

〈論文〉

# 中国の社会主義的市場経済と中国債券市場の役割 —金融資産の増大と社会資源の配分—

沈 劍 嵐

## 目次

### はじめに

#### 第1章 中国債券市場の歩みと特徴

##### 第1節 中国債券市場の歩み

##### 第2節 中国債券市場発展の特徴

##### 第3節 中国債券市場発展の問題点

#### 第2章 中国債券市場の構成と参加者および商品

##### 第1節 債券市場の構成

##### 第2節 債券市場の参加者

##### 第3節 債券市場の商品

#### 第3章 債券市場のメカニズムと市場管理体制

##### 第1節 発行審査メカニズム

##### 第2節 債券定価メカニズム

##### 第3節 登録と売買メカニズム

##### 第4節 債券取引メカニズム

##### 第5節 債券市場の管理体制

キーワード：中国 債券市場 市場経済 管理体制 メカニズム

### はじめに

中国債券市場は資本市場における重要な部分である。中国は計画経済から市場経済へ移行する中、債券市場が形成され、発展してきた。中国の社会主義的市場経済の発展は目覚しいが、この発展を支えてきたのは資本市場の発展である。その中で、債券市場も重要な役割を果たしてきた。中国の社会主義的市場経済の発展経緯を検討するうえで、債券市場の役割には今後特に注意を払うべきであろう。なぜならば、中国の金融資産における債券資産の割合が増

えたため、債券市場が社会資源の配分にとって重要な役割を果たしているからである。

本稿では、以上の観点から中国債券市場の発展過程を取り上げ、その意義と問題点を探ることにしたい。中国債券市場の発展は著しく大きな発展を遂げた一方、多くの問題点を抱えている。中国債券市場の発展の歩みを遡って、中国債券市場の全般を紹介し、分析の上、将来の発展について提言しておきたい。

本稿は三章で構成される。第一章は中国債券市場の歩みと特徴、第二章は中国債券市場の構成と参加者および商品、第三章は中国債券市場のメカニズムと管理体制について述べる。すなわち、三章を通じて、主として以下のことを追究している。

1 中国債券市場の発展は、発行市場の場合 1949 年から 1979 年までの時期と改革開放以後の二段階となっており、流通市場の場合 1988 年以降、三段階となっている。これらの段階の状況を概括し、その特徴を明らかにする。

2 他の国と比べて、中国債券市場の発展は政府主導の形式で発展してきた。この発展過程で、政府は債券市場制度の設定者であり、債券商品開発の推進者と債券市場の管理者という役も兼ねている。

3 中国債券市場は取引所市場と OTC 市場<sup>1)</sup>に分かれている。

4 債券市場に参加する個人投資家の中にも個人差がある。個人投資家が債券市場の参加者として認識されることは債券市場の健全な発展に対して重要な影響を与える。

5 債券の発行審査は債券市場の運行メカニズムにとって重要な部分である。政府が証券の発行者と債券市場に対して債券の発行審査を管理し、債券市場のリスクを下げつつ、債券投資家の利益を保護する。しかし、発行審査が極めて厳しくなると、逆に債券市場の発展を妨げる。

6 債券定価メカニズムの役割とは、債券が発行される時、どのような方式で価格を決定するのかということである。

7 債券登録と債券預託は債券業務の基礎である。これは債権債務関係を明確にして、投資者の権益を保障する方法である。

8 中国の債券市場管理体制は、特定の歴史的条件にしたがって形成されてきた。この管理体制を追究し、体制の形成と原因、そのメカニズム、また問題点と改善方法を分析することで、合理的な債券市場管理体制の構築に向けて、その重要な意義と課題を明らかにする。

---

1) OTC (Over The Counter) 市場には、取引所市場と比べて以下のような特徴がある。固定的な取引場所がない、取引メンバーの資格が必要ではない、市場の規則もない、取引商品の種類を確定していないことである。OTC 市場では、取引主体が各自で自分の相手との交渉によって取引を行っている。

## 第1章 中国債券市場の歩みと特徴

### 第1節 中国債券市場の歩み

中国の債券市場は、1949年中華人民共和国の建国とともに形成された。その時から現在までの歩みは債券の発行から見ると二つの段階を経ている。

#### （1）1949年－1979年における債券発行市場

中華人民共和国の設立に当たって、中国政府は如何に崩壊した経済を振興するかという深刻な問題に直面した。当時、財政支出の規模は巨大であった。そのため、中国政府は債券を発行することを決めた。1950年には2億元の人民勝利公債を二回に分けて発行することを決定した。これが中国債券市場の歴史的な出発点となった。

1953年から「第一回5カ年計画」<sup>2)</sup>が始まった。当時、建設規模の拡大とともに、資金集中の必要も差し迫っていた。国債を発行して、資金を集めることが急務となった。1954年から1958年までの間に、中国は五つの「国家経済建設公債」を発行し、総額は35.45億元となった。1958年以後、当時の中国は、左翼の政治意識が高まり、市場規律を無視した経済活動と運営を行い、債券発行も停止された。そのため、1958年から1978年までの20年間、中国で債券市場の発展は停滞することとなった。

#### （2）改革開放以後の債券発行市場

1979年から、改革開放の政策が打ち出され、市場経済の道が開かれることになった。財政収入が不足し、赤字となった。政府は中国人民銀行（中国の中央銀行）から借り越したので、中国人民銀行が貨幣を増発させた。そこでインフレーションを回避するために、1981年から国庫券<sup>3)</sup>の発行が再開された。1981年7月1日に、財政部は強制方式で期限10年の国債を48.66億元発行した。

国債発行を再開した後、企業の経営規模が拡大し、資金需要量が拡大したため社債の発行が始まった。1985年に瀋陽市の不動産会社は、5年期限の債券を発行した。1987年3月に、国務院は「企業債券管理暫定条例」を発表し、社債の発行規模はそれ以降拡大し、種類も増加した。

社債の発行に伴い、金融債の発行も始まった。1982年、中国国際信託投資会社は日本の東京証券取引所で、外国金融債を発行し、中国は初めて外国で金融債を発行した。1985年には、中国工商銀行と中国農業銀行は国内で、人民元金融債の発行を再開した。1993年に中国投資

---

2) 五カ年計画とは中国政府が全国重大な建設プロジェクト、生産を配分する計画であり、第一回五カ年計画は1953年から1957年までである。

3) 国庫券は当時の中国での国債の呼び方である。

銀行<sup>4)</sup>は中国国内で、個人に対して5,000万ドルの変動金利外貨金融債を発行した。期限は1年であり、当時国内のドル預金比率に比べ1%高かった。1994年には、三つの政策銀行が設立された。同年4月、国家開発銀行は割り当て方式で、債券を発行し、政策性金融債が生まれた。

### （3）債券流通市場

中国の債券流通市場は、発行市場と比べて出現は遅れ、1980年代中頃に誕生した。債券流通市場は、大体、三つの段階を経て発展してきている。それは以下の①、②、③の段階である。

#### ①取引所場内市場と取引所場外市場との共存段階(1988年－1991年)

1981年、国債を発行してから、債券の流通と取引の需要が出てきた。1986年8月5日に、瀋陽市信託投資会社は中国人民銀行瀋陽支店の許可を得て、社債の店頭譲渡業務の取り扱いを始めた。1987年末、全国41の都市で証券会社、信託投資会社と都市信用合同会社は、社債の譲渡業務を展開していた。

1988年、中国は更に7つの都市で国債流通を試みた。当時、財政部と銀行は、証券会社と国債の取引所を設立し、債券の取引を展開した。同年6月に、財政部は54の都市で国債の流通を試みた。その時、地域債券取引センターと店頭取引センターが生まれた。

1990年12月に、上海証券取引所が設立された。そこでは、債券の実物を預けることに基づいて、記帳式債券取引が行われ、取引所の場内市場が生まれた。同時に、証券取引自動価格オフシャーシステム(STAQ)<sup>5)</sup>が設立された。

1991年3月、政府債券の流動性を増強するために、財政部と中国人民銀行は、共同して、国債の流通市場を全国で拡大した。同年には、北京市、武漢市、上海市、天津市などの大都市で国債レボ取引市場も次第に形成されることになった。

#### ②場内市場が債券取引市場の主体として発展した段階(1992年－2000年)

上海と深圳証券取引所が設立された際は、債券取引はほとんど店頭取引であった。しかし、当時は、全国的な統一国債信託決算システムの不備によって、取引の買い手と売り手は互いに実際の手元にある国債の量を知らず、そのため、当時国債の取引量はごくわずかであった。

1993年に、国債先物取引<sup>6)</sup>が上海証券取引所で始まった。また同年、上海証券取引所では

4) 中国投資銀行は海外から建設資金を集めて、貸付業務を展開している国家専門銀行である。1981年12月に設立し、1998年12月11日に国家開発銀行に合併された。

5) STAQ (Securities Trading Automated Quotations System) とはインターネットを通じて、各都市の取引を自動的に成立されるシステムである。

6) 国債先物取引とは、将来の一定の期日に、今の時点で取り決めた価格で特定の債券を取引する契約のことである。中国では、国債先物取引が1992年から1995年までの間に試されたが、「327」国債先物事件などのため、1995年、国債先物の取引が停止された。

国債レポ業務を展開し、取引所で国債現物、先物、国債レポの取引を行うことで、取引所の取引量は増加した。深圳証券取引所では1994年に、債券取引業務が展開し始めた。

武漢証券取引センターとSTAQシステムで取引した国債の残高はまだ少なかった。しかも実際の量とオファーした国債の量が合わないため、金融詐欺が多発した。その結果、債券取引センターのリスクは急増することになった。

1994年から、中国政府は各地に分散していた国債証券取引所を上海と深圳証券取引所に集中させた。1995年に、武漢債券取引センターと天津債券取引センターは相次いで廃止された。その結果、取引所は上海と深圳証券取引所だけが債券取引で合法的な取引市場となった。

債券取引は証券市場で展開したにもかかわらず、国債取引のリスク・コントロールのための制度が完備されていなかったため、1995年から、取引所国債取引違法事件が頻繁に発生していた。「327」国債先物事件<sup>7)</sup>が発生した際に、政府は国債先物市場を一時的に閉鎖した。

1997年上半期、株式取引の過熱とともに、大量の銀行資金が株式市場に流入した。当時は債券レポを通じて資金を集め、株式市場に投入するという方法が一般的であった。1997年6月に、中国人民銀行は各商業銀行が証券取引所でレポと債券取引を停止することに関する通知を公表した。その代わり、各商業銀行は中央国債登記結算有限責任会社に預けた債券を全国インターバンク取引センターのシステムを通じて、債券レポ取引を行うことができるようになった。こうして、1997年6月16日に、全国インターバンク債券市場が形成された。

### ③インターバンク債券市場が主体として発展を遂げた段階（2001年－現在）

2000年以後、中国人民銀行によって債券市場のモデルが決定されたことで、中国債券市場は急速的に発展していった。

インターバンク債券市場が設立された際には、それはまだ中国債券市場取引量の2%にすぎなかった。中国人民銀行は国際市場の慣例を参考にし、インターバンク債券市場におけるOTC市場の位置づけを明確にした。中国人民銀行の推進によって、2001年に、インターバンク債券市場の債券発行量、取引量、信託量は初めて取引所の債券発行量、取引量、信託量を超えることになった。また、2002年に、個人投資家が更により便利な国債購買方法を求めたため、中国人民銀行と財政部は商業銀行店頭取引を展開し始めた。

2004年以後、中国の資本市場は急速に発展し、それにつれて債券市場も急速に発展した。そして、今やインターバンク債券市場こそが債券発行量、取引量から見て、中国債券市場の主体になっているのである。

---

7) 「327」国債先物事件の327とは1992年に発行した3年満期の国債先物取扱銘柄である。当時の中国ではインフレーションのため、財政部は国債に金利補助を与え、金利補助の高さによって先物取引していた。万国証券会社は327先物を空売りして、巨額な損失を出した。

## 第2節 中国債券市場発展の特徴

中国債券市場の発展は他国と比べて以下のような顕著な特徴がある。

### （1）政府主導による債券市場の発展

中国債券市場の発展は他国と比べて、異なる歩みを遂げてきた。それは中国債券市場が自発的に発展してきた市場ではなく、政府主導で発展してきたということである。政府が債券市場制度の設定者であるということであり、また政府は債券商品開発の推進者であると同時に債券市場の管理者という役割も担っているのである。

すなわち、既述のような中国債券市場の発展をみると、債券市場の発展における大きな制度転換点と中国政府の方針転換とは密接な関係があるのである。中国の債券市場の構成は、政府主導によって形成されてきたし、債券市場の商品開発も政府主導によって推進され、債券取引市場システムの構築も政府が主導して行っているのである。

このような政府主導の発展モデルには特別な歴史的背景がある。計画経済から市場経済への移行は政府が重要な役割を果たすものであり、債券市場の発展初期においては、政府による推進が必要であった。しかし、債券市場の発展とともに、特に市場主体の独立性と自立性がますます増大してきたため、市場重視の政府主導型発展モデルへの転換という問題が出てきた。たとえば、債券発行の審査は債券市場の状況に従って、必要な政策調整をする必要がある。基本的な方法はかつての政府主導型モデルを政府指導型モデルへと移行することである。その場合、政府の主要な役割は、債券市場の発展方向の指導、監督と、システミック・リスクを避けることであるが、具体的な問題は市場参加者に自身の条件と外部環境に従って、自由な解決方法を選択させるようにすべきである。

### （2）政府信用債券の重要性

中国債券市場の発展の一つ重要な特徴は、政府信用債券が債券シェアで最大の比率を占めていることである。2011年12月末現在、債券残高は213,575.97億元で、このうち、政府と準政府債券は119,322.03億元になった。その比率は60%以上と非常に高い。債券発行量から見ると、1997年—2007年に、中国政府信用類債券（中央銀行手形を除いて）の年度発行量は全体の債券発行量の75%以上を占めた。この原因は政府信用債券が債券市場最初の債券であったためである。他の原因は企業の信用がまだあまり高くないためである。

### （3）発展方式と国際市場の慣行

中国債券市場の大きな特徴は、発展モデルが国際市場慣行に基づくものが多いことである。この特徴が形成された原因は、中国政府が先進国の経験を参考にしつつ、債券市場を発展させたためであると考えられる。



#### （４）OTC 市場での債券取引

取引方式の区別に従って、債券市場は取引所市場と OTC 市場（場外市場）に分けられる。先進国の債券取引は大体 OTC 市場で行われている。中国の債券取引も同じである。

#### （５）発行管理の規制緩和

中国債券市場が発展してきた当初、厳格な発行管理が行われていたが、近年では、政府の管理理念が変更され、債券発行に対して管理が緩和されてきた。2005 年には、短期融資債券の発行が可能となった。その後、同市場では 2008 年の中期手形導入を機に、中国人民銀行による直接認可制が緩和され、自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会が発行審査登録を行う仕組みに改められた。

### 第 3 節 中国債券市場発展の問題点

中国金融市場システムは経済発展に適応し、多くの問題を乗り越え、債券市場の発展に重要な役割を果たしてきたが、なおいくつかの問題に直面している。これらは今後の発展のために克服しなければならない課題である。

#### （１）会社信用債券の発展が遅延

中国の債券市場は不均衡な問題を抱えている。政府信用債券のシェアは比較的高いが、会社信用債券の発展はそれに比べ遅れた。2011 年の会社信用債券の発行量は 22,168.91 億元であり、債券市場発行総額の 28% 程度を占めているにすぎない。

#### （２）不統一な債券市場

全国で統一的な市場を形成することは非常に重要である。全国統一的な市場というのは市場の各構成部分に障壁がなく、互いに協力し、資金と債券は法律面の範囲で自由に流通できる市場のことである。この市場で、投資家は自由に債券取引場所を選択することができる。現在の中国では、債券市場の統一程度はまだ低く、投資家にとって債券は各取引場所間に転換することが難しい。その主な原因は管理体制の不統一である。

#### （３）債券市場の不備

現在、中国の債券市場は不備が多い。たとえば、①債券における仲介機関に対して、統一的な基準がない、②信用担保システムは完全ではない状況もある。

#### （４）税収制度の不合理性

まず、税収の中性原則が徹底されていない。法律制度に基づいて、実際の収益と分配状況によって、納税者の納税額を決める必要があると思われる。しかし、現在、債券取引の税収は重いと思われる。また、税収の公平原則も徹底されていない。現在、国債投資による利息

収入は所得税を納めなくてもよいが、他の債券投資については所得税を納める必要がある。これは税收公平原則に反しているため、税收政策の調整が必要であると思われる。

## 第2章 中国債券市場の構成と参加者および商品

### 第1節 債券市場の構成

債券市場の構成は具体的には取引市場のメカニズムを支える基礎構造となるものである。中国ではまず1988年に、国債の流通、譲渡の試行が行われることで、債券取引市場は発展してきた。そして次第に今のインターバンク債券市場、取引所債券市場と商業銀行店頭取引市場が共存する状態になった。また中国債券市場を取引所市場とOTC市場に分ければ、OTC市場の中に、インターバンク債券市場と商業銀行店頭取引市場が含まれることになる。

#### （1）取引所債券市場

取引所債券市場というのは、投資家が取引所でしか債券取引できない市場である。2004年以前は、取引所債券市場で取引している債券の種類は国債と社債しかなかった。取引方法は現物取引とレポ取引であった。2005年9月に企業証券化商品の「連通収益計画」が上場され、2007年7月には取引所の固定収益電子システムが設立された。1997年の取引所取引量は債券市場の98.1%を占めた。しかし、2011年の取引所の債券取引量は4,697.61億元であり、取引量総額の0.74%になり、1997年に比べて、大きく下落した。

#### （2）インターバンク債券市場

インターバンク債券市場の参加者の大半は機関投資家であり、2011年のインターバンク債券市場の発行量、信託量、取引量は債券市場の97%以上を占めている。

2010年末、インターバンク債券市場の投資家数は8,000であり、この中で、銀行数は100、証券会社数60、保険会社数は91、非銀行金融機関数は121である。機関投資家のリスクテイク能力が高いので、格付にかかわらず、すべての債券はインターバンク市場で取引できる。インターバンク債券市場で取引されている債券は政府信用債券（国債、地方政府債券）、中央銀行手形、金融債、会社信用債券（企業債、会社債、企業短期融資券、中期手形、転換社債）、資産担保证券である。

インターバンク債券市場では、債券取引の買い手と売り手は固定収益システムを通じて取引を指図できるし、またFAXと電話を通じて価格を問い合わせ、取引を決めることもできる。

#### （3）商業銀行店頭取引債券市場

商業銀行の店頭取引は2002年に誕生した。現在、店頭取引業務を引き受けている銀行は中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、民生銀行、招商銀行、北京銀行、南



京銀行の8行である。店頭取引は次第に発展し、北京と上海から全国に広がり、営業所数は2002年末の2,000程度から2010年2月には35,949に増加している。商業銀行店頭取引市場の特徴は以下の四つである。

① 以前は商業銀行の店頭取引預託管理は各地の取引センターのカウンターで行っていたが、現在は中国証券登記結算会社で集中管理している。統一的な預託になったので、預託集中、決済集中、情報集中となった。

② オファー価格を表示する。銀行は各支店で国債オファー価格を示して、営業開始前と営業中の価格を変更する時、営業支店にマーケット情報を伝達する。

③ 方式には二つの級がある。中央国債登記結算会社は一級機構である。商業銀行は二級機構であり、各級機構は各自の信託口座を管理している。そこでは投資家が持っている債券残高が二級口座に記載した金額で表示されている。

④ 取引相手は商業銀行である。銀行店頭債券の取引中、投資家は銀行と取引しているが、投資家と投資家の間には取引することができない。

商業銀行店頭取引業務の発展はインターバンク債券市場と比べて遅く、市場の活性度も低い。それは現在、店頭取引している債券の収益率が低く、債券の種類も少ないためである。店頭取引市場が発展していくために先ずやるべきことは、店頭取引を引き受ける銀行が適切な利潤を受けられる政策を制定し、多様な債券取引が店頭取引市場で展開できるようにしなければならないことである。また、高信用格付金融債の店頭取引を許可すれば、店頭市場の規模が拡大すると思われる。

## 第2節 債券市場の参加者

中国での債券市場の参加者は機関投資家と個人である。機関投資家は各金融機関であり、工商企業も含まれている。債券市場に参加する個人投資家の中には、さまざまな個人差がある。

### （1）取引所債券市場の参加者

取引所債券市場の参加者は主に金融機関である。証券会社、保険会社、財務会社、基金管理会社などを含む。証券会社は自身の資金で取引する以外、他人の注文を受けて取引も行う。他人は個人と機関を含む。

### （2）インターバンク債券市場の参加者

中国インターバンク債券市場の参加者はすべて機関投資家であり、銀行、証券会社、保険会社、財務会社、信用会社などの金融機関と証券投資ファンド、社会保険ファンド、企業年金ファンドなどの法人機関投資家である。市場における機能から見ると、その参加者はマー

ケット・メーカーと債券決済代理人と貨幣ブローカーを含んでおり、これらがインターバンク債券市場の中心である。債券取引量は市場取引量の70%を占めている。インターバンク債券市場の参加者は、他の金融機関もあって、金融会社、証券投資ファンド、企業年金ファンド、信託資金等非法人の機関投資家などがある。

1997年6月にインターバンク債券市場が設立した際のすべての市場参加者は16の商業銀行であった。それ以後、他の商業銀行が相次いでインターバンク債券市場に参入してきた。商業銀行の参入後に、他の金融機関と工商企業も相次いでインターバンク債券市場に参入した。2010年末、インターバンク債券市場の参加者数は9,000になった。1997年のおよそ562倍である。

### （3）商業銀行店頭取引債券市場の参加者

商業銀行店頭取引債券市場の参加者は、商業銀行と中小の機関投資家と個人である。店頭取引業務を行っている商業銀行は8行だけであり、一方、個人投資家の人数は非常に多く、個人投資家が店頭取引市場の主な参加者となっている。

## 第3節 債券市場の商品

中国債券市場の商品は単一商品から始まって次第に複雑になってきたが、それにつれて取引量も多くなった。この変化は中国債務調達機関の変化に伴っていた。

中国債券市場の商品には政府信用債券、中央銀行手形、金融債、会社信用債券、資産担保証券、国際開発機構債券などの種類がある。

### （1）政府信用債券

政府信用債券は国債と地方政府債券に分けられる。国債（中央政府債券）の発行者は国家であり、極めて高い信用がある。国債の具体的な発行者は財政部であるが、主要な商品は証書式国債と貯蓄国債であり、貯蓄国債は伝統的な国債と電子国債に分けられる。

### （2）中央銀行手形

中央銀行手形は中国人民銀行によって発行される債券である。期限は3か月から3年までがある。中央銀行はインターバンク債券市場で一級取引商業銀行向けに中央銀行手形を発行する。

### （3）金融債

中国の金融債券は金融機関によって発行される債券で、政策性金融債、商業銀行金融債、および他の金融機関金融債に分かれている。1994年に、政策性金融債が発行され始めた。商業銀行は劣後債、混合資本債と一般金融債を発行している。劣後債と混合資本債は商業銀行

の付属資本を補充し、一般性金融債は運営資金を補充する、あるいは流動性問題を解決する。他の金融機関金融債というのは、主に財務会社、自動車金融会社等の非銀行金融機関によって発行されるものである。

中国債券市場には少量の国際開発機構が発行する人民幣債券がある。この債券も金融債券である。国際開発機構というのは開発性投資を行っている金融機関である。

#### （４）会社信用債券

会社信用債券には以下の四種類がある。

第一は企業債である。発行主体は株式会社と非株式会社あるいはすべての企業である。企業債市場は 1980 年代初めから発展してきた。

第二は会社債である。会社債の発行主体は株式会社のみである。会社債は 2007 年に認められた。

第三は企業短期融資債券と中期手形である。企業短期融資債券は期限 1 年以下の証券である。1987 年に短期融資債券が出現したが、制度面の欠点があったので、1997 年から発行が一時停止された。2005 年 5 月に中国人民銀行は短期融資債券の発行を再開した。中期手形（medium term notes ,MTN）の期限は 3 年－ 10 年位の期限である。2008 年にインターバンク債券市場で中期手形が形成された。

第四は転換社債である。転換社債は債券投資家に株式転換の権利を与えるもので、債券投資家は決められた条件で債券発行企業の株式に転換できる。

#### （５）資産担保証券<sup>8)</sup>

資産担保証券は金融機関や企業のキャッシュ・フローを基礎として発行する証券であり、機能から見れば債券と呼べる。資産担保証券は 2005 年から発行された。

さて、2004 年以前と比べて、債券の発行主体は多様化し、債券の種類も多くなり、信用レベルは高くなった。債券の期限設定も合理的である。また、2000 年以前と比べて、中短期債券発行量は増加してきた。2009 年に発行した債券の中で、期限 5 年以内の債券発行量は 48.8% を占め、期限 5 年－ 10 年の債券発行量は 26.8% を占めており、期限 10 年以上の債券発行量は 24.4% を占めている。このように、債券市場の発展は商品の種類も多様になり、市場性も増大している。

しかし、債券商品の発展は均衡的ではなく、取引の比率も均衡的ではない。各種類の中で、政府信用債券、中央銀行手形と政策性金融債券の規模は大きく、会社信用債券の比重は少なく、17% 程度である。2003 年の企業債の発行額は 336 億元であり、債務調達総額の 1% しか占め

---

8) 資産担保証券（Asset-Backed Security）は、信託会社によって発行される信託収益権利を表章する証券である。

てなかった。会社信用債券の発展は遅れてはいるものの、その規模は比較的早く発展を遂げてきた。このように、各債券の発展規模と速度は異なっている。発行量を見ると、短期融資債券と中期手形が近年、急速に発展してきている。

### 第3章 債券市場のメカニズムと市場管理体制

債券市場のメカニズムは発行審査メカニズム、定価メカニズム、登録と売買メカニズム、取引メカニズムなどを含んでいるが、これらのメカニズムが主に債券市場管理体制の特徴である。

#### 第1節 発行審査メカニズム

発行審査は債券市場の運行メカニズムの重要な部分である。債券の発行審査というのは、政府が証券の発行者と債券市場に対して管理をすることで、債券投資家の利益を保護して、債券市場リスクを下げる。しかし、発行審査が極めて厳しくなれば、債券市場の発展を妨げることにもなる。

##### （1）債券発行審査の仕組み

中国の債券発行には以下の三種類がある。

①審査認可制：この審査方法は発行審査機構が債券に対して実質性審査を行い、あらかじめ設定した発行規模によって選別しなければならず、発行利率や、発行日も規定される。

②審査許可制：この審査方法は審査認可制より簡便な方法であり、債券の状況を審査する際、発行者は債券発行条件を満たすと債券を発行できる。企業が自由に市場の状況に従って債券の発行量、発行利率、債券期限を決める。

③登録制：実施方法は二つある。第一は、発行者が管理機構に債券発行の申し込み資料を提出し、管理機構が資料を審査して、登録するかどうかを決めることである。第二は、債券発行者が申し込み資料を提出してから期限日まで、管理機構の債券発行禁止指令を受けないと、自動的に債券を発行できる。第二の方法が一番簡便な方法である。

中国で、債券発行審査は市場管理の重要な内容である。総体的に言えば、国債、政策性金融債の発行審査は緩和されているが、企業債、会社債、商業性金融債の発行審査に対しては厳格である。

##### （2）政府信用債券の発行審査制度

国債の発行は国家信用を基盤とするので、信用リスクがあまり存在していない。このため、債券監督部門の審査を必要としない。しかし、国債の発行は国家信用に関係しているので、

無駄な国家負債を防ぐために、一定期限内の国債発行量と残高は引き受け可能な程度に限定されなければならない。2003年以前までは、全国人民代表大会あるいは人民代表大会常務委員会が当年の国債の発行量を審査していた。2004年以後は、全国人民代表大会は国債の残高について制限し、当年の発行量と発行時期は、財政部によって決定されるようになった。

現在、中国では地方政府債の発行を基本的に認めていない。2009年の金融危機の際、国内投資需要を拡大するために地方政府は投資プロジェクトを着手し、資金不足の問題を解決するために、中央政府は地方政府債の発行を許可した。しかし、現在の地方政府の債券は、中央政府が地方政府債券の担保者となって発行されている。

### （3）金融債券の発行審査

政策性金融債は国家から最終的な担保を受けているため、準政府信用債として認められている。しかしこれには、発行量について厳格な制限があると思われる。政策性金融債に対する審査は主に発行量について行っている。審査のプロセスは以下のように行われている。年初、国家開発銀行などの三つの政策性銀行が中国人民銀行に債券発行申請を提出して、中国人民銀行は当年の貸付増量を参考に、債券発行規模を許可する。発行規模の範囲で、政策性銀行が自由に発行回数、発行時期、毎回の発行数を決定する。

商業性金融債は商業銀行と非銀行金融機関によって発行されるもので、商業信用が起債の基礎である。このような金融機関が発行する債券についての審査は発行量、信用状況、返済能力、経営状況を審査すべきである。しかしながら、中国人民銀行の審査部門はこれらの金融機関の状況を十分に把握できないので、金融機関の監督部門によって、事前許可を行うと、中国人民銀行はインターバンク債券市場で債券発行することを許可できる。この審査は許可制である。

### （4）会社信用債券の審査

企業債の審査については国家開発改革委員会が主要な審査機構である。以前は企業債の審査が厳しかったが、現在は審査許可制である。2008年以後、企業債の発行審査が改革された。三つの改革がなされた。第一は、企業債の発行について再審査制度が廃止されたことであり、第二は、企業債の発行に対して強制的な銀行の担保要求が廃止されたことであり、第三は審査時間が短縮されたことである。

会社債の起債主体は上場会社であるので、会社債の審査機構は中国証券監督管理委員会になる。中国証券監督管理委員会が会社債を審査する時、株式発行の審査方法を参考にして審査している。たとえば、会社債の発行にはアンダーライティングが必要であって、発行審査委員会の会議を通じて決定できる。この審査は許可制である。

短期融資債券と中期手形は2005年以後開発された金融商品である。この二つの商品の審査では、当初、市場化的な登録、登記手段が採用されたが、その後規制機関である中国銀行間市場取引者協会が発行審査登録を行う仕組みに改められた。

企業債、会社債、中期手形は呼び方が違う以外、性質は変わらないが、現在、これらの発行審査方式は審査機構によって異なる、審査機構の違いによって、発行審査の厳しさもまったく異なる。だが、この点は合理的ではないので、改革すべきであると思われる。

## 第2節 債券定価メカニズム

債券定価メカニズムとは、債券が発行される時、どのような方式で価格を決定するのかということである。合理的な定価メカニズムは債券が成功のうちに発行されるために重要であるが、健全な債券市場運行メカニズムを構築するためにも役に立つ。

中国で債券発行の定価方式は行政定価方式から市場定価方式に変わってくるが、その一方では、単一の定価方式から、多様な定価方式に変わっている。

長い間、中国の債券発行価格は発行者によって決定されていた。発行者は利率を決定し、売出した。1979年から1990年までは、行政定価方式が主要な定価方式であった。この原因は30年の計画経済体制である。1990年代の初め、重要な変革が行われた。改革にあたっては、財政部は国債の発行を拡大すべきであったが、当時は国債の発行が難しい状況であった。そのため、1991年に、財政部は市場定価的な発行メカニズムを採用した。すなわち、財政部は国債の引受シンジケート団を組織して、発行の困難を解決した。アンダーライター制度が中国債券市場の伝統的な定価メカニズムを改変することになったが、これによって市場定価メカニズムに対する基礎が構築された。

1996年に、国債の定価メカニズムは市場化に近づいてきた。発行方式がアンダーライター公開入札の方式になって、定価方式も引受シンジケート団の成員が団体で発行者と価格を商談することではなく、投資家が自己の意向で入札し、投資家間の競争にしたがって、入札価格を決める。市場定価メカニズムに変わったと言える。

## 第3節 登録と売買メカニズム

債券登録と売買は債券業務の基礎である。これは債権債務関係を明確にして、投資家の権益を保障する方法である。安全な登録と売買システムは市場運行の基礎であり、投資家の市場に対する信頼の保証である。

債券登録というのは証券登録売買機構が債券発行者に対して、債券所有者の記録を維持す



ることである。これは債券保有者と保有者権利を変更する法律行為であるが、投資家の權益を保障する方法である。債券売買というのは、投資家が持っている債券を専門機関に売買することを委託することであって、債券權益事務を代理する行為である。

#### （１）中国債券市場の登録と売買制度

中国債券市場の登録売買制度は、実物売買から電子売買によって、分散的、混乱的なシステムから集中、統一的な売買システムへと変化した。

1990年代以前に、債券発行は実物債券の形式を採用したが、この債券が流通できないため、投資家は実物債券を分散して保有した。

企業債、金融債と国債の流通とともに、証券取引所が相次いで設立され、店頭取引業務の証券登録決済機構も出現した。

当時、証券市場の登録売買システムは市場の効率が高くなかったため、各取引所と店頭取引は債券取引量を増加するために競争していた。

国債登録売買の分散局面を改善するために、1996年12月に、財政部と中国人民銀行は中央国債登記結算有限責任会社を設立した。さらに、統一集中のために国債売買と決済、清算システムを構築して、その運営責任者になった。1997年に、インターバンク債券市場が設立されてから、中央国債登記結算会社はインターバンク債券市場を支援するため、インターバンク債券市場の全ての種類の債券取引の売買と決済を業務としている。

取引所の附属機構である上海証券登記結算会社と深圳証券登記結算会社は実際に国債以外の債券売買業務を営んでいた。しかし、2001年に、中国証券登記結算会社（中証登）が設立され、この会社が国内の証券取引所に証券売買決済サービスを提供する唯一のシステムとなった。

#### （２）登録と売買制度の問題

中国債券市場は、各市場の特徴によって、異なる登録売買規制が採用されている。中央国債登記結算会社と中国証券登記結算会社は、異なる登録売買システムによって、市場の各種債券の登録と売買を行っている。現在、一番大きな問題は市場間の売買転換が難しい状況にあるということである。同じ投資者は取引所とインターバンク債券市場で取引すれば、債券を異なる登記売買機構の間で転換することが求められる。インターバンク債券市場と取引所債券市場の運行メカニズムは異なっており、取引所終了後でも、債券の市場間転換ができるので、売買転換業務が一日かかる。効率はとても低く、債券市場の効率に悪影響を与えている問題点がある。もう一つの問題は、登録売買システムの集中度が低いことである。インターバンク債券市場と取引所債券市場にはそれぞれの売買決済機構があるため、取引所市場とインターバンク債券市場間の連携が難しくなるだけでなく、投資家の資産が分散されて、市場が分割されることになった。

## 第4節 債券取引メカニズム

債券市場の取引メカニズムとは取引所の指令を集中して、債券取引の市場価格を形成することである。債券市場は場内市場と場外市場とに分けられるので、債券市場の取引メカニズムも二つある。

### （1）場内市場の取引メカニズム

中国の取引所債券市場の取引メカニズムは、場内市場の「価格競争」メカニズムと言える、「価格優先、時間優先」を特徴としてオーダー・ドリブン（order-driven）で行っている。価格優先原則とは、価格の高い購入申し込みが価格の低い申し込みより優先されることであり、時間優先原則とは、同じ価格の申し込みは早く申し込まれた注文が優先されることである。

オーダー・ドリブンとは、競売制度と呼ばれる。投資家が取引を指図した後、取引システムが指図をマッチングさせて、買い手と売り手の取引を促すことである。取引の連続性によって、定期競売制度と連続競売制度に分けられている。

2007年以来、上海証券取引所と深圳証券取引所が、固定収益証券総合電子システムと協議譲渡システムを設立したが、取引方式はインターバンク債券市場の取引方式と似ている。このシステムは大口取引のために提供されている。

### （2）場外市場の取引メカニズム

中国の債券場外市場はインターバンク債券市場と商業銀行店頭債券市場とに分かれている。

#### ① インターバンク債券市場の価格引き合いメカニズム

インターバンク債券市場の取引メカニズムでは、クオート・ドリブンが採用されている。インターバンク債券市場のクオート・ドリブンには簡便的な価格引き合い取引メカニズムがあり、マーケットメーカーメカニズムもある。そして、貨幣ブローカー会社は市場の取引に役割を果たしている。

現在、インターバンク債券市場の取引は概ね価格引き合い方式で成立しているが、重要な市場参加者が中国為替取引センターの取引システムを通じて取引している。これは中国為替取引センターに依頼し、統一的な電子システムとして構築されたもので、オファーと取引サービスを提供している。現在、インターバンク債券市場参加者の中で、2,000社は為替取引センターのメンバーである。

取引センターの取引システムは価格オファーとクリック成立という取引方式を提供している。価格オファー取引方式は取引要素が多く、非標準化の取引品に対して適しており、クリック成立はマーケットメーカーに適応している。

取引システムは自動的にクリック成立する機能がある。制限する価格をオファーと、取引

システムに隠れて、クリック価格が出現すると、自動的に成立できる。

#### ②商業銀行店頭債券市場の引き取りメカニズム

商業銀行店頭債券市場の引き取りメカニズムはとても簡単である。この場合、商業銀行はマーケットメーカーであるので、毎日、債券の売買価格を公示しなければならない。投資家はその価格に同意すれば、取引できる。

#### ③債券市場取引メカニズムの改善

場内債券市場の取引メカニズムの中で、固定収益証券総合電子システムと協議譲渡システムはインターバンク債券市場の取引方式と大抵同じであるので、存在の必要性がない。

場外債券市場取引メカニズムにあっては、投資家は多いものの、取引が分散している。場外取引メカニズムは市場の流動性を保つことが重要であるが、先進国の債券市場と比べて、中国債券市場の流動性はあまり高くない。というのは、価格形成機能が不十分であるからである。たとえば、マーケットメーカーの数が少なく、十分な競争ができていない。また、マーケットメーカーの中では、商業銀行が多く、構造が単一であって、商業銀行の債券保有目的が資産であるため、マーケットメーカー用の債券数量は限定されている。さらに、マーケットメーカーに必要であるリスク管理手段が欠けている。市場流動性を提供する職能を果たすために、マーケットメーカーの数がある程度増大するように推進しなければならない。

そのほか、中国の貨幣ブローカー制度も改善しなければならない。中国の貨幣ブローカー制度は導入が遅かったので、ブローカーサービスと技術手段が先進的ではなく、オファー効率が低く、取引の安定性も保証できていない。また貨幣ブローカー会社を通じて成立した取引の比率が少ない。そのためブローカー業務を合理化すべきであり、インターバンク債券市場におけるブローカー業務の目標を明確にし、ブローカー業務とマーケットメーカー制度の関係を研究するべきである。また、ブローカー業務の技術を革新して、市場の発展を推進することが重要であろう。

### 第5節 債券市場の管理体制

債券市場は金融市場の重要な構成部分である、金融安定のために、政府は債券市場を管理しなければならない。中国では、債券管理体制は、複数の官庁により直接かつ厳格にコントロールされてきた。

#### （1）債券市場管理体制の形成プロセス

中国債券市場の管理体制の形成プロセスは三段階に分かれる。それは債券市場の生成時期、規範時期とインターバンク債券市場が形成された後である。各段階を通じて、中国政府は中

国債券市場に対して、特有の管理体制を形成してきた。

① 1980年代から1992年5月にかけて、中国国務院が主導して、債券市場管理体制が形成された。しかし、債券市場管理体制は当時、完全には形成されておらず、中国人民銀行、財政部と地方政府が債券市場を管理していた。

② 1992年5月から1997年までの間に、中国債券市場の管理規制は中央と地方による共同管理を集中管理へ移行する段階となった。

1992年12月27日に、国務院は債券発行管理の責任を明らかにし、国債の発行に対して、財政部が管理するようになった。また、金融債、投資資金証券に対しては、中国人民銀行が審査することとなった。中央企業債に対しては、中国人民銀行と国家計画委員会が審査している。地方企業債、地方投資会社債に対しては、省あるいは計画的独立財政市に審査権がある。

1993年8月2日に、国務院は「企業債券管理条例」を公表した。それによって、中央企業債の発行は中国人民銀行と国家計画委員会の審査を受けなければならない、地方企業債の発行は中国人民銀行の省、自治区、直轄市、計画的独立財政市の支店と同級の計画管理部門の審査を受けなければならないこととなった。

1995年に、国家はOTC取引を禁止したが、全ての債券取引を取引所に移したため、債券場内取引は中国证券监督管理委员会によって統一的に管理されている。

1997年3月25日に、国務院証券监督管理委员会は「転換社債管理暫定弁法」を公表して、中国证券监督管理委员会が転換社債の管理機構を明らかにした。

③ 1997年6月から現在は、いくつの中央部門によって債券市場が管理されている。1997年6月16日から、全国インターバンクコールは国債取引業務を展開して、取引メンバーは必ず中国人民銀行の許可を受けるため、中国人民銀行が自ずとインターバンク債券市場の管理者になった。2003年に、「中国人民銀行法」が公表され、インターバンク債券市場は中国人民銀行によって管理されることが明らかになった。

この段階で、債券発行管理体制は大幅に変わった。1999年に、国家計画委員会（その後、国家発展改革委員会に変わる）による企業債券の管理権が明確化された。

2003年8月29日に、中国证券监督管理委员会は「証券会社債券管理暫定弁法」を公表して、中国证券监督管理委员会の許可を受け、証券会社は債券を発行できるようになった。中国证券监督管理委员会は証券会社によって発行する金融債に対して、管理権がある。しかし、中国证券监督管理委员会は完全には証券会社起債の管理権を手に入れることができなかった。「企業債券管理条例」第37条によって、「企業は短期融資債券を発行する場合、中国人民銀行の規定によって、実行すべきである。」とされているからである。中国人民銀行と中国证券監

督管理委員会は2004年10月18日に、「証券会社短期融資券管理弁法」を公表した。これによって証券会社短期融資債券の発行は中国人民銀行と中国证券监督管理委员会が管理し、他の短期融資債券は人民銀行によって独立して管理されることが明らかになった。

2007年8月に、中国证券监督管理委员会は「会社債券発行試行法」を公表して、社債を発行できることが明らかになった。表記からみると、この弁法に適用される債券はすべて会社制企業が発行する債券である。

2008年4月に、中国人民銀行は「インターバンク債券市場の非金融企業債務調達ツール管理弁法」を公表して、インターバンク債券市場で発行する非金融企業債務調達ツール（短期融資債券と中期手形）の登録はインターバンク市場取引商協会に登録しなければならないことが明確にされた。

現在、中国債券市場の管理体制は多くの機構によって構築された管理体制である。管理機構は中国人民銀行、国家発展改革委員会、財政部、中国证券监督管理委员会と中国銀行管理委員会である。この中で、中国人民銀行と中国证券监督管理委员会は市場管理の役割を任されており、中国銀行業监督管理委员会と中国证券监督管理委员会は機構管理の責任を果たし、国家発展改革委員会は企業債発行の審査権を持っている。財政部は国債の発行と取引を管理している。

## （2）債券市場管理体制の特徴

この管理体制の形成から見ると、三つの特徴がある。第一は、それまでの債券市場の推進者が債券市場の管理者へと役割が大きく変わったことである。財政部は国債市場の発行と流通の管理事務を担当し、財政部が最初に中国の債券市場で国債発行と流通を推進した。第二は、この管理体制が金融管理部門の変化を伴って形成されたことである。金融管理以外の管理部門も債券商品を推進し、管理権を獲得することが発生した。1993年以前は、中国人民銀行は中国唯一の金融管理部門として、債券市場を管理していた。管理部門の変化によって、中国证券监督管理委员会が転換社債、会社債の発行審査と取引所債券市場管理を行う仕組みに改められた。中国銀行業监督管理委员会が設立されてから、銀行類金融機関の管理を任されることになっており、リスク軽減のため、中国銀行業监督管理委员会が金融機関の債券発行資格を審査する。第三はやはり計画経済時期の方法である。企業債の発行を希望する企業は、最初に国家発展改革委員会から発行枠の認可を取得する必要がある。次に企業は、発行条件の申請をあらためて行う必要がある。



### （3）債券市場管理体制の主要な問題

#### ①管理分担の不合理性

債券市場を管理している機構の間に仕事の分担と協調がある。中国銀行業監督管理委員会など金融機関を管理する部門は、金融機関の業務範囲、リスク管理と市場への参入と退出の資格を管理しており、債券市場を管理する部門は債券の発行と取引に対して制度を制定して、情報公表、取引制度、信用格付について、規範的に管理している。現在の問題は、この二種類の管理機構の責任が明確に分けられておらず、うまく協調していない点にある。

#### ②債券市場管理部門の過剰

現在の状況からみると、債券市場の管理部門は少なくとも四つあるので、行政の浪費になるだけでなく、管理効率に影響する。たとえば、現在の会社信用債券の管理は三つの部門によって管理されているので、管理基準は統一されていない。

#### ③管理協調システムの不安定性

現在の債券管理システムは安定的な日常管理協調システムに欠けている。そのため各機構の協調が充分ではない。現在、中国銀行業監督管理委員会、中国证券监督管理委员会と中国保険监督管理委员会の間に協調システムが形成されているが、中国人民銀行と交流するのには不十分である。事故が発生したら、臨時的に協議することになる。金融システムが複雑になる中、各管理機構が機構本位の理念を放棄して、管理システムの調整効率を引き上げるべきである。

### （4）債券市場管理体制の改善についての提言

債券市場管理体制の改善と改革は、実情を反映して、徐々に行うべきである。第一に、各管理部門間の協調システムを構築する。第二に、統一的な管理体制を構築する。第三に、統一的な債券市場管理体制と法律体制を作ることである。

#### ①管理協調システムの構築

中国の債券市場は複数の官庁により直接管理されてきた。現在の管理システムはまだ抜本的に改革されていないとしても、各管理部門間の管理協調システムを構築すれば、管理が順調に進展できると思われる。協調システムを構築する目的は、各管理部門が市場管理方式についての差異を縮小することである。

債券市場の各管理部門間の交流を增強するために、債券市場管理協調機構を構築すべきである。この機構の役割は以下になる。第一は、政策の告知である。各管理機構が債券市場について政策と制度を作る際に、必ず協調機構に告知することである。第二は、管理協調である。各機構は市場に関連する債券活動のリスク管理を互い交流する。第三は、リスク



報告制度である。債券市場リスク管理システムを構築すれば、その結果として債券市場の安全を保障できるようになるだろう。

債券市場管理協調システムの具体的な内容は、情報を共有することであり、重大問題についての情報交換、危機処理協調システムの構築である。

### ②統一的な債券市場管理システムの構築

債券市場管理協調システムを構築すると、次に統一的な債券市場管理システムの構築を目指すことができる。現在、中国に存在している多くの債券管理機構の機能を分析して、整理をしなければならない。

現在の中国銀行業監督管理委員会は、銀行、信託、財務会社などが発行する金融債の発行資格を審査する権限を持っている。このような金融機関が金融債を発行した際に、起債資格を審査するが、資格を認定した有効期限内の毎回の起債に対しての資格審査は必要ではない。そうすると、債券市場の直接管理とはならない。

財政部は国債の起債主体である上に、公共管理主体である。国債の発行と流通について建言できるが、財政部は債券市場の管理に参与しない。

国家発展改革委員会は国家マクロ管理機構であるが、企業債の発行審査をすることは適切ではない。国家発展改革委員会は証券管理部門として、会社債を審査することが当然だ。しかし、中国の株式市場発展がまだ不十分であるとはいえ、国家発展改革委員会の責任は相当に重いので、もし債券市場も管理したら、管理能力に支障が出るであろう。確かに中国人民銀行は金融貨幣の管理機構として、全面的に金融市場を管理したことがある。しかし、中国人民銀行は監督能力をもっているが株式などの資本市場を管理していないので、転換社債に対する管理はできない。そして、中央銀行の職権から見ると、会社信用債券を管理する機能はない。長期的な視点からみると、中国证券监督管理委员会が統一的に中国の債券市場を管理すべきである。

### ③統一的な市場管理制度の形成

制度設計は債券市場管理が長期的に安定できる鍵である。債券市場管理システムを構築するために、以下の提言をしたい。

第一に、国家の立場は債券市場管理システムを構築する出発点であるということである。現実の状況を見ると、制度設計中、各部門の利益衝突が常に発生するが、立法が各部門の利益を出発点として行われることは認められるべきではない。

第二に、債券市場のリスクと発展の関係を正確に認識すべきである。債券市場にはリスクが客観的に存在しているが、市場管理の直接目的は市場行為を規範に合わせることである。

これによってシステム性金融リスクが発生する可能性は減少する。しかし、一方、リスクの減少のみを強調して、管理方法を厳しくすることは適当ではない。また、債券市場の発展だけを強調して、管理システムを飾り物にすることも認められるべきではない。

第三に各方面の意見を十分に聞いたうえで、協調がなければならない。各管理部門は市場を管理する期間が十年以上になるが、改革に対しては各自の意見がある。債券市場管理システムの改革は各管理機構の意見を聞かなければならない。管理部門の他にも、債券市場の参加者の意見もよく聞く必要がある。参加者は市場管理体制の問題に強い関心を持っている。彼らの意見を聞くことで、改革方案を改善することに役立つであろう。

#### 参 考 文 献

- 1 範中超、馬驍馳「中国債券市場管理体制：成因と変革」『時代金融』、2008年第五期。
- 2 劉鉄峰「インターバンク債券市場情報披露制度研究」『中国貨幣市場』2009年、第五期。
- 3 高培勇『中国債券市場透視』中国財政経済出版社、1999年。
- 4 中国人民銀行『中国銀行間市場研究』中央国債登記結算有限責任会社、2008年。
- 5 Yiu Chungcheung, Frank de Jone and Barbara Rindi, "Trading European Sovereign Bonds: The Microstructure of the MTS Trading Platforms" ,*Working Paper Series No.432, European central bank*. January 2005.
- 6 *Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions*, "Recommendation for Securities Settlement Systems" ,2001.
- 7 Committee on the Global Financial System, "The Implications of Electronic Trading in Financial Market". January 2001.

# Development of China's Bond Market and the Problems

## -Increased the Finance Assets and Allocation of the Social Resource-

The bond market plays an important role in capital markets of China. Bond markets of China were formed during the transition from China's planned economy to the market economy. The development of the capital market supported the rapid development of China's socialist market economy.

Reviewing the history China's of socialist market economy, we found that bond market played an important role. Bond market not only increased the percentage of fixed income assets in the financial assets, but also plays an important role for allocation of social resources.

In this paper, I tried to describe the development process of China's bond market and explore its significance and some problems. China's bond market development achieved big progress significantly, but still has many problems. Through this paper, I want to introduce the China's bond market in General, and anticipate the future of China's bond market

This paper consists of three major parts. Part I consists the features of China's bond market; part II introduced the organization of China's bond market and part III describe the management system and mechanism of Chinese bond market.

- 1 China's bond market had the different features in each developing period. We can divide two stages in the developing history of China's bond markets: From 1949 to 1979, and after reform and openness.
- 2 Compared with other countries, China's bond market has developed in the form of a Government-led. In the development process, Government established the bond market system and administrates the bond market.
- 3 China's bond market includes exchange market and OTC Market.
- 4 There are individual differences among individual investors to participate in the bond market. Recognized individual investors as a participant in the bond market investors made important effect on the development of bond market.
- 5 Bond issuance screening is an important part for the bond market operation mechanism. Manages the Government bond issuance examination against the issuer of securities and bond markets, protect the interest of bond investment, lowering bond market risk. However, extremely tight issued examination will hinder the development of the bond market.
- 6 The bond price mechanism means how and when determines the price during the bond issuance.
- 7 Bonds registration and bond deposit is the basis of the bond business. This clear relationship between the bond debt and creditor is a way of ensuring the rights and interests of investors.
- 8 China's bond market management system have been formed according to the specific historical conditions. Studying management system and analyzing the formation system and mechanism have research significance.