

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2025年10月8日

## アジアの社債・ABS市場の現状 I.中国・香港

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 上席研究員  
梅原直樹  
[umehara@iima.or.jp](mailto:umehara@iima.or.jp)

### はじめに

本稿は中華人民共和国（中国）で外資系企業を含む民間企業が資金調達を行う際、借入以外に社債やABSの活用事例が増加しているとの情報を踏まえて、同国の債券市場を概観した上で社債およびABS市場の現状について整理を試みるものである。

### 1. 中国の債券市場

#### (1) 中国の債券市場の特徴

##### ①概観

中国は、2001年の世界貿易機関（WTO）加盟を追い風に改革開放政策を加速・深化させ、2008年のグローバル金融危機を大型景気刺激策で乗り越え、中・高速度の経済成長を実現してきた。そうした中で金融セクターも急速な規模拡大と質の変化を経験してきた。中国の金融システムは、伝統的に中央銀行である中国人民銀行を中心にして形成され、傘下に政策性銀行や国有商業銀行など大手金融機関が配置されるイメージでとらえられる。中国人民銀行は中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）などの業界団体を活用して金融市場の秩序を形成・維持している。規制当局としては、現在は中国人民銀行の他、国家金融監督管理総局（NFRA）や中国証券監督管理委員会（CSRC）、国家外為管理局（SAFE）がそれぞれ役割を担い、横の連携や調整を含めた様々な活動が行われている。対外開放やグローバル金融市場への統合は慎重かつ漸進的に進められているが、

2012年秋の習近平政権誕生以来、「総体的国家安全観」や「質の高い経済成長」などを表看板として掲げる中で、昨今は経済発展より安全・安定を重視する傾向も見られ、金融セクターの成長や対外開放はやや速度を落としても安全で着実な前進が図られていると言える。

1997年7月に主権が戻り中華人民共和国の特別行政区となった香港に関しては、現状は「一国二制度」に基づき、中国本土とは異なり、英国コモンローを基礎にした資本主義経済システムが現在も継続しており、今後も国際金融センターとしての機能を発揮することが期待されている。香港では、中央銀行が存在せず香港金融管理局（HKMA）がカレンシーボード制を採用し、主に香港ドルが流通しているが、中国本土側の意向も加わり、オフショア人民元のコアマーケットとしての役割も担う。本稿では、本土の金融市場、なかでも債券市場を中心的に取り上げる。

## ②構造と規模

まずは中国本土全体の資金調達状況の俯瞰から始める。2024年末現在の社会資金調達規模（残高ベース）は、408兆人民元（57.3兆米ドル、1ドル7.12円で換算）となっており、その内訳は銀行貸出が62%、残り38%の中で、政府債券が20%、企業債券<sup>1</sup>が8%、株式調達が3%、その他が8%となっている（図表1）。2017年末時点の総残高は206兆人民元と、2024年の2分の1であった。内訳は銀行貸出が59%、政府債券が14%、企業債券が9%、株式調達が3%、その他が15%となっている。この15%のうち委託貸出が7%、信託貸出が4%となっており、貸出総量規制等を逃れるため「シャドーバンキング」が隆盛していたことを示す。大まかに言えば6割以上が銀行貸出で占められており、ここ7年間で大きな変化はない。

また、政府債（国債・地方債）を控除した非政府部門を取り出すと、2024年末で銀行貸出が77%、企業債券が10%となっており、2017年は銀行貸出が67%と企業債券11%となっている。やはり、銀行貸出が中心で、3分の2から4分の3に近いシェアを占めている。さらに、企業が発行する債券も、銀行本体や銀行系のファンドが保有している比率が高く、中国の金融市場における銀行のプレゼンスは極めて高い。

中国の債券市場の残高は、2000年末の段階では2,000億米ドル相当と日本の30分の1にも満たなかった（図表2）が、その後、2005年頃より制度が整えられ、2010年には3兆ドル台に乗せてきた。地方政府によるシャドーバンキングなどのレバレッジを効かせたファイナンスも拡大し、不動産デベロッパーなどが債務の拡大を推進力にして経営規模の拡大を図る流れもあり、債券発行規模2018年には12兆ドルを越えるまでに拡大し<sup>2</sup>、その後も拡大は続き2024年末現在で24兆米ドル相当と日本の2.2倍にまで拡大

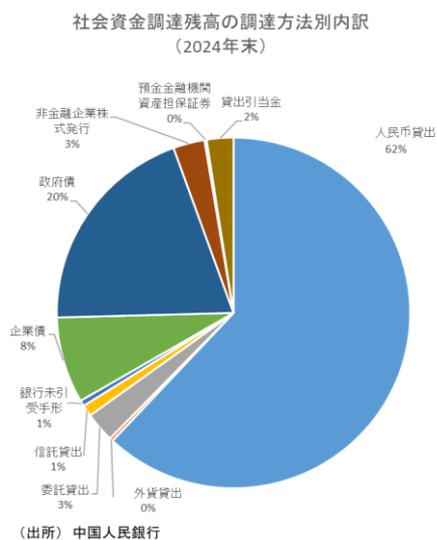
<sup>1</sup> ここで言う「企業債券」は広義であり中国語の「公司信用類債券」を差し、非金融企業債務資金調達ツール（中期手形やコマーシャルペーパー）、企業債券（狭義）、公司債、転換社債等を含む。

<sup>2</sup> 2018年に残高で日本を抜いている。

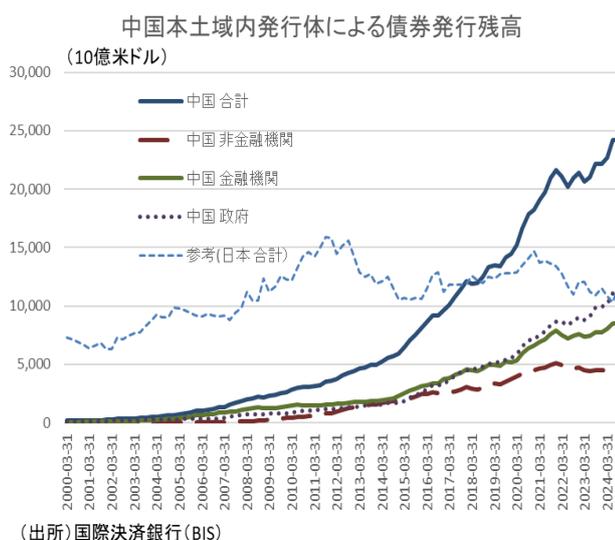
している。

2020年夏のデベロッパー向け融資規制で、不動産価格は永遠に上がり続けるという「不動産神話」が崩壊し、社会に節約志向が広がり、需要不足により経済はデフレ入りが懸念されている。中国政府は財政拡張による経済下支え策を打ち出さざるを得ず、今後も赤字国債など中央・地方債券の発行残高は膨らみ債券市場の規模は拡張が予想される。

【図表 1】



【図表 2】



### ③中国本土で発行される債券の種類と特徴

中国本土で発行・流通する債券は、政府・準政府債と信用債に分類できる(図表3)。政府・準政府債(ソブリン・準ソブリン債)は具体的には国債と地方政府債、さらに政策性金融機関債を含む。そのうち国家開発銀行債は国債以上に銀行間取引市場で存在感があり、金利指標などに使われてきた。

他方、信用債(クレジット債)は国有金融機関債、中央・地方国有企業債、民営企業が発行する債券、中期手形、コマーシャルである。国有金融機関や中央・地方国有企業は性格上、準ソブリンの色彩を持つが、格付機関による信用格付が与えられ、発行金利や流通価格などのプライシングが行われるという意味で信用債に分類される。

流通市場については、銀行間市場(インターバンク市場)と証券取引所(上海、深圳、北京 OTC 市場など)の2つに大きく分かれる構造となっている。それらの市場には、それぞれ保管振替決済のための機関が存在している。さらに銀行間市場には2つの機関がある。1つは中国中央国債登記結算有限責任公司<sup>3</sup>(略称:中央結算公司、英文:China

<sup>3</sup> <https://www.ccdc.com.cn/>  
 中央結算公司是、中国債券信息网(Chinabond: <https://www.chinabond.com.cn/>)のサイトを通じてソブリン・準ソブリン債券に関する情報発信を行っている。

Central Depository Trust & Clearing Co. Ltd. (CCDC)) であり、国債、地方政府債、政策性銀行債、金融機関債等の保管振替決済の機能を担う。もう一つは上海清算所<sup>4</sup> (Shanghai Clearing House (SHCH)) で社債（いわゆる公司信用類債券）や金融派生商品（デリバティブ商品）の保管振替決済の機能を担う。他方、上海や深圳にある証券取引所での取引については株式・債券とも、中国証券登記結算有限責任公司（略称：中国結算、英文：China Securities Depository and Clearing Corporation Ltd. (CSDC)) が保管振替決済の役割を担っている。このように中国では銀行間市場と証券取引所市場があり、制度・インフラ面で分断がある。各保管振替決済機関における 2024 年末の債券登録残高を見ると、CCDC が 116 兆元、SHCH が 44 兆元、CSDC が 19 兆元（株式を含む時価ベースでは 110 兆元）と、銀行間市場が 89%を、証券取引所市場は 11%を占めている。中国における債券取引は現在、圧倒的に銀行間取引市場を中心に行われている。

規制当局に関しては、銀行間市場では金融機関と中央銀行が作った自主規制団体である中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）が実務を担っている。証券取引所の取引では上海・深圳・北京の各取引所に加えて証券監督管理委員会が管理監督の役割を担う。なお、中国証券業協会という業界団体も存在はするが、市場運営の実務は各証券取引所自らが担う形となる。

---

<sup>4</sup> <https://www.shclearing.com.cn/>

【図表 3】

中国で現在、発行・流通している各種債券分類

	政府債と準政府債			信用債(クレジット債、国有商業銀行債や国有企業による債券を含む)						資産支持証券(ABS)類			
	国債	地方政府債	政策銀行債(政府系金融機関債)	金融債(商業銀行債他)	企業債(China Enterprise Bond)	公司債(Corporate Bond)	中期手形(MTN)	非公開定向債務融資工具(PPN、私募債)	コマーシャルペーパー(CP・SCP)	バンダ債(企業債・公司債の一種)	貸出ABS(預金金融機関資産担保証券)	企業ABS(企業資産支持証券)	ABN(資産支持手形)
発行体	中央政府	各級地方政府	政策性銀行	商業銀行(国有・株式会社他)と一部金融会社	非金融企業(主に中央・地方の国有企業)	非金融企業(主に国有企業集団傘下の上場企業)	非金融企業(一般企業)	非金融企業(一般企業)	非金融企業(一般企業)	大手外国(オフショア)企業	特別目的信託(オリジネーターは金融機関)	特別資産管理計画(オリジネーターは非金融企業または金融機関)	特別目的信託/特別目的会社(オリジネーターは非金融企業)
規制当局と発行許可	財政部(MOF)【国家予算承認】	財政部(MOF)【国家予算承認】	中国人民銀行(PBOC)、国家金融監督管理総局(NFRA)、中国証券監督管理委員会(CSRC)【PBOC個別認可】	中国人民銀行(PBOC)、国家金融監督管理総局(NFRA)、中国証券監督管理委員会(CSRC)【PBOC個別認可】	国家発展改革委員会(NDRC)【個別認可】	中国証券監督管理委員会(CSRC)【個別認可】	中国銀行間市場交易商協会(NAFMI)【NAFMI事前登録】	中国銀行間市場交易商協会(NAFMI)【NAFMI事前登録】	中国銀行間市場交易商協会(NAFMI)【NAFMI事前登録】	中国銀行間市場交易商協会(NAFMI)【NAFMI事前登録】	国家金融監督管理総局(NFRA)、中国人民銀行(PBOC)【NFRA届け出、PBOC登録】	中国証券監督管理委員会(CSRC)【CSRC個別認可】	中国銀行間市場交易商協会(NAFMI)【NAFMI事前登録】
償還期間	3か月～50年	1年～20年	1年～10年	1年超、主に3年～5年	1年超、主に3年～10年	1年超、主に3年～10年	1年超、主に3年～5年	協議により決定(短期可)	1年以内(SOPIは270日以内)	1年超、主に3年～5年	1年超、主に3年～5年	1年超、主に3年～7年	1年超、主に3年～5年
引受会社	金融機関	金融機関	金融機関	金融機関	証券会社	証券会社	金融機関(主に銀行)	金融機関(主に銀行)	金融機関(主に銀行)	金融機関	金融機関	金融機関	金融機関
取引場所	銀行間市場(CIBM)/証券取引所(CSEM)	銀行間市場(CIBM)/証券取引所(CSEM)	銀行間市場(CIBM)/証券取引所(CSEM)	銀行間市場(CIBM)/証券取引所(CSEM)	銀行間市場(CIBM)/証券取引所(CSEM)	証券取引所(CSEM)	銀行間市場(CIBM)	銀行間市場(CIBM)	銀行間市場(CIBM)	銀行間市場/証券取引所(CSEM)	銀行間市場(CIBM)	証券取引所(CSEM)	銀行間市場(CIBM)
補足説明	満期の年限は多岐にわたる。主に銀行間市場で取引されるが、流通量の関係等で市場のペナチマークとしては国家開発銀行債が使われることが多い。	地方政府債には一般債と地方专项債がある。準ソブリン債と見做され、大宗が銀行間市場で取引される。各地方政府の財政健全性の差が、今後、発行条件や流通価格に影響を与える可能性がある。	国家開発銀行、中国農業銀行、中国輸出入銀行の3行が発行するもの。国家開発銀行は商業銀行の性格も有るとされるが、発行される債券は通常、準ソブリン債として取り扱われる。	2005年に発行ルールが定まる。大手国有商業銀行や株式制銀行他が発行し、主に銀行間市場で取引される。企業集団財務プラットフォームによる起債(城投債=LGFV債)もここに分類される。	1993年に発行ルールが定まる。中央・地方国有企業が公的投資計画に基づいて発行。インフラ・公益事業など、地方政府融資プラットフォームによる起債(城投債=LGFV債)もここに分類される。	2006年の公司法(会社法)と2007年の証券法整備に伴いルールが定まる。中国証券監督管理委員会(CSRC)の管轄下で一般事業法人(現状、国内上場会社に限定)が必要資金を調達し、信用情報開示義務は企業債より厳格とされる。	2008年にNAFMIにより発行ルールが定まった公募債。公司信用類債券の一種でMTN・CP・SCPと類似。公募型のMTN、CP、SOPIに比べて情報開示や発行手続きが簡素で、発行体にとって資金調達の柔軟性を確保しやすい。	2005年にNAFMIにより発行ルールが定まった公募債。公司信用類債券の一種でMTN・CP・SCPと類似。公募型のMTN、CP、SOPIに比べて情報開示や発行手続きが簡素で、発行体にとって資金調達の柔軟性を確保しやすい。	MTNと同時に発行ルールが定まる。公募のみで私募はない。CPIは中国語で「短期融資券」、SOPIは「超短期融資券」である(なお、中国語で「融資」は資金調達の意味)。CPIは金融機関も発行可能だがSOPIは非金融企業に限定される。	2018年9月に発行ルールが定まる。主に中国に子会社を持つ外国企業・親会社が本土で人民元建て債を発行して子会社向けファイナンスを行っている。	2005年に試験的な発行ルールが定まる。登録・清算は中国証券登記結算(CSDC)で実施。	企業ABSに類似。NAFMI事前登録で発行可能。登記・清算は上海清算所(SCH)で行われる。	

(出所) 各種レポート、ウェブサイトより国際通貨研究所作成

## (2) 香港の債券市場とボンドコネクト

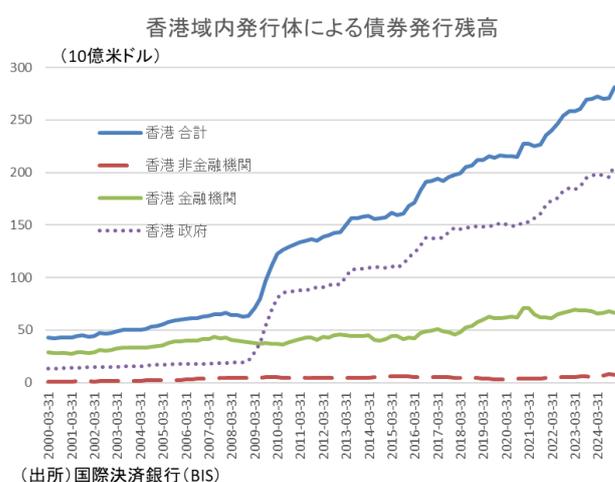
香港の債券市場は規模だけを見れば中国本土の100分の1程度に留まる(図表4)。しかし、香港は英国統治時代より現在の「一国二制度」に至るまで、資本主義の原理・原則に基づく経済運営がなされ、市場参加者が自由に取引できる効率的な金融市場が形成されている。政府も香港を国際金融センターとして発展させるべく決済インフラ等の整備に注力してきた。

香港の立ち位置は、中国の経済発展に伴って徐々に変化してきた。2000年代くらいまでは、外国企業が中国本土へ進出する際の橋頭堡としての役割を果たした。しかし、2010年代頃には、中国企業の海外進出も積極化し(「走出去」)、「一帯一路」イニシアティブが強力に推進されると香港は中国企業が海外進出する際の足場となり、外貨調達の

場としても引き続き活用された。また人民元国際化を推進するためのマザーマーケットとしても利用された。香港政府もそうした機能を中国に積極的に売り込んだ。

香港はまず、証券市場が 2014 年にストックコネクトで本土と接続された。続いて、2017 年には債券取引においても香港・上海ボンドコネクト（北向き：香港→中国本土）が開通した。これにより、海外投資家が本土の債券市場に投資する際の利便性が大幅に向上した。2021 年には南向き（中国本土→香港）も開通した。これらは香港と中国の債券の保管振替決済のシステム接続で実現した。中国の金融当局としては漸進的な規制緩和で国内市場の安定を維持しながら人民元の国際化や中国金融市場の漸進的な開放、国際化を実現するにあたり香港の金融当局との協力は不可欠だった。

【図表 4】



## 2. 中国の社債市場と ABS 市場

### (1) 社債市場

#### ①概要

社債とは、中国語で「公司信用類債券」と呼ばれるもので（前掲図表 3）、広義の企業債券を指す。金融機関が発行する金融債はもちろんこれには含まず、企業債券（狭義：国家発展改革委員会が発行許可）、公司債、転換社債、非金融企業債務資金調達ツール（中期手形やコマーシャルペーパー）等を指す<sup>5</sup>。また、資産担保証券としての貸出 ABS（Asset-backed securities）、企業 ABS や ABN（Asset-backed notes）もここに加えることがある。2024 年末時点での市場の規模を以下に図示する（図表 5）。

<sup>5</sup> 図表 3 にあるパンダ債も当分類に含まれる。

【図表 5】

中国の非金融機関による社債および資産担保証券の発行・登記情況

取引市場と登記機構	新規発行額（2024年、額面、億元）				残高（2024年末、額面、億元）			
	企業債券 （含む公司债券・パン ダ債）		資産担保証券および資 産担保手形		企業債券 （含む公司债券・パン ダ債）		資産担保証券および資 産担保手形	
	金額 （億元）	前年比	金額 （億元）	前年比	金額 （億元）	前年比	金額 （億元）	前年比
銀行間市場（中国中央国債登記結 算有限責任公司：CCDC）	600	-70.1%	2,704	-22.4%	19,233	-19.9%	11,312	-36.0%
銀行間市場のNAFMII債等（上海清 算所：SHCH）	98,491	14.7%	5,243	63%	156,025	12.4%	6,910	18.0%
証券取引所市場（中国証券登記結 算有限責任公司：CSDC）	48,849	5.3%	13,102	-2.5%	152,885	0.8%	21,018	-0.1%
合計	147,940	—	21,049	—	328,143	—	39,240	—

（注）「資産担保証券および資産担保手形」のうち、CCDCに登記のものは金融機関がオリジネーターとなる貸出ABS、SHCHに登記されるのはNAFMIIにて登録発行される企業ABN（若干の企業ABSを含む）。  
（出所）CCDC、SHCH、CSDCの月報・年報を元に国際通貨研究所にて作成。

社債は公募で発行されるものがほとんどであるが、私募のものもある。中期手形（Medium Term Note (MTN)）は公募であるのに対し、「非公開定向債務融資工具」と呼ばれる債券は、英語でPPN（=Private Placement Note）と略されるが、最初から投資家を特定少数（通常200名以下）に限定して割り当て発行するものであり、現実的には銀行貸出の代替として利用されることが多いと見られる。

資金調達を行う側にとって債券（MTN、PPN、CP、SCP）が好まれる最大の理由は、銀行借入より調達金利が低く抑えられることがあるためと考えられる。また、資金調達手段の多様化や、PPNの場合は将来の公募債（MTN）発行のための準備ステップになるといったことも理由として考えられる。金融機関の側としては、規制の状況にもよるが、融資にまつわる諸規制をクリアまたは回避しながら、既存顧客をつなぎとめるためのツールになり得る。

## ②社債市場の特徴

### (i) プライマリー市場

企業債（狭義：国家發展改革委員会が許可）については、元々の発行者が国有企業であり、債券発行の許認可権限を国家發展改革委員会という強力な官庁が握っていることから、発行者の顔ぶれは既に固定している。債券の買い手についても大手国有商業銀行や株式制銀行、そしてそれらが組成したファンドや基金が主体となる。

公司債については、発行者は現状、上場企業に限られる。上場企業と言っても、実際は国有企業集団の中での中核的な事業会社であることが多い。つまり、公司債は大型国営企業による資金調達ツールである。公司債の規制当局は、中国証券監督管理委員会であり、上海や深圳の証券市場に上場するので、比較的流動性があるが、実際の債券の買い手は企業債と同様、大手国有商業銀行や株式制銀行と、その関係ファンド

や基金が主体となる。構造は上述の企業債と似通ったものになる。

そうした国有企業中心のマーケットに対して、より民営企業に開かれた調達の場合は、非公開定向債務融資工具（PPN）や中期手形（MTN）、短期融資券（CP）、超短期融資券（SCP）となる。なかでも、非公開定向債務融資工具（PPN）は公募ではなく私募であり、発行体にとって情報開示や発行手続きも簡素で、資金調達の柔軟性を確保しやすいものとなっている。

中国では2013年の三中全会で全面的な改革深化がうたわれたが、2010年代半ばより中国は国家安全への意識を強め、経済においては「国進民退」（国営企業が躍進し、民営企業はその後塵を拝する）の傾向が強まったと言われる。公司債、中期手形、コマーシャルペーパーは民営企業に門戸は開かれているが、起債は既存プレイヤーによるものが多くなっているとみられる。債券の買い手も大手国有商業銀行や株式制銀行とその関連ファンドが中心になりがちである。

#### (ii) セカンダリー市場

上記のプライマリー市場の状況から分かるとおり、セカンダリー市場に関しては、企業債および中期手形とコマーシャルペーパーは銀行間市場で取引可能だが、金融機関による満期保有が大宗を占め、セカンダリー市場での取引は活発ではない。証券取引所に上場する公司債は、市場での売買が可能な仕組みを整えられているものの、やはり金融機関やファンドによる満期保有が多く、セカンダリー市場での取引は活発とは言えない。

もし、金融機関が保有社債をセカンダリー市場で売却しようとするれば、短期・超短期のコマーシャルペーパー（CP、SCP）を除いて活発な取引は望めず、自ら打診して購入可能先を探すことが必要となる。個別の銘柄や時期にもよるが、相応の時間やコストを要することになる。企業債や公司債、MTNを保有金融機関がリスクオフの必要性から機動的に売却することは、非現実的となるケースも多いと推察される。

#### ③ 価格の透明性

セカンダリー市場のところでも述べたが、企業債や公司債や中期手形のような満期まで期限が長い債券は、発行者としても、親密取引金融機関による満期保有の希望が多いと考えられ、流通量は不十分となり、市場による価格決定機能は発揮しづらい。国家開発銀行債などのベンチマークとなる債券は、中国債券情報網<sup>6</sup>などにイールドカーブの現状などが示されており、そうした情報を参照しつつ、銀行や証券会社では気配値を出すことになるが、その通りに取引できるとは限らない。Wind や Bloomberg 等の金融情報サービス会社も、結局は買い手が薄い市場でいくらモデル時価を提示しても、その価格で実際に取引できるかは流動性次第となる。実際の状況についてはマーケット参加者にヒアリングをして個別の状況を踏まえて価格を確かめていく必要があると考えられ

<sup>6</sup> Chinabond: <https://www.chinabond.com.cn/>

る。

#### ④社債・ABS のデフォルト

社債のデフォルトについては、中国の大手格付会社の1つである聯合資信評価のレポート<sup>7</sup>が参考になるが、2010年代より散発し始め、2015年頃に増加、その後2021年以降、減少傾向となっている。2024年は14社がデフォルトを起こし、債券数は23本、金額は188億元となった。2024年末までの過去累計では297社がデフォルトを起こし、債券数は962本、金額は約7848億元となっている。2024年のデフォルト率（社数ベース）は0.1%と、2023年の0.11%よりも若干減少し、低位に留まる。テクニカル・デフォルトや満期日を延長するケースもしばしば見られている。

中国にある外資系企業の親会社による信用補完の念書等（含む keepwell）は、どれほど役に立つか定かではないが、債権者にとっては1つの安心材料になる。もちろん、それがあからといって債権回収が100%確実になるとは限らず、個別の状況を見て判断をするべきことは言うまでもない。

例えば、中国では現在も地方政府系資金調達プラットフォーム会社（LGFV）が隠れた地方政府保証（暗黙の Keepwell）に基づいて債券を発行しており、これらは「城投債」と呼ばれる。そして地方政府のプロジェクトがうまく行かなくなり、中断することは中国では日常的に発生している。城投債がデフォルトまたは期限延長になった際、地方政府、中央政府が最終的にそのLGFVを支援する可能性はもちろんある。しかし、長く放置された末となる可能性もある。特に今は地方政府の土地使用権譲渡金収入が減少しており、プラットフォーム会社の資金繰りが悪化した場合、代位弁済する資金も枯渇している可能性がある。中国の商習慣としては「あるとき払い」（資金がある時は払うがない時は払わず、支払期日を延期することに躊躇がない）が基本である。日系企業も、親会社の Keepwell が入っていても中国で長く販売・仕入を行っていれば、その商流次第では現地の商習慣に従わざるを得なくなるケースがあると想定しておく必要がある。

## (2) ABS 市場

### ①概況

中国においてABSの発行は1990年代の貸出債権ABS（預金金融機関資産担保証券）から始まった。その後、2005年には政府が本腰を入れて市場発展に向けたテストプログラムを開始し、2008年から数年はグローバル金融危機により一旦停滞したものの、2012年頃よりプログラムが再開、2014年頃より持続的発展期に入った。

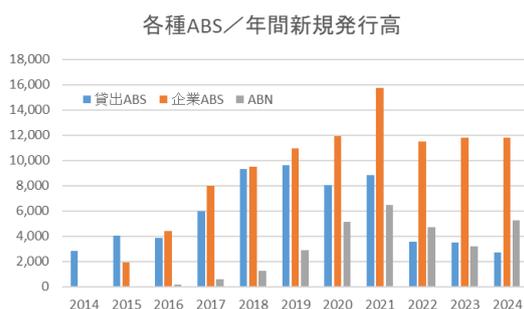
貸出ABSについては、原資産は金融機関の貸出債権であり、具体的には個人住宅ローン担保証券、個人自動車ローン、個人消費者ローン、クレジットカードローン、担保

<sup>7</sup> 2024年我国債券市場信用風險回顧與展望, <https://www.lhratings.com/file/fd34ca52f36.pdf>

付ローンなどがある。ABS には、その他に企業資産支持証券（企業 ABS）というカテゴリがあり、これは中国証券監督管理委員会（CSRC）が管理監督し、上海や深圳の証券取引所に上場されて流通する。引受は証券会社であり、原資産はネガティブ・リストにない債権・資産と規定され、具体的には、信託受益権、ファクタリング債券、企業債券、小額貸出債権、リース債権、売掛債権、商業用不動産債券等が含まれる。2015 年頃から発行額が急増しており、中国の資産流動化商品の中心的地位を占めるようになっている。さらにこの他に NAFMII への登録で発行可能で銀行間市場で取引される非金融企業資産支持票據（ABN）という商品が、2015 年頃から加わっている（図表 6, 7）。

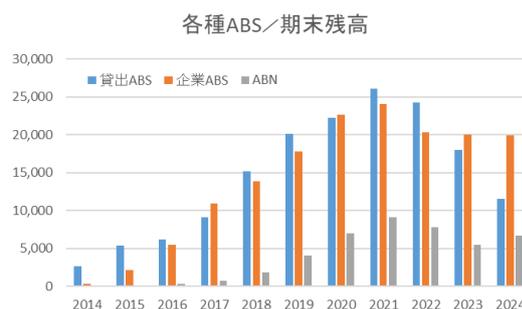
2 種の ABS と ABN の発行状況は、2024 年においては貸出 ABS が 2,704 億元（前年比 36%減）でシェア 30%、企業 ABS は 11,825 億元（前年比 0.3%増）でシェア 60%、ABN は 5,240 億元（前年比 63%増）でシェア 27%となっている<sup>8</sup>（図表 6）。残高ベースで見ると（図表 7）2014 年から 2021 年まで順調な拡大傾向をたどったが、2022 年から発行量が減少している。ここには、2021 年に顕在化した不動産市況悪化やそれに起因する経済の変調が表れている可能性がある。

【図表 6】



（出所）中債研発、各年「資産証券化発展報告」他より国際通貨研究所作成

【図表 7】



（出所）中債研発、各年「資産証券化発展報告」他より国際通貨研究所作成

## ②中国の ABS 市場の課題 ～韓国や欧州との比較～

中国の ABS 市場は規模で見ると日本や欧州諸国を抜き米国に次ぐ第 2 位を誇る。しかし、歴史的な経緯や統治体制の違いもあり、現在も様々な課題や改善余地があると言える。

法制度や透明性を見てみたい。まず比較対象として、日本、そして韓国、欧州の法整備例を示したい。まず、日本では、アジア通貨危機後の 1998 年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（旧 SPC 法）が施行され、それが 2001 年に改正されて現在の資産流動化法（SPC 法）となっている。韓国では同じく 1998 年に「資産担保証券法（ABS 法）」が制定され、法的基盤が早々に整備され、情報開示基準も比較的明確で、投資家保護規定が強固なため国際投資家からも一定の高い評価を得ているとされる。参考までに欧州連合（EU）では、全域（除く英国等）の統一ルールとして 2019

<sup>8</sup> 図表 5 とはデータ引用元が異なることから数値にずれが生じている。

年に「STS (Simple, Transparent, Standardized) 証券化規則」が導入され、証券化市場に対する信頼回復と投資家保護強化が図られた。そうした中で、中国について見ると、歴史的にも統治体制的にも、欧米日韓と違いがあるなかで、まず指摘すべきは中国では政府が市場規模拡大を優先した発展計画を作成し、それを銀行や証券会社を含む関係者・機関に提示し課題を共有しながら手を携え前進するといった政策主導型となっていることである。これは発展途上国型とも言い換えることが可能であり、協調を重んじて進むことになる。このやり方はある意味で柔軟性を維持できると言え、そこに中国の優位性があるとも言えるのだが、恣意性が働く余地が排除できず、安定性や透明性に欠ける場面も生じやすい。透明性の観点でも、形式的な整備はしっかりと行われているが、運用面で情報の質や標準化に課題を残す。投資家保護に関しても、発想が国内投資家中心で内向き傾向が強いため、国際的信頼性は限定的なものに留まっている。次に、市場が銀行間市場と証券取引所市場で分断されていることは特徴的である。監督官庁が異なるので、規制も複線となり、統計もバラバラになり、全体像が掴みにくい。欧州の「Simple, Transparent, Standardized」が理想とは言わないが、彼らの理念に照らせば、中国はまだ大きな課題を抱えたままと言え。さらによく指摘されるのは、格付機関の格付けが欧米の機関のそれと比べて甘めであるとの疑念が絶えないことだ。これは投資家保護の観点からも問題視され続けている。

以上より、中国と韓国を比較すると、韓国は「規模は小さいが法的基盤が強く透明性が高い」市場である一方、中国は「巨大市場だが透明性や標準化に課題を残す」市場であるということ为好対照をなしていると言えそうだ。

## おわりに

2021年以降、中国で「不動産神話」が崩壊し、不動産価格の下落を顕在化させぬように価格統制が行われる中で不動産取引量は急減した。国内では需要不足が顕在化し、不合理で過度な企業間競争も見られ、中長期的人口減少が始まっていることから、中国経済は今後、長いデフレスパイラルに陥るリスクを抱え、発展は大きな曲がり角を迎えた感がある。

2003年の第6回 ASEAN+3 財務大臣会議で、アジア債券市場育成イニシアティブが打ち出され、中国はこれを追い風に国内債券市場の育成に取り組み、これまで大きな成果を出してきたと言える。

もちろん、現状でも中国の社債は、基本的に銀行やその関連ファンドが満期まで保有する前提で発行される状況がある。ただし、その関連ファンドは様々な運用商品を作って、一般に販売しており、投資家の裾野は一般大衆に広がるなど、中国の金融の進歩は目覚ましい。今後は、証券市場を如何に健全に発展させていくかが金融・証券市場の改革テーマになると考えられるが、それには市場の透明性を高めることが必要であり、銀行などの金融機関と一般投資家との間の情報の非対称性を埋めていく必要がある。それ

には、例えば、格付機関が客観的で精緻な評価をタイムリーに行っていくことなどが課題になる。

各国の金融市場には、それぞれ特徴がある。歴史的な違いもあれば、統治体制の違いもある。米国・日本・韓国のような OECD 加盟国と異なり、中国の社会は実質一党支配の権威主義体制であり、市場は党や政府によって管理されるべき対象と、とらえられている。外国投資家が中国经济と向き合うには、そうした前提をしっかりと認識した上で、正しく向き合うことが必要になる。

社債・ABS 市場は、中国でもまずは順調に発展してきた。ABS に関しては、現在、発行量、残高とも頭打ちとなってきたが、一旦、政策主導から抜け出して、資金需要者と供給者を如何に繋ぐかが市場の役割であり、当局はその育成とルール作りに益々、本腰を入れていくことが必要と考えられる。

#### 【主要参考文献】

中国人民銀行金融研究所主編「中国人民銀行年報」（2023 年、2024 年）、中国金融出版社

中国银行間市場交易商協会（NAFMII）、「中国債券市場改革發展報告（2025）」

国際通貨基金・公益財団法人日本証券経済研究所、2020 年、「中国債券市場の未来」（アルフレッド・シプケ、マルクス・ロドラウアー、ジャック・ロンメイ編、金森俊樹監訳、英語版原文は International Monetary Fund, 2019, “The future of China’s Bond Market”）

中国証券監督管理委員会（CSRC）年報（2023 年）CSRC

中国結算（CSDC）年報（2023 年、2024 年）CSDC

金融市場運行分析（PBOC）

上海交易所年報（2024 年）

野村資本市場研究所「季刊中国資本市場研究」各号

[https://www.nomurafoundation.or.jp/capital/publication\\_china.html](https://www.nomurafoundation.or.jp/capital/publication_china.html)

野村資本市場研究所「野村資本市場クォータリー」各号

<https://www.nicmr.com/ja/report/capitalmarket.html>

KPMG 中国「資産証券化 2024 年刊」

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/zh/2025/01/kpmg-asset-securitization-2024.pdf>

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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 2025 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan  
〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階  
e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)  
URL: <https://www.iima.or.jp>