

# 中国の社債発行制度改革<sup>1</sup>

## －中国版 MTN の登場－

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 2008年4月、中国人民銀行（中央銀行）は、国内の社債市場に「中期手形」、いわゆる中国版 MTN を導入した。MTN の登録と発行は、一時中断されたが、同年10月から再開され、2008年全体で合計41本、1,737億元（約2兆3千億円）が発行された。MTN の発行規模としては、中国の社債市場で既に導入されている同年の企業債の発行規模（計71本、2,367億元（約3兆1千億円））と比較しても、導入初年度にしては企業に使われた方と言えよう。
2. 中国では国家的プロジェクトの資金調達を念頭に、1987年から企業債が導入されているが、国家発展改革委員会による厳しい発行認可制度が敷かれてきた。企業債の発行認可制度は近年緩和されている一方で、2007年からは更に規制を緩和した上場企業発行の会社債が新たに導入されている。いずれも、公募債で、原則、証券監督管理委員会が管理する証券取引所で流通・売買される。
3. 中国には中国人民銀行が管理する銀行間債券市場もあり、2005年には短期融資債券、いわゆる CP の発行が可能となった。その後同市場では2008年の中国版 MTN の導入を機に、中国人民銀行による直接認可制が緩和され、自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会が発行審査登録を行う仕組みに改められた。中国版 MTN の発行規模の急増の背景には、この柔軟な発行制度がある。
4. 中国銀行間市場取引者協会は、2007年に設立され、銀行間市場の自主規制を行う。会員数は752会員で、外資系金融機関からも35会員が加入している。MTN の発行審査登録を行う協会内の登録委員会委員には、外資系金融機関からも委員が任命されている。
5. 流通市場では、企業債や会社債の銀行間債券市場での上場も可能になっている。銀行間債券市場では、外資銀行による社債取引の緩和や、中小企業を念頭に置いた最低発行金額（5億元、約66億円）の撤廃の動きもある。引続き中国の社債市場の動きが注目される。

<sup>1</sup> 本稿は、財団法人東京国際研究クラブの許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2009Vol.3-1 より転載している。

## I 中国版 MTN の導入

2008年4月、中国人民銀行（中央銀行）は、国内の社債市場に「中期手形」<sup>2</sup>を導入した。同手形は中国国内では中国版 MTN（ミディアム・ターム・ノート）と呼ばれている。MTN とは、スキームや使用通貨等について多様な形態での発行を規定した1つのプログラム（MTN プログラム）に基づいて発行される債券である。また、MTN プログラムとは、社債発行により資金調達を予定している発行体が、あらかじめディーラー数社と MTN 発行に関する基本契約を締結しておき、起債関係人との関係を包括的に定めておくことにより、発行限度枠で個別の債券を随時発行できるようにした契約である。

中国版 MTN は、中国国内の発行体による国内債券市場での人民元建て債券ではあるが、MTN 及び同プログラムの考え方を取り入れたものである。すなわち、これまで金融当局が直接かつ厳格にコントロールしてきた社債発行の枠組みを緩和し、中国の国内企業の債券発行を通じた資金調達を支援するとともに、中国の債券市場の発展を促そうとするものである。

中国版 MTN は、2008年4月の導入後、金融当局による金融引締め（貸出総量規制等）効果を削がないよう、同年7月～9月の3ヶ月間、新規の発行が止められていたが、同年10月6日から発行枠消化の再開と新規の発行登録が始まり、現在進行中の金融危機に対応し、企業の資金調達手段を確保するための役割を發揮することも期待されている。本稿では、最初に中国版 MTN 登場以前の社債市場を整理する。次に、中国版 MTN の発行の仕組みと発行状況、自主規制機関としての中国銀行間取引者協会の役割を概観し、最後に今後の中国版 MTN と社債市場を巡る動きを展望する。

## II 中国版 MTN 登場以前の社債市場

### 1. 企業債

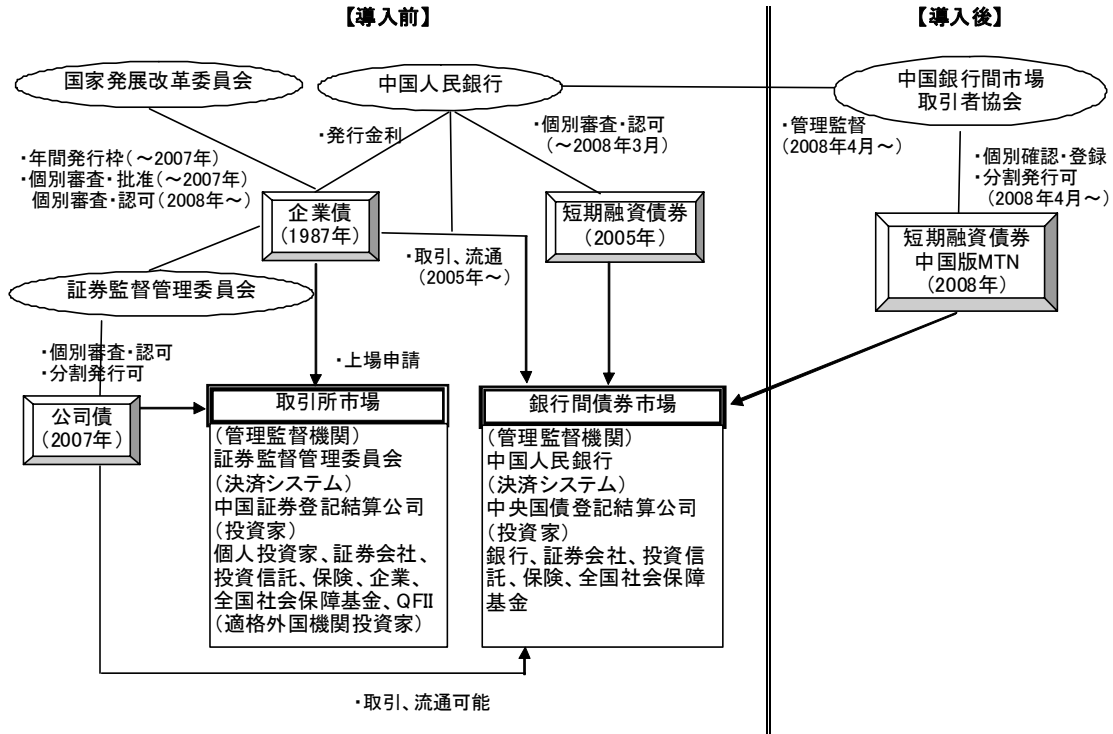
#### 1) 1993年～2006年の厳格な管理監督体制

中国では、1987年に国務院（内閣）によって「企業債券管理暫定条例」が制定され、企業による社債の発行基準が初めて明示された（図表1）。その後、1993年には国務院によって同条例が改正され「企業債券管理条例」（以下、条例）が制定された（図表2）。

条例で、企業債は、国内で法人格を有する企業が公开发行する債券と定義されているが、実際は国の産業政策に沿った形で資金を企業に配分するためのものであり、その発行の仕組みは複数の官庁により直接かつ厳格にコントロールされてきた。企業債の発行を希望する企業は、最初に国家発展改革委員会から発行枠の認可を取得する必

<sup>2</sup> 中国語では「中期票據」と呼ばれる。

図表 1 中国版 MTN 導入前後の社債発行認可手続き



(注) 債券流通市場としては、取引所市場、銀行間債券市場が主であるが、他に店頭取引も存在する。  
 (出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社 (2007年)、国家发展改革委员会、証券監督管理委員会、中国人民银行より野村資本市場研究所作成

要がある。次に企業は、発行条件の申請をあらためて行う必要がある。国家发展改革委员会とは、旧国家計画委員会・旧国家発展計画委員会、中国のマクロ経済政策を所管すると共に、国全体の投資計画をコントロールしていることから、その資金源となる社債発行も管理監督しているため、企業債の発行認可権限を有するものである。国家发展改革委员会は、年間の企業債発行の枠を国務院に報告の上決定し、地方政府と国務院政府部門に割り当ててきた。

このため、発行資格についても、様々な条件が設けられている。例えば、企業規模が一定以上であること、償還能力を有していること、直近3年間連続黒字であること、資金使途が国の産業政策に合致していることが条件となっている。発行金利については、同期物定期預金金利の1.4倍が上限となっており、中国人民银行が認可する。また、引受証券会社の資格等については、証券監督管理委員会（以下、証監会）が審査する。企業債の証券取引所への上場に当たっては、あらためて上場審査が必要となる。

審査手続きは、中央政府に直属する中央企業の場合、国家发展改革委员会と中国人民银行が直接審査・批准し、地方政府が管理する地方企業の場合は、所在地の发展改革部門と中国人民银行地方支店の審査・批准を経てからあらためて中央レベルの審査・批准を受ける必要があった。

図表 2 社債市場改革と発行条件

	企業債(1993~2006年)	企業債(2007年~)	公司債(2007年~)
法的根拠	「企業債券管理条例」	「2007年第一次企業債券発行規模と発行審査認可に関する問題についての通知」 「企業債券市場の発展推進、発行審査手続きの簡素化に関する事項についての通知」	「公司債券発行試行弁法」
制定機関	國務院	國家發展改革委員會	証券監督管理委員會(証監会)
公布日	1993年8月2日	前者:2007年3月19日 後者:2008年1月2日	2007年8月14日
定義	国内で法人格を有する企業が公開発行する債券(金融債と外貨建て債券を除く)	国内で登録された法人格を有する企業が公開発行し、一定期間内に元利金償還を約定する有価証券(上場会社が発行する公司債は除く)	公司(会社)が一年以上の期間内に元利金償還を約定する有価証券
管理監督	國家計画委員會(現・國家發展改革委員會)、中國人民銀行、財政部、國務院証券委員會(現・証券監督管理委員會)	國家發展改革委員會、中國人民銀行、証券監督管理委員會	証監会
発行認可、登録	①國家計画委員會、中國人民銀行、財政部、國務院証券監督委員會が、年間発行枠を設定し、國務院の批准を経て、地方政府と國務院政府部門に割当を行う ②中央企業の場合は國家計画委員會と中國人民銀行が直接審査・批准、地方企業の場合は所在地の計画委員部門と中國人民銀行地方支店を通じて審査・批准	①「先に発行枠審査、次に発行条件審査」という二重手続きを改革し、「直接発行審査」という一つの手続きに簡素化 ②中央企業は直接申請、國務院業界管理部門企業は当該業界管理部門を通じて申請、地方企業は所在地の發展改革部門を通じて申請(地方發展改革部門は回付のみで審査せず) ③國家發展改革委員會は、要件を満たした申請書類を受領した日から3ヶ月以内に認可・不認可を決定し、不認可の場合は理由を説明する	①証監会は保証推薦人(スポンサー)を通じて申請書類を受領後、5営業日以内に受理の可否を決定 ②受理の場合は、発行審査委員會が規定に従って審査 ③証監会が認可・不認可を決定
主要発行資格	・企業規模が一年以上 ・償還能力の具備 ・発行前直近三年間黒字 ・資金使途が國家の産業政策に合致	・株式会社の純資産は3,000万円を、有限会社・その他企業の純資産は6,000万円を下回らない ・過去3年間の年平均配当可能利益が、企業債の1年間の利払いに足りる ・資金使途が國家の産業政策(下記参照)に合致 ・既往の発行債券あるいはその他の債務に違約や元利弁済遅延が発生していない ・直近三年間に違法・違反行為がない	・株式会社の純資産は3,000万円を、有限会社・その他企業の純資産は6,000万円を下回らない ・過去3年間の年平均配当可能利益が、企業債の1年間の利払いに足りる ・資金使途が國家の産業政策に合致(以上、新証券法第16条) ・内部コントロール制度が健全で、重大な欠陥がない ・格付け機関の信用格付け評価が良好 ・直近三年間に財務会計上の虚偽記載、誤解を招く表現、重大な記載漏れがない
産業政策の内容	-	・固定資産投資の場合は、固定資産投資プロジェクトの資本金比率規制に合致し、原則、累計発行額が総投資額の60%を超えない ・エクイティ投資の場合、関係規定に従う ・債務リストラの場合、比率制限は無いが、債券発行代り金による借入金返済に対する銀行の同意書が必要 ・運転資金への補充の場合、債券発行総額の20%を超えない	-
発行残高限度	債券の額面総額が純資産を超えない	債券の累計残高が純資産の40%を超えない	債券の累計残高が純資産の40%を超えない
発行金利	同期物定期預金金利の1.4倍が上限	・マーケットに基づき決定、但し國務院が設定する上限金利を超えない ・ブックビルディングや変動金利(SHIBOR、上海銀行間コール金利)も可能に	國務院が設定する上限金利を超えない(新証券法第16条)
担保・保証	原則有担保	無担保信用債券、資産抵当債券、第三者保証債券も想定	無担保信用債券や、担保・保証付き債券も想定
格付け	認可された格付け機関による格付けも可能(事実上は必要)	企業自体の格付けと発行債券格付けが必要	証監会が認可した格付け機関による格付けが必要
分割発行	-	-	可能、証監会の認可後、第一回を半年以内に発行、残りは2年以内に発行
引受・販売	証券会社による引受・販売	同左	同左
流通市場	取引所市場	取引所市場	取引所市場
登録、保管、決済	中國証券登記結算公司	同左	同左
その他	-	-	受託管理人制度を創設、保証推薦人と兼務可能

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』日本經濟新聞出版社(2007年)、國家發展改革委員會、証券監督管理委員會より野村資本市場研究所作成

## 2) 規制緩和に踏み出した 2007 年以降の管理監督体制

以上のような仕組みの下では、企業が柔軟に債券を発行することが難しく、中国の社債市場の発展の促進という目標を達成することも難しいことから、関係部門は長年にわたり企業債券管理条例の改定作業を行ってきた。この結果、先ずは国家发展改革委員会が関連規定を公布する形で改革が進められた。具体的には、2007 年 3 月 19 日に「2007 年第一次企業債発行規模と発行審査認可に関する問題についての通知」を公布し、次に 2008 年 1 月 2 日に「企業債市場の発展促進、発行審査手続きの簡素化に関する事項についての通知」を公布し、企業債の発行の仕組みに従来に比べ柔軟な措置が取り入れられた。

両通知の下での規制緩和は、以下のポイントから成る。第一に、「先に発行枠審査、次に発行条件審査」という二重手続きを改革し、「直接発行審査」という一つの手続きに簡素化している。第二に、中央企業は国家发展改革委員会に直接申請、国務院業界管理部門企業は当該業界管理部門を通じて申請、地方企業は所在地の发展改革部門を通じて申請することとなった。地方企業の場合、地方发展改革部門は国家发展改革委員会に申請資料を回付するだけで審査せず、全ての企業債の審査が国家发展改革委員会に一元化された。第三に、国家发展改革委員会は、要件を満たした申請書類を受領した日から 3 ヶ月以内に認可・不認可を決定し、不認可の場合は理由を説明することとなり、審査手続きの予見可能性が高められた。

また、発行資格についても基準が明示され、規制緩和も行われた。例えば、発行体の規模として、株式会社の場合の純資産は 3,000 万元（約 4 億円）を、有限会社・その他企業の場合の純資産は 6,000 万元（約 7 億 9 千万円）を下回らないことと明示された<sup>3</sup>。また、発行金利については、過去 3 年間の年平均配当可能利益が、企業債の 1 年間の利払いに足りることを条件に設定できることとした。資金使途についても、基準を明示した。さらに、従来の有担保債に限定していた政策を改定し、無担保信用債券の発行も認めた。

一方、企業債の発行は、従来、銀行による第三者保証が供されることが慣行となっていたが、2007 年 1 月 2 日、中国銀行業監督管理委員会（以下、銀监会）は「企業債の保証リスクに関する有効な防止に関する意見」を公布し、通常、5～20 年を有するプロジェクトの資金調達を目的とした企業債に対する銀行保証を禁止した。これは、発行体の信用リスクを銀行の信用リスクに転化するだけで直接金融の発展にはつながらず、形を変えた銀行融資であり、銀行の過度な信用リスク負担となっている現状を変えるために出された通達である。この通達の結果、企業債の発行は一時的に低迷したため、これが中国版 MTN の導入とその活発な発行につながった側面もある。

<sup>3</sup> 本文中の邦貨換算については、2008 年 12 月 31 日付中間レートに基づき、1 元=13.2 円として計算した。

## 2. 公司債

中国では 2006 年 1 月 1 日から施行された新会社法（新公司法）や新証券法の制定を機に、企業債券管理条例に従って発行される企業債とは別に、新会社法や新証券法に基づいて発行される公司債（会社債）を区別して、企業がより社債市場を活用できるような仕組みを構築しようとしてきた（前掲図表 1）。背景としては、中国の企業債には、三峡ダム建設など国家的事業のための資金を調達するために、会社法に規定する会社ではない事業体が発行する債券も含まれており、これを区別することが中国の社債市場の発展にとって重要という認識があったためである。

このような動きの中で、2007 年 8 月 14 日、証監会は「公司債券発行試行弁法」を公布・施行した（前掲図表 2）。同弁法は、会社法で規定される株式会社と有限会社の中国国内での社債発行を規定しているが、発行の仕組みに関わるポイントは以下の通りとなっている。第一には、公司債の発行をテストと位置づけ、上海及び深圳の両取引所と海外で上場している中国国内の株式有限会社を対象にしているという点である。第二に、株式発行と同様、保証推薦人（スポンサー）制度を導入し、保証推薦人による審査を前提に、証監会が一元的に発行審査・認可を行うという点である。また、発行後の仕組みとして、債券受託管理人制度と債券保有人会議制度を設けたという点である。第三には、ブックビルディングによる発行価格の決定方法を導入しているという点である。総じて、公司債の発行に市場的な手法を取り入れているというのが特徴と言える。

### III 中国版 MTN の発行の仕組みと発行状況

#### 1. 中国版 MTN 導入までの経緯

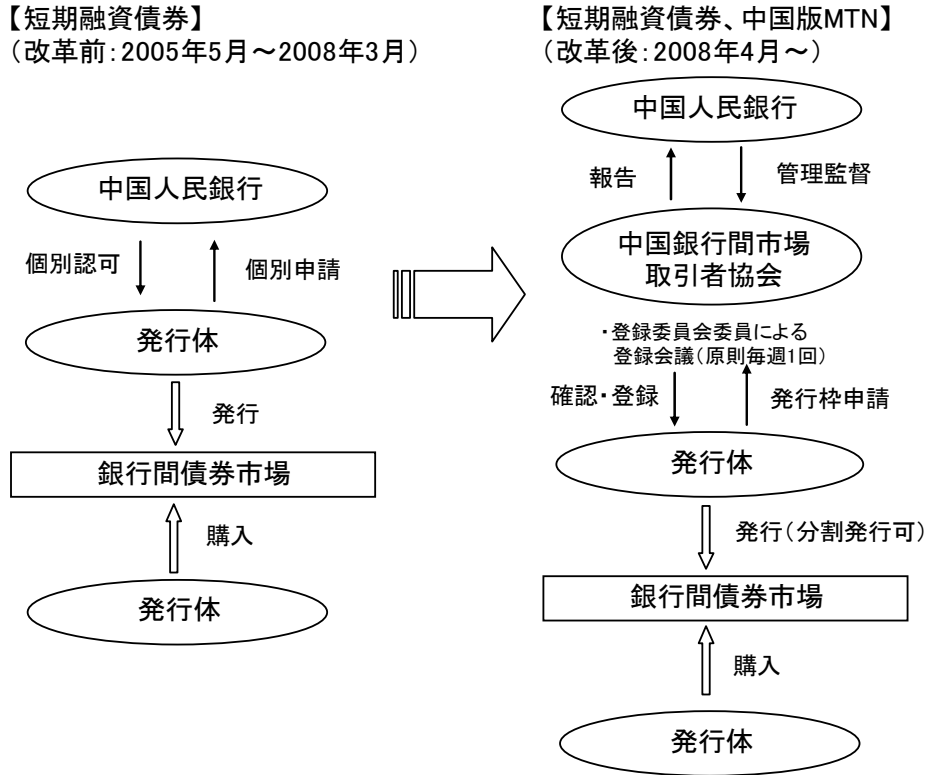
##### 1) 短期融資債券の導入

2007 年以降順次発行規制が緩和されてきている企業債にせよ公司債にせよ、一義的には証監会が管轄する取引所市場で流通する中長期の債券であり、また取引所市場は、個人投資家と銀行を除く機関投資家が参加する市場でもある。一方、中国人民銀行が管轄し、銀行も参加する銀行間債券市場では、2005 年に短期債が新たに導入された。

2005 年 5 月 23 日、中国人民銀行は「短期融資債券管理弁法」を公布した（図表 3）。「短期融資債券」とは、いわゆるコマーシャル・ペーパー（CP）のことで、同弁法では「中国国内に設立された企業が一定期間内に元利金償還を約定する債券で、365 日を超えないもの」と定義された。

短期融資債券は、中国人民銀行が審査・認可を行うことで発行され、銀行間債券市場で流通される。発行資格も簡素化されており、発行金利も企業と引受団との協議によって決められるなど、柔軟な発行の仕組みを導入した。

図表 3 銀行間債券市場での発行体制改革



(出所) 中国人民銀行、中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成

## 2) 銀行間債券市場での柔軟な資金調達の実現

2005年に導入された短期融資債券は、柔軟な発行の仕組みが整えられたとはいえ、まだ管理監督機関である中国人民銀行が直接審査認可をしていた。このため、もう一歩踏み込んだ発行規制の緩和が行われた。具体的には、2008年4月9日、中国人民銀行は「銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段の管理弁法」(以下、弁法)を定めた。弁法のポイントは以下の通りとなる。第一に、同弁法は、特定の銘柄に限定することなく銀行間債券市場で発行される債券についての原則を明示し、発行資格などのルールは自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会(後述)が制定することとした点である。第二に、これまでの中国人民銀行による直接認可制から、協会による登録制に移行し、管理監督機関は市場のルールやインフラを整備することに特化することとした点である。弁法の制定により、短期融資債券といったこれまでの特定の銘柄に加え、新たな銘柄も法令を新規に制定したり改正したりすること無く発行することが可能となり、中期手形、すなわち中国版 MTN の発行への道も開かれ、2005年時点よりもさらに柔軟な銀行間債券市場での債券発行の仕組みが整えられることとなった(前掲図表1及び図表3)。

## 2. 中国版 MTN の発行の仕組み

### 1) これまで制定された自主規制

弁法の制定を受け、銀行間市場取引者協会は、発行登録規則や精査、募集説明書、情報開示といった一般的なルールに加え、短期融資債券や、中国版 MTN としての中期手形といった個別銘柄の発行手続きに関するルールを定めている（図表 4）。特に一般的なルールの制定は、銀行間債券市場での債券発行業務の標準化を実現し、市場参加者による円滑な債券発行業務の実現に寄与することが期待されている。

### 2) 具体的な発行登録手続き

弁法に基づく銀行間債券市場での短期融資債券と MTN は、銘柄の定義の違いを除き、標準化された手続きに従って債券の発行を進めることとなる（図表 5）。個別銘柄については、短期融資債券は「法人格を有する非金融企業が一年以内に元利金償還を約定する債務調達手段」、MTN については「法人格を有する非金融企業が計画に従って分割発行し、一定期間内に元利金償還を約定する有価証券」と定義されている。MTN のみ定義上分割発行できると明示されているが、実際の運用上は、短期融資債券も含め、登録から 2 年以内の分割発行が可能である。但し、第一回の発行は、登録時から 2 ヶ月以内に行わなければならない。

主要な発行資格としては、短期融資債券、MTN にも共通するが、自主規制で、主幹事が発行体の精査の際行うべき内容を例示している（発行資格、歴史沿革、株主構成と支配株主・実質株主の状況、コーポレートガバナンス、情報開示能力、経営範囲と主要業務の状況、財務状況、信用履歴等）。また、債券の発行体による協会への提出資料として、①債務調達手段登録報告、②主幹事推薦書と仲介機関のコミットメントレター、③企業が発行する債務調達手段の開示資料、④企業及び仲介機関による開示資料の真実・正確・完全・適時証明、が自主規制で定められている。発行金利は、弁法で「市場化された方法で確定」と定められており、特に MTN については

図表 4 銀行間市場取引者協会による自主規制一覧

公布日	名称
2008年4月15日	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する発行登録規則
同上	銀行間債券市場における非金融企業の中期手形業務手引き
同上	銀行間債券市場における非金融企業の短期融資債券業務手引き
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する精査手引き
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する募集説明書手引き
同上	中国銀行間市場取引者協会会員管理規則
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する仲介サービス規則
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する情報開示規則
2008年4月23日	銀行間債券市場におけるマーケットメイク業務手引き
2008年10月10日	銀行間市場における金融派生商品取引に関する内部リスク管理手引き
2007年10月15日	中国銀行間市場における金融派生商品取引契約書(サイン版)
2007年11月20日	中国銀行間市場における金融派生商品取引契約書(2007年版)本文

(出所) 中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成



図表 5 銀行間債券市場改革と発行条件

	短期融資債券	改革後	短期融資債券	中国版MTN
法的根拠	「短期融資債券管理弁法」	「銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段の管理弁法」	「銀行間債券市場における非金融企業の短期融資債券業務手引き」	「銀行間債券市場における非金融企業の中期手形業務手引き」
制定機関	中国人民銀行	中国人民銀行	中国銀行間市場取引者協会	中国銀行間市場取引者協会
公布日	2005年5月23日	2008年4月9日	2008年4月15日	2008年4月15日
定義	中国国内に設立された企業が一定期間内に元利金償還を約定する債券で、365日を超えないもの	法人格を有する非金融企業が一定期間内に元利金償還を約定する有価証券	法人格を有する非金融企業が一年以内に元利金償還を約定する債務調達手段	法人格を有する非金融企業が計画に従って分割発行し、一定期間内に元利金償還を約定する有価証券
管理監督	中国人民銀行	・中国銀行間市場取引者協会による自主規制 ・中国人民銀行は同協会を管理監督	同左	同左
発行認可、登録	中国人民銀行による審査・認可	銀行間市場取引者協会への登録	同左	同左
主要発行資格	・安定した償還財源を有し、直近の会計年度で黒字 ・流動性が良好で、満期償還能力を具備 ・資金使途は生産経営用に充当 ・直近三年間に違法・違反行為がない ・直近三年間に発行した短期融資債券に元利返済の遅延がない ・健全な内部管理制度と調達資金の募集・返済管理制度を有している	・引受金融機関、格付け会社、会計士、弁護士等専門機関と専門家による精査、執行ルールと職業道德の厳格な遵守、規定と契約の履行義務を明示	・自主規制で、精査の内容を例示(発行資格、歴史沿革、株主構成と支配株主・実質株主の状況、コーポレートガバナンス、情報開示能力、経営範囲と主要業務の状況、財務状況、信用履歴等) ・自主規制で、協会登録委員会への提出資料として、①債務調達手段登録報告、②主幹事推薦書と仲介機関のコミットメントレター、③企業が発行する債務調達手段の開示資料、④企業及び仲介機関による開示資料の真実・正確・完全・適時証明、を明記	同左
発行残高限度	発行済未償還残高は、純資産の40%以下	-	発行済未償還残高は、純資産の40%以下	同左
発行金利	発行金利(発行価格)は、企業と引受団との協議によって確定	市場化された方法で確定	-	ブックビルディングも可能
格付け	中国国内に登録された格付け機関による格付け	中国国内に登録された格付け機関による格付け	企業自体の格付けと発行債券格付けが必要	同左
分割発行	-	-	可能、協会の登録後、第一回を2ヶ月以内に発行、残りは2年以内に発行	同左
引受・販売	引受金融機関の選定は企業が自主的に行う	金融機関による引受・販売	中国人民銀行に登録された金融機関	同左
登録、保管、決済	中央国債登記結算公司	中央国債登記結算公司	同左	同左
流通市場	銀行間債券市場	銀行間債券市場	同左	同左

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社(2007年)、中国人民銀行、中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成

(公司債と同様)ブックビルディングを通じて決定することもできるようになっている。

### 3) 登録委員会

MTN の発行の確認(可否)は、原則毎週一回開催される登録会議で行われる。登録会議は、後述の登録委員会委員の中から5名が選ばれて開催される。登録会議の最低2営業日前までには、協会弁公室から参加するよう選ばれた委員に対して、企業の登録申請書類と(弁公室による)一次評価が送付される。

登録委員会委員は、市場の専門家から構成され、協会会員の推薦を経て、協会常務理事会が審査の上決定する。登録委員会委員のメンバーは公表されており、銀行が22行で計55名、証券会社が3社で計5名、保険資産管理会社が3社で計3名、基金管理会社(運用会社)が5社で計5名、格付け会社が4社で計8名、会計事務所が3

社で計 5 名となっている（合計 40 社、81 名、2008 年 4 月 15 日時点）。委員の平均年齢は 40.8 歳である。

外資系金融機関からは、登録委員会委員に、中国国際金融（モルガン・スタンレー系）、及び中銀国際証券（中銀国際ホールディングス系）から計 3 名（以上、証券会社）、工銀瑞信基金管理（CSFB 系）と交銀施羅德基金管理（シュローダーズ・インベストメントマネジメント系）、及び海富通基金管理（フォルティス系）から計 3 名（以上、基金管理会社）、合計 6 名が任命されている。

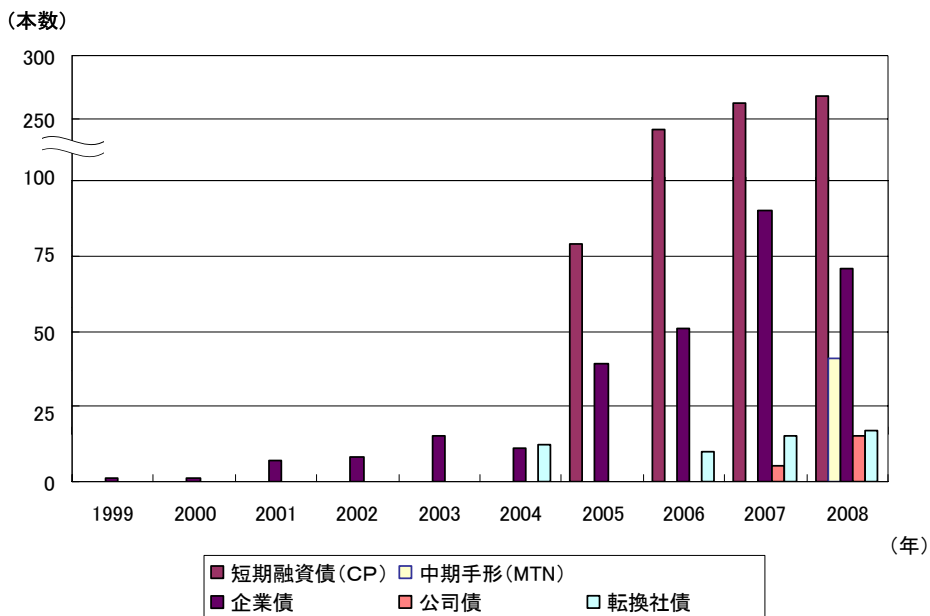
### 3. 銀行間債券市場での MTN の発行状況

#### 1) 年度ベースの発行状況

2008 年 4 月に導入されてから、MTN は 2008 年の合計で 41 本、1,737 億元（約 2 兆 3 千億円）が発行された（図表 6 及び 7）。同年の企業債の 71 本、2,367 億元（約 3 兆 1 千億円）という発行規模と比べると、金額ベースで MTN は企業債の 7 割となっているが、発行初年度でかつ一時的に登録が止まっていたことを考えると、導入初年度にしては企業に使われた方と言えよう。ちなみに同年の会社債の発行は 15 本、288 億元（約 3,800 億円）となっている。

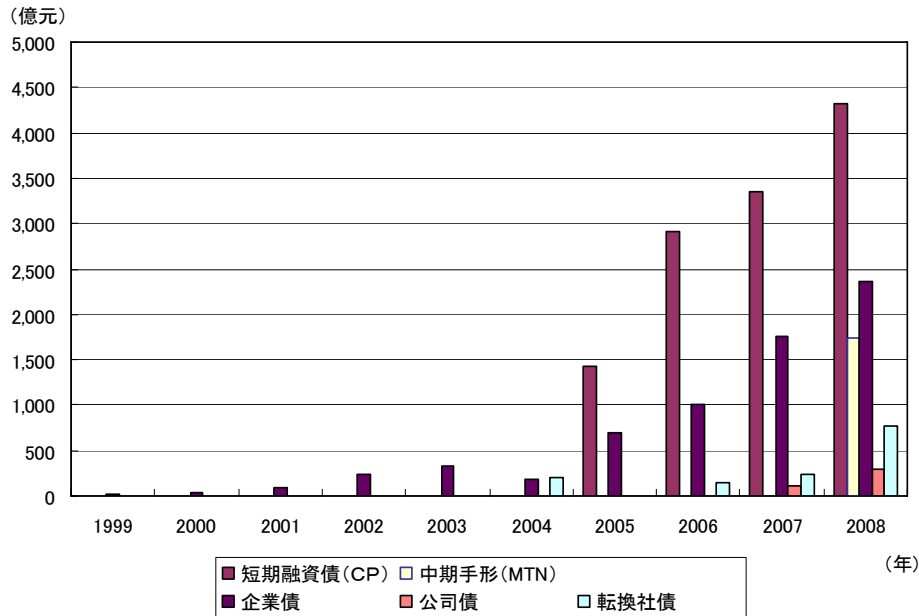
短期融資債券も 2008 年は合計で 268 本、4,332 億元（約 5 兆 7 千億円）が発行されており、MTN とともに、企業による銀行間債券市場での債券発行が活発化している様子が見て取れる。

図表 6 社債市場の発行本数（年度）



（出所）Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 7 社債市場の発行金額（年度）



(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

## 2) 月次ベースの発行状況

2008 年を月次ベースで見ると、短期融資債券、MTN とともに、年度末<sup>4</sup>に従って発行本数、発行金額ともに伸びていることが分かる（図表 8 及び 9）。特に MTN については、同年 10 月に中国人民銀行と協会による発行枠消化の再開と新規の発行登録が認められてから、年度末の 12 月に発行のピークを迎えている。

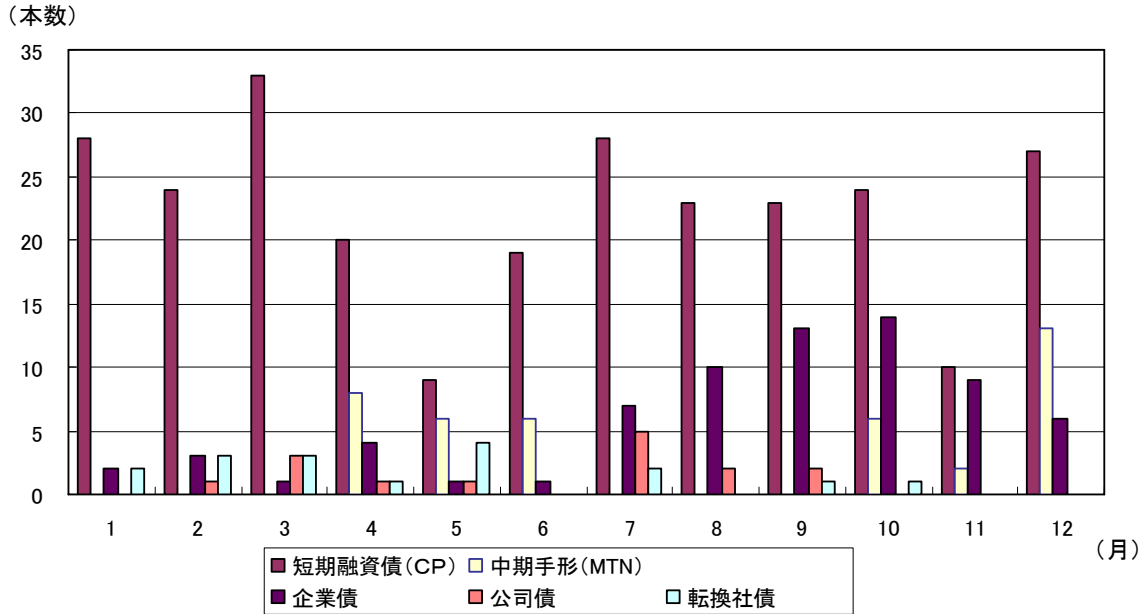
中国の金融市場では、景気過熱やインフレ昂進に対する懸念から、2007 年 10 月から銀行貸出の総量規制が実施され、金利引き下げと共に引き締めが実施され、企業の資金繰りが厳しい状況が続いていた。銀行貸出の総量規制は、2008 年 8 月に中小企業向けが緩和され、同年 10 月末には全廃された。しかしながら、今度は逆に景気減速の中で銀行の与信態度が悪化しており、2008 年 10 月の MTN の発行再開に当たっては、以下のような原則が中国人民銀行から示されている。一つ目は、大型上場企業の MTN 登録を優先するとした点である。調達資金は、自社株買いに充当することも認めており、株価対策を兼ねていることも分かる。二つ目は、石炭・電力・石油・運輸など国民経済の基礎を支える業界の主要企業の MTN 登録を優先するとした点である。

## 3) 個別の発行状況

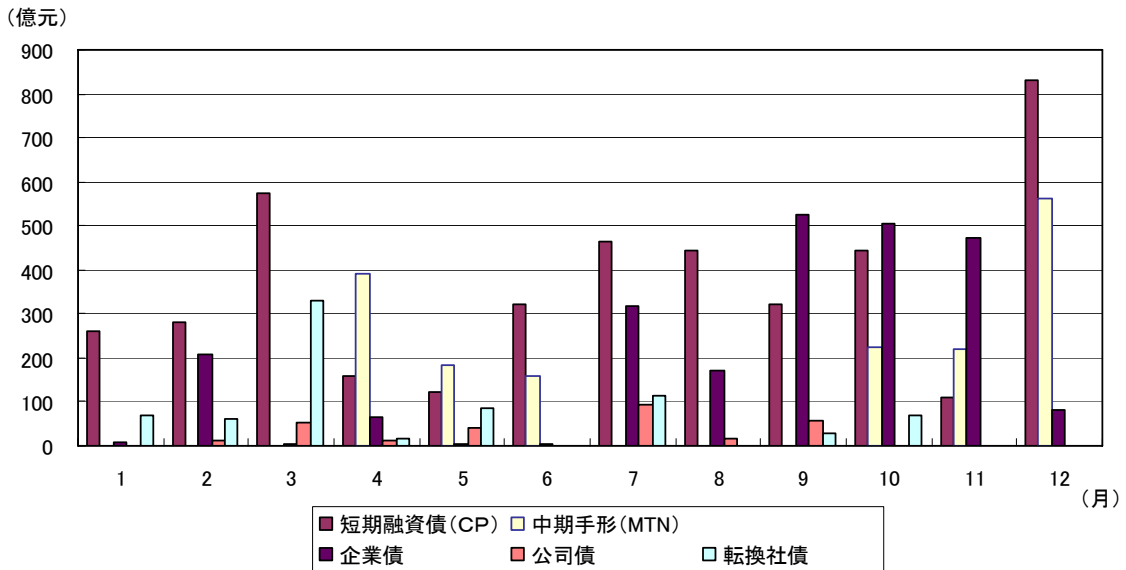
2008 年の MTN の個別の発行状況を見てみると、業種としては工業、公益事業、エネルギー、原材料を中心に発行されている（図表 10）。発行金利（表面金利）は、発行時点で、中国人民銀行が定める同期物貸出金利よりも低い水準となっている。発

<sup>4</sup> 中国の会計年度は 1 月に始まり 12 月に終了する。

図表 8 社債市場の発行本数 (2008年、月次)



図表 9 社債市場の発行金額 (2008年、月次)



行期間は、3年から5年が中心である。格付けは、全ての銘柄がAAAを取得しているが、格付け会社はMTN特有の基準を設けているわけではなく、あくまで自社の社債の評価基準に基づいて格付けを行っている<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> 主要格付け会社の一つである聯合資信評価有限公司は、業種ごとの格付け基準も公表している。

図表 10 2008 年の MTN の発行銘柄

発行者	業種	発行枠取得日	発行日	発行金額 (億元)	表面金利 (%)	期間 (年)	主幹事	格付け	発行・流通市場
中国五礦集团公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	15	5.3	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国交通建設股份有限公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	25	5.3	3	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国中化集团公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	19	5.5	5	中信証券、中信銀行	AAA	銀行間債券市場
中国電信株式会社	電信サービス	2008年4月15日	2008年4月22日	100	5.3	3	中国工商银行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中粮集团有限公司	消費サービス	2008年4月15日	2008年4月22日	15	5.3	3	中信銀行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中国核工業集团公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	18	5.5	5	招商銀行	AAA	銀行間債券市場
中華人民共和国鉄道部	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	50	5.08	3	中国建設銀行、中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中華人民共和国鉄道部	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	150	5.28	5	中国建設銀行、中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国華能集团公司	公益事業	2008年4月24日	2008年5月5日	28	5.3	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国電力投資集团公司	公益事業	2008年4月25日	2008年5月6日	50	5.3	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国華電集团公司	公益事業	2008年4月28日	2008年5月7日	20	5.3	3	中国光大銀行、交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中粮集团有限公司	消費サービス	2008年4月15日	2008年5月27日	20	5.3	3	中信銀行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中国電力投資集团公司	公益事業	2008年4月25日	2008年5月29日	50	5.5	5	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国五礦集团公司	工業	2008年4月15日	2008年5月29日	15	5.3	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国交通建設股份有限公司	工業	2008年4月15日	2008年6月3日	25	5.3	3	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国鋁業株式会社	原材料	2008年5月22日	2008年6月4日	50	5.3	3	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
上海國際港務(集团)株式会社	工業	2008年6月4日	2008年6月16日	15	5.3	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国海運(集团)総公司	工業	2008年6月4日	2008年6月17日	25	5.3	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国鋁業公司	原材料	2008年6月3日	2008年6月17日	30	5.5	5	中国建設銀行、興業銀行	AAA	銀行間債券市場
上海國際港務(集团)株式会社	工業	2008年6月4日	2008年6月19日	15	5.3	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国中化集团公司	工業	2008年4月15日	2008年10月14日	20	4	7	中信証券、中信銀行	AAA	銀行間債券市場
中国華能集团公司	公益事業	2008年4月24日	2008年10月15日	12	3.98	5	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国華電集团公司	公益事業	2008年4月28日	2008年10月16日	20	3.9	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
武漢鉄鋼(集团)公司	原材料	2008年5月20日	2008年10月17日	20	4.02	3	中国光大銀行、交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国電信株式会社	電信サービス	2008年4月15日	2008年10月23日	100	4.15	5	中国工商银行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中国鋁業株式会社	原材料	2008年5月22日	2008年10月30日	50	4.58	5	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国石油天然ガス集团公司	エネルギー	2008年10月24日	2008年11月3日	200	3.85	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国核工業集团公司	工業	2008年4月15日	2008年11月11日	18	4.15	5	招商銀行	AAA	銀行間債券市場
山西焦煤集团有限责任公司	エネルギー	2008年12月1日	2008年12月15日	13	4.09	5	上海浦東發展銀行	AAA	銀行間債券市場
中国对外貿易運輸(集团)総公司	工業	2008年11月17日	2008年12月16日	15	3.6	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国石油天然ガス集团公司	エネルギー	2008年10月24日	2008年12月17日	200	2.8	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
首都空港集团公司	工業	2008年12月1日	2008年12月18日	49	3.63	3	中信証券、中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国大唐集团公司	公益事業	2008年11月19日	2008年12月22日	60	3.9	5	中国工商银行、中信銀行	AAA	銀行間債券市場
上海市城市建設投資開發総公司	金融	2008年12月8日	2008年12月22日	30	3.95	5	交通銀行、中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国五礦集团公司	工業	2008年12月11日	2008年12月23日	18	3.55	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国建築株式会社	工業	2008年12月12日	2008年12月25日	33	3.9	5	中国国際金融、中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場
中国建築株式会社	工業	2008年12月12日	2008年12月25日	29	3.9	5	中国国際金融、中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場
上海汽車集团株式会社	消費サービス	2008年12月16日	2008年12月26日	20	3.5	3	中国銀行、中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国船舶重工集团公司	工業	2008年12月19日	2008年12月29日	30	3.9	5	中国建設銀行、中国国際金融	AAA	銀行間債券市場
鞍山鉄鋼集团公司	原材料	2008年12月16日	2008年12月31日	50	3.5	3	中国工商银行、中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場
兗州集团公司	エネルギー	2008年12月8日	2008年12月31日	15	3.5	3	中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場

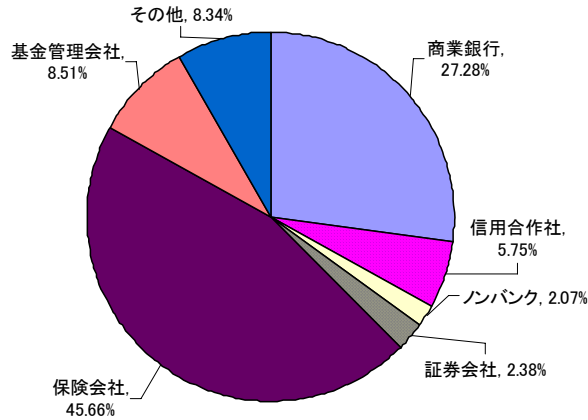
(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

引受・販売は、予め中国人民銀行から認可を受けた金融機関しかできないが(2009年2月12日時点で51社)、主幹事には四大国有商業銀行や株式制銀行を中心に指名されている。証券会社では、中信証券が主幹事を務めるケースもある。外資系金融機関では、中国国際金融(モルガン・スタンレー系)が主幹事を務めるケースも見られる。

銀行間債券市場での投資家の構成をしてみる。先ず2008年末時点の投資家構成を見てみると、社債(合計6,803億元)の内訳は、保険会社が46%(3,106億元)、商業銀行が27%(1,856億元)となっている(図表11)。同じく短期融資債券(合計4,203億元)の内訳は、商業銀行が48%(2,023億元)、基金管理会社が28%(1,195億元)となっている(図表12)。企業の中長期資金は保険会社が、短期資金は商業銀行が供給する構図となっている模様である<sup>6</sup>。国債や金融債も含めた銀行間債券市場での2008年の売買高(合計82兆元)の内訳は、商業銀行が75%(61兆元)、基金管理会社が8%(6.3兆元)となっている(図表13)。銀行間債券市場全体では、総じて商業銀行の存在感が大きい。

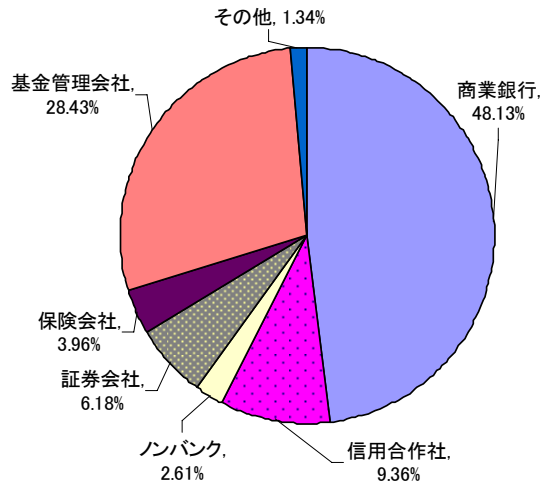
<sup>6</sup> 2008年末時点の銀行間債券市場における商業銀行による社債と短期融資債券の保有高は3,879億元となっている。一方、2008年末時点の総資産額(人民元・外貨)では、国有商業銀行が31兆8千萬元、株式制商業銀行が8兆8千萬元、都市商業銀行が4兆1千萬元となっている(銀監会発表)。これら商業銀行の総資産額44兆7千萬元に対する銀行間債券市場での社債・短期融資債券の保有高の比率は0.87%と、まだ1%にも満たない水準に留まっている。

図表 11 社債（銀行間債券市場）の投資家別保有比率（2008 年末）



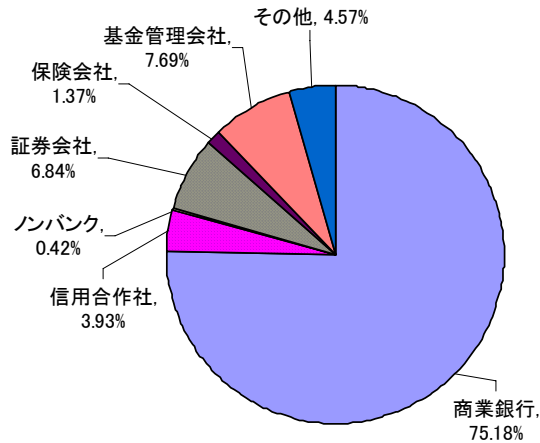
(出所) 「中国債券信息网」より野村資本市場研究所作成

図表 12 短期融資債券（銀行間債券市場）の投資家別保有比率（2008 年末）



(出所) 「中国債券信息网」より野村資本市場研究所作成

図表 13 銀行間債券市場での投資家別売買高内訳（2008 年）



(出所) 「中国債券信息网」より野村資本市場研究所作成

## IV 自主規制を行う中国銀行間市場取引者協会

### 1. 中国銀行間市場取引者協会の設立の背景

中国銀行間市場取引者協会は、2006年7月21日の中国の主要金融機関による設立準備会合を経て、2007年9月3日、国務院の同意と民生部の批准を経て、全国性的非営利性社会団体法人として設立された。協会の英文名称は、National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII) となっている。中国人民銀行が、協会の管理監督を行う。

協会設立の背景として、2点指摘されている。一つ目は、金融市場の発展の一般的な傾向と内在的要求として自主規制の強化が必要という認識である。協会設立前年の2006年と銀行間債券市場が設立されたばかりの1997年とを比較すると、同市場では規模、銘柄、投資家の顔触れともに大きく増加しており、自主規制を強化することが市場の更なるルール化と発展にとって急務であるという認識に立っている。

二つ目は、自主規制機関の存在が、政府による管理から市場を通じた管理への転換にとって不可欠であるという認識に基づくものである。2002年11月に開催された第16回党大会を初めとして、2007年1月の全国金融工作会議、2007年5月の国務院通達でも、政府による経済管理監督機能の転換、業界団体の自主規制機能の発揮が謳われてきており、自主規制機関が中国の経済体制改革にとって重要と認識されていた。

### 2. 中国銀行間市場取引者協会の概要

#### 1) 趣旨と業務範囲

協会の活動は、協会章程（計8章、63条）に基づいて行われる。協会の趣旨は、自主、創新、サービスの三つから成る（図表14）。自主は、銀行間市場の自主管理を行い、銀行間市場の正当な競争秩序を維持することを意味する。創新は、金融商品の開発を推進し、市場の健全かつ迅速な発展を促進することを意味する。サービスは、会員向けサービスとして、会員交流を組織し、法に基づく会員の合法的利益を維持することを意味する。同時に政府向けサービスも行い、政府—市場間の橋渡しを行うことも意味する。

この趣旨に基づいて、協会の業務範囲が定められている。大きく一つ目は、自主規制の制定で、会員の違反行為に対しては処分を行うことである。二つ目は、会員を代表して関係部門に対し意見具申と提案を行うことである。三つ目は、会員向けサービスで、研修、リサーチ、情報提供、相互交流を行うことである。

#### 2) 組織構成

協会は、会員代表大会、理事会、常務理事会、秘書処（事務局に相当）、専門委員会、監事会から構成されている。

図表 14 中国銀行間市場取引者協会について

中文名称	中国銀行間市場交易商協会
英文名称	National Association of Financial Market Institutional Investors (略称NAFMII)
協会の趣旨	<p>自主: ・銀行間市場の自主管理を行い、銀行間市場の正当な競争秩序を維持する。</p> <p>創新(イノベーション): ・金融商品の開発を推進し、市場の健全かつ迅速な発展を促進する。</p> <p>服務(サービス): ・会員向けサービスとして、会員交流を組織し、法に基づく会員の合法的利益を維持する。 ・政府向けサービスとして、政策を履行し、政府－市場間の双方向の交流を促進する。</p>
業務範囲	<ol style="list-style-type: none"> <li>① 業界の自主規制等を制定、実施し、管理監督を行う。</li> <li>② 法に基づく会員の合法的利益を維持する。会員を代表して主管部門・立法機関等関係部門に対し、会員の業務活動に関する問題・提案・要求を反映させる。</li> <li>③ 国の法律・法規、協会の制定するルールについて会員を教育し、遵守させる。会員の執行行為を管理監督、検査し、違反をした会員を処分し、市場の秩序を維持する。</li> <li>④ 会員間、会員－顧客間の紛争を調停する。</li> <li>⑤ 業務従事者の継続教育と研修を企画し、受け入れ、技術レベルと執行能力を向上させる。</li> <li>⑥ 会員の業務研究と業務交流を企画する。会員の要求と関連規定に基づき、銀行間市場の特性に応じた商品開発を企画、管理し、会員の業務管理等を推進する。</li> <li>⑦ 市場に関する情報を収集、整理、公表し、会員に提供する。</li> <li>⑧ 市場の発展に関する問題を研究し、会員の業務開拓や主管部門による市場発展推進のために貢献し、具申する。</li> <li>⑨ 協会の趣旨に沿ったその他の業務実現を図る。</li> <li>⑩ 会員代表大会の決定や中国人民銀行が求めるその他の業務を行う。</li> </ol>

(出所) 中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成

会員代表大会は、協会の最高意思決定機関である。理事は、会員代表大会で選出され理事会を構成する。理事会は会員代表大会閉会期間中の執行機関であるが、理事会の委任に基づき、常務理事会が実際の業務を執行する。常務理事は、理事会で選出される。監事は会員代表大会で選出され、監事会を構成し、業務の管理監督を行う。

協会の会長、副会長は、常務理事会が名簿を作成し、中国人民銀行への登録を経て、理事会が任命する。現在は、会長 1 名（中国銀行行長）、監事長 1 名（交通銀行行長）、副会長 12 名が任命されている。

日常業務は、理事会の指示の下で、秘書長が実行する。秘書長は、協会の法定代表人として日常業務に責任を有する。秘書長は、中国人民銀行による指名・推薦を経て、理事会が任命する。現秘書長は中国人民銀行出身の時文朝氏で、常務副会長を兼務している。秘書処の下に、総合部、会員・法律事務部、市場商品創新部、市場取引規範部、研究発展部、研修認証部の 6 つの部が置かれている。また、常務理事会の下に、債券市場専門委員会、金融派生商品専門委員会、業務資格認証業務委員会の三つの委員会が置かれている。

### 3. 会員の顔触れ

2009 年 2 月 10 日時点での会員数は 752 会員となっている（図表 15）。内訳は取引イン



図表 15 中国銀行間市場取引者協会会員（2009年2月10日時点）

種類	会員数	内訳など
取引インフラ運営会社	3	中央国債登記結算公司、中国外為取引センター、上海金取引所
政策性銀行	3	国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行
全国性銀行	20	工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行など
外資銀行	26	欧米系は、Citibank、ドイツ銀行、JPモルガン・チェース、ABN AMRO、ソシエテジェネラル、BNPパリバ(以上、現地法人)、モルガン・スタンレー(合併)、クレディスイス上海支店、クレディ・アグリコル上海支店、ING上海支店、WestLB上海支店、パークレー上海支店、UBS北京支店、フォルティス銀行上海支店、オーストラリア・ニュージーランド銀行上海支店 日系は、みずほコーポレート銀行、三菱東京UFJ銀行(以上、現地法人)、三井住友銀行上海支店の3行
都市商業銀行	35	北京銀行、上海銀行など
組合組織金融機関	7	成都市農村信用合作社聯合社など
保険会社	8	外資系は、伊ゼネラル系の生命保険会社の1社のみ
証券会社	43	外資系は、中国国際金融(モルガン・スタンレー系)、中銀国際証券(中銀国際ホールディングス系)、瑞銀証券(UBS系)の3社
基金管理会社(運用会社)	10	外資系は、工銀瑞信基金管理(CSFB系)、長盛基金管理(DBSアセットマネジメント系)、海富通基金管理(フォルティス系)、招商基金管理(ING系)、交銀施羅德基金管理(Schrodersインベストメントマネジメント系)の5社
企業	354	中国華能集団など
マネーブローカー会社	2	上海国利マネーブローカー、上海国際マネーブローカー
財務会社	7	上海汽車集団財務公司等
信託会社	3	新華信託投資、上海国際信託投資、華宝信託
格付け会社	4	中誠信国際信用評級、大公国際資信評価、上海新世紀資信評価、聯合資信評価
会計事務所	104	普華永道中天会計事務所(PricewaterhouseCoopers)など
弁護士事務所	113	中倫弁護士事務所など
その他	2	全国社会保障基金、鉄道部
個人	8	國務院発展研究センター金融研究所: 夏斌所長・巴曙松副所長、中国人民大学金融証券研究所: 吳曉求所長など
合計	752	うち外資系金融機関は、銀行26、保険1、証券会社3、基金管理会社5の計35会員

(出所) 中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成

フラ運営会社が 3、政策性銀行が 3、全国性銀行が 20、外資銀行が 26、都市商業銀行が 35、組合組織金融機関が 7、保険会社が 8、証券会社が 43、基金管理会社（運用会社）が 10、企業が 354、マネーブローカー会社が 2、財務会社が 7、信託会社が 3、格付け会社が 4、会計事務所が 104、弁護士事務所が 113、その他が 2、個人が 8 となっている。

上記のうち、企業は、投資家としての位置付けではなく、発行体として参加しているものである。公的年金の運用機関として、全国社会保障基金が入っていることも注目される。また、会員のうち、外資系金融機関は、銀行が 26、保険が 1、証券会社が 3、基金管理会社が 5 の計 35 会員となっている。日系金融機関としては、みずほコーポレート銀行、三菱東京 UFJ 銀行（以上、現地法人）、三井住友銀行上海支店が会員となっている。

## V 流通市場の改革と更なる規制緩和に向けた動き

### 1. 企業債・公司債の銀行間債券市場での上場・取引

中国では 1990 年に上海と深圳の両取引所が設立され、1997 年に銀行間債券市場が設立されているが、債券（国債を含む全銘柄）の売買高は、現物、レポともに、銀行間債券市

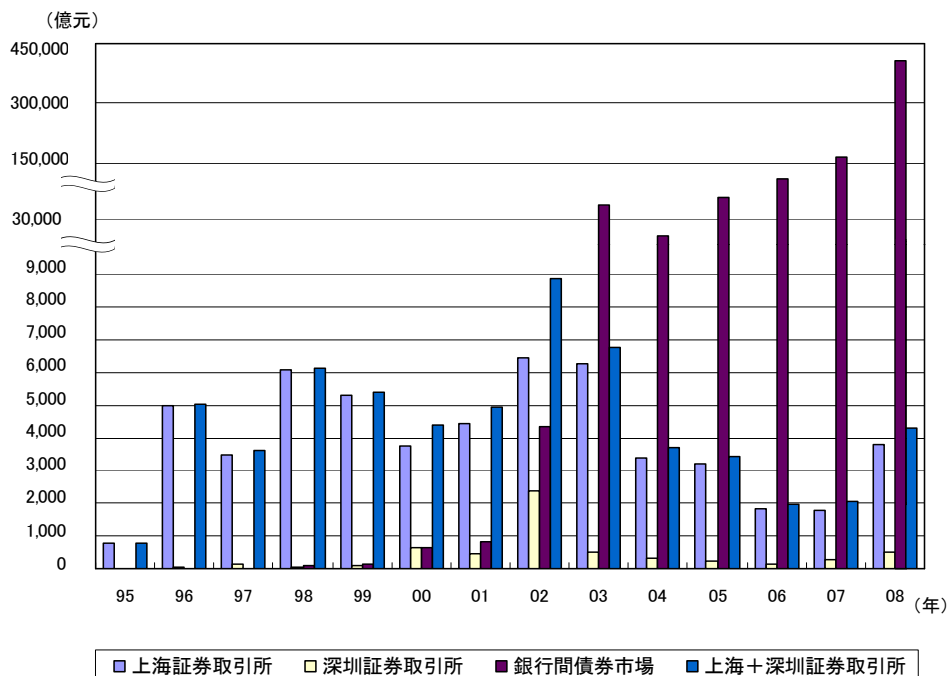
場が両取引所を合計した規模を上回って今日に至っている（図表 16 及び 17）<sup>7</sup>。直近では、2008 年の現物の売買高では、両取引所合計の 4,295 億元に対し銀行間債券市場が 40 兆 8,270 億元で、約 95 倍の規模に達している。同じくレポの売買高では、両取引所の 2 兆 4,307 億元に対し銀行間債券市場が 59 兆 9,954 億元と 25 倍の規模となっている。中国人民銀行は 2005 年と 2007 年にそれぞれ公募された企業債と公司債の銀行間債券市場での上場・取引の基準を示しており、銀行間債券市場での企業債や公司債の上場・取引が可能になったことも、同市場での売買を促進しているといえる（前掲図表 1）<sup>8</sup>。

## 2. 更なる規制緩和に向けた動き

### 1) 外資銀行による社債取引の解禁

銀行間債券市場での外資銀行による社債の売買はこれまで禁止されてきており、外資銀行側も解禁を求めてきたところ、2008 年 12 月に開催された第 5 回米中戦略経済対話では、銀行間債券市場で中資系銀行と同様に、外資銀行に自己取引と委託取引を認めることが合意された<sup>9</sup>。銀監会も、外資銀行の現地法人や合弁銀行に対し、銀行

図表 16 債券の売買高の推移（現物）



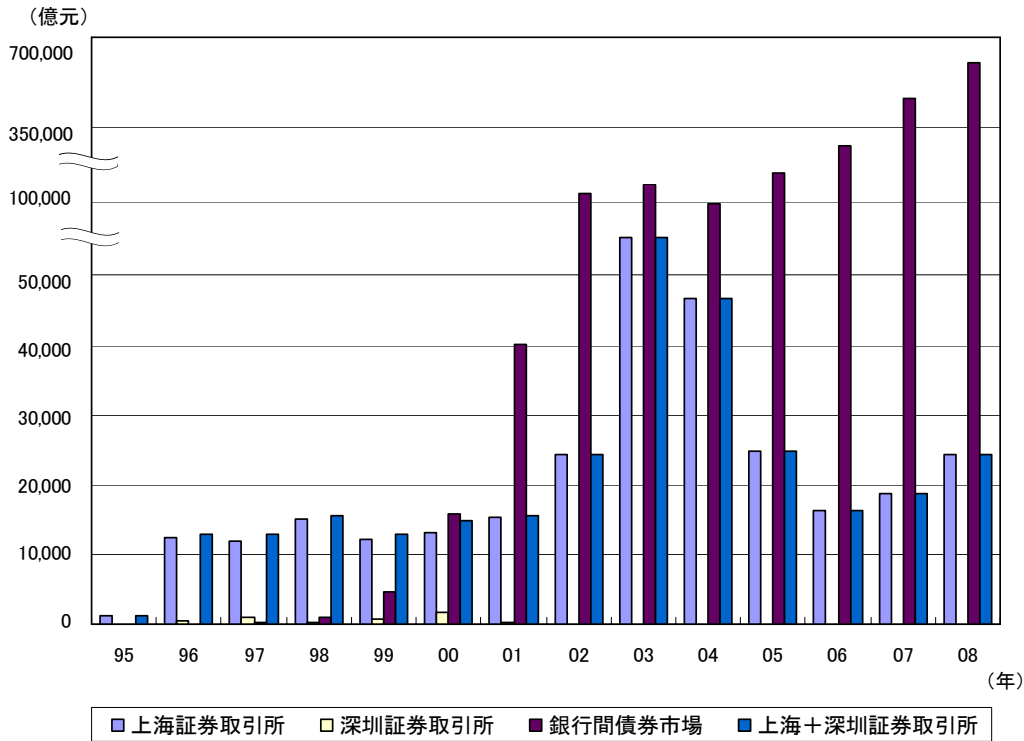
（出所）『中国証券期貨統計年鑑』、上海証券取引所、深圳証券取引所より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> 銀行間債券市場での個別銘柄売買に関する参考価格は、「中国債券信息网」（<http://www.chinabond.com.cn>）に公表されている。

<sup>8</sup> 2005 年 12 月 13 日付中国人民銀行公告〔2005〕第 30 号及び 2007 年 9 月 27 日付中国人民銀行公告〔2007〕第 19 号。

<sup>9</sup> 関根栄一「第 5 回米中戦略経済対話と金融危機対応」『季刊中国資本市場研究』2009 年冬号。

図表 17 債券の売買高の推移（レポ）



（出所）『中国証券期貨統計年鑑』、上海証券取引所、深圳証券取引所より野村資本市場研究所作成

間債券市場での社債の売買を認める方向で作業を進めている模様である<sup>10</sup>。外資銀行が投資家として参加することで、銀行間債券市場の規模や流動性をより高めることにつながろう。

## 2) 銀行間債券市場での最低発行金額の撤廃

2009年1月9日、中国人民銀行は第1号公告（同年1月7日付）を発表し、銀行間債券市場での人民元建て債券の発行について、これまで設定してきた最低発行金額5億元（約66億円）を撤廃することを明らかにした。中国では、景気対策の一環として中小企業向け資金調達を支援することを決定しているが、この措置により、中小企業による短期融資債券やMTNの発行への道が開けることになる<sup>11</sup>。

## 3. 証券取引所側の挺入れ策

現物、レポともに、前述の通り既に銀行間債券市場が取引所市場の規模を上回っているが、要因の一つに両市場の投資家の構成が異なることがある。すなわち、銀行間債券市場

<sup>10</sup> 2009年1月8日付 Financial Times。

<sup>11</sup> 関根栄一「中国の金融三十条意見を通じた資本市場改革」『季刊中国資本市場研究』2009年春号。

が機関投資家中心の市場であるのに対し、取引所の場合、個人投資家の比重が高く、機関投資家の存在感が弱いということが指摘されている。このため、取引所市場活性化策の一つとして、2009年1月19日、証監会と銀監会は共同で「上場商業銀行の証券取引所での債券取引に参加するテストを行うための問題に関する通知」を公布し、①既に（上海・深圳）証券取引所に上場している商業銀行は、銀監会の認可を経て、証券取引所に対し債券取引業務の申請を行うことができること、②テスト期間において、商業銀行は国債・企業債・公司債の現物取引等を行うことができること、などを定めた。これも、景気対策として、取引所で企業債や公司債を上場する発行体の資金調達を支援することが目的の一つとなっている。

このように、中国の社債市場改革においては、管理監督機関や市場が分かれながらも、新たな銘柄の導入、参加投資家の緩和、従来の制限の撤廃などが行われている。景気対策の一環として、企業の社債発行の促進に向けた措置も打ち出されている中で、企業の資金調達手段も以前に比べれば選択肢が増えつつある。前述の通り、歴史的経緯から中国の社債市場は銀行間債券市場と取引所市場とに分かれているが、当面は、企業債は国家的プロジェクトの調達のための長期債、公司債は上場企業向けの中長期債、MTNは中期債といった棲み分けが続くことになろう。但し、MTNについては、長期債の発行も特段不可能ではないため、企業債や公司債の発行コストや利便性によっては、社債市場全体が銀行間債券市場での発行・流通にシフトしていく可能性もあろう。MTNの導入は、中国に進出した外資系企業による社債発行の道を開く可能性もある。

2008年の企業債、公司債、MTNを合計した社債発行金額は4,392億元（約5兆8千億円）となり、同年のA株IPO・増資（株主割当を含む）による資金調達の3,336億元（約4兆4千億円）を上回っている。拡大を続ける中国の社債市場の動向が引続き注目される。