

# 中国における債券市場の整備と最近の動き<sup>1)</sup>

童 適 平

## 要 旨

地方と企業の自主権拡大を特徴とする中国の改革開放政策は財政の不均衡と弱体化を生じさせ、国債の発行が余儀なくされた。改革の構図は明確でない移行経済の下、国債は多種多様の形式を呈した。また、国債の発行がきっかけで、金融債や企業債も登場してきた。

1990年代の激変を経験した債券市場は規範化に収斂しつつある。

債券の発行は次第に公募入札が主流となる。国債に傾きすぎた債券の発行規模も2005年の企業債発行規制の緩和により多少修正された。しかし、国債と政策性金融債と比べ、企業債券の発行規模はまだ非常に小さい。債券の発行は、市場も市場参加者も人為的に分割された状態はまだ続いている。

債券の流通も規模の拡大が見られたが、オープン市場としての証券取引所債券市場は限界的な存在となり、市場の効率性は低下した。銀行間債券市場の参加者拡大と上場商業銀行の証券取引所債券市場への参入開放などの制度的な改善が見られたが、効果が限定的で課題が残っている。

近年になって、海外市場での外債発行は外貨建て外債から元建て外債に変わり、注目されるようになった。

## 目 次

はじめに

3. 企業債の発行と最近の動き

### I. 債券の種類

### III. 流通市場

1. 国債

1. 国債流通市場

2. 金融債

2. 金融債の流通

3. 企業債

3. 企業債の流通

### II. 債券発行の仕組みと発行市場

### IV. 外国債券

1. 国債の発行

終わりに

2. 金融債の発行

## 始めに

中国経済改革の中では、金融改革が最も遅れている、とりわけ債券市場の整備が遅れていると言われる。市場取引型より相対取引型の方が、金融規制の効果はより大きいので、政府主導型経済成長に向いているからである。しかし、2005年から、債券市場に大きな前進が見られた。企業債券の発行規制は大幅に緩和され、地方政府債券の発行も解禁された。度重なる銀行不良債権問題の発生と都市（農村）信用組合経営危機の普遍化により、銀行預金貸出を中心とする金融システムのリスク集中への危機感から信用組合を統合し、危機の表面化を回避してきた。しかし、信用組合の統廃合は、もともと脆弱な中小企業金融を更に弱体化させ、中小企業金融の空白を拡大した。一方、創造性のある企業と雇用を維持する中小企業の創出は経済の持続成長には不可欠であるので、この空白を補うために、債券市場、特に中小企業向け債券市場の整備は重要であるとの認識があったことがその背景にある。

かつての日本と同じように、債券市場の発達も、低金利政策、それに由来する低金利政策から銀行預金金利規制、銀行と証券業務の相互乗り入れ規制に大きな影響を与えるに違いない。債券市場の動向の把握は今後中国金融制度の改革を理解するのに、一つの鍵となる。

このような視点に立って、本稿は、改革開放以後における債券市場整備のプロセスを整理し、現状を明らかにすることを目的とする。まず、Iで改革開放以後に発行された債券の種類を整理する。本来は発行市場、流通市場の順で説明を進めた方が一般的で筋が通ると思うが、

改革の初期に予想外の状況が連続出現し、地方と企業の自主権拡大に伴い、如何に資金を工面し事業を展開していくかという課題に直面した。その際、債券の発行は重要な手段となった。このため、債券の種類や名目が多様で、成熟した市場経済では考えられない問題も少なかつたので、II以降の説明を少しでも理解できるように、まずこれを整理することにした。続けてIIで債券発行市場の発行の仕組みの変化とその現状を国債、金融債と企業債に分けて説明する。IIIでは、債券流通市場を取上げ、説明を加える。最後に、IVでは外国債券（海外市場での外貨建て債券の発行や人民元建て債券の発行、国内債券市場での外国金融機関による起債）の概要を紹介する。

## I. 債券の種類

### 1. 国債

改革開放以後、中国の債券市場は国債の発行からスタートした。国債の発行は1981年から始まった。背景は1979年と1980年に生まれた巨額の財政赤字を補填するためであった。

その後、国債の発行は常態化し、毎年発行されるようになった。また、赤字国債や建設国債のように、簡潔で起債目的の分類ではなく、調達した資金の用途を明確に示す名称を使うことが多かつたので、国債の名称がさまざまなことは、改革初期段階である1980年代国債発行の特徴であった。

1981年に赤字を補填するために国債の発行を始めたが、長い間、中国は“外債もなし、内債もなし”と、社会主義計画経済の優越性を標榜してきたので、“国の債務”というイメージを

回避するために、国債の代わりに、“国庫券”という名称を使った。“国庫券”の名称は1994年まで使われた。1994年に証書式国債、1995年に記帳式国債が発行されたのをきっかけにして、国庫券の名称は“証書式国債”と“記帳式国債”に変更された。証書式国債は主として個人投資家向け、記帳式国債は主として機関投資家向けである。2006年に個人投資家向けに新たに電子式貯蓄国債（記帳式国債の一種で、機関投資家向けの記帳式国債と区別するため、以下の記述では、電子式貯蓄国債と記す）を発行するようになった。

“国庫券”の発行対象は、国営企業、集団性企業、政府の企業管理省庁、地方政府、機関、団体、軍隊と個人であった。政府の企業管理省庁、地方政府、軍隊も発行対象となっていたことはきわめて異例と言わざるを得ない。経済改革の主要内容である地方と企業の自主権拡大により地方政府と国有企業に流失した中央財政の財源を中央財政に還流させるのが国庫券発行の当初の目的でもあった<sup>2)</sup>。また多くの人たちは、国庫券の発行は一回で終わると思っていたが、実際には、その後も発行され続けた。

国庫券の発行をきっかけに、中国政府は様々な名称を使って、債券を発行し、財政資金の不足を補うようになった。そして、次第に“国の債務”であることを配慮することなく、国庫券と平行して堂々と債券の名称を使うようになった。

1987年にはエネルギー、交通、原材料など重点建設プロジェクトに用途を指定した“国家重点建設債券”を発行したが、翌年、“国家重点建設債券”の名称は、“重点”を除いて、“国家建設債券”に変わった。しかし、中味はほとんど同じであった。この“国家重点建設債券”と

“国家建設債券”の名称を使った国債の発行はそれぞれ1回で終わった。

1988年に建設資金を調達し、公共投資から生まれた赤字を補填するために、“財政債券”の名称を使用して国債が発行された。この“財政債券”は、金融機関を相手に発行されたが、公共投資による財政赤字を補填するだけでなく、改革以後、富の分配が個人に傾斜し、個人の銀行預金が増加した一方、政府財政の資金調達力は相対的に弱体化したため、財政の資金調達力を回復する意味合いも持っていた。1989年に“財政債券”の発行は停止したが、1990年に再開され、1993年まで計5回発行された。

1988年から1990年までの間、価格改革を行った中国は、ハイパーインフレに見舞われた。物価上昇を抑制し、経済構造調整の建設資金を調達するために、1989年と1990年に、2年連続で“物価連動型公債”を発行した。公債の名称が使用されているが、実際には国債であった。その金利は“ベーシック金利+物価上昇プレミアム”によって決定される。ベーシック金利は3年定期貯蓄預金と同じである。物価上昇プレミアムの部分は、物価上昇率と連動していた。債券の売り先は個人、自営業者、各種企業と保険会社であったが、その消化は行政命令であり、地方政府は販売の責任を負われ、売れ残りを地方政府の財政資金で買い取る義務まで押しつけられた。

同じ年に、インフラ投資資金を調達するために、国家エネルギー投資会社、国家原材料投資会社、国家機械電気紡績投資会社及び中国石油天然ガス公社と鉄道省が“基本建設債券”を発行した。この“基本建設債券”<sup>3)</sup>は1988年と1989年に、2回発行された。1988年は全額が四大專業銀行（中国工商銀行、農業銀行、中国銀

図表1 国債の種類とその発行額 (1981~1998)

億円

	国庫券	財政債券	国家重点 建設債券	国家建 設債券	特殊国債	基本建 設債券	物価連動 型公債	特定国債	特別国債
1981	48.66								
1982	43.83								
1983	41.58								
1984	42.53								
1985	60.61								
1986	62.51								
1987	62.87		55.00						
1988	92.16	66.07		30.65		80.00			
1989	56.07*				42.84*	14.59	87.43		
1990	93.46*	71.09			32.68*		37.40		
1991	199.41*	64.63*			17.21*				
1992	395.64*	65.14*							
1993	314.77*	66.54*							
1994	1,117.93*							19.62	
1995	1,486.76*							24.10	
1996	1,813.27*							34.50	
1997	2,382.44*							29.35	
1998	3,808.77*								2,700.00

〔出所〕 金建棟・肖灼基・許樹信『中国証券市場1991』中国金融出版社1992。

〔注〕 \*は中国証券監督管理委員会『2011年中国証券先物統計年鑑』学林出版社2011。

行と中国建設銀行)に割当てられたが、1989年は個人を相手に発行された。

1989年から国庫券の発行対象は個人と自営業者だけに絞られた。個人と自営業者以外の企業、政府省庁、地方政府、機関、団体へは別途“特殊国債(中国語名:特種国債)”という国債が発行されるようになった。1989年から1991年まで、“特殊国債”は3年間発行された。

また、1994年から“特定国債”という養老保険基金向けの国債も発行された。それは1994年から3年間発行されたが、その後も毎年ではないが、断続的に発行されている。

前述のように、1994年、特殊の名称を使用した国債の発行はほぼ終了し、国庫券の発行も証書式国債と記帳式国債の名称が使用されるようになり、国庫券は国債に取って代わられた<sup>4)</sup>。証書式国債と記帳式国債のほかに、特例として、四大国有商業銀行に資本金を注入するために、1998年には、満期30年間の四大国有商業銀行向け“特別国債”が2,700億元発行されたこともある。

以上のように、1981年から1998年までの国債の種類とその発行額は図表1にまとめたので、参照されたい。

図表2 国債発行額、発行残高（1999～）

億元

	国債発行	国債発行残高
1999	4,015.00	10,542.00
2000	4,657.00	13,020.00
2001	4,884.00	15,618.00
2002	5,934.30	19,336.10
2003	6,280.10	22,603.60
2004	6,923.90	25,777.60
2005	7,042.00	28,774.00
2006	8,883.30	31,448.70
2007	23,139.10	48,741.00
2008	8,558.20	49,767.83
2009	17,927.24	57,949.98
2010	19,778.30	67,684.90

〔出所〕 中国証券監督管理委員会『2011年中国証券先物統計年鑑』学林出版社2011、12頁、158頁。

1999年以降、国債の発行が普通の軌道に乗り、発行主体はおおむね財政省に集中し、他の政府機関を発行主体とする発行や各名称を使用した国債は消えることになった。そこには、これまで行政と企業との“井勘定”の下、国有企業の資金調達にも国債を発行してきたことに対して、国有企業の独立採算を実施した“政企分離”（行政と企業の分離）改革の成果が反映されていると思われる。

1999年以後の国債の発行状況は図表2を参照されたい。図表2のように、国債の発行規模が次第に拡大し、発行方法、金利や満期期間などの発行条件も次第に多様になり、発行額と発行残高は緩やかに増加している。

ここで付け加えたいのは、地方政府による地方債の発行は、中国の「予算法」（1995年改正、第四章第28条）によって禁止されている。すなわち、原則として中国には地方債が存在しな

い。ただし、中国政府は2009年から2011年まで、毎年、2,000億元という枠内で、財政省の代理という形で、地方債の発行を特別に許可した。また、2011年10月から一部の地方政府に対して、財政省が決めた枠内で、地方債の自主的発行を試験的に実行することも認めた。

## 2. 金融債

金融債は金融機関が発行する債券のことである。中国では、金融債には、政策性銀行（国家開発銀行<sup>5)</sup>、中国輸出入銀行、中国農業發展銀行）が発行した“政策性金融債”と、商業銀行を始めとする普通の金融機関が発行する“普通金融債”がある。

1994年に中国では政策性銀行3社が成立した。政策性銀行の資金調達手段は主として、“政策性金融債”の発行である。1994年4月の、国家開発銀行による政策性金融債の発行がその始まりであった。図表3のように、長い間、金融債の中には、“政策性金融債”しか存在しなかったため、“政策性金融債”イコール金融債と考えてもよかった。今日でも、政策性金融債は金融債発行量の7割を占め、金融債の主流を形成している<sup>6)</sup>。

しかし、改革開放以後、最初に発行された金融債は“普通金融債”であった。1985年に中国工商銀行と中国農業銀行が、都市集団性企業と郷鎮企業への融資資金を調達するために“普通金融債”を発行したことがきっかけであったが、その後、当時の四大專業銀行（中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行と中国農業銀行）と交通銀行及び規模の大きい信託投資会社に代表される非銀行金融機関も普通金融債を発行した。販売先の多くは企業だが、信託投資会社の場合は地方政府の部局向けであった。1988年、

図表3 金融債の種類とその発行量

	政策性金融債	普通金融債		特殊金融債①	中央銀行手形③
		商業銀行劣後債②	商業銀行金融債②		
1985		5.00①			
1986		30.00			
1987		60.00			
1988		65.00			
1989		60.66			
1990		64.40			
1991		66.91			
1992		55.00			
1993		172.00①			
1994	842.60①				
1995	1,041.00①				197.10
1996	1,055.60			14.70	
1997	1,431.50			35.50	118.92
1998	1,950.23			4.10	
1999	1,800.89				
2000	1,645.00				
2001	2,590.00				
2002	3,075.00				1,937.50
2003	4,561.40				7,226.80
2004	4,148.00	945.30	861.00		17,037.34
2005	5,851.70	1,265.30	966.00	270.00	27,882.00
2006	8,980.00	540.00	215.00	310.00	36,573.81
2007	11,090.20	1,000.80	377.00	446.00	40,721.28
2008	10,823.00	1,564.00	724.00	250.00	42,960.00
2009	11,678.10	3,580.90	2,746.00	100.00	39,740.00
2010	13,192.70		920.00	10.00	46,608.00
2011	19,973.00②		3,169.00	350.00	14,140.00

[出所] 中国証券監督管理委員会『2011年中国証券先物統計年鑑』学林出版社2011；ただし①は馬慶泉 [2003]，206頁，390頁；  
 ②は『金融政策執行報告書』歴年版；③は中国債券情報ネットワーク <http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html>。  
 うち：1995～1997年は蘇寧『1949-2005中国金融統計』中国金融出版社，840～844頁。

1989年、1990年に四大專業銀行が個人向け販売に普通金融債を発行したこともある。普通金融債の発行は1992年まで続いた。この時期に発行された普通金融債は基本的には、財政の弱体化を補い、産業政策目的の貸出のために、資金を調達するものであった。

1994年に政策性銀行が成立した後、商業銀行を発行体とする普通金融債（商業銀行債）の発行は停止した。上海浦東開発銀行が普通金融債の発行を再開した2005年まで商業銀行債の発行はなかった。

2004年、中国銀行業監督管理委員会は「商業銀行自己資本比率管理弁法」を配布した。バーゼル協議を実施し、自己資本規制を満たすように、商業銀行に対して劣後債の発行を認めた。商業銀行“劣後債”が普通金融債の一種として登場してきた<sup>7)</sup>。

1999年に、4大国有商業銀行（1998年から專業銀行の呼び名は国有商業銀行に変わった）の不良債権を処理するために四つの金融資産管理会社が設立された。この金融資産管理会社の資金源の一つになったのは普通金融債の発行である。

このように、普通金融債には上記の商業銀行債、商業銀行劣後債以外に、金融資産管理会社、保険会社、信託投資会社、企業財務会社及び自動車金融会社を発行体とする“非銀行金融機関債”と証券会社を発行体とする“証券会社債”がある。しかし、その金額はいずれも限られている。

このほかに、“特殊金融債”が発行されたことがある。この“特殊金融債”とは、1990年代、国債現先取引が始まったばかりの時、多くの金融機関が取引に参加したが、その中には、現先取引契約の履行が困難な金融機関も現れ、

これらの金融機関に対して、中国人民銀行は1996年から1998年までの間、現先取引契約履行資金を調達するための“特殊金融債”の発行を特別に許可した。

2012年4月23日、みずほコーポレート銀行の中国現地法人（みずほコーポレート中国有限会社）が、続いて5月17日に三菱東京UFJの中国現地法人（三菱東京UFJ中国有限会社）が、外国金融機関の現地法人として初めて、銀行間債券市場でそれぞれ期間2年間、金額は10億元の普通金融債を発行した。

そして、2003年から中国人民銀行は外貨買い介入による通貨発行の不胎化を実施するため、“中央銀行手形”を発行するようになった。債券市場は満期1年以上の物を取り扱うため、一年以下の短期である中央銀行手形を取り上げないのが普通であろうが、中国の中央銀行手形には、少数ではあるが、1年以上（3年物）の物も含まれるため、参考のために図表3に入れた。

### 3. 企業債

企業債とは非金融企業が発行する債券のことである。企業債の発行は1982年から始まった。一部の企業は社内、或いは社外の縁故者に対して債券を発行したが、当時、企業債発行に関する法的な規定はなく、政府機関などの許認可もなかったため、まったく無法状態であった。このため、その実態はよく把握されていない。図表4ではこの時期に発行された企業債は地方企業債券の中に入れた。

1987年3月に中国政府国務院が、企業債の存在を認め、「企業債券管理暫定条例」を配布、施行した。企業債の発行は中国人民銀行の管理下に置かれ、発行と発行額には中国人民銀行の

図表4 企業債の種類とその発行額 (1984~1997)

億円

	中央企業債券	地方企業債券	地方投資会社債券	住宅建設会社債券	内部債券	国家投資債券	国家投資会社債券*	短期融資券
1984~1986		100.00						
1987		30.00					30.00	
1988		30.00			33.69		90.00	11.72
1989		14.83			30.71		22.53	29.72
1990		49.33			26.89		6.15	50.15
1991		115.25			30.27	95.00	2.29	104.44
1992	74.10	258.77	4.37	6.43	111.51	60.00	8.01	228.53
1993		20.06						215.78
1994		38.43						123.32
1995	77.50	52.50						170.80
1996	86.15	62.15						120.62
1997	86.15	99.66						69.42
1998		114.00						34.00

[出所] 中国証券監督管理委員会『2011年中国証券先物統計年鑑』学林出版社2011；ただし①は馬慶泉 [2003]、206頁、390頁；②は『金融政策執行報告書』歴年版；③は中国債券情報ネットワーク <http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html>、うち：1995~1997年は蘇寧『1949-2005中国金融統計』中国金融出版社、840~844頁。

許可が必要となった。

経済改革の主な内容が地方自主権の拡大であったことに対応して、この時期、企業債の発行主体は主として地方企業であったため、発行された企業債は地方企業債券が主流であった。だが、初期段階の国債と同じように、発行主体の特徴を示すさまざまな名称を使用した企業債が見られる。

1988年にはハイパーインフレに対処するため、金融が引き締められ、一部の企業は社員向け或いは資金の余裕がある関係企業に対して“企業内部債券”を発行することが政府に許可された。“企業内部債券”の発行は1992年まで続いた。

地方自主権と企業自主権の拡大につれて、当

然ながら、それまで中央政府に集中していた財力の分散化が見られた。1987年から、財力の集中と重点建設プロジェクト資金の調達を目的として、企業と事業所を販売対象に、電力、冶金、非鉄金属、石油化学などの企業を発行主体とする“重点企業債券”が発行された。1988年に国家エネルギー投資会社、国家交通投資会社、国家原材料投資会社が設立された。これらの投資会社が共同で“国家投資会社債券”を発行して、“重点企業債券”に取って代わった。1993年以降、その発行は停止された。

1991年と1992年に、中国人民建設銀行（現在中国建設銀行）と中国工商銀行が“国家投資債券”を発行した<sup>8)</sup>。

ところで、1993年に「企業債券管理暫定条

例」が改正され、「企業債券管理条例」が施行されるようになった。企業債券の発行には中国人民銀行と国家計画委員会（現在の国家発展改革委員会）の許可が必要であったにもかかわらず、地方政府や企業にとって債券の発行は重要で不可欠な資金調達手段であったため、政府の許可なしで、或いは政府許可額を突破して債券を発行するケースが多発した。例えば、1990年～1992年の間、企業債券発行計画（国家投資債券、国家投資会社債券、中央企業債券、地方企業債券、地方投資会社債券、住宅建設会社債券と内部債券を全部含めた）はそれぞれ75億元、250億元と350億元であったのに対して、実際の発行額は126.77億元、249.96億元と683.71億元に達した<sup>9)</sup>。大幅に発行枠を超えたため、不履行となった債券が続出した。問題が最も深刻であった遼寧省と吉林省では1997年に不履行企業債が半分を占めた<sup>10)</sup>。

このような事態を収拾するために、1993年に中国政府国務院は緊急に「断固とした無法金集め行為の取り締まりと債券発行管理強化に関する通達」を配布した。“政府が定めた債券発行計画は発行額の上限である。国家計画委員会と国務院証券委員会（現在の証券監督管理委員会）の許可がなければ、計画の変更を禁止すること；内部債券は地方企業債券の枠に組み入れること；短期融資券は期間3ヶ月、6ヶ月と9ヶ月に限定し、企業運転資金不足の補いに使って、長期資金と設備投資資金として使ってはならないこと；現在、試験的に発行している地方投資会社債券と住宅建設債券は試験地域に限定し、当面試験地域を広げてはならないこと”がその内容であった。

図表4のように、1993年以後、企業債の発行は整理整頓され、各名目の企業債の発行は停止

させられ、中央企業債と地方企業債に収斂された。発行申込みの審査もたいへん厳しくなった。審査のプロセスだけで1年間かかるようになる。このため、1993年政府の企業債券（短期融資券を含む）発行枠は490億元であったが、実際に発行されたのは235.84億元でしかなかった。この間、物価上昇率が高かったこともあって、企業債発行の低迷状況が続いた。

1995年に中国共産党が第9次5ヶ年計画と2010年経済プランを発表し、企業債の発行規制を少し緩和したが、大きな変化はなかった。そして、1998年に政府機構の改革が行われ、企業債の発行管理担当政府機関は中国人民銀行を主とし国家発展改革委員会が加わる体制から、国家発展改革委員会を主とし中国人民銀行が審査に加わる体制に移行した。地方企業債券と中央企業債券の分類を廃止、企業債に名称を統一した。

2000年から企業債の発行に関する“国務院特別認可制”が実行された<sup>11)</sup>。毎年、国家発展改革委員会は年度の企業債券発行計画を国務院に報告し、その認可を受けることになった。同委員会は債券発行申請企業の選定と発行額の審査を行い、発行候補名簿と発行額のリストを作り、それを国務院に提出し、認可を受けた後に、発行が実施されるという手順になった。それ以降2004年までの間に、企業債の発行規制は非常に厳しくなり、発行できるのは中央政府所属の大型国有企業だけとなった。

しかし、この間に、1994年から実施された「会社法」は企業債の発行を会社の権利として認め（第159条）、企業債発行の法的根拠も整備された。にもかかわらず、2007年まで、「会社法」に基づく企業債の発行はなかった。

ところで、2005年から企業債発行規制緩和の

動きが見られ始めた。

まずは、中国企業債の一種である短期融資券の発行が再開された。“企業短期融資券”の発行は1988年まで遡ることができる。流動資金調達的手段として、1988年から発行されていたのである。満期期間は3ヶ月、6ヶ月と9ヶ月である。これは1997年まで続いたが、満期になってデフォルトするケースが増加したため、1998年から2004年の間は中断していた。

2005年、中国人民銀行は新たに「短期融資券管理方法」を配布し、“企業短期融資券”の発行を再開した。この“企業短期融資券”の満期期間は以前より延長され、365日以下となった。

続いて2007年、中国证券监督管理委员会は「会社債発行試験方法」を配布した。翌2008年には、会社法に基づく企業債の発行が実際に動き出した。

更に、2008年に、企業債には新たに“中期手形”が加わった。中期手形とは期間3年～5年の企業債務の発行手段であり、企業債の一種の変形である。

このほかに、中小企業融資を促進するために、2007年から、複数の中小企業を一つの発行体にまとめて一つの債券を発行し、各自が債務を負担して、統一担保を行う企業債である“中小企業集合債”、2009年11月から、同じように複数の中小企業を一つの発行体とする“中小企業集合手形”（3ヶ月～3年）の発行が新たに認められた。現在まで中小企業集合債は8回発行され、参加企業は78社、発行金額は38.21億元である。中小企業集合手形は2011年末までに、40回発行され、調達金額は111.36億元に上った。1998年以後、企業債の発行状況は図表5を参照されたい。

このように、中国では、広義の企業債には、

国家发展改革委員会の認可を受けて大型国有企業が発行する企業債を“企業債”，「会社法」に基づいて、発行される“会社債”，そして，“中期手形”や“企業融資券”などが含まれる。普通、それぞれの名前で呼ばれているが、本稿では、混乱を避けるために、大型国有企業を発行主体とする企業債を“狭義の企業債”とし、会社債、短期融資券、中期手形が加わった企業債を“広義の企業債”と呼ぶ。なお特に明記しない限り、“企業債”とは“広義の企業債”を指している。

## II. 債券発行の仕組みと発行市場

### 1. 国債の発行

国債発行の根拠は「国庫券条例」にある。1981年から1991年まで、中国政府国務院は毎年国庫券を発行し、その都度、国庫券条例を配布していた。1981年を除いて、国庫券条例のタイトルにはその年度名だけでなく、その年度の国庫券発行対象、発行金額、満期期限、利回り、発行期間、償還など詳細な発行条件が明記された。年毎の内容に大きな変化がなく、また条例というよりも通達の印象が強かった。1992年3月に配布された「国庫券条例」のタイトルから年度名も消え、詳細な発行条件も明記されず、一般のルールだけとなった。ある意味ではその年から正式な条例として発足し、その効力は現在まで続いている。

国庫券の発行対象は、1981年の国庫券条例では（国営）企業と地方政府には行政割当て、機関団体と個人には自分の意思での購入と、明確に区別して記されていたが、翌年から、その区別がなくなった。そして、1989年～1991年の3

図表5 企業債の種類とその発行額 (1998~)

億元

	企業債			
		会社債	中期手形	短期融資券
1998	147.9 (676.9)			
1999	158.0 (778.6)			
2000	83.0 (861.6)			
2001	147.0 (1,008.6)			
2002	325.0 (n.a.)			
2003	358.0 (n.a.)			
2004	327.0 (n.a.)			
2005	2,046.5 (n.a.)			1,392.5
2006	3,938.3 (5,532.9)			2,943.3
2007	5,058.5 (7,683.3)			3,349.1
2008	8,435.4 (12,850.6)	288.0	1,737.0	4,331.5
2009	15,864.4 (24,405.9)	734.9	6,987.4	4,612.1
2010	15,491.5 (34,671.8)	603.0	4,924.0	6,892.4
2011*	23,103.0	1,253.0	7,270.0	8,032.0

〔出所〕 中国証券監督管理委員会「2011年中国証券先物統計年鑑」学林出版社2011。2011年は中国人民銀行「2011年金融政策執行報告書」。

〔注〕 ( ) 内は発行残高。

年間、国庫券発行条例は発行対象を個人と自営業者だけに限定するようになった。中央政府の企業管理省庁、地方政府、企業、法人向けには“特殊国債”が発行された。この特殊国債の発行は、1992年以降停止された。

1992年以降、国債の発行対象には法人と個人という区別がなくなった。その他にも、国債としての国家重点建設債券、国家建設債券と基本建設債券なども、発行対象には個人向けと法人向けという区別がなくなった。

しかし、1994年以後、国債の発行対象が再び区別されて、上述のように記帳式国債と証書式国債が発行されるようになった。「記帳式国債」は、商業銀行から、徐々に一般金融機関、そし

て、企業、団体へと、“証書式国債”は、企業、団体と個人から、そして商業銀行を除いた金融機関、上場商業銀行へと、発行対象が広がり、規制が緩和されてきた。“電子式貯蓄国債”は個人向けである。

発行利回りは割当方式発行の場合、おおむね同じ期間の銀行預金金利が参考にされるが、消化を促進するために、やや高めに設定するのが原則であった。しかし、1981年だけは、初めての発行という事情もあり、また、発行対象は政府機関と法人であったため、国庫券の金利は銀行預金より低く設定された。5年定期預金金利は7.92%であったのに対して、満期が同じ期間の国庫券発行金利は4%であった。1982年以後、

同期間銀行預金よりおおむね高目となった。

また、1982年から1988年までの間、法人と個人の差別金利が実施された。両者の間には約4%の違いがあった。例えば1982～1984年、法人投資家に対しては4%であったが、個人投資家に対しては8%の金利が支払われた。1985年に、法人には5%、個人には9%（5年定期預金金利は8.28%）、1986～1988年に、法人には6%、個人には10%であった（5年定期預金金利は9.36%）。1989～1991年、個人投資家に対する金利はそれぞれ14%、14%と10%であった。

1996年、公募入札方式を導入した以後、記帳式国債の発行利回りは発行主体と引受けシンジケート団との間の交渉により決定されるようになったが、証書式国債と電子式貯蓄国債の発行利回りは主として同期間の銀行貯蓄預金金利を参考基準に加味し、銀行預金金利から所得税を引いた後の利回りより高めに設定することになっている。

債券の満期は、1981年～1987年は5年間、1988～1991年は3年間であった。3～5年間の中期国債が中心であったが、1994年に記帳式国債が発行されるようになって以後、1994年に6ヶ月物、1997年に10年物、1998年の4大国有商業銀行向け2,700億元の特別国債は30年物であり、2009年には50年物の超長期国債も発行された。現在、記帳式国債の満期期間は、3ヶ月から50年間までと多種多様になっている。

主に個人投資家向けの証書式国債は期間2年、3年と5年の中期国債である。2006年から発行された電子式貯蓄国債は個人の貯蓄を銀行預金から分流する目的を持つため、期間は長く設定され、2年、3年、5年、7年、10年と15年の種類がある。

国債の償還は、1981～1984年の間にされたものは、発行後6年目に債券の番号を抽選して、毎年20%ずつ5年間で償還完了を実行したこともあったが、1985～1991年には発行6年目（または4年目）に、一括で全額償還されることになった。現在も基本的には満期に一括で償還することになっている。

国債発行方法は歴史的に見て三つの段階に分けることができる。1991年までは、政府が地方政府と国有企業を動員して、行政に割り当てる方式の発行がほとんどであった。

1991年からは第二段階である。この段階では多様な方式が試みられた。国庫券の発行はシンジケート団による引受け方式で実行された。1993年にはプライマリー・ディーラー制度が試みられ、19の金融機関から構成されるプライマリー・ディーラーによって、国債の引受けと分売が実行された。1994年には、個人向けの国庫券は証書式の国債へと変わり、銀行窓口販売が試みられた。財政債券と特定国債は依然として特殊な相手に対する行政割当発行方式であった。

1996年からは第三段階である。1995年に、記帳式国債の発行に公募入札方式が試みられた。翌年、公募入札方式が本格的に実行され、現在、その方式がほぼ定着している。主として、ダッチ方式が採用されているが、2003年からコンベンショナル方式発行も試みられた。また、イールド競争入札が多いが、価格競争入札も行われている。しかし、証書式国債と電子式貯蓄国債の発行には依然としてシンジケート団引受け方式が採用されている。

2006年7月に財政省、中国人民銀行と証券監督管理委員会は共同で「国債引き受けシンジケート団メンバー資格審査認定弁法」を配布

図表6 国債シンジケート団メンバーリスト (2012~2014)

記帳式国債シンジケート団メンバー：	*中国郵政貯蓄銀行	寧波鄞州農村組合銀行	中国平安生命保険
甲類メンバー	乙類メンバー	スタンダードチャータード (中国)	江蘇常熟農村商業銀行
*中国工商銀行	*華夏銀行	HSBC (中国)	*北京農村商業銀行
*中国農業銀行	*興業銀行	JP モルガンチェス (中国)	*上海農村商業銀行
*中国銀行	*招商銀行	国家開発銀行	貯蓄国債シンジケート団 メンバー：
*中国建設銀行	*深圳発展銀行	中信建設証券	
*交通銀行	*中国民生銀行	華泰証券	齊魯銀行
*中信銀行	*上海銀行	申銀万国証券	青島銀行
*中国光大銀行	*広発銀行	渤海証券	成都銀行
*上海浦東発展銀行	*天津銀行	長江証券	西安銀行
*北京銀行	*河北銀行	光大証券	富滇銀行
*南京銀行	*杭州銀行	国信証券	ハルビン銀行
中国銀河証券	盛京銀行	招商証券	漢口銀行
国泰君安証券	*徽商銀行	東方証券	大連銀行
平安証券	*長沙銀行	中国国際金融有限会社	ウルムチ市商業銀行
中信証券	齊商銀行	安信証券	晋商銀行
中銀国際証券	洛陽銀行	第一創業証券	江蘇銀行
国海証券	*恒豊銀行	中国生命保険 (集団)	包商銀行

〔出所〕 中国財政省・中国人民銀行・証券監督管理委員会「2012-2014年記帳式国債シンジケート団メンバー資格確認に関する通達」

[http://gks.mof.gov.cn/redianzhuanti/guozaiguanli/gzgzlcfg/201112/t20111226\\_619261.html](http://gks.mof.gov.cn/redianzhuanti/guozaiguanli/gzgzlcfg/201112/t20111226_619261.html).

中国財政省・中国人民銀行「2012-2014年貯蓄国債シンジケート団メンバー資格確認に関する通達」

[http://gks.mof.gov.cn/redianzhuanti/guozaiguanli/gzgzlcfg/201112/t20111222\\_618473.html](http://gks.mof.gov.cn/redianzhuanti/guozaiguanli/gzgzlcfg/201112/t20111222_618473.html).

\*は貯蓄国債シンジケート団のメンバーも兼ねる。

し、国債シンジケート団メンバーに加わる申し出を受理して、審査と認定を行い、3年ごとに国債引受けシンジケート団メンバーを公表するようになっている。国債シンジケート団は記帳式国債シンジケート団と証書式国債シンジケート団（2012年からは貯蓄国債シンジケート団に変わった）に別々に編成され、2012年現在、記帳式国債シンジケート団のメンバーは55社、このうち、甲類メンバーは17社、乙類メンバーは38社である。貯蓄国債シンジケート団のメン

バーは甲乙の分類がなく、全部で38社である（図表6を参照）。

「国債引き受けシンジケート団メンバー資格審査認定弁法」によれば、国債シンジケート団メンバーは、次の権利を有する。

① 財政省と国債発行引受協議の内容について交渉すること；

② 国債の発行方式と管理法についての意見と提案をすること；

③ 財政省から直接国債発行を引き受けるこ

と；

④国債発行手数料を受け取ること；

⑤規定されたルートから国債発行の情報を迅速に獲得すること；

⑥国債改革の試みに参加すること；

⑦国際業務の視察とトレーニングに優先的に参加することなどの権利を持つ（以上は第29条）。

記帳式国債シンジケート団メンバーは第29条以外に記帳式国債発行の競争入札に参加する権利も有する（第31条）。

2011年に中国政府は「2011年地方債自主発行方法」を制定し、上海市、浙江省、広東省と深圳市を地方債発行試験地域として、2011年から地方債の自主発行を許可した。

「2011年地方債自主発行方法」によれば、2011年、4省（市）の地方債発行額は中国政府（国務院）が認可した地方債発行枠に限定される。発行は年度管理が実行され、認可された枠を次の年度に振り向けることはできない。債券の満期は3年と5年で、それぞれ枠の半分ずつである。発行は引受けシンジケート団を結成して、公募入札方式で、行う。シンジケート団のメンバーは記帳式国債のシンジケート団のメンバーであるべきである。債券の償還と利払い資金は関係規定に基づいて中央財政の専用口座に払い込み、中央財政は償還を代行することになっている。

## 2. 金融債の発行

1994年に政策性銀行設立以後、普通金融債の発行が中止され、政策性金融債の発行が始まった。しかし、1998年11月28日に中国人民銀行が「銀行間債券市場における政策性金融債発行暫定規定」（2005年6月1日に廃止）を配布する

まで、明確な規定はなかった。そして、それ以前に、発行された普通金融債についても、明確な規定がなかった。

1998年の「銀行間債券市場における政策性金融債発行暫定規定」で、政策性金融債の発行について、発行数量、満期期間、発行方式、発行時間を中国人民銀行に報告し、許可を得ることがはじめて明確にされた。

現在、金融債には、政策性銀行が発行する政策性金融債、商業銀行、財務会社と証券会社が発行する普通金融債と商業銀行が発行する劣後債が含まれる。金融債の発行は公募と私募（縁故者発行）の2種類の方法が認められるが、私募と比べると、公募の条件は厳しい。以下では、公募発行の条件を簡単に紹介する。

普通金融債の発行が再開され、明確な規定が作成されたのは、中国証券監督管理委員会が2003年10月8日に配布、施行した「証券会社債券発行暫定方法」においてである。2004年10月15日に「証券会社債券発行暫定方法」は改正され、「証券会社債券発行方法」となった。

この発行方法によれば、証券会社の金融債の発行と譲渡行為に対して、中国証券監督管理委員会は監督管理の責務を持ち（第3条）、証券会社は金融債を発行する際、中国証券監督管理委員会に申請し、許可を得なければならない。許可を得なければ、発行してはならない（第4条）。公募発行と私募発行の2種類あるが、公募発行の条件は次のようになっている（第7条）。

①総合証券会社であること；

②直近決済期監査を受けた後の純資産額が10億元を超えること；

③直近1年間は利益が出ていること；

④各リスク管理指標が証券業監督管理委員会

の規定を満たしていること；

⑤直近2年以内に、重大な違法行為がないこと；

⑥健全なコーポレートガバナンス制度と内部管理制度を持ち、適切な業務隔離と内部コントロールシステムを整備していること；

⑦資産は実際支配権を持つ自然人、法人或いは他の組織及び関係者に占有されていないこと。

証券会社が銀行間債券市場を利用して金融債の発行と売買を実施する場合、当然、「全国銀行間債券市場金融債発行管理方法」に従い、中国人民銀行の認可も必要になる。

続いて作成されたのは、2004年6月17日に中国人民銀行と銀行業監督管理委員会が共同で配布した「商業銀行劣後債発行管理方法」である。この「商業銀行劣後債発行管理方法」によれば、商業銀行“劣後債”の発行は中国人民銀行と銀行業監督管理委員会に報告し、許可を得る必要がある。銀行業監督管理委員会は発行資格の審査を分担し、中国人民銀行は市場発行と市場取引の監督を行う（第7条）。商業銀行劣後債の発行申請は、国が権限を授与した投資機関の承認証明書類、或いは劣後債発行についての株主総会の議決を提出しなければならない（第8条）。

商業銀行が劣後債を発行する条件（第9条）は次の通りである。

- ①貸出の5段階分類を実行していること；
- ②コア自己資本比率は5%以上であること；
- ③貸倒れ引当金を十分に積立していること；
- ④コーポレートガバナンス体制が良好であること；

⑤直近3年以内に、重大な違法行為がないこと。

2005年6月1日に中国人民銀行は「全国銀行間債券市場金融債発行管理方法」を制定し、施行した。この「全国銀行間債券市場金融債発行管理方法」は商業銀行、企業財務会社の普通金融債発行についての初めての規定である。政策性銀行の政策性金融債の発行にも触れられたが、1998年の「銀行間債券市場における政策性銀行金融債発行暫定規定」の内容を繰り返しただけであった。

この「全国銀行間債券市場金融債発行管理方法」によれば、“中国人民銀行は法律に基づき、金融債の発行について、管理監督の責務を持つ。中国人民銀行から事前に認可を得ない限り、あらゆる金融機関は金融債を発行してはならない”（第3条）。

中国人民銀行に金融債発行の認可を申請するには、監督官庁からの許可が先決条件である（第10条）。2003年に銀行業監督管理委員会設立以後、政策性銀行、商業銀行と企業財務会社の監督官庁は銀行業監督管理委員会に変わったので、金融債の発行にはまず銀行業監督管理委員会の許可が必要である。

「全国銀行間債券市場金融債発行管理方法」は、政策性銀行だけでなく、商業銀行と企業財務会社及びその他の金融機関の銀行間債券市場での金融債発行条件について規定した。

政策性銀行の金融債発行条件については、これまで詳細な定めはなかった。当然といえば当然だが、政策性銀行には、政府が出資した銀行として常に金融債発行の条件が備わっていたためである。

商業銀行の金融債発行条件については次のように規定されている（第7条）。

①コーポレートガバナンス体制が良好であること；

- ②コア自己資本比率は4%以上であること；
- ③経常利益は連続3年間黒字であること；
- ④貸倒れ引当金を十分に積立てていること；
- ⑤リスク管理指標は規制機関の規定に該当すること；
- ⑥直近3年以内に、重大な違法行為がないこと；
- ⑦中国人民銀行が定めた他の条件。

企業財務会社の金融債発行条件（第8条）は基本的に商業銀行と同じであるが、自己資本金比率は10%以上であること、連続3年間黒字と貸倒れ引当金についての規定はなかったことだけが違っている。しかし、2007年まで企業財務会社の金融債発行案件は一件もなかった。2007年に中国銀行業監督管理委員会は「企業財務会社の金融債発行問題に関する通達」を配布して、企業財務会社の金融債発行がようやく動き出した。初めて認められたのは中国石化財務会社であった。

この「企業財務会社の金融債発行問題に関する通達」は企業財務会社の金融債発行条件について以下の項目を付け加えた。

- ①設立1年以上、経営状況が良好で、債券発行申請前の1年間の経常利益率は業界平均以上で、安定した利益予測を持っていること；

債券発行申請前の1年間の不良債権比率は業界の平均以下で、貸倒れ積立金を十分に持っていること；

- ②債券発行申請前の1年間の払込資本金は3億元以上で、純資産は業界平均以上であること。

- ③コーポレートガバナンス体制が良好で、最低資本金は3億元、募集した資金は主要業務に使用すること。

金融債の満期期間は「政策性金融債市場発行

暫定規定」や「商業銀行劣後債発行管理方法」など金融債に関する規定には特に定められていないが、その幅は非常に大きい。実際その中には、本来短期証券（例えば、日本のTB、FB）に分類されるべきものも多く含まれている。現在、政策性金融債には3ヶ月物、6ヶ月物、1年物、2年物、3年物、5年物、7年物、10年物、20年物と30年物がある。商業銀行劣後債は、ほとんど5年物、10年物と15年物であるが、他の普通金融債は3年物が主流である。

金融債の発行場所は銀行間債券市場に限定される。発行利回りは発行主体と金融債引受けシンジケート団との間の交渉により決定される。担保は義務付けられていないが、格付けが必要条件である。

実際の発行方法もかつての国債と同じように、割当方式から公募入札への移行を経験した。1994年から1997年まで、政策性金融債の発行は預金性金融機関に対して割当方式が採用された。その後、商業銀行の資金の管理と配分制度の改革により、割当方式による政策性金融債の消化は次第に難しくなったので、1998年2月に国家開発銀行は銀行間債券市場で公募入札方式による政策性金融債の発行に成功した。その後、中国輸出入銀行も中国農業発展銀行も基本的に公募入札方式により発行するようになった。現在、政策性金融債だけでなく、普通金融債も、公募の場合、銀行間債券市場で競争入札、もしくは非競争入札が行われるが、私募の場合、投資家との間で交渉し発行することになっている。

### 3. 企業債の発行と最近の動き

1987年まで企業債の発行は無法の状態であった。1987年3月に「企業債券管理暫定条例」が

配布、実施され、初めて企業債の発行による資金の調達公式に認められた。企業債の発行はこれで法的管理の軌道に乗った。

この条例によれば、中国人民銀行は企業債券発行の政府主管機関であり、企業債券の発行許可責務を持つことになる。中国人民銀行は国家計画委員会、財政省と共同で次の年度の企業債発行の枠を決定し、地方政府にその枠を分解して割り当てる。中国人民銀行は企業債券の発行審査と管理の責任を負う。債券の金利は、同じ期間の銀行貯蓄預金金利の1.4倍を超過してならないなどの規定があった。

1990年に、企業債の発行は固定資産投資の資金源として初めて政府の定期的な「国民経済社会発展計画」に組み込まれた。国家計画委員会と中国人民銀行は1990年、1991年と1992年の企業債発行計画を定めていた。

1993年8月に「企業債券管理暫定条例」が改正され、「企業債券管理条例」が配布された。「企業債券管理条例」では、毎年国家計画委員会が中国人民銀行、財政省、國務院証券管理委員会と共同で企業債券発行の年度の枠と枠内の各指標を計画し、國務院に報告し、許可を得てから実施することが規定された（第10条）。

企業債の発行条件（第12条）は次のように規定されている。

- ①企業の規模は国が定めた基準に該当すること；
- ②企業の財務会計体制は国の規定に該当すること；
- ③債務償還能力を有すること；
- ④収益状況は良好で、債券発行前の3年間は連続黒字であること；
- ⑤債券発行による調達した資金の用途は国家産業政策に準拠すること。

企業債の発行は政府の厳しい管理の下に置かれた。年度の発行枠だけでなく枠内にも細かい規制が設けられ、企業債発行企業の規模も規制された。

このように、この時期、企業債の発行申請は企業の名義より企業が実施する投資プロジェクトの名義で発行を申請するのが主流であった。例えば、三峡ダム建設債のように、発行額が10億元を超える重大建設プロジェクトがほとんどであったので、発行額は自己資金の40%を超えてはならないという「企業債券管理条例」の規定から考えれば、この時期に、企業債が発行できたのは、自己資金が25億元以上の大企業に限定されたことが分かる。

中国国有商業銀行の不良債権問題の露呈と1997年のアジア金融危機発生により、1999年以後、企業債の発行規制は一段と厳しくなり、“國務院特別認可制”が取られた。国家発展計画委員会（旧国家計画委員会である。1998年の政府機構改革によりこの名前に変わった。そして、1999年からは国家發展改革委員会に変わった）は毎年、企業債発行申し込みを受け、そのリストを作り、國務院に報告し、認可してもらった仕組みとなった。

2004年に、中国政府國務院は「資本市場改革開放と安定的發展に関する若干意見」を発表した。これを受けて、国家發展改革委員会は「企業債券管理の更なる改善と強化に関する通達」を配布し、企業債の発行と流通を促進する方針に転換した。図表5のように、2005年に短期融資券を含めた企業債の発行は飛躍的に増加した。また、狭義の企業債だけでなく、会社債、中期手形など企業債の種類も豊富になった。

1993年に制定され、1994年7月1日から施行された「会社法」では“株式会社、国有独資会

社、2社以上の国有企業或いはその他二つ以上の国有投資主体が設立した有限責任会社は生産経営の資金を調達するために、本法律に基づき、会社債を発行することができる”（第159条）という規定があった。それまでの企業債と違い、「会社法」に基づいて、「会社債」を発行することができるようになった。中国では、それまでの“企業債”と区別し、「会社法」に基づいて発行された企業債は“会社債”と呼ばれる。

“会社債発行の枠は国務院が確定する。国務院の証券管理機関は、国務院が確定した発行枠の範囲内で発行の審査と許可を行う。”（第164条）という定めが存在した。つまり、証券監督管理委員会は国務院の証券管理機関として、国務院が確定した企業債の枠の中で、会社債の発行を決定する。

2005年に、「会社法」の3回目の改正が行なわれた。

1994年の「会社法」と比べ、2005年の「会社法」では、会社債の発行について大きな改正が2箇所あった。有限会社が会社債を発行する際の“2社以上の国有企業或いはその他二つ以上の国有投資主体が設立した有限責任会社”という限定と国務院が国民経済全体の企業債発行の年度“枠”を確定する条文が取り除かれたのである。

つまり、国有企業でない有限会社も会社債の発行が可能となったこと、会社債の発行は企業債発行の“枠”に縛られる規制がなくなったことである。

このように、2007年8月に「会社債発行試験方法」が配布され、会社債の発行が実際に動き出した。

会社債の発行条件は次のように規定されてい

る（第7条）。

①生産経営は法律、法規及び国の産業政策に該当すること；

②内部管理制度は健全で、整合性、完全性、有効性に重大な欠陥が存在しないこと；

③格付け会社から良好な信用格付けを得られたこと；

④直近年度末、監査を受けた純資産額は法律、行政法規と中国証券監督管理委員会の規定に準拠すること；

⑤直近3年間会計年度の年間平均可処分利益額は会社債の1年間支払う利子額を上回ること；

⑥今回発行後の会社債累計残高は直近期末純資産額の40%を超えてはならない。

狭義の企業債の発行は、政府の発行枠に規制され、国家发展改革委員会の審査と許可が必要であるのに対して、会社債の発行には、国家发展改革委員会の許可が不要である。「会社法」、「証券法」に準拠し、証券監督管理委員会の認可さえ受ければ、発行できる（第3条）。発行の申請はスポンサー（アンダーライター）による審査、株主総会での議決が必要である（第12条、14条）。他には、狭義の企業債の発行市場は銀行間債券市場と証券取引所市場両方であるのに対して、会社債の発行市場は証券取引所市場に限定される。また、会社債は無担保発行もできる。

このように、2007年以後、会社債の発行ハードルは大きく引き下げられた。企業債発行のブームに一役を果したわけである。

会社債に続けて、“短期融資券”と“中期手形”が登場してきた。“短期融資券”とは非金融企業が短期資金調達のため、発行する約束手形である。満期は365日以下である。“中期手

図表7 企業債発行規制比較

	企業債（狭義）	会社債	中期手形	短期融資券
発行主体	国有大型企業	上場会社	非金融企業	非金融企業
監督官庁	国家発展と改革委員会、 中国人民銀行、証券監督 管理委員会	証券監督管理委員会	業界自主規制	業界自主規制
発行手続き	審査制	認可制	登録制	登録制
発行金利	認可した金利	交渉	交渉	交渉
資金用途	固定資産投資	株主総会議決に基づ く	企業経営活動	企業経営活動
担 保	有担保	無担保	無担保	無担保
発行市場	証券取引所市場、銀行間 債券市場	証券取引所市場	銀行間債券市場	銀行間債券市場

〔出所〕 関係資料により筆者が整理。

形”とは非金融企業が銀行間債券市場で発行し、一定期間（普通満期3～5年）で元本返済利息支払いを約束する有価証券である。

2005年5月23日、中国人民銀行が「短期融資券管理方法」を配布し、施行した。

「短期融資券管理方法」によれば、中国人民銀行は短期融資券の発行、取引、登記、預かり、決算と償還に対して監督管理を実施することになっている（第4条）が、発行の際、中国人民銀行の許認可は必要でなくなった。

2008年8月に中期手形の発行がスタートした。しかし、いつものように、中期手形発行の“管理方法”のような書類は配布されなかった。

2008年4月15日に中国人民銀行は「銀行間債券市場非金融企業債務融資ツール管理方法」を配布、施行した。同時に「短期融資券管理方法」の施行を停止した（第21条）。

“債務融資ツール”とは“非金融法人企業が銀行間債券市場で発行する一定期間で元本返済利息支払いを約束する有価証券”のことである（第2条）。短期融資券と中期手形はこの債務融

資ツールに含まれる。銀行間債券市場で機関投資家を対象に発行される。発行後も銀行間債券市場の機関投資家の間で売買され、個人投資家を対象としない。

「銀行間債券市場非金融企業債務融資ツール管理方法」によれば、非金融法人企業は銀行間債券市場で債務融資ツールを発行する際に債券取引商協会に登録する必要がある（第4条）。

債務融資ツールの管理は債券取引商協会の自律管理となっている（第13条）。会社債と比べても、非金融企業債務融資ツールの発行ハードルは大幅に引き下げられた。

債券取引商協会は「銀行間債券市場非金融企業債務融資ツール管理方法」に基づいて、短期融資券と中期手形業務のガイドラインを制定した。ガイドラインは短期融資券と中期手形の発行財務条件を、発行後の償還債務残高が自己資本の40%を超えてはならないことだけに止めた。

企業債（狭義）、会社債、中期手形と短期融資券の発行規制比較は図表7を参照されたい。

### Ⅲ. 流通市場

#### 1. 国債流通市場

1986年8月5日に、中国人民銀行瀋陽支店から認可を得て、瀋陽市信託投資会社が中国で率先して企業債券の店頭売買を始めた。瀋陽市信託投資会社は1981年に既に企業債券の売買を試みていたが、1987年まで、企業債券の売買はもちろん、その発行さえ法的な裏づけがなかったため、中国債券流通市場の始まりは一般的に1987年だと言われている。1987年末には41の都市で証券会社、信託投資会社と都市信用組合による有価証券の店頭売買が行われた。

1988年4月に中国政府は全国の7都市で、国庫券流通を試み、同年6月に更に54都市を追加して試みを拡大した。

このように、国債の正式な売買が始まったのは1988年である。その裏側には国債発行の恒常化と拡大につれて、その消化は徐々に難しくなり、国債の流通化が大きな課題となったという背景がある。図表8が示すように、金融債と地方企業債は国債より1年早く1987年から始まったが、1991年からその発行規制が厳しくなるとともに売買は停止した。

1990年まで国債の売買は銀行の窓口で行われたが、1990年12月に上海証券取引所が設立され、国債の売買は証券取引所市場で行われるようになった。1991年には国債の現先取引が始まった。これをきっかけに、国債売買の主要市場は銀行窓口から証券取引所市場へと移った。しかし、その後、国債売買の過熱と冷え込みが繰り返され、特に1996年には債券売買の過熱が起きた。多くの銀行預金は国債の売買（現先取

引を含む）を通じて、間接的に株式市場へ流入した。中国政府はこれを食い止めるため、1997年6月6日に中国人民銀行の通達<sup>12)</sup>によって、商業銀行の証券取引所市場での債券取引を停止させ、6月16日に銀行間債券市場を開設する<sup>13)</sup>ことになった。1997年以前の国債の売買概要は図表8を参照されたい。

1997年から中国の債券市場は銀行間債券市場と証券取引所債券市場に分割されるようになり、国債の売買市場は銀行間債券市場、証券取引所債券市場と銀行店頭市場となった。

銀行間債券市場は記帳式国債、証券取引所債券市場は記帳式国債と証書式国債、銀行店頭市場は2002年に記帳式国債を取扱うようになったので、記帳式国債と証書式国債の一部、電子式貯蓄国債をすべて取扱うようになった。

銀行間債券市場は会員制である。2002年から会員条件が緩和され、加入登録制が採用された。会員加入申請は中国人民銀行に提出し、関係規定に相違がなければ、登録して会員になることができるようになった。2012年2月現在、会員は商業銀行、社会保障基金、外国銀行などあらゆる金融機関を含め、全部で4,069社ある。同時に、銀行間債券市場の取引参加者規制も年々緩和され、非金融機関参入規制が撤廃され、非金融機関も銀行間債券市場に参入することができるようになった。現在、市場取引参加者の資格は甲、乙、丙に分類され、甲類資格は自己売買業務と仲介業務にも携わることができるが、乙類資格は自己売買業務だけに限定され、丙類資格は甲類資格者に委託して取引に参加することしかできない。2012年2月現在、取引参加者口座数は全部で11,224あり、そのうち、甲類参加者は115、乙類参加者は3,547、丙類参加者は7,562に達している。

図表8 債券売買額の推移 (1988~1997)

万元, 億元

	国債						金融債	企業債			
	国庫券 (国債)	財政債 券	国家 重点 建設 債券	国家 建設 債券	特殊 国債	物価 連動型 公債		地方 企業債	重点 企業 債	基本 建設 債	短期 融資 券
1987							1,200	9,163			
1988	238,309	0	3,776	0			6,958	11,587			
1989	209,417	0	1,699	1,484			4,611	7,908	262	599	648
1990	1,048,864	0	975	466	0	109,048	4,622	10,558		2,567	3,431
1991	n. a.										
1992	71,276										
1993	61.02										
1994	468.37										
1995	775.20							0.84*			
1996	5,029.24							1.46*			
1997	3,582.75							18.08*			

〔出所〕 1987年～1991年は金建棟・肖灼基・許樹信『中国証券市場1991』中国金融出版社1992。

1992年～1997年は中国証券監督管理委員会『2007年中国証券先物統計年鑑』学林出版社、4～5頁。注：1992年以前売買額単位は万元、1993年以後は億元。

\*は全て企業債。

証券取引所市場はオープン市場であるので、取引口座を作るのに特別な制限はないが、預金性金融機関だけは取引所債券売買の口座開設が禁止されていた。しかし、2010年9月に中国人民銀行と銀行業監督管理委員会、証券監督管理委員会は、共同で通達を出し、上場商業銀行の証券取引所債券市場での取引参加を解禁した。12月に交通銀行は13年ぶりに証券取引所市場で債券売買を始めた。

銀行店頭市場は金融機関を除いた企業、団体と個人が参加できる市場である。ただし、証書式国債と電子式貯蓄国債は流通できないため、投資家がそれを手放そうとすれば、解約する形になることに注意が必要である。

図表9で見られるように、国債の取引額は飛躍的に伸び、特に銀行間債券市場での伸びが凄まじい。2011年には9.3兆元の規模になった。国債の売買において、銀行間債券市場は圧倒的なウェイトを占めた。銀行間債券市場と比べると、証券取引所市場の国債売買は停滞している。証券取引所市場は国債流通市場の中では限定的な存在であるといわざるを得ない。このような状況は他の債券取引においても同じだと言える。

## 2. 金融債の流通

金融債売買の歴史は1986年瀋陽市信託投資会社の店頭売買に遡ることができるが、その後、

図表9 債券売買額の推移 (1997～)

億元

	国債			金融債	企業債		中期手形	中央銀行手形	短期融資券
	銀行間市場	証券取引所市場	店頭市場		銀行間市場	証券取引所市場			
1997	8.70	3,582.75		0.20	0.00	18.08	0.00	0.00	0.00
1998	30.96	6,059.95		45.43	0.00	40.69	0.00	0.00	0.00
1999	40.28	5,300.87		110.22	0.00	47.99	0.00	0.00	0.00
2000	427.44	4,157.49		220.22	0.00	92.92	0.00	0.00	0.00
2001	488.46	4,815.60		355.88	0.00	68.84	0.00	0.00	0.00
2002	2,716.94	8,708.68	14.42	1,626.56	0.00	70.33	0.00	0.00	0.00
2003	8,201.00	5,756.11	24.48	9,439.48	0.00	363.61	0.00	9,439.48	0.00
2004	5,318.14	2,966.46	62.17	11,406.29	0.70	113.36	0.00	11,471.32	0.00
2005	10,872.92	2,780.63	65.68	18,940.70	108.18	154.71	0.00	30,663.47	2,789.50
2006	12,568.77	1,540.71	42.79	33,977.78	4,815.37	162.63	0.00	45,686.44	12,196.16
2007	21,446.79	1,267.28	35.67	34,028.77	4,910.46	371.49	0.00	92,075.81	13,426.84
2008	36,299.78	2,122.52	30.43	76,836.27	7,293.01	1,462.70	7,350.35	251,473.17	28,862.90
2009	41,330.24	2,085.71	62.84	182,971.18	24,908.98	1,937.76	65,642.83	145,604.36	28,104.37
2010	78,713.91	1,661.66	41.71		46,168.98	2,610.01	98,613.19	179,828.37	44,402.48
2011	92,886.60	1,252.92*	27.89		55,963.80		143,162.57	124,694.66	52,312.72

[出所] 中国債券情報ネットワーク <http://www.chinabond.com.cn/jsp/include/EJB/tjyb-more.jsp> : 証券取引所市場は中国证券監督管理委員会『2011年中国証券先物統計年鑑』学林出版社, 116～117頁。

\*は中国人民銀行サイト。

(注) 銀行間市場は銀行間債券市場の略, 証券取引所市場は証券取引所債券市場の略, 店頭市場は銀行店頭債券市場の略。

普通金融債の発行は極めて限定的であり, その売買もほとんど停止の状態にあった。1994年から政策性金融債が発行されたが, 商業銀行向け割り当て発行も原因の一つとなり, 満期前の売買はなされなかった。1998年に国家開発銀行債の公募入札発行をきっかけに, 政策性金融債の売買が銀行間債券市場で始まった<sup>14)</sup>。その後, 発行規模の拡大に伴い, 売買規模も急速に拡大した。特に, 2003年以後, 銀行劣後債の発行によって, 金融債の売買規模が加速し, 飛躍的に伸びて国債のそれを凌いだ。

2003年以後, 中央銀行手形の発行急増に伴い, その売買額も急増した。しかし, 中央銀行手形は日本の外国為替証券に似た短期証券であ

るため, 普通, 債券市場の売買商品として取り扱われないことに注意する必要がある。

金融債の流通は銀行間債券市場に限定されるので, 金融債の投資家も機関投資家に限定され, 個人投資家は投資信託を通じて間接的に投資に参加することしかできない。

### 3. 企業債の流通

企業債の流通は1987年から始まったが, 1990年までのデータは図表8にまとめられている。不完全なデータではあるが, ほぼ実情に近いと思う。1991年から1994年までの取引データが見つからないため, 詳細な状況は把握できないが, 取引量が極めて少ないことは間違いな

い<sup>15)</sup>。

1997年に銀行間債券市場が設立された後も、企業債（当時、狭義の企業債しかなかった）の取引は証券取引所市場に残ったが、図表8のように、企業債の取引額は極めて少ない。その背景は前述のように、企業債発行の規制強化により、発行額が大きく縮小したことにあったと思う。

企業債取引が転機を迎えたのは2004年である。前述の通り、2004年に、国家発展改革委員会は、企業債の発行と流通の規制緩和を実行し、流通促進の方針へと転換したからである。

上海証券取引所は2004年3月に「上海証券取引所企業債上場規則」を配布した。企業債上場の条件は次のように記されている（第2章）。

① 国務院の授権した省庁が許可した公募債券；

② 株式会社の場合、純資産が3000万元以上、有限会社の場合、純資産額は6000万元以上；

③ 累計発行した債券残高が純資産額の40%を超えていないこと；

④ 3年間年間平均可処分利益額は企業債の1年間支払う利息額を上回ること；

⑤ 調達した資金は国家の産業政策及び発行許可省庁が認可した用途に使うこと；

⑥ 期限は1年以上；

⑦ 債券の利率は国務院が限定した利率を超えないこと；

⑧ 債券の実際発行額は5千万元以上；

⑨ 債券の信用格付けはA以上；

⑩ 保証人が存在し、保証条件は法律法規に該当すること；ただし、格付けはAAA級且つ主管省庁が担保の免除を認可した場合を除く。

⑪ 上場を申し込む時に、債券発行の条件に該当していること；

⑫ 証券取引所が認可したその他の条件。

2004年12月中国人民銀行は「銀行間債券市場債券取引審査規則」を配布した。銀行間債券市場取引債券の条件は次のように記されている（第4条）。

① 公募発行；

② 債権債務関係は確定、登録完了；

③（発行体の）コーポレートガバナンス体制は良好で、直近2年間は重大な違法行為がなかったこと；

④ 債券の実際発行額は5億元以上；

⑤ 単独投資者の所有額はその債券発行額の30%以下；

⑥ 中国人民銀行が定めた他の条件。

この審査規則の配布は銀行間債券市場債券取引の拡大、特に企業債の上場売買に大きく門戸を開放した。というのは、1997年に銀行間債券市場設立後、国債と金融債は銀行間債券市場、株式と企業債、極少数の国債は証券取引所債券市場で取引するという棲み分けが形成されたからである。しかし、証券取引所債券市場の企業債取引は振るわない。その原因は二つある。証券取引所債券市場の主要投資家は個人と投資信託などの機関投資家に限定され、中国で最も資金力を持っている商業銀行の参入規制のためであり、いま一つは企業債の金利は同じ期間貯蓄預金の1.4倍を超えてはならないという規制のためである。

2005年に、銀行間債券市場で企業債の取引が始まった。会社債の取引はまだ証券取引所市場に残っているが、狭義の企業債発行額は依然として会社債を大きく上回っている。証券取引所債券市場でも銀行間債券市場でも企業債の取引額が伸びたが、銀行間債券市場の取引額は飛躍的に伸び、2006年から証券取引所の取引額を大

大きく上回った。

続いて、2007年に中国人民銀行は銀行間債券市場で企業債の発行、流通、登記と預かりをサポートする公告（〔2007〕第19号）を配布した。銀行間債券市場の企業債売買は更なる伸びが実現された。

一方、銀行業監督管理委員会と証券監督管理委員会は2009年1月に共同で「上場商業銀行の証券取引所債券取引への参加問題に関する通達」を配布した。12月に交通銀行は12年ぶりに証券取引所での債券売買に復帰したが、現在のところ、商業銀行は、証券取引所債券市場の債券取引に魅力を感じていないようである。

#### IV. 外国債券<sup>16)</sup>

1982年に中国改革開放の先導役である中国国際信託投資会社が東京で円建て債券を発行したことをきっかけにして、中国は外資導入の一つの手段として外国債券を発行するようになった。翌年、中国国際信託投資会社に追随して福建省、上海市、広東省と天津市の国際信託投資会社も外国債券を発行し始めた。そして、1984年から中国の外為専門銀行（当時）である中国銀行が、1987年からは中国政府財政省も外国債券を発行するようになった。

図表10を見ていただきたい。1982年～84年の円建て外債に続いて、1985年に中国銀行は西ドイツ（当時）のフランクフルトでドイツマルク建て債券、東京で米ドル建て債券を発行した。そして、同じ年に中国国際信託投資会社は香港で香港ドル建て債券を発行した。主要通貨を額面とする外債が出揃った。

1986年までは順調な伸びを見せたが、1987年から中国経済は高いインフレに見舞われ、外債

の発行は抑えられた。1989年に天安門事件が発生した。1990年には外債発行の中止を余儀なくされた。1991年に発行を再開したが、かつてのようには振わなかった。1994年の外為管理制度の改革により中国の経常収支黒字が定着し、外資導入の切迫性が緩和されたからである。2000年以降、中国の企業、金融機関、政府機関による海外市場での外国債券の発行は偶に見られるが、件数と金額は大きくダウンした。2002年、2003年と2006年には発行されなかった。2007年に中国石油化工が香港で香港ドル建て転換社債を発行したのを最後に、外貨建て債券の発行はなくなった。それとは逆に、海外市場で元建て外国債券発行の動きが見られるようになった。

図表10が示すように、1980年代と1990年代を通して、円建て債券が発行回数も発行金額も圧倒的なウエイトを占めていたという特徴がある。

また、図表11を参照されたい。1997年以後、外国債券の発行は概ね市場を限定せず世界中で行われるようになったが、図表11はそれ以前の主要市場における発行金額を整理したものである。中国の発行体は東京市場を利用して円建て外債だけでなく、米ドル建て外債やマルク建て外債も発行していた。金額も東京市場が飛びぬけて大きかった。この時期、東京市場は中国にとって最も重要な外債発行市場であった。

1980年代、外国債券の発行体は（各地の）国際信託投資会社、中国銀行と中国政府に限定されていた。中国人民銀行は1987年に「国内機構の海外での債券発行に関する管理規定」を配布した。発行体の限定は明確にしなかったが、“債券発行で調達した資金を固定資産投資に使用する場合、その固定資産投資プロジェクトは既に国或いは地方の固定資産投資計画に組み入

図表10 海外市場での起債

億元 (円, 米ドル, 香港ドル, マルク, ユーロ)

	円建て 債券	ドル建て 債券	香港ドル 建て債券	マルク 建て債券	ユーロ 建て債券	元建て 債券
1982	100					
1983	50					
1984	200					
1985	900	2.5	3	3		
1986	1,650	2.5	4			
1987	1,000	4.5		3		
1988	900	1		2		
1989	200					
1990						
1991	350					
1992	1,150	4.22				
1993	1,100	18.934				
1994	870	21.206		3		
1995	850		12			
1996	1,160	20.50				
1997	140	24.31		5		
1998		10				
1999		9.9				
2000	300	2.0				
2001		10			5.5	
2002						
2003						
2004		21.0			13.25	
2005		20.0				
2006						
2007			117.0			100
2008						120
2009						160
2010						230

〔出所〕 中国金融学会「中国金融年鑑」暦年版。

図表11 外国債券発行市場の概要

	東京	フランクフルト	香港	ロンドン	シンガポール	ニューヨーク
1982～1990	4,100億円 2.5億米ドル	8億マルク 2億米ドル	7億香港ドル 0.5億米ドル	650億円 2億米ドル	250億円 3.5億米ドル	
1991～1996	5,480億円 3億マルク 4.206億米ドル		12億香港ドル 2億米ドル		10億米ドル	25.5億米ドル 23.154億米ドル

〔出所〕 馬慶泉 [2003], 26～32, 209, 392～394頁；中国金融学会『中国金融年鑑』1997年版477頁, 1998年版519頁。

れられた証明書の提出が必要である（第六條），“債券発行で調達した資金を他の企業に貸し出す場合・・・（第七條）”から見て、前者は国際信託投資会社であり、当時、中国国際信託投資会社は対外開放政策の先導役として動いていた。各地方政府が主導で設立した国際信託投資会社には地方インフラ整備の仕事を任されていた。後者が中国銀行であることは明らかである。他の機関の発行は認められなかった。非金融企業も認められる範囲に入らなかったのは当然である。この中、最大の発行体は中国銀行であった。1984年に最初に発行した後、1989年まで毎年発行するようになった。しかし、1990年代後半に入り、非金融機関の発行も認められるようになった。その後、発行体の規制は徐々に解除されたが、中国石油化工が2007年に外貨建て転換社債を発行したのを除けば、1998年以後、政策性銀行と中国政府財政省以外に外貨建て外債の発行は見られなくなった。

中国の経済成長と資金緊迫状況の改善に伴い、今度は、海外金融機関が中国市場で元資金を調達するようになった。2005年10月に、国際金融公社とアジア開発銀行が中国市場において、元建て債券（パンダ債と呼ばれる）を発行し、それぞれ11.3億元と10億元を調達した。2006年に国際金融公社は再び8.7億元の元建て

債券を発行した。2009年12月にアジア開発銀行は再度、10億元の元建て債券を発行した。

非居住者による元建て債券の発行だけでなく、香港市場での元建て債券の発行も大きく動き出した。2007年6月に中国人民銀行と国家発展改革委員会が共同で「国内金融機関による香港特別行政区での人民元建金融債発行に関する管理暫定方法」を配布し、政策性銀行と商業銀行の香港市場での起債を承認した。この暫定方法によれば、中国の金融機関が香港で元建て債券を発行できるのは、（本土にある）政策性銀行と商業銀行である（第2条）。発行する際に、発行体は、中国人民銀行に申請し、中国人民銀行は受理した後、国家発展改革委員会と共同で審査し、國務院に報告する。国家外為管理局は調達資金を登記し、統計観測を行い、返済資金を許可することになっている（第4条、第5条）。

発行条件は次の通りである（第6条）。

- ①コーポレートガバナンス体制が良好であること；
- ②コア自己資本比率は4%以上であること；
- ③経常利益は連続3年間黒字であること；
- ④貸倒れ引当金を十分に積立てていること；
- ⑤リスク管理指標は規制機関の規定を満たしていること；

⑥直近3年以内に、重大な違法行為がないこと；

⑦中国人民銀行が定めた他の条件。

2007年7月に政策性銀行である国家開発銀行と中国輸出入銀行及び中国銀行は初めて香港市場で元建て債券（点心債と呼ばれる）をそれぞれ50億元、20億元と30億元、発行した。2008年には中国建設銀行と交通銀行も加わった。更に、2009年に中国政府財政省も香港市場で3回に分けて、合計60億元の元建て国債を発行した。同じ年、HSBC中国の現地法人（匯豊銀行中国有限会社）と東亜銀行中国法人（東亜銀行中国有限会社）も外国金融機関の現地法人として初めてそれぞれ30億元と40億元の元建て債券を発行した。2010年8月にマクドナルドの香港現地企業が外国の非金融事業会社として初めて元建て債券（2億元）を香港市場で発行した。

そして、非金融機関による香港市場での起債も解禁された。2012年5月に国家發展改革委員会は「国内非金融機構による香港特別行政区での人民元建債券発行の関連事項に関する通達」を配布した<sup>17)</sup>。この通知によれば、非金融企業の香港での起債が可能となり、起債の管理機関は国家發展改革委員会だけである。狭義の企業債は、中国国内で発行する場合国家發展改革委員会、中国人民銀行と証券監督管理委員会が関わるのと比べ、ハードルは大きく引き下げられた。

発行条件は次の通りである（第3条）。

①コーポレートガバナンス体制が良好であること；

②良好な信用を有すること。

③収益力を有すること。

④募集した資金は主に固定資産投資項目に使用し、国家のマクロ経済政策、産業政策、外資

政策及び海外投資政策、固定資産投資管理規定に該当し、必要な関連手続が完備していること；

⑤発行された債券或はその他の債務は違約・元利償還延期の状態になっていないこと；

⑥直近3年以内に、重大な違法行為がないこと。

この通知が配布される前の2011年10月には既に宝鋼集団に対して香港での上限65億元の元建て債券発行を承認していた。2012年4月に、華能国際電力、中国大唐集团公司、中国五礦集团公司、中国広東核電集団有限公司の中央国有企業4社による香港での総額185億元の債券発行を承認した。これまでに国家發展改革委員会が承認した本土非金融企業の債券発行総額は既に250億元に上っている。この通知の配布は、本格的に本土非金融企業の香港での起債を認め、規範化したことを意味する。本土企業にとって香港市場での起債の最大な魅力は、本土より金利が遥かに低いことにある。今後もこの市場の拡大は見込まれる。

## 終わりに

社会主義計画経済から市場経済への移行において債券市場は不可欠の存在と認識しながら、中国政府は常に債券市場の形成にプラスとマイナスの両面から大きな影響を与えている。言うまでもなく、これは経済の安定成長と経済体制の移行を同時に達成する漸進的な改革路線を実行したためである。紆余曲折を20年間経った今、中国債券市場はようやく形が整ったと思う。しかし、債券市場が市場経済の一部として本格的に成長していくのには、なおいくつかの課題が残っていると思う。

まずは金利の自由化である。債券市場の発行はおおむね公募入札の方式が一般化しているが、金融市場のアンカーとしての銀行預金金利と貸出金利は依然として規制され、低金利の状態が続いているため、非金融企業の資金調達には銀行借入れに安住する結果となったがゆえに、債券市場の価格は必ずしも資金需給の実勢を反映したとは言えない。

次は市場の分割である。国債は記帳式国債と証書式国債に分類され、分割されただけでなく、金融債も銀行間債券市場に限定されることは債券の効率的な価格形成には不利だけでなく、かつての日本のように、国債市場（発行市場と流通市場）の成長は金利自由化の牽引役になりにくい。

第三は債券の構造問題である。これは、債券の発行市場に対して、流通市場の発展が相対的に遅れている問題と国債市場に対して、他の債券市場の規模が相対的に小さい問題と、二つの問題にまとめることができると思う。前者は低金利政策と市場の分割と関係する。後者は資金が財政に集中することを意味する。財政のバランスが概ね均衡している条件の下で、国債市場の規模が大きいことは政府の投資規模が大きいことを意味する。債券の構造問題の是正は更なる金融改革と経済成長方式の転換が必要である。

また、個別の債券市場を見れば、金融債市場の中では、政策性金融債、企業債市場の中では、狭義の企業債のウェイトはあまりにも高すぎることも債券の構造問題と言える。政策性金融債のウェイトが高いことは政策金融の比率が高いことを意味する。これは中国の投資依存型成長と大きく関係する。投資依存型成長から消費重視型成長に転換するのであれば、政策金融

のウェイトを下げるべきである。狭義の企業債のウェイトが高いことは、狭義の企業債が発行できる企業の多くは国有企業であるので、資金は国有企業に集中することを意味する。社会主義計画経済から市場経済へ移行し、市場の活力を利用して経済の効率性を求めるのであれば、狭義の企業債以外の企業債の規模を大きく拡大する必要がある。

第四は企業債の発行と流通の更なる規制緩和である。これは上記の狭義の企業債以外の企業債の規模を拡大する問題と関連する。2007年以後、会社債や中期手形の発行が認められてから、企業債の発行と流通が急成長したが、更なる成長が求められている。市場の成長と秩序の維持を両立させることは今後の課題である。

#### 注

- 1) 本文の作成にあたって、中国外為取引中心&全国銀行間コール市場研究部黄妍研究員から貴重なコメントと協力を得た。記して感謝の意を表す。
- 2) 高 堅 [2009] 104頁。
- 3) 多くの書物はこの“基本建設債券”を企業債に分類している。例えば、馬慶泉 [2003]。しかし、中国证券监督管理委员会が編集した『中国证券先物統計年鑑』は国債として取り扱ったので、本稿もこれに従う。
- 4) しかし、統計上では、必ずしもはっきりしなかった。国庫券という名称が使われる場合も少なかった。中国证券监督管理委员会編集の『中国证券先物統計年鑑』では1998年まで国庫券の分類が使用されている。
- 5) 2008年12月16日に国家開発銀行は国家開発銀行株式会社に名前が変わり、商業銀行への改革が始まった。
- 6) 中国证券监督管理委员会が編集する『中国证券先物統計年鑑』も“普通金融債”を“その他金融債”と名づけたくらいに、金融債を“政策性銀行債”と“その他金融債”に分類した。
- 7) しかし、金融統計では劣後債の分類がされていないので、2004年以後の普通金融債の統計には商業銀行“劣後債”が含まれるようになった。
- 8) 商業銀行が発行する債券は普通、金融債に分類されるが、中国の統計は1991年と1992年に中国工商银行と中国農業銀行が発行した債券だけを企業債に扱うので、本稿もこれに従う。
- 9) 曹海珍 [2006]、156～157頁。
- 10) 曹海珍 [2006]、157頁。
- 11) 曹海珍 [2006]、158頁。
- 12) 中国人民銀行「商業銀行が証券取引所での証券現先取

- 引と現物取引の停止についての通達」(銀発「1997」240号)。
- 13) 中国人民銀行「銀行間市場国債現物取引の開始についての通達」(銀伝「1997」44号)。
- 14) 政策性金融債を含めた金融債の流通に関しては、政府部門は特に書類を配布していないが、1998年11月中国人民銀行が、銀行間コールセンターの「銀行間債券取引規則」を許可する文書には、“銀行間債券市場で取引する債券の中には国債、政策性金融債と中央銀行手形及びその他の債券を含む”(第二条)という記述があった。
- 15) 例えば、証券市場データは一番揃っている『中国证券先物統計年鑑』と『中国金融年鑑』には掲載されていない。筆者は上海証券取引所に問い合わせても、データがないとの回答であった。
- 16) 外国債券は、広義で見れば、発行体、発行地と通貨のどれかが外国である債券のことを指す。中国で外国債券と呼ぶ場合、一般的に、外貨建て外国債券(非居住者が発行する外貨建ての債券)と元建て外国債券(非居住者が発行する元建ての債券)に分けることができる。元建て外国債券は更に(非居住者が中国で発行する元建て債券(通称:パンダ債)と居住・非居住者が海外市場で発行する元建て債券(通称:点心債)に分けることができる。
- 17) 面白いことは、「国内金融機関による香港特別行政区での人民元建金融債発行に関する管理暫定方法」の冒頭ではこの管理暫定方法を定めた目的は“香港人民元業務

の発展を促進するために”となっているが、「国内非金融機構による香港特別行政区での人民元建債券発行の関連事項に関する通達」では、“香港債券市場の発展を推進するために”となっている。

## 参 考 文 献

- 肖宇著 [1999]『中国国債市場』社会科学文献出版社。
- 馬慶泉 [2003]『中国証券史』中信出版社。
- 曹海珍 [2006]『中国債券市場發展の理論と実践』中国金融出版社。
- 李 揚等著 [2009]『新中国金融60年』中国財政經濟出版社。
- 高 堅 [2009]『中国債券資本市場』經濟科学出版社。

(明治大学法学部特任教授・  
当研究所客員研究員)