

自由化進む中国の債券市場

小林 和子

はじめに

一九七八年以来、中国経済の体制改革と対外開放が進み、近年特に金融市場の改革と開放が目をはびく。とはいえ計画経済時代の「国家金融」体制を引きずる金融市場の実態は間接金融に強く傾斜しており、直接金融の中心は「多くの国が一〇〇年かけて発展させてきたものを一〇年で駆け抜けた」と自画自賛する株式市場にあった。債券市場、とりわけ公司債券・企業債券の市場は規模が

小さく、発展も遅れた。二〇〇三年一〇月の中国共産党第十六次三中全会はようやく、資本市場を全力発展させる過程で「債券市場を積極的に発展させ、発行規制を確立し、公司債券の発行規模を拡大する」ことを掲げた。非流通株式の流通化が大きく展開した後、二〇〇七年から債券市場政策も積極的に動き始めた。間接金融に包摂された市場から直接金融の市場へと転換しつつある中国債券市場に注目したい。

債券の種類

「債券市場」に含まれる証券には以下のものがある。

国債 かつて中心であった無記名式国債（実物券）は銀行預金より利率は低いが利子所得税（二〇％）は免税で、上場取引される。近年多くなつた領収証式国債は実物券を印刷せず、「国庫券支払い領収証」を銀行の貯蓄拠点と財政部の国債サービス部門で一般向けに発行する一種の貯蓄債券（記名式の記録債権）で、上場取引はできない。定期預金より利率が高く、個人投資家向けである。また一九九四年以来の記帳式国債（ペーパーレス）は上海・深圳両取引所に電子取引口座を持つて購入、売買ができる。二〇〇六年から中国銀行など七行で電子式貯蓄国債（所得税免税）

も発行されたが、流通はしていない。

中央銀行票据 中央銀行が商業銀行の超過準備金調節のために商銀向けに発行する短期債務証書（約束手形、三ヶ月～三年）で、「実質は中央銀行債券である」とされている（楊老金）。人民銀行は一九九三年來、中央銀行融資券を発行して公開市場操作の手段とし、二〇〇二年にこれを拡大して条件付売買の一部（九一日、一八二日、三六四日物）を中央銀行票据に転換した。記帳式で銀行間市場で流通し、流動性が高いので投資家に人気があり、現物取引の半ばを占め、市場利率体系の基準ともなっている。

金融債 銀行及び非銀行金融機関（企業集団財務公司その他）の発行する債券（三ヶ月～三年）で、割引債や累進利息債もある。預金より利率が高く元本も大きく、市場で流通する。政策性銀行（国家開發銀行が主体、他に中国農業發展銀

行、中国輸出入銀行）は郵便局、商業銀行、農村信用社等の金融機関向けに金融債券を発行する。

一九九八年の制度改革で、九九年から銀行間債券市場で発行されている。商業銀行の発行には、①良好なガバナンス体制、②中核資本充足率四％以上、③最近三年連続黒字、④十分な貸出損失準備、⑤規定に合致したリスク管理指標、⑥最近三年に重大な違法・違規行為なし、⑦中国人民銀行要求のその他条件、を満たす必要がある。また、二〇〇四年六月「商業銀行次級債券發行管理弁法」により、元利払いが他の負債に劣後する「次級債券」を銀行間債券市場で公開あるいは私募發行できる。次級債には前掲③⑤⑦はなく、②が五％以上という点を除いて、低い基準で發行できる。しかし、「發行人」の基準には「全国銀行間債券市場金融債券發行管理弁法」と前掲「次級債券發行法」とにより、総資産二〇〇億元以上、最

近三年連続黒字、さらに国内信用評価機関のA級あるいはそれ以上の長期格付、国際信用格付ではBB級あるいはそれ以上、及び十分な開示が要求されているのでかなり厳しい。期間は五年以上と長く、資本充足率計算時に付属資本に入れられる。

この他に特殊金融債券として、一九九五年（国債条件付売買整理）以前の取引の償還原資として一部の金融機関が發行できるものと、証券会社の債券がある。証券会社は一般社会向けに公司债券を公開發行するが、申込が総額の半ばに達しない場合、あるいは上場条件に満たない場合には「發行失敗」として、同期限の銀行預金の利息を加えて元本を購入者に返還する。適格投資者向けに私募が行われることもある。公開發行の条件としては、①会社法の条件に符合、②綜合類証券会社、③直近期末の純資産一〇億元以上、④同利潤額、

⑤リスク管理指標に合致、⑥二年間重大な違法・違規行為なし、⑦健全なガバナンス体制、内部管理制度を具備、⑧資産が実質的支配者に占有されていない、その他がある。公開発行は額面が一〇〇元、適格投資者向け私募は五〇萬元（購入金額は一〇〇萬元以上）、利率、資金用途、担保制などは企業債券に準じ、期限は一〜五年である。

「株式会社」を意味する。会社法第五〇条「株式会社」を意味する。会社法第五〇条「株式会社」の発行権限を持つ。法の当初の規定では国有独資企業（大出資者の独占保有）も含まれたが、現在ではこれと合名企業、合作制企業などは除かれるようだ。名称でいえば「股份有限公司」「有限責任公司」が公司である。普通債券の他に、改組債券（債務整理のために発行、新換旧債券ともいう）、利息

債券（調整債券ともいい、信用危機時に債権者の承諾を得て発行する低利率の新債券）、延期債券（債権者の承諾を得て発行される償還期限延長債券）がある。最低発行単位は一二〇〇萬元である。実際の発行者は、中国長江三峡工程開発公司、上海宝钢集团公司、鉄道部など超弩級の大公司以、資金の用途は大半が固定資産投資である。公司债券と企業債券を峻別せず、公司债券は企業債券の一部とする（安義寛）、あるいは金融債券を企業債券の中に入れることもある（何志剛）。

企業債 国内法人資格を持つ企業が生産・建設資金を調達するために発行する債券をいう。一九八七年国務院「企業債券管理暫行条例」で合法的になり、一九九三年「企業債券管理条例」で「国内で法人資格を持つ企業が国内で発行する債券」などと規定された。中国特有の区分で、歴史的には中央企業債券、地方企業債券、国家投資債券、

府の實質的代償責任を見れば、地方政府の肩代わり行為たることは明白である。実際に大型国有企業と国有商業銀行がこの債券に直接の「融資担保」(ギランティー)を与え、地方政府も暗黙の保証を与える(「担保法」の制約で明確な保証は不可)ため、一般企業債券よりも当然に信用力が高く、通常AAA級である。「資金信託型」(信託会社が地方政府向けに特定目的融資を行うために発行)、「公司債券型」(地方政府に属する専門投資会社が投資建設等のために発行)、「中央政府発行型」(形式は国債だが調達資金を地方政府に融資)がある。

債券市場の歴史

一九八一年国債発行の再開、八二年国際資本市場で初の債券発行を経て、八〇年代半ばから債券

市場は動き始めた。八五年に最初の金融債券が、八四〜八六年に自発的な企業債券類似の発行(八四年湖南湘鄉啤酒行など)があり、八七年には最初の重点企業債券が発行された。最初の規制条例である國務院一九八七年「企業債券管理暫行条例」は、①全民(国家)所有制企業のみ発行できる、②中国人民銀行と国家計画委員会の審査、③金額は純資産額まで、④用途は固定資産投資、当局の認可が必要で計画規模内、⑤利率は同期間の銀行預金利率の一四〇%を超えられない、とした。同時に出された「株式債券管理強化に関する通知」では、①機関・団体、事業単位、(労働群集の)集体所有制から個人までは発行できないこと、②規模・用途ともに計画内、を強調した。八八年五月には国家計画委員会は国内証券発行計画の編成を開始、企業債券と株式の発行計画を合わせた規模の管理を開始した。八八年には六一都市

で店頭国債取引が公認されて流通市場が始まり、一九九一年設立された取引所市場には国庫券が上場された。九二年には最初の金融先物である「国債期貨」の取引が開始された。

他方で債券償還のリスクが早くも顕在化し、一九九三～九五年に市場は整理段階に入った。九三年四月、国務院は「濫りに資金を集めることを固く抑制し、債券発行の管理を強化する」通知を出し、①年度発行規模を厳格規制、②短期融資券は発行計画外、③認可信用評価機関の評価を得る、④国債発行完了まではその他債券は一律に発行を認めない、⑤企業債券の利率は国債利率を超えられない、となった。同年八月制定の「企業債券管理条例」は、①企業が有償の資金調達活動を行うとき債券形式の採用は必須、②国内の法人資格を持つ企業は均しく債券を発行しうる、③国家計画委員会と中国人民銀行はマクロ管理を行い、④発

行企業規模と財務状況審査を厳格にし、三年間の利益継続を条件として、償還要求に応えることを強調した。次いで同年一二月の会社法は前述公司债券の概念を明らかにし、累計発行総額は純資産の四〇%まで、最近三年平均の分配可能利潤は公司债券の一年の利息支払いに足ること、資金用途は国家の産業政策に合致すること、欠損補填その他非生産的な支出に用いてはならないとした。こうした「管理強化」の結果、年当初の債券発行計画は急速にしばみ、大部分は銀行の新規貸出に転換して解決された(いわゆる「債転貸」)。九四年から政府は債券種類を圧縮し、企業債券は結局中央と地方の二種のみとなった。企業債券初の上場は九四年一月一日、深圳取引所に上場した「深塩田」である。九七年五月六日には国家電力会社が同年初の実名制記帳式発行で上海取引所に上場した。九八年一月「証券法」の施行で、公債

券の上場は証券監督管理委員会の認可事項となった。

こののち発行拡大へ向い、重点建設項目である鉄道、電力、石油化学、石油、三峡開発、吉林化工などの債券発行が認可された。二〇〇〇年以後は国家計画委員会（後の国家發展改革委員会、「发改委」）の主導で市場化が進められ、中国人民銀行は直接に参加せず、「公開発行企業債券申請材料標準形式」「企業債券發行章程基本形式」などの基準が出された。市場ルールを明確にし、行政による関与を後退させたのである。発行規模の総額規制はあったが、個別企業の発行額規制は緩和され、大規模発行が増大した。二〇〇一年には中国移动通信（携帯電話）が、二〇〇二年には三峡が一回の発行で五〇億元規模となり、二〇〇二年の中国移动は八〇億元規模に達した。資金用途も固定資産投資に限定されず、銀行借入れの償還

（二〇〇一年中国金茂）、八省移動電話業務の買収（二〇〇二年中国移动）などが登場した。発行債券の大部分は七年超満期の固定金利であったが、二〇年物（三峡債）もあり、利率については法令に定められた上限を超えて「市場化」が進んだようである。こうした大規模化、市場化が可能になったのは、投資家層に債券基金、開放式基金など巨額の資金をもつ投資信託が登場したからである。発行主体もかつては国有企業が占めたが、一九九九年に中外合資企業（LG曙光電子）、二〇〇〇年に民営企業（陝西金花実業發展）などの発行が始まった。

システム化も進み、一九九六年債券統一保管体系が、九八年債券發行系統が、九九年中央債券綜合業務系統が作られ、二〇〇一年にはすべての債券でペーパーレス化が実現、企業債券も完全に電子記帳方式になった。二〇〇三年には最初の米ド

ル債券が発行され、最初の債券指数「中証指数」と収益率曲線「中債収益率曲線」が誕生、〇四年にDVPが実現した。〇五年には銀行間債券市場に海外機関投資家・外資機関発行主体が初参入、先渡し取引正式开始、最初の証券公司融資券・企業短期融資券・商業銀行普通金融債券・資産担保型証券の発行が開始された。〇六年には銀行間債券市場で自動抵当融資業務・債券貸借業務が始まり、前述のように初の電子式貯蓄国債が発行された。昨二〇〇七年一月十七日には中証全債指数（国債、金融債、企業債：時価比率は六一・二％、三〇・九％、七・九％）も正式に發布された。二〇〇六年末の段階で、債券市場残高は五兆七四五億元（中央銀行票据を除く）で対GDP比は二七・四四％、株式市場の時価総額は同四二・七〇％であった。債券市場の中では国債が五〇・五六％、金融債が四四・一九％、公司債が五・〇％で

ある（公司債を除く企業債券はコンマ以下）。

二〇〇七年一月、全国金融工作会议で政府首脳部は公司債市場の発展に努め、発行の認許可制を基準制に変えることを決め、会議後マーケットメーカーの新規定を定め、銀行間市場には企業年金も参加することになった。三月の全国政協第十回五次会議では債券市場の基礎的な制度建設を強化し、企業債券の発行規模を拡大すると報告された。八月に「公司債券発行試点弁法」が出されて以後、市場化への新たな段階に入っている。

企業債券の市場

企業債券の発行市場はいまだ未成熟である。個人投資家には証券会社の営業網で販売し、機関投資家に対するシ団販売は決済登記系統を通じて行われる。当初は引受販売に関ったのは証券会社の

みであったが、九三年「企業債券管理条例」以後は信用評価を与える機関（一社）が、二〇〇〇年には財務資料審査のために会計士事務所が、二〇〇三年からは債券発行に関する各種要件・法律文書類の合法性、「公開、公正、公平」原則に則っているかなどの審査のために弁護士事務所が、それぞれ関るようになった。

無担保を主因とする債券発行の償還リスクに対して政府は一九九六年以来担保（保証）要求を強めたため、行政主導型の保証発行が中国市場の特色となった。九七年以後数年は主に関連企業が保証を提供する方式だったが、二〇〇〇年に政府が資産規模の条件と「有担保（しかし担保に依存せず）原則」を明確にし、二〇〇一年以来銀行保証が増え始めた。その嚆矢は中国金茂の一〇億元の企業債券に対する中国建設銀行上海市分行の保証である。銀行保証は企業にとって証券発行者とし

ての信用等級を高め、また銀行にとっては新たな収益業務となった。保証の提供銀行には国家開発、建設、中国、農業、福建興業、工商、広東発展などがある。国家開発銀行が主幹事を務めた「〇六魯能債」は初めて取引所ネット発行の方式を採用し、国内企業債券に取引所における公開発行の道を開いた。発行終了から上場まで僅か五営業日であり、企業債券の「発行・上場一体化」目標を達成した。九九年以来「准国債」として事実上AAA級（ムーディーズのA2級）のみ発行されてきたが、二〇〇三年の国家发展改革委員会通知は投資クラス（A級）以下の企業の発行を明確に許可しなくなった。

流通市場は以下の三市場に分かれ、債券取引の大部分は場外で行われる。

銀行間債券市場 一九九五年に場外国債条件付取引が失敗し、一切の場外取引が停止され、九七

年には銀行資金が取引所国債条件付取引を通じて違法に株式市場に入り、投機を加速したとして、中国人民銀行はすべての銀行に取引所債券市場からの退出を要求した。同時に九七年六月六日に全国銀行間債券市場を創設、銀行間コールマネージャーと中央国債登記結算会社に管理を委託し、商業銀行、農村信用連社、保険会社、証券会社等を包括する金融機関が現物取引と条件付取引を行った（当初は一六商業銀行のみ）。商業銀行は取引所債券市場から「退出」して銀行間市場に「参入」したのである。同市場はその後の債券市場の主体となった。取引所市場との関連性を重視した当局（中国人民銀行、中国証監会、財政部）は両市場の参加機関の統一や両市場にまたがる国債発行なども試みた。記帳式国債の大部分と政策性金融債券のすべてはこの市場で発行並びに市場取引され、中央銀行票據、次いで政策性銀行債と

記帳式国債が活発に取引されている。二〇〇一年七月にマーケットメーカー制度を導入（当初は工商・農業・中国・建設・招商・光大・民生・恒豊・北京・上海・南京・杭州・武漢各銀行、中信・国泰君安各証券の一五）、取引は活発になった。投資家としては機関投資家の市場で、二〇〇六年末の参加者は六四三九者を数えた。同年末段階で、この市場の残高は八兆五五〇〇万億元、債券市場総残高の九六・一%を占め、取引量は三六・九二万億元に達した（取引総量の九六・一二%）。取引類型は現物取引、条件付取引、先渡し取引（三六五日内、二〇〇五年六月開始）、債券貸借業務（三六五日内）などである。直近の委託保管量は一四万億元近い。

債券委託保管量 合計：一四兆一五〇〇億元
元

銀行間債券市場 計：一三兆七四〇〇億元

政府債券 四兆七五〇〇億元

央行票据 四兆四〇四六億元

金融債券 三兆六七五六億元

企業債券 四七六八億元

短期融資券 三三三三億元

資産担保型証券四三四億元、中期票据七三三

五億元、外国債券三〇億元

取引所市場 計・四一〇〇億元

取引所債券市場 上海証券取引所と深圳証券取

引所にあり、主な上場申請債券は公司債券である

(国債は上場申請不要)。前掲のように取引所上場

債券の量は債券の総量に比して極めて少ない。一

九九四年に国債先物取引を開始し、その影響で現

物取引も拡大した。しかし、九五年に入り中国人

民銀行がインフレ対応で国債に「保値補貼」(事

実上のフローティングレート)を与えると明言し

たために国債市場は人気沸騰、異常な状況になっ

た。特に先物市場が膨張して、二月二三日に国債

先物「三二七(九二年発行三年物)風波」が発生

して取引状態が異状を呈し、五月一八日には同先

物市場は閉鎖され、取引全体が萎縮した。一九九

五年八月に国務院は一切の場外債券市場を正式に

停止したため、取引所市場のみが唯一合法的な債

券市場となった。同年、財政部は取引所市場で記

帳式国債の発行を試行し、同時に条件付取引も開

始し、初歩的な取引所債券市場の体系を形成し

た。しかし一九九七年上半期の株式市場盛況期

に、大量の銀行資金の違法流入が市場の過熱をも

たらしたと判断した中国人民銀行は前述のように

商業銀行を取引所債券市場から退出させることを

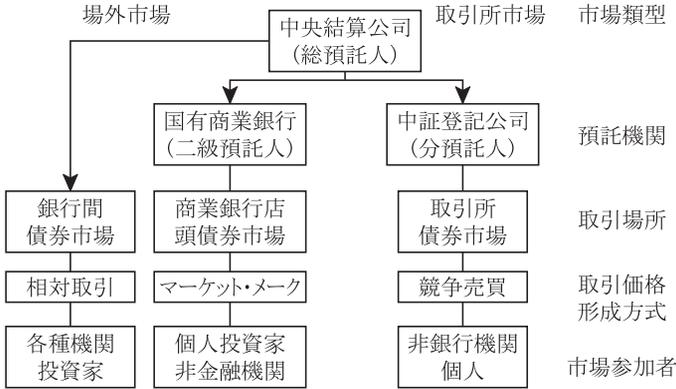
決定した。これにより、その後の取引所は債券市

場の「僻地」扱いとなってしまった。取引類型は

現物取引と条件付取引で、典型的オーダードリブ

ン方式である。

中国の債券市場



店頭市場 四商業銀行(工商、農業、中国、建設)が営業拠点(ネットバンキングシステムを含む)を通じて投資家に対して行う、記帳式債券の売買、管理委託・清算等の業務を意味する。銀行間債券市場の価格情報を用いて銀行がマーケットメイクし、個人や企業を対象とする。また、電話・コンピュータを通じて一部の機関投資家とも取引を行う。取引債券は数種の国債(大部分は他市場でも取引)で、売買手数料はない。

自由化を阻んだもの

社会主義計画経済から市場経済へ転換したばかりの中国の市場はいずれも強い「経路依存性」を持ち、歴史の刻印が残されているが、債券市場には特にそれが強いと思われる。国有企業が株式化されても間接金融が圧倒的に強く、債券発行によ

る資金調達には行政による広範な統制の下にあった。「一九七〇年代以前の日本に酷似」(安)とする研究者もある。

中国の改革開放は漸進的な性格であるが、金融市場の発展と利率の市場化も同様である。「利率の漸進的開放」とは具体的には、「先に貸出を、後に預金を、先に長期を、後に短期を、先に大口を、後に小口を、先に外国通貨を、後に人民元を」開放するものであった。しかし、この利率は銀行利率に限られ、公司债券の利率は開放されなかった。利率の市場化とは「行政的な利率(あるいは法定利率)」が市場利率に変わる過程である。一九九〇年代半ば以後、貨幣市場では明確に利率の市場化が進んだが、公司债券市場は未発達で、さらに資金供給者側に選択の自由が無いので真の市場利率は形成されえなかった。預金金利は急激に引下げられたが、代替投資すべき公司债券市場が

ないので預金額は増え、商業銀行は貸出額を超える大量の預金を国債・金融債の購入に回した。一方で貸出は不良債権化し、他方で国債・金融債は政策的低利率であれば、商業銀行の資金運用効率は極めて悪い。公司债券市場が発展して市場利率による発行が進み、商業銀行も投資できるようになれば変化も期待される。

投資家層の変化も大きい。企業債券のかつての投資家(個人、大部分は離職・退職者だが、一部に企業の従業者)は、一九九三年に発生した償還不能事件の恐怖をいまだ忘れられない。九六年以後、保険会社、証券投資基金などの機関投資家が増え、潤沢な資金の運用先を求める集団財務公司、信託投資公司、信用社、後には社会保険基金も参加するようになった。二〇〇一年の中国移動債券も三峽債券も八割が機関投資家保有である。

企業債券は法的にはすべての国内法人が発行で

きるが、現実には所有制重視、規模重視で発行は大型国有企業に集中し、債券種類も少なく、固定利率の普通債券が大半である。二〇〇五年三月に人民銀行、財政部、国家發展開發委、証監会連合で「國際開發機關人民元債券發行管理弁法」が發布され、國際金融公社とアジア開發銀行が人民元の「パンダ債券」を發行した。利率の上限規制は信用等級の異なる債券に同一の利率を押し付けるため、「悪債が良債を駆逐する」現象を出現させた。また、企業債利率は國債利率を超えられないので、計画された國債發行が完了しないと企業債の發行はできなかった。

こうした状況であれば個別企業の実態に基づく信用評価にも実質的な意味はない。二〇〇〇年以後、行政の関与が漸減し、期限・利率・發行時期等の市場化は進んでいるが、發行に関する強制担保制は変わらず、信用評価の高い商業銀行が保

証を付けることすべてAAAの評価となっていた。資金の使用目的（重点建設項目）も変わらなかった。証券市場の發展の柱として株式と國債を優先し、企業債券を後回しとした政策こそが企業債券市場の相対的な停滞の根底にあった。これも日本と同じであるが、監督管理体系は實質的に計畫經濟の方式を長く継続してきた。計畫經濟下の資金分配（行政配給）方式では個別企業に信用意識は育たず、發行も償還も關係官庁が単独に監督する。適切な監督体制が欠如した九〇年代初めに何回か巨額の詐欺的發行が出現し、一部債券は違約で紛糾し社會問題化して、企業債券發行は一時停止の状態となった。このため、その後の規制が嚴重になり、自由化にはナーバスにならざるをえなかったであろう。

市場化の決断

昨二〇〇七年八月一四日実施の「公司债券発行試点弁法」はこの状況を大きく打開した。同弁法は、①担保規制をなくし、②募集額の最低限度をなくし、③利率の範囲を限定せず、④資金調達目的を限定していない。この大幅緩和を受けて早速に一一社の公司债券発行希望が出され、先頭を切った長江電力公司债券は九月二四日に発行が成功した（正式発行は一〇月）。元来A A A級で、建設銀行が全額撤回不可の連帯責任保証担保を提供した。これが「市場化発行」の嚆矢となった。一社のうち特定項目を目的に掲げたのは一社のみ（海油工程）で、残りはすべて負債の借換えと流動資金の補充であった。長江電力債券は四〇億元強、期限五年、利率は五・三五%で、同期限の借

入れ利率七・八三%よりも低い。かつての「債転貸」がこのたびは「貸転債」に再転化しているようだ。主要な買い手は保険会社と見られる。さらに、銀行監督委員会は一〇月に長期融資となる企業債券は高リスクである故に銀行が保証することを禁止した。主たる投資家である保険会社は商業銀行保証の企業債のみを購入し、無担保債の購入は禁止されているので、この規制により新発の企業債券は短期化し、保証は集団担保あるいは専業担保会社・当地政府財政収入など第三者担保の方向へ転換しつつある。六月段階ですでに銀行保証を入手し難かった湖南泰格林紙集団は会社資産（土地使用権・不動産）を担保とする方式を導入した。引受証券会社は外部の保証に代えて、「企業内部の保証」すなわち減債基金、土地担保、上場会社の株式担保などの工夫をこらすようだ。昨年一二月に発行された中関村高新技术中小企業集

合債券は北京中関村科技担保会社が保証し、国家開發銀行が再保証してAAA級となる、画期的な方法をとった。

二〇〇八年一月四日に、国家發展改革委員会は企業債券發行を容易にし直接認可制とする通知を出した。従来は全体の規模を確定し、その上で個別發行を認可する二段構えであったが、直接に發行認可をするのみとなり、決定も申請受理後三ヶ月以内となった。審査に必要な七条件のうち②債券額累計、③最近三年の純益額、④發行目的などは従来どおり、①發行会社の純資産額（株式会社は三〇〇〇万元以上、その他企業六〇〇〇万元以上）、④調達比率（一目的に占める債券資金は六〇%まで、借入債務償還には銀行の同意証明があれば制限なし、運営資金の補充には發行債券総額の二〇%まで）、⑤利率は市場状況により企業が決定するが國務院の限定レベルを超えないこと、

⑥既發債に元利払い不履行がないこと、⑦最近三年重大な違法・違規行為がないこと、が新設された。認可制の下ではあるが、市場化を進める意欲がうかがわれる。また、二月一日中央國債登記結算公司与全国銀行間同業コールマネーセンターは「銀行間債券市場公司債券發行、登記託管、交易流通操作細則」を發布し、公司債の同市場進入をさらに進めた。四月八日發行の大連港集團有限公司の債券は、この市場化第一号といえる。建設銀行大連分行が全額無条件撤回不可の連帶責任保証を提供してAAA級、元引受人は中國銀河証券で、申請から二ヶ月足らずで發行された。

この後、四月一日國家資金委員會「中央企業債券發行管理弁法」で国有独資企業・公司の發行が可能になり、同一五日正式実施の「銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理弁法」で同市場で三～五年の中長期債券も取引可能になった。五

月に深圳取引所で発行された中連重科の企業債券（一億元、八年、六・五％）は完全無担保で、利回りは高いが保険会社は投資できず、主に債券基金や「部株式基金」、適格外国機関投資家、個人が投資した。続いて三不動産企業の債券発行が認可された。万科（五九億元上限、負債償還・流動資金補充、三〇七年、表面利率七％、五％の貯蓄所得税を除くと六・六五％、主にA株株主に割当）、保利地産（四三億元上限、目的は同前）、新湖中宝（二四億元上限、無担保、九％、特別条項で収益率保証）である。八月一日日に公表された「山西晋城無煙煤礦業集団」の公司債募集説明書によればシンジケート方式のネット公開発行で機関投資家向け、山西潞安礦業集団が「全額無条件撤回不可」の連帯責任保証を提供、発行主体・債券共にAA+の評価を得て、五年物は六・三％、七年物は六・七〇％となった。利率はShibo

rを基準に、五年物は一・五九％、七年物は一・九九％を加えている。無担保公司債（中期票據、企業債等）と国債の利差が拡大を続ければ、国債の発行には不利になるかもしれない。投資家別は八月一八日結果発表の公募天津泰達公司債券の例では、ネット発行で購入した個人が約一割、それ以外の機関投資家が約九割である。

これらの結果、二〇〇八年上半期には上場会社の資金調達では債券発行が主流になった。証券会社の業務としても今後期待がかけられるが、「試点弁法」では引受人の署名が明確には要求されておらず、証券会社の社内編成でも投資銀行部は必ずしも分離独立していない。市場の展開を追ってこれらの面ではさらに改革が進むと見られる。

（参考文献）

楊老金主編『最新債券投資実用読本』二〇〇七年、経済科学

自由化進む中国の債券市場

出版社

安義寛『中国公司債券——功能分析与市场发展』二〇〇六年、

中国財政經濟出版社

何志剛『中国企業債券市場…効応与発展模式』二〇〇六年、

中国經濟出版社

『中国証券報』

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)