

博士学位論文

中国の銀行改革と債券市場発展の相互関係

—管理体制の改革も含めて—

2013 年度

沈 劍 嵐

熊本学園大学大学院

経営学研究科経営学専攻

論文要旨

中国の債券市場は近年の経済発展に伴い、今やアメリカや日本に匹敵する規模の市場だともいわれている。そしてその発展ぶりにアメリカなど海外の研究者からの関心も強まっている。しかし、これまで中国の社会主義的市場経済を牽引してきた株式市場の発展は注目され、その研究論文も数多いが、債券市場については資料的な制約もありそれほど十分な検討がなされてこなかった。とはいえ、債券市場も株式市場と並んで市場経済の発展に重要な発展をしてきたのである。ではどのような役割を果たしてきたのであろうか。

そこでまずこの考察のために、債券市場の歴史を概括しその構造的な特質を明らかにしたい。債券市場の発展は政府主導で進められた政府管理の市場であった。この組織された管理市場としての債券市場は、株式会社導入によって発展した株式市場とは異質の発展を遂げることになった。だが、社会主義的市場経済の発展で市場化が進展するにしたがって債券市場でも市場化が進展しその中心的な役割を果たしたのが銀行であった。現代の債券市場は機関投資家を中心とした市場構造だが、銀行による債券市場への参入は機関投資家市場の市場化を促進したのである。その過程で債券市場の近代化に向けて流通市場の拡大と発行市場の弾力化が重要な課題になった。そうした市場整備によって、債券市場は将来の国際的な市場の連携を前提に市場機能を活用した債券投資理論が適用される市場として紹介されつつある。この急速な市場の近代化が近年の債券市場への関心を高めることになったといえよう。

銀行は不良債権処理を通じて近代化し、主要銀行は株式会社へと組織を転換し海外市場での上場を果たした。そしてそれらの銀行は国際金融市場で上位の主要銀行となったのである。重要なことはこれらの銀行が、他方で債券市場の近代化を進める推進機関となったことである。中国の改革・開放による社会主義的市場の発展は政府による上からの市場化と銀行の近代化によって進められてきた。債券市場はその典型として政府主導の市場育成市場として発展を遂げてきた。だが、現在の債券市場では政府の管理体制下で銀行を主軸

とする市場化が進められている。銀行が債券市場を育成し、銀行は債券市場の発展によって安定的な資金運用の市場を得ることが出来た。銀行は一方で株式市場の発展の下で不良債権処理と銀行の近代化を図ってきたが、他方で銀行は債券市場へ参入することで債券市場を育成し、債券市場は銀行の近代化に必要な投資戦略市場となったのである。つまり、近年の債券市場の急速な発展と市場の近代化は銀行改革と表裏一体の形で進められ、銀行改革を側面から支える役割を果たしてきたのである。

だが、この銀行改革と債券市場との関係についてはいくつかの重要な論点がある。それは国有商業銀行の不良債権処理のために中央匯金投資会社が匯金債を発行して資金を調達し商業銀行への資本注入を行ったという点である。ここに膨大な不良債権処理の資金源泉になりうる債券市場の発展があったということである。その結果、この中央匯金投資会社は主要商業銀行をはじめ多くの金融機関を傘下に収める国家規模の金融持株会社になった。そして今なお大手の出資会社として主要商業銀行の増資政策に大きな影響力を持っている。債券市場の発展が商業銀行の不良債権処理を可能にし、銀行の近代化を可能にした。そして債券市場の市場化の反面で株式保有を通じた金融コングロマリットが形成されたことに注意を払いたい。債券市場の発展が市場化と金融コングロマリットという持株支配の共存を生み出したのである。

そして今債券市場で開発された理財商品を軸にシャドーバンキングが展開されている。新たな金融環境の変化である。これも注意を要する論点である。

本論文は債券市場の発展について、このような観点から銀行改革との関連を特に重視している。その上で、債券市場の管理体制の在り方について検討を加えた。なぜなら、中国の債券市場は政府主導の制度・設計のもとで発展してきたが、現在の債券市場の近代化と銀行主導の市場化も政府の管理体制の下で行われているからである。その意味で債券市場はなお政府の強い管理下の置かれた市場なのである。むしろこの政府管理市場であることに中国債券市場の特徴があるというべきであろう。債券市場の近代化と市場化に注目するあまりこの点が軽視されてはならない。この点も強調しておきたい論点である。

しかし、政府の市場管理体制の目的は市場の発展に規制をかけることではない。現在の課題は如何に市場の発展を適正に行うかである。そのための制度・設計はどうあるべきか。今それが問われている。これは中国債券市場の歴史と現状を考察するうえで重要な論点であるが、これまで十分な検討がなされてこなかった。そのため本稿では以上の課題を明らかにするため、いくらか詳細に管理体制の分析を行った。この考察を抜きに債券市場の現状と将来像を探ることはできないと考えるからである。

では現在の債券市場の管理体制は、現実の銀行主導の市場化に果たしてどのような有効性を持っているのであろうか。また債券市場の市場化と国際化に向けた新たな管理体制とはいかなるものであろうか。これは銀行改革と債券市場の表裏一体化した発展がこの管理体制の在り方にいかなる影響を及ぼすかを問うものである。

本論文では、この点について規制当局の肥大化を整理し競争と市場育成を目的とした監視システムの構築が必要であると考え、その提言を試みた。この観点から現在の管理体制の問題点を明らかにし、あるべき市場管理の在り方を検討したい。

本稿は三部八章で構成される。

第一部、中国の社会主義市場経済と債券市場。

中国債券市場の発展を歴史的に回顧し、中国の社会主義市場経済と債券市場発展の関係を明らかにする。特に中国債券市場の特徴がどのように形成されたかに力点を置いて考察する。この視点は現在の債券市場の現状を考察するうえで基礎となる論点である。第一部は三つの章に分けられる。

第一章、中国の社会主義的市場経済と債券市場。本章で理論的に中国社会主義市場経済と債券市場発展の関係を理論面で考察し、研究者の幾つか重要な観点を整理して紹介する。

第二章、中国債券市場の発展と特徴。これは中国債券市場の発展を歴史的に考察し、各時代の発展の特徴と限界を明らかにすることを目的にしている。ここでは中国債券市場の歴史を二段階に分けて考察する。第一段階が1949年から1979年までであり、第二段階

が改革開放以後である。¹この分析を通して各時代の特徴を明らかにしたい。他の先進資本主義国と比べて、中国債券市場の発展は政府主導の方式で発展してきた。この発展方法で、政府は債券市場制度の設定者である上に、債券商品開発の推進者と債券市場の管理者の二つの役割を兼ね備えることになった。ここに政府主導の著しい特徴がある。

第三章、中国債券市場の現状。本章で市場組織、参加者、債券商品などについて中国債券市場の現状を考察する。海外の債券市場と比較して、市場としての共通点があるのは当然だが、中国特有の発展のため他国と大きく異なる面がある。その違いに注意を払って考察したい。

第二部、中国の銀行業改革と債券市場。過去の三十年間、中国債券市場は中国商業銀行の改革を促進してきたが、中国商業銀行の改革も債券市場の発展に影響を与えてきた。ここで、中国商業銀行改革と中国債券市場発展の関係を明らかにしたい。本章は三つの章に分けられる。

第四章、中国銀行業改革の歴史。本章では中国銀行業の改革を三つの段階に分けて考察する。第一段階：1979年から1984年まで、中国の銀行システムは中央銀行と商業銀行に分離された。この段階で、債券市場が再開されて、商業銀行が債券の発行を任せられることになった。第二段階：1984年から2004年まで、この段階で、銀行業の主要な改革は銀行を商業銀行に転換させたことである。この段階で、債券の種類が増加し、債券取引も始まって、証券取引所も成立した。商業銀行が債券市場に参入して、インターバンク債券市場を構築し、商業銀行と債券市場の関係が緊密になった。

第三段階、国有商業銀行の株式改革。この段階で、商業銀行改革が急速に進んだ。これによって商業銀行と債券市場の関係は更に密接になった。

第五章、債券市場と商業銀行改革。債券市場の存在が国有商業銀行の株式会社への転換と海外市場への上場に関し、いかに大きな役割を果たしたかを考察する。株式会社に転換した商業銀行が海外で上場する際、そこでは自己資本比率が定められていて一定の自己資本比率

¹高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年 11 ページ

の達成が求められる。債券市場は銀行の自己資本率と流動性管理に対して、その条件整備を可能にする重要な市場となった。本章で債券市場が銀行改革に対して及ぼした積極的な影響を分析する。この分析は特に国有商業銀行の株式改革に対して債券市場が果たした役割を明らかにする上で非常に重要な論点である。

第六章、銀行改革の推進と債券市場の発展。本章で銀行改革の推進がいかに債券市場の発展を促進したかを考察する。この関係の分析を通じて、銀行改革が債券市場で市場参加者としての銀行の位置を高め、債券発行、取引流通、決算代理に対して、大きな影響を与えたことを明らかにしたい。

第三部、債券市場管理体制の課題と改革。ここでは中国債券市場管理体制の現状を考察し、債券市場管理における政府の仕組みを明らかにして、その問題についての改革案を提起した。

第七章、債券市場管理の緩和。本章で債券発行における審査制度の改革、商業銀行による取引所債券市場への参入、非法人機関によるインターバンク債券市場への参入などについて考察し、債券市場管理が如何に緩和されつつあるかを検討する。

第八章、債券市場管理体制と改革。ここで検討される管理体制の緩和と改革は銀行改革によって引き起こされたものであり、債券市場は新たな発展段階を迎えることになった。銀行制度が資本市場よりも優位な構造を持つ中国では銀行改革が債券市場発展の牽引力となり債券市場の発展が銀行制度の株式会社への転換と近代化を側面で支えることになったのである。

本論文の分析と提言は、中国債券市場の発展のあり方とその方向性を提示したものであるが、現在の国際的な金融危機の中で中国の金融改革と国際化の動きが債券市場の動向にどのような影響を与えるかについては、今後の課題にしたい。

中国の銀行改革と債券市場発展の相互関係

—管理体制の改革も含めて—

目次

はじめに.....	5
第一部 中国の社会主義的市場経済と債券市場.....	12
第一章 中国社会主義的市場経済と債券市場の形成.....	12
第一節 市場経済と債券市場の関係.....	12
第二節 中国債券市場の研究動向.....	17
第三節 債券市場に関する専門家の論点.....	19
1 債券市場最重視論（重要条件論）.....	19
2 低コスト資金調達論.....	21
3 金融市場促進論.....	22
4 システミック・リスク減少論.....	25
第二章 中国債券市場の歩みと特徴.....	28
第一節 1949年－1979年における中国債券市場.....	28
第二節 改革開放以後の債券市場.....	30
1 債券発行量の増加.....	30
2 債券取引市場の形成.....	31
第三節 中国債券市場発展の特徴.....	38
1 政府主導の市場管理から市場監視への転換.....	38
2 政府信用債券の意義と課題.....	42
3 発展方式の国際化と課題.....	44
第三章 中国債券市場の構成と課題.....	50
第一節 中国債券市場の組織.....	50
1 取引所債券市場.....	51
2 インターバンク債券市場.....	53
3 商業銀行店頭取引.....	55
第二節 中国債券市場の主要な参加者.....	57

1 機関投資家.....	58
2 個人投資家.....	62
3 個人投資家から機関投資家への転換.....	62
第三節 中国債券市場の金融商品.....	65
1 中国債券市場の債券商品の概況.....	65
2 各種類債券の基本的特徴.....	68
第四節 債券市場が直面する諸問題.....	74
1 店頭取引種類の僅少問題.....	74
2 債券市場の統一問題.....	75
3 必要施設の不備.....	76
4 債券市場の不均衡発展と会社信用類債券.....	77
第二部 中国の銀行改革と債券市場.....	81
第四章 中国の商業銀行改革の意義と課題.....	81
第一節 単一銀行制度の改革.....	82
1、 專業銀行の中国人民銀行からの分離.....	83
2 新しい商業銀行の出現.....	86
3 都市商業銀行の設立.....	87
4 農村信用組合の整備.....	87
第二節 国家專業銀行から国有商業銀行への変化.....	88
1 国家專業銀行の問題.....	88
2 国有商業銀行への変化に向けた改革.....	90
第三節 国有商業銀行の株式改革.....	93
1 国有商業銀行に出資するプラットフォームの構築.....	94
2 中国銀行、建設銀行の株式改革実験.....	95
第五章 債券市場の銀行改革に対する意義.....	97
第一節 株式市場と銀行改革.....	97

1 株式での資本調達と銀行資本金の増加.....	98
2 市場管理と銀行の経営規範.....	99
3 上場銀行とコーポレート・ガバナンスの改善.....	100
第二節 債券市場と銀行資本補充.....	101
1 債券市場が銀行上場に対して果たす役割.....	102
2 債券市場による銀行資本補充.....	103
第三節 債券市場と商業銀行の流動性管理.....	104
1 流動性管理の主要方法.....	104
2 債券レポが流動性管理に対して果たす役割.....	106
3 債券市場と商業銀行の流動性管理.....	107
第四節 債券市場と匯金融資プラットフォーム.....	108
1 中央匯金会社と融資プラットフォームの必要性.....	108
2 匯金債の発行.....	109
3 匯金債発行の意義.....	110
第六章 商業銀行改革と債券市場.....	111
第一節 銀行改革が債券発行に対して及ぼした役割.....	111
1 銀行改革と国債の市場化発行の推進.....	112
2 商業銀行と企業債発行の推進.....	113
第二節 銀行改革と債券市場取引の推進.....	115
1 インターバンク債券市場の取引メカニズムと取引システム.....	116
2 銀行のマーケット・メーカーの役割と取引の活性化.....	120
3 銀行改革が債券市場の業務効率に対して及ぼす役割.....	122
第三部 債券市場管理体制の改革と改善.....	127
第七章 債券市場管理制度の緩和.....	127
第一節 発行審査メカニズム.....	127
1 債券発行審査の仕組み.....	127

2 債券発行審査の市場化改革.....	136
第二節 債券市場への参入緩和.....	138
1 商業銀行の取引市場への復帰.....	138
2 非法人機関投資家によるインターバンク市場への参入.....	139
第三節 国際開発機関債の発行.....	141
第八章 債券市場管理体制の問題と改革.....	143
第一節 管理体制の形成過程の特徴.....	143
1 債券市場萌芽段階の管理体制.....	143
2 債券市場規範段階の管理体制.....	144
3 インターバンク債券市場設立以後の管理体制.....	145
第二節 債券市場の各管理部門の責任.....	148
1 中国人民銀行の管理責任.....	148
2 証券監督管理委員会の管理責任.....	150
3 他の部門の管理.....	151
第三節 管理体制の特徴と改善.....	153
1 管理機構の分担と協調に関する問題.....	154
2 管理競争からの脱却の必要性.....	155
3 債券市場管理体制の改革と課題.....	156
第四節 金融環境の変化と管理体制の改革案.....	157
1 管理協調メカニズムの構築.....	159
2 金融監督部門と債券市場の管理責任.....	160
3 統一的な市場管理体制の構築への視点.....	161
むすびにかえて.....	163
参考文献.....	166

はじめに

中国の債券市場は近年の経済発展に伴い、今やアメリカや日本に匹敵する規模の市場だともいわれている。そしてその発展ぶりにアメリカなど海外の研究者からの関心も強まっている。しかし、これまで中国の社会主義的市場経済を牽引してきた株式市場の発展は注目された。その研究論文も数多いが、債券市場については資料的な制約もありそれほど十分な検討がなされてこなかった。とはいえ、債券市場も株式市場と並んで市場経済の発展に重要な発展をしてきたのである。ではどのような役割を果たしてきたのであろうか。

そこでまずこの考察のために、債券市場の歴史を概括し、その構造的な特質を明らかにしたい。債券市場の発展は政府主導で進められた政府管理の市場であった。この組織された管理市場としての債券市場は、株式会社導入によって発展した株式市場とは異質の発展を遂げることになった。だが、社会主義的市場経済の発展で市場化が進展するにしたがって債券市場でも市場化が進展し、その中心的な役割を果たしたのが銀行であった。現代の債券市場は機関投資家を中心とした市場構造だが、銀行による債券市場への参入は機関投資家市場の市場化を促進したのである。その過程で債券市場の近代化に向けて流通市場の拡大と発行市場の弾力化が重要な課題になった。そうした市場整備によって、債券市場は将来の国際的な市場の連携を前提に市場機能を活用した債券投資理論が適用される市場として紹介されつつある。この急速な市場の近代化が近年の債券市場への関心を高めることになったといえよう。

銀行は不良債権処理を通じて近代化し、主要銀行は株式会社へと組織を転換し、海外市場での上場を果たした。そして、それらの銀行は国際金融市場で上位の主要銀行となったのである。重要なことはこれらの銀行が、他方で債券市場の近代化を進める推進機関となったことである。中国の改革・開放による社会主義的市場の発展は政府による上からの市場化と銀行の近代化によって進められてきた。債券市場はその典型として政府主導の市場

育成市場として発展を遂げてきた。だが、現在の債券市場では政府の管理体制下で銀行を主軸とする市場化が進められている。銀行が債券市場を育成し、銀行は債券市場の発展によって安定的な資金運用の市場を得ることが出来た。銀行は一方で株式市場の発展の下で不良債権処理と銀行の近代化を図ってきたが、他方で銀行は債券市場へ参入することで債券市場を育成し、債券市場は銀行の近代化に必要な投資戦略市場となったのである。つまり、近年の債券市場の急速な発展と市場の近代化は銀行改革と表裏一体の形で進められ、銀行改革を側面から支える役割を果たしてきたのである。

だが、この銀行改革と債券市場との関係についてはいくつかの重要な論点がある。それは国有商業銀行の不良債権処理のために中央匯金投資会社が匯金債を発行して資金を調達し商業銀行への資本注入を行ったという点である。ここに膨大な不良債権処理の資金源泉になりうる債券市場の発展があったということである。その結果、この中央匯金投資会社は主要商業銀行をはじめ多くの金融機関を傘下に収める国家規模の金融持株会社になった。そして今なお大手の出資会社として主要商業銀行の増資政策に大きな影響力を持っている。債券市場の発展が商業銀行の不良債権処理を可能にし、銀行の近代化を可能にした。そして債券市場の市場化の反面で株式保有を通じた金融コングロマリットが形成されたことに注意を払いたい。債券市場の発展が市場化と金融コングロマリットという持株支配の共存を生み出したのである。

そして今債券市場で開発された理財商品を軸にシャドーバンキングが展開されている。新たな金融環境の変化である。これも注意を要する論点である。

本論文は債券市場の発展について、このような観点から銀行改革との関連を特に重視している。その上で、債券市場の管理体制の在り方について検討を加えた。なぜなら、中国の債券市場は政府主導の制度・設計のもとで発展してきたが、現在の債券市場の近代化と銀行主導の市場化も政府の管理体制の下で行われているからである。その意味で債券市場はなお政府の強い管理下の置かれた市場なのである。むしろこの政府管理市場であることに中国債券市場の特徴があるというべきであろう。債券市場の近代化と市場化に注目するあまりこの点が軽視されてはならない。この点も強調しておきたい論点である。

しかし、政府の市場管理体制の目的は市場の発展に規制をかけることではない。現在の課題は如何に市場の発展を適正に行うかである。そのための制度・設計はどうあるべきか、今それが問われている。これは中国債券市場の歴史と現状を考察するうえで重要な論点であるが、これまで十分な検討がなされてこなかった。そのため本稿では以上の課題を明らかにするため、いくらか詳細に管理体制の分析を行った。この考察を抜きに債券市場の現状と将来像を探ることはできないと考えるからである。

では現在の債券市場の管理体制は、現実の銀行主導の市場化に果たしてどのような有効性を持っているのであろうか。また債券市場の市場化と国際化に向けた新たな管理体制とはいかなるものであろうか。これは銀行改革と債券市場の表裏一体化した発展がこの管理体制の在り方にいかなる影響を及ぼすかを問うものである。

本論文では、この点について規制当局の肥大化を整理し競争と市場育成を目的とした監視システムの構築が必要であると考え、その提言を試みた。この観点から現在の管理体制の問題点を明らかにし、あるべき市場管理の在り方を検討したい。

本稿の主要な論点は以下の五つで構成されている。

第一、債券市場は資本市場の重要な構成部分として、中国の経済体制改革と共に発展してきた。債券市場の発展は中国の社会主義市場経済の実現に重要な役割を与える¹。だが、その市場の発展構造は十分に解明されていない。中国では、株式市場がまだ十分にその市場機能を発揮できていないこともあり、債券市場の意義は思いのほか大きい。株式市場が急成長している時にはその背後に隠れていてほとんど看過されていたが、実はその時も債券市場の役割は高かった。それは現在債券市場の市場規模が株式市場の市場規模と拮抗しているというだけではない。そしてこの間、国際的金融危機以降、株式市場の低迷期に中国経済は債券市場に支えられて急成長を遂げている。この点に注意を払うべきであろう。社会主義的市場経済体制の発展にとって、債券市場の発展は株式市場よりも大きな役割を果たしているのである。その重要性の意味を明らかにしたい。

¹高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、1ページ。

第二、中国債券市場は中国政府の支持と推進を通じて形成され発展してきた。この政府主導の市場育成策は中国債券市場発展の大きな特徴である。もちろん、ここには政府による市場育成という積極的な側面と政府による管理体制の強化という消極的な側面がある。この消極面を抑制し積極面を活用すれば中国債券市場はもっと効率的な発展を遂げることが出来るであろう。この点を考察したい。

第三、中国債券市場は中国の計画経済から社会主義市場経済への大転換ともいべき改革の中で形成され、発展してきたが、それは中国商業銀行の改革と実に密接な関係で遂行されてきた。これはこれまであまり注意が払われてこなかった論点であるが、債券市場の大きな社会的役割は中国商業銀行の改革を側面で支えてきたことにあつたのである。債券市場は銀行改革を通じて中国商業銀行の資本補充と規模拡大、さらに国外株式市場の上場に役立ってきたのである。また債券市場は中国商業銀行の流動性管理にも重要なツールを提供してきた。同時に、中国の商業銀行改革によって商業銀行が債券市場に参入し、それによって、債券市場の業務効率は高くなったのである。また、その商業銀行の改革過程で資本増強や不良債権処理のために、中央匯金投資会社が外貨準備を用いて大手商業銀行へ資本注入する役割を果たしたが、その結果株式保有によって大手国有商業銀行を傘下に収める金融持株会社となった中央匯金投資会社は、一時的な資金不足を調達するために匯金債を発行した。現在大手商業銀行の増資に影響力を持つ中央匯金投資会社がその運用資金の一時的な調整の資金源として匯金債を発行したことは大きな意義があるといえよう。

以上のように、この銀行改革と債券市場の観点はこれまであまり触れられることがなかったが、極めて重要な論点であるので強調しておきたい。

第四、中国債券市場のシステムには、まだ解決すべき問題が存在している。債券の発行審査の市場化がまだ進んでいないので、債券の性質、発行の対象と方式にしたがって、異なる審査方法が採用されている。債券登録、預託、決算システムがまだ統一されていない。市場運営の安全性と効率にはまだ多くの改善の余地がある²。債券市場での統一的な管理

²中国証券監督委員会『中国資本市場の発展報告』中国金融出版社、2008年7月。

標準が確立されねばならないのである。

第五、中国債券市場の管理体制の不備問題がある。その主な原因はいまだに各政府部門の職能権限が明確にされていないことにある。これは債券市場の統一化と効率化に影響するもので、債券市場の合理的な価格形成にも大きな影響を与えることになる。根本的な解決は政府の資本市場への管理体制を緩和し、金融管理部門を減少させ、適切な金融監督を行うための法整備を行うことである。

本稿は三部八章で構成される。

第一部、中国の社会主義市場経済と債券市場。

中国債券市場の発展を歴史的に回顧し、中国の社会主義市場経済と債券市場発展の関係を明らかにする。特に中国債券市場の特徴がどのように形成されたかに力点を置いて考察する。この視点は現在の債券市場の現状を考察するうえで基礎となる論点である。第一部は三つの章に分けられる。

第一章、中国の社会主義的市場経済と債券市場。本章で理論的に中国社会主義市場経済と債券市場発展の関係を理論面で考察し、研究者の幾つか重要な観点を整理して紹介する。

第二章、中国債券市場の発展と特徴。これは中国債券市場の発展を歴史的に考察し、各時代の発展の特徴と限界を明らかにすることを目的にしている。ここでは中国債券市場の歴史を二段階に分けて考察する。第一段階が1949年から1979年までであり、第二段階が改革開放以後である³。この分析を通して各時代の特徴を明らかにしたい。他の先進資本主義国と比べて、中国債券市場の発展は政府主導の方式で発展してきた。この発展方法で、政府は債券市場制度の設定者である上に、債券商品開発の推進者と債券市場の管理者の二つの役割を兼ね備えることになった。ここに政府主導の著しい特徴がある。

第三章、中国債券市場の現状。本章で市場組織、参加者、債券商品などについて中国債券市場の現状を考察する。海外の債券市場と比較して、市場としての共通点があるのは当

³高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、11ページ。

然だが、中国特有の発展のため他国と大きく異なる面がある。その違いに注意を払って考察したい。

第二部、中国の銀行業改革と債券市場。過去の三十年間、中国債券市場は中国商業銀行の改革を促進してきたが、中国商業銀行の改革も債券市場の発展に影響を与えてきた。ここで、中国商業銀行改革と中国債券市場発展の関係を明らかにしたい。本章は三つの章に分けられる。

第四章、中国銀行業改革の歴史。本章では中国銀行業の改革を三つの段階に分けて考察する。第一段階：1979年から1984年まで、中国の銀行システムは中央銀行と商業銀行に分離された。この段階で、債券市場が再開されて、商業銀行が債券の発行を任せられることになった。第二段階：1984年から2004年まで、この段階で、銀行業の主要な改革は銀行を商業銀行に転換させたことである。この段階で、債券の種類が増加し、債券取引も始まって、証券取引所も成立した。商業銀行が債券市場に参入して、インターバンク債券市場を構築し、商業銀行と債券市場の関係が緊密になった。

第三段階、国有商業銀行の株式改革。この段階で、商業銀行改革が急速に進んだ。これによって商業銀行と債券市場の関係は更に密接になった。

第五章、債券市場と商業銀行改革。債券市場の存在が国有商業銀行の株式会社への転換と海外市場への上場に関し、いかに大きな役割を果たしたかを考察する。株式会社に転換した商業銀行が海外で上場する際、そこでは自己資本比率が定められていて一定の自己資本比率の達成が求められる。債券市場は銀行の自己資本比率と流動性管理に対して、その条件整備を可能にする重要な市場となった。本章で債券市場が銀行改革に対して及ぼした積極的な影響を分析する。この分析は特に国有商業銀行の株式改革に対して債券市場が果たした役割を明らかにする上で非常に重要な論点である。

第六章、銀行改革の推進と債券市場の発展。本章で銀行改革の推進がいかに債券市場の発展を促進したかを考察する。この関係の分析を通じて、銀行改革が債券市場で市場参加者としての銀行の位置を高め、債券発行、取引流通、決算代理に対して、大きな影響を与えたことを明らかにしたい。

第三部、債券市場管理体制の課題と改革。ここでは中国債券市場管理体制の現状を考察し、債券市場管理における政府の仕組みを明らかにして、その問題についての改革案を提起した。

第七章、債券市場管理の緩和。本章で債券発行における審査制度の改革、商業銀行による取引所債券市場への参入、非法人機関によるインターバンク債券市場への参入などについて考察し、債券市場管理が如何に緩和されつつあるかを検討する。

第八章、債券市場管理体制と改革。ここで検討される管理体制の緩和と改革は銀行改革によって引き起こされたものであり、債券市場は新たな発展段階を迎えることになった。銀行制度が資本市場よりも優位な構造を持つ中国では銀行改革が債券市場発展の牽引力となり債券市場の発展が銀行制度の株式会社への転換と近代化を側面で支えることになったのである。

本章ではこのような現在の債券管理体制の課題を分析し、その改善に向けた改革案を提言する。これは中国債券市場の特徴である政府による債券市場育成と政府による管理体制が今後の市場発展に向けて如何に変化すべきかを理論的に展望するものである。だが、現実の発展は試行錯誤を余儀なくされる。そこで最後にこの関係の意義を再確認し今後の銀行改革の進展が具体的に管理体制の緩和と改革をどのように促すことになるかを検討することにしたい。ここでの課題は資本市場の国際化に向けた管理体制の在り方を問うものでもある。

第一部 中国の社会主義的市場経済と債券市場

第一章 中国社会主義的市場経済と債券市場の形成

第一節 市場経済と債券市場の関係

市場経済とは、市場機能（需要と供給を参照）を通じて需給調節と資源配分が配置を行われる経済のことである。先進国で、資本市場の歴史は長いが中国では、長期間、集中的な計画経済体制を採用していたので、その間資本市場は存在しなかった。30年前、中国は改革開放政策を実施して、社会主義的市場経済へ移行し資本市場は政府によって重視されることになった。資本市場の発展は市場経済体制への移行に大きな役割を果たし、債券市場も資本市場の成長に同調するように発展してきた⁴。1980年代に入ると、中国債券市場は国債の発行再開から20年間で急速な発展を遂げ、アジア第二番目の債券市場になった⁵。

中国が社会主義的市場経済に移行する過程で、株式制度の導入は決定的に重要な役割を果たした。株式制度は所有権と経営権を分離して、株主は取締役会に権限を授けて、経営政策を行使し、経営管理を行う。株式制に導入によって社会資源は競争を通じて優秀な企業に流れることになった。

こうして株式制は計画経済下での国営企業の非効率的な経営問題を解決することが出来た。計画経済下では、中国の国営企業は政府が直接経営と管理を行い、政府機構は経営と関係がないとはいえ、権利だけは持っていたのである。これに対して企業には権利がなく、経営業績も低下し、社会資源が浪費されることになった。改革開放以来、中国国営企

⁴馮 光華 『中国の債券市場発展の研究』中国金融出版社、2007年、5ページ。

⁵高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年1ページ。

業は農村改革の請負制度を採用した。しかし、請負制度は小規模経営と単純な技術レベルの企業に対して適応するもので、大規模で、複雑な生産技術を採用する企業に対しては適応できない。この問題解決のため、1980年代末、中国は共同企業から株式会社制度の導入を開始した⁶。そして1990年から、国営企業も株式会社制度へと大きく転換したのである。

株式会社の出現とともに、株式の上場も始まったので、株式市場の形成が必要になった。株式の発行で企業は資本市場からの資本調達が出来たが、株主は企業の経営を監督することができなかった。1991年、上海、深圳証券取引所が設立され、中国株式市場構築の基礎が形成された⁷。1991年以後中国株式市場が発展し、株式会社は飛躍的に普及することになった。中国の計画経済から社会主義的市場経済への移行過程で、株式市場がどのような役割を果たしてきたか。専門家は歴史と現実、国内と国外、経済発展と経済機構の調整のさまざまな角度から、株式市場の意義と役割を分析し、株式市場の注意点についても言及している。専門家の提示する観点は以下のようなものである。

1 株式市場は株式制度と市場経済の発展とともに、形成されてきた。中国証券監督委員会のトレーニングセンター担当者祁斌は2012年1月14日の『中国証券』で「資本市場が経済と社会に対しての推進」を発表した。そこでは歴史的に17世紀のヨーロッパからアメリカへの資本市場発展が考察され、アメリカが株式会社を主軸とする資本市場によって世界の金融センターになったことが強調された。そして同様に中国でも株式市場は中国改革開放とともに発展してきた⁸。これは市場経済発展の産物である。株式市場の発展が中国でも歴史的必然性を示すものだというのがその主張である。

2 中国においても株式市場発展と経済発展の関係は密接である。多くの研究者は株式市場がいかに経済発展を推進してきたかを例証してきた。中国では淡儒勇⁹のレポートによ

⁶中国証券監督委員会『中国資本市場二十年』中信出版社、2012年2月。

⁷中国証券監督委員会『中国資本市場二十年』中信出版社、2012年2月。

⁸祁斌「資本市場が経済と社会に対しての推進」『中国証券』、2012年、34ページ。

⁹淡儒勇「金融抑えると金融制限」『金融研究』1998年。

って、中国株式市場の発展と経済発展には著しい関係があることが示された。しかし、中国の株式市場と経済発展との関係性に疑念を抱く見解もある。その根拠となったのは中国30年の経済の急膨張に比べて株式市場が低迷していたからである。河南財經学院の李凍菊教授の結論は、中国経済の成長が株式市場規模を拡大させたが、逆に株式市場の規模が中国経済を促進したのは限定的だということである¹⁰。確かにこの状況は中国株式市場が正常に発展していない事を示すものだが、教授も株式市場が中国の市場経済システムを推進し、中国の経済増加にも役に立っていることは認めている。

3 資本市場の発展は中国金融システム改革の核心であるとするのは、中国人民大学吳曉求教授の主張である。それによれば、強い資本市場（株式市場が重要な部分である）が中国経済発展と中国金融システムの現代化に対して重要である。中国金融改革の核心が資本市場の改革と発展を推進する。資本市場が資源の配置、経済の促進、財産の増加などに重要な役割を果たしてきた。アメリカの経済繁栄は金融業の発展と関連がある。強い資本市場があるのでアメリカが重要な金融センターになった。中国で市場経済を確立するために、資本市場を発展させなければならない。中国の資本市場は速いペースで発展してきたとはいえ、株式市場の活性化の度合いがまだ低く、制度も健全とはいえない。投資家の株式市場への関心が低く、改革はまだ必要である。教授はこのように述べ、資本市場発展の意義を強調した。ここでは株式市場の低迷ぶりが問題とされている。2008年のリーマン・ショック以降の株式市場の低迷に対する再生策が強く求められているといえよう。

4 中国の株式市場の発展のために外国の経験を参考すべきだとする主張は、中国株式市場の発展の歴史は20年しかない。外国の経験を参考して、株式市場の法律を整備し証券監督を改善すべきだというものである。このように主張する祁斌の論点は以下のようなものである。アメリカでも株式市場の発展初期、監督機構と証券法がなかった。そのため市場は投機的傾向が強かった。1929年に経済危機が発生し、ルーズベルト大統領が「証券法」などの法律を公表して、証券監督委員会が設立された。こうして、現代の資本主義の

¹⁰李 凍菊「株式市場発展と経済発展の関係についての研究」『金融研究』（中国）2006年9月号、40ページ。

証券関係の法律と監督機構が整備された。アメリカの株式市場は更に大きな発展を遂げるようになったのである。近年では2008年のサブプライム金融危機によって、アメリカの証券監督の在り方が問題となり、金融改革法案が促進されることになった。こうしたアメリカの経験が参考にされるべきだ¹¹。市場経済が発した先進国では、最初、株式会社が自発的に株を発行することで、株式取引市場が形成された。そして、その発展に対応して国家が法律法規を制定してきた。だが、この自生的な発展モデルは計画経済から市場経済に転化する国家にとっては時間がかかりすぎるため、そのまま使用することが出来ない。中国では市場経済体制に転化する過程で早めに株式市場を形成することが急がれている。しかし、アメリカの例は証券法と証券監督機構が株式市場を発展させてきたもので、法整備と監督機構によって株式制度への転換を図ってきた中国には大いに参考になるものである。このように政府主導の法整備と監督機構の設立が株式市場再建の鍵であると主張されている。

5 投資家保護の主張がある。これは企業と投資家の利益を調和し、投資家利益の保護を重視すべきだ、とする主張である。王邦志の『株式市場：制度環境、主体行為と制度制定』では次のように論述されている。中国株式市場の制度設計では、企業の資金調達の仕事のみを重視して、投資家利益の問題が軽視されている。一部の企業の上場目的は単純にお金を集めることで、零コストの資金調達がされているが、配当金は何年間も配分されていない¹²。投資リスクは投資家によって負担されるので、市場管理部門は投資家の利益を無視してきたのである。中国の株式監督部門は投資家利益の保護に努力すべきなのである。

中国の企業債市場は株式市場と同時に発展してきた。債券市場は債券発行と取引を行い、企業債市場はその債券市場の重要な部分である。企業債市場以外に、債券市場には国債市場、金融債市場がある。中国は建国した際に、政府が国債の発行を開始したが、企業債は改革以後、発行が開始されたのである。

¹¹陸 曉明「サブプライム・ローンによるアメリカの銀行リスク管理システムへの挑戦」『銀行家』、2008年4月。

¹²王 邦志『株式市場：制度環境、主体行為と制度制定』2004年、63ページ。

株式市場と債券市場は証券市場の基本的な部分である。株主と企業の関係は所有者の関係である、債権者と企業は債権者と債務者の関係である、これは両者の重大な区別である。そうすると両方には多くの具体的な区別がある。それらは株式と債券発行者の範囲の相違、株式と債券の発行コストの相違、株式と債券の価格変化と市場動向の相違である。中国では、株式市場の発展過程で、企業の資金調達需要と投資家の需要がマッチできないので投資家の需要が減退し、株式市場が長期的に低迷している。株式市場と比べると、現在では債券市場の方が市場経済とより緊密な関係にあるといえるだろう。

中国経済の資本構造を株式時価総額/債券残高/銀行融資残高の比率で見ると、1909年12月末時点で株式27%、債券19%、銀行融資54%となっている。他の主要アジア国と比べて、銀行融資の比率は最も高い構造になっている。それでも株式の比率は高かったが、2012年末、中国経済の資本構造を株式時価総額/債券残高/銀行融資残高の比率は株式2%、債券34%、銀行融資63%となった¹³。株式市場の時価が社会の調達資金および融資総額中に占める比率が低下し、債券市場の比重が高くなっている。債券比率はむしろ安定的に上昇しているため、一見すると株式市場の低迷のみが要因である様に見える。但し、中国債券市場の大部分は国債や中央銀行手形、政策性金融債や政策性企業債等といったソブリン、準ソブリンの銘柄が占めており、その大半を商業銀行が安定保有している。従って、実質的には債券市場の大部分も商業銀行を中心とした間接金融システムに組み込まれていると考えられる。

一般的には、株式市場や債券市場の発展に基づく直接金融型経済への移行は資金配分の効率化をもたらし、ひいては経済全体の生産性向上と持続的発展に繋がることが期待されている。中国証券監督管理委員会のレポートでは、「持続可能な経済発展を支えるために、効率性を改善し市場の振幅を広げることによって完全な機能と十分な規律性のある市場に発展すべき」とされている。従って、今後の中国の債券市場にはこれまでの様な経済成長に支えられた規模の拡大のみでなく、債券市場システム全体がより効率的

¹³時価総額/債券残高/銀行融資残高の比率は中国債券情報ネットと wind 提供したデータによる。

で深みのある市場へと発展していくことが期待される。

ここには、特に近年発展の兆しを見せつつあるコマーシャルペーパー、MTN 等の社債市場が、企業の資金調達手段の多様化と効率化、及び市場銘柄の多様化等の効果をもたらすものとして、今後持続的に発展拡大していくことへの強い期待が込められている。また海外投資家による市場アクセスも、市場参加者の多様化や流動性の改善の効果をもたらすため、将来的な市場開放へ向けた環境整備が段階的に着実に進むことが期待されるのである¹⁴。

第二節 中国債券市場の研究動向

近年中国で、債券市場の研究が進み、その内容は重要な意義を持っているので紹介し検討することにしよう。

第一、中国債券市場の研究は債券市場と中国の社会主義的市場経済の関係を明らかにしてきた。中国では長期的に間接金融を主体とした金融機関中心の制度を採用してきたため、資本市場が発達してこなかった。そのため多くの問題が露呈してきた。例えば、国有商業銀行は過去の 30 年の間、不良債権比率が高く、不良債権額も大きい。中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行に対する不良債権処理額は 3.8 兆元にも上った¹⁵。銀行不良債権の原因の一つは内部管理問題であるが、資本市場の不健全性もその原因の一つである。企業は資本市場で資金調達をする場合、調達コストを節約できるが、経営の情報を公表して、市場の監督を受けなければならない。そのため企業に対する監督の圧力は銀行融資よりずっと大きいのである。債券市場を含む資本市場は社会主義的市場経済体制を構築するうえで大きな役割をはたすものであるから、その役割について、理論的に研究することは非常に重要な意義がある。というのは、この問題に対して、現在、理論想定上

¹⁴広瀬 健「第 5 章債券市場」『図説中国の証券市場 2011 年版』日本証券経済研究所 2011 年 3 月、5 ページ。

¹⁵潘 功勝『中国商業銀行理論と実践』中国金融出版社 2010 年 11 月、54 ページ。

の認識に極端な偏向がみられるからである。例えば、資本市場を株式市場と同一視して、株式市場でなければ資本市場ではないと考えるものである。もうひとつの見方は商業銀行が企業債を購入することと企業に貸付をすることを同一の信用事象と考えるものである。ここでは債券と貸付に区別はないのである。債券市場を研究することで、こうした想定を是正できれば、中国債券市場の健全な発展に有益なものとなるだろう。

第二、中国債券市場の研究によって、中国債券市場の特徴が明らかになる。先進国の債券市場と比較し分析することで中国債券市場の特徴が如何に形成され、市場経済に対して実際にどのような影響を与えるかが確認できるからである。それらを諸外国の経験に照らして検討し、共通項と相違を明確にすることができる。中国の債券市場は中国が計画経済から社会主義的市場経済体制へと転換することで形成され、政府の制度・設計のもと順調な発展をしてきた。政府主導の債券市場の育成と発展である。しかし、政府が主導するという特徴は市場に対して消極的な影響も与える。例えば、中国債券市場が機能分割されている原因は市場が多数の政府部門によって権限別に管理されているからである。この問題点の解決に向けて債券市場管理規制の在り方が検討されなければならないであろう。

第三、中国債券市場を研究することで、債券市場と株式市場、債券市場とクレジット市場、債券市場発展と商業銀行改革の関係が明らかになる。以上の関係を合理的に整理できれば、債券市場は商業銀行の改革と発展良好な外部環境となるであろう。また債券市場の研究を通じて、中国の金融管理部門が市場への管理を抑制し管理部門の数を減少させることが市場に対して、積極的な影響を与える事が明らかになれば、このことは商業銀行が債券市場に参入し活性化している市場を更に機能的で効率的な市場へと発展させることに役立つであろう¹⁶。

第四、中国債券市場の研究を通じて、中国債券市場の発展傾向の問題点を分析しその問題解決を図ることが出来る。現在、中国の債券市場は発展初期なので、市場の組織と市場

¹⁶潘 功勝『中国商業銀行理論と実践』中国金融出版社 2010年 11月、84 ページ。

メカニズム、債券種類の革新、債券市場の監督システムなどについて、他の国からの経験を参考に学ぶ段階にある。この段階で、自身の発展特徴を総括し、中国債券市場の未来の発展に向けて研究する必要がある。これには先進的な意識が必要でこの観点から市場経済に不適合な管理体制と運営体制が改革されねばならない。また長期的観点からアメリカのサブプライム・ローンの経験を参考にして、債券市場商品の創造とリスクコントロールの関係を正確に把握し、資産証券化の実践と債券先物市場の再開を進める必要が明らかになるであろう。

中国で現代的な債券市場を構築できれば、中国と外国の企業が中国債券市場で充分的な資金調達ができるようになるだろう。このような課題に取り組むために理論研究を進め複雑な現実問題の解決に役立つように努めなければならない。

第三節 債券市場に関する専門家の論点

債券市場の研究は債券市場と株式市場の関係、債券市場と市場経済の関係について多面的になされてきた。中国の研究者による代表的な見解を整理しその意義を検討することしよう。これによって債券市場の発展が如何に社会主義的市場経済にとって重視されているかが明らかになるであろう。

1 債券市場最重視論（重要条件論）

債券市場が社会主義的市場経済に果たす役割を最も重視する見解が債券市場最重視論である。またこのように債券市場の役割を最重要な要因と捉える考え方は中国では重要条件論とも呼ばれる。重要条件論とは債券市場の発展が中国社会主義市場経済の形成と発展に対して、重要な影響を与えたということである。債券市場が社会主義市場的市場経済形成の重要な条件なのである。中国の多数の経済学専門家がこの見解を主張している。代表的な論者は国家開発銀行の副総裁高堅である。高副総裁の『債券資本市場』によれば債券

市場の発展がなければ、中国の改革は実現が困難になる。工業化の資金供給の面でいえば、金融システムの改革を通じて、資本市場の成長が期待できる¹⁷。これによって市場調達方式で工業化のための資金が獲得できるようになる。債券市場の構築と発展は金融改革の重要な内容で、これは資本市場成長を表現するものである。中国株式市場の不況によって、債券市場が資本市場での重要な役割を分担することになった。市場からの資金調達では、債券市場が以下の多方面で重要な役割を果たしている。第一、債券市場によって、中国の資金供給が行政手段から市場手段へと転化した。第二、債券市場によって、資金供給は銀行主体から資本市場へと変化した。債券市場の成長によって社会資源が市場を主体に分配されることになった。

高副総裁は市場化手段に着目しマクロコントロールの見地から債券市場の役割を分析した。その結論は市場経済のマクロコントロールは市場化の手段を主体として行うべきだということである。政府はできるだけ行政手段を使用せず、通貨政策と財政政策の調整に専念すべきである。健全な債券市場は通貨政策の有効性が発揮できる重要な条件となるであろう。債券市場の発展につれて債券市場は国家マクロ経済コントロールの主要な場所になった。高副総裁はこの点を以下のように説明する。

中国債券市場規模の拡大と共に、中央銀行が債券市場を通じて行う公開市場操作の手段と機会が多くなった。債券市場は中央銀行が貨幣政策操作を行う主要な市場になった。最近の十年間、為替準備ヘッジは中国公開市場操作の重要な仕事である。1998年5月、中国人民銀行は公開市場業務を再開して、債券市場を通じて、レポ取引を行い、為替と、中央銀行のベースマネー（基礎貨幣）の安定を保証した¹⁸。同時に、アジア金融危機と世界金融危機に直面している時中国債券市場は政府が拡張的な財政政策の展開を行うのにも非常に役立った。

高副総裁は国債市場が中国債券市場を推進する役割についても強調した。国債市場が急速に発展したのは政府が的確に選択した政策の結果であった。国債市場の発展は中央政府

¹⁷高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、79ページ。

¹⁸高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、263ページ。

の財力を増強し、債券市場政策にとって、重要な条件を創出することになった。同時にこれによって、金融債券市場、会社債市場の発展も促進されることになった。国債の入札発行システムと方式、国債の取引、決算システムが他の債券にも採用されることになった。同時に、国債市場発展の経験も他の債券市場の発展の参考になった¹⁹。

筆者も高副総裁と同じ観点に立つものである。その観点とは以下のようなものである。中国債券市場発展は中国市場形成と発展の重要な条件である。債券市場は資本市場の重要な組織部門として、市場経済展開の基本条件である。かつて、中国で計画経済環境の中では、もちろん債券市場は存在してなかった。中国が計画経済から社会主義的市場経済に転化するとともに、債券市場が発展してきた。債券市場の出現も中国社会主義的市場経済の発展を推進した。このように、中国債券市場と中国の経済の発展は互いに促進しあっている。ここに債券市場の大きな意義がある。しかし、この関係は自然に形成されたものではない。そこには政府の役割があり、その点が株式市場とは異なる点である。政府の推進と主導が近年中国債券市場の重要な特徴である、そのことが中国債券市場の発展を促進した。しかし、政府主導には積極的な影響と消極的な影響の二面がある。そのため政府の役割については、適切な評価が重要である。例えば、アジア金融危機の時は、国債の増加は固定資産投資を増加させ、債券市場の発展を推進した。しかし、2007年の金融危機の時政府は債券を大量発行し、債券市場の規模が著しく拡大したが、他方で資金が大量に不動産市場に流入して、不動産価格が高騰した。その結果経済の構造調整が困難になった。政府が国債市場を優先的に発展させるのは政府による人為的な選択である。こうした政府の主導に対しては、正確な認識と評価がなされるべきであろう。

2 低コスト資金調達論

低コスト資金調達論というのは債券市場が中国企業に低コストの資金調達の方法を提供している事を強調する見解である。企業はこの方法を用いて経営効率を促進して、競争実

¹⁹高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、192ページ。

力を強化できるのである。

中国インターバンク市場取引業者協会副秘書長馮光華はこれについて以下のように説明する。

債券市場は企業に有効な資金調達方法を提供できる。銀行貸付、株式市場と債券市場はすべて企業外部の資金調達の資源である。銀行貸付などを通じて社会的資金の配分が十分にできない時、債券の役割が果たす役割は大きい。1980年代の後期、アメリカ銀行システムは不動産危機のため、不況に陥った。貸付減少のため、経済は不景気となったが、債券市場が不景気の影響を軽減させた。債券を保有する投資家は定期的に利息と元本を獲得できるので、株式発行によるモラル・ハザードを避ける事が出来たのである²⁰。

債券市場は資金調達コストを減少できる。銀行貸付の場合、借手は銀行を通じて、情報を獲得するが、債券市場では直接情報を獲得するので会社債の資金調達コストは銀行貸付より低くなる。当然、これは一般論であるが、多くの企業で妥当するかの現実問題がある。例えば、歴史の浅い企業では債券を発行する時、信用格付が高くないので、資金調達コストは高くなる。このように考えると多数の企業の状況から判断して、低コスト資金調達論の観点は必ずしもすべてに妥当するわけではなく、債券市場の特質を強調する議論としてはまだ検討の余地があるものである。

3 金融市場促進論

金融市場促進論というのは、債券市場の発展が中国金融市場の発展を促進したという見解である。この見解では、債券市場は金融市場の重要な構成部分で、債券市場の発展が金融市場の発展を促進した事が強調されている。

まず、債券市場の発展は金融資産の価格標準の形成に役に立っている。国家開発銀行副総裁、中国債券問題専門家の高堅は以下のように主張する。

債券市場が不在の経済システムを想定すると、銀行間では暗黙の協定がなされているの

²⁰馮 光華 『中国債券市場発展研究』中国金融出版社、2007年、103ページ。

で競争によって利率が決定されるのは難しい。そこでは適正な資金調達コストは反映されない。しかし、債券市場が発達してくるとそこでは債券市場参加者による利率への予想が全面的に反映されて精緻な価格メカニズムが形成される。これによって株式市場と銀行に対して金利リスク基準の設定を行うことが出来るのである。そして企業に対しては資金調達コストの参考指標を提示することが出来るようになった。

資本市場の長期商品、特に長期国債投資に標準利率を提供して、投資利率が国債利率より低ければ、投資家はこの投資を中止でき、過度な投資を回避することが出来る。アジア金融危機の経験に照らしてみると、資本市場が不況なら、投資過熱が必ず発生するので、これは留意すべき論点である²¹。高副総裁はこのように債券市場では適正な市場メカニズムが働くことが、銀行や株式市場を含めた金融市場全体に対して適正な発展を促す意義を持つと主張している。特に国債の利率基準が金利の基準となり投機回避の参考指標となることを強調した。

この議論は債券市場が社会主義的市場経済発展の基礎条件となる債券市場最重要論(重要条件論)とは別の角度から債券市場が金融市場促進に果たすことを述べたものである。債券市場でのみ金利形成がなされ、それによって債券市場最重要論で取り上げた公開市場政策が行われる。こうして社会主義的市場経済の市場とは債券市場であり、金融市場発展の基礎でもあることが主張されたのである。

この債券市場の金利形成メカニズムの意義は別の論者によっても展開されている。

債券市場の発展は利率の市場化を推進した。利率の市場化は中国金融改革の目標の一つであるが、これこそが中国金融市場が先進的な市場になるための指標となる表現なのである。これについて馮光華は以下のように説明する。

第一、中国の利率市場化は債券市場から始まった。1997年インターバンク債券市場が設立された後、債券レポ利率の取引価格が決められた。1999年以後、国債と政策性金融債の発行利率は市場入札で決められることになった。中国債券発行量の増加と市場流動性

²¹高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、194ページ。

の改善とともに、債券市場の発行価格と取引政策は市場資金の需給関係を適正に反映できるようになった²²。市場参加者による利率動向の判断が市場に反映できるので、債券市場は全ての金融商品の金利決定基準になってきた。

第二、債券市場は金融システムの効率性を改善できるので、他の金融市場の発展も促進できる。近年の金融市場の特徴は金融派生商品（financial derivatives）の発展がであるが、この発展も債券市場の金利を基礎にしている。金融市場では金融派生商品を通じて、リスクを回避することが出来るようになった。その資金が通貨市場に向うことで、通貨市場の発展も推進できるのである²³。このように債券市場を通じて形成された、異なる期限の資金調達コストが金融派生商品市場の価格設定の参考基準となり、新たな金融市場の展開が進められることになったのである。

第三、債券市場の発展によって各金融市場間の不均衡の均衡化が進められた。1990年代初頭、上海、深圳証券取引所が開業して、株式市場が債券市場よりも急速に速く発展してきた。しかし、1990年代末、インターバンク債券市場が発展するにつれて、これまでの株式市場が債券市場よりも重視される傾向が大きく変化し始めた。2012年末、債券による資金調達総額が資金調達・融資総額の15%占める、社会全体の資金調達・融資の主要な手段になった。大量の資金が債券市場を通じて各企業に流れ、中国の基礎施設の建設に役立てられた。中国経済の持続的な発展に向けて、債券市場は個人投資家、年金基金、保険会社に豊富な投資方法を提供し、それを通じて各金融市場の間が資金面で連携されている。もし発達した債券市場がなければ、投資家は貯金と少量の株式投資以外では、物的資産を選択する可能性が高い。そうすると社会資金供給が減少し、このことは経済力の強化に不利に働くことになろう。年金基金、保険会社などの機関投資家に対して、発達した債券市場は長期的な金融商品を提供し、機関投資家の運用需要に対応できるのである。

第四、中国債券市場は各金融機関が資産構成を調整する上で、流動性管理の重要な投資市場になった。これについて、暨南大学曹鴻涛教授は以下のように主張する。1997年に

²²馮 光華 『中国債券市場発展研究』中国金融出版社、2007年、54ページ

²³同上。

金融機関が債券市場に参入した誘因は流動性管理の必要性からであった。それまで債券市場は金融機関が資金を運用し債券を長期に保有する魅力に乏しい市場であった。しかし債券市場の資金運用機能が高まるとともに、中長期債券の発行量が増加し、商業銀行と保険会社を中心に、金融機関は大量の債券を購入し始めた²⁴。それによって債券市場は金融機関が資産管理を行う重要な市場となったのである。商業銀行の債券資産の増加は与信の比率が減少する中で、資産の質を改善するのに役立った。現在、中国工商銀行、中国農業銀行などの大手商業銀行の債券資産は総資産の20%-30%を占め、資産構成は大きく改善されることになったのである。

以上で強調されているように、債券市場の発展が金融市場の発展を促進したが、それは債券市場が金融機関にとって資産流動性の管理市場としての機能を発揮できたからであった。

4 システム・リスク減少論

システム・リスク減少論とは債券市場の発展によって銀行システムのシステム・リスクを減少できると主張する見解である。中国人民銀行の前副総裁吳晓灵はこの点について次のように述べた。債券市場が十分な機能を果たせなければ、銀行部門に過重な負担が集中してしまう。そうすると銀行の与信規模は限度を超えて拡大してしまう。しかも情報の非対称性によって、銀行は短期貸付を選好する傾向が強いので、中・長期の銀行貸付を要請する企業のニーズには応えにくく、企業の側の資産と負債の期間構成にマッチできないことになろう²⁵。

金融市場は経済環境の変化に大きく左右される。特にアジア金融危機のような事態では金融システムの弱点が一気に明らかになった。アジア金融危機以前、アジア各国の企業の資金調達の源泉は主に銀行と株式市場であった。債券の発行による資金調達の割合は相当

²⁴曹 鴻涛 *Structure-conduct-performance of Chinese interbank bond market (Chinese Edition)* 経済科学出版社、2006年2月。

²⁵吳 晓灵『中国金融改革開放大事記』中国金融出版社、1988年8月出版。

小さく、このような資金調達構成では金融システムは銀行家の判断力と株式投資家の強気な自信の影響を受けやすい。そのため危機的な問題が勃発する迄市場の調整機能は働かない。アジア金融危機の暴発はアジア債券市場が未発達であったことと密接な関係がある。債券市場の発展につれて、銀行貸付の比率が減少し企業の資金調達源泉も多様化して企業の資産と負債の期間構成もマッチするようになるので、金融のシステム・リスクも次第に減少していくのである。

債券市場の発展はそれによって企業からの銀行への借入要請が減少しシステム・リスクが減少してきたことに意義がある。そのため、銀行では企業債の保有と企業への貸付が連結されてリスク管理がされている。しかし、もし銀行が大量の企業債を長期に保有し続けていれば、このシステム・リスクの問題はまだ大きな課題として存在していることであろう。

以上が中国の経済専門家が中国債券市場に対して考察した見解である。ここでは更に専門家の重要な論点を整理しておこう。というのは、中国の債券市場の急速な発展にはまだ解決すべき問題があるからである。その最大の問題は法制度の未整備である。法律制度は本来債券市場を規範的に機能させる保証システムである。だが残念ながら現在、中国債券市場の法律システムは不備が多く、具体的に以下の四つの問題が指摘されている。

第一、債券市場の規範に対する法律の欠如である。馮光華 は以下の問題を挙げている。それによれば、債券の発行、登記、預託、取引、決済等の債券市場の基本業務遂行に関わるアーキテクチャーを構築する事が必要で、その内容に即した原則と規範を制定しなければならない。債券市場の法律システムは不備で、特に債券の登記預託の法律リスクは高いのである²⁶。

第二、債券市場についての現在の法律は債券市場の発展に対応できないものになっている。曹鴻濤はこれについて次のように指摘する。中国の『担保法』は債券市場の発展に適応出来るものではなく、債券取引契約を守る側の權益を保護出来ていない。先進国では、

²⁶馮 光華 『中国債券市場發展研究』中国金融出版社、2007年。

ギャランティーは契約違反が発生した際に、金融担保品を売り出して、債務を差し引きできる。しかし、中国の『担保法』は金融担保品についての規定がなく、金融担保品と普通の担保が同じ方法で処理されるしかないのである²⁷。

第三、企業倒産に関する法律の不備問題である。そのため債券保有者の利益を保護できないのである。首都経済貿易大学教授李新は次のように説明する。債券市場の信用リスクは取引相手が適時に債務を決算できないリスクである。中国で、倒産条件についての規定は企業法人が適時に債券を償還できない時点で倒産申し込みができる、そのため債券の償還期限前の倒産で債券保有者はその損失を保護されないのである。企業破産による債券所有者の利益保護の不備は、債券市場の発展特に債券市場の国際化に向けて阻害要因となるであろう。

第四、偽装情報の公表、証券詐欺などの違法行為に対する法律の不備は大きな問題となってきた。曹鴻涛はその点について次のように言及する。先進国では偽装情報の公表、証券詐欺などの違法行為についての法律は整備されているが、中国ではこの法律の不備のため、違法行為のコストが低くて、偽装情報証券詐欺などの違法行為は多くなってきている。これなども債券市場の国際基準からは大きく乖離する問題で解決が急がれる課題である。

以上の検討から明らかなように、市場経済で法律制度を構築するのは重要な政策課題である。今後、債券市場が健全に発展するために法律を基礎とした国際基準の制度を設計することが重要なのである。

²⁷曹 鴻涛 *Structure-conduct-performance of Chinese interbank bond market (Chinese Edition)* 経済科学出版社、2006年2月。

第二章 中国債券市場の歩みと特徴

第一節 1949年—1979年における中国債券市場

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。新しい国の設立に当たって、如何に崩壊した経済を振興するかに直面することになった。当時、中国では統一的な税収制度が出来ていなかったため、政府の財政収入はほとんどなかった。また、国内戦争が続いている中、軍隊の維持費が必要となり、財政支出の規模は巨大であった。そのため、中国政府は債券の発行を開始した。1949年12月2日に、政府は中央人民政府の第四回会議で「人民勝利換算公債の発行決定」の議案を承認し、1950年に、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出発点となった。

「1950年第一回人民勝利換算公債条例」によって、第一回の公債発行総額は1億元とされ、各地域の人口数、政治経済状況に基づいて、購買数量の計画が発表された。人民勝利換算公債の特徴は、数種類の実物の時価を債券募集と元金返済時の計算単位として発行したことである。当時の社会経済は深刻なインフレに陥っていたので、公債購買者の利益保護、及びインフレの影響を極力抑制するために、「実物換算」の形式で公債が発行されたのである。公債の募集と返済単位は「分」であった。上海市、天津市、漢口市、西安市、広州市、重慶市の地域における米3キログラム、小麦粉0.75キログラム、白い目がつんだ木綿地1.33メートルと石炭8キログラムの卸値が加重平均法で計算された。この平均時価は債券額面金額の一分になった²⁸。平均時価は10日ごとに一回に公表された。

1950年から1953年にかけて、中国の経済振興を目的に、1953年から「第一回5カ年

²⁸高堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年 15ページ。

計画」²⁹が始まった。当時、建設規模の拡大とともに、政府に資金を大規模に集中する必要も差し迫っていた。「全民所有性企業」³⁰の基本建設投資額は588.47億元に上ったが、そのうち、国家財政が531.18億元を負担し、それは総額の90.3%を占めるものであった。だがその資金を負担するには財政の資金源は明らかに不足していた。その原因は当時の経済規模がまだ小さかったためである。そこで国債を発行して、資金を集めることが急務となった。幸い当時、国民感情に強い愛国心の盛り上がりがあったので、国債を発行して財政支出を補充することは可能だった。

1953年12月9日に、政府は第29回会議において、「1954年国家経済建設公債条例」を公表した後、「1955年国家経済建設公債条例」、「1956年国家経済建設公債条例」、「1957年国家経済建設公債条例」と「1958年国家経済建設公債条例」を矢継ぎ早に公表した。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35.45億元になった。人民勝利公債と国家経済建設公債の発行は国民経済の復興と第一回五カ年計画の実施に重要な役割を与えたのである。

1958年以後、大躍進が3年続いていたが、3年にわたって自然災害に見舞われたため、ようやく復興し始めた経済は崩壊してしまった。再度の復興のため、資金の需要量は以前より大きくなった。しかし、当時の中国では、左翼の政治意識が高まり、債券発行は停止された。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になった³¹。

改革開放前、中国で1950年から1958年までの間に国債市場が出現したが、市場としては全く未整備であった。というのは当時、国債市場に発行市場はあったが流通市場が形成されていなかったからである。しかも当時の国債発行は行政方法で発行されたので、発行市場も市場機能を持つものではなかったのである。

²⁹五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る。第一回五カ年計画は1953年から1957年までである。

³⁰国有企業の中で、全民所有性企業と集団所有性企業に分かれている。

³¹高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、153ページ。

第二節 改革開放以後の債券市場

1 債券発行量の増加

1979年まで、中国は計画経済時代であったので、政府は物価を固定させるために、商品の購買券を利用せざるを得なかった。こうして、当時の価格は安定し、インフレーションの発生は存在しなかった。

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。中国では農村家庭責任制度の推進、建設規模の拡大、農産物の価格の上昇、農民収入の増加に伴って、原材料の価格も急騰し、企業の利潤は低下した。当時、中国で、「企業基金制度」と「利潤滞留」³²制度への移行を実施したため、財政収入が不足し、赤字となった。政府は中国人民銀行から借り越しをしたので、中国人民銀行が貨幣を増発させた。

インフレーションを避けるために、中国国務院は1981年1月16日に「中華人民共和国国庫券条例」を公表し、1981年から国庫券³³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48.66億元の国債を発行した。当時主な購買者は企業及び国家機構であり、個人の購買は相対的に少なかった。国債発行の再開は財政赤字を埋める役割を果たし、これによって経済発展も促進された。

国債発行を再開した際に、企業が経営規模を拡大し、資金需要量が大きくなったことから社債の発行が開始された。中国において社債発行は債券市場の発展において大きな意義を持つものであった。

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「企業債券管理暫行条例」（企業債券管理暫定条例）を発表し、社債の発行管理について法律の条件を示した。1988年9月に、国家計画委員会が中国国内の債券発行計画を立てる権限を持つことが決定された。1990年4月に、国家計画委員会と人民銀行は共同で

³² 利潤滞留、企業基金制度は中国が計画経済から、市場経済へ移行した際に、企業の利潤分配制度を変更したもので、それまでの1949年—1978にわたって企業利潤は全額国家に上納していた。

³³ 国庫券は当時の中国で、国債の呼び方である。

「关于企业债券额度审批制度及管理办法」(企業債総額審査制度と管理方法)を公表した。社債の発行規模はそれ以降拡大し、種類も増加した。このようにして国家投資債券、国家投資社債、中央社債、地方社債、地方投資社債、住宅建設債券など、多様な証券種類が生まれたのである。

1993年8月に、当時の市場秩序を調整するために、「企業債券管理条例」が公表され、社債発行の条件と資金運用制限が公表された。1995年に、「国民経済と社会発展の『九五』計画および『2010年目標の意見』が公表され、150億元(最終130億元になった)の社債発行計画が立てられた。これによって社債の発行量は次第に増大することになったのである。

社債の発行に伴い、金融債の発行も増加した。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、これが中国初の海外での金融債発行となった。1985年に、中国工商銀行、中国農業銀行は国内で人民元金融債の発行を再開した。更に1991年—1992年に、中国建設銀行と中国工商銀行は共同で160億元の国家投資債券を発行した。

1993年に、中国投資銀行³⁴は中国国内で、住民に対して5000万ドルの変動金利外貨金融債を発行したが、期限は1年であり、当時国内のドル預金比率に比べて1%高かった。1994年に、三つの政策銀行が設立され、同年4月、国家開発銀行は割り当て方式で、債券を発行した。これが政策性金融債の第一号である。

2 債券取引市場の形成

中国の債券取引市場は1980年代中期に形成された。発行市場と比べて、これまで流通市場の形成は未整備であった。債券流通市場の発展は、大きく、三つの段階に分けられる。

I、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、国債を発行して以降、債券の取引需要が創出された。しかし、当時の中国で

³⁴ 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月に設立され、1998年12月11日に、国家開発銀行に合併された。

は、債券取引は禁止されていたので、国債の闇市場取引が盛んであった。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を取り扱い始めた。同年の9月6日に、中国工商银行系列の上海信託投資会社静安支店は人民銀行上海支店の許可を得て、証券売買の仲介業務を営み始めた。その後、債券の売買市場が相次いで発展し、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社は社債の譲渡業務を展開していた。

1987年1月に、中国人民銀行上海支店は「証券店頭取引規定」を公表し、認定された金融機関で債券の店頭取引が展開できることが明確にされた。1988年初、中国は7つの都市で国債取引を試みた。当時財政部門と銀行は証券会社と国債取引所を設立し、債券の取引を展開した。同年6月に、財政部は地域で国債流通を試みた。こうして、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年から、取引できる債券の種類は増加し、1990年、流通市場で取引している国債の種類は10種になった。と同時に、国債の発行から取引までの時間も短縮された。1990年4月に、財政部は定期的に仲介機関の債券譲渡情報を公開し、債券取引の動向を投資家に提示していた。1990年12月に、上海証券取引所が設立された。そこでは、債券の実物を預託することに基づいて、記帳式債券取引が行われ、取引所の場内市場も形成された。同時に、証券取引自動価格オファースystem (STAQ)³⁵が設立された。これによって、国債の地方間取引が大幅に推進された³⁶。しかし、当時の主な債券取引方法はまだ店頭市場での実物債券取引に限定されていた。

1991年に、政府債券の流動性を増強するために、財政部と人民銀行は3月から、共同して、国債の流通市場を全国で拡大した。1991年に、北京市、武漢市、上海市、天津市などの大都市で国債レポ取引市場も次第に形成されてきた。

II、場内市場が債券取引市場の主体として発展していた段階（1992年—2000年）
上海と深圳取引所が設立された際に、債券取引はほとんど店頭取引であった。しかし、当

³⁵STAQは Securities Trading Automated Quotations System の略である。

³⁶高 堅『中国債券』経済科学出版、1999年 32 ページ

時、全国的な統一国債信託と預託決済システムが完備されていなかったため、取引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相当に少なかった。

1993年に、国債先物は上海取引所で始まった。同年、上海取引所で国債レポ業務が展開され、取引所で国債現物、先物、国債レポの取引ができるようになったことで、取引所の取引量は増加した。上海証券取引所の債券取引業務が展開されたのを受けて、深圳証券取引所で1994年に、債券取引業務が開始された。1994年11月1日に発行された「深塩田」は深圳取引所で最初に上場された社債であった。

武漢証券取引センター、STAQシステムでの国債取引の残高は少なかった。実際の量とオファーした国債の量が合わないで、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したのである。

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てきた。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。取引所が債券取引の唯一の合法的な取引市場となった。

債券取引は証券市場で展開されたが、国債取引のリスク管理が不十分なため、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。そのため「327」国債先物事件³⁷が発生していた際に、国家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、債券レポを通じ、資金を集めて、株式市場に投入する方法も広くおこなわれた。1997年6月に、人民銀行は「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。商業銀行に対して、上海、深圳証券取引所からの規定が提示された。それ以降各商業銀行は中央国債登録決済有限責任会社に預けた債券を

³⁷ 「327」国債先物事件の327とは1992年に発行した3年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を取引していた。万国証券会社は327先物を空売りして、巨額な損失を受けた。

全国インターバンク取引センターのシステムを通じてのみ、債券レポ取引を行うことが出来ることになった。こうして1997年6月16日に、政府主導の全国インターバンク債券市場が形成されることになったのである。

10年ほどの発展を経て、インターバンク市場が中国債券市場の主体になった。インターバンク債券市場の発行量、預託量と取引量総額は中国債券市場の97%³⁸を占めるまでになったのである。

Ⅲ、インターバンク債券市場が主体として発展した段階（2001年—現在）

改革開放から、インターバンク債券市場が設立した時期にかけて、まだ債券知識が不足していたこともあり、中国債券市場の発展は緩慢であった。2000年以後、債券市場のモデルが決定され、それとともに中国債券市場は急速な発展を見せるようになった。

インターバンク債券市場が設立された際に、中国人民銀行は国際的な市場での動向を参考し、インターバンク債券市場でのOTC市場の位置づけを明確した。90年代末、インターバンク債券市場が設立された際には、債券種類が単一で、投資家はOTC取引の形式に精通していなかったため、インターバンク市場で取引された債券量は少なかった。中国債券市場取引量のわずか2%しか占めていなかったのである。

中国人民銀行が推進したことで、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、信託量を超えるまでになった。2002年に、個人投資家からはより便利な国債購買方法が求められたことにより、中国人民銀行と財政部は商業銀行店頭取引の開始に踏み切ることにした。商業銀行による新たな債券取引業務の展開である。

こうして2004年以後、中国の資本市場の発展速度が早くなり、債券市場も飛躍的な発展を遂げるようになった。

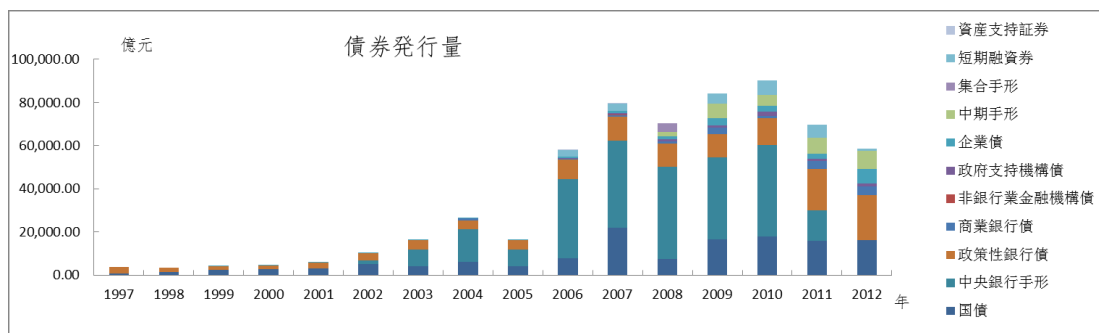
この時期の債券市場の特徴を見ると、1997年以前の債券市場と比べて、まず、債券の種類は増加してきた事があげられる。1997年以前、中国債券市場では、債券種類が国債

³⁸数字は中国債券情報ネットによる。

と企業債しかなかった。2003年に、中央銀行は「中央銀行手形」を公開市場操作の方法として、発行した。2005年以来、中国債券市場の商品の種類が増え、豊富になった。金融機関に劣後債、混合資本債と一般金融債の発行が認められた³⁹。そして、資本の証券化も推進された。そのなかで金融機関の混合資本債、劣後債と資産担保証券の発行によって、国有商業銀行の近代化の手段となり株式制への転換に向けて大きな意義を持つものとなった。他方、金融債の発行は企業の直接的な資金調達手段を増加させることで、中国の資金調達構造を大きく変化させることになった。また、このような構造変化の中で、会社信用債券市場も着実に推進されることになったのである。

それに伴い中国債券市場の債券発行量、預託量、取引量は、この時期に飛躍的に増大した。1997年に、中国の債券発行量は4456.71億元であったが、2010年に、債券市場の発行量は9.35兆元になった。これは歴史的にもな最高水準となった(図表1)。債券取引量は1997年の0.32兆元から2012年の63.64兆元になった(図表2)。債券の預託残高は1997年0.48兆元から2012年の25兆元にもなった(図表3)⁴⁰。

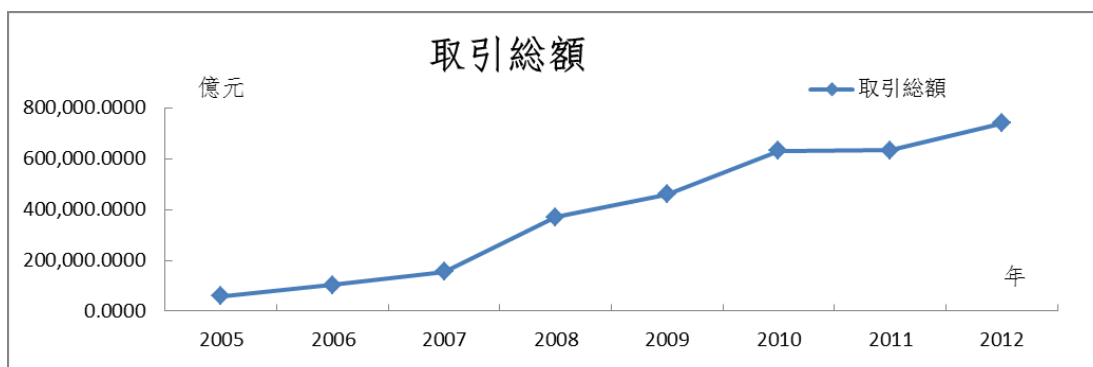
図表1 1997年—2012年債券発行量



³⁹高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年 420ページ

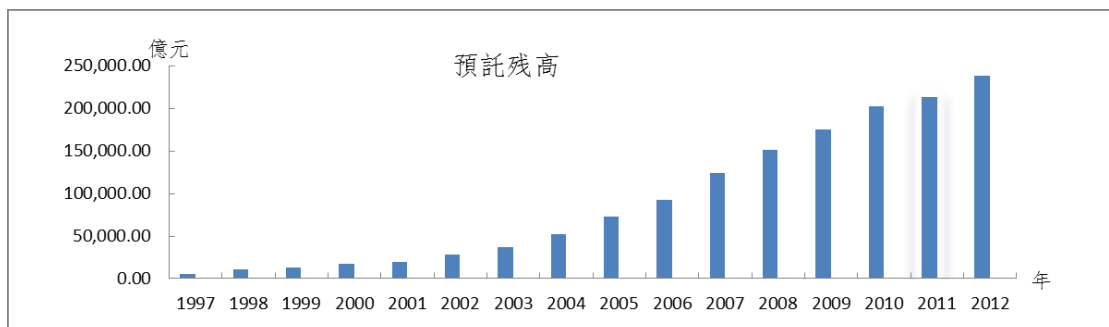
⁴⁰数字は中国債券情報ネットによって統計られた。

図表 2 1997年－2012年インターバンク債券市場の取引量



出所：中国債券情報ネット <http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html> のデータより作成 (2012年)

図表 3 インターバンク債券市場における債券の預託残高



出所：中国債券情報ネットより作成

中国債券市場の発展過程で、債券市場の参加者が増加し、インターバンク債券市場を見ると、最初の発行者は財政部、政策銀行のみであったが、現在、国有商業銀行、股份制商業銀行、証券会社、非金融企業、国際開発機構など、さまざまな金融機関がインターバンク債券市場で、債券を発行している。債券市場の投資家の種類も増加してきた。銀行業などの金融機関のほか、ファンド、財務会社、保険会社などの非金融機関、企業年金、信託などの非法人機関投資家も債券市場に参入した、2012年末、インターバンク

債券市場の参加者数は最初の 16 の商業銀行から、9000 社以上になった⁴¹。

債券市場の急速的な発展とともに、中国債券市場の経済的な役割は増加した。

第一、債券市場は資本市場の重要な構成部分であるが、政府、金融機関と企業の資金調達市場になった。1997 年－2012 年に、債券市場で各債券の累積発行量は 53.58 兆円で、国債の発行量は 13.20 兆元になった⁴²。政府の積極的な財政政策に対して、債券市場は膨大な資金量を供給した。政策性金融債の発行量は 7.00 兆元となり、これが政策性銀行の主たる資金調達手段である。2004 年以降、商業銀行が発行した金融債券は 1.21 兆元で、これによって商業銀行の付属資本を補充した。

第二、債券市場は貨幣市場の重要な構成部分となり、それとともに債券市場は中央銀行の貨幣政策の重要な操作対象になった。1998 年に、中国人民銀行は商業銀行の貸出しに対する量的規制を停止した。それに代えて、インターバンク債券市場で人民元の公開市場操作を開始し、ベース・マネー（the base money；基礎貨幣量）を調整する方法を採用した人民銀行は 2003 年以降、人民銀行手形の発行を開始し、2012 年末には、その累積が 27.5 兆元に達した⁴³。中央銀行はインターバンク債券市場で公開市場操作を通じて、基礎貨幣量を調節でき、市場金利も調節できるので、インターバンク債券市場がマクロ経済の価格調節に重要な役割を果しているのである。

第三、債券市場は金融機関が投資と資産管理を行う場所になった。2012 年末に、インターバンク債券市場の債券預託量は全債券預託量の 96.15% を占めている、2012 年に、インターバンク債券市場の取引量は全債券取引量の 84.3% を占めている。

第四、インターバンク債券市場は市場利率決定の重要な形成メカニズムになった。1997 年に、インターバンク債券市場が設立された際には、債券レボ金利は取引の売り手と買い手が共同で決定する方法が採られていた。だが、1998 年に、国家開発銀行がインターバンク債券市場で公開買い付けを行い、政策金融債を発行した時には金利の市場化とし

⁴¹数字は中国インターバンク取引商協会のホームページによる。

⁴²数字は中国債券情報ネットより作成。

⁴³数字は中国債券情報ネットより作成。

てプライマリー・マーケットでの市場金利の決定メカニズムが実現していた⁴⁴。1999年に、国債も公開買い付けの形式を通じた発行が開始された。現在、インターバンク債券市場の七日レポ金利は重要な貨幣市場基準気配になり、国債イールド・カーブは他の債券発行の参考金利になっている。企業短期融資券の収益率は分かれているので、それぞれ違うリスクによって企業の資金調達コストを決定することが市場より求められた。こうしてインターバンク債券市場の市場金利決定メカニズムが中国の金利市場化の改革にとって重要な役割を果たしたのである。

第三節 中国債券市場発展の特徴

中国債券市場の発展には三つの著しい特徴があるが、第一は債券市場の発展が政府によって主導されてきたことである。第二は政府信用債券が重要な地位を占めているという点である。第三は発展方式がますます国際化されつつあるということである。

1 政府主導の市場管理から市場監視への転換

中国債券市場の発展は他の先進資本主義国と比べて全く異なる歩みをしてきた。中国債券市場は自発的に発展してきたのではなく、政府主導の形式で発展を遂げてきた。この発展方法では、政府が債券市場制度の設計者であるため、政府が債券商品開発の推進者と債券市場の管理者の二つの役割を兼ね備えることになった。

中国債券市場の発展を遡ると、中国債券市場の発展における制度転換点には必ず、中国政府との密接な関係があった。

1980年代の後半、財政部は61の都市で国債の流通と譲渡を許可するとともに、国債の店頭取引を認可した。1995年に、債券店頭取引市場に問題が発生したので、政府は

⁴⁴高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、424ページ。

OTC 債券市場の取引を停止させた。1997年に、銀行資金が取引所債券レポに通じて、株式市場に流入したため、先にみたように政府は商業銀行を取引所から撤退させ、インターバンク債券市場を設立した⁴⁵。中国政府の主導によって、中国債券市場はインターバンク債券市場と取引債券市場、商業銀行店頭市場が共存している状態になった。債券市場の発展は一貫して政府主導によって推進され、いかえれば政府より許可された制度・設計の「枠組み」の中でのみ、行われてきたのである。その「枠組み」を発展させる一つとして商業銀行の近代化に向けた資産負債管理問題の解決があった。それに向けて、中国人民銀行は商業銀行金融債、資産担保証券を開発した。商業銀行が資本金を補充するために、劣後債、混合資本債を発行することも認められた。企業融資の方法を拡大するために、中国人民銀行、証券監督委員会、国家発展改革委員会は短期融資債、中期手形、中小企業集合債券を開発した。先進諸国、市場が主体として、商品の開発が進められてきたのに対して、中国債券市場では、政府が積極的に新規の債券を開発し導入することで市場を推進する主体となったのである。

中国債券市場の基礎施設となる近代的なシステムの構築も政府が主導する形で推進されてきた。中国債券市場の基軸となる取引システムと信託決済システムは民営企業によって構築されてなかった。このようなシステムは中央国有企業あるいは管理機関の下部企業によって構築されたのである。これら債券市場の基礎施設はすべて政府出資によって設立されたのである。またインターバンク債券市場で取引する債券は中国人民銀行によって指定された中国中央国債登録決済会社に集中して預けられて、決済される。債券入札も人民銀行債券発行システムを通じて行っている。インターバンク債券市場の取引、決済データはDVP（同時決済）⁴⁶システムを利用して処理される。債券発行、取引はすべて人民銀行によって行われているとあってよいのである。このように市場参加者は人民銀行によって構築されたシステムに立脚し、その枠内で、債券取引業務に参加してい

⁴⁵高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年 424ページ

⁴⁶証券取引のように、資金と証券双方の受け渡しを伴う双務契約型の取引においては、決済日当日における資金と証券の受け渡しが別々に行われると、一方の当事者が先渡しリスクを負う。このリスクを減らすためには、資金と証券の同時決済（DVP：delivery versus payment）が必要である。

る。いわば中央銀行管理下でのプログラムに即した債券市場の発展である。この管理された債券市場発展プログラムに基づいて設定された統一的な市場規則は市場でのリスク回避を促進し、システムの効率化を高めることを目的とするものであった。更に取り所の近代化を進めるための債券取引価格競争システム、登録預託決済システムは証券監督委員会の主導によって設立されることになったのである。

中国債券市場の発展は政府主導で行われ、この政府主導の発展モデルはこれまでである程度成功したといえる。これまで見てきたようにその成功要因として以下の三つが挙げられる。

I、中国人民銀行と債券市場の緊密化

中国債券市場が発展してきた過程での最大の特徴は、政府部門と債券市場の関係が緊密であった事であろう。特に中国人民銀行は現在においてもその主たる責務はインターバンク債券市場の管理機構として、貨幣政策を実施することと金融安定を維持することである。貨幣政策を実施するために、中国人民銀行はインターバンク債券市場で、中央銀行手形を発行し、債券を売買し、公開市場操作を行っている。このように中国人民銀行の基本業務は債券市場と密接な関係がある。またインターバンク債券市場を監督し、金融リスクの抑制を重視し、債券市場の貨幣政策を伝達する上で中国人民銀行は積極的な役割を果たしてきたのである。

II、発展過程の短縮化

中国債券市場は改革開放とともに発展してきた。政府部門は債券市場発展を主導するとともに、中国型の先進国の OTC 債券市場の操作経験を参考にして、発展規律を遵守し、中国の現実に即して、債券発展方式を推進してきた。つまり中国は市場経済の後発国であったので、取引制度の設計、取引システムの構築などの基本構造を他国の先進事例から効率的に導入することが出来た。これにより、中国の債券市場は経済発展の急速な展開に対応できる仕組みをごく短期の間に作り上げることが出来たのである。

III、管理機構の権限と政策の実効性

債券市場の発展を推進することは政府機構、主に金融監督機構と財政経済機構の責務

であった。このような機構は中国の金融機構の中で特別の権限を有している。この権限の活用は政策の実行に対して、非常に有効性を持つものである。例えば、債券市場の制度・設計と推進は長期的なプロジェクトであるが、民間の機関で推進することは容易ではない。管理権限を持つ金融監督機構と財政経済機構がその責務遂行と政策の実効性を高めるために、債券発行制度、取引流通制度、決済制度の整備や金融新商品の開発を進めてきた⁴⁷。このように、おのおのの債券市場の管理機構がその政策の実効性を高めるために市場の効率性向上に適合する制度の構築と整備を推進することで、市場機関の多様性を図ってきた。このことが債券市場に多額の資金を集中させる基盤整備となったのである。

以上のように、政府主導の上からの債券市場の育成は、中国型の発展モデルとして大きな意義を持つが、他方で新たな問題を生み出している。それが「政府の管理」下での市場自体の自律化傾向に合わせた政策転換である。現在、中国の債券市場は、市場の競争を活用した次のレベルの発展が求められる段階にあると見てよいであろう。つまり、いまや市場参加者が自律的に市場の活性化を促進するレベルにあるということである。

例えば、債券市場商品の新開発には市場参加者の積極性を生かすべきである。市場参加者が自身の特徴に合わせ、商品開発を奨励すれば、債券市場の発展を市場内部から促進することができると思われる。市場内部では、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。こうした基本的な方向性はこれまでの政府主導型モデルから、市場内部の活力を尊重する政府指導型モデルへの発展モデルの転換を促している。現在の政府の主要な役割は債券市場の発展方向を示し指導するとともに、その過程を監督して、システミック・リスクを避けることである⁴⁸。このように現実の具体的な課題は市場参加者が自身の条件と外部環境に従って、自由に解決方法を選択できる枠組みを認可すべきだと思われる。つまり政府主導の管理体制から監視体制への発展モデルの転換である。

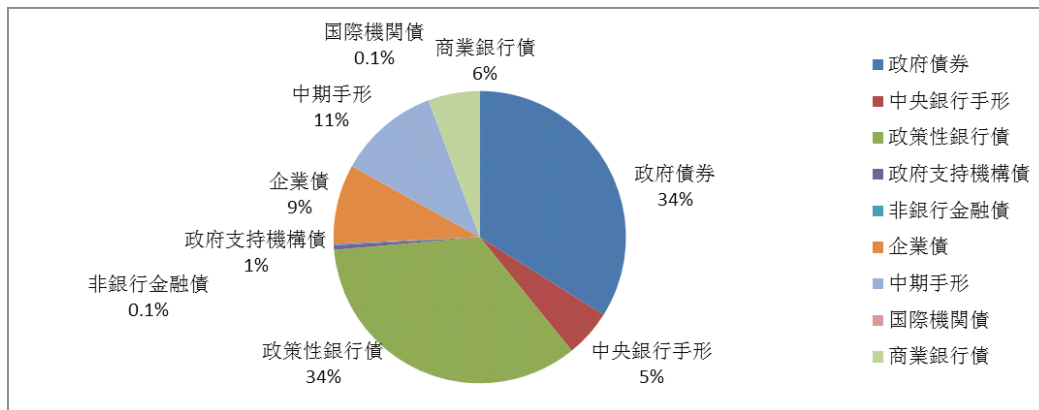
⁴⁷高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、51ページ。

⁴⁸高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、85ページ。

2 政府信用債券の意義と課題

中国債券市場の発展のもう一つの重要な特徴は、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。2012年12月末、中国債券残高は224,847.12億元で、このうち、政府債と政策性銀行債は151,865.39億元になった。各債券の中で特にこの二つ債券の比率は高い(図表4)。

図表4 インターバンク債券市場残高比率



出所：中国債券情報ネットのデータより作成（2012年）

中国経済の市場化が進展する中で、なぜこのように、政府信用債の比率が高いのか。それはまさに社会主義経済の市場化によって政府信用が多様化してきた過程を示すものであった。その意義は二つある。

①最初の債券としての政府信用債

中国債券市場は政府信用債の発行を契機として発展してきた。50年代、財政収支を均衡にし、インフレを解決し、物価を安定させるために、政府は「国家経済建設公債」の発行を開始した。1981年に、インフレの問題を解決するために、国務院は国庫券を発行した。債券流通市場の発展も80年半ばから開始された国債の流通を契機とするものであった。

国債に準じる債券として、1995年から、政策性銀行⁴⁹は政策性金融債の発行を開始し

⁴⁹1990年代前半に財政改革と金融改革が行われ、銀行セクターについては政策融資と商業融資の分離が図

た。この政策性金融債は国家信用で担保された債券である。政策性銀行は国家によって設立されたもので、政策性銀行については国家財政が最終的に財務責任を持っている。このため、政策性金融債は準政府信用債と呼ばれている。政策性金融業務は財政で債務を保証するもので、発行額は厳格に制限されていた。

また中央銀行手形というのは、中国の現在の体制の中では、政府信用債券である。中国で中央銀行の資本は国家によって出資されたが、中央銀行の財務収支も国家の予算に計上された⁵⁰。つまり中央銀行は国家機構なのであるから、中央銀行が発行した手形も政府信用債券の性質を持つ。中央銀行手形の発行目的は資金を集めることではなく、通貨政策を実施することにあつた。言い換えれば、中央銀行手形は通貨政策のための市場構築という政府による市場形成政策であつたのである。

このように政府信用債は社会主義的市場経済下で政府信用が国債、政策性金融債、中央銀行手形へと多様化する形で市場化され、総体として債券市場で圧倒的な位置を占めることになったのである。ここには、政府による管理体制を維持した形で、いかに社会主義的経済システムを市場システムに適合させてきたか、という社会主義的市場経済の発展過程の特色が色濃く反映されているといえよう。これが政府主導の市場経済を推進してきた債券市場に占める政府信用債の歴史的な意義なのである。

②市場経済と社債

では、債券市場で市場経済化の指標となる企業の発展はどう反映されるのか。それを示すのが本来は社債である。先進国で、社債は債券市場あるいは資本市場の主要な債券である。債券市場の中で、高い比率を占めている。中国の状況は全く異なる。中国債券市場の規模は急速的に拡大してきたにも関わらず、国債、中央銀行手形と政策性銀行金融債等の政府信用債券の規模は拡大し、非政府信用債券の規模は小さい。債券発行量から見ると、1997年—2007年、中国政府信用類債券（中央銀行手形を除いて）年度発行量

られた。この改革の結果、従来の国営銀行は国有商業銀行二転換し、政策金融は新たに設立された政策制銀行である中国開銀、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行の3行が担うことになった。関根栄一「拡大を続ける中国開銀の国際業務とガバナンスの展望」『季刊中国資本市場研究』、2010 Summer。

⁵⁰高 堅『中国債券資本市場』経済科学出版社、1991年、424ページ。

は全債券発行量の中で、75%以上の比率を占めてきた。2008年からこの状況が改善されてきたが、政府信用類債券の預託残高も高い比率を占めている。

国債は債券市場で、主な役割を果たしているが、中国の経済形態と密接な関連がある。長期間、計画経済を実施するため、国は国債を発行して、基礎建設に出資してきたが、市場経済への移行に伴い、債券市場も変化し、会社信用類債券が増加し、比率も上昇してきた。

とはいえこのことは本来の市場化にはまだほど遠い。実は中国で会社信用類債券を発行する金融機関と企業はほとんど国有大手企業であるが、起債の目的は国家の投資プロジェクトへの融資に転用されるので、政府信用による意味が大きいからである。社債市場の今後の発展と市場化のためには、社債が一種の政府信用から本来の企業信用に基づく債券へと移行し、その社債が債券市場での比率を高めることが必要となるだろう。

3 発展方式の国際化と課題

中国債券市場の一つの著しい特徴は、その独特の発展モデルと国際基準の準拠によるものが多い。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てきたことにあると見てよいであろう。

①債券市場と機関投資家

国際債券市場の一つの特徴は機関投資家が債券市場の主体である。アメリカ債券市場の中で、保険会社、ファンド、商業銀行などの機関投資家は90%の債券を保有しているが、個人投資家は債券ファンドと債券信託を購入することを通じて、間接的に債券市場に投資する。イギリスでは機関投資家が60%くらいの債券を保有している。次いで公共部門、外国投資家と商業銀行である。個人投資家は3.2%の債券しか持っていない。日本も同様に個人投資家は2%の債券しか持っていない⁵¹。

中国でも機関投資家は債券投資の主体である。インターバンク債券市場の投資家はす

⁵¹ 沈 炳熙、曹 媛媛 『中国債券市場：30年改革と発展』 北京大学出版社、2010年10月。

べて機関投資家であるが、機関投資家の種類も豊富で、投資家の種類は銀行業の金融機関、投資ファンド、財務会社と保険会社等非銀行金融機関と工商企業、証券投資ファンド、信託商品である。

②債券取引と OTC 市場

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）に分けられている。取引所市場は、オーダー・ドリブン⁵²で取引している場所であるが、OTC 市場は、クオート・ドリブン⁵³で取引を行っている。一般的に言えば、機関投資家の取引金額が多いので、OTC 市場で取引を完了できると、コストも低くて済む。それゆえ、先進国の債券取引の大半が大体 OTC 市場で行われている。他方、場内市場の役割は市場としての価格公表である。中国債券取引も OTC 市場で行われることで発展してきたのである。

③発行管理と規制緩和

中国債券市場が発展してきた当初、厳格な発行管理が行なわれていた。当時、債券の発行は厳格な審査を受けなければならない。たとえば、当時の国債発行は、発行量と残高は規定により定められたが、人民代表大会が国債発行量を審査した。企業債の発行も厳格な審査を受けなければならない。毎年、国家計画委員会（2003 年後国家発展改革委員会へ組織変更）は企業の需要を判断し、国務院に発行計画案を提出し、企業の財務状況を調査して、国務院の批准を経ることで、企業がはじめて債券を発行できる。2004 年以前では、一年間の企業債発行量は百億元に留まっていた。

近年、政府の管理理念が若干変更され、債券発行に対する管理は緩和されてきた。特に新商品については管理政策の緩和が明確になってきた。2005 年には、短期融資債券、いわゆる CP 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。この発行制度の緩和があって、発行管

⁵² 売りと買いの注文が直接対当して売買が成立する仕組みとなっており、注文によって値段が決定されていくことから「オーダー・ドリブン」と呼ばれる。

⁵³ マーケット・メーカーの提示する「売呼値・買呼値」によって売買が行われていくこと。

理方式が変更され、企業は債券アンダーライティング会社を選択して、発行の各事項を手配するようになった。この発行管理方式の変化は中国債券市場にとって、必要な改革であった。これによって債券市場は急ピッチで発展してきたのである。

規制緩和は市場化に必要なのだが、問題は債券の信用リスクである。そこでリスクを如何に軽減するかが課題になる。

情報開示と信用の格付けが市場化に必要な国際基準である。いうまでもなく情報開示制度は投資家にとって、早期に情報を参考にし、投資判断を決定する基準となるものである。ここで重要なのはすべての市場参加者に向けて、情報を開示することである。信用格付の役割は債券商品のリスクを評価することであるが、投資家は信用格付を利用して、債券の投資、定価などを判断しているのである。企業債、商業金融債、企業短期融資券、資産担保証券、中期手形の発行管理に対して、格付の重要性は高いである。異なる信用格付を持っている国債、政策性金融債、企業債のリスク・プレミアムはプライマリー・マーケットとセカンダリー・マーケットで表現される。同じ種類の債券は発行者の格付によって、発行価格が異なるのである。

中国は一方で債券発行管理を緩和したが、他方で厳格な市場規制を保持している。債券発行管理方法については、発行情報の開示、定期的な再開示、重大事件の臨時広告などについて、厳格な規制が定められている。ここに市場化と国際化に向けた課題が残っている。

④政府監督と自主管理による債券市場管理システムの変更

機関投資家は市場での高いリスク管理能力をもっている。アメリカ、イギリスなどの先進国と発展した新興国は自主管理組織を作った。例えば、アメリカの証券取引商協会、イギリスの国際資本市場協会、韓国の韓国証券取引商協会などの自主的な協会が挙げられる。これらの職業協会は常に厳格な規則を作って、協会会員の取引の公平性を監督し、違法行為に対して、処罰を与える。中国では2007年に、インターバンク市場取引商協会が設立され、インターバンク債券市場の取引商による自主管理が実現した。これが市場内部から政府管理を補充する重要な役割を担うことになった。

その他、中国債券市場も徐々に国際化に向けて市場を開放し、近年では、外国中央銀行が外国の人民幣決算業務を展開できる商業銀行と国外合格機関投資家（QFII）が中国債券市場で人民幣立ての債券を投資することが認可された⁵⁴。こうして中国債券市場は国際債券市場との連携を進めている。恐らくこの国際化が市場の近代化に向けた内部改革を促進することになるだろう。

こうした国際化の環境の下で、債券市場の内部改革の推進要因の一つはインターバンク債券市場での自主管理メカニズムの展開である。では、この市場改革は今後どのように具体化されることになるのであろうか。

インターバンク債券市場は、債券流通市場形成の展開と銀行改革との関連で形成されることになった。その過程を整理しておこう。

中国債券市場が形成された際に、特徴的なことは市場参加者が個人投資家であったことである。本来は市場の参加者となるべき主要な機関は計画経済に深く影響されていたので、金融市場についての知識が決定的に不足していた。殆どの銀行は国有銀行であり、まだ現代の企業制度が導入されていなかったため、市場推進の動力となることができなかった。そのため政府が市場を推進する役割を果たせざるを得なかったのである。こうしてここでは政府管理部門を主体として、債券市場制度の設計、市場規則の公表など主要な制度の構築が推進され、肝心の市場参加者は個人投資家主体で開始されることになったのである。市場の具体的な形成は国債の発行によって開始された。

1981年に、経済は急速に発展し、国債を発行して、建設資金を集めることが必要となった。政府は国庫券を発行し、債券流通への需要が拡大した。しかし、当時の政策によって、国債取引が禁止されたので、闇市での債券取引が盛んに行われた。実物券が無記名なので、店頭取引には最適である。そのため、債券流通市場は店頭取引から発足する

⁵⁴海外の機関投資家の中国国内証券市場投資を規範するために、2002年12月1日、中国証券監督委員会と中国人民銀行は「合格境外機関投資家境内証券投資管理法」を公表した。国外合格機関投資家はこの管理法の条件を、中国証券監督委員会から中国証券市場の投資可能を許可られて、国家為替管理局から額の獲得しみの外国ファンド管理機関、保険会社、証券会社などの資産管理機関である。

ことになったのである⁵⁵。

1988年から国債の取引が開始されるとともに、債券市場が本格的に形成される。だが、1995年8月に、店頭債券取引が停止されて、債券取引所へ編入されることでそれ以後、所内で取引されることになった。店頭取引から取引所取引への移行である。

実は、債券店頭取引が発展してきた後、実物券の受け渡しには債券を運ぶことが必要であるので、リスクもコストも高くなり、国債仲介機関は債券預託業務を展開した。というのも当時、代理保管証明書の形式によって、空取引が行なわれていたため、政府は店頭取引を閉鎖した。政府は証書式国債を発行し、預託機関によって債券を預託することを解決策として採用したのである。しかし、当時の取引所市場は巨額な債券の発行取引を引き受けず、国債の発行規模も大きくないので、取引市場の弱点が表面化することはなかった。

だが、市場の発展と共に、取引所債券市場の欠点が次第に明らかになってきた。この市場規模の狭隘さは金融政策の幅を大きく制限することになった。1996年に、人民銀行は債券の公開市場操作を実施したが、取引所債券市場の容量の制限のため、取引量は100億元しかなかった。そのため、1997年に、公開市場操作業務は停止された。そのうえ、取引所の債券取引方式は国債市場の大規模発展を妨げたので、1997年に、取引市場でリスクが顕在化して以降、商業銀行は取引所から撤退して、市場の需要を満たすために新しい市場を設立した。こうして、インターバンク債券市場が設立されたのである。

他方、80年代末から90年代にかけて、中国では、新しい企業が出現してきたが、資金不足の問題を解決するために、株式を発行し、資金を集めることが認可され、株式市場が形成された。これ以降、株式市場が株式会社の発展を支え社会主義的市場の拡大を牽引することになった。90年代後半には、企業が自主経営権を受けて、経営規模が拡大され、流動資金を補充するための市場の拡大が図られた。

1994年には、金融体制改革が進行し、政策性金融と商業銀行が区分されて、三つの政

⁵⁵沈 炳熙、曹 媛媛『中国債券市場：30年改革と発展』 北京大学出版社、2010年10月4ページ。

策性銀行が設立された。1995年に、政策性銀行との区分に基づいては国家開発銀行が四大国有銀行向けに債券を発行できることが推進された。1998年に、国家開発銀行は市場化の方式で債券を発行したので、政策性金融債が大規模な債券になったのである。これが債券市場拡大の大きな契機になった。

この商業金融機関の債券発行は商業銀行の改革と密接な関係がある。2003年末、国有銀行の改革が開始され、これに伴って中国銀行、建設銀行の株式改革が進められることになった。国有銀行資産規模が拡大したので、中国銀行と建設銀行の自己資本比率は低下することになり、上場価格に影響を与えることになった。そこで資本金を補充するために、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会は劣後債の発行を認めたのである。

以上みてきた銀行主導のインターバンク債券市場の形成と発展、株式市場と株式会社の発展、金融改革と商業銀行の近代化。この相互の関連の中で債券市場は政府信用に基づく債券の多様化を進め、政府管理下で市場を拡大してきたのである。そして注意すべきことは、かつて市場形成の外部に位置していた商業銀行がこの三つの連環の中心的な役割を果たすまでに大きな変貌を遂げてきたことが明らかであろう。債券市場もまた市場拡大の基軸は、銀行によるインターバンク市場の拡大なのである。

本稿ではこの観点を踏まえ、このような市場拡大に適合する市場管理の在り方を検討したい。

中国債券市場の発展は市場管理の緩和及び市場運営の規範と関係があるが、市場の管理と規範は政府によって決められる。中国金融市場システムはこのように経済発展に適応し、発展してきた過程の問題を点検して、債券市場の発展にも寄与してきたのである。特に近年発展の兆しを見せつつあるコマーシャルペーパー、MTN等の社債市場は、企業の資金調達手段の多様化と効率化、及び市場銘柄の多様化等に効果をもたらすものとして、今後持続的に発展拡大していくことが期待されている。また海外投資家による市場アクセスも、市場参加者の多様化や流動性の改善の効果をもたらすため、将来的な市場

開放へ向けた環境整備が段階的に着実に進むことが期待される⁵⁶。このことから中国債券市場の管理システムの改革が必要である。特に外国投資家に対しては、中国債券の投資に優良な法律と政策環境を構築しなければならない。というのも中国周辺の国が人民幣で貿易決算を行い、外国金融機関と投資家は相当的な量の人民幣資金を持っているので中国での債券投資に強い需要があるからである。勿論そのためには政府の最終決定が必要であり、政府管理の市場発展にどの程度まで市場の弾力性を認め、それに対応した監視システムへの移行が図れるか、が問われているのである。それによって更なる社会主義的市場経済の発展が望めるであろう。

第三章 中国債券市場の構成と課題

債券市場の発展は三十年を経て比較的市場経済にふさわしい構成へと展開を遂げてきた。政府主導の発展と政府管理の市場ではあるが、そこには銀行の発展に支えられた市場展開の特徴がみられる。この観点から、市場機能、市場参加者、商品構成を中心に債券市場の課題を探ることにしたい。

第一節 中国債券市場の組織

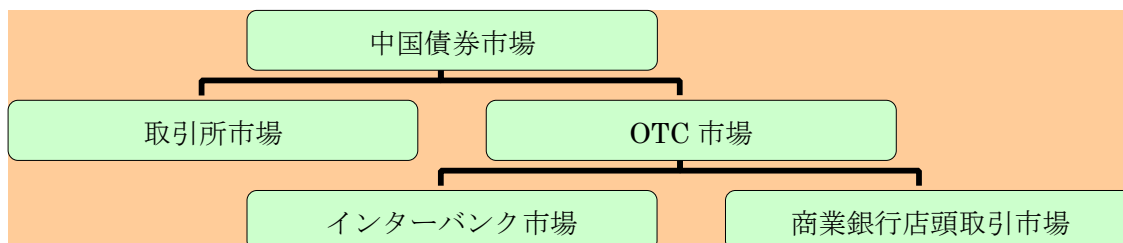
債券市場は発行市場（一級市場）取引市場（二級市場）で構成される。債券の発行はアンダーライティングを通じて行われ、取引市場は、債券二級市場あるいは取引流通市場の組織とよばれる。

すでにみてきたように、中国で1988年に、国債の流通、譲渡の試行が行われたことで、債券取引市場は本格的に発展してきた。そして次第に現在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ことが形成されてきたのである。中

⁵⁶広瀬 健「第5章債券市場」『図説中国の証券市場 2011年版』日本証券経済研究所、2011年3月。

国債券市場の組織形態は図表 5 のように表示できる。

図表 5 中国債券市場の組織形態



中国債券市場は取引所市場と OTC 市場に区分されるが、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。

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った。現在、中国証券登記決算有限責任会社が取引所債券市場の登録、信託、決算業務を展開している。

1990 年代前半期、上海証券取引所と深圳取引所が設立されてから、取引所で債券取引が開始された。取引所は中国の主要な債券取引の場所になったのである。1997 年から、取引所市場債券レポの制度欠陥のため⁵⁷取引リスクは増加した。そのため、インターバンク債券市場が設立されて、債券取引の主な場所はインターバンク市場に移行された。2003 年-2004 年、取引所債券レポのリスク事件が発覚し、多くの機関投資家⁵⁸が取引市場から撤退したので、取引市場で、主な参加者は個人と中小投資家になった。証券会社、保険会社、信託投資会社、証券投資基金などの機関投資家による取引所での取引量比率は大

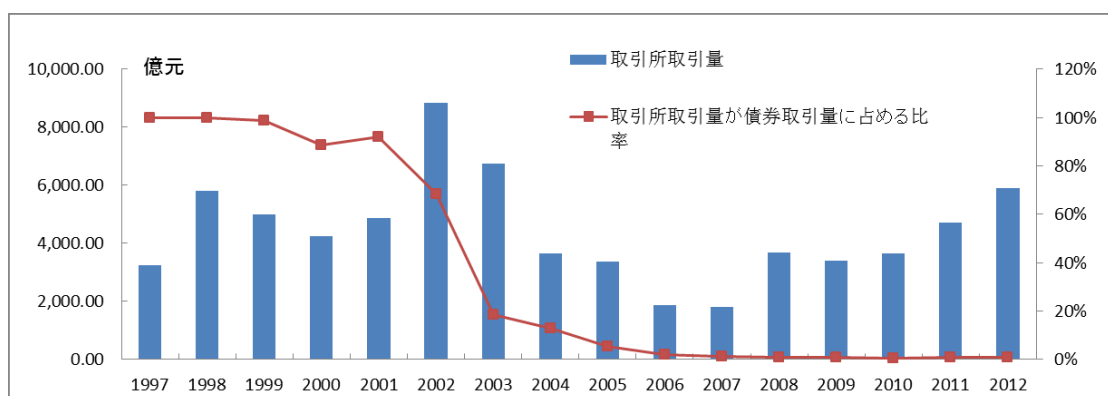
⁵⁷ 1997 年、銀行はレポ取引を通じて、資金を集めて、株式市場に投入して、株式市場が過熱された。

⁵⁸ 機関投資家の定義は多様であるが、ここでは一般的に比較的長期の資金を受け入れて、これを資本市場や貸付市場で運用する金融機関を総称して呼ぶことにしたい。

幅に減少した。

2004年以前、取引所債券市場で取引している債券種類は国債と社債しかなかった。取引方法も現物取引とレポしかなかった。2005年9月、企業証券化商品の“連通収益計画”が提出され、2007年7月、取引所の固定収益電子システムが設立された。取引所は顧客を保有するために、さまざまな改革を試みたが、取引量の減少をおし止めることはできなかった。1997年取引所取引量は債券市場の98.1%を占めた。2012年末になって、取引所の預託残高は1.00兆元となり、預託総額の3.8%を占めるにとどまった。債券取引量は3649億円で、取引量総額の0.57%になった、1997年の99%と比べて、大幅に下げることになったのである（図表6）。

図表6 中国取引所市場の取引量



① 取引所債券市場の取引方式

取引所債券市場の伝統的な取引方式はオーダー・ドリブンである、時間優先、価格優先の原則で、取引システムを通じて投資家の購買指令をマッチングして、取引を行っている。上海、深圳証券取引が伝統的なオーダー・ドリブン⁵⁹方式を運用している。取引所の固定収益電子取引システムが機関投資家者向けに、金額が多い取引にサービスを提供している。

② 取引所債券市場の信託決済

⁵⁹オーダー・ドリブンとは証券市場は「価格優先の原則」と「時間優先の原則」によって売買契約が締結されています。

中国証券登録決済会社は取引所債券市場の債券登録、信託と決済のサービスを提供している。上海証券取引所で取引している債券が中国証券登録決済会社上海支店によって、登録、決済されている。深圳証券取引所で取引している債券が中国証券登録決済会社深圳支店によって、登録、決済されている。

中国証券登録決済会社が集中登録、二級預託と集中グロス決済制度を採用している。取引の双方の共同的な取引相手として、中国証券登録決済会社は債券の受け渡しに対して担保責任を持っている。

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はすべての機関投資家である、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%以上占めている。

この市場の特質は銀行との関係で生み出されてきた。その特徴点を以下四点あげることしよう。

① 機関投資家向け債券市場

インターバンク債券市場で、投資家はすべての機関投資家で、2009年末、インターバンク債券市場の投資家は8000に上り、この中で、銀行は100行、証券会社60社、保険会社は91社、非銀行金融機関は121社である⁶⁰。残りの機関は商工企業と非法人機関である。このように機関投資家は金融革新と市場の発展によって幅広く多様化してきている。

② 債券種類の多様化

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、すべての債券種類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している債券は国債、中央銀行手形、金融債（政策金融債、普通金融債、劣後債、混合資本債）、社債（企業債、会社債券、短期融資債、中期手形）、資産担保証券、国際機関債券である。この債券の種

⁶⁰数字は中国債券情報ネットより作成。

類の多様性が大きな投資への誘因力となっている。

③ 取引参加者の機能区分

インターバンク債券市場で取引している参加者は三種類に分けられる。第一種類はマーケット・メーカーで、債券のフロアー・ブローカー、債券のアンダーライティングと決済代理業務を行うことができる。第二種類は、第三種類の金融機関による代理決済を通じて、債券取引をする中小金融機関と非金融機関である。第一種類と第二種類の金融機関はインターバンク市場で、値決め能力とリスク選別能力が強い。第三種類の金融機関と非金融機関の役割は、インターバンク債券市場資金と社会資金の交換をすること、そしてそれを通じてインターバンク債券市場を拡大させることである。

④ OTC 市場の特徴。

債券取引の買い手と売り手は固定収益システムに通じて、取引を指図できるし、ファックスと電話を通じて、価格を問い合わせ、取引を決めることもできる。債券価格の変動はあまり大きくなく、投機性も低いので、売買頻度は株式市場のようには高くない。そして、債券取引の収益率は低いので、取引費用に対して、敏感である。そして大量売買取引を通じて、一口の取引費用率を減少できる。以上の原因で、今の債券取引はほとんど OTC 市場で取引価額の問い合わせを行い、取引所で「集中競価」の方式によって小額、標準化の商品取引を行っている。世界でも多数の債券取引は OTC 市場で行なわれ、それは債券市場取引量の 90%以上を示している。

世界の市場経験から見ると、OTC 債券市場の取引システムは分散化している。ディーラーはブローカーより提供された電子システムを使用して取引している。だが中国インターバンク債券市場の取引システムは相当に集中化している。それは市場が形成された際に、中国為替取引センターの電子システムを利用し、全国的な統一の取引システムが作られたからである。現在、インターバンク債券市場の 1400 くらいの参加者は為替取引センター取引システムの会員で、非会員はほとんど代理決済でインターバンク市場での取引をしている。

このインターバンク債券市場には以下の三つの取引方式がある

①為替取引センターの取引

取引市場参加者は為替取引センターの取引システムを通じて、他の参加者に向けて、オファーして、参加者はオファーされた価格を見て、電話と MSN で価格を協議して、一致すれば、取引情報をシステムに登録して、成約がされる⁶¹。これがインターバンク債券市場の主要な取引である。

②貨幣ブローカーの匿名取引

この取引方法では、市場参加者は要求情報を貨幣ブローカーに転送し、貨幣ブローカーは市場参加者の代理として、理想な価格を探し、成約すると、ブローカーは取引両方に成約通知書を転送して、取引情報を交換する。

③マーケット・メーカーのクリック成約

マーケット・メーカーは為替取引センターの電子取引システムで価格を公表して、市場参加者は価格を受け取ると、この価格をクリックして、成約することができる。

3 商業銀行店頭取引

商業銀行の店頭取引も債券市場の場外市場である。中小投資家と個人投資家に向け、国債の取引、決済、信託を行っている。

図表7 店頭取引の銀行の営業の場所数

店頭取引業務を営んでいる銀行	営業の場所数
中国工商銀行	10259
中国農業銀行	11027
中国銀行	840
中国建設銀行	12572
招商銀行	624
北京銀行	133

⁶¹沈 炳熙、曹 媛媛 『中国債券市場：30年改革と発展』 北京大学出版社、2010、209 ページ。

民生銀行	429
南京銀行	65

資料：中国債券情報ネットより作成（但し2010年2月まで）

商業銀行の店頭取引は最初2002年に開始された。個人と企業の国債購買の方法を増加させることで、国債の発行を保証するために、2004年4月に、人民銀行は「商業銀行店頭証書式国債取引管理方法」を発表して、6月に、国务院の批准を待って、工商银行、農業銀行、中国銀行、建設銀行四つの商業銀行が北京と上海で証書式国債の店頭取引試営業を開始した。2007年11月に、人民銀行と財政部は商業銀行店頭取引を推進するために、店頭取引市場の証書式国債の種類を増加させ、民生銀行、北京銀行、南京銀行と招商銀行の店頭取引業務引き受けを批准した。現在、店頭取引業務引き受けている銀行の数は8行になった。

店頭取引は次第に発展し、2008年末に、銀行店頭取引業務は北京と上海から全国へと広がり、営業の場所数は2002年末の2000ぐらいから2010年2月の35949までに増えた。

国債取引の銘柄数は豊富になって、店頭取引の証書式国債銘柄数は2002年末の2つから、2009年12月の153⁶²に変わった。発行期限は1年、3年、7年、10年がある。商業銀行店頭取引預託量は2002年の26.8億元から2010年12月の1,716.87億元になった。インターバンク債券市場と商業銀行店頭取引市場の性質はすべてOTC市場であるが、インターバンク債券市場の参加者は機関投資家で、店頭取引市場の参加者は個人と中小機関投資家である。身分証明書を持っている個人と法人機関は商業銀行店頭で債券取引できる。銀行と債券預託協議にサインして、記帳式債券を売買できるのである。

商業銀行店頭取引市場の特徴は以下の四つである。

①預託は集中し統一されている。商業銀行店頭取引はこれ以前には各地に取引センターとして中心債券店頭取引店があったのに、現在、集中的に中央登録決済会社で預託されている。

⁶² この数字は中国債券情報網の統計による。

② オファー価格の表示。銀行は各支店で国債オファー価格を掛けている。営業日開始前と営業日中価格を変更する時、営業支店にマーケット情報を伝達する。

③ 預託方式には二つの級がある。中央国債登録決済会社は一級預託機関である。商業銀行は二級預託機関で、各級預託機関は各自の信託口座を管理している。投資家が持っている債券残高は二級預託口座に記載された金額で表示されている。中国債券登録会社はこの残高を勘定して、二級預託口座の正確性を確認しなければならない⁶³。商業銀行と中央国債登録決済会社が店頭取引システムで二級預託口座の安全性を維持している。中央国債登録決済会社の簿記システムが自動的に債券の発行量と預託口座の均衡を維持している。商業銀行は必ず自営債券と代理債券の口座を厳格的に分割している。

④ 取引相手は商業銀行である。取引所債券市場で、投資家は「集中的な価格競争」の方式で取引されている。銀行店頭債券取引中、投資家は銀行と取引しているが、投資家と投資家は相互に取引することはできない。

現在、銀行店頭債券市場で国債しか取引できない、他の債券は取引できない。この原因のためこの市場の取引量が少ないのである。

第二節 中国債券市場の主要な参加者

中国で、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、工商企業を含んでいる。債券市場で参加する個人投資家の中にも、さまざまな違いがある。債券市場の参加者をどのように認識するかは債券市場の構成と健全な発展の在り方に対して重要な影響を与えることになる。その主体の推移と変化をみることにしたい。

中国債券市場の参加者は貨幣ブローカー、投資ファンド、マーケット・メーカーを行う証券業者、銀行、非銀行金融機関、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である。以下、各参加者について詳述する。

⁶³周 氷 「中国インターバンク債券市場のマーケット・メーカー制度」『山西财经大学』、2006年第一期。

1 機関投資家

機関投資家は中国債券市場の主たる参加主体である。この機関投資家の中には、金融機関、銀行、証券会社、保険会社、信託会社、財務会社などが含まれる。非法人機関投資家の社会保険ファンド、証券ファンド、年金ファンドなどの基金がある。機関投資家の中で、金融機関は重要な市場主体であり、中国の重要な商業銀行、証券会社、保険会社は債券市場の最も活躍している参加者である、特にインターバンク債券市場で、債券のマーケット・メーカーと決済代理人の役割を果たしている。これについて説明しておこう。

第一マーケット・メーカーの担当

マーケット・メーカーを行う証券業者は債券市場で、売買価格を他の投資家に間断なく伝達し、他の投資家の価格を受け取れば、そこで取引が成立する。マーケット・メーカーを行う証券業者は債券市場で信用と評価が高い金融機関に委ねられる。インターバンク債券市場では、マーケット・メーカーを行う証券業者が中心的な地位を占めている。1999年、中国インターバンク市場にマーケット・メーカー制度が導入された。いくつかの大手商業銀行はマーケット・メーカーを行う証券業者として、ビットとアースクトプライスを知らせることから始まった。2000年に、中国人民銀行は「全国インターバンク市場債券取引管理方法」を公表した。これによって、金融機関は人民銀行の批准を受けて、債券市場でオファーすることができる。2001年3月に、中国人民銀行は「インターバンク債券市場のオファー業務を規定し推進することに関する通知」を公表して、マーケット・メーカー証券業者になる条件とマーケット・メーカー証券業者の権利義務を明確にした。2001年7月25日、人民銀行は「商業銀行がインターバンク債券市場でオファー業務の展開を認可する通知」によって、工商銀行などの9行のインターバンク債券市場マーケット・メーカー証券業者資格を認可した⁶⁴。こうしてマーケット・メーカー制度は正式的に導入された。2002年に、人民銀行は「最大オファー価格差と最小オファー金額を調整する通知」、「中国人民銀行によるオファー商融資業務操作規則」を公表し、

⁶⁴沈 炳熙、曹 媛媛 『中国債券市場：30年改革と発展』北京大学出版社、2010年、173ページ。

マーケット・メーカー制度を明確にした。2004年7月22日に、人民銀行は「招商銀行などの6行の金融機関をインターバンク債券市場でマーケット・メーカー証券業者を認可する通知」を公表して、マーケット・メーカーの数量は15機関に拡大した。そして“取引双方による価格オファー”の名称を“マーケット・メーカーを行う証券業者“に変更した。2007年1月に、中国人民銀行は「マーケット・メーカー制度管理規定」を公表し、マーケット・メーカーの標準を低くして、マーケット・メーカー業務を営む要件を緩和した。現在、インターバンク債券市場でマーケット・メーカーは25機関になった。

第二債券決済代理人の担当

債券決済代理人というのは市場参加者が委託されて、債券取引、決済等業務を展開している預金金融機関である。1998年に、いくつかの商業銀行は決済代理人の業務を試したが、2000年に、人民銀行は決済代理業務のメカニズムを明確にした。非金融機関法人は債券市場の決済代理人として取引できる。金融機関法人は直接債券市場の参加者と取引できれば、決済代理人を通じて、債券取引をすることもできる。取引成立後、決済代理人は委託人の指定に基づいて、委託人の債券を決算することが必要である。現在、インターバンク債券市場で債券決済代理人を担当する金融機関は45行である。

第三貨幣ブローカーの担当

貨幣ブローカーは金融市場でブローカー業務を展開し、金融商品の取引に情報を提供して、取引を促進する機関である。ブローカーの存在は市場の流動性を改善し、取引コストを減らし、市場の公平を維持することに役立っている。ブローカーが生まれる以前では、市場参加者は取引をする時、オファーをする必要があり、効率は悪かった。ブローカーが形成された後で、大量の取引情報が集中され、ブローカーは情報を選別して、適正な価格オファーが選別されたので、金融機関のコストも減少した。

ブローカーを通じて、匿名取引もできるので、市場参加者が本当の身分を隠しておきたい要求が満たせることになった。そうすると、市場地位の不平等がもたらすマイナスの影響を取り除くことができる。

2006年7月、人民銀行は「貨幣ブローカー会社がインターバンク債券市場に参入する

事項についての中国人民銀行通知」を公表して、インターバンク市場のブローカー制度を制定した。同時に、上海国利貨幣ブローカー有限会社、上海国債貨幣ブローカー有限会社と平安利順貨幣会社ブローカー資格が批准された。

第四店頭取引商の担当

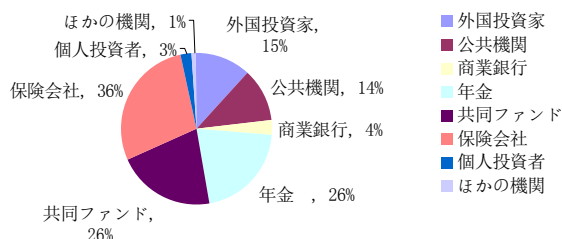
店頭取引商は自分の営業・サービスネットワークを通じて、債券ビットとアースクトプライスを掛け、投資家と取引して、投資家に対して、債券信託と決済業務を展開している。2002年6月から、工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行は証書式国債店頭取引業務を展開し始めた。8社の店頭取引商は債券取引業務を営んでいる。そして同時に、マーケット・メーカーの役割を果たしている。

中国の各種類の基金は債券の参加者として、積極的な役割を果たす。現在、中国の基金は証券基金、企業年金、産業基金、養老基金などを含んで、4兆元ぐらいである。経済の発展につれて、基金の規模はますます大きくなっていくので、債券市場に対する役割も著しくなっている。OECDの調査によれば、共同基金、年金基金と保険会社を代表とする機関投資家が保有している債券資産が毎年15%増加してきた。1981年、OECD国家の機関投資家が3.2万億ドルの債券資産を持っている。同期GDPの38%を占めていたが、2004年にはこの数字が38兆ドルになって、GDPの132%を占めることになった。

機関投資家の数量が増えてきたが、種類も豊富になってきた。共同基金、年金基金、保険会社、商業銀行、証券会社などの金融機関を主体として、企業と他の資金運用をする機関投資家も債券投資家である。同じ投資家でも国が違えば債券市場で、役割も異なる。年金保険基金はアメリカ、イギリスで発達し、ドイツ、フランスで少ない。貯蓄率が高い日本では商業銀行が発達していることに注目しておきたい。

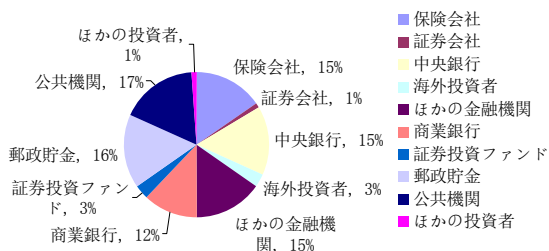
図表 8 イギリス債券市場投資家構成図

イギリス債券市場投資者構成



図表 9 日本国債市場投資者構成図

日本国債市場投資者構成



図表 8 および図表 9 を見ると、イギリス、日本の債券市場で、機関投資家によって保有される債券の比率が一番多く、個人投資家の債券投資量が少ない。イギリスでも、保険会社、年金ファンドと外国投資家が債券投資量の 36%、26%、15%を保有している。日本では、公共機関、郵政貯金、商業銀行が債券量の 17%、16%、12%を保有している。保険会社、年金ファンドなどの金融機関も国債の保有量が多い⁶⁵。

図表 8 および図表 9 を見ると、先進国の債券市場で、各種類の投資家の債券保有量が均

⁶⁵沈 炳熙、曹 媛媛 『中国債券市場：30 年改革と発展』北京大学出版社、2010 年、206 ページ。

等しているが、それは各投資家の発展が均衡していることを示している。そのため独占が避けられ、充分的な競争ができる環境にあるとあってよい。

金融機関の性質と効能によって、マーケット・メーカーやブローカーの責任が委ねられている。

2 個人投資家

個人投資家も中国債券市場の重要な主体である。個人投資家が債券市場に参加する方法は二つである。一、銀行店頭債券市場で直接債券を取引する（現在、ただ国債のみである）。二、証券会社に委託し、取引所債券市場で取引する決済代理人を通じて、インターバンク債券市場の取引に参加することである。

中国債券市場の形成と発展過程で、かつて、個人投資家は最も重要な参加者であった。1980年代初期、国債の発行が開始された時、国債の発行対象は工商企業と個人であった。社債（企業債市場）が発展した当初、個人投資家も主要な購買者であった。債券二級市場の形成とともに、個人投資家が債券市場に参加する割合は低下した。特に株式市場が発展して以降、個人投資家は株式市場に参入したのである。というのも、当時債券市場の債券の種類も豊富になり、複雑な数学知識と投資技術が必要となるため、普通の個人投資家にとっては、魅力に乏しい市場となったのである。その結果、債券市場での個人投資家が急激に低下したのである。

3 個人投資家から機関投資家への転換

中国債券市場の参加者の中心は市場の発展段階に応じて変化してきた。特に顕著な変化は個人投資家から機関投資家への市場主体の転換であろう。2004年以前、債券市場の参加者主体は個人投資家であったが、2004年以降、債券市場の主たる投資家は個人投資家から機関投資家へと大きく転換したのである。その転換過程の背景を見ておくことにしよう。

① 個人投資家主体の背景

建国初期に、公債、建設国債が発行されていた時、債券の購買者は個人であった。当時、経済復興のために、国債と公債を購買することは愛国の意味を表していた。個人が国債と公債を購買している時期には、企業や金融機関は資金不足のため、債券をあまり購買しなかった⁶⁶。これが原因となって、当時の市場理念では国債投資家はほとんど個人投資家であると言われてきたのである。1979年国債の発行が再開された時、国債は割り当て方式で発行されていた。そのため個人投資家に対して、国債を購買することが奨励されたのである。

② 個人投資家の投資ビヘイビアの変遷

1980年代中期以後、企業は建設資金を集めるために、債券を発行し始めた。その際企業債の利回りが銀行預金金利よりも高く設定されたので、個人投資家は企業債を有力な投資先として選好する様になった。しかし企業債を個人投資家に強く推奨したのは政府であった。そのきっかけとなったのは、証券会社による投機的な取引であった。証券会社は企業債の価格を上げるために、企業債を買い占めて値上がりを待って、投機的な取引をした。政府管理部門は証券会社が個人投資家に一定比率の企業債を販売しなければならないという政令を公表した。1990年代中期、株式市場の動きは予測しにくいので、投資家は債券への投資を選好したのである。ところが1990年代に債券償還ができなかった事件が発生し、このことが企業債の信用を失墜させ、それ以後投資家は高い信用力をもつ国債に投資したのである。

以上は個人投資家の債券市場での投資ビヘイビア変遷の基本構図である。

③ 債券知識の問題と機関投資家

以上の事情に加えて、中国にはもう一つの独特の背景があった。それは債券についての十分な知識が欠如していたことである。

中国は、市場経験に乏しく債券について科学的な分類がなされていなかった。他の先進資本主義国では債券の種類も多く政府債、金融債、社債の区別がされ、発行主体別に

⁶⁶沈 炳熙、曹 媛媛 『中国債券市場：30年改革と発展』北京大学出版社、2010年、55ページ。

詳細な分類がなされている。そこでは信用度やリスクに応じた分類も明確にされている。しかし、中国では、長い間、債券の種類別の区別が明確になされていなかったため、債券は一般的に信用度が高いということのみが流布されてきた。そのため債券投資は常に株式投資より安全という誤解も生まれた。個人投資家はこうした背景で債券市場の主体的役割を担ってきたのである。ところが実は、債券の価格変動の動きは株式のように激しくないが、それでもリスクは存在している。リスクというのは、債券発行者の債券償還ができない可能性である。債券取引をする過程で、市場リスクと操作リスクが存在しているが、それらのリスクによって投資家の利益が損なわれる可能性がある。そのため、その後これらのリスクが認識されてくると債券投資家の中心は個人投資家から次第に機関投資家へと移行せざるを得なくなった。というのも機関投資家は資金が豊富なので、専門家を雇用してリスクを選別する能力が、個人投資家よりはるかに強いからである。またリスク回避のために個人投資家は債券へ投資をする場合でも政府債のような高信用債券に安全に投資することのほうが合理的である。それに対して企業にとって債券市場は株式市場と並んで企業が資金を調達する重要な市場となってきたことから、債券市場の主体が企業債となってきた。これも機関投資家が市場の中心となってきた要因である。だが、それまでの長きにわたって、債券の分類とリスクの認識が十分でなく、その期間、急速に企業と機関投資家が台頭してくるまで個人投資家が債券市場の主たる投資家になっていたのである。

1990年代末までに、債券管理機構は投資家の区別をせず、機関投資家に注意を払わなかった。機関投資家を育てる契機となったのはインターバンク債券市場の設立である。

1997年、中国株式市場の発展がバブルになって、大量の資金が株式市場に流入した。商業銀行も取引債券市場でのレポ取引を通じて、証券会社から大量の株式を購入して、バブルを膨張させた。そのため、国務院は商業銀行を証券取引所から退出させることを決定した。

商業銀行は取引債券市場から退出したが、商業銀行の債券取引需要は減少しなかった。商業銀行にとって債券に投資することは資産の合理的な配分であり、流動性と収益性

の両面を保証する必要な手段である。商業銀行の需要を満足するために、中国人民銀行はインターバンク債券市場を構築した。この市場で、商業銀行は為替取引センターの取引システムを通じて、債券取引をしているのである。

インターバンク債券市場の設立が債券市場で機関投資家を育成する契機になった。

まず、機関投資家が個人投資家から分離された。これ以前は、店頭取引市場が主体で場外債券市場と取引所債券市場で、機関投資家と個人投資家は分離されていなかった。インターバンク債券市場では、機関投資家だけであって、個人投資家は参加していない。機関投資家が分離されたので、管理者は機関投資家に対して、政策を制定して、発展を推進している。マーケット・メーカー制度、決算代理人制度とブローカー制度はこの基礎の上で形成された。インターバンク債券市場が形成されたので、中央銀行は機関投資家の発展に対応して新たな政策を実施できる。例えば、1996年、人民銀行は公開市場操作の試験を行っていたが、1998年公開市場操作は貨幣政策の重要な方法になった⁶⁷。人民銀行は一級取引商制度を作った。一級取引商は債券市場の重要な機関投資家であるので、一級取引商を育てることは機関投資家の発展に大いに役立っているのである。

第三節 中国債券市場の金融商品

中国債券市場の商品種類は単一商品から複雑に多様化してきたが、量も豊富になった。この変化は中国の資金調達構成の変化とともに展開されてきた。これは中国債券市場において積極的に商品が開発されてきた結果といえよう。

1 中国債券市場の債券商品の概況

中国債券市場の債券商品には国債、中央銀行手形、金融債、企業債、短期融資券、中期手形、資産担保機関債券、国債開発機関債券、資産担保証券という種類がある。

⁶⁷周 氷「中国インターバンク債券市場のマーケット・メーカー制度」『山西財經大学』、2006年第一期。

政府債券は中央政府債券と地方政府債券に分けられる。他の債券と比べて、中央政府券（国債）の発行者は国家であり、極めて高い信用がある。中国国債の具体的な発行者は中国財政部であるが、主要な商品種類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ている。なお2006年6月末発行が開始された電子国債は「貯蓄国債」と呼ばれる。

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カ月から3年まであり、一年の短期中央銀行手形が主要な種類である。2003年に、公開市場操作の政策が増加し、その貨幣政策の有効性を増強するために、中央銀行はインターバンク債券市場で一級取引商に向け中央銀行手形を発行したのである。

中国金融債は発行者によって、政策性金融債、政府担保機関債、商業銀行金融債、および他の金融機関の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。1999年に、インターバンク債券市場で市場化発行方式の推進により、政策性金融債の規模はますます拡大してきた。政策性金融債の起債機関は国家開発銀行、中国輸出入銀行と農業発展銀行である。政策性銀行は市場化方式で債券を発行している。政策性銀行によって発行する金融債は政府担保機関債の一種類である。2010年8月から中央匯金会社⁶⁸によって発行された匯金債も政府担保機関債である。中央匯金会社は国家を代表して、国有金融資本を管理する準政府機関である。この会社は株式保有によって中国主要銀行と証券会社の株をコントロールしている。いわば国家による金融持株会社である。匯金債は必要な臨時資金需要を満たすために発行される。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、一般金融債の発行で商業銀行は運転資金の補充やあるいは流動性問題を解決することができる。一般金融債は商業銀行が市場性資金を得るために積極的に行う負債手段である。他の金融機関の金融債というのは、主に財務会社等非銀行の金融機関によって発行されるものである。こうして様々な金融機関の資金調達手段が開発され、その結果企業の発

⁶⁸中央匯金会社の歴史と役割については、第五章で説明する

展が支えられることになったのである。

会社信用類債券も発展してきた。中国債券市場の会社信用類債券には以下の三種類がある。

①企業債。 企業債の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。中国企業債市場は上世紀 80 年代初から発展してきたが、発行量は著しく増加してきた。国家発展改革委員会が企業債発行の審査・認可を行う。

②会社債。 会社債の発行主体は株式会社のみである。会社債は 2007 年に生まれたが、中国証券監督管理委員会が会社債の審査を行う。

③企業短期融資券と中期手形。 企業短期融資券は期限一年以下の証券である。1987 年に、短期融資券が出現したが、制度面の欠陥のため、償却危機が起こった。1997 年から発行が一時停止された。2005 年 5 月に、人民銀行は短期融資券の発行を再開した。中期手形 (medium term notes ,MTN) の期限は 3 年—10 年くらいの範囲である。2008 年に、インターバンク債券市場で中期手形が生まれた。

中国債券市場には少量的な資産担保証券と国際開発機関人民幣債券がある。資産担保証券は 2005 年に生まれた。厳格に言えば、これは一般的な債券ではない。特殊債券と認められる。国際開発機関というのは開発性投資を行っている金融機関である。国際開発機関は国内で人民幣債券を発行して、資金を集め、国内企業に対して、貸付をしている。現在、中国債券市場で起債していた機関は国際金融会社とアジア開発銀行である。

転換社債は債券投資家に一定の条件で債券発行企業の株に転換できる権利を与える社債である。即ち、転換社債を持っている投資家には二つの選択がある。債券を保持し、償却期限が来ると、元本と利息を獲得する。あるいは契約行使期間中に、株式に転換して、株式利益の配当を得ることである。

資産担保証券は資産を償還基礎として、固定収益証券を発行する証券である、償還基礎の資産は固定収益がある貸付資産あるいは他の資産である (現在、中国では、唯一貸付資産のみである)。この原因で、債券と同じな性質がある。2005 年から、中国で貸付資産証券化が開始され始めた。これは債券と認められている。現在、住宅担保証券など

何種類かの証券があるが、規模は小さく、総額が 800 億元しかない⁶⁹。

2 各種類債券の基本的特徴

中国債券市場の各種債券商品は各々独自の発展を遂げ種類、構成、期限が異なっている

① 政府信用債券の特徴

中国の政府信用債はその中に中央政府債券（国債）、中央銀行債を含めている。発行主体は財政部、地方政府と人民銀行であるが、地方政府債券の数量は少ない。

政府信用債の特徴は大規模、高比率、多種類である。2012 年末、国債、地方政府債、中央銀行債、中央銀行手形の総額は 9.42 兆円で、債券総額の 40%を占めている。中国債券市場の中で、比率が一番高い。政府信用債の種類も多い、国債といえば、一般国債、特別国債、固定利率国債、変動利率国債などがある。2009 年になって、発行した債券の中で、5 年以内の債券発行量は 48.8%を占め、5 年－10 年の債券発行量は 26.8%を占めている。同様に 10 年以上の債券発行量もは 24.4%を占めている⁷⁰。

政府信用債の信用格付は高い。国家信用を基礎として発行する債券であるので、リスクがないからである。

政府信用債は市場化方式で発行する。国債の発行方式は 80 年代の行政的割当方式から 1990 年代初めの引き受け販売方式に変えられた。1993 年、国債一級自営商制度がを設立した。1995 年から入札式による国債発行が主流となりつつある。2000 年国債引受団制度が設立され、市場化方式で国債が発行された。当面、すべての証書式国債と中央銀行手形が入札式で発行される。

政府信用債は流動性が高く、政府信用債の数量も多いうえ信用、安全性がともに高いので中央銀行公開市場操作と商業銀行流動性管理の対象債券になった。

② 金融債の特徴

⁶⁹数字は中国債券情報ネットより作成。

⁷⁰数字は中国債券情報ネットより作成。

中国の債券構成の中で、金融債は重要な組成部分である。2012 年末、債券の預託残高は 25 兆元、金融債の残高は 9 兆元で、36%を占めている。金融債の特徴は以下のようなものである。

(i) 第一、金融債の多数は政策性金融債である。中国金融債市場の中で、政策性金融債は最初に出現した、最大規模の債券である。2012 年末まで、政策金融債券の預託残高は 7.9 兆元で、金融債券総額の 87.7%を占めている。政策金融債券の発展が一番急速であったが、この局面の形成には三つの客観的な要因がある。1994 年 4 月から 11 月まで、国家開発銀行、輸出入銀行と農業発展銀行という三つの政策性銀行が相次いで設立された。政策性銀行は設立されたが、支店の開設がなく、預金業務も営んでいなかった。政策性銀行の資金源は中央銀行による貸付、中央財政の支出、金融市場からの資金調達であった。当時、中央財政は政策性銀行に少量の資本金を注入した。中央銀行の貸出しは臨時的な流動性しか提供できなかった。そこで重要なのは金融市場からの資金調達であった。最初、国家開発銀行は人民銀行の協力で、四大国有商業銀行に向けて、政策金融債を発行した。1998 年から、国家開発銀行はインターバンク債券市場で入札方式での発行を始めた。同年、輸入出銀行も市場で入札方式での金融債を発行した。2004 年、農業発展銀行も起債機関になった。現在も、政策金融の業務規模はやはり拡大し続けている。2012 年末、三つの政策性銀行の資産規模 11.3 兆元にも達した。これに対応する資金源は主に金融債券を発行する資金である。20 年の発展を経て、政策性金融債券の規模はいまや金融債券の主体へと急膨張することになったのである。

(ii) 金融債の高い格付。金融債の発行主体は金融機関である。中国で、金融機関の格付レベルも高い。現在、国家が政策銀行に対して、最後の担保者であるので、この国家担保のゆえに政策性金融債の格付けは免除された。ほかの金融機関は債券を発行すると、必ず格付けされるが、金融機関の格付けはほとんど AA 以上である。金融債の高い格付を形成した原因は一般の工商企業と比べて、金融機関の信用度が高いからである

だがこうした高い信用格付けの背後には問題とすべき信用格付け市場の不健全な慣行があった。格付け機関は業務拡大のため、標準を下げて高い信用格付けを行い、金融機

関も低い格付けを望まないため、実態とはかけ離れた格付けの評価が起こっていた。この格付け市場の歪みを是正するため、人民銀行は近年、格付市場の管理を強化し、職業自律規制とダブル格付規制を行い、この状況の改善を図ってきた。

(iii) 金融債の長期性。この特徴は金融債発行者である金融機関の資金の運用期限に由来する。現在、金融債を発行する政策性銀行では、農業発展銀行が短期貸出しも行うのに対して、他の政策性銀行は長期限の貸出しだけである。たとえば、国家開発銀行の貸出しは基礎建設項目と重点工程項目に出資するので、5年以上かかるため債券期限も5年以上である。

商業銀行の劣後債と混合資本債は資本を補充するために、発行される、一般には5年以上の期限がかかる。この中で、混合資本債は一般には10年を越える。普通金融債は実際大体3年以上である。原因は短期資金の預金吸収、インターバンク取引、債券レポ等方式で調節できるが、普通金融債の発行は負債の構成を調整し資産と対応している負債を獲得することであるから期限も長くなるのである。

(iv) 金融債の機関投資家間での流通。その理由は金融債が最初からインターバンク債券市場で発行されたので、金融債の所有者は完全に機関投資家で、インターバンク債券市場で取引されているからである。この金融債とインターバンク債券市場の監督機構は中国人民銀行であることがここでの特徴である。

③会社信用債市場の特徴。

会社信用債券は中国で急速に発展してきた債券である。2003年に、会社信用債は債券市場の3%を占める程度であったが、2012年末、会社信用債は債券市場の18%くらいを占めるまでになった。会社信用債の発展は中国の直接融資を拡大し、債券市場の金融商品を豊富にするものとなった。

中国の会社信用債の種類は豊富で、企業債、会社債、短期融資債、中期手形などがある。会社信用債は発展の歴史、発行企業、管理部門によって、資金の使途が異なり、各々の特徴も違う。

企業債は最初の会社信用債である。1985年に、瀋陽市不動産会社は5年期間の債券を

発行した。これによって企業債の発展が始まったのである。20年の間に、会社信用債は企業債しかなかった。企業債の審査は人民銀行が行う時代（1985年—1990年）、人民銀行と国家計画委員会が共同的に行う時代（1990年—1997年）、国家計画委員会⁷¹が審査する時代（1999年以後）に分けられる。2005年以前、企業債の発行は緩慢であったが、2005年以後、企業債の発展は加速した。2007年に、企業債の発行規模は1719億元になり、2010年に、企業債の発行規模は15381億元になった。企業債の募集目的の基本は建設資金である。資金の用途は確定されていて期限が長い。企業債の発行主体の中で、一部は政府融資プラットフォーム会社である。これはいわゆる、企業の名義ではあるが、実際の目的は地方政府投資というものである。

短期融資債は一年期限以下の企業信用債である。2005年中国人民銀行によって、短期融資債の再発行が開始された。短期融資債の資金用途には規定がない。これは原則的には、企業生産経営活動の短期資金需要を満たすもので、短期融資債の発行には記録制が採用され、発行審査は簡便になった。多くの企業はこの方式で資金調達をする、年発行量は5000億元くらいである。しかし、期限が一年以下であるので、長い期限の商品が要望された。2008年、中期ノートが登場したが、中期ノートの実質の効能は企業債と区別がない。2012年末、中期ノートの預託量は19742億元になった。中期ノートと短期融資券の発行量が増加しているので、企業債の比率は上昇したのである。

会社信用債には以下の三つの特徴がある。

第一、市場規模が順調に増加している。2004年以前、中国会社信用債というのは企業債しかなかったが、企業債の発行量は少なかった。2003年に、企業債の発行額は336億元であって、社会的資金調達・融資総額の1%しか占めてなかった。2004年以後、短期融資券、会社債、中期手形がの生まれるとともに、市場発行規模は増加した。2010年に、中国会社信用類債券の発行量は1.58兆元になった。(図表10)

⁷¹1998年3月に、国家計画委員会の名称は国家発展計画委員会に変更された。

図表 10 社会的資金調達・融資構成情報表

単位：億元

年	国債	企業債	金融債	転換債	中央銀行手形	短期融資券	資産支持証券	分離取引転換債	社債	中期手形	地方政府債
1997	2457	65	1935	0	0	0	0	0	0	0	0
1998	9069	135	2030	4	0	0	0	0	0	0	0
1999	4056	162	1751	15	0	0	0	0	0	0	0
2000	4420	105	1645	29	0	0	0	0	0	0	0
2001	4684	144	2625	0	0	0	0	0	0	0	0
2002	6061	325	3256	42	0	0	0	0	0	0	0
2003	9212	488	4525	186	7638	0	0	0	0	0	0
2004	7603	322	5128	209	15161	0	0	0	0	0	0
2005	8028	654	7126	0	27462	1453	78	0	0	0	0
2006	9850	1015	9575	44	36523	2920	164	99	0	0	0
2007	23599	1709	11919	106	40571	3349	178	189	112	0	0
2008	8615	2367	11785	77	42960	4339	302	633	288	1737	0
2009	16418	4252	13759	47	38240	4612	0	30	735	6913	2000
2010	17882	3627	14534	717	42350	6892	0	0	512	4971	2000
2011	16017	2485	22600		14140	5190				7269	2000
2012	16150	6491	24953			831				8453	2508

資料：中国人民銀行調査統計司

第二、会社信用債の発展は不均衡である。会社信用債券の規模は急速に発展してきた。各信用債の発展規模と速度は異なっている。発行量から見ると、短期融資券と中期手形

は近年、急速に発展してきた。

第三、債券の期限構成は各種の投資家の需要を満たすものとなった。会社信用債の期限構成には各自の特徴がある、短期融資券の発行期限は1年以下であり、企業債の発行期限は一般的に5年以上である。他方、中期手形の発行期限は大体5年以下である。

第四、信用格付の格差

会社信用債券市場の発展初期、中国会社信用債の発行者はほとんど優良企業であった。企業債の発行主体は中央企業である。短期融資券は最初すべてAAA級の企業である。市場の発展とともに、主体信用が変化し、AA、AおよびBBBの企業も出てきた。

② 資産担保証券の特徴

資産証券化というのは流動性には欠けるものの、安定的なキャッシュフローがある資産を金融市場で流通できるように資産担保証券として発行する活動である。資産証券化は金融機関の資産流動性を高めて、貸出しリスクを分散化する効用があるので、金融機関が資産負債の管理、信用リスクを制御し、金融資産効率を高める上で重要な役割を果たすのである⁷²。

中国では1990年代から資産証券化の模索が始められたが、実践されたのは2005年3月からである。2005年12月に、国家開発銀行と中国建設銀行は全国インターバンク市場で貸出し資産担保証券と個人住宅ローン担保証券を発行し、国内貸出し資産証券化市場の幕が切って落とされた。2006年に、国家開発銀行は第二弾の貸出し資産担保証券を発行し、発行規模は以前より大きくなった。二つの資産管理会社は資産証券化技術で不良債権を処理した。2007年4月に、最初に試みた経験を参考して、国務院は貸出し資産証券化を展開し、商品の種類は拡大されることになった。2008年に、証券化は自動車貸出しと商業銀行の不良債権処理へと進展したが投資家も株式商業銀行、都市商業銀行、信用組合、財務会社、外資銀行、証券投資ファンドなどに拡大した。2012年末には、既に800億元にも上る資産担保証券が発行されたのである。

⁷²沈 炳熙、曹 媛媛 『中国債券市場：30年改革と発展』 北京大学出版社、2010年、90ページ。

現在、中国債券市場で、資産担保証券には以下の特徴がある：

第一、まだ発行量が少なく、市場に対する影響が少ない。貸付資産担保証券の発行は総額限定の方式で発行されているので、発行量が少ない。2009年から2011年までの間、アメリカのサブプライム金融危機のような危機が起こるのを恐れて資産担保証券は拡大しなかったのである。

第二、リスクの選別がしにくく、流動性も低い。資産担保証券の信用格付は基礎資産の質量によって決定される。この基礎資産の質量は発行機関の信用格付と関係がなく、投資家は起債機関の格付からは資産担保証券の投資価値を判断できない。このことが資産担保証券の流動性に影響を及ぼすことになったのである。90%以上の資産担保証券は投資家によって、満期まで保有されているのである。

第四節 債券市場が直面する諸問題

中国債券市場の構成には以下の問題が存在している。市場組織からみると、店頭市場の規模が少なく、債券市場の統一度が低い。債券市場の参加主体からみると、機関投資家と個人投資家との比率がアンバランスである。債券商品からみると、政府と準政府信用債の比率が高過ぎて、会社信用債の比率が低いことである。これらの問題点は今後の債券市場の発展にとって克服すべき課題であろう。市場の発展のためには市場を構成する参加者の比率が適度にバランスしていることが参加者に過度の負担をかけることがなく、そこには社会全体の適正な経済発展が反映されるからである。

1 店頭取引種類の僅少問題

現在、店頭取引している債券の種類は少なく、そのため取引の幅も限定されてしまう。現在、商業銀行店頭取引の種類は電子システムで取り引きする国債である。全国8カ銀行だけこの国債の取引ができる。だがこの国債の発行量はかならずしも多くない。というのは、この国債の発行がインターバンク債券市場で、機関投資家向けに、入札募集するから

である。そして、貯蓄国債の利率は定期貯金の収益率と比べて低い。例えば、2007年に発行した3年期証書式国債の額面利率が3.53%であって、2007年第四期証拠式国債の利率が5.2%で、差が1.67%であるが、3年期定期預金利息が4.96%で、差が1.43%である⁷³。店頭取引を参加している投資家が中小投資家であるので、彼らは安定性よりも高収益率の商品を選択し、証書式国債の低収益性が市場での競争力に影響を及ぼすことになったのである。もう一つの原因は中国金融市場の発展とともに、ほかの種類の商品、株式や、ファンドなどの金融商品が出てきたが、投資家の選択肢が多くなり、債券の店頭取引への関心が低くなった事である。また商業銀行には店頭店頭取引業務を推進する動力が不足している。原因は以下のようにいくつかある。店頭取引の手数料は少なく、証書式国債業務の手数料は取引金額の1%であって、証書式国債の手数料が取引金額の7%であるが、店頭取引業務の売買差も小さい。商業銀行の格差収入が低いので、業務の展開が積極的になれないのである。

店頭債券市場の規模を拡大するためには、店頭業務を営む銀行数を拡大する必要がある。原則的に、すべての商業銀行はこの業務を展開できる。それゆえ銀行店頭で取引する債券の数量を増加する必要がある。原則的にいえば、特定の機関投資家向け債券以外の債券は店頭で取引できる。手数料を合理的な水準に調整する必要があるであろう。

2 債券市場の統一問題

全国で統一的な市場を形成することは市場の発展の見地から見ても非常に重要である。全国統一的な市場というのは市場の各構成部分は障碍がなく、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ぶことができる。今の中国で、債券市場の統一度はまだ低く、投資家と、債券が各取引場所間で転換することは相当に難しい現状にある。たとえば、商業銀行は自由に取引所債券市場に進入できなく、会社債はインターバンク債券市場で取引ら

⁷³数字は中国債券情報ネットより作成。

れなかった。というのも債券の質、信用の基礎などが違う上に投資対象の同じ性質、信用基礎、対象の投資家がある企業債、会社債、中期手形の発行に関し審査部門が異なるため、発行基準も異なっているからである。

債券市場の統一を推進するためには、まず、制度、規則の統一を中心に、債券の発行条件を統一すべきである。同類の投資家に向け発行する同類債券の発行条件、発行基準、情報公開規則は必須の要件である。

インターバンク債券市場と取引所市場の合理的な分業をベースに、取引主体、取引種類、資金等の自由な流動性と十分な競争を通じて、取引所市場と OTC 市場が連結されるべきである。

3 必要施設の不備

債券市場の発展にはそれに対応する基礎施設が必要である。しかし、長い間、中国は債券市場に対して、基礎となる必要施設の整備とシステム化を重視してこなかった。現在も債券市場の施設は充足されていないので、債券市場は健全に発展できない問題を抱えている。施設の不備の状況は以下の通りである。順次紹介しよう。

① 仲介機関に対する統一的標準の欠如

債券市場の健全な発展は信用格付け会社、引受会社、公認会計事務所、法律事務所などの仲介機関のサービスに依存している。各仲介機関が機能を果たし、互いに協力し、投資家に企業経営情報を開示して、市場リスクを理解させることができれば、債券市場の安定を維持することができる。

現在の仲介市場で、引受会社、公認会計士、弁護士に対して、規則と監督は明確に示されず、信用格付会社に対しても、統一的な規則と監督基準もなく、信用格付会社は市場シェアを重視し、自身の業務水準を高めることを無視して、受け取る手数料によって、格付を決めることが起こっている。これらが債券の合理的なプライシングと投資家の信用判断に悪影響を与えている。アメリカで起こった金融危機から見ても、信用格付会社

の自律性を信頼し過ぎると、巨大なリスクを抱えることが明らかであろう⁷⁴。

② 信用担保システムの不備

会社信用債券の発展が緩慢な原因は、市場化に必要な信用担保などの信用のランク付けの基準が欠落していて、合理的なリスク分担メカニズムの形成が困難なためである。この結果、会社信用債券規模は少なく、商品種類も少ない。国際的な市場の動向からみると、債券信用担保システムの役割が発揮されれば、信用リスクにしたがって債券のプライシングや取引も可能となる。そのため信用債券市場の発展が必要である。

信用担保が債券市場発展の役割を十分に発揮させるために、信用担保システムを改善すべきである。リスクを最小限に抑えた上、問題を解決することが出来れば、それが最善策と考えられる。

まず、会社の管理部門を明確にして、担保会社の監督を強化することが必要である。さらに、担保会社のコーポレート・ガバナンスを改善して、自身の実力を強化しなければならない。担保会社が積極的に各企業、特に中小企業と民営企業の債券発行に信用担保を提供することが奨励されるべきである。

一方、信用担保ファンドと担保機関を設立すべきである。「国务院事務局が金融推進経済発展についての若干意見」（国办発【2008】126号）の公表によって、中小企業の発展を支持するために、中小企業融資担保等政策を制定して、中小企業、民営企業などの債券市場での資金調達に対し信用担保を提供することが認められた。海外の経験を参考に、債券担保と格付け増級機関を設立することで、経営効率を高めることができる。さらに、中国債券市場の信用リスク担保と管理方法を定める。「国务院事務局による金融推進経済発展についての若干意見」によって、インターバンク債券市場で信用リスク管理方式の策定が認可されたことにより、リスクが分散されることになった。

4 債券市場の不均衡発展と会社信用類債券

⁷⁴高 堅『中国債券』経済科学出版社、1999年。

中国の債券市場は不均衡発展の問題を抱えている。政府信用債券のシェアは比較的高いが、会社信用類債券の発展は比較的遅かった。2010年に、会社信用債券（短期融資債、企業債、社債、中期手形）の発行量は16001.45億元であった。2010年に、債券市場発行総額の17%程度を占めている。2010年に、中国株式資金調達総額は9865億元であった⁷⁵。

① 企業債と会社債の発展モデルの欠点

国際的にみて多数の国はOTC市場で機関投資家に向け、企業債と会社債を発行している。しかし、中国では、企業債と会社債は諸外国とは異なる発展をしてきた。というのは投資家の選択志向や企業債の発展は国際市場と異なっているため、市場では個人投資家を含めて、社会公衆に向けに発行されてきた。そのため個人投資家に向け発行する比重を20%以上にする規定を定めたものの、個人投資家の債券商品への需要は少ないので、債券発行は難しくなった。そのことが企業債市場規模の拡大を妨げてきたのである。

次に、取引所の投資主体は個人と中小投資家向けの市場であるので、市場は小さく、会社債の規模が多くなれば、市場はその規模の拡大に耐えられないであろう。なぜ取引所を選ぶかの理由は最初、企業債の発行者と投資家は自由に取引場所を選択できなかったからである。企業債の発行と取引は関連性を持っていなかったため、市場は活発にならなかった。会社債の一部発行者とアンダーライティングはインターバンク市場で取引するニーズがあったにも係わらず、会社債の取引は取引所に限定されたため、会社債の発展は妨げられることになった。

② 行政管理が市場化に与えた影響

中国政府は企業債市場に対しての管理を行政管理の形式で行い、計画的分配で発行額を決定した。また、政府は行政によるプライシングと価格管理を行っている。それによって、企業債価格はリスク状況を反映することができなかった。他方、リスクを取らない管理手法が管理理念になっているため、発行に当たっては銀行担保に見合ったアンダーライティングへの転換が強制された。企業債は信用商品としての基本特徴を反映するこ

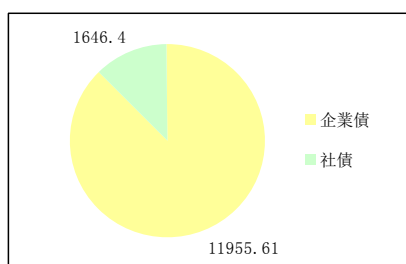
⁷⁵ Wind データベースによる。

とができなかったのである。債券市場で情報公開と信用格付けが行われなかったため、投資家の投資政策に必要な参考情報が提供できず、発行者に対しては信用格付けによる制限が出来なかった。政府管理に依存し、市場メカニズムを通じての市場管理とはならなかったのである。このため、企業債市場は長期的に市場機能が展開できる健全な、基礎構造を欠落することになり、代わって政府が最終的な信用リスクを引き受けることになった。企業債の審査プロセスは複雑化し、審査過程は不透明でもあった。企業は債券発行の認可を受ける期間中に、市場環境が大きく変化すると、起債のタイミングを失い、そのため企業債の発展に歯止めがかかることになったのである。

③ 監督部門間の不調整

会社債市場の発展は長期的観点から重視されなかったため、会社債市場発展に向けた制度・設計のタイミングを失った。1993年に制定した「会社法」は会社が会社債券を発行して、資金を集めることを認めた。但し、2007年から、会社債を発行し始めてから、三年の間、会社債の発行額は1000億元に留まった。

図表 11 2007年—2010年企業債と会社債の発行量（億元）



資料：中国債券情報ネットより作成

会社債の発行額が少なかったひとつの要因は審査部門が債券を取引所でしか流通できないことを規定し、他の債券市場で取引することを認可しないためであった。しかし、取引所内の投資家数が少なく、資金容量も少ないため、部門間の協力不足は更に会社信用類債券の発展に影響を与えたのである。

最近、会社信用債は順調に発展してきた、この速度を維持するために、機関投資家を会社信用債の発行対象に育成し、発行管理を緩和しなければならない。そのために発行

標準を統一すべきである。現状では公開発行の債券に対して、厳格な審査がなされているが特定の機関投資家に対して発行する信用債を管理機関に登録すれば、審査は省略される。この格差を是正し発行基準の統一化を図るべきなのである。

中国債券市場の健全な発展のために、以上述べた問題が解決されなければならない。特に市場の相互関連の促進管理の統一性問題は国家経済システム改革との連携で解決されるべき課題なのである。本稿の第三章でこの問題を取りあげている。技術面の問題、たとえば、市場の基礎施設の不備、店頭市場の数量が少ないなどの問題が短期的に解決されるべきである。逆に、新たな債券市場商品の開発が市場参加者の需要に従って、先進的な技術を駆使して、制度の拘束を打破しつつ試行されるべきである。当然こうした技術の問題、制度の問題と同時に、金融リスクも考えなければならない。たとえば、新しいバーゼル協議に合わせるために、商業銀行が債券を発行して、資本補充をし、必要時には債券金額を減少できる減記型資本債券を開発すべきだ。これは資本型債券種類の技術開発と密接に関わるものである。同時に法律も修正されなければならない。現在この改革が進行し、貸付資産証券化商品（EBS と ABS）も五年間試行されている⁷⁶。だが、まだ規模が小さく、流動性も低い。早急に発展するために非標準化問題を解決し、透明度が低い銀行理財商品を減少させ、銀行理財商品のリスクを回避できるようにすることが必要である。これはインターバンク債券市場の重要な仕事である。

⁷⁶馮 光華 『中国の債券市場発展の研究』中国金融出版社 2007年、91 ページ。

第二部 中国の銀行改革と債券市場

中国社会主義的経済発展に適応する金融システムと金融市場を構築することが中国金融体制改革の目的である⁷⁷。商業銀行は金融システムの主体で、商業銀行改革は社会主義市場経済体制に適応する金融システムを構築することを主要内容としている。債券市場は金融市場の重要な部分なので、債券市場の整備は社会主義的市場経済に適応する金融市場の構築に対して極めて重要な意義を持つものである。商業銀行改革と債券市場の発展を分析することを通じて、中国債券市場の発展が中国銀行業改革に対してどのような意義をもつかを明らかにしたい。また債券市場の発展が商業銀行にどのような影響を与えたかも併せて検討することにしよう。

第四章 中国の商業銀行改革の意義と課題

商業銀行改革と債券市場発展の関係を明らかにするために、まず中国金融体制改革特に中国の商業銀行改革の歴史を回顧する事から始めたい。というのは、この銀行改革による銀行制度の近代化は他方における株式会社制度の導入と株式市場の発展とともに社会主義的市場経済を牽引する両輪として重要な位置を占めるものだからである。したがって、銀行改革と株式市場とは相互に密接な関係にあり、その関係についてはこれまでも多くの検討がなされてきた。しかし、株式市場と並んで資本市場を構成する債券市場と銀行改革との関係についてはそれほど注意が払われてこなかった。ところが、通常考えられている

⁷⁷中国金融体制改革には三つの目標がある。一、中央銀行によるマクロコントロール・システムを構築する。二、商業銀行主体の金融システムを構築する。三、金融市場システムの開放。1979年中国金融体制改革の際に、三つ目標が提出された。1994年、金融体制改革の深化によって、三つ目標が明確にされた。陳元『中国金融改革』、中国財政経済出版社、1994年6月、参照。

以上に、債券市場と銀行改革は相互に密接な関係を持つものであった。すでにみてきたように、債券市場の発展は銀行の参入によるインターバンク債券市場の形成と発展によって推進されてきた⁷⁸。いわば市場経済展開の指標として注目される株式市場の背後で、銀行改革を支えその銀行改革によって市場の拡大と近代化を進めてきたのが債券市場であった。本稿で特に注目するのもこの点である。しかも、近年の株式市場の低迷期にあつて、債券市場の重要性は以前にもまして高まりを増しつつある状況にある。したがって、今後の社会主義的市場経済の展開を展望する上で銀行改革の進展と債券市場発展の相互関係を考察するという視点はより重要性を持つことになる。

ではなぜ、銀行改革は債券市場と関わりを持つようになったのか。この関係が生まれる契機を探るといふ意味でも銀行改革の歴史的な展開の再検討が必要なのである。

第一節 単一銀行制度の改革

社会主義的市場経済への移行過程で中国の銀行体制改革は単一銀行体制の改革から開始された。社会主義経済体制の計画経済下で銀行は中国人民銀行一つであった。だが、社会主義的市場経済への移行には市場経済に適合し市場経済を促進するための新たな銀行制度を構築することが必須条件となったからである。その出発となったのがこの単一銀行の改革であった。

中華人民共和国が建国され、中国は計画経済体制を実施するにあたって、金融システムの構築に単一銀行体制を採用した。単一銀行体制とは、一つの銀行によって、中央銀行の業務と商業銀行の業務を展開することである。1949年10月、中華人民共和国が建立された最初の頃、中国の金融システムは1948年12月設立された中国人民銀行を主体として、旧政府から中国銀行、交通銀行を接收して、私営の銀行を改造した。だがこの時期、銀行体制はまだ多元である。第一五年計画時期になって、中国は大規模社会主義経済建設時期

⁷⁸ 吴晓灵『中国金融改革開放大事記』中国金融出版社1988年8月、25ページ。

になり、集中統一的な計画経済管理体制を構築した、中国の金融体制も集中統一的な銀行体制に変わった。1952年、中国銀行は中国人民銀行の国外業務局と合併して、交通銀行と中国人民保険会社が財政部によって管理されることになった。1956年中国農業協力銀行が中国人民銀行に合併された。1957年、中国農業銀行を閉鎖し、業務を中国人民銀行に移管した。全国で銀行は中国人民銀行だけになり、通貨政策、貸付政策を制定して、全国の金融活動を管理するとともに、商業銀行業務も営むことになったのである。

単一銀行体制は計画経済管理体制への適応である。計画経済管理体制中、経済基礎としての企業は国営企業である、国営企業が需要する資金は財政部から移転し、少量の非定額流動資金については銀行与信によって調達してきた。計画経済体制下では、銀行の資金源が少なく、少量の社会資金が銀行に預けられた⁷⁹。大量の資金は財政機関を通じて配分されたのである。そのため、このように、必要な資金は基本的には財政機関によって配分されたから、銀行分野で1つの銀行によって、与信業務と決済業務を営むことは可能であったのである。

単一銀行体制は社会主義的市場経済の需要に適応するためのものではない。市場経済の本質は市場を通じて、社会資源を配分するものである。それに対して単一銀行体制は資金管理と計画的な資金配分に基づく資金のいわば配給機関であったから、市場の需要に対応する機能を持っていなかった。しかも市場経済の活力に対応する商業銀行と中央銀行は本来的な職能が全く異なる。中央銀行は金融安定を維持する機関で、国家の意志を表す。商業銀行は金融サービスを提供する金融企業である。この二つの目標を一つの銀行行うと、混乱した状況がうまれてしまう。そのため、1979年中国は金融体制改革を単一銀行体制の改革から始めたのである。

1、專業銀行の中国人民銀行からの分離

1979年から、市場経済と適応する金融体制を構築する改革目標にしたがって、中国の

⁷⁹潘 功勝『中国商業銀行理論と実践』中国金融出版社、2010年11月、58ページ。

金融改革の手始めとして行われたことは農村金融業務と国際金融業務を中国人民銀行から分離して、専門の金融機関に移すことであった。

①中国農業銀行は人民銀行から分離された。中国農業銀行は1951年設立された中国農業協力銀行が発展してきた銀行である。1952年、国家は機関を減少するためにこの銀行を閉鎖し、その業務を中国人民銀行に移した。1955年3月、国務院は中国農業銀行の設立を許可したが、1957年4月、もう一度農業銀行を閉鎖した。ところが1963年11月、農業銀行は再開して、更に1965年12月、閉鎖。今度は中国人民銀行の農村金融局になった。そして1979年2月、中国農業銀行は中国人民銀行から分離して、独立した銀行になった。農業銀行が再開してからは、業務の範囲を拡大して、農村の預金業務と農業与信業務を営んでいる⁸⁰。同時に、農業銀行は国家の委託を受けて、全国の農村信用組合を管理した。中国農業銀行の再開は中国商業銀行システムの構築にとって極めて重要な事例である。農村金融業務と中央銀行業務が分離された時、中国農業銀行は農村政策性金融業務を営んでいたが制約があった。例えば、当時の中国では、食料品の売買は統制されていて、自由に売買ができなかった。食料品の回収資金には政策的な性質があった。農村信用組合の管理は政府管理部門の責任であるのに、農業銀行に管理を移管したのは農業銀行が国家専業銀行として、政府の管理職能もあったからである。この状況は改革の初期には避けられない事態であったが、その後の発展で新たな問題が起こってくると再改革が求められることになる。

③ 中国銀行は人民銀行から分離された。

中国銀行の歴史は中国で最も古い。歴史は清朝の時代にさかのぼる。清朝の時代、中国銀行の前身は戸部銀行であった。1912年2月から、中国銀行に名称が変更になった。中国人民共和国が成立した後、中国銀行は中国政府によって受け入れられ、為替業務を主体としての国家銀行になった。1966年から、中国銀行の名称は変わらないままに実際には中国人民銀行に合併されて、中国人民銀行の国際業務局になった。その後1979年3月、

⁸⁰中国農村金融学会『中国農村金融改革と発展30年』、2008年12月。

中国銀行は中国人民銀行から分離され、為替業務を営む専門銀行となった。同時に、為替管理を統一して、為替収支計画を検査するために、国家為替管理総局が設立された。為替管理総局と中国銀行は二つの名称であるが、実際の機構は一つであった⁸¹。というのは中国銀行が同時に国家為替管理を行っていたからである。つまり、この時点で中国銀行は中央銀行の管理職能を残す形で為替管理を担当していたのである。そのため今後の改革が継続されねばならなかったのである。

③中国人民建設銀行は財政部から分離された。1954年、中国人民建設銀行は成立したが、1958年7月、閉鎖され、1962年に回復して、財政部の付属機関となり、建設財政資金配当の任務を任された。1970年、中国人民銀行に合併され、1972年、中国人民建設銀行の名称を回復したまま、財政部の部門になって、固定資産投資資金の供与を提供していた。1979年8月、国务院の許可を得て、財政部から独立し、固定資産投資与信を展開し始めた。国家專業銀行（1999年、中国建設銀行に変名した）になり、固定資産投資の政策性金融業務を営んでいる。そのため、改革がまた必要となった。

④中国工商銀行は中国人民銀行から分離された。農村金融業務と為替業務が中国人民銀行から分離されてから、中国人民銀行は中央銀行の職能に転化していた。とはいえ1980年以降、都市の工商与信業務、預金、振込業務はまだ中国人民銀行によって遂行されていた。このような業務を徹底的に中国人民銀行から分離するために、1983年12月30日、中国工商銀行が設立されたたのである。当時、中国人民銀行は二つの機関に分割された。中央銀行業務と職能は中国人民銀行に残され、貯金と与信業務が工商銀行に移された。中国工商銀行が設立されてから、中国人民銀行は商業銀行業務を放棄したのである。この業務分離は画期的な出来事で中国の商業銀行体制にとって極めて重要な意義がある。これによって、四つの国家專業銀行のシステムが中国工商銀行の成立から開始されることになったからである。中国工商銀行は都市金融業務を展開し、農業銀行は農村金融行を展開した。中国銀行は為替などの国際業務を展開して、建設銀行は固定資産投資の与信業務を営んで

⁸¹ 吴晓灵『中国金融改革開放大事記』中国金融出版社、1988年8月。

いる。国家専業銀行システムは計画経済の特徴を残存させつつ、単一銀行体制は打破されることになった。これは中国金融体制の新たな展開にとって画期的な転回点となったのである。

2 新しい商業銀行の出現

四つの大手国有銀行が設立されるとともに、国家はいくつかの株式商業銀行の設立を推進した。

まず、交通銀行を再生させた。交通銀行の歴史は古く、1908年に設立された。中華民国が建国されてから、交通銀行は中央銀行から委託を受けて、国庫収支と発行業務を営んでいた。中華人民共和国が建国される以前、当時の四つの大手銀行（中央銀行、中国銀行、交通銀行、農民銀行）の一つなのである。中華人民共和国が建国されてから、交通銀行はまだ存在していたが業務量は少なかった。1958年香港支店以外の業務は地元の人民銀行と建設銀行に合併された。1986年7月、国務院は交通銀行の再生を決定した。1987年4月1日、交通銀行が開業された。ここでの特徴は交通銀行の成立原則が株式制であったことである。設立にあたっては政府と工商企業が株に投資した。交通銀行は国家専業銀行のような行政地域によつての設立ではない、経済地域の出資によつて設立されたのである。

中信実業銀行と光大銀行は全く新しい銀行である⁸²。1987年中信実業銀行が設立された（2005年中信銀行に変名）。中国の全国型株式商業銀行である。中信銀行は中信グループの子会社で、その中信グループは国家出資の持株会社である。つまり国家主導の持株会社傘下での全国型株式商業銀行の設立であった。1992年4月25日、光大銀行は光大グループの子会社として設立された。光大グループも持株会社で、保険を除く銀行、証券、実業の子会社を持っている。これはいわば新たな試みとして設立された中国型の金融コングロマリットで、銀行制度改革の先駆的な役割を担うものといえよう。中信銀行と光大銀行もその特徴は持株会社の子会社の形態で運営されていることである。これらは実力がある子

⁸² 潘 功勝『中国商業銀行理論と実践』中国金融出版社、2010年11月、82ページ。

会社で独立性も強い。そしてここには中国金融制度改革の王道である四大商業銀行の改革以外に新たな金融制度改革に向けた実験的な試行がされていることが見て取れよう。

招商銀行は中国で初めて完全に企業法人が株主となった本格的な株式商業銀行である。1987年4月8日深圳で設立され、区域性の強い小銀行であったが、深圳経済特区の発展を利用して、順調かつ急激に発展してきた。これは、中国の社会主義的市場経済の中にあつて、社会主義的という国家の枠組みの側面からは外れた、いわば市場経済の発展を象徴する銀行とってよいであろう。

福建興業銀行と浦東発展銀行が地方政府主導で設立された。1988年8月26日、福建興業銀行（興業銀行に変名）は福建省政府が出資し、福建省の工商企業が投資して設立された。1992年8月28日、浦東発展銀行は上海市政府が出資し、上海市の工商企業が投資して設立となった。この二つの株式性商業銀行は地方政府出資という同じ形式での設立された。この二行は最初、地元で業務を展開していたが、すぐに業務を拡大し、各地で支店を展開している。

3 都市商業銀行の設立

1970年末から1990年初の間に中国の商業銀行システムが形成され、発展してきた。この時期に、都市信用組合も続々設立されてきた。この信用組合も商業銀行の業務を営んでいるが、規模が小さいので、影響力も小さい。都市信用組合はこの制限を避けるために、相互に連携して、都市商業銀行を設立した。都市商業銀行の設立によって中国商業銀行の数は増大した。上海と北京の都市商業銀行は上海銀行、北京銀行へと名称を変更し、資産規模も浙商銀行のような全国制株式制銀行より大きくなった。多数の都市商業銀行は名称を変更して、「都市」を消したので設立時の性格も見えなくなっていて、出自を示す性質が見えなくなっている。

4 農村信用組合の整備

農村信用組合は中華人民共和国が建国された際に、農村部の生産組合と一緒に農村経済

の発展を支援するために設立された。資金は農民から集め、運用も農民に向けられていて、農民が融資活動を相互に扶助する形を取っていた。農村信用組合の設立は農村経済の発展に対して積極的な影響を与えたが、農村経済体制が変動していたので、農村信用組合の発展も妨げられていた。しかし、1979年中国農業銀行が復活してから、農村信用組合の管理を行う中で、農村信用組合の発展が注目されるようになった。1981年3月、農業銀行は農村信用組合の基本体制を変えることなく、農業銀行営業所と農業信用組合との連携事務を展開していった。1982年末、中国で信用組合団体の数量は33万になった。農村信用組合は農業銀行の管理を通じて、急速な発展を遂げた。しかしこの経営形式の運用を通じて、信用組合は自主権を失うことになったのである。

第二節 国家專業銀行から国有商業銀行への変化

1990年初め、中国で銀行システムが構築されたが、この銀行システムには根本的な問題が内在していた。それはこの銀行システムの主体が国家專業銀行であったという点である。国家專業銀行は本来の商業銀行ではない。社会主義的市場経済を支える銀行システムの主体は商業銀行である必要があった。国家專業銀行から商業銀行への転換が課題となったのである。

1 国家專業銀行の問題

国家專業銀行はすべて中国人民銀行と財政部から分離され、各々独立した商業銀行になった。中央銀行業務と商業銀行業務が単一銀行のもとで展開されていた状況は改善された。しかし、四つの国家專業銀行は国家の金融機関であり、金融企業とは呼ばれない。

第一 四つの專業銀行には経営自主権がない。專業銀行の貸出し計画は国家の批准を得なければならない。貸出し政策が国家によって決定されているからである。各々の政府機関は四つの專業銀行の貸出しにも意見を加える。四つの專業銀行の損失を負担するのは国

家であるので、貸出し収益に対しては関心を示さない。信用リスクに関係なく、ただ国家の指令を執行し、時には地方政府の不当な意見も受け入れる。政府も国家專業銀行に貸出しを指令して、たとえば、地方のプロジェクトに資金不足なら、省長が協調して、專業銀行の貸出しを請求する。1979年から1999年まで、四つの專業銀行が資産管理会社によって1.8万億元の不良債権を処理した、不良債権比率は25%を占めた⁸³。

第二 四つの專業銀行は政府性と信業務を負担している。政策性信というものは国家の要求に従って、企業の財務状況に関わらず、貸付を与えるものである。たとえば、市政固定資産投資会社向け貸付、食料品回収企業に対する貸付などの政策性貸付業務は本来政策性銀行がよって負担すべきものであるが、現実には四つの專業銀行が負担している。四つの国家專業銀行が設立された際に、中央銀行と商業銀行の分離しかおこなわず、政策性金融業務と商業性金融業務の分離は考慮されなかった。四つの国家專業銀行は政策性金融業務と商業性金融業務を営んでいて、ここに大きな問題がある。1 專業銀行は融資に明確な目標を持ちにくい。まず、そこにあるのは政策性業務の目標として国家の指令を遂行することである。ところが商業性銀行の目標は利潤を最大にすることである。つまり二つの目標が両立にくいのである。2 專業銀行には競争の駆動力が不足している。政策性業務を展開することで、国家から優遇措置優待を得られる。專業銀行の経営状況が悪化すれば、政策性業務を通じて、国家から税金減免などの優遇措置優待を申請して、損失を補充できる。そのため、專業銀行には競争性が欠如しているのである。3 專業銀行には経営自主権が喪失している。政策性貸付は政令のようになるので、專業銀行は拒絶できない。こうして経営の自主性が著しく低下したのである。

第三 四つの專業銀行間には競争がない。四つの專業銀行は違う営業目的によって設立された。そのため相互に競争がない。工商銀行は農村部には入らない。農業銀行は都市の業務を展開しない。為替業務は大部分中国銀行によって展開されてる。建設銀行は固定資産投資を行っている。四つ專業銀行が各自の業務範囲で、最大の銀行であるため、他の

⁸³唐 双寧「中国銀行業改革：歴史回顧と展望」『中国金融』、2005年3期。

商業銀行は全く競争できない。実は四つの専門銀行は各々の分野を独占しているのである。このように全く競争圧力がないので四つの専門銀行は積極的にサービスを改善しないのである。

第四 四つの専門銀行には行政的な特徴が著しい。四つの専門銀行は中央銀行と財政部から分離してされてきたので、いまなお行政機関の特徴を色濃く持っている。そのため独立した銀行になっても、幹部の任免、管理方式などはまだ政府のような特徴をもっている。四つの国家専門銀行は行政区によって、支店を設立して、本店の幹部は中央政府によって、任命される。支店の幹部は上級の指令に従って、指定される、四つの専門商業銀行は一般の株式制銀行と比べて、その機構の仕組みと意思決定に官僚組織の意味合いが強く、管理意識はあっても経営意識は希薄なのである。

2 国有商業銀行への変化に向けた改革

中国銀行システム構築の第一段階は国家専門銀行と株式制商業銀行の設立であった。次いで国家専門銀行が国有商業銀行へと変化するのが第二段階である。国有商業銀行への変化は国家専門銀行が経営目標を商業銀行の目標へと大きく変更することである。ではなぜ、国家専門銀行を国有商業銀行へと制度変更することが重要で必要なのか。すでにみたように、銀行の近代化に向けて改革しなければならない原因は三つある。第一に、1990年初め、国家専門銀行が中国の銀行システムの主体としてその業務量がシステム全体業務の80-90%を占めた。第二に、国家専門銀行は政府機関から分離されたので、依然として行政的な特徴が強く、本来の商業銀行とはあまりにも隔たりが大きすぎた。第三に、政策性業務と商業性業務の両方を展開していたのは国家専門銀行で、当然のことだが株式制商業銀行が政策性金融業務を行うことはほとんどなかった。

国家専門銀行が国有商業銀行に変化するために以下の重要な改革が行われた。それは国家専門銀行からの政策性金融業務の分離であった。

第一に、まず三つの政策性銀行を設立し、政策性業務と商業性業務を徹底的に分離することである。1993年7月、国家はこの問題を研究して、国家開発銀行、輸入出銀行と農

業発展銀行の三つの政策性銀行を設立した。国家開発銀行の与信は国家固定資産投資、重点産業に向けたもので、建設銀行の政策性業務を継承した。1994年4月26日、中国輸入出銀行を設立したが、その主要な業務は輸出貸付、輸出信用保険、国際保険業務である。ちなみに、これはそれまでの中国銀行の業務を引き継ぐものであった。1994年11月18日、中国農業発展銀行を設立した。この銀行によって農業政策性金融業務が展開されることになった。

三つの政策性銀行が設立されて以降、政策性金融業務は四つの国有專業銀行から明確に分離され、それ以後国家專業銀行が政策性業務を負担することはなくなった。これを受けて国家は正式的に国家專業銀行を国家商業銀行に転化することを決定したのである⁸⁴。

第二に、四つの專業銀行の経営自主権を強化することである。1998年9月、中国の第一次全国金融会議で、四つの国有商業銀行は、独立した金融企業の性格を明確にし、自主的な経営でリスクを自己負担しなければならない。また統一した法人企業として支店の幹部は上級の指令に従うが地方政府の了承は不必要と決められた。この結果、国有商業銀行の経営自主権を維持できることになった。

第三に、業務範囲を調整することである。四つの国家專業銀行が設立された際に、業務が特定な範囲に特化した形で制限された。国家は国家專業銀行に政策性業務の要求をし、その見返りとして、優遇措置を与えた。これが業務範囲を特化し制限した理由である。しかし、政策性銀行を設立し政策性銀行の業務を分離してからは、業務範囲制限の存在は必要ではなくなった。1994年以後、四つの国有商業銀行の業務制限が緩和され、緩和速度は早められた。その結果四つの商業銀行間で次第に競争が生まれてくるようになったのである。

第四に、国家は不良債権処理のために四つの国有商業銀行に2700億元の資本を注入した。四つの国有商業銀行は国家專業銀行として、国家信用を基礎に業務を遂行していたが、資本金が長期的に不足気味であった。ところが、改革開放政策経済が急成長し、貸し出し

⁸⁴高 堅『中国の債券資本市場』経済科学出版社、1991年、277ページ。

需要が急増するにつれて、四つの商業銀行の貸付も増加し、資本不足になってきた。しかし、商業銀行に転化すれば、国際基準に合わせて自己資本比率を引き上げなければならない。1998年、中国政府は2700億元の特別国債を発行して、四つの商業銀行の資本の不足を補償して、四つの商業銀行の自己資本比率は8%水準に引き上げられた。

第五に、国家による国有商業銀行の不良債権処理が実施されたことである。政府行政の関与、銀行管理の緩和などの理由によって、四つの国有商業銀行の不良債権が急増した。銀行のリスク特にシステミック・リスクが増加して、銀行の経営に悪影響を与えた。この問題を解決するために、中国政府は1999年4月に、信達、華融、東方、長城の四つの資産管理会社を設立して、四つ国有商業銀行の不良債権1.3兆元を帳簿上で移管して、処理することになった。これによって四つの商業銀行の不良債権率が9.7%まで引き下げられた。

第六に、組織システムを改革し、機関と職員を削減した。四つの国有商業銀行が1998年から、組織システムを改革してきた。経済の需要によって、支店の設置と規模を決め、業務量が少ない営業所を閉鎖した。冗員を減少させ、幹部の行政的な管理も減少させた。

国家專業銀行が国有商業銀行に変わるのに10年かかったが、この十年間に、四つの国家專業銀行には五つ変化があった。第1に、政策性金融業務を分離し、商業銀行の目的を明確したこと。第2に、業務範囲の制限が取り除かれ、四つの国有商業銀行が社会の需要と自身の業務上の特徴を考慮して、業務範囲を決定するようになったこと。第3に、四つの国有商業銀行のリスクが大幅に減少したこと。不良債権を処理して以降、自己資本比率を高めてきたこと。第4に、これまで過剰気味であった不必要な機構を縮小・整理し、労働生産性を上昇させたこと。第5に、この改革目標の主体が国有商業銀行なので、国家が貸出し規模によって、銀行に資本を注入しなければならない。またそれ以降の履行状況を確認するために、銀行経営者に対しての監督も必要である。1998年国家は2700億元の資金を注入したが、それでは解決できずその後も国家負担は続いたのである⁸⁵。この後、国家

⁸⁵唐 双寧「中国銀行業改革：歴史回顧と展望」『中国金融』、2005年3期。

も資本注入のすべてを負担できなくなった。いうまでもなく、資本注入問題は商業銀行の近代化の帰趨を決める重要問題であった。この問題を国有商業銀行の再建のために直接国家が担うのか、それとも国家の支援を今後は市場機能を活用する形へと展開するのか、この分岐点こそが社会主義的市場経済が国家依存を続けるか、あるいは市場化への道を開くのか、の転換点であった。こうした背景の下、商業銀行の近代化は会社組織の監査システムの構築を必要とした。その要請を受けて国務院は国家商業銀行に社外監査役を設立したが、その役割は限定的であった。これは四つの国有商業銀行の改革を妨げるので、監査制度を含めて監督制度も改革しなければならないのである。

第三節 国有商業銀行の株式改革

国有商業銀行は中国の社会主義的市場経済の発展に適応するために、何よりもまず銀行内部の業務システムを構築しなければならない。四つの国家専門銀行が国有商業銀行へと転換していく過程を回顧してみると、政策性金融と商業性銀行を分離して、業務制限を解消すること。国有商業銀行システムと内部管理を改善し、更に資本を注入して、不良債権を処理することが必要である。国有銀行に対する監督が欠如し、有効なコーポレート・ガバナンスが不在であれば、社会主義的市場経済に適応する商業銀行システムは構築できない。国有商業銀行の業務運営システムが株式制商業銀行と比べて、効率が低い原因は何か。それは、株式性商業銀行が市場の監督を受け、市場に対応した効率的な業務運営システムを構築した点にある。その仕組みは国有商業銀行と根本的に異なるものである。国有商業銀行の資本は国家から出資されている。国有銀行は市場からではなく国家の意向に沿って行動しなければならないのである。したがって国有商業銀行の資本の管理者は財政部である。財政部は国家商業銀行の株主であるとともに、国家の公共部門である。前者が私権で、後者は公的権利である。この二つの権力が矛盾したら、財政部が公共目標を優先し、国有商業銀行を保護する。 国有商業銀行はこの保護を受けることで、国家信用を受けるよう

になった。国家信用を背景に市場からの競争圧力もないので、これによって国有商業銀行は内部からの業務推進や改革の動力も失った。だが同時に、中国の銀行業は国内の外資銀行の競争圧力に直面しなければならなくなった⁸⁶。2001年中国政府が承諾したWTOに入ってから第三年目、外資銀行に対して中国国内会社での人民幣業務を開放することを決定した。こうしたいわゆる外圧に促迫されて、国有商業銀行は株式改革をしなければならなくなった。株式会社になって上場し、市場の監督を受けることが必要になった。いわば国際金融市場からの外圧で国際基準に適合させる仕組みが株式会社への組織替えであった。国家は国有商業銀行の管理から市場化への転換を決定した。こうして、2003年から、中国国有商業銀行の株式改革が開始されるのである。

1 国有商業銀行に出資するプラットフォームの構築

国有商業銀行はどのような方式で株式への転換を実施するのか。株式上場の慣例からみると、それには部分上場と、整体上場の二つの形式がある。部分上場は国有企業を国有グループに組み入れて、優良資産がある経営単位毎にグループの子会社になって、上場する形式である。企業内部各単位の経営状況の差別性が高い企業はこの形式を採用する。整体上場は国有企業を全体として株式会社に転換して、上場する方法である。銀行の経営方式から判断して、四つの国有商業銀行の株式改革と上場は整体上場として遂行されねばならない。しかし、当時四つの商業銀行の純資産はマイナスになっていた。これを改善するためには、国有商業銀行に大量の資本を注入して、四年間で発生してきた新しい不良債権を処理し、財務状況を改善することが必須条件であった。そのためには財政部の公権と私権を混同させないために、公的資金を運用する株式会社を設立せねばならない。この課題に取り組むために中央匯金投資有限公司（中央匯金会社）の設立案ができたのである。

2003年末、中央匯金会社が設立され、国家の代表として、持株会社の形式で、金融機

⁸⁶潘 功勝『大手銀行の巨大変化』中国金融出版社、2011年3月、113ページ。

関に資金を注入して、株主になった。このプラットフォーム会社と財政部には区別がある。第一、中央匯金会社には私権しかなく、公権がない。そのためこれまでのように公権と私権の混同が発生することがない。したがって公権を利用して、国有銀行を保護するということもできない。第二、中央匯金会社は国有出資者の代表として、会社の組織形態を採用しているため、市場規則にしたがって、投資や融資などの活動を行うことになる。第三、中央匯金会社は銀行管理と投資業務に特化した専門業務を遂行することでの専門性が高い。銀行に取締役会、管理システムを構築することができる。

2 中国銀行、建設銀行の株式改革実験

中央匯金会社が設立された後、国家はまず中国銀行と建設銀行の株式改革を実施した。原因はもし四つの銀行を同時に株式改革すれば、資金量が大きくなりすぎて、国家が資金を負担できないからであった。当時中国の年財政収入は1.3兆円で、赤字状態にあった。もし四つの国有商業銀行に同時に投資したとすれば、必要な資金量が6630億元で財政収入全体の半分を占めることになる⁸⁷。こうした財政状況では国家も実験の形式で国有商業銀行の株式会社化という株式改革の経験を蓄積する必要があった。中国銀行と建設銀行を選定した理由はこの二つの銀行の規模が比較的小さく、資産内容が質的にも比較的良好でしかも自己資本比率が比較的高かったからである。

2003年末、中央匯金会社が設立されると、この会社はまず、中国銀行と建設銀行に225億ドルずつの資金を資本注入した。ドルの形式で資本注入した理由は、中央財政が同じ金額の人民幣資金を保持していなかったからである。当時、国家外貨準備が急激に増大し、政府は資金の有効な用途先を探していた。中央匯金会社は中国銀行と建設銀行に出資することで、資産の増加を図り、株式改革の基礎を構築した。中央匯金会社主導による株式会社化であった。同時に、財政部は国家資本を使用して、4788億元の不良債権を相殺した⁸⁸。中国銀行と建設銀行の財務状況は劇的に改善された。これは大きな成果であった。外貨準

⁸⁷潘 功勝『大手銀行の巨大変化』、中国金融出版社、2011年3月、87ページ。

⁸⁸中国建設銀行資産保全部「不良債権の理論と実践」中国建設銀行内部資料

備の急増を背景に、中央匯金会社は資本注入によって二つの銀行を管理下に置き株式会社化へのプログラムを遂行した。他方で財務部は国家資本によって銀行の不良債権を相殺できたのである。中国経済の急成長が莫大な外貨準備を生み、それを背景に、それまで処理が難しいと思われていた国有商業銀行の不良債権処理を、中央匯金会社という政府機関の設置を通じて株式会社化のプロセスの中で遂行した、この過程で財務部は不良債権を国家資本で相殺したのである。株式会社制度は中央匯金会社のもとで株式改革の手段となり、不良債権処理の手段ともなったのである。

株式改革の終了後、銀行の資産負債状況を改善するために、中国人民銀行は中国銀行と建設銀行に 1000 億元の劣後債発行を許可した。その結果、この二つ銀行の自己資本比率は 8% へと上昇した。

2004 年、中国銀行は中国と香港で上場した。次いで 2005 年、建設銀行も上場した、株式改革が成功したのである。

3 工商銀行、農業銀行の株式改革と上場

中国銀行と建設銀行の株式改革と上場が順調に成し遂げられたことは、国有商業銀行のその後の株式改革を展望する大きな成功事例となった。2006 年、国家は工商銀行の株式改革を提出した。工商銀行の規模が大きいため、注入する資本も巨額である。その額は 2480 億元にも上った。財政部は中央匯金会社と財政部共同出資の方策を提出して、国務院の認可を獲得した。工商銀行は 4590 億元の不良債権を処理して、株式改革が開始された。中央匯金会社は 190 億ドルを注入し、財政部は国家資本を工商銀行の株と交換して注入した⁸⁹。他方、全国社会保険理事会は戦略投資家として、工商銀行株を購入した。株式改造をした後、財政部と中央匯金会社は工商銀行の最大の株主になった。2006 年、工商銀行は中国 A 株と香港 H 株市場に上場した。

中国の四つの国有商業銀行の中で、中国農業銀行は最後に株式改革を展開することにな

⁸⁹ 潘 功勝『大手銀行の巨大変化』中国金融出版社、2011 年 3 月、88 ページ。

った。中国農業銀行には様々な歴史的な背景があり、それぞれに問題を抱えてもいた。職員の数も多く、三農サービスも提供するため、株式改革の上場が遅くなった。株式改革の研究を重ね、三農に向け、都市と農村を連結し、整体上場での改革方案を決めた。まず 8157 億元の不良債権を処理し、工商銀行の株式配置の経験を参考にして、財政部は国有資産 1300 億元の資本注入を行い、中央匯金会社は 190 億ドルの資本を注入した。2009 年 1 月 16 日、中国農業銀行有限会社が設立され、7 月 16 日、上海と香港市場に上場した⁹⁰。

株式改革の終了後、四つの国有商業銀行は新たに国家ホールディングス株式会社になった。その中核の役割を担ったのが中央匯金会社であった。2012 年、工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行の利益は 2367 億元、1450 億元、1364 億元、1912 億元になった。不良債権比率は全部で 1.5%以下になった、市場価値は 14880 億元、9970 億元、8514 億元、12000 億元になって、四行とも上場銀行全体のトップテンに入っている。

第五章 債券市場の銀行改革に対する意義

中国商業銀行の改革は資本市場と密接な関係がある。株式市場と債券市場を含む資本市場は、中国商業銀行の改革に寄与できる外部環境を提供した。特に債券市場は株式市場とともに商業銀行改革に大きな影響を与えるものであった。

第一節 株式市場と銀行改革

株式市場は中国商業銀行の改革に対して、重要な意義を持つ。国有商業銀行の株式上場は今までで、最も重要な改革である。現在、中国の四つの国有商業銀行は中国 A 株市場と香港 H 株市場で上場した。交通銀行、中信銀行、光大銀行、招商銀行、浦东發展銀行、興

⁹⁰潘 功勝『大手銀行の巨大変化』中国金融出版社、2011 年 3 月、88 ページ。

業銀行などの株式性銀行も公募会社になった。都市商業銀行も上場している⁹¹。株式市場は中国商業銀行にとって、大きな魅力があるものとなった。中国 30 年の金融改革からみると、株式市場は銀行改革に対して、三つの意義がある。

1 株式での資本調達と銀行資本金の増加

株式を公開発行して、商業銀行の資本を補充することは株式市場が商業銀行の改革を促進する基礎的な役割である。中国の商業銀行はその歴史的発展からみれば、三つの種類がある。第一に、国家專業銀行から転化した銀行で、工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行はこの種類である。このような銀行の資本は最初国家からの提供であった。この関係から実際に、国家專業銀行は中国経済体制改革のコストを負い、赤字に陥った⁹²。そのため国家はこの四つの銀行に資金を注入して、不良債権を処理し、株式改革を実施したのである。しかし、四つの国有商業銀行は株式商業銀行になって以降、上場しなければ、資本が全額国家によって提供されるのは不可能である事が明らかになった。第二に、改革開放以来、設立された新株式商業銀行は地方政府、工商企業、持株会社によって出資されている。中国経済発展と共に、経営規模が急速に拡張され、資本補充の要請も強くなっていた。第三に、都市信用組合と農村信用組合から発展してきた商業銀行にも強い資本補充の要求があった。というのは、この銀行はかなり規模が小さく、もともと組合であったことから金融優待政策は適用されず、株主の実力も強くないので、資本を補充しなければならなかったのである。

以上の問題を解決するために、中国の株式市場を発展させなければならない。同時に、国際株式市場も活用しなければならない。とはいえ商業銀行が最初に株式を発行することは増資と比べて、投資家が多いし、資金量も多い。工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行は特に規模が極めて大きい。株式資本の需要量も際立って大きいので、ただ、国内 A

⁹¹胡 懷邦「国有商業銀行株式性改革の戦略思考」『上海金融』、2005 年第 3 期。

⁹²中国経済体制改革コストを受けると言うのは、多くのたくさん国有企業が改革と再編の過程でため、大量の不良債権を形成することになったという点である。この不良債権は最後に銀行によって、負担されることになったのである。

株市場だけで株式を発行すると、株価の安定には懸念材料が多い。中国銀行と建設銀行が公開株式を発行した際に、市場での先行きに不安があり将来への発展が保証できない。そのため、株式の上場取引所を拡大しなければならない。上海で上場するとともに、香港市場でも上場した。香港市場の投資家の数量は多い。2012年末、中国商業銀行の株式市場での資金調達総額は1.29兆元になった⁹³。中国商業銀行の資本補充問題はこうして解決が図られたのである。

2 市場管理と銀行の経営規範

株式市場が商業銀行改革に対して及ぼす意義は商業銀行の管理にもいえることである。株式市場は投資家が投資する場所である。市場（市場管理機関と投資家を含めている）が上場会社の業績を管理しているので、市場によって投資家の利益が保護される。そのためには株式市場では経營業績、財務状況、重大事件などが公表されなければならない。管理機関は上場会社を検査することができる。こうして上場会社の経営状況と財務状況が透明にされる。この管理は政府によってより有効なものにされる。また投資家が株式を自由に売却できることも上場会社に対しては、それなりに重要な意味を持つ。この理由で、上場会社の経営は慎重にならざるを得ないからである。その例として建設銀行の戦略投資家であるバンク・オブ・アメリカが2010年に建設銀行の株を売り出した時、市場が緊張した。それは、この株式の売却が建設銀行への経営方針への不信の現れかと思われたからである。だが、それが最終的にはバンク・オブ・アメリカがサブプライムローンの影響で、株式市場から資金を回収するために、建設銀行の株を売りに出したのだということが明らかになって、市場が安定した。

中国株式市場の歴史は浅いので、市場管理メカニズムは改善されねばならない。だが、香港市場は国際的な水準の市場で市場管理システムも比較的規範となるものなので、そのことが銀行の経営にとって有効に作用している。現在、中国の商業銀行は中国と香港で上

⁹³ドルは当時の為替レートで人民幣に両替された。上場銀行のレポート。

場し、二つ市場の管理を受けているが、中国の上場商業銀行の経営業績は良好で、St 企業
が出現したことがない⁹⁴。

3 上場銀行とコーポレート・ガバナンスの改善

株式市場は商業銀行改革に対してもう一つの重要な役割を持つ。それは株式市場での制度規定に通じて、上場会社の企業統制メカニズムを改善することである。

中国国有商業銀行はほかの国有企業と同じく、共産党委員会幹部の指導によって、総経
理（行長）責任制を採用している。このガバナンスの目標は利潤ではない、政府の指令で
管理することである。この制度によって、国有商業銀行は政府の金融部門になり、管理人
は政府の指令によって決められた。株式改革以後、国有商業銀行が現代の株式会社になっ
てからは、この銀行は「三会一層」（すなわち、株主総会、取締役会、監事会と管理層）
の企業統制構造、現代企業制度で企業統制を行っている。しかし、株式制銀行が上場しな
ければ、このメカニズムは充分にその効力を発揮できない。というのは、上場しなければ、
「三会一層」の構成は単一になってしまう。それは株主総会の株主数が少なく、取締役会
がごく少数の株主代表と高級管理者によって構成されているからである。高級管理者はか
つてのリーダーである。商業銀行が上場しなければ、市場に経営と財務状況を公表するこ
とが必要ではないので、「三会一層」の圧力が少ない。逆に、上場すれば、市場の監督の
ため、銀行が法律と市場の要求にしたがって、「三会一層」の構成を調整して、株主、取
締役、高級管理者がおのおの自分の責任を明らかにしなければならない。四つの国家商業
銀行では依然として国家株比率は大きい、国有株の代表は分散することになった。この
ように、株式市場はその制度規定を通じて、商業銀行改革に対して、上場会社の企業統制
メカニズムを改善するという重要な役割を果たすことが出来るのである。

⁹⁴ St 企業（spacial treatment company）とは証券監督委員会によって、市場から退出させられるリス
クを揭示されると言うことである。このような会社は直近二期の会計年度の純資産がマイナスになる或い
は直近の会計年度の収入が 1000 万未満のものが対象である。また最近の一つ会計年度で公認会計事務所が
否定的意見レポートを提出すれば、St 企業にもなる。St 企業は一年間で、状況を改善できないと、株式上
場を一時休止される。

上場すると、市場の監督を受けるので、銀行は市場に対する法律の規定に従って、「三会一層」の構成を調整して、改善しなければならない。株主、取締役と高級管理者の責任感は強くなるだろう。四つの国有株式商業銀行⁹⁵の株は主に国家株であるのに、国有株の代理人は分散されることになった。株を持っている割合が大きい戦略投資家と多くの小株主も参入したので、株主総会は形式的なものではなくなった。四つの銀行の取締役会の人数が増加して、専門家が独立取締役を担当することになった。監事会の人員が銀行内部の係員だけでなく、外部の監事も増加した。国家は株主として、銀行高級管理者の推薦権利があるが、コーポレート・ガバナンスの規則によってその推薦権を実行しなければならない。四つの国家商業銀行が国内と国外の株式市場で上場し、国外株式市場が上場会社のコーポレート・ガバナンスに厳格な要求を行う。これは四つの商業銀行を規定に従わせ誠実にコーポレート・ガバナンスを行わせるものとなった。そして今や四つの国家商業銀行が香港聯合証券取引所などの公共機関のコーポレート・ガバナンス優秀賞を受けるまでになった。農業銀行は2010年7月上場してから、連続二年間香港聯合証券取引所の“コーポレート・ガバナンス卓越章”を受けた。株式商業銀行が上場して、コーポレート・ガバナンスを改善し、「三会一層」の構成も改善して、経営活動のも透明性も高まった。主要な管理者は取締役会によって選考されることになったのである。

第二節 債券市場と銀行資本補充

中国の多数の商業銀行改革の課題は株式市場で上場することである。資本市場には重要な役割がある。ここで株式市場の役割は言うまでもなく著しく大きい。だが、債券市場にもそれに劣らず大きな役割がある。それは、これまであまり注意が払われてこなかったが、商業銀行の上場準備を支えることである。

⁹⁵国有株式商業銀行は国家が主な株を持って、この銀行をコントロールできるという銀行を指すもので、それには中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行が含まれる。

1 債券市場が銀行上場に対して果たす役割

資本不足は中国の商業銀行の近代化にとって最大の問題であった。中国改革開放以後、経済が急激に発展し、企業の銀行与信への需要が急増した。商業銀行の貸付が拡大したことで、一気に資本不足問題が露呈されることになった。1998年国は四つの商業銀行に2700億元の資本金を注入して銀行の再建を図ったが、その3年後に、資本不足問題が再度表面化した。2001年末には、貸倒損失を除いて、2001年に工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行の自己資本比率は5.8%、1.4%、8.3%、6.9%になった⁹⁶。中国銀行以外の銀行の自己資本比率は8%以下である。国有商業銀行の自身の債務の累積によって、巨大な資本の補充が難しい状況にあった。

しかし、株式市場で資本の補充をしようとしても、株式市場の投資家は巨額な赤字がある会社に投資はしない。商業銀行が投資を獲得するためには、財務再生をしなければならない。四つの国有商業銀行は不良債権を処理し、公的資金を注入されて、最終的に自己資本比率もやっと合格水準に到達できたのである。その到達によって株が高い価格で売れる条件が整備されるようになった。だが問題は株式上場時までに、いかに自己資本比率を引き上げるかであった。その課題を解決する手段が債券市場に導入された。ここに債券市場の大きな役割が生まれることになった。商業銀行の株式会社化と上場の過程で自己資本比率問題の鍵を握る市場が債券市場だったのである。

自己資本比率は重要な基準で、この基準に到達できなければ、管理機関が商業銀行の業務を一定程度制限することになる。特にこれは国際業務を営む銀行に対してはとりわけ重大な影響を持つ基準である。そのため、自己資本比率が低い商業銀行の業務量が減少し、営利も少なくなった。このような商業銀行がそのまま上場すれば、株価は上昇できず、投資家が高値で購入できないため、商業銀行が巨額の資金を募集しにくい。株価を高めるためには、銀行が自己資本比率を市場認可水準までに引き上げねばならない。そのための主な方法が資本型債券を発行することだったのである。株式改革の段階で、この方法が全面

⁹⁶数字は工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行の年報により作成。

的に用いられた。中国銀行、建設銀行は2005年の上場以前に、1000億元の劣後債を発行し、(中国銀行600億元、建設銀行400億元)自己資本比率を8%まで引き上げた。その結果、この二つの銀行では2005年の株価が理想的な水準になった。

こうして、債券市場が商業銀行の上場前の資産負債表の整理と改善を行い資本市場での各市場間の連結を体現することになった。株式市場と債券市場の性質は異なるが、二つの市場は密接な関係がある。転換債券はこの二つの市場の連結を何よりも的確に表現するものである。これによって他の長期債務商品の損失が吸収でき、付属資本にも記入できる。長期債券を発行して、付属資本を補充し、自己資本比率を高める事が出来る。自己資本比率の引き上げも劣後債などの長期債券の発行を条件に実現できる。こうした債券市場の新たな資本型債券の動向が商業銀行の改革にとって極めて重要な意義をもつものとなったのである。

2 債券市場による銀行資本補充

商業銀行が債券市場で劣後債、混合資本債、転換債の発行ができることは上場にとって、非常に役に立っている。2009年金融危機が発生してから、国際金融管理部門は商業銀行資本管理に対して、高い標準を提出した。バーゼル協議によって、自己資本比率が引き上げられ、劣後債発行の融資方法が無くなったので、商業銀行の資金は短縮状況にある。そうした状況下にあつて債券の価格の安定性は高く、取引しやすい。しかも期限種類が多いので、銀行資本の要求を満たすことが出来るのである。

なぜ債券市場は中国の商業銀行にとって資本補充の重要な場所になるのか。これは商業銀行資本の性質と関係がある。資本は商業銀行に対して、主に予想できない損失を補充できる。しかし、商業銀行は正確に予想の損失を計算できないので、資本とは損失の準備といえる。商業銀行の資本は一部が必ず株式資本で、一部は銀行経営が異常になる時損失を吸収できる長期債務が付属資本になっている。例えば、転換社債が株式に転換すると、完全資本を補充できる。劣後債と混合資本債を発行する資金が付属資本を補充できる。2004年6月から2012年末までに中国の商業銀行が劣後債と混合資本債をあわせて1.21兆元発

行した⁹⁷。債券市場からの資金調達がなければ、商業銀行が株式市場からこの全額の資金を獲得できないし、あるいは調達コストが現在より相当高くついてしまうのである。

現在、中国債券市場は資本型債券の革新を行っている。一級資本債券と二級資本債券は主な新債券種類である。この新資本債券の特徴はひとたび問題が発生すると資本債券の金額を減額して、減額の資金でリスク損を補填できることである。この資本型債券の開発は新資本管理規定の実施の後早急に進められねばならない。そうでなければ、せっかくの規定が効力を失うことになるだろう。そのため、現在、中国の商業銀行、銀行業監督機構が中央銀行と協力して、共同で商品構成を設計し、制度を修正して、市場宣伝も行っている。新しい資本債券が早急に提供されると期待されている。

第三節 債券市場と商業銀行の流動性管理

債券市場は商業銀行改革を促進し、同時に、商業銀行の流動性管理にも重要な影響を与えてきた。国家專業銀行が中国人民銀行から分離して以降、銀行は流動性管理問題に直面することになったが、債券市場の発展が商業銀行の流動性管理を推進してきたのである。この関係を考察することにしよう。

1 流動性管理の主要方法

商業銀行は一定の現金と貨幣等価物を保有しなければならない。現金（中央銀行に保存する超過準備高も含め）は流動性が最高で、収益が最低の金融資産である。現金の数量は厳格にコントロールされなければならない。また貨幣等価物は国債、中央手形など流動性が高い債券である。

流動性管理の方法は以下のようにされている。

一、同業者コール。同業者コールとは金融機関の間で行う信用貸付である。期限が一夜

⁹⁷数字は中国債券情報ネットにより作成。

から一週間くらいである。同業者コールは商業銀行の流動性管理に対して、重要な意義がある。簡単、便利で、担保が不必要。市場の影響も少ない。しかも同業者コールの前提は取引の相手がよく分かっているという点にある。中国の商業銀行の種類は多いため、銀行ごとに信用状況と経済実力が違う。格差が大きい金融機関では同業者コールができにくい。取引ができると、実力が弱い方のコストが高くなる。1980年代、中国で同業者コール市場が成立し、同業者コールが主要な手段になった。1992年から1993年の間、同業者コールが盛況で、混乱も起きていた。これによって、1993年の全国金融秩序の整理が断行された⁹⁸。1996年中国人民銀行は為替取引センターの取引システムを通じて、全国の同業者コールセンターを設立した。各金融機関の同業者コールは必ずこのシステムを通じて、行なわれる。一部の小金融機関の同業者コールがセンター取引を行われないことなく、直接に相手と取引できるが、センターに報告しなければならない。これによってセンターが次第に同業者コールの規範となったのである。

二、同業者間の債券取引。この方法で、ポジションが短縮する時、債券市場で、債券を売り出して、現金を回収できる。商業銀行の流動性管理は短期資金の供給を解決できるので、短期債券レポの形式で行っている。短期資金を借りて、手持ち資金を補充するために、銀行は債券を売り出して、一定期限後、売り出した価格より高い価格でこの債券買い戻すことを承諾する。債券レポの実質は債券を抵当とした、同業コールである。債券売り出し価格と買い戻し価格の差が利息である。この利息とレポ債券の金額の比率がレポ利率である。一般的に債券レポの期限は短く、中国では7日以内のレポが90%に占める。債券レポにおいては、債券が抵当になるので信用リスクが少ない。特に抵当が国債あるいは中央銀行手形であれば、信用リスクはほとんどゼロになる。そのため金融機関の異なる信用状況の実力が互いに融資に影響を与えることがない。現在、この方法は中国商業銀行の流動性管理の主要な手段になった。2012年、中国債券市場のレポ取引総額が141.71兆元にな

⁹⁸ 1993年7月朱榕基副総理が金融秩序の整備を実施した。コール、投資、金融機関構築の混乱状況はこれによって改善された。

って、同業コール取引総額の3倍になった。もちろん、債券取引で特に債券レポが商業銀行の流動性管理に対して積極的に役立つようになった基礎には債券市場が一定程度の規模に到達したという市場の急成長がある。債券の残高が多く、取引が活発であれば、債券取引が商業銀行の流動性管理の主要な手段になれるのである。

三、中央銀行に短期貸付を申請する。この方法は中央銀行から借入金を獲得することである。商業銀行は工商企業から受け取った手形を中央銀行で割引をして資金を獲得する。このことは手形の再割引と呼ばれる。勿論商業銀行は中央銀行に再割引の利息を払わなければならない。常に、中央銀行は商業銀行の再割引の利率と数量を決める。近年、中国で再割引の数量が少ない。中央銀行から貸出をもらうのは再貸出と呼ばれる。1990年代、再貸し出しは国家専門銀行が政策性貸し出しを行うための放出資金源であった。再貸出を通じて、商業銀行は短期資金の不足を解決できる。再貸し出しは中央銀行によって厳格にコントロールされていて、当然利率は再割引の利率より高く設定されている。

以上の三つの手段によって商業銀行の流動性の管理が行われているが、その中で市場機能を活用した流動性管理として債券レポの役割は大きいといえるだろう。

2 債券レポが流動性管理に対して果たす役割

以上の三つの流動性管理方法は、商業銀行によって、優先の順序が違うが、債券レポは商業銀行にとって最も普及しやすい方法であった。例えば、同業コールが最も簡単とはいえ、もしそれが信用格付の低い小銀行であれば、大手商業銀行から資金を借りることが難しい。また中央銀行からの再割引と再貸し出しは本来簡単ではないので、一般的に、商業銀行は中央銀行から資金を借りる前に、まずほかの方法を採用する。商業銀行は中央銀行から資金を借り入れるニュースが自身の経営安定性のイメージにマイナス影響をもたらすことを懸念するからである。もちろん、流動性が非常に逼迫している状況であれば、この方法も考えられるが、通常は債券レポが中立的な管理方法である。

債券レポでは、銀行自身の信用格付とは関係なく、資金調達がやりやすい、またそのことで市場に銀行の流動性逼迫のニュースを与えることがない。更に債券レポの資金調達コ

ストは低く、同業コールあるいは中央銀行借金と比べて、レポ比率が低い。この原因は債券レポの債券は一般的に国債、中央銀行手形であるので、信用力が高く、信用リスクが低いことにある。従って、リスクプレミアムの需要が少ないのである。

以上の理由から、債券レポが普及し、優勢になることによって、商業銀行の流動性管理の中でその役割が増し現在では最も重要な管理方法になったのである。

3 債券市場と商業銀行の流動性管理

債券レポは商業銀行の流動性管理の主要手段として、大きな影響力を持つようになったが、それによって商業銀行の流動性管理は新たな課題に取り組むことになった。それは、この債券レポを十分に活用することで、商業銀行の資産負債管理の水準を引き上げることであった⁹⁹。これは中国における商業銀行の本格的な資産負債管理政策の展開である。これもまた債券市場の発展が可能にした商業銀行の流動性管理高度化の促進である。

そのためにはまず、商業銀行が債券資産を合理的に配置しなければならない。債券レポの操作条件は商業銀行が一定数量の高信用格付の債券を持っていることである。しかし、債券資産の営利水準は貸出し資産より少なく、特に高信用格付の債券の営利水準は低い。そこで資産全体の中で貸出資産、債券資産そして他の資産をどのような割合で配置するかが重要な管理政策課題となる。資産の安全性、流動性と営利性の平衡が保たれなければならない。更に経済情勢と債券市場の情勢も十分に考慮されねばならないのである。

その次に、商業銀行は弾力的に対応できる流動性管理方法を適宜選択しなければならない。三つの流動性管理方法に対して、商業銀行が自身の信用状況と市場影響を考え、必要とされる流動性の程度に応じて、適切な方法を選択すべきなのである。

最後に、商業銀行が債券市場の積極的な参加者になるべきである。債券レポは債券市場で行われ、債券市場には機関投資家と個人投資家が参加しているが、債券レポは機関投資家相互の間で展開されているからである。債券レポは商業銀行自身の信用格付とは関係

⁹⁹ 呂 世蘊「債券レポ発展の推進」『債券市場研究』、2007年第一期、25ページ。

がないが、債券市場での日常的な取引活動と関係がある。平日に、商業銀行が積極的に債券市場の取引活動に参加していなければ、他の金融機関機構の状況を把握できない。従ってレポしたい時、適応する取引相手を尋ねて、合理的な値段で取引を行う事が出来にくくなる。商業銀行が積極的に債券市場の取引に参加することでのみ、マーケット・メーカーになって、自由におのおのの流動性管理の方法を適切に運用することが出来るのである。

第四節 債券市場と匯金融資プラットフォーム

債券市場は商業銀行改革を促進してきた。そして匯金融資のプラットフォームに大きな役割を果たしてきた。中央匯金会社は国有金融資本の出資者の代表として、金融機関に資金を注入している。匯金の投資プラットフォームは株式市場で展開され、融資プラットフォームは債券市場を舞台とするものである。それだけに債券市場と匯金プラットフォームとの関係は極めて重要である。

1 中央匯金会社と融資プラットフォームの必要性

中国の外貨準備の相当の部分は、米国債を中心とする米ドル建て資産で運用されているといわれる。世界一の巨額の外貨準備の米ドル建て資産中心での運用は、米ドルの下落による資産価値が減少するリスクにさらされているともいえる。また、米ドル建て資産の他通貨建て資産へのスイッチングを行う場合も、このスイッチングの規模と頻度によっては自ら米ドルの下落を招きかねないというリスクも考えられる¹⁰⁰。

中国の中央匯金投資有限公司（以下“匯金”に略称する）は国家より出資して設立された国有会社である。2003年12月、中央匯金投資有限公司が設立された際に、中国人民銀行は国家を代表して、匯金に資本金を注入した。2007年9月、中国の政府系ファンド中国投資有限責任会社（以下“中投”と略称する）が設立された。匯金は中投に合併されること

¹⁰⁰ 関根栄一「中国の外貨準備運用会社の設立に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』、2007 Autumn

になり、中投は中国人民銀行から株を買収して、匯金の資本金を提供した。こうして中央匯金は中投の子会社になって、國務院の管理を受けている。中投の海外運用と匯金の国内金融機関出資は、業務上完全に独立しており、厳格なファイアーウォールが設けられている¹⁰¹。匯金会社の投資資金は国家からのものである。匯金会社が設立された際は、中国人民銀行の附属機関であった。2007年、中投に管理されることになった。こうして、国家資本の代表機関は変更されたが、資本の国家的性質は基本的には変わっていない。

中投の資本金は中央財政が15000億元の特別国債を発行して調達された。そのため、中投の資本は基本的に国家の資本で、その資本は、債券市場を通じて、資金調達され、これを運用して、機関として実現することが出来た。債券市場は中投と匯金会社にとって、資金運用の面で極めて重要な市場なのである。

匯金会社が投資する金融機関の増加と共に、匯金会社の資本が不足するようになった。一番の解決方法は匯金会社の基本性格からいって国家出資である。2012年、国家は為替資金を中投に注入した。しかし、匯金会社は中投の子会社なので、国家の直接投資を受けることが出来ない。そのため、匯金会社には臨時資金不足が出現してしまい、融資手段を探す必要が起きたのである。それが融資プラットフォームになる。この形式を取れば市場化方式で国有金融資本の出資者としての責任を負担できるのである。

2 匯金債の発行

2010年8月匯金は中国輸出入銀行と中国輸出信用保険会社に出資し、中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行に資金を再注入する際に、一時的な資金不足のため、インターバンク債券市場で1875億元の匯金債を発行して、資金を調達していた¹⁰²。債券市場が中央匯金会社の管理運営上、資本注入に必要な資金の一時的な資金調達の資金源泉となったのである。資本注入に必要な資金を国家資本に全面的に依存するだけでなく、一時不足部分を債

¹⁰¹ 関根栄一「洗練された機関投資家への道を歩む中国 CIC のガバナンス」『季刊中国資本市場研究』、2010 Autumn。

¹⁰² 数字は中国債券情報ネットより作成したもの。

券市場に依存する市場化方式の活用である。債券市場がその要請にこたえる規模にまで発展してきていることに注意を払うことにしたい。

この匯金債の発行対して、最大の問題は匯金債の性質の確定である。匯金債は普通の企業債、会社債、金融債には分類しにくい。中国債券管理体制によって、企業債の発行審査機関は国家發展改革委員会で、会社債の審査機関は証券監督委員会であり、金融債の発行審査機関は中国人民銀行である。匯金債の性質が確定されなければ、審査機関の認可を受けることが出来ない。匯金公司、財政部、中国人民銀行の研究で、以下の観点が提示された。匯金債は政策性金融債との類似点がある。その理由は匯金会社の性質にある。匯金会社は国家の持ち株会社と認められる。ただ大手金融機関の株に投資している事、商業業務を営んでいない事などから、本質から見ると、匯金債は政策性金融債に近いものである。しかし、匯金債と政策性金融債は区別される点もある。匯金会社は金融免許を持っていないので、匯金債は金融債とは呼ばれない。こうして結局、匯金債の債券種類は政府支援機関債券と確認された。

匯金債と政策性金融債はみな政府支援機関債券と認められるが、区別もある。まず、発行の主体が異なる。匯金債の発行主体は非金融機関であるが、政策性金融債の発行主体は金融機関である。次に格付から見ると、匯金債の格付は政策性金融債より高いように見える。その理由として匯金は国家を代表するので、財政部も信用担保を提供しているので、政策性金融債とは違い、信用度が高いからである。

匯金債の性質が非金融債であるのに、政策性金融債と近いし、工商企業によって発行する企業債や会社債などとは異なる。中国人民銀行の発行審査では適格債券である。中国人民銀行は財政部の支持を得て、匯金会社が政府支持機関名義で匯金債を発行することを認可した。そして、2010年8月、550億元の匯金債が入札方式で発行された。2012年末、匯金債の残高は1090億元になっている¹⁰³。

3 匯金債発行の意義

¹⁰³数字は中国債券情報ネットより作成。

匯金債の発行には以下のように重要な意義と課題がある。

第一、匯金債は資金の臨時的不足を解決できる。

中央匯金は国务院を代表して、国有大手金融機関に対して株式投資を行っている。一時的な資金不足は匯金の投資活動に影響を与える。匯金債の発行を通じて、匯金会社の一時的な資金の不足問題を解決して、資金源の多様化にも役に立っている。匯金債の発行は匯金会社の新しい資金調達方法を創造したのである。

第二、匯金会社に対する市場監督の強化。

匯金会社は債券市場で、起債するにはことは市場監督を受けなければならない。市場監督機構の規定に従って、定期的に経営状況と財務状況を公表しなければならない。監督を受けることは匯金会社が自身の業績に注意を払うのに役に立っている。

第三、債券市場への債券種類の増加。

政府支援機関債券として、匯金債の発行は債券種類を増加させることになった。中国債券市場で、政府信用類債券が主な種類で、会社信用類の債券は少ない。近年、会社信用類債券を増加させるために、金融債、会社債、中期手形などの発行量が増加している。その中で政府支援機関債券は新しい債券種類で、発行額も多い。債券市場の債券種類の豊富化にも役立つであろう。

第六章 商業銀行改革と債券市場

債券市場は商業銀行改革、発展に対して、著しい重要性を持っている、同時に商業銀行改革の推進も中国債券市場の発展に役に立っている。

第一節 銀行改革が債券発行に対して及ぼした役割

中国の銀行業改革の30年間で、中国人民銀行が財政部から分離され、次いで国家專業銀行が成立し、その国家專業銀行が更に国有商業銀行へと轉換された。劇的な銀行改革の進

展であった。この銀行改革は社会主義的市場経済への基軸的な推進力であったから債券市場の発展とも密接な関わりを持つものであった。債券市場はこの銀行改革を支持したが、逆に、この銀行改革もまた債券市場の発展を推進してきた。特に、銀行改革は債券市場規模の拡大、債券種類の増加に、著しい影響を与えたのである。

1 銀行改革と国債の市場化発行の推進

国債は中国債券市場の主要な債券種類である。その国債規模の拡大に対して、商業銀行改革は重要な影響を与えてきた。

1980年代、国債の発行は行政命令によって行われていたが、90年代になって、株式と企業債の発行が増加し、伝統的な国債発行方式が継続できなくなった。このため、国債の発行規模拡大が制限され、その打開策が必要になった。債券市場の市場化に合わせて、国債の市場化発行が国債規模拡大の鍵になった。国際慣例に従って、国債の市場化発行というのは、アンダーライティングを組織して、入札とブックビルディングを通じて、国債を発行することである。金融機関がアンダーライティングに参加するのは必要なことである、かつて、中国国債の発行は行政配分の方式で発行してきた。そのためアンダーライティング機関が決定的に不足していた。1991年に、財政部は市場弾力的な発行メカニズムを採用した。当時、財政部は国債の引受シンジケート団を組織し、70社の証券仲介機関がアンダーライター業務に参入して、1/4の国債を引受したが、地方財政部門も引受シンジケート団を組織して、3/4の国債を引き受けた¹⁰⁴。

国家專業銀行が設立され、国債アンダーライティング団が組織され中心的な役割を果たすことになった。国家專業銀行が国有商業銀行へと転換する時、業務の拡大が必要で、アンダーライティング業務は収入増加が見込めるものであった。こうして国債のアンダーライティングが商業銀行の自発的な行為になった。1998年から、財政部は国債を市場化方式で発行することを決定した。財政部と人民銀行はそのための国債アンダーライティング

¹⁰⁴高 堅「中国国債」経済科学出版社 1995年 128 ページ

のリストを作成した。

商業銀行が国債アンダーライティング団の主要なメンバーになったので、財政部は国債を発行に対してその基礎を構築した。近年、財政部は国債を入札¹⁰⁵発行方式で発行している。アメリカ式入札とオランダ式入札¹⁰⁶以外、混合式入札¹⁰⁷を開発した。商業銀行はその資金の実態に合わせてアンダーライティングした国債を転売できるし、もし臨時的に転売できないと、商業銀行も短期に持っていることができる。

財政部は国民に対して貯蓄国債を発行し、商業銀行も主要なアンダーライティング機関である。個人投資家は商業銀行の店頭で貯蓄国債を購入できる。中小機関と個人投資家に向ける発行する電子国債も商業銀行と店頭で取引している。

2 商業銀行と企業債発行の推進

企業債は中国債券市場の中で発展は遅延であった。1990年からの十年間は、発展が遅く、2005年以後に比較的速く発展してきた。この時期は、中国の商業銀行改革が国有大手商業銀行を株式会社化へと大きく転換させた時期である。中国銀行、建設銀行と工商銀行は2007年に株式改革と株式上場を完了した。株式会社となった銀行は市場と投資家の監督を受けて、これまでにない新規業務の展開が期待されるようになった。企業の側に短期融資券、中期手形などの債券発行が求められ、これらの発行を支援することが大手商業銀行の

¹⁰⁵入札発行方式は債券発行方式の中で、市場化程度が最も高い方式である。基本原理は、発行者が債券発行情報を投資家に公表して、投資家が入札書を提出し、購買数量と価格を提出して、最後に、価格の高低によって、債券の発行価格と入札数量が確定される。

¹⁰⁶価格入札には二つの落札方式がある。“アメリカン式”あるいは“オランダ方式”である。“オランダ式”は統一落札あるいは単一落札と呼ばれる。入札終了後、発行システムは各引受証券会社の価格を発行人の有利原則で、並べられ、(利率入札が低い利率から高い利率の順番で、価格入札は高い価格から低い価格まで並べられる)、入札量は予定発行額まで累積される。

アメリカ式入札は入札終了後各有効入札価格を並べ、(利率入札が低い順から高い順で、価格入札が高い順から低い順で) 予定量を全部募集した中で有効価格以内の有効入札は各自入札した価格で落札する。

¹⁰⁷“混合式”で入札すれば、入札終了後、制限価格より低い価格と対応する落札量を加重平均で計算して、これが債券の額面利率になる。額面利率より低い価格で入札した側は、額面利率で落札して、額面利率より高い価格で入札した側は、各自の入札価格で落札する。

主な投資銀行業務になった。このような新規業務に光大銀行、興業銀行などの中等株式制銀行も参入し投資銀行業務が推進されることになった。2005年5月商業銀行の推進によって、短期融資券が出現した。2008年、商業銀行の支持によって、中期手形も出現した。企業が銀行に単純な貸出しを依頼する状況は大きく改善されることになったのである。

商業銀行が企業債の発展を推進したことは、国債のアンダーライティング団に参加して国債の発展を促進した場合に比べてある意味ではそれ以上に重要な意義を持っている。その理由は国債の場合信用リスクがなく、市場監督機構の審査を受けることが必要ではないからである。企業債の発行の場合はそうではない。信用リスクがあるので、発行以前に信用格付をしなければならない。企業信用債の発行は監督機構の審査を受けるので、中国では、短期融資券と中期手形は取引商協会に登録する方法を使用しているにもかかわらず、同時に、企業債券と会社債券の発行は監督機構の審査を受けなければならない。実際には、取引商協会での登録はやはり審査制度になっていて、審査がやや緩やかというだけである。中国人民銀行はこの審査権限を取引商協会に移管した。そのため、企業が短期融資券と中期手形を発行する際には、取引商協会に必要資料を送らなければならない。取引商協会から発行認可の許可をもらうと、発行業務が開始される。商業銀行は企業信用債のアンダーライターとして、企業調査、格付、法律などの調査・検討をしなければならない。そして、発行材料の作成と申請、発行方式の選択、協議内容の作成などの業務もしなければならない。国債発行よりもはるかに事務量が多いのである。

商業銀行の積極的な参加によって、中国の企業信用債が最近の8年で、速いペースで発展してきた。2012年末、全部の企業信用債の預託残高が4.79兆元になって、中国の重要な債券種類になったのである。

3 商業銀行が金融債券発行市場に対して及ぼす役割

商業銀行は金融債券の発展も推進している。一、金融債券の需給の拡大が金融債券市場の規模を拡大した。商業銀行は自己資本比率を高めるために、債券市場で劣後債と混合資本債を発行して、付属資本を補充する。同時に、商業銀行は資金源の拡大を目指して、資

金用途限定がない普通金融債の発行を申請した。

貸付資産証券化の実験は商業銀行から開始された。これによって中国債券市場金融債の銘柄が増加してきた。特に国家が国有商業銀行株式改革のために設立した匯金会社が起債することは、中国債券市場の債券銘柄を拡大することになった。かつて、中国の金融債は一つしかなかった、商業銀行の起債要求によって、六つに増大した¹⁰⁸。商業銀行は金融債のアンダーライティングをして、金融債の発行に便宜を与え、金融債の規模を拡大した。これまでは政策性金融債の比重が高く、発行する金融機関が少ないのに、発行量は多かった。だが、金融債の増大で事情が変わってきた。そこで、これに対応するために資金実力が豊富な商業銀行の参加が必要になったのである。商業銀行が金融債のアンダーライティングに参加して、中小商業銀行劣後債、普通金融債が発行できる条件が生まれた。中小銀行の信用格付は低い。これらの銀行が劣後債、普通金融債を発行し、証券会社がアンダーライティングすると、商業銀行の支持を得られない。もし大手商業銀行がアンダーライティングすれば、この問題を解決できる。現在、中小商業銀行の劣後債と普通金融債の80%が商業銀行によってアンダーライティングされているのである。

第二節 銀行改革と債券市場取引の推進

中国の商業銀行改革の結果、商業銀行は積極的に債券市場取引に参入して、中国債券市場の流動性を推進する役割を果たしてきた。

中国債券市場の流動性が低い原因は以下の三つである。一、中国債券市場は長期間にわたって、規模が小さかった。二、かつて、中国債券市場の参加者は個人投資家が多かった。個人投資家は期限まで債券を保有するので、取引は少なくなる。三、中国債券市場の取引メカニズムがまだ健全に機能していなかった。取引所市場では、価格競争で取引しているので、活力がある。しかし1997年7月から、商業銀行は取引所債券レポを通じて、与信

¹⁰⁸金融債の六つの銘柄は、金融債、劣後債、混合資本債、普通金融債、住宅ローン貸付担保証券、貸付資産担保証券である。

資金を株式取引に運用したため、金融管理局によって、取引所債券市場から退出させられた。そのため十年間、商業銀行は取引所債券市場に参入できなかった。インターバンク債券市場ではブックビルディング方式を採用しているため、取引の活性度が低くなった。また OTC 債券市場に適応できる取引システムが構築されてなかったため、そのことがインターバンク債券市場の活性度にも影響を及ぼした。しかし、商業銀行改革の深化が債券市場流動性に重要な変化を与えることになった。商業銀行業務の革新によって、中国債券市場で、個人投資家が参加主体であった状況が大きく変化し、機関投資家が債券市場の主体になった。この機関投資家の中心は商業銀行である。このように商業銀行が債券取引に及ぼす重要性が飛躍的に増大し商業銀行が取引債券市場に再参入することも認可された。市場の発展を牽引することで商業銀行主導の社会主義的市場経済の形成が推進されていると見てよいであろう。そして、商業銀行はインターバンク債券市場でマーケット・メーカーとして、債券市場の拡大と活性化に更に主導的な役割を果たすことになったのである。

1 インターバンク債券市場の取引メカニズムと取引システム

商業銀行がマーケット・メーカーとして、債券市場を活性化できた背景を明らかにするためにまず、OTC 債券市場の取引メカニズムと取引システムの特徴を説明しなければならない。中国のインターバンク債券市場は OTC 債券市場である、OTC 債券市場の基本的な特徴は固定的な取引場所がなく、取引が分散していることである。場外市場は一般的に取引商間の市場あるいは取引商と顧客間の市場である。取引商間市場の参加者はマーケット・メーカーを行う証券業者と一般的な取引商である。この市場では、単一の取引規模が多いので、卸売り市場（BtoB 市場）と言える。取引商と顧客市場の主要な参加者は端末投資家であるが、この市場で、端末投資家がマーケット・メーカー、一般取引商と取引している。マーケット・メーカー、と一般取引商が債券購買オファー、投資家が債券価格の引き受ける者となるが、これは小売市場（BtoC 市場）と呼ばれる¹⁰⁹。現在、場外債券市場がクオー

¹⁰⁹ 袁 東 『債券市場：取引制度と預託決算』経済科学出版社、2005 年、23 ページ。

ト・ドリブンを採用している。クオート・ドリブンとは取引者が価格をオファーして、話し合いの上で、取引をしている。流動性の提供度合によって、クオート・ドリブンが引き合いとマーケット・メーカー取引とに分けられている。

その仕組みを明らかにするために、まずオファーから見ていこう。

① 引き合いメカニズム

引き合いはオファーの基本方式であるが、現実の需要がある投資家の間に発生している取引プロセスは「引き合いーオファーー成約確認」の順に行われる。引き合い取引は匿名の要求が高いが、市場価格に対する影響が少なく、投資家にはある程度の分析能力が必要なうえ、情報調査コストもかかる。そのことからこの方式は機関投資家間の大口取引に適合するものである。

引き合い取引では投資家が直接に市場の中で相手を探して、価格を問い合わせるので、著しく効率が悪い。だが、ブローカーが出現してからは、ブローカーが投資家からの取引指令を受けてから、市場の各需給情報を整理して、市場の最もよい価格をマッチングする。これは金融機関の調査リスクを減少できるし、取引効率を高めることができる。ブローカーを通じて取引を行う長所はこれだけではない。この方式で取引する時、匿名で取引が行われるので、取引が成立して初めて、ブローカーが取引相手に名前を教える。こうすれば、取引主体の地位の不平等から来る取引の阻害要因が取り除かれ、円滑な取引の推進が期待できる。このように発展中の場外市場では、ブローカーが市場運営メカニズムに対して、重要な役割を果たしているのである。

このブローカー業務であるが、サービスの対象によって、ブローカーは二種類に分かれている。大規模の取引商にサービスを提供するブローカーは、取引商間ブローカー（inter-dealer brokers）と呼ばれている¹¹⁰。もうひとつが、端末投資家間あるいは端末投資家と取引商間にサービスを提供するブローカーである。顧客は資金の直接需給者である。

② マーケット・メーカー取引メカニズム

¹¹⁰同上。 24 ページ。

マーケット・メーカー制度というのはマーケット・メーカーが投資家に特定の購入価格と売出す価格をオファーして、この価格で取引商の売買オファーが受けられることを承諾する制度である。マーケット・メーカーは売買価格を調整して、適当な差額を取得し、コストを補充した上で、利潤を獲得できる。

マーケット・メーカー制度が債券取引の主な機能である債券価格形成を促進し市場流動性を引き上げるのである。一方で、マーケット・メーカーは分散的な場外取引を集中できるので、各種債券に対して、売買価格を連続的にオファーして、投資家はこの価格でマーケット・メーカーと取引を成立できる。マーケット・メーカー制度によって投資家の情報調査コストが減少できるし、取引商に参考価格を提供できる。他方で、マーケット・メーカーは大手機関であるので、大口取引ができ、市場流動性を提供できる。そして、場外債券市場価格の安定性を維持できるのである。

価格改善と情報公表の理由から、大手機関投資家が価格引き合い取引を選択する状況が多い。普通の中小機関投資家にとって、流動性はマーケット・メーカーによって提供される。このように、マーケット・メーカーの能力が場外取引において、重要な役割を果たしているのである。

マーケット・メーカーのコストはストック・コストと情報コストとに分けられる。ストック・コストがマーケットの需要を保持するために保有している債券と手持ちの資金を保有するコストであって、それは価格変動によって発生する損失と手持ち資金の機会コストである。ストック・コストとは債券価格の不確実性と取引量の不確実性によって、発生する。取引量の不確実のために、ストック量を保存しなければならない。債券価格の不確実性が高ければ、ストックの価格損失が高い。情報コストとは情報の非対称性によって、発生するコストである。ちなみに、内情を知っている相手と取引する時のコストはマーケット・メーカーが負担するコストである。

マーケット・メーカー・コストが存在するので、マーケット・メーカーの資産管理能力とリスク管理能力が直接マーケット・メーカーのオファー格差に影響し、取引コストに影響を与える。債券市場の機関投資家が脆弱だと低いと、マーケット・メーカー能力を低め、

売買格差が多くなって、取引コストを高めることになるであろう。

マーケット・メーカー制度は各国の債券市場によって採用されている。国際状況から見ると、各国場外債券市場でたくさんのマーケット・メーカーがある。例えば、アメリカでは、場外債券市場で 22 の公認マーケット・メーカーが存在しているが、イギリスでは国債に対して、マーケット・メーカーは 16 社である¹¹¹。

② 場外電子取引システムの発展

最初、場外債券市場の取引は電話で行われていた。コンピューター技術の発展によって、コンピューター補充するオファーシステムが出現した。1990 年代末から、インターネット技術と電子取引システムの出現が、市場参加者に対してインターネット取引システムを提供することになった。現在、場外債券市場の電子インターネット取引システム運用が普通である。取引商市場で使っている電子取引システムが取引商間のブローカー（IDB）より提供された。取引商と端末投資家の市場取引の中で、最初、電子取引システムは単一ひとつの取引商が顧客オファーを便利にするために、設立された。その後競争力の増強のために、多くの取引商が各自の取引システムを電子取引システムへと再編成してきたのである。

アメリカ債券市場協会の調査によって、アメリカ債券市場の電子取引システムが 80 以上であるが、ヨーロッパの場外市場の電子取引システムとは取引商間の電子取引システムが MTS システム、Espeed システム、BrokerTec/ICAP システムのことである。取引商と顧客間のシステムが Autobahn Electric Trading、Tradeweb、Bloomberg bond Trader、Bondvision と Market Axess などのシステムがある。

電子取引システムの発展によって、クオート・ドリブン取引方式が場外債券市場の唯一の取引方式ではなくなって、場外債券取引市場の電子取引システムが特に取引商間の電子取引システムとなっているが、この電子システムがクオート・ドリブンとオーダー・ドリブンを共存している状況もある。マーケット・メーカーが取引時間内連続的に価格をオファ

¹¹¹数字は中国インターバンク取引商協会のホームページにより作成。

ーして、市場に流動性を提供する上に、価格優先と時間優先の原則で自動的に売買命令をマッチングされて、取引が成立される。

債券商品との特徴と債券商品の投資家構成によって、オーダー・ドリブンの取引メカニズムより、クオート・ドリブンの方が債券取引に対してより適合的である。

2 銀行のマーケット・メーカーの役割と取引の活性化

OTC 債券市場で、市場取引流通を仲介しその活性化に向けてその中心的役割を果たすのが活躍するのはブローカーとマーケット・メーカーである。中国のインターバンク債券市場は機関投資家を主体としての OTC 市場である。そのもとでブローカー制度とマーケット・メーカー制度が構築された。

2006 年 7 月、中国人民銀行はインターバンク債券市場でブローカー制度を設立したが、インターバンク債券市場の貨幣ブローカー会社には上海国利貨幣ブローカー有限公司、上海国際貨幣ブローカー有限公司と平安利順貨幣ブローカー有限公司の三つの機関がある。貨幣ブローカーが出現してからは、貨幣ブローカー会社で大量的な情報が集中されているので、取引が成立しやすくて、価格も引き下げられることになった。

インターバンク債券市場での資金流通モデルは以下のようになる。(1) 金融機関はブローカーに取引需要を提出する。(2) ブローカーは電話あるいは MSN、RM などのインターネットチャットの情報交流システムを通じて、最適な取引相手を見つける。(3) 受けたオファー情報を整理して、顧客に最も適当な価格を公報する。(4) 顧客は取引を実行するかどうかを決定する。(5) ブローカーは取引の両方に告知して、決算を行う¹¹²。

貨幣ブローカー会社と従業員は、厳格的な取引規則を遵守しないといけない。ブローカー会社はサービスを提供する時、公平でなければならないし、顧客情報の機密保持を厳守しなければならない。ブローカーが電話などを通じて行った取引記録は適切に保存されねばならない。そして市場管理機構に取引統計情報を提供する義務がある。

¹¹²袁 東 『債券市場：取引制度と預託決算』経済科学出版社、2005 年、30 ページ。

インターバンク債券市場の発展の中で、マーケット・メーカー制度は最も重要な制度として構築されてきた。

2001年以降マーケット・メーカーの出現で、債券取引の活性化と市場流動性の増大が促進された。

「マーケット・メーカー制度管理方法」によって、市場参加者がインターバンク債券市場のマーケット・メーカーを行う業者になることを申し込む条件は、以下のようになる。登録資本あるいは資本金が12億元以上である。頻繁に市場取引をしている実績があること。申し込みの提出以前に、インターバンク債券市場でマーケット・メーカー業務を営んだことがあり、経験と能力がある。完全な内部管理制度を持ち、健全な内部リスク管理制度がある。債券市場研究と分析能力がある。

また、業務部門に債券資格合格の従業員が5名以上いる。職務責任が完全に遂行されている実績があり、申し込み日までの2年間にわたって、違法行為が発生したことがない。これらの諸条件をクリアすることが必要とされた。

マーケット・メーカーを行う業者になれば、以下のような義務がある。

マーケット・メーカーが取り扱う債券種類は少なくとも6種である。そのうち政府債、開発金融機関債と非政府信用債の3種類の債券及び債券の期限が0-1年、1-3年、5-7年と7年以上の四つの種類の債券を取り扱わねばならない。そしてひとたびマーケット・メーカーする証券種類を確定すると、当日は変更できなくて、選定した価格で連続的にオファーをしなければならない。中断時間は30分以下に限定され、マーケット・メーカーの最小オファー額面価格は100万元である¹¹³。

さらに、マーケット・メーカーのコストが高く、高リスクを負担しているので「マーケット・メーカー制度管理規定」によって、マーケット・メーカーを行う業者にも一定の権利が与えられた。例えば、インターバンク債券市場で優先的に国債、政府性金融債の受取シンジケート団に参加できる、手数料の割引を得られる。中国為替取引センターによって

¹¹³袁 東、前掲書、2005年、31ページ。

提供されるデータ、取引成立情報などを獲得できるなどである。

商業銀行は専門のブローカーとしては、適格とは言えない。商業銀行はインターバンク債券市場の参加者として、匿名取引希望がある他の銀行のブローカーを担当できない。しかし、商業銀行はマーケット・メーカーとしての業務を担当できる。すなわち、商業銀行は次々に債券を購入して、売り出すことができる。中国人民銀行によって、公表されたマーケット・メーカーの条件によって、多数の商業銀行はマーケット・メーカーの条件を満たせる。マーケット・メーカーとして、商業銀行は取引の便益と収益を獲得できる。現在、中国インターバンク債券市場のマーケット・メーカー数は25社であるが、その中で、22社が商業銀行である¹¹⁴。商業銀行はマーケット・メーカーの主要な部分である。取引商協会の統計によると、2012年マーケット・メーカーを通じて取引された金額は債券取引総額の半分である。

商業銀行は決算代理人として、インターバンク債券市場の取引を推進した。決算代理人は銀行決算に参加資格のない機関を代理して、決算業務を行う。この機関は工商企業と小型金融機関なので、インターバンク債券市場の大手金融機関と取引機会が探しにくいので、決算代理人を通じて、取引と決算を行う。決算代理人としての商業銀行は資金決算を行っているとともに、債券ブローカーの責任も担当している。インターバンク債券市場の決算代理人の数は43で、債券市場取引に対して、積極的な影響を与えている。

3 銀行改革が債券市場の業務効率に対して及ぼす役割

中国商業銀行改革は債券市場の業務効率に対しても積極的な影響を与える。それは以下のように表現される。

まず、商業銀行は債券市場の決済銀行として、債券市場の安全と効率に対して重要な役割がある。中国取引所債券市場の資金決済はまず中国証券登録決算会社の上海、深圳会社で行う、T+1の方式で、取引所が銀行に開く口座で決済する。商業銀行は取引所内債券

¹¹⁴数字は中国インターバンク取引商協会のホームページによって作ったもの。

市場取引資金の最終的な決済機関である。インターバンク債券市場で、取引資金の決済について、一部は中央銀行に決済口座を開く商業銀行である、債券取引が終了すると、中央銀行の口座間で決済する；また一部は中央銀行で決済口座を開設しない金融機関である、このような金融機関の決済は中国国債登録預託決算会社の中央銀行特別口座で行い、一部は商業銀行を通じて、決済する。債券市場の種類にかかわらず、債券取引の資金決済は商業銀行を依頼して、行っている。近年、商業銀行は債券市場に取引決済業務を提供することを中間業務収入の増加手段として認められた。

次に、商業銀行は資産預託業務を展開して、債券市場の投資価値を高めている。現在、中国の各主要な商業銀行は資産預託業務を展開している。預託資産は証券ファンド、住宅積立金、年金、保険資金、銀行理財資金などである。大手商業銀行は債券市場のマーケット・メーカー、清算代理人、取引商であるので、資産預託機関と密接な関係がある。預託資産が債券市場に参入することに対して、条件を創造して、債券発行と取引にもう積極的な影響を与えた。

商業銀行は取引債券市場に対して、OTC市場と取引所市場の架橋的な役割を果たしている。これは債券市場の統一に向けた連結に有効な作用となった。1997年から2009までの十年間、商業銀行は取引所市場で取引できなかったため、取引債券市場は重要な参加者を失っていた。2009年以後、商業銀行改革の推進によって、管理機構は商業銀行が取引所債券市場に復帰することを認可した。その結果、復帰した商業銀行は二つの債券市場に跨って、二つの市場の債券流動化を推進し、二つの債券市場の価格も同一化してきた。そして近年の取引所に参入する商業銀行の増加とともに、債券市場の整備と統一性が促進されることになったのである。

商業銀行改革は中国経済改革の重要な内容である。そして何よりも重要なことは債券市場が商業銀行の改革支え、同時に、商業銀行改革は債券市場の発展を推進したことである。だが商業銀行はまだ市場化に対応できていない非市場化の問題を残している。特に、国有大手商業銀行はかつての行政機構であった頃の特徴を色濃く残している。次の課題はこれについての改革である。例えば、中国の商業銀行は市場化の過程で、政府に債券商品の開

発の許可申請を要求する。その結果、政府は債券開発の制限を緩和する。債券開発によって銀行の業務範囲は拡大するが、債券投資コスト、リスク等への管理に精密さが求められる。こうして商業銀行は債券市場に自由に参入でき、預託も便利になったので、市場の自律性が増し政府監督機構による市場への統制的な管理も緩和されるだろう。そのためには商業銀行が市場化に対応した商品開発と管理の近代化が求められている。そしてこの商業銀行の非市場化問題は債券市場の発展を商業銀行が促進する過程で着実に解決されることになるだろう。

4 シャドーバンキング (shadow banking) と債券市場の近代化問題

最近の五年間、中国商業銀行に関わるシャドーバンキング問題が出現してきた。シャドーバンキング問題はアメリカで大きな問題となったが、中国においても問題となっているのは銀行資産負債表外の融資業務である。これは銀行の理財商品と密接な関係がある。銀行理財商品の規模について、2012年末で発行残高7.1兆元、発行商品数では3万2,152商品と発表している。また、人民銀行は、2013年第1四半期の中国貨幣政策執行報告のコラムの中で、2012年末時点の銀行理財商品の発行商品数を3.1万商品、発行残高を6.7兆元としている、中国社会科学院世界経済政治研究所のレポートでは、銀行理財商品の発行残高は、2006年末の4,670億元から、2012年末には7.1兆元に達しているが、2012年末時点の規模は、銀监会や人民銀行の把握している規模とほぼ一致している¹¹⁵。

中国のシャドーバンキングは、これまでの中国の商業銀行の発展状況と政府の政策転換に伴う規制に関わる問題である、中国経済の発展モデルは規模の拡張を目指した数量拡張モデルであったが、近年の景気の過熱と金融市場でのバブル化の懸念から中国中央政府は持続的で安定的な成長を目的としたモデルへの明確な転換を打ち出した。しかし、企業と地方政府にはこの新たな経済発展モデルへの転換の意義がまだ十分に浸透されない状況にある。そこで金融監督局は商業銀行に対して貸付規模をコントロールすることで政策転

¹¹⁵ 関根栄一「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」『季刊中国資本市場研究』2013 Summer

換を遂行しようとした。しかし、商業銀行が貸付を減少させると銀行の貸付利子が減少するため、商業銀行は新たな業務を開発する必要に迫られた。そのため企業の資金への需要も従来の貸付や債券ではなく、これまで市場で取引されなかった非標準化方式での資金調達が求められ、急成長することになった。これがシャドバンキングの発展である。

シャドバンキングの業務範囲で注目されるのはそれが主として中国の銀行理財業務だという点である。銀行が開発した銀行理財商品がシャドバンキングの主たる投資対象になっている。つまり、銀行が理財商品を発行して資金を集め信託機関などの非銀行金融機関と連携して投資を促進しているのである。あるいは、商業銀行が貸付資金で債券を購入しているのである。つまり、シャドバンキングの展開されている市場は債券市場であり、投資対象は銀行が開発した新規の金融商品としての銀行理財商品である。ここに、銀行以外の信託機関などの非銀行金融機関や地方政府のプラットフォームなどが投資を集中してきたのである。言い換えれば、シャドバンキングの基本構造は債券市場の発展とそれを推進してきた商業銀行の近代化の過程で、政府の貸出規制を回避する資金運用行動の拡大であった。では、シャドバンキングは債券市場にどのような影響を与えるであろうか。

商業銀行にとって理財資金の投資と比率は各銀行の戦略によって異なる。債券資産は理財資産の15%–30%程度である。大きな注目を浴びているがシャドバンキングは債券市場に対して影響は少ないと思われる。原因は第一に、銀行理財商品を主体とするシャドバンキングでの投資総額は銀行の資産総量と比べて、比率が低く、約10%である。この中で非標準化商品に投入する資金量は約4万億元で、銀行資産の3%程を占めているにすぎない。第二に、銀行理財資金の相当的な部分は債券を購入しているので、理財業務規模が最大の工商銀行は半分くらいの理財資金を債券購買にあてている。これはむしろ債券市場の発展を促進できる要因である。第三に、中国のシャドバンキングは銀行資産負債表外の融資業務であるが金融監督局が監督を強めている。シャドバンキングは、金融監督局が実施している商業銀行の貸付規模のコントロールを回避することだけを目的に発展してきたが、シャドバンキングのリスク管理が強まれば今後債券市場に対して大きな影響はないといえるだろう。

第三部 債券市場管理体制の改革と改善

中国債券市場の発展において、管理体制の改革と改善は重要な問題である。中国債券市場は政府主導で発展したため、そのことが中国債券市場の管理体制に対しても重要な影響を与え、市場管理は厳格であった。だが、この市場管理の厳格さこそが債券市場管理体制の問題である。厳格化過ぎる市場管理体制は市場機能を硬直化させ市場の発展を阻害する要因となるからである。債券市場の市場化にあわせて管理体制を如何に緩和できるかが中国債券市場の管理体制改革の重要な課題である。

第七章 債券市場管理制度の緩和

中国債券市場の管理制度は債券発行審査、投資家の市場参加審査、マーケットメーカー、ブローカーの審査と債券登録預託管理を包括したものである含めている。それらの中で管理の核心は債券発行審査と機関投資家の市場参加の認可である。

第一節 発行審査メカニズム

発行審査は債券市場の管理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の発行部門に対して行っている管理である。その目的は債券投資家の利益を保護して、債券市場リスクを引き下げることである。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なるであろう。

1 債券発行審査の仕組み

① 債券発行審査の目的と意義

商品取引は自由に行う経済行為である。債券発行は金融商品と金融ツールの取引で、市

場取引行為の原則を守る点では一般的な商品取引と変わらない。しかし、債券発行と一般的な商品取引は以下の点で区別される。第一に、債券の質量については専門機関の検査が必要である。第二に、債券を購入することは金融投資の一つであって、公開販売していることで一般化されている。第三に、債券は貸借証であって、借り手は一人で、貸し手が多数という関係にある。

債券の質量は債券市場の安定性にとって、非常に重要である。そのため、金融管理機構は債券発行を管理するが、発行審査はなかでも重要な業務である。

債券の発行審査の内容は二つである。第一に、発行者の財務状況の審査。第二、債券の質の審査である。

債券審査には以下の三種類がある。

(1)審査許可制：この審査方法は審査発行機構が、債券に対して、実質的な審査を行い、あらかじめ設定された発行規模によって選別される。ここで発行利率、発行日などが決定される。

(2)申告制：より緩和された方法であって、債券の状況に審査で、発行者は債券発行条件を満たすと、債券を発行できる。

(3)登録制：実施方法は二つある。一、発行者は管理機構に発行資料を提出して、登録し、管理機構は資料を手順どおりに審査して、登録できるかどうかを決める。登録拒否なら、債券発行ができないので、この方法は審査による登録制である。二、債券発行者は資料を提出し、規定によって管理機構の拒否決定を受けなければ、自動的に債券を発行できる。この方法は一番緩和された方法と認められている。

債券発行審査の一つの意義は投資家の利益を保護することである。

投資家は債券を購入すると、利益を保護することは自身の判断と関係がある。だがその判断材料として、発行者の経営状況と信用状況も重要な原因となる。発行審査は投資家の利益を保護するために、発行者の経営状況と信用状況を調査して、債券が発行に適格かどうかについて、判断を下すのである。

投資家の利益保護というのは、債券発行に対して政府担保を与えることではない。審査

を受けた債券はリスクがないというわけではない。管理機構は発行条件の真偽を具体的に調査できないので、発行条件の適合性を判断するためには発行者に、真実の報告を提出させるべきである。

信用格付機関、会計士、弁護士などの仲介機関が提供した資料内容については法律責任が問われるべきである。

管理機構の業務は発行のリスクを適正に管理することである。もし管理機構が適合性を保証することが、債券発行のリスクがないことを政府が保証していると投資家が考えれば、投資家はリスクを考えず、収益率しか考えなくなる。投資家は発行者に対して管理内容に関心を払わなくなり、市場は育成されないのである。

審査の別の目的は債券市場の安定を維持することである。

債券市場の安定は多くの要因に依存している。発行審査システムの健全性はひとつの要因である。発行審査には二つの内容がある。発行者が発行条件を満たしているかどうかを審査することで、もうひとつが債券と投資家がマッチングしているかどうかを審査することである。発行者が条件を満たさないと、債券の信用リスクは高くなる。債券の満期に、元金と利息が支払われないと、こうした債務不履行は債券市場への信頼を損ない、債券市場の安定性に深刻な影響を及ぼすことになる。債券種類によって、リスクが違うので、リスク選別の能力と引き受ける能力が異なる債券投資家とのマッチングが必要なのである。

各国の債券市場の歴史、金融環境の違いによって管理理念は異なる。発行者の信用状況が違うので、債券発行審査は国と時期の違いによって異なる。全体的に言えば、先進国では、債券審査は緩和されていて、発展途上の中国では債券審査は厳格である。信用格付の高い発行者に対しては緩和され、信用格付が低い発行者に対しては厳格になっている。機関投資家に向け発行する債券に対して、審査は緩和されていて、公衆と個人投資家に対して発行する債券に対して、審査は厳格である。

アメリカでは債券発行の審査は緩和されている。これは管理理念と関係がある。債券の過度な管理は債券市場の発展を妨げるので、登録制を採用し、市場での評価に委ねる方法を重視した。それで、アメリカの金融危機の勃発後、アメリカでの緩和された審査の問題

点が指摘されている。

比較的にいえば、ヨーロッパでは相対的に債券発行審査は慎重である。EUの各国が国債を発行する際に、審査は必要ではない。EUの各国の債券発行審査は大体手順審査を採用している。すなわち、発行者はEUの統一的な発行条件に基づいて、発行資料を提出して、管理当局は資料の完備されたものかどうかを審査する¹¹⁶。

中国では、債券発行審査は市場管理の重要な内容である。総体的にいえば、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、社債、商業性金融債の発行審査に対しては厳格である。

②政府債券の発行審査

政府債の発行者は中央政府、地方政府である。中央政府によって発行される債券が国債であって、地方政府によって発行される債券が地方債である。

まず、国債の発行審査制度を考察する

国債は中国債券市場で最大規模の債券である。国家は財政赤字を埋め、国家予算を順調に行うために、国債を発行する。それに国債の発行は財政政策と関係があって、積極的な財政政策を実施する時、政府の収支を拡大して、企業の発展を支持するために、国債を発行することが必要である。

国債の発行は国家信用に依存しているので、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が必要ではない。しかし、国債の発行は国家信用に関係しているので、無用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受けられる程度に限定されねばならない。2003年以前、国債発行量のコントロールは人民代表大会の役目であった。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、全国人民代表大会は国債発行審査制度を改革し、審査は国債の残高のみに制限され、当年の発行量と発行時期については、財政部によって決定されることになった。

¹¹⁶沈 炳熙、曹 媛媛『中国債券市場：30年改革と発展』北京大学出版社、2010年。

次に、地方政府債の発行審査を考察しよう。

現在、中国で地方政府債の発行は積極的な賛同を得られていない。1998年に、経済を刺激するために、中央政府財政は地方政府のために550億元の国債を発行した。この国債を発行して、集めた資金は地方政府によって使用されたが、発行主体は中央政府なので、法律上の責任主体からみると、債券償還者は中央政府である。2009年に、金融危機に向け、国内の投資需要を拡大するために4万億元の投資計画を立てた、地方政府は投資プロジェクトに着手したが、資金不足の問題を解決するために、地方政府債の発行を要求した。これに対して中央政府は36の省、市単位の地方政府債発行を許可した。この債券は中央政府が地方政府債券の担保者として発行され、債券の銘柄に地方政府と明示され、前の地方政府債の発行とは明らかに異なるものであった。しかし、発行する地方政府が債券の償還ができない場合、中央政府が償還義務を果たさなければならない。それに各地方政府の信用格付を区別できないため、各地域の起債コストを表現できない。これが懸案の課題である。

現在、地方政府債券の発行審査方法はまだ検討中である。2012年、国家は上海、浙江、江蘇と広東が地方政府の名義で債券を発行することを許可した。債券の性質によって、地方政府債券と国債はまったく違う種類である。国債は国家信用を用いるので最高の格付けである。国債と比べて、地方債券は各地方政府の信用に基づいて、発行される。しかし各地方の信用が異なるので、格付けと審査が必要である。

地方政府の実力によって、債券償却の能力が違う上、各地方の金融環境もさまざまである。情報を市場に公表すると、市場は各地方の地方政府債に対して異なる対応をするだろう。投資家が正確な地方政府の信用状況を把握するために、監督部門が地方政府債に対して、厳格な審査をしなければならない。中央政府が地方政府の負債に対して、責任を負っているので地方政府債の発行審査機関は財政部であるべきである。

③金融債券の発行審査

金融債券の残高は中国で、各債券種類の中の二番目になる。金融債の中には、政策性金融債と商業性金融債が含まれている。

まず、政策性金融債の発行審査を分析しよう。政策性金融債とは、政策性銀行より発行される債券であるが、国家財政は政策性銀行の財務結果に最終的な担保を付けているので、政策性金融債は準政府信用債と認められる。そして、その発行量には厳格な制限が課せられる。政策性銀行の業務は財政の支援にあり、商業銀行と利益を巡る競争はできないし、政策性銀行の業務規模も限定されている。政策性金融債に対する審査は主に発行量について行われている。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して、債券発行規模を認可する。最終の発行量に最高限度が設定されているので、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、毎回の発行数を決める。毎回の発行が完了すると、人民銀行に発行情報を報告し、事前の報告は必要ではない。

政策性金融債に対する審査と国債審査は同じである。発行主体の信用状況、償却の能力は審査対象とはならない。

2008 年末、国務院は国家開発銀行の商業化改革を批准したが、それによって国家開発銀行が政策性銀行の性質から商業銀行へと移行することになった。この改革が金融債の構成に対して、深い影響を与えている。そのため、国家開発銀行によって発行された債券は政策性金融債とは言われない。国家開発銀行の債券が政策性金融債の 70% を占めていた¹¹⁷。国家開発銀行の債券発行についての審査内容もこのことに影響された。法律面からみると、その後、国家開発銀行の債券審査は商業銀行の起債標準のようになった。このことは必ずや国家開発銀行債券の発行数量とコストに影響を与える。現在、過渡的措置として国家は三年の国家信用を国家開発銀行に賦与している。なお中国輸入出銀行と農業発展銀行については、まだ改革が決められていないので、債券発行審査も変化していない。

次に、商業性金融債の発行審査を考察しよう。商業性金融債は 2004 年 6 月から発行が開始された。最初、商業銀行の劣後債が発行されたが、これは商業銀行が付属資本を補充

¹¹⁷ 国家開発銀行、中国人民大学聯合課題組『開発性金融と中国債券市場の推進』中国人民大学出版社、2007 年 9 月。

するために、発行する長期債券である。2005年5月に、商業性金融機関によって、普通金融債を発行することも認可された。このような金融債の用途は制限されていないが、起債主体は商業銀行、非銀行金融機関を含むものである。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たので、商業信用が起債の基礎である。このような機関が発行する債券についての審査は発行量、信用状況、償却能力、経営状況について行われるべきである。

中国人民銀行の審査部門が完全に以上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、事前認可をすると、人民銀行は債券市場で債券発行を認可することができる。理論的に言えば、銀行監督委員会と証券監督委員会が商業性金融機関の発行資格について、認定しているが、商業性金融機関の起債資格を認定してから、1～2年間は認定が維持される。この機関が質的に変化しなければ、前の資格が有効と認められる。実際の業務として、事前審査が発行機関の発行資格を認定するのは市場参加への認可と認められるが、金融機関が債券を発行したかどうかに関わらず、二回の審査は必ず受けねばならない。実は、二回の審査内容は変わらないが、審査時間は延長される。ただ商業性金融機関が発行タイミングを失う可能性がある。そのため商業性金融機関の改革が必要である。もし商業性金融機関が起債したことがなく、監督機関がこの商業性金融機関の起債資格を審査して認可し、2～3年間重大な事項が発生しなければ、その資格は2～3年間有効である。この期間に、起債しても、資格審査は必要ない。中国人民銀行に発行審査の申し込みを提出して、あるいはそれ以前に、監督機関に報告するが。この報告は監督機関の認可を受ける必要がない。中国人民銀行が審査する際に、監督機関の資格認定書があれば、発行審査の決定がされる。起債資格の有効期間内に問題が発生する金融機関に対しては、資格を剥奪して、中国人民銀行に報告すべきである。

④会社信用債の発行審査

会社信用債というのは企業信用に基づいて、発行する債券である。中国で、会社信用債の種類は企業債、会社債、短期融資債と中期手形である。

(i) 企業債の審査

企業債は中国改革開放以来出現した債券である。1999年以前、企業債の審査については中国人民銀行が主要な審査機構であるが、国家計画委員会がそれを補助した。後に、国家計画委員会が次第に主要な役割を果たすようになった。現在では中国人民銀行と証券監督管理委員会がこれを補助している。企業債の審査には相当に時間がかかり、しかも、複雑と言ってよい。毎年、国家計画委員会（開発改革委員会）は企業の起債需要を基礎として、国務院に発行規模を報告しなければならない。国務院が批准すると、起債審査申し込みを提出した企業に対して審査をして、国務院が批准した規模の範囲で、企業の起債計画が認可される。審査の主要内容は起債企業が投資プロジェクトを持っているかどうか、銀行担保を持っているかどうか、債券発行の利率が適当かどうか等である。審査内容の複雑さが企業債の発行審査時間を長引かせ、時には審査申し込みを提出してから、1-2年間回答がないこともある。

企業債発行の審査に時間がかかるのは債券管理の理念に問題があるからである。企業債は1990年代に、償却不能問題が発生し、起債審査機構は企業の償却能力について厳しく審査してきた。このような歴史的な経緯から、国家計画委員会が企業債市場の安定性を維持し、投資家の利益を保護するために、審査手段が厳しくなった。しかし実際には、現在の条件で、企業債の発行をリスク選別能力が高い機関投資家に委ねれば、信用リスクは減少できるであろう。

（ii）会社債の審査

会社債は2008年から発行が開始され、会社債の準備は2007年から開始された。企業債市場の発展が緩慢なので、このことが、企業の市場からの資本調達に影響を及ぼすことになった。企業は短期融資券を発行して、資金を募集できるが、中期資金の融資手段がまだ欠けていた。そのため証券監督管理委員会は会社債を発行する方案を提出した。

会社債の起債主体は上場会社であるので、会社債の審査機構が証券監督委員会になる。証券監督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行っている、例えば、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、これは発行審査委員会の会議を通じて決定される。これ以外は、企業債の発行審査とほぼ同じである。

(iii) 短期融資債、中期手形の登録発行

短期融資債と中期手形は、2005年以後中国人民銀行が金融市場商品を革新するために、開発された金融商品である。この二つ商品の審査には市場化に対応した登録手段が採用された。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

短期融資券は2005年5月から発行され始めた。中国人民銀行が1990年代中期に、企業の短期融資券発行を認可したことがあったが、その後中断されていた。「企業債条例」によって、短期融資券の管理方法が中国人民銀行を主体として、作成されることが明らかになった。短期融資券の発行はアンダーライティングが発行資料を準備して、中国人民銀行に登録すれば、発行できることになった。この審査というのは、形式的に言えば審査ではない。中国人民銀行が行政的な認定を出さない。中国では審査が二種類に分けられている。一種類が登録された後、審査機構の批准が得られると、発行できる。または審査機構に通知するだけで、認可を受けるかどうかは問われない。短期融資債の審査には行政審査の性質があるがそれだけではない。いまやアンダーライティングが発行過程で重要な役割を果たしている。債券発行の成功と失敗に責任を負い、起債企業の債務償却を推進することにも努力めなければならないのである。

2008年3月に、中国人民銀行は非金融企業債融資方法を公表したが、それによれば、短期融資券と中期手形の発行は取引商協会に登録する方法が採用されている。これによって発行審査が簡単になった。法律的に言えば、インターバンク取引商協会が登録を実施できるかどうかにはまだ論争がある。取引商の自主協会として、インターバンク取引商協会の権限は会員から得られる。しかし、登録が行政許可であれば、インターバンク取引商協会にはこの権限がないからである。とはいえ実は登録は簡単な手続きである。取引商協会はまず中国人民銀行に登録しなければならない。そうすればインターバンク取引商協会の役割は中国人民銀行の委託によって、債券発行の登録の具体的な手続きをすることなのである。

中国で三つの審査方式が存在し、「审批方式」（極めて厳しい審査・認可方式）、「审核方

式」(割に厳しい審査・認可方式)、と备案注册方式(登録・届け出方式)がある。「审批方式」はもっとも厳格的な審査方式である、起債申請人は発行資格、債券の格付、信用リスクについて審査し、発行文書の適合性と合法性を審査しているが、厳格な発行額審査も行っている。このようにして債券発行の必要性、合理性が審査される。この「审批方式」では、審査機構に自由判断権限がある。「审核方式」は审批方式より緩和されている。順序審査が主な審査内容である。「备案注册方式」は市場化方式と言われる、二つの方式がある。一つの方式が通知方式で、審査申し込み者は審査機構に起債要求を報告すれば、自主的に起債できる。他の方式が実質審査と呼ばれる。起債申し込みが提出されると、審査機構が明確に行政命令をしなければならない。

以上のように、発行審査方式は債券の性質と関連している。中央政府債は国家信用を基づいて発行する債券なので、国内の発行では市場監督機構の審査を受ける必要がない。国債の残高をコントロールして、政府信用の拡張とインフレーションを防ぐために、国家の権力機構が毎年国債の発行量を制限する。金融債とは金融機関によって発行される債券である。金融機関の信用格付が高いので、準政府信用債と認められるので、審査が比較的緩和されている。それゆえ金融債には登録制が適当である。企業債と会社債の信用リスクは比較的高いので、発行審査は金融債より、厳しくなる。

現在、債券の発行審査方式は監督機構によって異なる。たとえば、企業債、会社債、中期手形は呼び方が違う以外、質に変わりはない。しかし、監督機構の違いによって、発行審査の厳しさがまったく異なるので、審査基準が合理的とはいえない。発行審査の統一に向けて改革がされるべきである。

2 債券発行審査の市場化改革

債券の発行審査が厳格化から緩和へと変化してきたことは、中国債券市場の管理体制に市場化改革が進展している証しである。

債券発行審査の目的は投資家の利益を保護して、金融市場の安定性を維持することである。だが審査が厳しいほど、リスクが小さくなるとは言えない。実際、審査が厳格すぎる

と投資家は政府への依存度が強くなりすぎて、投資リスクを判断しなくなる。また債券発行者が真実の情報を公表しないリスクが高める。このように審査が厳格すぎると、むしろ債券市場の発展の障害になってしまう。これらの理由から債券市場管理体制改革の重要な内容は基礎的に審査を緩和して、債券種類毎に異なる審査方式を採用することである。

改革は短期融資債の審査方式から始まった。2005年、中国人民銀行は工商企業が短期融資債を発行することを承認して、登録性を採用した。2008年3月、中国人民銀行は短期融資券の発行登録と中期手形の発行登録の責任を取引所協会に移管した。アメリカの金融危機が発生してから、アメリカの緩和的な金融市場監督モデルが批判された。しかし中国では、金融市場に対しての監督が厳しく、金融を抑制していた。中国人民銀行が非金融企業債の審査について、登録制を採用していることが金融機関の金融市場業務発展に対して、重要な改革と言えるであろう。

短期融資券と中期手形の発行審査が登録制になって以降、この二つの債券の発行規模が拡大した。これは国家発展改革委員会にも重大な影響を与え、厳格な審査が緩和されることになった。当時、三つの改革提案が提出された。1. 二回審査制を中止した。国務院に全年の起債規模を報告することも取り消し、企業が起債条件に満たすと、認可されることになった。2. 強制的な銀行担保要求も廃止された。企業に償還能力があれば、無担保債券の発行が許可された。3. 審査の効率を上げ、企業債の審査時間を半年から一カ月に短縮した。そうすることで、企業債の発行審査の市場化が推進された。こうして企業債の発行規模が急増することになった。2011年、国家改革委員会は6000億元の企業債発行を認可した。この合理性にはまだ検討の余地があるとはいえ、起債審査の緩和は積極的に進行している。

2008年後、財政部は地方政府の起債について、政策を緩和してきた。2009年、財政部は地方政府の代理として債券を発行した。2011年、財政部は江蘇、上海、浙江、広東などの四省に地方政府債券を発行する試験的試みを許可した。

債券発行審査の改革は大きな進歩を示してきたが、幾つかの問題が残っている。第一、会社債券の発行審査はまだ実質的な改革がなされていないので、やはり依然として手続が複雑で厳格すぎて、会社債券市場の規模の拡大が著しく制限されている。そのため2012

年末まで、会社債券の残高は一番少ないままである。

第二、債券発行審査の厳格さは発行者の信用状況によって決定される。たとえば、一般的に金融債券の発行者の信用格付は企業信用債券の発行者より高いが、金融債券の発行審査は短期融資券と中期手形よりもっと厳しいものである。

第三、短期融資券と中期手形の発行は登録制を採用しているが、実質的には、真の登録制ではなく、やはりある種の許可制の名残がある。これは政府主導の負の側面を示すものなので、更に改革が行われるべきである。

第二節 債券市場への参入緩和

市場への参入許可は債券市場管理の重要な内容である。中国債券市場の管理が緩和される中で、投資家の参入許可も緩和されてきた。商業銀行が取引所債券市場に復帰したことは画期的な出来事である。インターバンク債券市場で、一般の投資家が参入すると、それは参入記載だけで済むようになった。各非法人機関投資家は次々と市場に参入することが許可された。

1 商業銀行の取引市場への復帰

1997年7月、商業銀行は債券レポを通じて貸付金を株式市場に流入させたので、商業銀行の信用リスクが高まった。そのため当時の銀行業管理機構である中国人民銀行は、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。1997年からの十年間、商業銀行は取引債券市場で債券の取引に参加できなかったのである。

商業銀行は証券会社に逆レポを通じて短期資金を提供して、証券会社の株式取引に資金を供給した。株式市場の価格変動は激しいので、証券会社が株式を購入して、株価が下落すると、債券を購入できない。その時、商業銀行にとって、リスクが著しく高まるため、

取引所債券市場の参入が厳禁されることになったのである¹¹⁸。しかし、商業銀行の債券業務は更にいっそうの展開を見せたので、国家はインターバンク債券市場を構築した。商業銀行はインターバンク債券市場でレポ業務を展開することになったのである。インターバンク債券市場の取引メカニズムは引き合い制度を採用して、取引の両方が見えるので、取引所のような逆レポは行えない。だが十年間程、商業銀行は取引所債券市場で取引できなかったのもので、取引所債券市場の発展は著しく後退した。

商業銀行が取引所債券市場に復帰するにあたっては以下の二つの理由があった。その第1は理論的にいえば、債券取引は固定収益証券として、取引の利益率が低い。だが大量売買取引を行えば、一定量の取引手数料を獲得できるので、OTC市場の引き合い取引が適格的であるといえよう。特に大手商業銀行の場合はそうである。しかし、取引所の価格競争にも利点がある。価格競争の相手が互いに見えることなく、価格優先、時間優先の原則で取引しているので、公正、公平を実現できる。一部の債券が取引所で取引できれば、債券市場価格の安定性を維持できるであろう。そのため、OTC市場は債券取引の主要な場所であるとはいえ、唯一の場所とは言えない。商業銀行がどちらの場所で取引するかは商業銀行自身が選択すべきだ。第2は商業銀行が取引所に参入すると、必ず貸出資金を株式市場に供給するかどうかははっきりしない。だがこれは1997年に発生したことであり、十年を経て今後は発生することはないであろう。というのは、この間に金融環境が二つの点で大きく変わったからである。一、2007年に、商業銀行が以前より厳格な内部統制システムを構築したからである。二、取引所債券市場の制度建設と取引システムの建設によって、貸出資金が容易に株式市場に進入できない障壁が出来たからである。以上の二つの理由から、金融監督機構は商業銀行が取引所市場に復帰することを許可したのである。

2 非法人機関投資家によるインターバンク市場への参入

インターバンク債券市場は機関投資家によって構成されている債券場外市場である。法

¹¹⁸曹 鳳岐『中国の商業銀行改革と創造力』中国金融出版社、2008年、27ページ。

人機関が主たる参加者である。それに対して非法人機関が市場に参入するについては一時的な制限が課されていた。管理機構が問題にしていたのは非法人機関が独自に民事責任を負えないという点であった。だが2005年以後非法人機関投資家の数が増えてきたので、債券市場の管理機関はこの参入問題を重要課題として検討することになった。研究の結果、次のようにその要点をまとめた。

ファンド、信託、理財などの非法人機関投資家は信託法にしたがって、資産管理を行う機関である、債券投資との取引において、機関投資家が運用する資金は自分の資金ではないが、取引相手との法律関係は明確である。法律問題が起きた時、機関投資家は資産の代表として、信託法、ファンド法にしたがって、その問題を処理できる。そのため、管理機構は非法人機関が市場に参入する問題について、以下のように解決方法を提示した。

第一、アジア債券ファンドが中国インターバンク債券市場に参入することを許可した。アジア債券ファンドはアジア主要国の中央銀行が設立した債券ファンドであり、成員国に子ファンドを設立して、債券投資を行っている。2005年アジア中国ファンドはインターバンク債券市場に参入することを申請した。それ以前に外国ファンドはインターバンク債券市場に参入したことがなかった。だが、このファンドは各国中央銀行が出資して、設立し、専業管理をしているので、もちろん、リスクも小さい。そのため管理機構はファンドが債券市場に参入することを許可したのである。

第二、企業年金ファンドによるインターバンク債券市場への参入である。企業年金の投資ルートを拡大するために、人民銀行は社会保障機構と共同研究をして、2007年1月から、企業年金がインターバンク債券市場に参入することを許可した。

第三、保険機関の名義で債券預託口座を開いて、インターバンク債券市場で投資することが許可された。かつて、保険会社は機関投資家の名義でインターバンク債券市場での投資活動を行ってきた。しかし、保険会社業務の範囲が拡大するにつれて、保険と投資の関係が緊密になった。それには単一商品の名義で預託口座を開くことが必要である。このため、人民銀行は2008年12月10日、保険機関が債券預託口座を開設して、インターバンク債券市場で投資することを許可した。

第四、証券会社の資産管理計画がインターバンク債券市場に参入することが許可された。証券会社によって設立された資産管理商品には集合資産管理計画、資産管理計画などの種類がある。実際には、ファンドの性質と同じである。だが、証券会社がこの業務を営むので、ファンドではなくこの名称しか採用できない。2009年、中国人民銀行は資産管理計画を名義として、口座を開設することを許可した。他の非法人機関投資家も次々に債券市場に投資と取引をすることが許可された。

リーマンショック以降の世界規模の金融危機の中で、中国では商業銀行以外の年金ファンド、保険会社、証券会社などの金融機関による債券市場での資金運用需要が強くなった。このように商業銀行主導の債権市場の発展の中で、商業銀行以外の金融機関によって資金運用のためのファンド類が急増したことがここでの特徴である。これらは人民銀行の認可を受けて債券市場に参入した非法人機関投資家である。彼らはこのインターバンク債券市場で銀行が開発した銀行理財商品に積極的な投資をした。こうして債券市場がシャドーバンキングの展開の舞台となったのである。

第三節 国際開発機関債の発行

改革開放以後、中国の金融機関と企業は国際債券市場で債券を発行した経験がある。しかし海外金融機関はまだ中国債券市場で起債したことがない。原因は中国が長期にわたって資金が乏しく、国債資本市場から資金を調達することがあっても海外の金融機関が中国で資金調達ができる環境になかったからである。中国の経済発展とともに、中国の外資系企業規模がますます拡大していった。海外の金融機関が中国で起債したい需要も多くなった。外資銀行は中国で特立法人の形式で設立されたので、法律面からみると、中国国内の金融機関の性質と何ら変わらない。国際金融機関起債と言うのは世銀、アジア開発銀行などの開発銀行と外国の商業銀行が中国で債券を発行することである。

国際機関が中国で債券を発行する目的は中国の外国企業と特定の企業に貸付を提供す

るためである。例えば、中国の個人企業の支援のために、世銀の子会社国際金融会社は中国で債券を発行した。中国地方政府のインフラ整備を指示するために、アジア開発銀行は中国で債券を発行した。

2004年、中国人民銀行と財政部は国際金融機関が中国債券市場で人民幣建て債券発行を行う問題を研究し、国際開発性金融機関の起債開始を決定した。だが、これにはまだ二つの問題がある。一、格付の必要性、中国で債券発行を行う場合、格付が必要である。しかし、国際開発機関は高信用機関であるが、必ず格付が必要かどうかについてはまだ検討中である。二、会計準則の選択問題である。中国の会計準則と国際会計準則には相違があるが、中国の金融機関と企業が中国債券市場で発行する際には、中国の会計準則を厳守すべきだ。だが、国際開発機関がもし中国会計原則に従うとコストが高い場合がある。とはいえ、もし外国の会計準則にしたがえば、中国の規定に違反する。そこでこの矛盾する問題について、中国管理機関は次のような解決方法を採用した。それは、国際開発金融機関に対して、格付を免除し国際開発金融機関が採用する会計準則を認可するが、中国会計準則との相違内容は必ず公表されねばならない¹¹⁹。

現在国際金融会社（IFC）とアジア開発銀行（ADB）は中国債券市場で人民幣債券を発行したことがある。日本国際協力銀行も中国債券市場の管理機構と事前協議をしたことがある。

外国商業銀行が中国債券市場で人民幣建て債券を如何に発行できるかの発行問題について、現在中国債券管理機構が管理方法を研究中である。中国債券市場の国際化は今後海外の金融機関が中国の債券市場でいかに起債できるかを求めるものでありその起債条件の整備と、新たな管理方法の整備が必要である。債券市場の発展が中国の社会主義的市場経済発展の推進力であったが、その発展が一方では銀行改革を支え、他方で銀行改革がインターバンク債券市場の発展を通じて債券市場の展開を促進してきた。だが、商業銀行以外の金融機関の成長と債券市場への参入が銀行理財商品を対象にシャドーバンキング問

¹¹⁹馮 光華 『中国の債券市場発展の研究』中国金融出版社、2007年、38ページ。

題を惹き起こしている、そして債券市場の国際化が国際基準で海外の金融機関が起債出来る環境整備への圧力を強めている。債券市場の発展はこれまでの管理体制にも新たな課題を提起しているのである。

第八章 債券市場管理体制の問題と改革

中国の債券市場管理体制は、社会主義的市場経済の発展という特定の歴史条件にしたがって形成されてきた。特に中国では複数の官庁により直接かつ厳格にコントロールがされてきた。この管理体制はどのような意味を持ち市場発展にどのような影響を及ぼすのか。この観点から、管理体制を考察し、体制形成の原因、管理メカニズム、その問題と改善方法を探ることにしたい。これは合理的な債券市場管理体制を構築する上で、重要な意義がある課題である。

第一節 管理体制の形成過程の特徴

中国債券市場の管理体制の歴史は三段階に分かれる。債券市場の萌芽期、規範の時期とインターバンク債券市場形成以後である。各々の異なる段階毎に中国債券市場に対する、管理体制が構築されてきた。ではその管理体制はどのような背景で形成されたのであろうか。

1 債券市場萌芽段階の管理体制

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設立された。1981年7月、財政部は国債を発行し始めた。80年代前半、国債、企業債の発行量が増え、債券の取引量も増加してきた。国債と企業債は商業銀行と信託会社の店頭で取引され、モーゲージと割引も行っていた。1987年1月5日に、中国人民銀行上海支店は

「証券店頭取引暫定規定」を公布して、認定された政府債、金融債、会社債は金融機関の店頭で取引できるようになった。1988年に上海など7都市で試験的に国債が流通されるようになり、1990年代初頭には全国に広がってきて、債券流通市場の形成が明らかになった¹²⁰。しかし、債券市場管理体制は中国人民銀行、財政部と地方政府による管理であった。上海、深圳取引所に対しては、上海政府と深圳政府が管理を行った。

債券の発行管理体制については人民銀行を中心に次のように展開されてきた。市場を規範するために、国務院が管理条例を定めた。1987年3月27日に、国務院は「企業債管理暫定条例」を公表したが、そこでは中国人民銀行が企業債管理機構としての役割を担うことが規定された。企業が起債する際に、中国人民銀行の認可を経なければならないのである。中国人民銀行は国家計画委員会、財政部などの政府部門と共同で各省、自治区、直轄市と計画単列省の年度企業債発行額を計画した。暫定条例を公表した翌日、国務院は「株式、債券管理を強化する通知」を公表して、「企業起債は中国人民銀行の審査を受けなければならない」ということを重ねて言明した。人民銀行による企業債発行額の管理である。

2 債券市場規範段階の管理体制

1992年5月から、1997年にかけて、中国債券市場の管理規制はそれまでの中央と地方の共同管理から更に中央での集中管理へと移行する段階に入った。これは債券市場の管理体制の法整備を進め管理権限の中央への集中化と権限の明確化を目指した時期で、市場規範の段階と特徴づけられる。

1992年5月に、中国人民銀行は証券管理部を設立して、証券管理業務を処理することになった。次いで7月、国務院は証券管理部会議制度を設立して、国務院の代理として、ここに証券市場の日常管理業務を委ねた。更に8月に、国務院は国務院証券委員会と中国証券管理委員会を設立した。

¹²⁰高 堅『中国債券』経済科学出版社、1999年、104ページ。

1992年12月27日に、国務院は「証券市場マクロ管理の再強化に向けたの通知」を公表し、この通知によって、債券発行管理の責任の所在を明確にした。国債の発行に対しては、財政部が管理をする。金融機関債、投資資金証券に対しては、中国人民銀行が審査をする。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をする。地方企業債、地方投資会社債に対しては、省あるいは計画単列市が審査権を持つ、としたのである。このような形で、「企業債券管理暫定条例」が制定されることによって、これまでの債券発行管理体制が大幅に変更されたることになったのである。

1993年4月に、国務院は「資金預託と債券発行管理を強化する通知」を公表して、各地域の債券審査部門の確認及び国家計画委員会と国務院証券委員会への登録規定を明示した。

1993年8月2日に、国務院は「企業債券管理条例」を公表して、それまでの「企業債券管理暫定条例」を廃止した。その結果、中央企業の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、地方企業の企業債の発行は中国人民銀行の省、自治区、直轄市、計画単列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事が明確に規定された。このように新条例は債券発行の管理体制を中央に集中・統合する方向を明確に提示したのである。しかし、この条例は新商品の管理については、規定しなかったため、中国人民銀行と計画委員会の共同管理は今後の新たな市場の発展に対応する上で課題を残すことになった。

1997年3月25日に、国務院証券委員会は「転換債管理暫定方法」を公表して、一部の債券審査権を「企業債券管理条例」の体系から分離し、「転換債管理暫定方法」は国務院の承認を得たので、証券管理委員会が転換債の管理機構になることが明らかになった。

1995年に、国家はOTC取引を禁止したが、全部の債券取引を取引所に移したので、債券場内取引は証券管理委員会によって統一的に管理されることになったのである。

3 インターバンク債券市場設立以後の管理体制

1997年、株式市場が過熱していた。その結果銀行資金は株式市場に流入した。この状

況に対して、1997年6月5日に、中国人民銀行は「中国人民銀行各商業銀行が証券取引所でレポと現物取引を禁止する通知」を公表した、この通知によって、各国有商業銀行、非国有商業銀行、都市合作銀行は中国人民銀行の規定に従って、証券取引所の中で、証券レポと取引を停止しなければならない。商業銀行の証券レポ業務は全国統一的なネットで行うことになった。1997年6月13日に、中国人民銀行は「インターバンク国債現物取引の開催についての通知」を公表した、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認可を受けるので、中国人民銀行が自然にインターバンク債券市場の管理部門になった。2003年に、「中国人民銀行法」(中国銀行法)が公表され、これによって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きく変化した。1999年に、中国人民銀行は国務院に「企業債を国家計画委員会が管理する提案」を提出して、国家計画委員会が統一的に企業債の発行規模と企業債審査を管理し、金融債の発行については、まだ中国人民銀行が審査権を持つことを提案した。この提案は国務院の認可を得たので、これによって中国人民銀行と国家計画委員会（後に国家発展改革委員会に変わる）の債券管理権が明確化されたのである。

2003年8月29日に、中国証券管理委員会は「証券会社債券管理暫定方法」を公表した。これによって証券会社は証券管理委員会の認可を受け、債券を発行できることになった。また証券管理委員会は証券会社によって発行される金融債に対して、管理権を持つことも規定された。しかし、証券管理委員会は証券会社起債の管理権を完全に手に入れたのではなかった。そこでは短期債が除外されたからであった。「企業債管理条例」第37条によって、「企業は短期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。」中国人民銀行と中国証券管理委員会は2004年10月18日に、「証券会社短期融資券管理方法」を公表するとともに、証券会社短期融資券の発行は中国人民銀行と中国証券管理委員会によって、共同管理され、ほかの短期融資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、中国証券管理委員会は「社債実験発行方法」（公司债券发行试点办法）を公表し、中国国内では、この方法にしたがって社債を発行することが明らかにされた。字面からみると、この方法に適合する債券はすべての会社制企業が発行する債券である。

「会社債発行実験方法を実施する通知」によって、最初、「会社は上海、深圳証券取引所で上場している会社と海外上場した外資株式会社の国内株式会社」であった。国家發展改革委員会は2008年1月2日、「企業債市場の發展を推進し、発行認可プロセスの簡素化の通知」を公表したが、会社の社債発行審査は國家發展改革委員会の管理範囲に含まれなかった。

2008年4月に、中国人民銀行は「インターバンク債券市場で非金融企業債務融資ツール管理方法」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融資ツール（短期融資券と中期手形）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化された。

現在、中国債券市場の管理体制は複数の官庁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、國家發展改革委員會、財政部、中国証券管理委員會、中国銀行管理委員會と中国保險管理委員會である。この中で、中国人民銀行と証券管理委員會は市場管理の役割を担っている。銀行管理委員會、証券管理委員會と保險管理委員會は機構管理の責任を負っている。國家發展改革委員會は企業債発行の審査権を持っている。財政部は國債の発行と流通の事項を管理している。

この管理体制の成立には考慮すべきいくつかの特徴と背景がある。1、まず注目すべき変化は、債券市場を推進する立場から債券市場の管理側への転換である。たとえば、財政部は最初中国の債券市場で國債発行と流通を推進してきたが、その実務経験から國債市場発行と流通の管理事務を担当することになったのである。2、その背景には金融管理職能が機能変化してきたことがある。ほかの管理部門でも債券商品を推進した経験の後、管理権を獲得することが起きてきた。債券市場管理は金融管理の一部であって、改革開放以来、中国金融管理職能が何度か改革されたのに伴って、債券市場管理職能も大きく機能変化し、異なる部門の業務に分担されることになった。1993年以前、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。管理職能の変化によって、証券管理委員会が転換債、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。銀行管理委員会が設立してからは、この委員会が銀行類金融機関の管理とリスク軽減のため、金融機関の債券発行資格を審査している。保険管理委員会は機構管理のため、保険機関債券投資のリスクに対しての管理を行っている。3、だがこの管理体制には計画経済時代の認可方法が用いられている。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。

この計画的認可体制の下で管理体制の機能分化と部門別の監督権限の移管が進んだのである。ここに債券市場の発展が基本的には国家管理の枠組みの中で進められ、発展に伴う形で管理体制が大きく変化してきたという特徴があるといつてよいであろう。

第二節 債券市場の各管理部門の責任

中国債券市場の管理部門は中国人民銀行と中国証券管理委員会であって、中国人民銀行はインターバンク債券市場を管理し、中国証券管理委員会は取引所市場を管理している。

1 中国人民銀行の管理責任

人民銀行は中国インターバンク債券市場の管理機構である。人民銀行の役割は以下のようである。

①債券発行管理

人民銀行は金融債（政策性金融債、金融機関劣後債、混合資本債、普通金融債と資産証券化商品）と国際金融開発機関債の発行に対して管理をしている。インターバンク市場取引商協会に企業短期融資券と中期手形の登録管理を委任した。うまく管理するために、人民銀行は「全国インターバンク債券市場金融債の発行管理方法」（中国人民银行令[2005]第1号）、「証券会社短期融資券の管理方法」（中国人民银行令【2005】第2号）、「短

期融資券管理方法」(中国人民银行令【2005】第2号)、「商業銀行劣後債発行管理方法」、「貸付金資産証券化実験管理方法」、「インターバンク債券市場非金融企業 企業債融資管理方法」などさまざまな方法を公表した。こうしてインターバンク債券市場の商品創造が推進され、投資家と発行者間の情報非対称性を解決するために、人民銀行は情報発表と格付の要求を強化した。発行情報開示に続いて情報開示披露、重大事項臨時公表、超比率保持公表、違約実情公表などの情報について、明確にした¹²¹。

②市場の基礎建設と管理

人民銀行はインターバンク債券取引市場と商業銀行 OTC 市場の管理に対して、規範と育成の両方を行っている。

(1) 市場法律制度を構築した。

債券取引市場を規範することと取引市場効率を高めるために、中国人民银行は「全国インターバンク債券市場取引管理方法」(中国人民银行令【2000】第2号)、「全国インターバンク債券市場債券流通取引審査規則」(中国人民银行公告【2004】第19号)「全国インターバンク債券市場債券レポ業務管理規定」(中国人民银行令【2004】第1号)、「全国インターバンク債券市場債券先物取引管理規定」(中国人民银行公告令【2005】第9号)、「全国インターバンク債券市場債券貸付業務管理暫定規定」(中国人民银行公告【2006】第15号)、「全国インターバンク債券市場マーケット・メーカーを行う証券業者についての管理規定」(中国人民银行公告【2007】第1号)、「債券決算と代理業務の問題についての通知」を公表した。こうしてインターバンク債券市場マーケット・メーカー制度、決済代理人制度、貨幣ブローカー制度を改善し、インターバンク債券取引市場の規範を確立することで、市場取引の活性化を図ったのである。

(2) 市場基礎施設の建設を行った。

市場の管理者として、中国人民银行は中国為替取引センターと中国債券登録決算システムを構築した上で、中央債券簿記システム、人民銀行債券発行システムなどのネット

¹²¹馮 光華 『中国の債券市場発展の研究』中国金融出版社、2007年。

システムを開発して、中国中央国債登録決済会社の簿記システムと人民銀行の支払うシステムを接続させて、DVP 決算方式が実現した¹²²。中国為替取引センターの債券取引システムと中央国債登録決済会社のシステムを連結し、インターバンク債券市場を国際的な先進水準以上に引き上げることで、操作リスクを大幅に減少させた。こうした一連のシステム装置の構築によって市場の業務効率を飛躍的に高めることが出来たのである。

(3)市場の日常管理の遂行

市場秩序を維持するために、中国人民銀行は参加者の管理、マーケット・メーカーを行う業者、決算代理人、貨幣仲介会社、商業銀行 OTC 取引商の参入と退出管理、市場参加者の債券取引、委託、決算の違法行為を処罰する責任を果たしている。

(4)市場仲介機関に対する管理

インターバンク債券市場を直接管理する以外、中国人民銀行は各規則の中で、自律組織と仲介機関の責任を明確にした。中国為替取引センターと中国中央国債登録決済会社の業務管理機関として、中国人民銀行は一方で二つの機関を組織して、市場に取引、決算サービスを提供させ、他方、取引商協会の市場自律管理業務を指導している。仲介機関債券市場の日常監理職の権限を授ける。そして、日常監理の間発見した異常な取引状況に対して、仲介機関の処理権を授ける。そうすることで、市場の安定性を維持できるのである。

2 証券監督管理委員会の管理責任

証券監督管理委員会は取引所債券市場の管理責任を担っている。証券監督管理委員会は証券業機関の監督管理部門で、証券業機関の債券業務を指導している。

債券プライマリー・マーケットでは証券監督管理委員会は社債（上場会社によって発行された社債、転換債）の発行管理を行っている。2007年8月、中国証券監督管理委員会は「会社債発行実験方法」を公表して、この方法によって、証券監督管理委員会は社債

¹²²劉 優輝、張 偉、雷 蕾「インターバンク債券取引 DVP 決算の発展」『債券市場問題研究』、2009年。

の発行管理に対して、許可制を採用している。総発行規模は規定せず、一回許可すれば、以後は何回でも発行できる。信用格付については、受託人が会社管理状況を定期的に追跡して、公表しなければならない。証券会社によって発行される短期融資券に対しては、証券監督管理委員会と中国人民銀行が連携して共同で管理している。

セカンダリー・マーケットの管理については、証券監督管理委員会が取引所債券市場管理を行っている。証券監督管理委員会の指導にしたがって、上海、深圳証券取引所、中国証券登録有限会社が具体的な管理を実施している。仲介機関は債券取引、上場、委託決済の細則を制定して、参加者の債券取引にも日常的に観測と管理を行っている。証券管理監督委員会は証券取引所などの仲介機関を組織して、基盤施設の建設を行い、取引所債券市場の取引効率を高めている。

3 他の部門の管理

国家発展改革委員会は企業債の発行を厳しく審査している。2008年に、国家発展改革委員会は「企業債市場の発展を推進、発行手順を簡素化する事項についての通知」を公表して、企業債の発行管理の改革に取り組んだ。現在、国家発展改革委員会は企業債に対して、まず発行手続きを簡素化した。そして、審査権を地方発展改革委員会に移管した。そうすることで、企業債資金の投資方法が拡大された。それ以前は固定資産投資しかできなかったが、現在、企業が資金を調達して、株式を購入し、債務調整あるいは資本金の補充もできるようになったのである。

機関管理部門による債券市場の管理

銀行管理委員会、証券管理委員会、保険管理委員会は金融機関管理部門として、債券市場も管理している。

①銀行管理委員会による銀行業機関業務の管理

銀行管理委員会は銀行業の管理機構として、銀行類金融機関債券取引業務の管理を以下のように行っている。

(1)金融機関債券業務の資格審査。金融機関債券業務の資格審査は銀行管理委員会が機

関リスク削減をする重要な手段である。銀行管理委員会は新しい機関を認可する時、債券業務資格を審査する。金融機関の債券業務資格は債券投資資格、アンダーライティング資格と金融債の発行資格である。銀行管理委員会によって資格が与えられる銀行業機関は債券市場で債券業務を営むことができる。たとえば、商業銀行が金融債を発行する場合、先ず、銀行管理委員会の許可を得てから、人民銀行に金融債の発行申し込みをすることができる。

(2)「内部コントロール」と「リスク管理能力」の管理。銀行管理委員会は銀行業金融機関が債券業務の管理を健全な内部コントロール・システムとリスク管理システムとして構築できるかどうかを審査する。金融機関の信用リスク、市場リスク、流動性リスク、操作リスクと法律リスクを軽減できるように、業務操作規定、リスク管理システムを構築し、報告、情報発表制度を改善することで、金融機関自身によるリスク管理の意義を強調した。債券業務のリスクを合理的な限度内でコントロール出来るかどうか認定される。資格を獲得した銀行に対しては、銀行管理委員会が定期的に操作規範を点検して、要求を満たさない機関と個人に対して処罰を課すのである。

②証券管理委員会による証券機関証券業務の管理

(1)債券の自営業資格審査

証券管理委員会は証券機関の債券業務審査は債券自営と発行審査に分けられている。債券自営業資格を申し込む前に、証券会社、基金管理会社は証券管理委員会に書類を提出して、証券管理委員会の審査を受ける。新商品と新業務が出現すると、証券会社はこの業務を営む前に、証券管理委員会に報告しなければならない。証券管理委員会は会社のコープレート、内部コントロール、リスク削減能力を調査して、資格の賦与を決定するのである。

(2)証券管理委員会による証券金融機関の債券業務管理

会社経営リスクの統一管理システム化を求めるかなり包括的なものである。たとえば、証券類機関は定期的に証券管理委員会資本決算表、リスク資本準備決算表とリスク・コントロール管理報告表を提出しなければならない。このように、ここでの管理は資本を

核心とするリスク・コントロール指標システムを通じて、証券類機関のリスク管理を強化して、証券会社のリスク防止を推進することが目的なのである。

③保険管理委員会による保険機関の債券業務管理

保険管理委員会は保険会社が営んでいる債券業務に対して、厳格に管理を行い、「保険機関投資家債券投資管理暫定方法」を公表したが、それは言うまでもなく保険機関の債券業務を規定したものである。

この方法に従って、保険会社は政府債、金融債、企業債、社債など保険管理委員会が認可した債券種類に投資できる。「保険資金運用リスク・コントロール指導」によって、完全な債券投資リスク・コントロール制度を構築して、科学的で効率的な業務操作プロセスが制定されなければならない。また債券投資組み合わせの期限構成、種類の配分、流動性要求を合理的に配置して、債券投資の質量、収益水準、リスクの発生頻度などが追跡されねばならないのである。

保険管理委員会は保険機関債券投資について、制限を課している。たとえば、保険機関の債券の中で、同じ発行者によって発行された債券（政府債、中央銀行ノート、政策性銀行金融債、政策性銀行劣後債を含まない）の残高はコスト計算で、保険機関前期の総資産の20%を越えてはならない。商業銀行金融債、劣後債、企業債の投資比率は前期総資産の100%までである¹²³。

第三節 管理体制の特徴と改善

中国債券市場の管理体制の特徴はいくつかの機構が共同に管理することである。これは中国金融業の分離経営と分離管理体制と非常に密接な関係がある。債券市場の管理は市場管理部門と機関管理部門の間で政策協調がなされるように改善されなければならない。

¹²³馮 光華 『中国の債券市場発展の研究』中国金融出版社、2007年、13ページ。

1 管理機構の分担と協調に関する問題

①最大の問題は管理分担が不合理になってきていることである

債券市場を管理している機関の間には業務分担があり相互の協調が求められる。銀行管理委員会、証券管理委員会、保険管理委員会と人民銀行、証券管理委員会、国家発展改革委員会の間には、管理分担があつて、機関管理は異なる金融機関の経営内容ごとに、市場への参入認可、経営の業務内容、市場からの退出について、制限を課し、金融機関内部組織の構成、リスク管理とコントロールに対して、基準を制定してきた。機能管理は債券の発行、取引の基準を制定し、情報公表、取引制度、信用格付について、規範的な管理をしている。

管理の目的はシステム・リスクを軽減して、投資家利益を保護することで、このような分担は本来合理的なものといえる。だが、現在の問題はこの二種類の管理機関の責任が明確に区分されず、うまく協調していないことである。

機能部門と管理部門の間の分担は本来同一の行為に対しての管理分担である。このような分担は歴史的な原因で形成されてきた。しかし、現在の状況からみると、これは管理事務に多重のコストをかけるもので、管理効率にも負の影響を与えるものである。たとえば、現在の会社信用債の管理は三つの部門によって管理されている。これなどは管理のための管理そのもので、管理多重化の最も悪しき例を代表するものである。

②管理協調システムの不備

現在の債券管理システムは安定的な日常管理の協調システムが欠如している。つまり各機関相互の協調が十分になされていないのである。ではなぜこのようなことが起きているのか。

まず問題は、情報が共有されていないことである。確かに管理の分担で、機関管理者は金融機関の経営状況についての情報を比較的多く持って行って、市場管理機関が政策を制定する場合、それらの情報は政策根拠になっている。しかし、管理協調システムに不備があり、新規商品の創造が妨げられているのである。

安定的な交流と協調システムが構築されていない。現在、銀行監督委員会、証券監督委員会と保険監督委員会の間には協調システムが形成されているが、中国人民銀行との交流は不十分である。事件や問題が発生した時にその都度、臨時的に相談がなされているに過ぎない。実は、中国人民銀行とこの三つの機構には多くの合作があり、協議して共同で作り上げねばならない課題がある。そのためには各機構相互間の協調が重要である。

共同管理に向けた管理合作の理念はまだ形成されていない。金融システムは複雑な構成になっているので、各管理機構が機構本位の理念を放棄して、共同した管理の下で管理システム全体の効率を引き上げるべきなのである。

2 管理競争からの脱却の必要性

現在、多くの管理機構があるので、機構間には競争もある。この競争は一定の条件の下では、債券市場の商品創造、管理効率に対して意義がある。たとえば短期融資券、中期手形の出現はその例の一つである。短期融資券の出現前には、中国非金融企業の債務融資方式は企業債しかなかった。国家発展改革委員会による企業債の発行認可は厳しかったので、企業の需要が満たせない¹²⁴。短期融資券の発行制限が緩和されたことで多くの企業は企業債に代えて、短期融資券を発行するようになった。短期融資券の期限は一年以内であるが、企業債と会社債は主に国有大手企業と上場企業に中期の資金調達手段を提供するものである。短期と中期の資金調達手段が整備されることになった。他方、中期手形の期限は3-5年であって、自律組織による登録制が実施されているので、市場化の進展の程度次第では二つの選択肢によるいわば最高の直接融資ツールが認可されることになった。こうして中期手形と企業債の競争は発展改革委員会の企業債管理の改革によって大いに推進されたのである。市場での商品の多様化は企業債管理の成果であろう。

しかし、この管理競争にも欠陥がある。それは管理機関が競争のために管理標準を下

¹²⁴何 徳旭 李武「中国企業債市場の発展特徴と啓示」『上海金融』、2007年4月。

げることによって起こる問題である。そして、この管理競争は、政府の責任が明確でないままに発生した。根本的に言えば、債券市場の管理システムは債券市場の統一性、効率性、安定性を保証する責任がある。この管理責任部分を委ねられた政府部門は国家の利益を代表すべきで、政府部門の利益のために行動すべきではない。そのためには、政令の統一性を保証しなければならない。政令が多く政府部門によって作られ、お互いに矛盾が発生すると、国家全体の利益を損ない、市場が分割される可能性がある。したがって、管理競争は特定の時期に積極的な影響を与えることがあったとしても、長期的に言えば、廃棄すべきであろう。

3 債券市場管理体制の改革と課題

最近の十年間で、中国債券市場管理システムの問題に対して、社会の各方面特に市場の参加者から多くの重要な指摘がなされてきた。すでにみてきたように監督機構が市場の発展につれて機能分化し、監督権限を持つ機関が増大したことは大きな問題となってきた。またこの肥大化した監督機構が相互に競争をすることは、一面では多様な商品の開拓を促進し市場の発展に寄与したが、競争が逆に監督基準を緩和させ金融商品の劣化を生むようなことがあってはならない。つまり、監督管理部分の肥大化が債券市場の統一性を妨げる要因となってきた。このことは投資家の取引の自由化に影響してきた。取引コストは増加し、市場の業務効率は引き下げられることになったのである。これに対しては徹底的な改革を行わなければならない。金融管理部門は社会の指摘に対して、改革を行ったことがある。例えば、人民銀行と証券監督委員会は債券の OTC 市場と場外市場の預託機関間の転換を加速するために、交流をしたことがある。この結果、預託転換の制限を一定程度解除して、転換が加速されることになった。商業銀行が取引所に参入することも一定程度、緩和されている。人民銀行、証券監督委員会、国家発展改革委員会は債券管理連結会議制度を設立した。以上の解決方法は債券市場管理システムの欠陥の改善に大いに役に立っている。しかし、これらによって根本的に問題が解決されたわけではない。現在ではま

だ投資家は自由に異なる債券市場に参入することができない¹²⁵。例えば、人民銀行によって監督される金融債、短期融資券、中期手形は取引市場では取引できない。証券監督委員会によって管理される会社債はインターバンク債券市場で取引できない。異なる政府部門によって管理されている債券市場が相互に開放されていないのである。

以上の問題は、中国債券市場が政府主導で発展してきたという歴史的な特徴と密接な関係がある。債券の種類が違えば毎に取引方式が異なり、異なる政府機構の管理の下で発展を遂げてきた。ここには政府機構の既得権がある。政府部門にとっては自分が育成してきた債券と市場の管理権を他の部門に移管したり、廃棄したりしたくない。このため政府機構が市場管理を部分的に修正することはあっても根本的に改革することは難しい。政府が債券市場システムを改革する必要を訴えても改革が迅速に進展しないのはこのためである。これでは政府機構の管理体制が債券市場にとっての阻害要因になってしまう。では、どのように債券管理体制を改革すべきか。改革内容を検討し改革案を提示することにしたい。

第四節 金融環境の変化と管理体制の改革案

中国債券市場は市場システムの現代化と近代化に向けた装備とそれにふさわしい管理システムを構築する必要がある。それは、債券市場が現代化の技術を運用して、債券発行システム、取引システム、決算システムと情報報告システムを構築することだけではない。債券市場に対しての現代的な法律システム、適切で合理的な市場監督管理システムと運行システムを構築することも重要である。債券市場管理システムは現代の債券市場の重要な部分である。それは債券市場の合理的な価格形成、安定した業務遂行、市場参加者の保護に対して、重要な意味を持つものである。

中国債券市場の管理システムは、債券市場の管理制度、管理組織と法律制度に関わる

¹²⁵ 童 適平「中国における債券市場の整備と最近の動き」『証券経済研究』2012年第79期。

多方面でさまざまな課題を抱えている。そこにはこれまで指摘してきたように多くの不健全な管理体制問題がある。それらを改善し、改革しなければならないのである。更にそれを急がなければならない金融環境の変化がある。

現在中国の債券市場はいわゆるシャドーバンキング問題に直面している。ここ5年ぐらいで急速に顕在化し今や世界的にも注目される問題となってきた。株式市場が低迷期に入り、他方、銀行改革の結果、中国工商銀行をはじめ株式会社化された国有商業銀行が国際金融市場で上位行としての評価を得ている中でのシャドーバンキング問題である。この問題は今後の中国の社会主義的市場経済の今後を占う上で極めて重要な課題であるが、と同時に債券市場の管理体制問題とも密接な関連を持つものである。2013年に入ってシャドーバンキングについての詳細な調査や研究が発表され全容が明らかになりつつあるが、それらによれば、シャドーバンキングといいながら基本的にはリーマン・ショック以降、中国での経済過熱を抑制する政府の規制を回避するために、商業銀行を中心に商業銀行ではない金融機関（ノンバンク）も巻き込んで理財商品と信託商品への投資が急増してきたことに原因があるからである。更に個人投資家と非商業銀行の金融機関の投資への過熱ぶりは地方では地方政府をも巻き込んで統制のきかない新たな金融状況を出現させてきた。ここでの投資の過熱は、投資資金の一部が不動産市場にも流入していることで政府の景気の鎮静化政策を脅かすバブルの要因として強い懸念材料になっている。だが、他面で、この背景には投資に目覚めた個人も含めて金利自由化の動きがあるとみる向きもある。政府が順次規制をかけていてその効果が表れることが期待されているが、これらが債券市場を取り巻く新たな金融環境の変化である。特に注目すべきことは、シャドーバンク問題で中心となっている理財商品の構成と管理は債券市場に関わる問題だという点である。

政府の制度設計のもと政府主導で展開されてきた債券市場は、銀行の改革と銀行による債券市場への参入によって急速に市場化を進めてきた。これ以降は銀行による市場化の発展と位置付けることが出来よう。債券市場はこうした発展に対処するために政府による市場管理の一元化から多元化へと管理機能を分担してきたが、今ではそれも管理部

門の増大による市場発展の阻害要因になりつつある。そして、シャドーバンキングにみられるような商業銀行が主導する新たな投資領域の拡大とその背後にある金利自由化への動きの舞台が、中国では債券市場なのである。政府によるバブル阻止に向けた規制と他方における金利の自由化への要請とも見える動きを見据えて債券市場の管理がなされねばならないのである。そのためにも現在の管理問題の改革は急務なのである。

管理体制の改革に向けてまず改善せねばならないことは第一に各管理部門間の協調メカニズムを構築すること。第二に有効的な管理体制を構築すること。第三に統一的な債券市場管理体制と法律制度を作ることである。

1 管理協調メカニズムの構築

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を抜本的に改革するため、各管理部門間の管理協調メカニズムを構築すれば、管理が順調に進展できる。協調メカニズムを構築する目的は各管理部門が行っている市場管理面での格差を縮小することである。

管理効率を増強し債券市場の各管理部門間の協調を増強するために、債券市場管理協調機構を構築して、今のような臨時的、個別的な協調活動を制度化し、恒常的な業務とすることである。この協調機構の職務と権限は以下のようなものである。

①政策協調の必要性。各管理機構が債券市場について政策と制度を作成する際に、必ず事前に協調関係にある機構すべてに告知する。②管理協調の必要性。いくつかの機関あるいは市場に関連する債券業務のリスク管理に対して、相互に協調する。③リスク報告制度の構築。債券市場リスク管理システムを構築し、リスク報告制度の整備と徹底化を図るべきである。これによってリスク管理の意義と必要性が浸透し、このことが債券市場ひいては金融市場の安全性を保障していくことになるであろう。

債券市場の管理協調メカニズムの具体的な内容は、情報を共有すること、重大問題についての意見の交換、危機処理の協調メカニズムの確立である。情報を共有するという

ことは市場の管理効率を增強させることに繋がる¹²⁶。情報共有メカニズムの中心は各市場の管理部門に向けて統一的なデータシステムを構築することである。日常的な情報共有システムを整備した上で、危機処理の協調システムを構築すべきである。協調メカニズムを構築する目的は、危機が勃発した際には瞬時に対応して、リスクを最小限の範囲に留めてコントロールすることである。

2 金融監督部門と債券市場の管理責任

債券市場の管理協調システムが構築出来ると、次の課題は統一的な債券市場管理システムの構築である。この債券市場の統一的な管理システムの構築は現状では極めて困難な制度設計になると思われる。そのためには既存の多数存在している債券管理機構の多様で複雑な監督機能と権限を分析し整理する必要がある。

債券市場は金融市場の重要な構成部分で、金融市場の監督は金融監督部門の責任である。そのため、本来、金融監督部門以外の政府部門は債券市場の監督権限を放棄することが合理的である。確かにある政府部門は債券市場と関係があるので、債券市場発展に対して、意見を提出することは合理的ともいえる。しかしそれは利害関係にあるからといって直接に債券市場を管理することを意味するものではないのである。

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。債券市場危機が発生すれば、財政部は公的資金を運用して、社会の安定を維持しなければならない。そのため、財政部は債券市場の管理に対して、特に国債の発行と流通について建言することができる立場にある。しかし、だからといって、財務部が国債の発行と流通の両面にわたって直接管理を行う必要はないのである。

国家発展改革委員会はマクロ管理機構である。国家の経済発展戦略を制定して、中長期発展計画と産業政策を制定する。企業のようなマイクロ主体に対して、具体的な管理を行わない。金融監督部門ではないので、債券市場についての管理責任はない。そのため

¹²⁶童 適平「中国における債券市場の整備と最近の動き」『証券経済研究』、2012年第79期。

企業債の審査権を金融監督部門に移管できるのである。

他の債券市場の管理部門は人民銀行、銀行監督委員会、保険監督委員会である。この中で、銀行監督委員会と保険監督委員会は銀行と保険機関が債券市場に参入する資格を審査している。債券市場の全面的な監督を任せられていない。証券監督委員会証券市場と証券機関の専門管理部門は債券市場の管理責任を任せられている。人民銀行は中央銀行であるので、金融コントロールと金融安定を維持することが主要な責任である。債券市場は通貨政策の主要な手段であるので、人民銀行の管理も必要である。そのため、債券市場の管理責任は証券監督委員会と中国人民銀行に任せることが債券市場の統一的な監督システムの構築に対して、特に必要な権限の移管と集中である¹²⁷。

それでも統一的な市場管理システムはまだ多層かつ多様で、政府管理機構、自律組織、仲介機関が共存している。管理部門は各自の管理業務と権限が明確にされることが必要である。市場で解決できる問題は仲介機関と自律組織によって解決させるべきである。政府と自律組織の機能は相互に交換はできない。それが市場に委ねるということで、ここに市場内部からの発展の推進力が生まれるのである。政府管理部門は自律組織が市場で自主的に実施することを尊重し、その活動が円滑に進むようにその組織に代わって監督する権限を保持すればよいのである。

統一的市場管理システムで、政府管理部門は以下の職能がある。第一に、統一的な管理制度を作ること。第二に、行政許可の権限を行使すること。債券市場の管理では、行政許可が少ないほうがいい。また発行審査事項については、債券の信用格付と投資家の具体的な状況を基づいて、必ず行政許可を持つ債券を確認すべきだ。第三に、違法を処置することである。行政処置は政府管理機構しか執行できない権限なのである。

3 統一的な市場管理体制の構築への視点

¹²⁷馮 光華 『中国の債券市場発展の研究』中国金融出版社、2007年、27ページ。

以上からこれまで行われてきた管理体制の改善は不十分で債券市場管理の近代化に必要な改革が必要であることが明らかであろう。以下その改革に向けて求められる原則的な方向を提示したい。

① 統一的な債券市場の管理体制は国家全体の利益によって構築されるべきである。だが、現実の状況を見ると、制度構築の過程で、各部門間の利害の衝突が常に発生するが、立法にあたっては各部門の既得権益の保持を議論の出発点に据えることがあってはならないのである。

② 市場管理はリスク管理と市場発展の関係を正確に認識して行われなければならない。債券市場には様々なリスクが存在しているが、市場管理の直接目的はこれらのリスクを管理し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ミック・リスクの可能性を軽減させることができる。しかし、一方で、管理目的にリスク減少のみを掲げ、管理方法の厳格化を急ぐのは市場の発展にとって適切とは言えない。他方、市場の発展だけに目を奪われてそれを強調して、管理システムを名目だけの飾り物にするような形骸化を認めてはならないのである。

③ 統一的な市場管理の構築にあたっては、関係する各方面の意見を広く聴取し、相互の協力と協調が実現できるネットワーク作りの構築が必要である。各管理部門は市場を管理する時間が十年以上経過し、一定の経験を積むと同時に改革への有益な意見も持っている。また、市場の参加者の意見も広く聴取すべきである。それによって市場改革の課題が明らかになるであろう。

証券監督管理委員会と人民銀行によって集中的に中国債券市場を管理するシステムは債券市場監督システムの最終的な目標ではない。改革の最終的な目的の一つは政府機構によって債券市場を監督することである。合理的に考えれば、証券監督委員会にこの責任を委ねることである。債券市場の各自律機構も証券監督委員会によって指導されるべきである。中国人民銀行は金融コントロールの見地から、証券監督委員会の監督にを協力する立場を取るべきである。銀行監督委員会と保険監督委員会は銀行と保険機関に規範的行為を要求し、銀行、保険機関が債券市場での業務遂行に伴うリスク管理能力を強

化できるよう監督すべきである。これによって債券市場の健全化が促進できるであろう。将来は、中国金融監督の改革とともに、銀行監督委員会、証券監督委員会と保険監督委員会を合併して、債券市場を統一的に監理することが実現できる。この過程で、債券市場に関する法律を訂正して、統一的な管理システムの構築を促進すべきである。

銀行改革の進展を債券市場が支えてきたが、銀行改革の過程で銀行主導の債券市場の新たな展開がなされてきた。シャドバンキングという新たな金融環境の変化が示すようにこれまで以上に適正な投資環境の整備が必要で、このような急激な市場化に対応できる近代的な市場管理体制が求められている。その意味で債券市場の管理体制は、市場発展を促進するために市場参加機関の自主的なリスク管理能力を高めるような監督システムへと移行することを目的とした統一的な管理システムの構築を目指すべきなのである。

むすびにかえて

中国債券市場の発展は、中国の社会主義的市場経済の発展の要といってよい。だが社会主義的市場経済の推進力としての株式市場には多くの注意が向けられ、研究も進められてきたが、債券市場についてはあまり十分な検討がなされてこなかった、

本論文ではこれまでのそのような研究状況から、まず中国における債券市場の歴史的な発展の背景を明らかにし、現在の債券市場の市場構造の特徴と現在の債券市場を取り巻く金融環境の変化を整理し、その上で今後の発展に向けた市場型の管理体制の在り方について提言を試みた。

中国の債券市場はまだ発展途上で、仕組みも複雑で政府の管理体制も強かったが、近年、市場化に向けた努力がなされている。ではこの市場化はどのようになされたのか。この市

場化と政府の管理体制はいかなる関係にあるのか。本論文ではこの市場化における市場構成の分析を通じてその問題点と課題を明らかにすることに努めた。他の先進資本主義と比べて債券市場発展のための課題も多いが、中国独特のシステムもある。これらが先進資本主義国のような発展に向けて進展する過程で、アメリカ型、ヨーロッパ型、日本型のどの類型に向けて発展していくのか。或いは中国型の独自の発展を遂げるのか。その分岐を探る意味でも中国債券市場の構造分析は重要な課題である。現在、まだその方向性は明らかではないが、アメリカから始まった世界的な金融危機の中で、中国が証券化と資産担保証券をどう取り扱うのか、金融改革の中で政府性金融機関はどのように発展していくのか、など多くの問題が残っている。その中で新しい中国独自の金融システムの動向として中央匯金投資有限会社の役割がある。中央匯金投資有限会社は金融持株会社として中国工商銀行など主要金融機関に積極的に出資を行い、その結果株式保有を通じた巨大な政府支配の金融コングロマリットが展開されている。そこで匯金債についてもその意義を検討した。だが、なぜこのような政府支配の金融持株会社が出現したのか。これは社会主義的市場経済の発展といかなる関係があるのか。

債券市場の発展は社会主義的市場経済の実質的な牽引市場であった。そしてこの発展は銀行改革と密接な関連があるものであった。このことはあまり注目されてこなかった論点である。本論文では、銀行改革と債券市場の関係、特に銀行改革が債券市場の発展に果たした役割に焦点を当てている。もう一つの論点は銀行の不良債権処理に果たした債券市場の役割である。これもこれまであまり注目されてこなかった論点である。銀行の不良債権処理のために政府は公的資金の投入を決定するが、その手段となったのが政府機関の中央匯金投資有限会社である。中央匯金投資有限会社は主要四大銀行をはじめ多数の商業銀行への資本注入を通じて資本の充実を図り不良債権を処理することを通じて、銀行への金融持株会社になったのである。この中央匯金投資有限会社の資金源は国家からの外貨準備であった。その後国家ホールディング会社になった四大国有商業銀行への臨時的な融資手段として債券市場で匯金債が発行された。つまり、商業銀行の不良債権処理と株式会社化を果たした国有商業銀行は中央匯金会社の傘下に入り、匯金債での資金調達に支えられて発展

してきた。そしてこの匯金債は債券市場に支えられてのことである。こうして、中国工商銀行をはじめとする国有商業銀行が株式会社への組織転換を果たし、国際金融市場での上場を果たすことが出来た。そして、国際的な金融危機で銀行の業績不振のなか中国の主要な商業銀行は中国工商銀行を筆頭に上位にランク付けされ高い評価を受けている。それらの世界の上位行の金融持株会社が中央匯金投資有限会社であった。まさに国家主導の金融コングロマリットの出現であり、これが現在の中国が作り出した社会主義的市場経済下での政府による金融機関支配システムの形成である。そして、この中国型の金融システムが現在直面している深刻な問題がシャドールンキング問題である。このシャドールンキングは商業銀行が開発した理財商品を軸に展開されている。これこそ債券市場と密接な関係のある問題であった。

本論文は、以上の論点を考察することで、現在の中国の市場経済化の中心に債券市場があり、銀行改革もシャドールンキングも債券市場を中心として展開されてきたことを明らかにすることに努めた。

中国債券市場は中国政府の管理下で制度設計され、そのプログラムに沿って展開を遂げてきたが、今や新たな市場化への展開を見せている。この債券市場の発展を政府の管理市場として発展させてきたのが管理体制であったが、その役割も市場化の流れに沿った新たな改革を求められている。それについては市場参加者の自主的なリスク管理能力を高め、監視のための効率的で統一的な管理体制を展望した。

本論文の分析と提言は、中国債券市場の発展のあり方とその方向性を提示したものであるが、現在の国際的な金融危機の中で中国の金融改革と国際化の動きが債券市場の動向にどのような影響を与えるかについては、今後の課題にしたい。

参考文献

1. 安 国俊『国債管理研究』経済科学出版社、2008年。
2. 「インターバンク債券市場の企業債研究」『債券市場実務研究文集』、2008年10月。
3. 袁 東『債券市場：取引制度と預託決算』経済科学出版社、2005年。
4. 王 鉄峰「中国債券市場の国債レポ・モデル研究」『经济管理・新管理』、2004年12月、第24期。
5. 王 岩岫「商業銀行の理財業務の発展と監督」『中国金融』2013年第9期、中国金融出版社、2013年。
6. 王 巍『高収益債券とレバレッジド・バイアウト』、2012年7月。
7. 黄 達『貨幣銀行学』四川人民出版社、1992年。
8. 黄 小軍「サブプライム・ローン問題についての思考」『国際金融研究』、2008年。
9. 黄 雄『債券法律実務』法律出版社、2009年8月。
10. 葛 培健『企業資産証券化の操作実務』復旦大学出版社、2011年。
11. 何 徳旭、李武「中国企業債市場の発展特徴と啓示」『上海金融』、2007年4月。
12. 何 徳旭、高 偉凱『中国債券市場—創新と発展』、2007年4月。
13. 関根 栄一「中国の外貨準備運用会社の設立に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』、2007 Autumn。
14. 関根 栄一「拡大を続ける中国開銀の国際業務とガバナンスの展望」『季刊中国資本市場研究』、2010 Summer。
15. 関根 栄一「洗練された機関投資家への道を歩む中国 CIC のガバナンス」『季刊中国資本市場研究』、2010 Autumn。
16. 関根 栄一「中国版バーゼルIIIの公表と中国銀行セクターへの影響」『季刊中国資本市場研究』、2011 Summer。

17. 関根 栄一「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」『季刊中国資本市場研究』、2013Summer。
18. 白 偉群「インターバンク債券市場の競争力と影響力」『金融時報』、2007年4月。
19. 高 堅『中国の債券資本市場』経済科学出版社、1991年発行。
20. 高 堅『中国国債』経済科学出版社、1995年。
21. 高 堅 *How China Grows : Investment Finance and Reform*、Princeton University Press、2007年
22. 高 堅『中国債券』経済科学出版社、1999年。
23. 高 堅『中国国債市場の発展経路』中共中央党校出版社、1995年。
24. 高 培勇『中国債券市場の透視』中国財政経済出版社、1999年。
25. 国家開発銀行、中国人民大学聯合課題組『開発性金融と中国債券市場の推進』中国人民大学出版社、2007年9月。
26. 香 西泰、白川、方明、翁 邦雄『バブルと金融政策 日本の経験と教訓』日本経済新聞社、2001年。
27. 呉 曉求『証券投資学』中国人民大学出版社、2000年。
28. 呉 曉求 趙 錫軍『市場主導と銀行主導—中国金融システムの比較研究』中国人民大学出版社、2006年。
29. 胡 懷邦「国有商業銀行株式性改革の戦略思考」『上海金融』、2005年第3期。
30. 呉 青「債券取引制度の検討」『債券市場実務研究文集』、2008年10月。
31. 伍 旭川『会社銀行業務：会社債券の投融資管理』経済科学出版社、2010年7月。
32. 葛 兆強「商業銀行劣後債の発行、功績、挑戦と発展戦略」『証券市場ニュース』、2004年10月。
33. 肖 立晟「人民元建て理財商品の分析」前掲書、2013年。
34. 周 永強『アジア債券市場発展の研究』对外経済貿易大学、2006年。
35. 周 曉綱『証券発行登録制度研究』、2010年。

36. 周 氷「中国インターバンク債券市場のマーケット・メーカー制度」『山西財經大学』2006年第一期。
37. 周 元帆『城投債—中国式市政債券』中信出版社、2010年12月。
38. 朱 民「未来を変える金融危機」中国金融出版社、2009年3月。
39. 成 思危「銀行に戦略投資者問題の研究」『金融時報』2005年11月
40. 宋 立「地方公共機構融資制度の国際比較」『経済社会体制比較』、2005年。
41. 宋 国青「債券—デフレーション」『聯合研究報告』、1998年98001号。
42. 曹 鳳岐『中国の商業銀行改革と創造力』中国金融出版社、2008年。
43. 曹 鴻涛 Structure-conduct-performance of Chinese interbank bond market (Chinese Edition), 經濟科学出版社、2006年2月。
44. 徐 良「債券投資家構成と市場モデル」社会科学文献出版社、2011年4月。
45. 翟 金林「銀行システム・リスクの形成原因と阻止研究」『南開大学』2001年第4期
46. 祁 斌「資本市場が経済と社会に対しての推進」『中国証券』、2012年1月14日。
47. 祁 鴻『現代市場学』中国人民大学出版社、1989年。
48. 沈 炳熙『資産証券化：中国での実践』北京大学出版社、2008年10月。
49. 沈 炳熙『中国商業銀行30年：業務創造と発展』北京大学出版社、2010年10月。
50. 沈 炳熙、曹 媛媛『中国債券市場：30年改革と発展』北京大学出版社、2010年10月。
51. 沈 炳熙「イギリス債券市場機構と監督体制についての研究」『中国貨幣市場』2000年9月。
52. 陳 曉輝、徐 真「証券保有システムと預託制度の比較分析とインターバンク債券市場の登記預託システムの認識」『債券市場実務研究文集』、2008年10月。
53. 陳 国進『金融体制の比較と設計』厦門大学出版社、2002年。
54. 程 鳳朝『中国上場会社の買収合併の実務』中国人民大学出版社、2013年5月。
55. 中国人民銀行『中国の銀行間市場研究』中央国債登録結算有限責任会社、2008年。
56. 中国証券監督委員会『中国資本市場二十年』中信出版社、2012年2月。

57. 中国証券監督委員会『中国資本市場の発展報告』中国金融出版社、2008年7月。
58. 中国建設銀行資産保全部『不良債権の理論と実践』、中国建設銀行内部資料。
59. 中国社会科学院中国地域記入生態環境評価組『中国地域生態環境評価』社会科学文献出版社、2011年4月。
60. 張明「中国版シャドーバンキング：定義、原因、リスク及び対策」『中国のシャドーバンキングシステムの変遷状況の報告』中国社会科学院世界經濟政治研究所国際金融中心、2013年4月25日。
61. 趙 毅「国債規模と国債市場金融の効能」『南開經濟研究』、2005年第二期。
62. 郑 淳、董 紀昌、徐 艳梅「インターバンク市場の国債流動性研究」『管理評論』、2006年第二期。
63. 唐 双寧「中国銀行業改革：歴史回顧と展望」『中国金融』、2005年3期。
64. 童 適平「中国における債券市場の整備と最近の動き」『証券經濟研究』2012年第7期
65. 巴 曙松「中国債券市場の発展と利率政策、銀行リスク管理に対する影響」『金融研究』、2000年第2期。
66. 巴 曙松『政策性銀行の商業化改革が債券市場に対して及ぼす影響』当代科学出版社、2010年1月。
67. 範 喬希『インターバンク債券市場の流動性研究』西南交通大学出版社、2012年9月。
68. 範 中超、馬 驍馳「中国の債券市場管理体制：成因と変革」『時代金融』、2008年、第五期。
69. 広瀬 健「第5章債券市場」『図説中国の証券市場 2011年版』日本証券經濟研究所 2011年3月。
70. 堀之 内朗、武内 浩二『債券取引の知識』日本經濟新聞出版社、2003年7月。
71. 付 穎「企業債発行への提言」『債券市場実務研究文集』、2008年10月。
72. 馮 光華『中国の債券市場発展の研究』中国金融出版社、2007年。

73. 馮 光華『中国債券市場發展問題の研究』中国金融出版社、2008年3月。
74. 扈 企平『資産証券化：理論と実践』中国人民大学出版社、2007年。
75. 潘 功勝『大手銀行の巨大変化』、中国金融出版社、2011年3月。
76. 潘 功勝『中国商業銀行理論と実践』中国金融出版社、2010年11月。
77. 李 新「中国債券市場リスク警報指標システム」『中国財政』、2011年10月。
78. 李 冻菊「株式市場發展と經濟發展の關係についての研究」『金融研究』（中国）、2006年9月号。
79. 李 揚『中国金融論論壇』社会科学文献出版社、2004年。
80. 李 楊、宗 軍「インターバンク債券市場の新商品と業務の研究」『債券市場実務研究文集』、2008年10月。
81. 李 洋『中美証券法比較』山西財經大学、2000年。
82. 呂 世蘊「債券レポ發展の推進」『債券市場研究』、2007年第一期。
83. 劉 鉄峰「インターバンク債券市場の情報公開制度研究」『中国貨幣市場』2009年、第五期。
84. 劉 麗巍「中国の銀行資本監督が貸付供給に及ぼす影響」『集体經濟』、2010年第2期。
85. 劉 艶『債券融資操作』中国金融出版社、2011年。
86. 劉 優輝、張 偉、雷 蕾「インターバンク債券取引 DVP 決算の發展」『債券市場問題研究』、2009年。
87. 陸 曉明「サブプライム・ローンによるアメリカの銀行リスク管理システムへの挑戦」『銀行家』、2008年4月。
88. 雷 軍華「中国債券市場の主要な問題と改善方法」『国際金融時報』、2003年6月。
89. 羅 平『バーゼル協議研究文献と評価』中国金融出版社 2004年。
90. 蘆 遵華「中国インターバンク債券市場の流動性分析」『証券市場ニュース』2004年2月。
91. 尹 文植「中国の国有商業銀行の課題と改革—不良債権問題を中心に—」『原田俊孝教授退職記念論文集（第364号）』、2007年1月。

92. 易 綱『中国の貨幣化過程』中国金融出版社、2003年11月。
93. 易 綱「中国の銀行競争」『経済研究』、2001年8月。
94. 楊 再平『市場記』経済科学出版社、1997年。
95. 楊 農『中国企業債券融資』経済科学出版社、2012年9月。
96. 楊 農『中国債券市場発展報告』中国金融出版社、2012年3月。
97. 姚 秦『債券市場のミクロ機構とマーケット・メーカー』復旦大学、2006年。
98. Committee on the Global Financial System, “*The Implications of Electronic Trading in Financial Market?*”. January 2001.
99. DTC. *A Short History Of The Depository Trust Company*、1998年。
100. David S. Hoelscher, *Bang Restructuring and Resolution*, Palgrave Macmillan ,2006
101. *Developing Corporate bond market in Asia*, BIS、2006年。
102. Horst Loechel and Helena li, “*China's Changing Business Model of Banking* ”, BU-China BMT Working Paper Series No.010、January 1、2010。
103. K.G.バレプ P.M. ヒーリー V.L.バーナード『企業分析入門』第二版東京大学出版会、2001年
104. Mishkin , F.S. *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies*. NBER Working Paper 8087、2001。
105. Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, “*Recommendation for Securities Settlement Systems*”, 2001.
106. 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.