

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

中国の社債市場の現状と展望

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 研究員
五味 佑子
yuko_gomi@iima.or.jp

<要旨>

- 中国の債券市場規模が近年拡大しており、中でも社債¹の存在感が大きい。中国（除く香港）の国債以外の債券（社債と金融債の合計）は2012年に日本を抜いてアジア最大の規模となった。中国の債券市場は大きくインターバンク市場と取引所市場に分かれ、中国人民銀行によれば発行額、債券残高ともに前者が90%以上の規模を占める。
- いわゆる「社債」には、公司債、企業債、CP、MTNなどの種類があるが、このうちCP、MTNなどの発行が増加している。発行方式が比較的簡便であることから発行量が増加しているものと推察される。なお、中国の社債は債券の種類によって監督機関が異なり、取引できる市場が異なるという状態になっているが、いずれの債券も国有企業による発行が大きなシェアを占めている。中小企業の債券発行も近年出始めているが、発行規模は限定的で、債券の種類によって監督機関や発行条件が異なっている。
- 債券の保有者では、社債の大部分が取引されるインターバンク市場において、商業

¹ 本稿では、社債とは中国人民銀行でいう「公司信用類債券」（企業債、公司債、CPやMTNなどの融資ツールなど）を指す。

銀行とファンドが大きなシェアを占めている²。また、インターバンクにおける債券は満期保有が中心であり、債券市場は実質的に銀行貸出の変形となっている側面がある。

- 社債市場育成が課題となっている他のアジア諸国同様、中国でも債券市場における銀行の過大なプレゼンス、社債の発行体や投資家の多様化の遅れなどが課題となっているが、中でも特徴的なのは、中国の債券市場では監督機関毎によって市場が分断されているということである。市場、また発行する債券の種類によって監督機関が異なり発行体側からも投資家側からも使い勝手が悪いものだが、監督当局からすれば政策や資金用途に応じて債券発行を認められる仕組みだともいえる。
- 当局は、債券に対する暗黙の政府保証や、それによる金利形成の歪みなど、健全な市場形成を阻む問題を認識しており、債券市場改革を進めていくとしているが、少なくとも短期的には、現状の社債市場に急変をもたらすような大幅な改革がなされるとは考えにくく、管理された取引は引き続き残っていくものと考えられる。

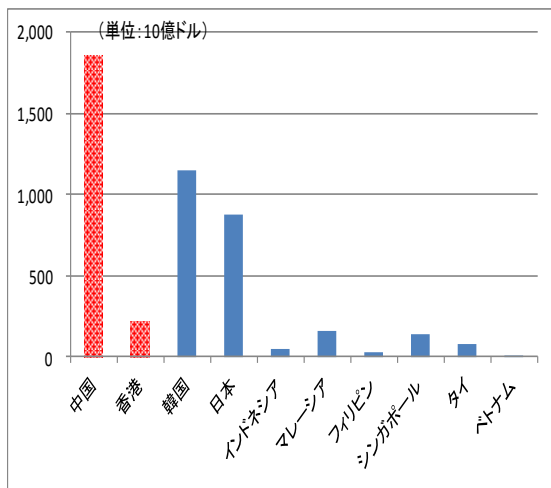
＜本文＞

1. 中国の債券市場と社債

国際決済銀行（BIS）の統計によれば、2013年12月末時点の世界の債券市場規模は約90兆ドル（約9,450兆円）であり、うち中国（除く香港）は約4兆ドルと10年間で約9倍に拡大し、世界6位の規模となっている。また、Asian Bonds Onlineによれば、中国の国債以外の債券（社債と金融債の合計）は2012年に日本を抜いてアジア最大の規模となっている。図表1-2のとおり、近年の中国債券市場において、社債の存在感が大きいことがわかる。

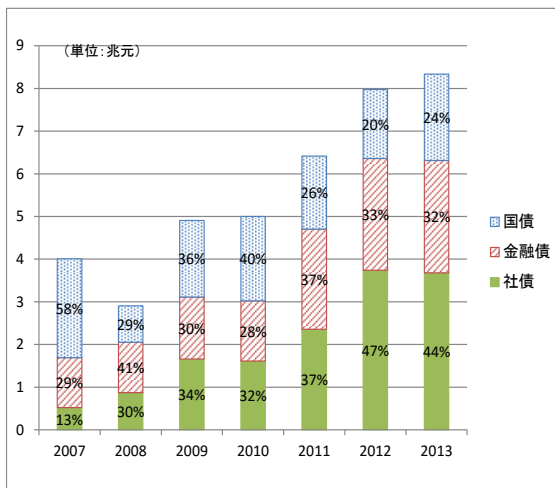
² 取引所市場における保有者の割合の統計はなし。

図表 1-1: 東アジア地域の市場規模比較
(金融債と社債の合計)



出所：Asian Bonds Online (2013年12月末時点)
※ベトナムの規模は22億ドル

図表 1-2 : 中国の債券発行額推移³



出所：中国人民銀行、中国債券網
※棒グラフの数字は発行額に占める各債券の割合

2. 中国の社債市場の特徴

中国の債券市場は、大きくインターバンク市場と取引所市場の2つに分かれているが、中国の債券の90%以上はインターバンク市場で取引されている⁴。社債についても同様であり、2013年に取引所市場で発行された社債は全体の11%に留まる⁵。

また、中国で取引されている代表的な社債は図表2に示すとおりであり、短期物はCP (コマーシャルペーパー)、SCP (Super short-term Commercial Paper、より期間が短いCP)、中長期物がMTN (中期手形)、公司債及び企業債が長期物という大まかなくくりとなっているが、債券の種類によって監督機関が異なり、取引できる市場が異なるという状態になっている。

³ 2011年以前の数字は企業債のみ (中国人民銀行の統計変更による)

⁴ 中国人民銀行の「中国金融穩定報告2014」によれば、2013年の債券発行額の91%、債券残高の94%がインターバンク市場によるものとなっている。

⁵ 中国証券登記結算公司 (CSDCC) で登録された社債の割合。

図表 2: 中国の代表的な社債

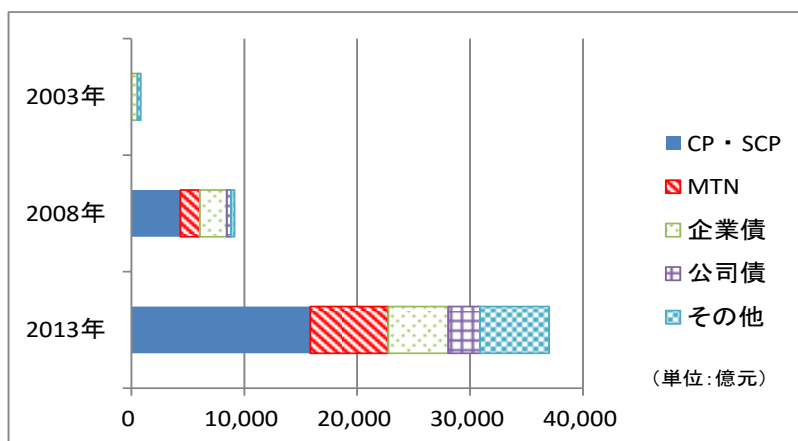
	SCP,CP,MTN	公司債 (上場企業発行債)	企業債
監督機関	中国人民銀行、中国銀行間市場 交易商協会(NAFMII)	中国証券監督管理委 員会(CSRC)	国家発展改革委員会(NDRC)
承認方法	登録制		審査・許可制
規模	累積額は企業の純資産の40%以内とする		国務院の承認額を満たした上で、累積 額は企業の純資産の40%以内とする
発行レート決定	入札、ブックビルディング	市場の流動性を勘案 して、発行者と出資 者が決定	市場の状況によって企業が決定す るが、監督機関の決定に左右される
債券の満期	SCPは270日以内、CPIは1年以 内、MTNは通常10年以内	制約なし	制約なし。長期債は通常5年以上
主な取引場所	インターバンク市場	取引所市場	インターバンク市場 取引所市場
登録・決済機関	・中央国債登記結算有限責任公司 (CCDC) ・銀行間市場清算所株式会社 (SHCH, 上海清算所)	中国証券登記清算公司 (CSDCC)	・中央国債登記結算有限責任公司 (CCDC) 中国証券登記清算公司 (CSDCC)

出所：ASEAN+3 Bond Market Guide Volume1 より国際通貨研究所作成

※企業債は大半がインターバンク市場で取引

2005年にCP、2007年に公司債、2008年にMTNと取扱商品が増えるにつれ拡大してきた社債市場であるが、2013年時点では中でもCP、MTNの発行が全体の62%を占めている。債券そのものによる調達よりも、それに準ずる融資ツールによる調達が増えている。

図表 3: 中国における社債の発行状況



出所：上海清算所、中央国債登記結算有限責任公司、中国証券登記結算有限責任公司

※2013年のその他のうち、5,668億元がPPN (Private Placement Note。融資ツールの一種)

次に、社債の発行者をみると、一部の発行体に集中しており、中でも国有企業の発行体が支配的であることがわかる。

図表 4: 上位 30 社の社債発行体の状況 (2013 年)

全体の社債発行残高(億元)	85,054
上位30社の社債発行残高(億元)	41,349
内、国有企業の発行残高(億元)	35,690
全体に占める上位30社の社債発行残高の割合(%)	48.6
上位30社の社債発行残高に占める国有企業の割合(%)	86.3

出所：AsianBondsOnline

国有企業を中心とした大企業の債券発行が支配的である中、中小企業による債券発行の枠組みも存在するが、発行規模は限定的で、債券の種類によって監督機関や発行条件が異なっている。

図表 5-1：中小企業の発行する債券

	中小企業集合手形	中小企業集合債	中小企業私募債
監督機関	中国銀行間市場交易商協会 (NAFMII)	国家発展改革委員会 (NDRC)	中国証券監督管理委員会 (CSRC)
承認方法	登録制	審査制	届出制
方式	2社以上10社以下の中小企業を一つの発行体に束ねて統一発行し、各自が債務を負担	複数の中小企業を1つの発行体に束ねて1つの債券を発行し、各自が債務を負担	通常1社の中小企業が発行するが、複数集合で発行することも可能
規模	1企業の担当額は2億元以内かつ純資産の40%以内。1本の手形の金額は10億元以内	1企業の担当額は純資産の40%以内	制約なし
発行レート の決定	マーケットで決定	中国人民銀行の審査の下で決定	銀行貸出基準金利の3倍以内
主な取引 場所	インターバンク市場	取引所市場	取引所市場

出所：上海清算所、中国債券網、各種資料より国際通貨研究所作成

※中小企業私募債は公司債に、中小企業集合債は企業債に含まれる。

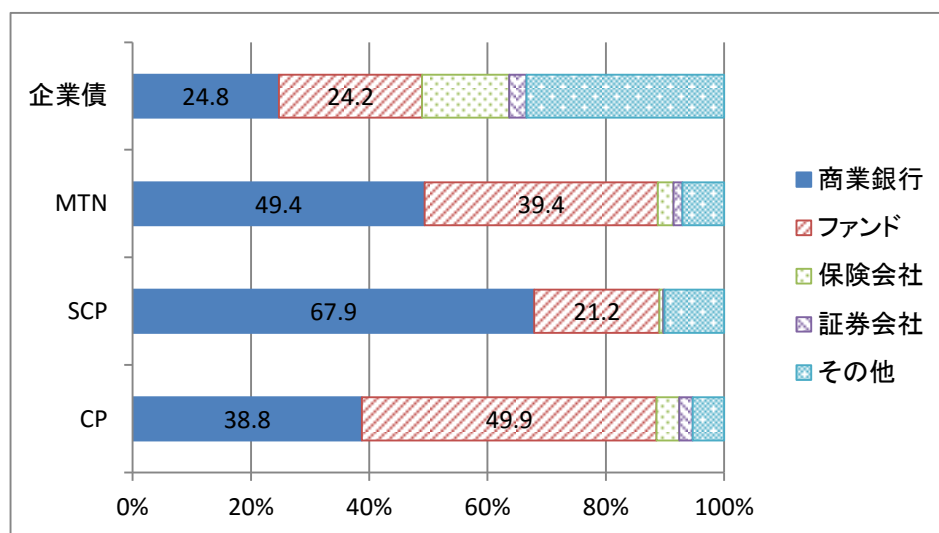
図表 5-2: 中小企業の発行する債券の推移

	中小企業集合手形		中小企業集合債		中小企業私募債	
	本数	金額(億元)	本数	金額(億元)	本数	金額(億元)
2009	4	12.65	0	0	0	0
2010	19	46.57	2	5.83	0	0
2011	17	52.34	3	14.18	0	0
2012	34	70.87	5	14.81	73	76.53
2013	3	5.17	15	17.03	217	285.23

出所：中国債券網、中国証券登記結算有限公司

社債の投資者側の状況はどうなっているかという点、前述のとおり社債の大部分はインターバンク市場で取引されており、同市場においては商業銀行とファンド⁶が大きなシェアを占めている。また、図表7に示すとおり、最近は国債・社債ともに債券のターンオーバー率が低調であり、債券の購入後は満期保有が中心となっていることがうかがえる。

図表 6: インターバンク市場における社債保有者の状況（2013年）

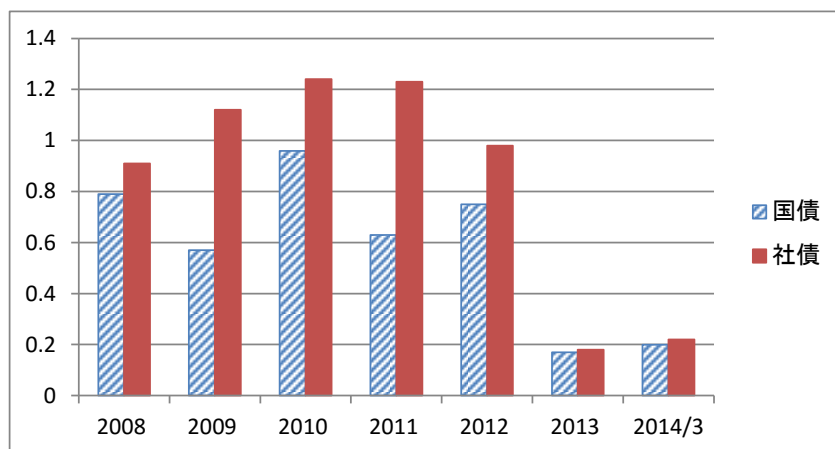


出所：中国債券網、上海清算所より国際通貨研究所作成

※企業債の「その他」33.4%のうち26.2%は取引所

⁶ 中国証券投資基金業協会によると、2013年末のファンドの管理資産は4.2兆円で、その内公募ファンドが3.1兆円。公募ファンドには株式型、混合型、債券型、通貨型があるが、債券型が約10%、混合型が19%となっている。

図表 7: 債券のターンオーバー比率



出所：Asian Bonds Online

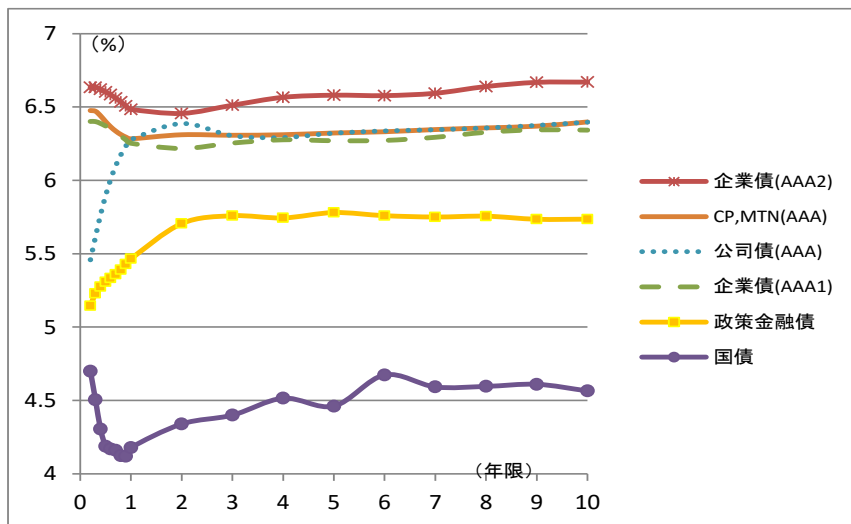
※ターンオーバー比率＝債券取引量÷債券の平均残高

以上のことから、①近年の中国社債市場の拡大は、様々な融資ツールの拡大に伴うものであること、②それら融資ツールを含む債券の主な発行者は国有企業・大企業が中心であること、③引受者の約半数が銀行であり、かつ債券のターンオーバー率が低調であることを踏まえれば、中国の社債市場は、実質的に銀行貸出の変形となっている部分が多いといえる。

金利体系は、図表 8-2（2014 年 6 月末時点）のとおり、政策金融債をベンチマークにイールドカーブが形成され、公司債、企業債の順に利回りが高くなっている。図表 8-1（2013 年 12 月末時点）では、シャドバンキングに対する懸念や米国の量的緩和縮小懸念などからインターバンク短期金利が上昇したことから、債券市場にも影響がみられた。その後、2014 年 3 月には中国社債市場初のデフォルト（債務不履行）が起きたものの、徐々に金利は落ちついてきている。なお、中国人民銀行によれば 2013 年 7 月に貸出金利の下限の規制が撤廃され、貸出金利については自由化された後も人民元貸出の約 90%は貸出基準金利（現行の 1 年物貸出基準金利は 6%）以上の貸出である。図表 8-2 でみると、最終利回りは 6%以下となっており、調達コスト削減という債券市場での調達メリットを企業は享受している。一方で、国債とのスプレッドで見ると、図表 9 のとおり AAA 格でも 200bp 前後のスプレッドがあり、日本や韓国と比較すると非常に大きい。中国の主要格付機関の 1 つである上海新世紀評級のレポートによれば、2013 年の

中国社債の発行体の格付のほとんどがAA以上⁷であるが、前述のスプレッドの状態を鑑みると、中国の社債に対するリスクが大きいと判断されていると考えられる。

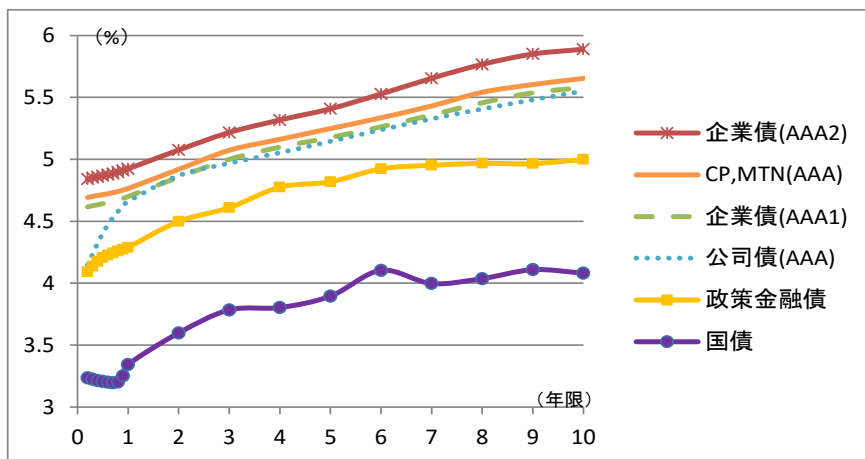
図表 8-1: 社債と国債、政策金融債のイールドカーブの関係 (2013年12月末時点)



出所：中証指数有限公司

※企業債はインターバンク市場のもの。カッコ内は格付

図表 8-2: 社債と国債、政策金融債のイールドカーブの関係 (2014年6月末時点)



出所：中証指数有限公司

※企業債はインターバンク市場のもの。カッコ内は格付

⁷ 発行体がAA未満の格付となっている割合を社債の種類別に示すと、CP6.6%、中期手形0.4%、公司債及び企業債は0%。

図表 9: 社債と国債の спреッド (2013 年 12 月末時点、単位 : bp)

	社債(AA) vs 国債			社債(AAA) vs 国債		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年
中国	296.8	294.1	313.9	205.8	183.1	182.9
韓国	21.0	42.0	42.0	17.0	38.0	38.0
日本	11.9	18.1	16.4	0.0	0.0	0.0

出所 : Asian Bonds Online

※なお、Thomson Reuters によれば、2013 年 12 月末時点の日本の社債 (AAA) と国債の спреッドは 3 年物 0.001 (-0.1bp)、5 年物 0.124 (12.4bp)。1 年物はデータなし。

3. 中国の社債市場の問題点

社債市場育成が課題となっている他のアジア諸国同様、中国でも債券市場における銀行の過大なプレゼンス、社債の発行体や投資家の多様化の遅れなどが課題となっているが、中でも特徴的なのは、中国の債券市場ではそれぞれの市場が監督機関によって分断されているということである。つまり、市場、また発行する債券の種類によって監督機関が異なり、市場によって参加者が制限されている。これは、発行者からすれば、債券発行の際の手続きが監督機関によって異なるため、不便である。投資家側からすれば、例えば債券市場の大半を占めるインターバンク市場には、個人投資家はアクセスできない⁸など、限られた商品しか投資することができない。つまり、どちらの側からみても使い勝手が悪いといわざるをえない。だが、一方でそれぞれの監督機関の意向に沿った形で、政策や資金用途に応じて債券発行を認められる仕組みだともいえる。

また、中国の長期物の社債は、公司債 (民間企業が発行の中心) と企業債 (国有企業が発行の中心) とであるが、企業債は公司債の 2 倍の規模であり、その存在感は大きい。また、図表 2 で示したとおり、両者は監督機関が異なるため、管理のコンセプトが異なる。すなわち、公司債は債券市場において発行時及びその後の情報開示などの管理がなされているが、企業債は発行時の審査に重点が置かれ、発行後の管理はあまり重点が置かれておらず、情報開示が不十分な部分がある⁹。

このように、中国の社債市場は他と大きく異なる状況にある。取引に障害のない自由な債券市場であれば、市場の判断に基づいて債券が引受けられ、市場がデフォルトすべきと判断した債券は市場から退場することになる。現在の中国の社債市場は、国家政策

⁸ 個人投資家が銀行窓口で購入できるのは、証書式国債と電子式の貯蓄国債。

⁹ 慈溪市人民政府金融工作办公室ホームページの解説による。

のニーズに応えられる仕組みになっている。それが、他方において、当局が債券発行にコミットしていると市場が認識することによって、債券に対する暗黙の政府保証が想定され、それによった金利形成の歪みなど、健全な市場形成を阻む面がでてきている可能性がある。

今後を展望する上では、企業債の動向を注目する必要があると考える。

図表4に示したとおり、企業債のほとんどを発行しているのは国有企業である。そしてそれらのほとんどは地方にある国有企業である。特に、城投債（インフラプロジェクト向けに発行された債券）の発行が多くを占めているとみられている。投資主導で経済成長を遂げてきた中国では過剰な不動産投資が懸念されている。仮にこれらの債券でデフォルトが発生した場合に、多くの企業債が発行の背景として似たような構造を抱えるため、債券市場に与える影響は大きい。

他方で、国家发展改革委員会が監督する企業債の発行プロセスには、国家政策が反映されることになる。都市化を推し進めている中国当局にとっては、発行時点では審査を厳しく行っていくとしても、必要な資金を確保するために、市場での調達を認めるというインセンティブが働き、今後も企業債の発行が増えていくものと考えられる。

4. 今後の展望

当局は社債市場の問題点を認識し、2013年の三中全会の決定にあるように「資源配分で市場が決定的な役割」を担い、「市場で価格形成できるものは市場に任せる」方針を打ち出すなど、債券市場改革を進めていくとしている。しかしながら、少なくとも短期的には、社債市場の全面的な自由化へ向かっていくとは考えにくく、管理された取引は引き続き残っていくものと考えられる。

主要参考文献

- 関根栄一 「中国の社債発行制度改革—中国版 MTN の登場—」 2009 年 Spring
社債市場の活性化に関する懇談会ワーキンググループ「社債市場の活性化に関する海外
調査報告」(2010 年 4 月)
- 野村資本市場研究所 「中国の国債・地方債制度及び取引市場に関する調査」
(2012 年 3 月)
- 川村雄介著・日本証券経済研究所編 「最新中国金融・資本市場」金融財政事業研究会
(2013 年 1 月)
- 三菱東京 UFJ 銀行「BTMU 中国月報 第 99 号」(2014 年 4 月)
- 上海清算所 2012Yearbook
- 中央国債登記結算有限責任公司 「2013 年度債券市場統計分析報告」
- 中国債券信息网のウェブサイト
- 中国証券登記結算有限責任公司「中国証券登記結算統計年鑑 2013」
- 中国農業銀行「中小微企多元化融資支持体系分析与展望」2013 年 8 月
- 中国人民銀行「中国金融穩定報告 2014」、「貨幣政策執行報告」各年四半期版
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司「2013 年中国債券市場发行与评级研究」
(2014 年 1 月)
- Asian Development Bank “ASEAN+3 Bond Market Guide “— People’s Republic of China.
(2012 年)
- Asian Bonds Online のウェブサイト
- IOSCO “Corporate Bond Markets: A Global Perspective- volume1” 2014 年 4 月

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話: 03-3245-6934 (代) ファックス: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>