

## 外資にも発行体が開かれ始めた中国社債市場<sup>1</sup>

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 2010年5月20日、中国国内の銀行間債券市場で、外資系銀行の中国現地法人が初めて人民元建て債券を発行した。今回の外資系銀行（中国現地法人）の金融債発行は、2008年12月に国務院から出された金融面での規制緩和策や2009年5月の上海国際金融センター構想の実施意見を踏まえたものである。
2. 中国の社債市場は、取引所市場とOTC市場とに分かれてはいるが、2008年以降拡大を続けている。2009年の社債発行金額は1兆6,599億元（約22.5兆円）に上り、2年連続でエクイティ・ファイナンスを超えた。但し、GDPに対する社債の発行残高の割合は2009年末時点で9.2%に過ぎず、一部の他のアジア諸国にも及ばない水準である。
3. 中国の社債市場改革のうち、発行市場では発行体の多様化を更に進めていくことが重要である。ファイナンスリース会社や自動車金融会社による金融債の発行が実現すれば、中国の内需拡大にも寄与しよう。2010年4月には、中国政府は外資導入政策を調整し、外資系事業会社の国内での株式公開・上場と債券発行を支援するとした。引き続き中国社債市場の発行体の多様化や外資への開放に向けた動きが注目される。

### I 外資系銀行（中国現地法人）による金融債の発行

2010年5月20日、三菱東京UFJ銀行の中国現地法人である三菱東京日聯銀行（中国）有限公司が、銀行間債券市場で10億元（約135億円）<sup>2</sup>の金融債を発行した（図表1）。外資系銀行の中国現地法人が中国国内で人民元建て債券を発行したのは、本件が第一号である。

本債券の発行期間は2年、発行金利は変動金利（3ヶ月Shibor<sup>3</sup>の5営業日の平均値、発行時2.43%）、中国国内の格付けはAAAであった。投資家は、銀行間債券市場に参加する金融機関を中心とした機関投資家で、調達資金は中国国内での使用に限られる。従って、

<sup>1</sup> 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2010Vol.4-2より転載している。

<sup>2</sup> 2010年5月20日付中間レートに基づき、1元=13.45円として計算。

<sup>3</sup> Shiborは、「上海銀行間資金オファーレート」（Shanghai Interbank Offered Rate）の略称。

図表 1 三菱東京日聯銀行（中国）有限公司の金融債発行

項目	内容	業者	社名
発行日	2010年5月20日	主幹事	中国銀行
発行金額	10億元	引受機関	中国工商銀行、中国農業銀行 招商銀行、民生銀行 上海浦東發展銀行、江蘇銀行、南京銀行 国家開發銀行、中国郵政貯蓄銀行 中銀国際証券、平安証券、海通証券
発行期間	2年	格付け会社	上海新世紀資信評価投資サービス
発行金利	発行時2.43% (3ヶ月Shiborの5営業日平均値)	会計事務所	徳勤華永会計士事務所(トーマツ)
格付け	AAA	弁護士事務所	中倫弁護士事務所
資金使途	中国国内に限定	カストディアン	中央国債登記決済有限責任公司

(注) 発行体は三菱東京 UFJ 銀行の中国現地法人。

(出所) 募集説明書(中国銀行)等より野村資本市場研究所作成

同行の中国現地法人と日本の本支店との間で調達した人民元の移動は発生しない。

本債券の引受主幹事は中国銀行で、その他の引受業者は 12 社から成る。うち、証券会社としては、外資系として中銀国際証券(中国銀行グループ)が、地場系として平安証券(平安グループ)、海通証券の計 3 社が入っている。

中国では、これまで外資系にも発行体が段階的に開放されてきている。例えば、非居住者として、2005 年以降、国際金融機関である IFC(国際金融公社)及び ADB(アジア開発銀行)によるパンダ債(非居住者人民元建て債券)が 3 本、居住者として、2008 年、上海 GM 自動車金融会社による自動車ローン担保の証券化商品が 1 本発行されている。また、居住者としての金融機関(中国現地法人)による香港人民元建て債券の発行が 2007 年から解禁され、2009 年には外資系銀行の中国現地法人も香港人民元建て債券を発行している。

今回の外資系銀行(中国現地法人)による国内人民元建て債券の発行の解禁は、2008 年 12 月 8 日に国务院弁公庁から出された「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見」(いわゆる「金融三十条意見」)<sup>4</sup>や、2009 年 5 月 8 日に上海市政府が上海国際金融センター構想に関して公表した実施意見<sup>5</sup>でも確認されており、今回、実現に至ったものである。

## II 中国社債市場の現状

### 1. 2008 年以降拡大を続ける中国社債市場

中国の社債市場は、発行市場・流通市場ともに、管理監督機関によって取引所市場(場内市場)と OTC 市場(銀行間債券市場、店頭市場)とに分かれ(図表 2)、銘柄によっ

<sup>4</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 年春号を参照。

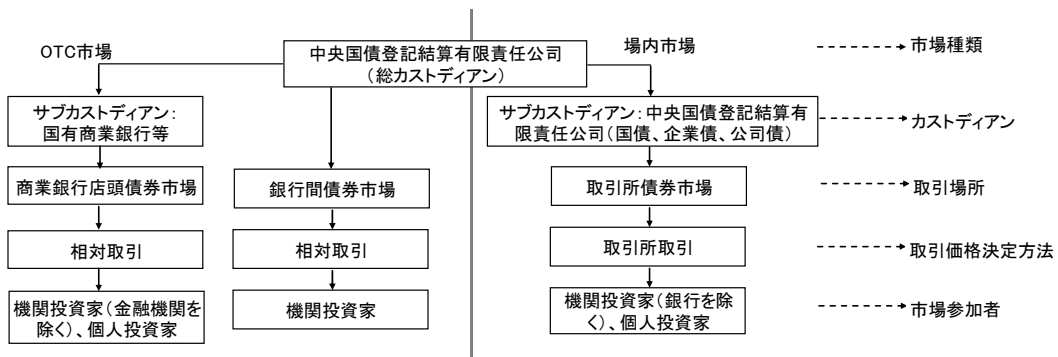
<sup>5</sup> 関根栄一「中央政府の承認を受けて動き出した上海国際金融センター構想」『季刊中国資本市場研究』2009 年夏号を参照。

ても管理監督機関、規制が異なっている。

2009年の中国の国内社債市場では、短期融資債券（CP）が4,612億元、中期手形（MTN）が6,900億元、中小企業共同発行債券が13億元、パンダ債が10億元（以上、銀行間債券市場）、企業債が4,252億元、公司債が735億元、転換社債が77億元（以上、取引所市場）、計1兆6,599億元（約22.5兆円）<sup>6</sup>が発行され、2008年の発行総額9,798億元を抜いて過去最高の発行金額となった（図表3）。同時に、2008年から2年連続で、国内・海外分を合わせたエクイティ・ファイナンスを超えている（2009年のエクイティ・ファイナンスは6,858億元（約9.3兆円））。

2008年以降の社債市場の拡大には、銀行間債券市場での発行規制の緩和がある<sup>7</sup>。一つ目は、2008年4月からの銀行間債券市場で中期手形の導入を機に、中期手形、短期融資債券の発行に当たり、中国人民銀行自身による発行審査制度から、2007年9月に設立された自主規制機関による確認登録制に移行した点である。二つ目は、発行体による個別申

図表2 中国債券市場の構成



(出所) 中国債券信息网より野村資本市場研究所作成

図表3 社債市場の発行金額

(単位: 億元)

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
短期融資債券(CP)	1,424	2,920	3,349	4,332	4,612
中期手形(MTN)	0	0	0	1,737	6,900
企業債	694	1,015	1,752	2,367	4,252
公司債	0	0	112	288	735
転換社債	0	143	232	773	77
資産担保証券 (銀行間債券市場)	72	116	258	302	0
資産担保証券 (取引所市場)	6	48	0	0	0
中小企業共同発行債券	0	0	0	0	13
パンダ債	21	9	0	0	10
合計	2,217	4,250	5,704	9,798	16,599

(出所) Wind 資訊、中国債券信息网より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 本章での邦貨換算は2009年12月31日付中間レートに基づき、1元=13.55円として計算。

<sup>7</sup> 関根栄一「中国の社債発行制度改革」『季刊中国資本市場研究』2009年春号を参照。

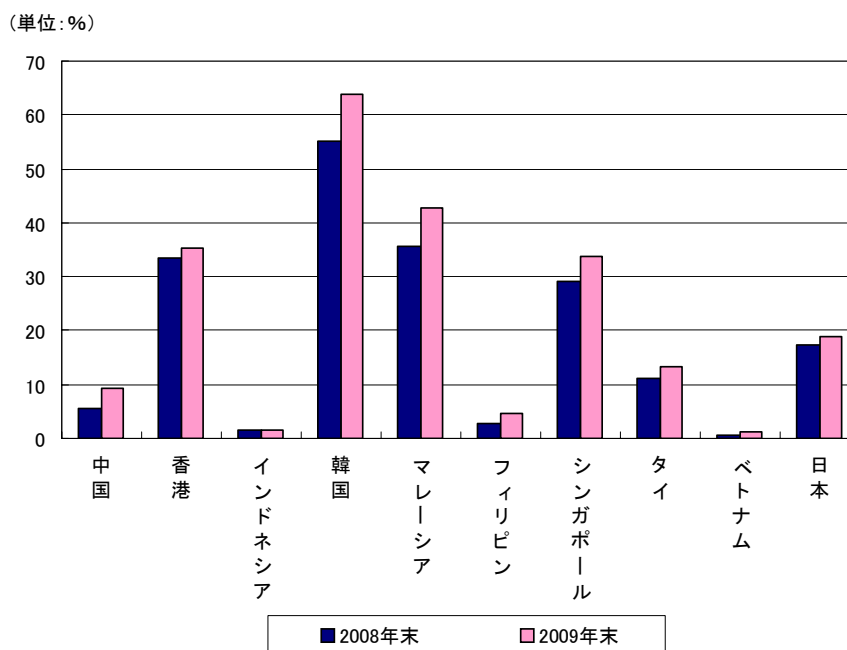
請・個別認可から発行枠を設定した確認登録制に移行した点である。三つ目は、純資産規模の数値基準を法令上は特段設定しないこととして、発行体の多様化に道を拓いたという点である。

## 2. 中国社債市場の発展度合いの比較

中国の社債市場の発行規模は、特に 2008 年以降拡大していることは事実であるが、経済規模に対する社債の発行規模の割合を他のアジアの国と比較した場合、どのようになるのであろうか。

ADB が四半期に一回発行している “Asia Bond Monitor, March 2010” では、アジア主要国の GDP に対する現地通貨建て債券の発行残高（国債、社債）の割合を比較している。うち、社債については、中国の場合 2009 年末時点で 9.2% に過ぎず、韓国、マレーシア、シンガポール、タイに及ばない水準となっている（図表 4）。中国が経済規模に見合った形で社債市場を発展させるためには、より厚みを増し流動性を高めていくための改革を進めていくことが重要である。

図表 4 アジア主要国における現地通貨建て社債発行残高の GDP 比



(出所) ADB “Asia Bond Monitor, March 2010” より野村資本市場研究所作成

### III 発行体の多様化と新たな外資系発行体の導入

#### 1. ノンバンクによる金融債発行の解禁

中国の社債市場改革のうち、発行市場では、発行体の多様化を更に進めていくことが重要である。まだ発行実績はないものの、2009年8月18日、中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会（以下、銀监会）は、銀监会が設立を認可したファイナンスリース会社と自動車金融会社（いずれも中国現地法人）に対し、銀行間債券市場での金融債の発行を解禁した。

発行条件のうち、財務基準として、最低資本金はファイナンスリース会社の場合5億元、自動車金融会社の場合は8億元という要件が設けられている。また、過去三年間黒字であることも課されている。

銀监会が認可している主なファイナンスリース会社は13社（図表5）あり、同様に自動車金融会社は10社（図表6）ある。うち、ファイナンスリース会社については米系か

図表5 銀监会が設立を認可した主なファイナンスリース会社（総資産別）

ファイナンスリース会社名	総資産(億元)	資本金(億元)	株主構成	株主構成(内訳)
1 国銀金融租賃有限公司	303	80	中国側(100.00%)	国家開發銀行 海航集團 西安飛機工業(集團)有限責任公司
2 華融金融租賃株式有限公司	216	20	中国側(99.90%)	中国華融資產管理公司(99.90%)
3 工銀金融租賃有限公司	116	50	中国側(100.00%)	工商銀行(100.00%)
4 江蘇金融租賃有限公司	n.a	n.a	中国側(100.00%)	江蘇交通控股有限公司 南京銀行
5 河北省金融租賃有限公司	n.a	5	中国側(100.00%)	n.a
6 山西金融租賃有限公司	n.a	5	中国側(100.00%)	山西國際電力集團有限公司 山西金通投資管理有限公司
7 招銀金融租賃有限公司	n.a	20	中国側(100.00%)	n.a
8 民生金融租賃株式有限公司	n.a	32	中国側(100.00%)	中国民生銀行(81.25%) 天津保稅区投資有限公司(18.75%)
9 中国外資金融租賃有限公司	n.a	5	中国側(100.00%)	中国五礦集团公司(50.00%) 中国東方資產管理公司(50.00%)
10 建信金融租賃株式有限公司	n.a	45	中国側(75.10%) 外資側(24.90%)	建設銀行(75.10%) バンク・オブ・アメリカ(24.90%)
11 交銀金融租賃有限公司	n.a	20	中国側(100.00%)	交通銀行(100.00%)
12 新疆長城金融租賃有限公司	n.a	5	中国側(100.00%)	長城資產管理公司(100.00%)
13 四川金融租賃株式有限公司	n.a	n.a	中国側(100.00%)	n.a

(出所) 各社HP、現地報道より野村資本市場研究所作成

図表6 銀监会が設立を認可した主な自動車金融会社（設立時期別）

会社名	(外資側)	(中国側)	設立年
1 上海通用自動車金融会社	GMAC(40%)	上海自動車集團財務有限責任公司(40%) 上海GM自動車有限公司(20%)	2004年8月
2 大衆自動車金融会社	フォルクスワーゲン	全額出資子会社	2004年9月
3 豊田自動車金融会社	トヨタ自動車	全額出資子会社	2005年1月
4 福特自動車金融会社	フォード	全額出資子会社	2005年7月
5 戴姆勒-クライスラー自動車金融会社	ダイムラー・クライスラー	全額出資子会社	2005年11月
6 沃爾沃自動車金融会社	ボルボ	全額出資子会社	2006年7月
7 東風標致雪鐵龍自動車金融会社	シトロエン(25%)	中銀保險(50%) 神龍自動車(25%)	2006年7月
8 東風日産自動車金融会社	日産自動車(65%)	東風自動車集團有限責任公司(35%)	2007年10月
9 菲亚特自動車金融会社	フィアット	全額出資子会社	2007年12月
10 奇瑞徽銀自動車金融会社	-	奇瑞自動車(80%) 徽商銀行(20%)	2008年6月

(出所) 『中国金融年鑑』、各種資料より野村資本市場研究所作成

ら1社（バンク・オブ・アメリカ）、自動車金融会社については日本から2社（トヨタ、日産）進出している。国内資本・外国資本を問わず、ファイナンスリース会社及び自動車金融会社にとって、外部資金の調達方法は銀行借入しかない。特に外資系の場合は、母国から持ち込む資本金と現地での人民元借入とから成るが、増資は銀監会の認可が必要であり機動的には行えず、現地借入は金融引締め時には金融当局の総量規制の影響を受けることとなる。これらのノンバンクが債券を発行できるようになれば、資金調達の選択肢が増え、設備リースを通じた企業の設備投資の促進や、自動車ローンの円滑な提供による自動車生産・販売市場の拡大につながり、結果として内需拡大を通じた中国経済の持続的成長に貢献していくこととなる。

## 2. 外資系事業会社にも社債発行の容認の動きも

国連貿易開発会議（UNCTAD）によれば<sup>8</sup>、2009年の世界全体の海外直接投資の受入額（速報ベース）は前年比38.7%減の1兆403億ドルとなったのに対し、中国は前年比2.6%減の900億ドルと前年並みの水準を維持した。世界の成長センターとしての外資の対中直接投資の意欲は高い。中国政府としても、引き続き外資導入を重視する方針を堅持する中で、外資導入政策を再検討してきた。その結果、2010年4月6日、国務院は「外資導入業務をより適切に行うことに関する若干の意見」（以下、「外資導入意見」）を公布し、産業政策と連動した外資の選別、中西部地区への外資の誘致、外資導入権限の地方政府への委譲を骨子とした新政策を打ち出した。

「外資導入意見」の中では、資本市場に関してもいくつかの目玉がある。すなわち、資本市場の活用の方向性として、①外資による戦略投資やM&Aの促進、②中国企業の海外上場の支援、③外資による中小企業保証会社設立のテスト、④外資によるベンチャー企業やPEファンドへの投資の支援、⑤外資による国内での株式公開・上場と債券発行への支援が打ち出されている。特に本稿と関係する⑤に関しては、外商投資企業（中国現地法人）が国内で株式を公開・上場したり、企業債や中期手形を発行することを支援すること、国内での人民元建て債券を発行する海外発行体の範囲を段階的に拡大すること、が明記されている。これらの「外資導入意見」の主務官庁は国家発展改革委員会と商務部であり、投資環境の改善・向上という観点から資本市場の活用を位置づけていることが特徴である。

2009年の中国の国・地域別対内直接投資では、中華圏やタックスヘイブンを除けば、日本が41億ドルと実質的に第一位であり（図表7）、むしろ2008年の37億ドルより積み増している状況である。対中直接投資も内販型の比重が高まり、同時に人民元建ての資金需要も高まる中で、日本企業による現地資本市場の活用について更に注目が集まっている。

居住者・非居住者という区別はあるが、外資系事業会社にも人民元建て社債発行が解禁された場合、これまでの中期手形、企業債、パンダ債の発行条件を見ると、①発行期間は1年を越える中長期債、②資金使途は中国国内に限定、③仲介業者は外資系であれ中国に

<sup>8</sup> 2010年1月19日発表。

図表 7 中国の国・地域別対内直接投資（2009年）

順位	国・地域名	実行金額	
		100万ドル	シェア(%)
1	香港	46,075	51.2%
2	英領バージン諸島	11,299	12.6%
3	日本	4,105	4.6%
4	シンガポール	3,605	4.0%
5	韓国	2,700	3.0%
6	ケイマン諸島	2,582	2.9%
7	米国	2,555	2.8%
8	サモア	2,020	2.2%
9	台湾	1,881	2.1%
10	ドイツ	1,217	1.4%
(参考)	EU	5,068	5.6%
	全世界合計	90,033	

(注) 1. 順位は2009年の実行金額順。

2. 香港、タックスヘイブンからの対内直接投資には、迂回投資も含まれる。

3. EUは15カ国。

(出所) 商務部より野村資本市場研究所作成

設立された現地法人ということになる可能性が高い。

冒頭の外資系銀行（中国現地法人）による金融債発行にしても、現在既に20の現地法人があることから、第二号の金融債発行に向けた動きも進んでいくことと思われる。引き続き中国社債市場の発行体の多様化や外資への開放に向けた動きが注目される。なお、中国の社債市場がより厚みを増し流動性を高めていくためには、中長期的には、取引所市場とOTC市場とに分断された債券市場の統合が課題となろう。