のプロジェクトリストおよび関係証明文書・法律文書 (七) 「中華人民共和国弁護士法」に従い営業している弁護士により提出される法律意見書 (八) その他関連重要事項
	第11条	国際開発機構の人民元建債券発行に当たり、財務諸表は「中華人民共和国登録会計士法」に基づき登録した会計士が、中国会計基準に基づき監査を行い、情報開示をしなければならない。
	第12条	国際開発機構の人民元建債券発行は、「中華人民共和国弁護士法」に基づき営業している弁護士が法律認証を行い、法律意見書を提出しなければならない。
使用言語	第22条	国際開発機構の人民元建債券発行にかかる業務文書の言語は、中国語でなければならない。
情報開示	第15条	人民元建債券発行の許可を得た国際開発機構は、中国の関係情報開示に関する法律規定を遵守しなければならない。適切に情報開示義務を履行しなければならない。
発行方式	第13条	国際開発機構による中国国内での人民元建債券の公開発行に当たっては、引受シンジケート団を組成しなければならない。引受業者は中国国内で設立された証券経営機構でなければならない。
発行規模等	第5条	国家發展改革委員会と財政部は、共同で、国家産業政策、外資外債状況、マクロ経済と国際収支状況に基づき、人民元建債券の発行規模および調達資金使途に対し、審査を行う。

項目	対応条文	内容
発行金利	第 6 条	中国人民銀行は、人民元建債券発行にかかる金利管理を行う。
	第 16 条	人民元建債券発行金利は、発行体が同期間の国債収益率を参照・確定した上で、中国人民銀行の同意を受けなければならない。
資金使途	第 17 条	人民元建債券発行を通じて調達した資金は、中国国内のプロジェクトに充当されなければならない。外貨に交換し海外へ送金することを認めない。発行者は、中国の関連法律規定に基づき、債券発行に伴う余裕資金の使用と管理を行わなければならない。
資金管理 ・口座管理	第 8 条	(資金管理) 財政部および関連外債・外資管理部門は、債券発行によって調達した資金による投融資の実行管理を行う。
	第 7 条	(専用口座の開設) 国家外為管理局は、関連外為管理規定に基づき、債券発行資金にかかる非居住者人民元専用口座とその決済を管理する。
	第 18 条	(口座管理) 発行者は、人民元建債券発行日の一ヶ月前までに、債券発行によって調達した資金にかかる非居住者人民元専用口座を開設しなければならない。当該口座の開設、取消しおよび関連資金の決済は、国家外為管理局の許可を得なければならない。
	第 19 条	(返済原資・外貨交換) 人民元建債券発行後、①投融資の回収によって得た人民元収入で元々海外から調達した資金で外貨を購入する必要がある外貨で対外送金するのに用いられるもの、あるいは②発行者が投資収益を外貨交換の上、海外送金するものは、国家外為管理局で外貨購入と外貨送金の審査・許可を得なければならない。
	第 20 条	(元利払い原資不足時の対応) 発行者は、融資が期日通りの回収が出来なくなった場合、あるいはその他の原因によって期日通り人民元建債券の元利返済が出来なくなった場合、中国の国外からの外貨資金の調達を許可し、かつ、関連規定に基づき外貨専用口座を開き、外貨資金決済について国家外為管理局の確認を得なければならない。
	第 21 条	(報告義務) 発行者は、毎四半期末、国家外為管理局に対し、人民元建債券資金の使用および人民元融資の回収、投資状況を報告しなければならない。
取引流通	第 14 条	人民元建債券発行後、関係市場監督管理部門の許可を経て、取引流通することが可能である。
準拠法	第 23 条	国際開発機構の中国国内での人民元建債券発行について、契約違反あるいはその他の紛争が発生した場合、中国の法律が適用される。
解釈	第 24 条	管理弁法は、中国人民銀行が、財政部、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会とともに、共同で解釈を行う。
施行日	第 25 条	管理弁法は、発表日と同時に施行する（注 2）。

(注 1) 「ソブリン外債プロジェクト」とは、多国間または二国間の公的機関による融資により、対象プロジェクトが中国政府の対外借款計画に計上されるものを言う。対象プロジェクトは、「国際金融組織と外国政府貸付投資項目管理暫行弁法」（国際金融機関・外国政府借款にかかる投資プロジェクト暫定管理弁法、2005 年 3 月 1 日施行）を通じ管理されている。

(注 2) 発表日は 2005 年 3 月 1 日。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

別表2 「国際開発機構の人民元建債券の発行管理暫定弁法」の制定・発表時の  
 中国人民銀行による声明骨子（2005年3月1日）

パラグラフ	項目	内容
第1	制定趣旨	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国内債券市場の自由化推進。</li> <li>・ 国際的な債券発行の先進的経験と管理技術の導入。</li> <li>・ 国内債券市場の発展の促進。</li> </ul>
第2	管理弁法の役割	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国際開発機構の人民元建債券発行の行為にかかる規範化のため、政府部門の役割分担を明確化する。</li> <li>・ 国際開発機関という真新しい発行者を導入することで、さらに秩序立てて、穏健的に債券市場の発展を促進する。</li> <li>・ 管理弁法は現行の法律法規との関連性について注意を払い、資本市場の発展および WTO 加盟時の承諾も協調的に配慮し、特に法に従って管理を行い、規範的に発展させることを重視する。</li> </ul>
第3	管理弁法の主要規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 合計 25 条から構成され、以下の 5 つの主要内容から構成されている。</li> <li>① 発行資格を強調し、国際開発機構の人民元建債券の信用格付けが AA クラス以上であることを規定する。</li> <li>② 発行の審査・許可プロセスを規範化し、財政部が対外窓口として国際開発機関の人民元建債券発行申請を受理するとともに、中国人民銀行、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会との共同審査を経て、國務院の許可を得る。</li> <li>③ 各行政機関の管理機能を厳格に配分する。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 国家発展改革委員会・財政部：国家産業政策、外資外債状況、マクロ経済と国際収支状況に基づき、人民元建債券の発行規模および調達資金使途に対し、審査を行う。</li> <li>— 中国人民銀行：人民元建債券発行金利にかかる金利管理を行う。</li> <li>— 国家外為管理局：関連外為管理規定に基づき、債券発行資金にかかる非居住者専用口座とその決済を管理する。</li> </ul> </li> <li>④ 債券発行に関係する仲介機構に関する規定を定める。</li> <li>⑤ 債券発行資金の使途を規制し、国際開発機構が人民元建債券発行を通じ調達した資金は、中国国内のプロジェクトに使用される必要がある。外貨に交換し海外に送金することを認めない。発行者は、中国の関連法規政策に基づき、債券発行に伴う余裕資金使用と管理を行う必要がある。</li> </ul>
第4	今後の進め方	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 管理弁法発表後、国際開発機構の中から 1~2 機構を選択し、人民元建債券発行にかかる試行を行い、当該試行状況を見ながら拡大していく。</li> <li>・ 国際開発機構の国内での人民元建債券発行の許可は、中国国内債券市場の発行者を豊富にするとともに、債券市場の発展を促進することとなる。</li> </ul>

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成