

## 中国債券市場の現状と課題

小原 篤次（新光証券 商品企画部 グローバルストラテジスト）

中国証券市場の中で、実務や研究の関心の焦点はこれまで、株式市場に向いてきた傾向が見受けられる。しかしながら、将来的には企業の資金調達が多様化、銀行のリスク分散などの観点から、債券市場の発展が重要となっていくものと考えられる。そこで、本報告は、国債発行・流通市場の変遷を整理したうえで、中国債券市場のうち、とくに国債のセカンダリー市場について報告する。より具体的には、日本などとの国際比較の視点、つまり外国人投資家の視点を意識し、銀行間債券市場がスタートした1997年以降を中心に、流通市場の現状分析と課題を提示することを目的とする。

中国において、債券市場は発展過程にある。まず、発展を傍観すると、中国では、1958年で国債発行が終わり、1978年の改革開放路線の採用で、資金不足補填のため、国債発行が再開された。中国の歳入は、主に税収と国有企業の収入で構成されていた。国債発行が本格化しない時期は、財政が赤字化した場合、中国人民銀行からの借り入れで、歳入不足に当たっていたためである。改革開放路線以前は、財政・金融政策・金融機関が未分離で、国債による資金調達が必要とされなかった時代であったと言える。その後、現在の国有商業銀行や政策銀行、それに業態別の金融監督官庁も、中央銀行の中国人民銀行から分化してきている。例えば、4大国有商業銀行のうち、中国建設銀行と中国銀行は2004年、株式会社化し、本年中のIPOを目指している。2006年末と公約した国内金融サービスの開放を控え、財政、金融政策、金融機関は、独立した主体として急速に変貌し始めたと考えている。

中国本土における金融構造（GDP比）は、2002年で、銀行ローンは167.6%が顕著で、債券発行額は33.3%、株式時価総額は37.4%と債券が株式をやや下回る程度だ。しかし、香港を含めて中国を一体としてとらえた場合、香港株式市場の大型資金調達が、国有企業のH株企業が中心となっており、株式時価総額の実質的ウエイトは高まる可能性がある。

国債発行がない財政・金融一体の歴史を経て、当然ながら国債流通市場の歴史も短い。流通し始めたのは1988年からである（店頭取引）。1992年から証券取引所で流通が始まるなど段階的に流通市場が整備されている。投資信託は1998年から設定が認められたが、株式ファンドから始まり、債券ファンド設定は2000年代に入ってからである。また、外国人投資は、海外からのポートフォリオ投資が規制される中、適格外国人投資家制度（QFII）認可を受けた金融機関・機関投資家に限定して、2003年から認められた。ただし、当局は、銀行等大型IPOの予定のある中、国内A株市場の株価低迷が続いており、外国人投資家に対して、債券投資よりもA株投資を選好しているとされ、ポートフォリオの中でA株投資が高いと報じられている。しかも債券投資は、これまで個人投資家が主体の証券取引所取引に限って認めている。満期までの期間の短い国債以外は流動性の課題を抱える。現在、主たる流通市場である銀行間取引には、中国国内に金融機関を設立しないと参加できないなど課題を抱えている。