

急成長している中国の資産証券化市場

宋 良也

■ 要 約 ■

1. 中国の資産証券化は、2005年に初めてテストを通じて開始されたが、2008年のリーマンショックによる市場の混乱で新規発行が一度中止された。その後、貸出債権（ストック）の有効活用による資金調達ルートの拡大を狙った政府により、2011年9月から再開された後、2014～2015年には、証券化商品の発行額が急速に拡大した。
2. 中国の証券化商品は、主に貸出債権証券化商品（銀行CLO等）と企業特定資産証券化商品（企業ABS）の2種類に分けられ、銀行間債券市場及び上海・深圳証券取引所で発行・取引されている。
3. 2014～15年の資産証券化の急増要因は、政府による規制緩和にあると思われる。具体的には、①発行枠の拡大、②登録・届出制への移行、③ネガティブリスト方式の導入等がある。また、オリジネーターの銀行が自己資本比率を維持し、ストック資産の活用を目指しているため、オフバランスのニーズが拡大していることも、もう一つの要因であろう。
4. 一方、課題もある。銀行が持つ企業の貸出債権を証券化するケースでは、住宅ローンなど標準化しやすい債権の証券化と比べて、原資産の集中度が高く、デフォルト・リスクの把握が難しい。また、証券化商品が銀行同士で持ち合いされる場合には、銀行システムの外側に信用リスクが分散されているわけではなく、証券化商品のリスクが顕在化した場合、即座に銀行システムへの影響が懸念されることとなる。
5. 今後は、海外の投資家を含めた銀行以外の機関投資家の育成が重要である。また、標準化された証券化商品の市場拡大が先行することで、機関投資家や格付け機関の経験が蓄積されることが望ましい。

I. はじめに

中国での資産証券化は、地方におけるテストを通じて、2005年に取引が始まった。2008年のリーマンショックによる市場の混乱で証券化商品の新規発行が中止されるまでは、23件の発行事例があった。その後、2011年9月、中国証券監督管理委員会（証監会）は企業

特定資産証券化¹の認可を再開し、2012年5月に、中国人民銀行は貸出債権証券化の再開を決め、規制緩和を徐々に進めた。その結果、2014～2015年には、証券化市場が急速な拡大を見せることとなった。

本稿では、証券化市場においてこの2年間で急速に拡大した要因及び中国での資産証券化商品の典型的なモデル、また証券化市場の課題について考察する。

Ⅱ. 資産証券化の現状と2014～2015年における急増の要因

1. 中国における資産証券化市場

1) 中国における証券化商品と市場の概観

ここで取り上げる中国の証券化商品は、主に貸出債権証券化商品（銀行 CLO：Collateralized Loan Obligation 等）と企業特定資産証券化商品（ABS：Asset-Backed Security、以下、企業 ABS とする）の2種類に分けられる。貸出債権証券化商品は、中国国内の商業銀行や金融会社（ファイナンスカンパニー）をオリジネーター（Originator）として、対象資産を受託機関（Trustee）に信託を設定し、受託機関が特定目的信託（Special Purpose Trust、SPT）を通じて、受益証券を発行するものである。また、企業 ABS 商品は、証券会社及び基金管理会社子会社が設立・管理するもので、オリジネーターが保有する原資産が生じるキャッシュフローを担保に受益証券を発行するというものである²。

中国の証券化商品は、主に二つの市場で取引・管理監督されている。一つ目の市場は、中国人民銀行と中国銀行監督管理委員会（銀监会）に管理監督される銀行間債券市場である。銀行間債券市場では、主に貸出債権証券化商品である資産担保証券（ABS）及び資産担保帳票（ABN）³を取り扱う。そして二つ目の市場は、証監会に管理監督される上海・深圳証券取引所である。取引所では、主に企業特定資産証券化商品を取り扱っている。

2) プライマリー市場における発行規模の急速な拡大

2014～2015年、中国では証券化商品の発行額が9,000億元超に達し、2005～2013年の発行総額の6倍になった。2014年に発行された貸出債権証券化商品が66件、発行総額は2,819.81億元、企業 ABS 商品が25件で、発行総額は380.82億元である。また2015年のABSの発行総額は6,032.4億元で、前年比84%増加した。2015年末のABSの残高は7,703.95億元で、2014年末から129%の増加となった（図表1）。

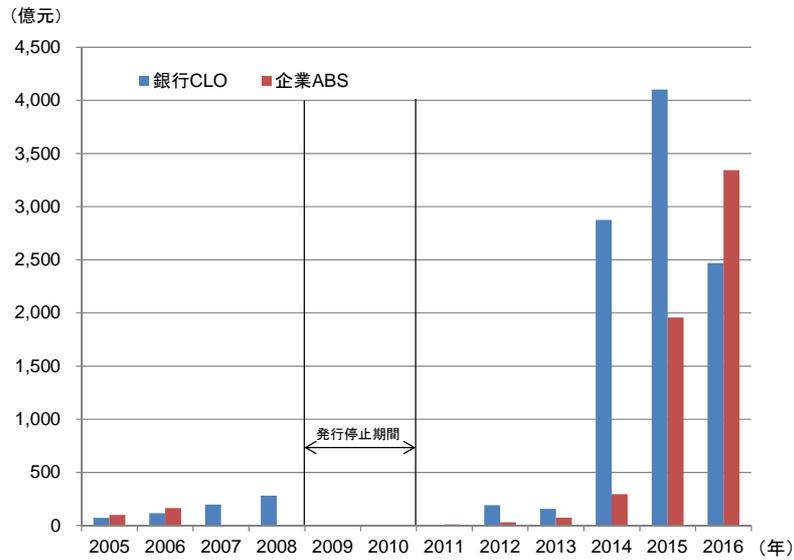
市場を分けて考えると、2014年までは、銀行間債券市場で発行された銀行 CLO の割合

¹ 企業特定資産証券化は、2003年の「証券会社顧客資産管理業務試行弁法」にて、証券会社が私募形式で特定の投資家から資金を集め、顧客（投資家）と契約を結んだ上で資産管理業務を行う運用商品の一つである「特別資産管理計画（Special Purpose Selective Asset Management、SAMP）」と位置付けられていた。2014年の「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」において、その名称を「資産担保特定計画」と改めた。

² <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306201/201409/P020140926492529534061.pdf>

³ ABNは特別目的事業体（SPV）の設立はないため、本稿では取り上げていない。

図表1 ABSの発行総額



(注) 1. 2016年のデータは10月31日時点。
 2. 2009～2010年は新規発行を中止したため、発行金額は0である。
 (出所) Wind より野村資本市場研究所作成

が圧倒的に多いが、2015年以降は、証券取引所における企業ABS商品の発行も急速に増えている。なお、2015年の企業ABSの発行額は1,946.02億元で、2014年の4.85倍に達した。

3) 流動性が低いセカンダリー市場

証券化商品のセカンダリー市場に関して、中国人民銀行と銀監会は、2005年4月に公布した「貸出債権資産証券化テスト管理弁法」において、銀行間債券市場での取引を容認すると初めて明確に言及した⁴。さらに、セカンダリー市場の流動性向上を狙い、中国人民銀行は2007年9月に「資産担保証券のレポ取引関連事項に関する公告」を公布し、貸出債権証券化商品のレポ取引を容認した⁵。

一方、企業特定資産証券化のセカンダリー市場については、証監会が2014年11月に公布した「証券会社及び基金管理子会社資産証券化業務管理規定」において、上海証券取引所の「固定収益証券総合電子プラットフォーム」及び深圳証券取引所の「総合協議取引プラットフォーム」⁶での取引を容認している⁷。このプラットフォームでの取引は、200人未

⁴ http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/1339.html

⁵ http://www.gov.cn/gzdt/2007-10/09/content_771576.htm

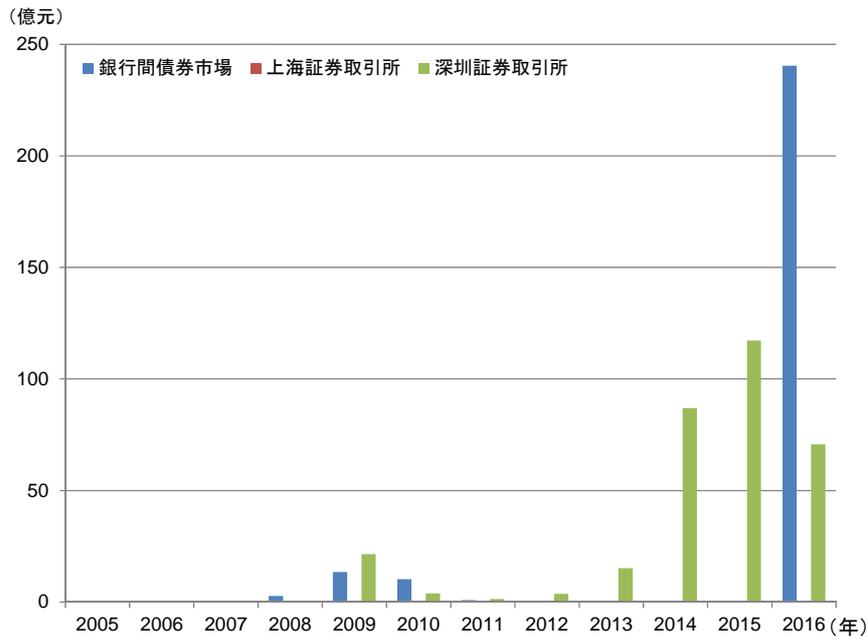
⁶ 固定収益証券総合電子プラットフォーム及び総合協議取引プラットフォームとは、上海・深圳証券取引所における債券取引を行うためのプラットフォームであり、後者は債券の大口取引を対象としている。

⁷ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201409/P020140926492529534061.pdf>

満の適格投資家⁸のみに認められるものであり、上場株式のように一般投資家に公開取引されることを想定していない。また、「上海証券取引所債券レポ取引暫行弁法」によれば、証券取引所での資産証券化商品のレポ取引は銀行間債券市場のレポ取引と近い形で行うことが可能である⁹。

このように、中国では、ABSの発行市場は急速に拡大しているが、セカンダリー取引はあまり活発ではない。例えば、2015年におけるABS発行総額の6,032.4億元に対し、年間の取引高は200億元未満に過ぎない（図表2）。2014～2015年のABSの取引回転率をみると、社債の取引回転率は560%であるのに対し、ABSの回転率は5%前後に過ぎない（図表3）¹⁰。その要因として、一つは、社債であれば、同じ銘柄の社債が銀行間債券市場と証券取引所市場の双方で取引可能であるのに対して、ABSはオリジネーターや原資産の属性によって、どちらか一つの市場しか選ぶことができず、取引される機会が少ないことが挙げられる¹¹。また、もう一つは、ABSの主な投資家である銀行が、取引目的ではなく、基本的に満期保有を目的としているためと思われる。更に、資産証券化の歴史が短いため、プライシング・メカニズムが十分に形成されていないことも考えられる。

図表2 ABSの年間取引高（銀行間債券市場・証券取引所市場）



(注) 1.2016年のデータは10月31日時点。
2.上海証券取引所の年間取引高は2014年のみで1,900万元。
(出所) Windより野村資本市場研究所作成

⁸ 中国の証券取引所における適格投資家とは、「上海証券取引所債券市場投資家適切性管理弁法」に基づき、第2章第6条の条件に合った投資家を指す（純資産1,000万元以上の法人など）。

⁹ <http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/bond/a/20150912/ceafab247aa24811c501e8e7949873a0.doc>

¹⁰ なお、社債は中国では企業債券と呼ばれる。企業債券とは、企業債券管理条例において「中華人民共和国国内で法人資格を持つ企業が国内で発行する債券」と定義される。

¹¹ http://www.nafmii.org.cn/flfg/rhgz/201202/t20120226_1577.html

図表3 ABSの回転率（銀行間債券市場・証券取引所市場）

	取引高 (億元)	ABS残高 (億元)	回転率 (%)
2005年	0.00	118.21	N/A
2006年	0.18	398.17	0.07
2007年	0.00	453.78	N/A
2008年	2.82	616.06	0.53
2009年	34.92	357.99	7.17
2010年	14.16	236.21	4.76
2011年	2.29	195.16	1.06
2012年	3.71	391.43	1.26
2013年	15.22	475.72	3.51
2014年	87.08	2,996.63	5.02
2015年	117.23	7,062.87	2.33
2016年	311.21	8,404.00	4.02

- (注) 1. 2016年のデータは10月31日時点。
 2. 取引高は、売買の片方のみを計算している。
 3. 回転率は、取引高/(前年末残高+本年末残高)/2で計算している。
 4. 2005年、2007年の回転率は、計算不能か値が0のためN/Aとする。

(出所) Windより野村資本市場研究所作成

4) セカンダリー市場の流動性向上に向けた政策

銀行間債券市場では、ABSの流動性を高めようとする努力が続けられている。制度面では、2007年1月に、中国人民銀行が「全国銀行間債券市場マーケットメイキング管理規定」を公布し、また銀行間市場の参加者による業界団体の取引商協会は2008年4月に「銀行間債券市場マーケットメイキング業務指針」を公布した。どちらも、銀行間債券市場でのマーケットメイキングメカニズムの法的根拠を提供したと言える¹²。一方、上海・深圳証券取引所は、まだ債券のマーケットメイキングに関する法的規定を定めていないが、2014年11月に公布した「証券会社及び基金管理子会社資産証券化業務管理規定」において、売り・買い気配の提示を容認したことで、今後のマーケットメイキング制度の本格的な導入が見込まれる¹³。

中国における資産証券化の場合、オリジネーターは基本的にサービサーの機能を兼務しており、原資産に最も詳しく、キャッシュフローの動きや商品の市場価値が分かる立場にある。そのため、オリジネーターと証券会社が共同でマーケットメイクすれば合理的であるとの考え方の下、規制上もそれが可能な建て付けとなった¹⁴。実際に、興業銀行が発行する貸出債権証券化商品の「興銀2015年第4期貸出債権資産担保証券」に対し、オリジネーターの興業銀行が主幹事の中信建投証券と共同で、銀行間債券市場における初めてのマーケットメイキングを実施した¹⁵。

¹² [http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/zhengwugongkai/upload/File/全国银行间债券市场做市商管理規定%20\(中国人民银行公告%20\[2007\]%20第1号\).pdf](http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/zhengwugongkai/upload/File/全国银行间债券市场做市商管理規定%20(中国人民银行公告%20[2007]%20第1号).pdf) http://www.nafmii.org.cn/zlgz/201202/t20120226_1651.html

¹³ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201409/P020140926492529534061.pdf>

¹⁴ 馮光華（中債資信評估有限責任公司・董事長）『中国資産証券化市場發展報告2016』を参照。

¹⁵ <http://www.chinabond.com.cn/Info/22726294>

2. 資産証券化の発行規模の拡大要因

1) 政府の狙いと施策

(1) 規制緩和策

中国国務院は、2013年6月に、金融業による構造改革調整、モデルチェンジやアップデートの政策についての研究を行った。特に課題とされたのが、経済成長を刺激するため、金融の配分機能を改善し、銀行における大量の貸出債権（ストック）を如何に活用するかという点であった。これに関連して、中国人民銀行、銀監会、証監会と中国保険監督管理委員会（保監会）は共同で、中小企業貸出債権の資産証券化及び農業関連の資産証券化テストを行い、いわゆる三農、また中小・零細企業の融資ルートを拡大するとの方針を表明した¹⁶。すなわち、商業銀行は、一部の貸出債権を証券化した後、追加的な貸出の余裕を持つことで、自己資本比率を維持しながら、より多くの企業、特に中小・零細企業に対し、金融支援をすることができるとの考え方である。この方針を受け、2014年8月、国務院弁公庁は「企業融資コストの高騰問題を緩和することについての指導意見」を公布し、第2条の「金融機関の資金調達コストの非合理的な上昇」では、貸出債権証券化を大いに推進し、ストックを活用することで、資金の回転率を高めるとした¹⁷。一連の施策は、中国政府が資産証券化の再開を狙って、規制緩和策を推進していたことの証左と言えるものであろう。

(2) 発行枠の拡大

証券化商品のテスト発行枠の拡大は、中国政府の誘導策の一つである¹⁸。2012年5月、中国人民銀行、銀監会、財政部が共同で「更なる貸出債権資産証券化テストの拡大に関する通知」を公布し、テスト枠が500億元に設定された¹⁹。2013年8月、銀監会は更に枠を4,000億元まで拡大した²⁰。また、2015年5月、国務院常務会議において貸出債権資産証券化のテスト枠が追加され5,000億元となった²¹。

(3) 登録・届出制への移行

2014年11月、銀監会は「貸出債権資産証券化の登記届出業務プロセスに関する通知」を公布し、従来の認可制から届出制へ移行することとした²²。それまでは、銀監会が発行予定の証券化商品を一件ずつ認可していたが、届出制では、貸出債権証券化商品を既に発行している銀行・金融機関が免許を持つこととなり、未発行の金融機関も各管理監督部門

¹⁶ http://www.gov.cn/guowuyuan/2013-06/19/content_2591124.htm

¹⁷ <http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/ssgs/zh/zhxx/201409/P020140919301522969383.doc>

¹⁸ 発行枠とは、2005年に中国人民銀行と銀監会が公布した「貸出債権資産証券化テスト管理弁法」においてオリジネーターに対する基準を満たす適格な機関に対するもので、その年の全体の発行規模を意味する。

¹⁹ <http://www.pbc.gov.cn/chubanwu/114566/114579/114619/758609/index.html>

²⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/1011853/index.html>

²¹ <http://www.chinabond.com.cn/Info/23600775>

²² http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/1723.html

に発行資料等を提出し、届出を行うことで証券化商品の発行が可能となった。同時期に、証監会も「証券公司及び基金管理子会社資産証券化業務管理規定」との業務指針を公布し、事前の行政認可を止め、基金業協会の事後届出制を導入した。また、2015年4月に、中国人民銀行は「中国人民銀行公告（2015）第7号」を公布し、業務資格を既に取得済みで、貸出債権証券化商品を発行したことがあり、且つ情報を規定通りに開示することのできる受託者やオリジネーターによる中央銀行への登録を可能とすることで、登録制を開始した²³。

（4）ネガティブリスト方式の導入

2014年9月26日、証監会は「証券会社及び基金管理子会社の資産証券化業務管理規定（修訂版）」及び関連規則へのパブリックコメントの募集を公布し、資産証券化へのネガティブリスト方式の導入を初めて法律上で言及した²⁴。さらに、2014年12月24日に、「資産担保特別計画届出管理弁法」とともに、「資産証券化業務における原資産ネガティブリスト指針」を正式に定めた。企業特別資産証券化の届出制とネガティブリスト管理方式を併用することにより、発行者及び原資産の選択の範囲が広まり、2014年末から2015年にかけての資産証券化商品発行の急増をもたらしたと言える。

2) 市場参加者の狙い

（1）商業銀行がオリジネーターの場合

国際的な資本規制が強まっている中、銀行の貸出に対する資本と流動性の賦課が益々強くなってきている。一方で貸出債権資産証券化は、銀行が自己資本比率を計算する際、分母であるリスクウェイト資産を減らすことができる。見方を変えると、銀行は、従来の自己資本比率を維持するために、貸出債権資産証券化を行うことで、ストック資産を活用するインセンティブを持っているといえる²⁵。

また、中国の銀行等金融機関は、従来の収益モデルを変え、総合的に収益を上げたいというモチベーションも持っている。国内の市場では金利自由化が進んできた現在、銀行は利ザヤで収益を簡単に上げることができなくなってきている。これに対し、貸出債権資産証券化は、借り手の返済を待つのではなく、保有している債権を証券化し、リスク志向の異なる投資家に売却することで、長期の貸出債権を現金化するとともに、資産の利益率を高める効果を持っている。また、信用リスクを単一の銀行からオフバランス化し、資本市場を通じて、金融システム全体にリスクを分散する効果も期待できる。この過程で、銀行はリスク資産の利ザヤ収入を、リスクが低いサービス収入に転換することが可能となる。さらに、従来の貸出債権にはセカンダリー市場がないため、株式のように市場で時価を確

²³ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144959/2949963/2015091115341192706.pdf>

²⁴ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306201/201409/P020140926492529534061.pdf>

²⁵ 林華（中国資産証券化分析網・董事長）『中国資産証券化操作ハンドブック（下）』を参照。

認することが難しいが、証券化商品の流通により、貸出債権のプライシングが進むことも期待できる。これらを勘案すると、資産証券化は、オリジネーターの資産・負債の状況を改善する効果があると言える²⁶。

(2) 商業銀行以外の企業・機関がオリジネーターの場合

現在、企業特定資産証券化業務のオリジネーターとして容認されている商業銀行以外の企業には、リース会社、保険会社、地方政府融資プラットフォーム（中国語：都市建設投資公司）、少額ローン会社など、証監会の監督管理下の会社がある²⁷。これらの会社が資産証券化業務を実施する主な目的は、①低コストの資金調達、②（オフバランスによる）財務体質の改善、③アセットライト戦略の実現である。特にアセットライト戦略では、資産証券化を通じて、バランスシート内の不動産等固定資産をオフバランス化することで、資産の減価償却や管理・維持費用等コストを削減することができる。

Ⅲ. 中国における資産証券化の仕組み

1. 資産証券化におけるプレイヤー

1) オリジネーター、サービサー及びスキーム管理人（アレンジャー）

中国における貸出債権証券化のオリジネーターは、数が増えると同時に、銀行業以外にも多様化している。政策性銀行、国有銀行、株式制商業銀行、オートローン会社、資産管理会社など、何年も資産証券化商品を発行してきた「常連」以外に、都市商業銀行、農業商業銀行、金融リース会社、外資系金融機関なども証券化商品を発行するようになった（図表 4）。また、貸出債権証券化の場合、オリジネーターである銀行がサービサーを兼務することが多い。

図表 4 貸出債権証券化のオリジネーター

機関	社数
商業銀行	74
政策性銀行	13
オートローン会社	8
金融リース会社	4
資産管理会社	2
外資系金融機関	3
その他	2

（注） 2015 年発行時点のデータ。

（出所） Wind より野村資本市場研究所作成

²⁶ 前掲脚注 25 参照。

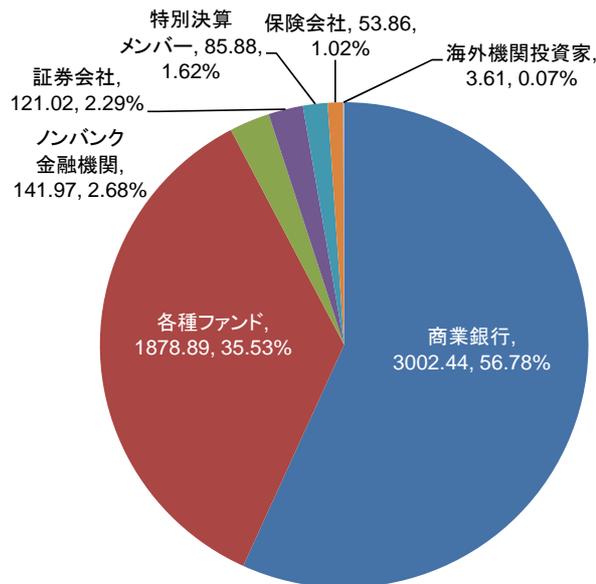
²⁷ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201411/P020141121520376409374.pdf>

企業特別資産証券化のスキーム管理人においては、2008 年前のテスト期間には証券会社のみであったが、その後、資産管理会社、基金子会社がスキーム管理人として、資産担保特定計画を設立・管理することができるようになった。特に2014年11月の「証券会社及び基金管理子会社資産証券化業務管理規定」において、基金子会社が資産証券化の主体業務に含まれるようになったことがそのきっかけである²⁸。

2) 投資家

中国の規制上、個人投資家が資産証券化商品を購入することは禁止されており、機関投資家のみ投資することが可能である。2015年時点において、中央結算会社に登録・保管しているABSの投資家構成では、商業銀行が最も多く、全体の57%を占めている(図表5)。次に各種ファンド²⁹が続き、35%を占める。その他の金融機関の割合は低く、合計でも約8%程度にすぎない。

図表5 ABSの投資家構成(億元)



- (注) 1. 2015年末時点のデータ。
 2. ノンバンク金融機関は、信託投資会社、財務会社、リース会社、オートローン会社等。
 3. 特別決算メンバーとは、中国人民銀行、財政部、政策性銀行等。
 (出所) 中央結算公司、中国債券信息网より野村資本市場研究所作成

²⁸ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201409/P020140926492529534061.pdf>

²⁹ ファンドとは主に債券型ファンドとMMFである。1年またはそれ以下の優先級ABSへ投資し、短期債券以上の金利を求める(林華『中国資産証券化操作ハンドブック(下)』を参照)。

3) 倒産隔離のための導管体 (SPV)

(1) 貸出債権資産証券化の場合

貸出債権資産証券化における導管体は、信託形式で立ち上げた SPV であり、特定目的信託 (Special Purpose Trust、SPT) とされる。SPT の委託者はオリジネーターである銀行業の金融機関で、受託者は信託会社である。原資産は委託された後、信託に属する資産となり、委託者、受託者等のプレイヤーからは独立する形となり、生み出されたキャッシュフローは投資家に分配される。

(2) 企業特定資産証券化の場合

企業特定資産証券化における導管体は、証券会社、基金管理子会社が資産証券化業務のために立ち上げた資産担保特定計画 (中国語：資産支持専項計画) または中国証監会が認可する特別目的スキーム (中国語：特殊目的载体) である³⁰。資産支援特別計画の資産の独立性に関する規定は、「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」の第5条にあるものの、貸出債権資産証券化における SPT のように、信託法により定められた根拠はなく、あくまでも証監会の規則であるため、効力は法律や行政法規より弱いのが現状である。

2. 資産証券化における要素

1) 原資産

貸出債権証券化商品の原資産のうち、発行額で最も割合が大きいのは、銀行が持つ企業貸出債権である。それ以外に、リース賃料、個人住宅貸出債権、インフラ収益権、自動車貸出債権等の原資産の割合が高い (図表 6)。企業貸出債権は、主として金額が大きく、また期限が短く、担保方式と返済方式の柔軟性が高いことが特徴である。従って、資産プールに入る貸出債権の本数は 200 本以下と基本的に少なく、不動産担保証券 (MBS) などと比べると、信用リスクは集中度が高くなりがちである。

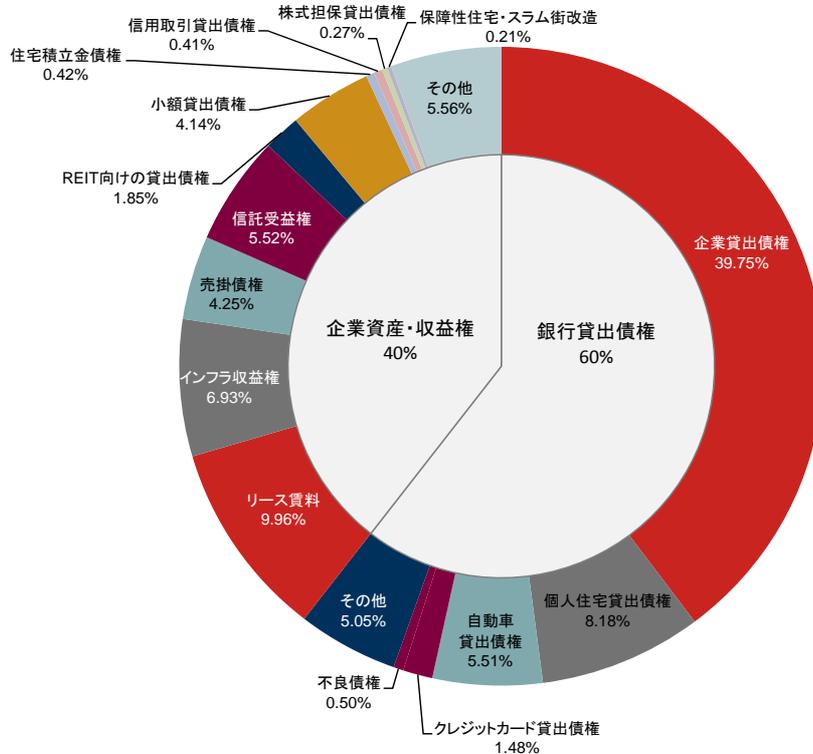
また、企業資産・収益権では、主な原資産は企業の売掛債権、インフラ収益権及びリース賃料の3つが挙げられるが、その他でも REIT 向けの貸出債権³¹や小額貸出債権、低所得者向け保障性住宅・スラム街改築において政府が開発業者から受領する土地譲渡金に係る売掛債権³²、映画館・観光名所等のチケット料金などの細かい分類も増えている。

³⁰ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201409/P020140926492529534061.pdf>.

³¹ 本稿で述べる REIT とは、日本の J-REIT のようなエクイティ型の公募 REIT ではなく、賃料の収益権を担保にした資金調達のために組成される証券化商品である。

³² 具体的には、①政府が開発業者に保障性住宅・スラム街改築を依頼、②開発業者が支払う土地譲渡金 (使用権のみ) の一部を委託料として、政府から開発業者に分割して還元する。開発業者が未払いの還元金を政府に対する貸出債権とみなし、証券化して銀行等機関投資家に買い取ってもらうことで、開発業者の持続的な資金支援を提供する一種のスキームである。中国では、このような証券化を通じて保障性住宅・スラム街改築の資金調達を行っているが、標準化した証券化とは異なる部分がある。

図表 6 ABS の原資産の構成比率



- (注) 1. データは 2016 年 10 月 31 日時点。
 2. インフラ収益権では、高速道路の通行料収益権、発電所の電力費収益権、セントラルヒーティングの供給費収益権等がある。

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

2) 情報開示

中国の場合、資産証券化商品に関する情報開示は、「貸出債権資産証券化テスト管理弁法」において、発行説明書に、①資産数と金額、②資産の期限、③資産の金利、④資産の担保、⑤借入者の情報、⑥資産の貸出債権の用途を開示することが求められている。これは、資産プールにおけるすべての貸出債権の情報開示を個別に要求するのではなく、全体の概要を求めるというものである。また、現時点の管理監督基準においては、資産プールにおける各原資産の具体的な借入側の財務諸表や業界などの情報開示を強制的には求めていない（但し、金額が全体の 15% 超または関連会社と合わせて全体の 20% 超の場合は必要となる）³³。

³³ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201411/P020141219537215934327.pdf>

IV. 代表的な資産証券化の案件

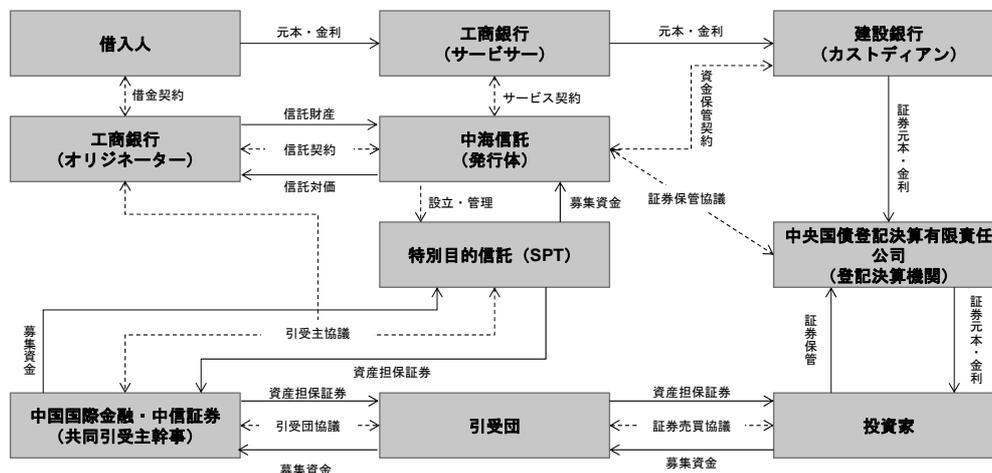
1. 中国工商銀行の貸出債権資産証券化の案件

ここでは、「2013年工元第1期貸出債権資産担保証券」³⁴を例として取り上げ、貸出債権証券化商品の構造について概観する。

まず、工商銀行（オリジネーター）が所有する29社の借入側による63件の貸出債権を中海信託（発行体）が設立する特別目的信託（SPT）に譲渡し、資産プールを作る（図表7）。SPTの資産合計35.92億元を基に、優先級AAA証券30.4億元（5年満期、利率4.1%）、優先級AA証券1.7億元（5年満期、利率5.3%）³⁵、劣後級証券3.82億元で（5年満期、利率0%）を発行する³⁶。すべての劣後級はオリジネーターの工商銀行が所有する。また、SPTの引受主幹事は中国国際金融と中信証券で、当該証券は発行後、銀行間債券市場で取引される。建設銀行は当該証券のカストディアンを務め、登記決算機関を通じて、金利等を投資家に支払うことになる。

次に、原資産の概要であるが、資産プール内の63件の貸出債権は中国工商銀行の深圳、河北、陝西、内モンゴル、寧波、広東、貴州、蘇州、四川、上海、重慶、福建、江西、浙江、北京の15分行（支店）から選出されたもので、1件の金額は5,702万元から3億元となる（図表8）。そのうち、借入額が最も高い5社は、全資産の36.73%を占め、貸出債権

図表7 2013年工元第1期貸出債権資産担保証券のスキーム



(出所)「発行説明書」より野村資本市場研究所作成

³⁴ http://www.shclearing.com/xxpl/lssj/fxpl/abs/201309/t20130926_15945.html. http://www.shclearing.com/xxpl/lssj/fxpl/abs/201309/t20130926_15941.html

³⁵ 利率はフラット利率で、基準利率＋スプレッドとなる。基準利率は、中国人民銀行が決める1年物定期預金の金利で、中国人民銀行が同金利を調整した6ヵ月後に調整する（発行時は3%）。スプレッドは、ブックビルディングの結果によって決められ、優先級AAAは1.1%で、優先級AAは2.3%である。

³⁶ 「優先級AAA証券」「優先級AA証券」における中誠信国際信用格付け会社(CCXT)の格付けはそれぞれAAA、AAで、中債資信格付け会社(China Bond Rating)の格付けはそれぞれAAA、AA-である。両社とも、中国における大手信用格付け会社である。

の最も集中している業種は順に道路運輸業、非鉄金属製錬及び圧延加工業、公共施設管理業となっている（図表9）。また、原資産における貸出債権の金利は、6%～6.5%の割合が最も大きい（図表10）。

図表8 原資産の概要

資産プールの基準日	2012年12月22日
貸出債権の数	63
借入者の数	29
資産プール契約金額(万元)	359,235
貸出債権の平均元本残高(万元)	5,702
借入上位5社の全体における資産比率(%)	36.73
契約期間の加重平均(月)	35.46
残存期間の加重平均(月)	14.41

(出所)「発行説明書」より野村資本市場研究所作成

図表9 原資産の借入側の業種

業種	貸出債権残高 (万元)	貸出債権残高比率 (%)	貸出債権数	貸出債権数の比率 (%)	平均残高 (1件当たり・万元)
道路運輸業	49,120	13.67	7	11.11	7,017
非鉄金属製錬及び圧延加工業	35,000	9.74	7	11.11	5,000
公共施設管理業	32,945	9.17	7	11.11	4,706
商業サービス業	31,000	8.63	6	9.52	5,167
石油と天然ガス採掘業	29,000	8.07	3	4.76	9,667
教育業	25,000	6.96	1	1.59	25,000
電力、熱力生産と供給業	23,000	6.4	3	4.76	7,667
その他採掘業	20,000	5.57	1	1.59	20,000
化学原料・化学製品製造業	18,000	5.01	9	14.29	2,000
非鉄金属採掘業	17,000	4.73	2	3.17	8,500
医薬製造業	12,000	3.34	4	6.35	3,000
倉庫業	10,000	2.78	3	4.76	3,333
石炭業	10,000	2.78	1	1.59	10,000
専用設備製造業	10,000	2.78	1	1.59	10,000
電気機械・機材製造業	8,000	2.23	1	1.59	8,000
その他の業界	29,170	8.12	7	11.11	4,167
合計	359,235	100	63	100	5,702

(出所)「発行説明書」より野村資本市場研究所作成

図表10 原資産に対する貸出債権の金利

貸出債権の金利	貸出債権残高 (万元)	貸出債権残高の比率 (%)	貸出債権数	貸出債権数の比率 (%)	貸出債権の平均残高 (1件当たり・万元)
6.0%以下	97,000	27.00	19	30.16	5,105
6.0%超～6.5%以下	130,700	36.38	21	33.33	6,224
6.5%超～7.0%以下	88,590	24.66	15	23.81	5,906
7.0%超～7.5%以下	39,945	11.12	6	9.52	6,658
7.5%超～8.0%以下	3,000	0.84	2	3.17	1,500
合計	359,235	100	63	100	5,702

(出所)「発行説明書」より野村資本市場研究所作成

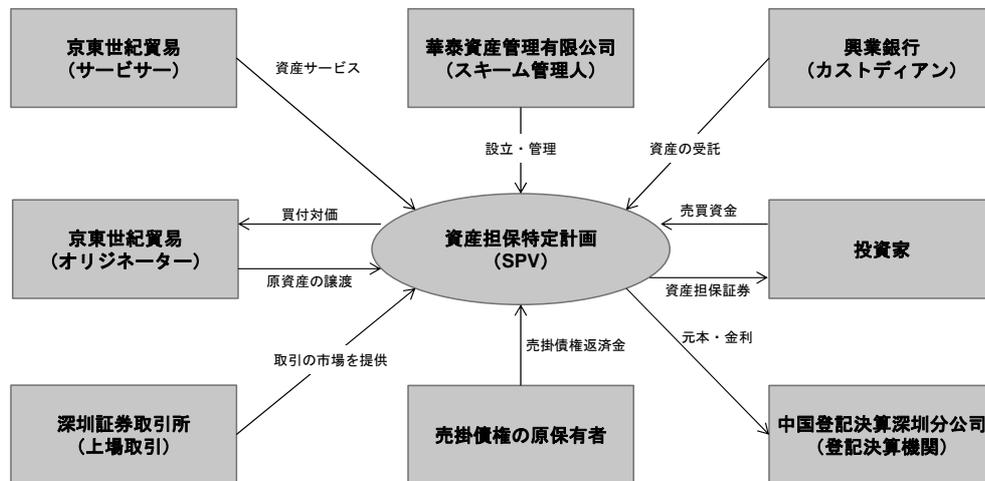
2. 華泰証券（上海）資産管理会社による企業特定資産証券化の案件

本節では、企業 ABS である「華泰証券（上海）資産管理有限公司京東白条個人顧客売掛債権資産担保特定計画」（以下、京東白条企業 ABS とする）を例として、企業 ABS の構造について概観する（図表 11）。

本計画の原資産は、京東世紀貿易有限公司³⁷（オリジネーター）が保有する債権である。具体的には、オリジネーターが京東商城オンラインショップで商品を販売する際に、顧客に提供している「京東白条」という割賦販売のサービスで発生する売掛債権である³⁸。オリジネーターは、IT システムを通じて、現存の債権の中から一部を選出し、資産プールを組成する³⁹。これらの原資産を、オリジネーターである京東世紀貿易有限公司は、華泰資産管理有限公司が設立した資産担保特別スキーム（SPV）に売却する。

次に、SPV は ABS を優先 01 級、優先 02 級、劣後級という 3 つに分けて発行する。そのうち、優先 01 級の募集金額は 6 億元、利率は 5.1%、優先 02 級は 1.04 億元、利率は 7.3%、劣後級は 0.96 億元、利率はなし（エクイティ）となる。聯合信用格付け会社（United Ratings）⁴⁰による格付けに関しては、優先 01 級は AAA、優先 02 級は AA-、劣後級は無

図表 11 京東白条企業 ABS のスキーム



（出所）「発行説明書」より野村資本市場研究所作成

³⁷ e コマース大手の京東商城の親会社である京東集団傘下の重要な投資会社である。

³⁸ 京東白条とは、顧客が京東商城オンラインショップでの購入に対し、一定の枠内で、先に対象商品を受け取り、代金を一括・分割して支払うサービスである。キャッシングは不可能で、厳密な消費者ローンと異なる部分があるため、顧客に対する貸出債権ではなく、商品の割賦販売における売掛債権と定義している。

³⁹ 本商品の資産プールの種類は、債権の入れ替えがないスタティック・プール（Static Pool）ではなく、原資産の期限が証券化商品の期限より短い場合に対象債権を徐々に入れ替えていくダイナミック・プール（Dynamic Pool）である。資産プールを組成する原資産の基準としては、①京東白条のサービスを利用する顧客に対する売掛債権、②最終支払日は同計画の設立日から 24 ヶ月以内のもの、③譲渡を制限する規制がない原資産、④訴訟等に絡むことのない原資産等である。

⁴⁰ 聯合信用評級有限公司は、中国における大手信用格付け会社である聯合信用管理有限公司の 100% 子会社である。

格付けである。また、SPVは興業銀行がカストディアンを務め、証券は深圳証券取引所において取引される。実際に投資家に金利等を支払うのは、中国登記決算深圳分公司（登記決算機関）である。

V. 今後の課題

1. 企業貸出債権資産証券化の功罪

貸出債権を証券化する場合、米国などの成熟した市場における理想的な原資産の対象は住宅ローン、自動車貸出債権、クレジットカード債権などである。その理由は、資産の件数が多いため、多数の法則により、資産プールのデフォルト率の推計が相対的に安定し、合理的なプライシングをすることが可能なためである⁴¹。

一方、中国の資産証券化市場では、企業の貸出債権を原資産とする CLO が最も高い割合を占めている。また、企業の貸出債権による資産プールでは、40~60 件という比較的少ない件数のものが多く、1 件の金額が大きいことが特徴である。その結果、デフォルト率の計算が難しく、またキャッシュフローが単一企業のデフォルトに影響される可能性が高い証券化商品が多く組成されているといえよう。

また、前述の通り、銀行にとっては企業の貸出債権を証券化することにはメリットがあるが、投資家の観点から見れば、条件の良い原資産が資産プールに移管されているかどうか、大きな問題といえる。今までのテスト段階では、銀行サイドが経験の蓄積とリスクのコントロールのため、比較的質の良い債権を原資産としてきたと言われている⁴²。しかし、そもそも銀行にとって、優良な貸出債権までオフバランス化するインセンティブは少ないと思われる。要するに、企業債権を裏付けとした CLO を中心に証券化市場が拡大することはあまり期待できず、仮に CLO 市場が拡大するのであれば、いずれは原資産の質の低下や、デフォルト・リスクの上昇が懸念される事態に至るものと思われる。

従って、今後の中国の資産証券化については、原資産の多様化、特に標準化しやすい自動車貸出債権、消費者貸出債権、住宅ローンなどの債権を裏付けとした ABS 組成が課題となろう。登録制が実施されたことにより、オリジネーターや受託者の裁量の余地が大きくなり、有効期限内かつ発行総枠を超えない範囲で、自主的に証券化商品の発行日を決めることができるようになり、好影響をもたらすことが期待される。

2. 銀行以外の機関投資家の育成

資産証券化では、オリジネーターが倒産しても、証券化の原資産は清算対象にならず、原資産が生み出すキャッシュフローが引き続き投資家にわたるような仕組み（倒産隔離）

⁴¹ 紀志宏（中国人民銀行金融市場司）「我が国の貸出債権資産証券化の発展に関する幾つかの問題への認識」『金融会計（2015年第8期）』を参照。

⁴² 前掲脚注 14 を参照。

が望ましい。そのためには、原資産がオリジネーターから完全に売却され、オリジネーターが債権債務関係から完全に切り離される真正売買が実現する必要がある。ところが、中国の資産証券化商品の多くでは、優先・劣後構造の中で、オリジネーター自身が内部的信用補完のために劣後級証券を全額保有しており、真正売買と言えないケースが多い⁴³。

倒産隔離にならないような仕組みは、証券化商品の安全性を高める場合もあり、投資家に対して必ずしも悪いことではない。一方で、中国における資産証券化市場の投資家は、銀行が主であり、証券化商品の大半は、銀行同士で持ち合っているのが実状である。従って、信用リスク分散の効果は銀行間では期待できるものの、結局、リスクが銀行システムから出ていないため、短期間に大量の証券化商品が組成されるような状況では、マクロ的な観点から、銀行システムのリスクはむしろ増大しているともいえる。こうしたことから、海外の投資家を含めた銀行以外の機関投資家の育成はきわめて重要と言えよう。

現状、中国の資産証券化商品は、適格機関投資家しか投資できず、個人投資家による直接的な投資はできない⁴⁴。一方、中国人民銀行では、海外の適格機関投資家に対し、銀行間債券市場を開放するとともに、これまで設けていた投資限度額を撤廃すると表明した⁴⁵。こうした規制緩和により、投資家層が拡大していく方向性は変わらないであろう。しかしながら、前述の通り、既存の貸出債権証券化商品は、資産プール内の債権の件数が少なく、1件ごとの金額が大きいものが多いため、経験のある投資家にしかリスクを判断できない可能性が高い。このような証券化商品ばかりでは、投資家層は拡大しにくく、長期的には市場のリスク要因となりうる。今後は、米国などの経験も踏まえ、中国においても、標準化された債権を多数、資産プールに入れた証券化商品の市場拡大が先行することで、機関投資家や格付け機関の経験が蓄積されていくことが望ましい。

⁴³ 林華『中国資産証券化操作ハンドブック（上）』を参照。

⁴⁴ 前掲脚注7参照。

⁴⁵ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144959/3021203/index.html>