

拡大を続ける中国資産証券化市場

王 月

■ 要 約 ■

1. 中国における資産証券化商品は、近年急拡大しており、2021年の発行額は3.1兆元（債券発行額の5%相当）に達した。規模の拡大と並行して、商品の多様化も進んでいる。
2. 中国における資産証券化市場は2005年に開始されたが、2008年のグローバル金融危機を受けて一旦休止され、2012年の再開後に急成長した。背景としては、証券化市場を促進する政策に加え、金融業における規制緩和、金利の市場化、経済発展などが挙げられる。
3. 個人向け住宅ローンを原資産とする証券化商品（RMBS）の発行額が最も大きく、次いで企業貸出債券ABS、自動車ローンABSなどがある。近年では、貧困救済・地方経済支援プロジェクト、知的財産権やグリーンエネルギー関連資産を原資産とした商品も発行されている。
4. 中国における資産証券化市場の今後の課題としては、海外投資家への開放や個人投資家も参加可能な商品設計が挙げられる。同市場の発展余地は大きく、今後の動向が注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 宋良也「急成長している中国の資産証券化市場」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号（ウェブサイト版）。
- ・ 関根栄一「中国の証券化を巡る動き」『季刊中国資本市場研究』2007年夏号。

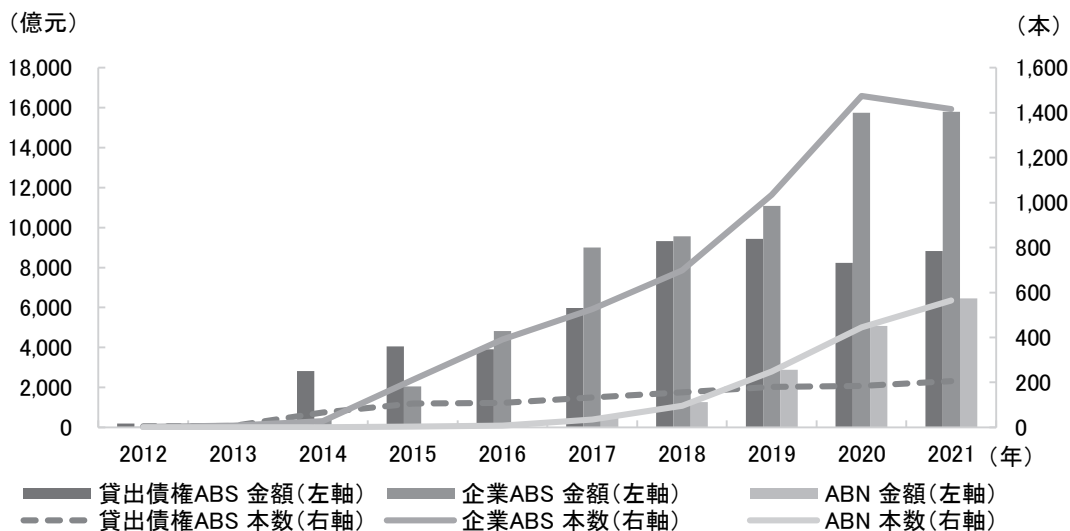
I 中国における資産証券化市場の現状

中国における資産証券化市場は近年、急拡大している。発行構造、市場参加者、投資家の範囲において大きな変化を遂げており、また、資産証券化商品（ABS）の原資産の種類も多様化している。原資産別では、個人向け住宅ローン、賃料収益権などの不動産関連収益権¹、中小企業向け融資・リース賃料債権、自動車ローン債権の資産証券化商品を始め、知的財産権²、政府・社会資本協力（PPP）プロジェクト、消費者ローン、貧困救済・地方経済支援プロジェクトなどを原資産とした新たな証券化商品が次々と開発され、発行額も急増している。

中国における資産証券化商品は、監督当局の所管でみると、①中央銀行の中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）が所管する「貸出債権証券化商品」（貸出債権 ABS）、②中国証券監督管理委員会（証監会）が所管する「企業特定資産証券化商品」（企業 ABS）、③中国銀行間市場取引商協会が所管する「資産担保帳票」（Asset Backed Medium-term Notes、ABN）の三つに大別される。

中国では、資産証券化商品を債券の一種として分類することが一般的であり、図表 1 にある通り、2021 年の資産証券化商品全体の年間発行額は 3.1 兆元と、債券全体の発行額 61.9 兆元の 5%程度を占めた。このうち、貸出債権 ABS の年間発行額は 8,815.3 億元であり、資産証券化商品全体の 28.4%を占め、企業 ABS は 1 兆 5,789.9 億元、同 50.8%、ABN は 6,456.7 億元、同 20.7%となっている。

図表 1 中国における資産証券化商品の年間発行総額・発行数の推移



(出所) WIND より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿における不動産関連収益権の証券化商品は、賃料の収益権などの不動産関連資産を担保にした資金調達のために組成される私募ベースの証券化商品を指す。「類 REIT」と呼ばれている。

² Tsai Lee 「中国国务院 知的財産権資産の証券化を支持」『Lexology』2019年2月参照。

II 中国における資産証券化商品市場の発展経緯

中国における資産証券化市場は、図表2にある通り、2005年に中国人民銀行と元中国銀行業監督管理委員会（銀监会）³の「貸出債権資産証券化テスト管理弁法」の公布を受けて正式にスタートしたが、2005～2008年の資産証券化商品の発行は、合計26本、929億元に留まった。その後、2008年のグローバル金融危機を受けて、中国当局は、リスクに対する懸念や金融管理監督の健全性等の観点から、資産証券化商品の新規発行の承認をほぼ停止した。

2012年5月に中国人民銀行、銀监会、財政部が公表した通知により、一時停止状態にあった資産証券化市場が再開され、その後、資産証券化市場の発展を促進する各種の施策が講じられてきた。

背景としては、第一に、国務院主導の金融業における規制緩和があった。急速な経済発展に伴う中小企業の資金需要拡大に対応するため、国務院は2013年6月、商業銀行の資産の流動性向上などを通じて実体経済発展への金融支援を強化し、中小企業への融資ルートを拡大する方針を表明し、その中で、資産証券化は資産の流動性向上と融資の促進において重要な手段と位置付けられた。第二に、金利の自由化により、商業銀行の金利収入が縮小し、資産証券化を推進して収入源の拡大を図る必要が生じた⁴。

資産証券化市場の促進策としては、例えば、国務院が設定する貸出債権ABSの発行額上限⁵を2012年の500億元から2013年には4,000億元、2015年には5,000億元に拡大したことや、2014年11月に資産証券化商品の発行が認可制から届出制へ移行したこと、ネガティブリスト方式⁶の導入及び届出制との併用が認められたことなどがある。また、2016年12月には、ABNに特定目的会社（SPV）を用いることで倒産隔離を実現できることが法律上明確化された⁷。これを受けて、ABNの発行額は、2015年の35億元から2016年には5,074億元まで拡大した。更に、市場参加者の拡大も図られており、2014年5月には、外資系金融機関のオリジネーターに資産証券化市場が開放された。これを受けて、2015年には、HSBCやスタンダードチャータード銀行がローン担保証券（CLO）、トヨタ自動車自動車ローンが自動車ローンを原資産としたABSを発行するなどの動きがあった。

貸出債権ABS、企業ABS、ABNの推移をみると、2012年の資産証券化市場の再開以降、貸出債権ABSと企業ABSは上記の促進策などにより急速に拡大し、ABNも比較的小規模ながら2016年以降に着実に増加してきた。企業ABSは、中小企業の旺盛な資金需要などを背景として、2016年に初めて貸出債権ABSを上回り、現在に至っている。

³ 2018年3月、全国人民代表大会において、「国務院機構改革方案」が審議・可決され、銀监会と中国保険監督管理委員会が統合され、銀保监会が新設された。

⁴ 中国人民銀行は2013年7月、金融機関の貸出金利の規制を緩和し、2015年10月には預金金利の変動上限制が実施され、商業銀行の預貸スプレッドが大幅に縮小した。

⁵ 2005年に中国人民銀行と銀监会が公布した「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機関に対して、その年の発行額が規制されることとなった。

⁶ 証券化に適さない原資産、資産証券化における規制要件を満たさない原資産（例えば地方政府を債務者とする原資産、法律・規制に違反する資産等）を特定する方式。

⁷ 貸出債権ABSと企業ABSは2005年の開始当初からSPVの設立を必須条件としていたが、ABNの当初のガイドラインはSPVの設立を必須条件としていなかった。

図表2 中国における資産証券化市場をめぐる主な出来事

2005年4月	中国人民銀行・銀監会、「貸出資産証券化テスト管理弁法」を公布・実施。中国における資産証券化市場が開始。
2011年4月	中国人民銀行、「中国銀行業の新管理監督基準の実施に関する指導意見」を公表。バーゼルⅢを国内法化するもので、銀行のリスクアセットの計算方法を最適化し、自己資本がカバーするリスクの範囲を資産証券化業務まで拡大。
2012年5月	中国人民銀行・銀監会・財政部、「貸出債権証券化テストのさらなる拡大に関する通知」を公表。一時停止していた資産証券化市場を再開。
2012年8月	中国銀行間市場取引商協会、「銀行間債券市場における非金融企業向け資産担保債券に関するガイドライン」を公表。ABNを正式に導入。
2013年6月	中国人民銀行・銀保監会・証監会、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の試行を実施。
2014年5月	国務院、「資本市場の健全な発展の更なる促進に関する国務院の指導意見」を発表し、適格外国機関投資家の範囲を拡大し、投資枠と上限を引き上げ、外国投資家に着実に開放する指導方針、資産証券化商品の開発を促進する方針を表明。
2014年9月	証監会、「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」のパブリックコメントを募集。
2014年11月	銀監会、「貸出債権証券化の登記届出業務プロセスに関する通知」を公表。同月に証監会、「証券会社及び基金管理子会社資産証券化業務管理規定」を公表。従来の企業ABSの認可制から届出制へ移行。
2014年12月	ネガティブリスト方式を導入。届出制と併用を容認。
2016年12月	中国銀行間市場取引商協会、「非金融企業向け資産担保債券に関するガイドライン(改訂案)」を公表。特定目的会社(SPV)によりABNに倒産隔離を導入。
2018年4月	銀監会・証監会・証券業協会・中国国家外為管理局、「金融機関の資産運用業務の規制に関する指導意見」(資産新規制)を公表。
2018年9月	銀監会、「商業銀行理財業務監督管理条例」(「理財新規」)を公表。資産証券化商品を理財商品の投資範囲に含めた。
2019年12月	第13期全国人民代表大会常務委員会第15回会議、証券法の修正案を公表。資産証券化商品が証券法の適用範囲に。
2020年9月	銀監会、「銀行系金融機関による貸出債権証券化に関する情報の登録事項」を公布。貸出債権ABSに関する情報登録制度を開始。
2020年12月	中国人民銀行・銀監会、「銀行金融機関の不動産貸付の集中管理システムの構築に関する通知」を公布。銀行の総貸出に占める不動産ローンおよび個人住宅ローンの割合の上限を設定。
2021年9月	銀保監会、「資産証券化プランと保険私募ファンドの登録に関する通知」を公布。

(出所) 証監会、中国証券業協会、中国銀行間市場取引商協会などより野村資本市場研究所作成

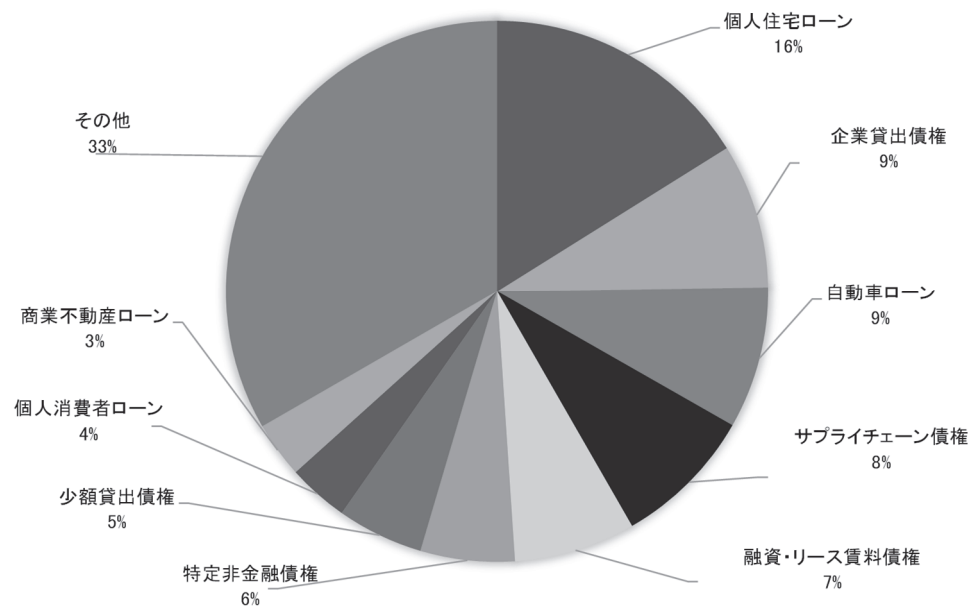
Ⅲ 中国資産証券化商品の原資産

冒頭で述べた通り、中国における資産証券化商品は、監督当局の所管別に、貸出債権ABS、企業ABS、ABNに大別されるが、それらを合算して原資産の構成比を示したのが図表3である。中国における住宅市場が急成長する中、比較的安全な融資とみられる個人向け住宅ローンを原資産とする証券化商品(RMBS)の発行額が最も大きく、2021年の年間発行額は4,993億元(前年比23%増)であった。2020年12月以降、政府による不動産市場に対する規制が一層強化されたことを受け、商業銀行にとってRMBSを発行して住

宅ローン債権を流動化し、収益改善を図るインセンティブが一層高まっている。なお、RMBSに次ぐのが、企業貸出債券 ABS の 2,679 億元、自動車ローン ABS の 2,635 億元、サプライチェーン貸出債権 ABS⁸ の 2,621 億元、リース賃料権 ABS の 2,244 億元となっている。

近年では、貧困救済・地方経済支援プロジェクト、知的財産権やグリーンエネルギー関連資産などを原資産とした資産証券化商品も発行されている。2016年4月、中国初の自然景勝地の入場券を原資産とした「雲南省文産巴拉宗国家風景区⁹入場券証資産担保特別プラン」が発行され、2019年3月には、中国初の知的財産権を原資産とした資産証券化商品「文科リース第一期資産担保プラン」（文科第一期 ABS）が第一創業証券により発行された。更に、2021年9月には、電池・自動車大手の比亞迪（BYD）グループが中国の民営企業として初となるグリーンABSを発行し¹⁰、三菱UFJ銀行などが共同主幹事を務めた¹¹。

図表3 資産証券化商品の原資産内訳（2021年末時点残高ベース）



（出所）WIND より野村資本市場研究所作成

⁸ サプライチェーンにおける一連の債権をパッケージ化した ABS。

⁹ 巴拉宗国家風景区は、国家貧困県に位置し、世界自然遺産である三江併流の紅山地区の中核的風景区の一つである。

¹⁰ これまでは、上海汽車グループなど国有企業で実施した例がある。

¹¹ 「三菱 UFJ、中国で環境 ABS 主幹事 民営企業初の案件」『時事通信社』2021年9月22日を参照。

IV おわりに

中国における資産証券化市場は、2012年の再開以降、一連の規制緩和政策及び経済発展、更には金融包摂¹²の発展などの影響もあり、急速に拡大してきた。一方で、現状、中国における資産証券化市場の投資家は商業銀行が中心的であり、銀行が互いの資産証券化商品を持ち合うこともあるため、結果的に、信用リスク等が銀行システムに集中する可能性が生じている。制度上、資産証券化市場に直接投資できるのは適格投資家¹³のみとされているが、国内銀行以外の投資家による証券化市場の利用は未だ限定的なのが実情である。今後は、海外投資家に市場を開放することや、保険会社や資産運用会社など銀行以外の投資家の育成が課題といえよう。また、個人投資家は理財商品や保険信託プランを通じた投資が可能であるが、小規模に留まっている。商品開発が進めば、結果的により幅広い個人投資家の利用に繋がる可能性もあろう。

これまでは、当局が規制緩和等を通じて、住宅ローンなど証券化しやすい原資産を手始めに、資産証券化市場の成長を主導し、活性化させてきた。今後、中国市場において、住宅市場の規制強化や、内需・消費主導の成長モデルへの転換が進む中、銀行や企業の資産流動化の需要や、中小企業の融資の需要は拡大すると思われる。資産証券化市場の発展の余地も大きく、今後の動向が注目される。

¹² 2016年1月には、国務院が「金融包摂の発展計画（2016－2020年）の推進を配布することに関する国務院の通達」を発表し、積極的に推進することとした。資産証券化は、中小・零細企業（SME）、環境・社会に配慮したグループなど金融包摂の対象となる主体への融資も原資産とするため、金融包摂の推進は間接的に資産証券化を推進することとなる。

¹³ 中国における適格投資家には、「上海証券取引債券市場投資家適切性管理弁法」に基づき、純資産1,000万円以上の法人などが含まれる。