

## 中国の公社債市場改革

関根 栄一（野村資本市場研究所）

1978年の改革開放以降、中国では、証券市場の整備に向けた改革が行われてきている。資本市場の改革は、国内の貯蓄を効率的に国内の投資に振り向け、質の高い成長を目指すことにつながるだけでなく、投資家の資産運用にも資するものである。ところが中国の場合、企業の外部からの資金調達は引続き銀行借入が中心で、直接金融、特に社債市場からの資金調達割合が依然として低い。

中国では国家的プロジェクトの資金調達を念頭に、1987年から「企業債」が導入されているが、国家計画委員会（当時、その後、国家発展計画委員会を経て、国家発展改革委員会）による年間の発行枠の決定と個別企業への配分が長らく行われてきた。加えて、発行条件（金利）の決定に当たっては中国人民銀行（中央銀行）が、企業債の取引所への上場審査には証券監督管理委員会が関わるという厳格な発行認可制度が敷かれていた。このため、直接金融では株式発行への依存が高く、株式市場での資金調達が難しければ、外部資金は銀行借入という手段しかなかった。

中国の社債市場改革は、まずは短期金融市場で行われた。具体的には2005年から銀行間債券市場で「短期融資債券」（CP）の発行が可能となった。次に、2007年からは上場会社を対象に証券監督管理委員会が一元的に管理する「公司債」の発行が認められた。企業債についても、2007年以降、国家発展改革委員会の通達により発行規制が緩和されてきた。

2008年4月からは銀行間債券市場で「中期手形」、いわゆる中国版MTNの発行が解禁された。同時に中期手形、短期融資債券の発行に当たっては、中国人民銀行の直接審査から自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会による審査登録制に改められた。この結果、MTNの登録と発行は、一時中断されたものの、2008年10月から再開され、通年で合計41本、1,737億元が発行された。MTNの発行規模としては、中国の社債市場で既に導入されている同年の企業債の発行規模（計71本、2,367億元）と比較しても、導入初年度にしては企業に使われた方と言えよう。

2009年に入ってから、2008年11月に発表された4兆元の景気対策を円滑に執行するために、「地方債」の発行も認可されるようになった。中国では、1994年に公布された予算法上、地方債発行が原則禁止されてきたが、2009年、単年度の関連法令が制定され、財政部により統一して地方債が代理発行されることとなった（2009年度発行枠は2,000億元）。関連法令では、地方債の定義、予算上の管理方法、資金の使用対象、発行承認プロセス等についての規定が設けられ、地方の人民代表大会が監視することとなっている。今回の財政部による代理発行という仕組みの下では、地方債の償還責任の所在が必ずしも明確にされていないという課題があるが、中国の債券市場での新たな発行体として注目される。