



人民幣国際化と中国の金融債券市場の整備

神宮 健*

要約

1. 人民幣を国際化する過程で、中国においても資本自由化は不可欠である。そして、資本自由化が進むにつれて、中国でも①金利自由化が進み、②公開市場操作を基本にした間接的なマクロコントロールへの移行が必要となると思われる。
2. 厚みのある金融・債券市場の存在は、中央銀行の公開市場操作能力の向上の前提であり、資本流出入の影響を吸収する際にも必要である。また、人民幣を保有する外国投資家の人民幣運用の場ともなる。
3. 短期金融市場は、最近になり大きく拡大している。コール市場の急拡大は、市場参加者の拡大措置等によるところが大きい。一方、レポ取引や現物取引の最近の拡大には、銀行間債券市場の拡大、商品の多様化、マーケットメイカー制度の改善等がある。特に、中央銀行手形は短期金融市場の厚みに貢献している。
4. 企業部門の債券市場での資金調達も増加している。2005年にCP、2007年に社債、2008年にMTNが発行されるようになり、市場金利による資金調達手段が増えている。
5. 金利自由化が進めば、金利変動リスクに対するヘッジ手段の提供も必要になる。この面では、2005年の債券フォワードを皮切りに、2006年に金利スワップ、2007年に金利先渡取引が導入されている。
6. 来るべき資本自由化と金利自由化にそなえて、当局は短期金融市場・債券市場の整備を急いでいる。依然として、イールドカーブが7日超のところでは、しっかりしていないなどの問題があるが、ここ数年間で、金融・債券市場が改善に向けて動いている点は見逃せない。

I. 人民幣国際化と金融・債券市場

2008年の国際金融危機の発生以降、人民幣国際化の議論が盛んである。本稿では、まず、人民幣の国際化と金融・資本市場の関係について考える。

中国の金融の現状を見ると、企業部門の資金調達の大部分を占める間接金融において、銀行の預貸金利が規制されている。金融政策運営を見ると、直接的な行政指導や量的規制（融資額の規制等）に最終的には依存した金融政策運営・マクロ経済運営が行われている。

一方、人民幣を国際化する過程で、資本自由化は不可欠である。そして、資本自由化が進めば、

* 神宮 健 榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

国内の金融政策の独立性を保つ上で、変動為替相場制移行が必須となる一方で、1980年代の日本の例からも示されるように、金利の自由化も（海外の自由な金利に国内金利が影響される形で）進むことが考えられる。また、金融政策運営が行政的指導に多く依存している中では、資本流出入が自由になるにつれてマクロ政策の有効性が殺がれることも考えられる。

これらの要因を考慮すると、中国で、今後資本勘定が自由化されるにつれて、①金利自由化が進み、②公開市場操作を基本にした間接的なマクロコントロールへの移行が必要になると思われる。マクロ経済の持続的な発展の観点からも、価格（金利）メカニズムによるマクロ調整・資源配分機能が発揮されるようになってゆくのが流れであろう。

ここで、中央銀行の公開市場操作能力の向上にとって、厚みのある金融・債券市場が存在することが前提となる。厚みのある金融・債券市場は、資本流出入の影響を吸収する際にも必要である。また、金利自由化は、市場参加者の金利変動リスクを高めるため、市場参加者へのヘッジ手段の提供も必要になる。

一方、預貸金利の自由化は、銀行の利鞘の縮小につながり、直接金融市場の発達、企業金融において銀行融資のシェアを奪うことも考えられるため、銀行の経営力強化も必要となる。金融機関の経営力強化は、間接的なマクロコントロールの有効性の確保の点や、資本自由化に伴う海外借入の返済リスクの点からも重要である。

人民元の国際化により、海外で人民元が保有されるようになることから、人民元を保有する外国投資家（非居住者）の人民元運用の場としても、厚みのある金融債券市場、特に短期金融市場の充実が必要となる。

II、金利自由化

1. 金利自由化の経緯

資本自由化が進むにつれて、1980年代前半の日本の例を見てもわかるように、国内金利が海外金利の影響を受けることもあり、金利の自由化は加速することになると思われる。

ここで、中国の金利自由化の経緯を振り返って見ると、銀行間市場の金利自由化（コール、手形、国債、政策性金融債）は1990年代に終了している（図表1）。今世紀に入ってから金利自由化の焦点は、銀行の預金・貸出金利であった。これは、基本的に、①外貨が先、人民元が後、②貸出金利が先、預金金利が後、③農村部が先、都市部が後、④長期・大口が先、短期・小口が後、という原則に基づき進められた。中国人民銀行が決定する預貸金利を基準に上下の変動幅を拡大してゆく方法が採られており、2004年10月に貸出金利の上限撤廃・預金金利の下限撤廃という金利自由化の中間目標が達成され、今日に至っている。現在は、貸出金利の下限、預金金利の上限を徐々に拡大することで金利の完全自由化を目指す段階にある。

一方、企業の直接金融の面を見ると、後述するように2005年に企業短期債券（CPに相当）、2007年に社債（企業債とは区別される。後述）、2008年に中期手形（Medium Term Note、MTN）が導入され、ここ数年間で市場金利の商品が増えている¹。

¹ これらの商品の詳細は、関根（2009）参照。

図表 1 中国の金利自由化

市場金利		預金金利		貸出金利	
対象	実施年	対象 (%は変動幅)*	実施年	対象 (%は変動幅)*	実施年
コール市場	1996年	<外貨> 大口 \$00万ドル以上の自由化	2000年	<外貨> 自由化	2000年
手形市場	1998年	小口の変動幅下限の撤廃 1年物以上の小口の自由化	2003年 2004年		
銀行間債券市場		<人民元>		対小企業 -10~+20%	1998年
流通市場		対保険会社大口定期預金	1999年	対中小企業 -10~+30%	1999年
現物	1997年	3000万元以上、5年超)		農村信用社 -10~+50%	1998年
レポ	1997年	農村信用社** +30~+50%	2002~03年	県以下金融機関 -10~+30%	1999年
発行市場	1999年			農村信用社** -10~+100%	2002~03年
政策銀行金融債発行	1998年			商業銀行 都市信用社 -10%~+70%	2004年1月1日
				企業規模にかかわらず一律)	
				農村信用社 -10%~+100%	2004年1月1日
<市場金利の債券導入>					
短期融資券 (P)	2005年	各年限の基準金利以下で変動可能	2004年10月29日	変動幅の上限撤廃 除(都市 農村信用社)	2004年10月29日
社債	2007年			都市・農村信用社 -10%~+130%	2004年10月29日
中期手形 (MTN)	2008年				

- (注) 1. *法定基準金利に対する変動幅である。%は、例えば+20%の場合、基準金利×1.2の意味である。
 2. **2002年から全国8県・市で実験し、2003年から実験地域を全国各省の1ないし2県あるいは市に拡大。
 3. 個人向け住宅融資金利の下限が2005年3月-10%、2006年8月-15%、2008年10月より-30%に拡大された。

(出所) 中国人民銀行「貨幣政策執行報告」、各種報道より野村資本市場研究所作成

2. 基準金利

いわゆる市場の基準金利は、様々な金融商品の価格（金利）決定の基礎となるものである。中国では、上述したように銀行間市場金利は自由化されたものの、短期金融市場や債券市場が未発達なこともあり、市場の基準金利が形成されにくかった。レポ市場、コール市場とも取引の中心は、期間7日以内に集中しており、7日超の部分の取引量が少ないため、長めの金利形成が不安定であることが長らく問題となっている。

コール金利自体も大きく振れ不安定である。特に、株式市場の新規公开发行（IPO）の際に、多額の応募資金が一時的に凍結されるため、大型IPOの前後に金利が大きく振れる傾向がある²。また、銀行の預金準備の積み方が、平残方式ではなく、毎日、預金準備率を満たさなければならない方式のため、コール金利が振れやすくなるとの見方もある³。

基準金利を作る試みとしては、2004年にレポ市場金利を基に基準金利が作られたが、成功とは言えない状況にあった。そのため、上海銀行間取引金利（Shanghai Interbank Offered Rate、Shibor）が2007年1月に導入された。これは、全国銀行間コール取引センターが上海の銀行間コールレートを公表するものである。16の銀行のオファー・レートの算術平均であり、翌日、1週間、2週間、1ヵ月、3ヵ月、6ヵ月、9ヵ月、1年物について発表される。

人民銀行は、Shiborの基準金利化を後押ししている。また、既に、Shiborを基準にしたデリバティブ商品もあり、銀行にもShiborを利用した新商品を開発する動きがある。さらに、Shiborが報告銀行の実際の取引金利を反映していないという批判もあることから、Shiborと実際の取引金利の差やShiborを利用した商品の開発実績等により、Shibor報告銀行16行の入れ替えもなされている。

² なお、2009年の株式発行制度改革により、①ブックビルディングに参加した機関投資家はインターネット経由での新株の購入申込みができなくなる、②インターネット経由の申込みについて1口座あたりの上限を設定する、等の措置が採られている。

³ IMF (2009)

3. 間接的なマクロコントロール

金利の自由化が徐々に進む一方で、最近の中国のマクロ経済運営を見る限り、金利の伝導メカニズムを通じた間接的なマクロコントロールが行われているとは言い難い。ここで、間接的なマクロコントロールとは、公開市場操作により銀行間市場の資金繰りと銀行間短期金利に影響を与え、それが長期金利や銀行の対顧客金利（預金・融資）や銀行の融資行動へ影響を与えることを通して、最終的に各経済主体の経済活動に影響を与えることである。

最近のマクロコントロールを振り返っても、有効に機能した例は、2007年第4四半期における融資の「総量規制」とその後の景気鈍化、2008年第4四半期以降の金融緩和策を受けた2009年前半の急激な融資増加と2009年後半の景気の立ち直りであり、これらは、実体的には窓口規制的・直接的な数量コントロールである。

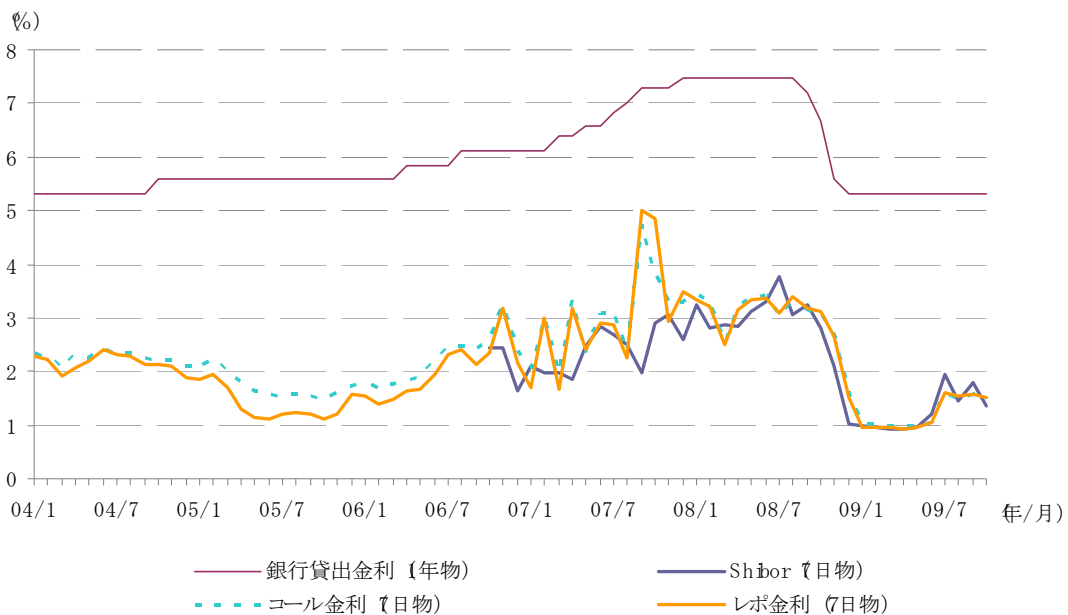
また、ミクロレベルでも、以前から、企業への融資決定における地方政府の行政的関与が残ることが指摘されている。今回の景気刺激策でも見られるように、景気刺激策の一環として財政資金が入るプロジェクトを施行する地方国有企業に銀行が融資する例が見られる。

結局、金利に感応的でない企業が、国内経済システムの中に多数存在していることになり、金利と景気動向が切り離されてしまう。金利メカニズムが機能するためには、市場論理が経済全体で徹底していることも重要である。

マクロ経済運営全体では、こうした問題が残るが、金融市場の動態に焦点を当てた場合、改善点も見られる。最近では、2008年9月以降、大型IPOがなくコール金利の振れが大きくなかったこともあるが、Shibor、コール金利、レポ金利といった銀行間市場金利の連動性が高まっている（図表2）。

また、以前は、現実の経済活動と直接関係する企業部門が発行する企業債についても、発行量、金利とも事実上規制されており、制度上、金利の波及メカニズムが機能し難くなっていたが、こ

図表2 短期金利の動向



(出所) CEIC より、野村資本市場研究所作成

の数年間で、企業短期債券、社債、MTNが導入され、市場金利による資金調達手段が増えている。金利形成面でも、市場金利が企業の借入コストに影響を与えるケースも見られる。2008年において、企業短期債券の金利の動きは中央銀行手形金利と基本的に一致してきており、これは、市場金利が企業コストに影響を与えている例と考えられている⁴。

Ⅲ、厚みのある金融・債券市場を目指して

1. コール市場とレポ市場の動向

ここでは、最近の短期金融市場の動向を見る。まず、コール市場とレポ市場を取り上げる。

短期金融市場は、今世紀に入って大きく拡大している。銀行間（インターバンク）市場の取引量を見ると、コール市場は2000年の0.7兆元から2008年は15兆元と22.4倍（年率47.5%）増加し、債券レポは、同じく1.6兆元から58.1兆元へ36.8倍（同57.0%）増加している。特に、過去数年間はコール市場の伸びが目覚ましく、2006年から2008年にかけて約7.0倍増加している。債券レポも2006年から2008年に約2.2倍増加している。また、これまで債券のレポ取引に比べると規模が小さかった債券の現物取引（銀行間）も2008年には40.8兆元に拡大している（図表3）。

一方、銀行間市場の参加者も増加している。銀行間コール市場の構成員は、2000年の417社から2008年現在788社（うち銀行340社）へ増加した。最近では、2008年に新たに資産管理会

図表3 金融債券市場取引金額の状況

(億元)

年	インターバンク市場			取引所国債市場	
	コール	債券現物	債券レポ	現物	レポ
2000	6,728	648	15,782	4,158	14,734
2001	8,082	844	40,133	4,816	15,488
2002	12,107	4,344	101,885	8,709	24,420
2003	24,113	31,610	117,203	5,756	53,000
2004	14,556	28,196	94,368	2,967	44,087
2005	12,783	63,379	158,932	2,779	23,261
2006	21,503	109,327	265,908	1,541	15,413
2007	106,466	165,916	447,925	1,267	18,345
2008	150,492	408,270	581,205	2,123	24,269
2009	116,476	403,574	589,871	1,476	20,916

(注) 2009年のコール市場、取引所市場は8月まで（人民銀行ウェブ）、その他は10月まで（ChinaBond）。

(出所) 中国人民銀行（2008）及びウェブサイト、ChinaBond（2009年インターバンク債券現物・レポ）より野村資本市場研究所作成

⁴ 中国人民銀行（中国貨幣市場2009/4）

社と自動車販売金融会社の参入が認められ、それぞれ2社ずつ計4社が参入している。一方、銀行間債券市場の構成員は、2000年の315社に対して2008年は8,299社（うち企業5,681社）へ拡大している。

2007年以降のコール市場の急拡大は、2007年7月9日に発表された「コール管理弁法」（8月6日実施）の実施によるところが大きい。これは、①市場参加者の範囲の拡大（6種類の非銀行金融機関に参加を許可；財務公司、信託会社、資産管理会社、金融リース会社、自動車販売金融会社、保険資産管理会社）、②借入期間の延長と借入期間の3分類（預金機関と政策性銀行は最長1年間、金融資産管理会社・リース会社・自動車販売金融会社、保険会社は最長3ヶ月間、財務会社・証券会社・信託会社・保険資産管理会社は最長7日間）、③貸借限度額規制の緩和、④市場の透明度（情報開示）の向上等を含むものである。

一方、レポ取引や現物取引の最近の拡大の背景には、銀行間債券市場の拡大、商品の多様化、前述した市場参加者の拡大、マーケットメイカー制度の改善等がある。特に、中央銀行手形は、2006年から2008年に不胎化操作のために大量に発行された結果、2008年末時点で残高が約4.2兆元と国債残高（銀行間市場）の約4.5兆元、金融債の3.9兆元とほぼ同様の水準になっている。中央銀行手形の銀行間の債券現物取引に占めるシェアは、61.6%（2008年）、31.3%（2009年10月まで）と大きい。また、レポ（担保型）でも、37.6%（2008年）、31.6%（2009年10月まで）を占めている。このように、中央銀行手形は短期金融市場の厚みに貢献していると言えよう⁵。

また、銀行間レポ取引の内訳を見ると、2008年は、担保型レポの取引額が56.4兆元、売買式型は1.7兆元である⁶。売買型のレポは、規模は小さいものの、2006年から2008年で約6倍増加し、2008年は約140%増加している。これは、参加金融機関のリスク意識の高まりを反映しているとされる⁷。

担保型レポでは、期間を見ると、2008年はオーバーナイトが全体の64%を占める一方、14日以上は3%と少なく、レポ玉では中央銀行手形（37.6%）、国債（29.3%）、政策性金融債（29.3%）が約96%を占め、2009年（10月まで）でも三者で約91%を占めている。特に、中央銀行手形は、比較的金利が安定していることが、担保になりやすい理由として挙げられている⁸。

さらに、2007年1月の「銀行間債券市場マーケットメイカー管理規定」により、マーケットメイカーの参入基準が緩和され⁹、マーケットメイカー業務に関する取引手数料の軽減や銀行間コールセンターからのリアルタイムの取引データの入手等、マーケットメイカーに対して便宜が図られるようになった。これを受けて、2008年のマーケットメイカーを通じた取引量は、2007年の約3.5倍に増大した。

2. その他の短期金融市場商品

次に、その他の短期金融市場の商品について、最近の動向を見る。

⁵ 従来から、レポや現物取引市場において、金融債、特に政策性銀行債の取引が大きいという特徴がある。取引が多い背景としては、政策性銀行債の信用度が国債並みに高いこと、発行頻度が高いこと、満期が比較的短いことなどが挙げられる（中央国債公司(2006)）。

⁶ 売買式レポはレポ玉の所有権が移動するもの。なお、取引所におけるレポ取引は2008年2.43億元と小さい。

⁷ 中国人民銀行（2009）

⁸ 同上

⁹ マーケットメイカー制度は2001年導入。2008年末時点でマーケットメイカーは20社。

第一に、短期国債である。2005 年以降、短期国債（満期 1 年以内）の発行が増加している。この背景には、2006 年に国債発行管理の方法が、それまでの年度国債発行額管理から国債残高管理に変更されたことにより、短期国債のロールオーバー発行がしやすくなったことがある。

公開市場操作と本来関係のある銀行間市場での短期国債の発行を見ると、2005 年の 1,397 億元に対して、2008 年 1,749 億元、2009 年（10 月まで）4,333 億元である（図表 4）。なお、2008 年に発行額は減少したものの、国債（記帳式）全体の満期構成に占める残存期間 1 年以内の国債の比率は 2007 年の 9.7% から 2008 年は 11.7% へ上昇している¹⁰。

但し、国債が基本的に商業銀行を中心に満期まで保有される従来の構造は変わらず、国債のレポ取引に占める割合が、上述のように約 3 割（2008 年、担保型）ある一方で、現物取引に占めるシェアは約 9%（2008 年）にすぎない。また、公開市場操作を行う人民銀行と国債を発行する財政部の間では、国債の発行について話し合いは特に持たれていない模様であり、現在は中央銀行手形に頼っている公開市場操作の幅を広げる意味でも、両者のコミュニケーションには改善の余地がある。

第二に、2005 年に導入された企業短期債券（「短期融資券」。企業が銀行間債券市場で発行する期間 1 年以下の債券、いわゆる CP）は、2005 年の発行額 1,454 億元に対して 2008 年の発行額は 4,239 億元（2009 年 10 月までで 3,679 億元）と徐々に増加している。特に、2008 年には現物取引が、前年比 115.0% と急増し、回転率（取引額/平均残高）は 779%（2007 年は 458%）となり、短期金融市場の一翼を担うようになりつつある（図表 5）。背景には、企業短期債券の投資

図表 4 債券市場の発行状況

(億元)

年	国債				政策 金融債	企業 短期債券	中央銀行 手形	非政策性 金融債
	記帳式	証書式	合計	(うち短期 国債)				
2000	2,692	1,900	4,592	200	1,645	0	0	0
2001	3,084	1,800	4,884	0	2,590	0	0	0
2002	4,461	1,473	5,934	265	3,175	0	1,938	0
2003	5,439	2,505	7,944	355	4,520	0	7,850	0
2004	4,414	2,510	6,924	635	4,348	0	15,072	749
2005	5,042	2,000	7,042	1,397	6,032	1,454	27,882	1,129
2006	6,533	2,350	8,883	2,122	8,650	2,920	36,574	695
2007	21,849	1,634	23,483	2,262	10,932	3,349	40,721	1,151
2008	6,665	1,881	8,546	1,749	10,809	4,239	42,960	1,276
2009	10,551	3,195	15,746	4,333	8,828	3,679	32,570	2,724

(注) 2008 年までは、中国人民銀行（2008）による。2009 年は 10 月まで、China Bond より計算。2009 年の国債合計は、地方債 2,000 億元を含む。

証書式国債は個人預金に近く、記帳式が公開市場操作に関係する。短期国債は満期 1 年以下。非政策性金融債は商業銀行債券・劣後債、国際開発機関の債券を含む。

(出所) 中国人民銀行（2008）、China Bond（2009 年データ）、Wind 資訊（短期国債データ）より野村資本市場研究所作成

¹⁰ 中国国債登記結算有限責任公司（2009）

図表5 銀行間市場における債券の取引量と交換率

年	国債			中央銀行手形			金融債			企業短期債券 (P)			中期手形 (MTN)		
	残高	取引量	回転率 (%)	残高	取引量	回転率 (%)	残高	取引量	回転率 (%)	残高	取引量	回転率 (%)	残高	取引量	回転率 (%)
2000	9,156	427	5.4	-	-	-	7,301	220	3.3	-	-	-	-	-	-
2001	10,973	488	4.9	-	-	-	8,418	356	4.5	-	-	-	-	-	-
2002	16,326	2,717	19.9	1,487	-	-	9,875	1,627	17.8	-	-	-	-	-	-
2003	21,034	8,201	43.9	3,376	9,439	388.2	11,789	13,969	129.0	-	-	-	-	-	-
2004	19,685	5,318	26.1	11,208	11,471	157.3	14,408	11,406	87.1	-	-	-	-	-	-
2005	23,102	10,873	50.8	22,627	30,663	181.3	19,508	18,941	111.7	1,380	2,790	404.3	-	-	-
2006	25,406	12,569	51.8	29,748	45,686	174.5	24,296	33,978	155.1	2,667	12,196	602.7	-	-	-
2007	43,255	21,447	62.5	30,655	92,076	304.9	30,700	34,029	123.7	3,203	13,427	457.5	-	-	-
2008	45,232	36,300	82.0	42,370	251,473	688.7	39,400	76,836	219.2	4,203	28,863	779.4	1,672	7,350	879.2
2009	52,300	36,812	75.5	33,555	126,102	332.2	45,879	145,290	340.7	4,248	23,025	544.9	7,461	52,055	1139.9

(注) 2009年は10月まで。回転率＝取引量/平均残高。

(出所) 中国人民銀行 (2009)、China Bond より野村資本市場研究所作成

家が、商業銀行のみならず投信やその他の金融機関に拡大していることがある¹¹。また、2008年4月以降からは、発行に際して登録制が実施され、発行手続きが簡素化された。さらに、2008年10月に中小企業の企業短期債券が試行され、それまでの優良企業のみならず、BBB級の会社も企業短期債券を発行するようになっている。

第三に、商業手形を見ると、2008年は累計で約7.1兆元が振り出されている。また、銀行での割引は累計13.5兆元、銀行間での手形取引は109.7兆元である。ちなみに、振り出し額は、2000年は0.7兆元、2005年は4.5兆元であり、順調に拡大していることがわかる。

銀行は、マクロコントロールの融資規制に対応する際、短期的には数量をコントロールしやすい手形で調整を図るため、手形市場はマクロ政策の影響を受けやすい。実際、2009年の前半には、マクロ的な金融緩和の中で、実体的な取引のない手形の振り出しと銀行での割引が多く見られ、そうして得た資金が株式や不動産市場に流れるといった事態が生じている。

一方、手形市場のインフラ面では大きな進歩があった。手形取引の標準化が進み、市場の効率化と規模拡大が進みつつある。具体的には、人民銀行上海総部が中心となり、2007年から2008年にかけて長江デルタ地域での銀行間での手形の取引（銀行間で割引手形をさらに割引いて取引するもの）について標準的な取引規則が発表された。そして、この標準的な取引規則は、長江デルタ地域以外にも波及しつつある。

また、商品の面では、2008年に手形を組み入れた運用商品が銀行・信託会社により発売されている¹²。

3. 債券市場の動向

ここでは、その他の債券市場の発展について、過去数年間の動きを見ることにする。

まず、企業債・社債を見ると、2007年8月に証券監督管理委員会（証監会）が「会社債券発行試行弁法」を発表・実施した。これにより、従来から存在していた伝統的な公益プロジェクトに関連する企業債とは異なる社債の発行が可能になった。従来の企業債の場合、会社法で規定される会社ではない事業体が発行している場合もある。また、企業債では国家発展改革委員会から発行枠を含め発行の承認を受けるほか、人民銀行が発行金利を審査し、証監会が引受証券会社の

¹¹ 中国人民銀行 (2009)

¹² 中国人民銀行 (2009)

資格や発行にかかわるリスク等を審査していた。これに対して社債では、スポンサー証券会社による審査、株主会・株主総会の決議を経て、証券会の認可を受ければよく、発行価格はブックビルディングを通じて決定される。発行の機動力が増し、また、金利の自由化へも一歩近づいた。

一方、企業債についても、発展改革委員会は、2008年1月に、企業債の発行の手続きを簡素化し¹³、また、無担保債券、資産担保証券・モーゲージ担保証券、第三者担保債券の発行も可能にした。

次に、人民銀行が4月に「銀行間債券市場における非金融企業の債務による資金調達手段の管理弁法」を発表したことを受けて、中期手形（MTN）が発行された。MTNは、法人格を有する非金融企業が計画に従って分割発行し、一定期間内に元利金償還を約定する有価証券と定義されている。主に、エネルギー、輸送、電力、通信、金属材料等の国家の支柱産業に属する大企業が発行している。流動性は高く、回転率は2008年で879%、2009年は1,140%と活発に取引されている（図表5）。

最近では、企業部門の債券市場における資金調達が増加したことが注目される。企業債発行額は2,367億元と2007年の1,710億元から約38%増加した。2009年（11月まで）は約3,800億元に上っている。2007年に導入された社債の発行額は、2008年288億元、2009年（11月まで）約631億元で、中期手形（MTN）の発行額は2008年1,737億元、2009年（10月まで）は5,724億元である。また、企業短期債券（CP）の発行額は、2008年4,239億元、2009年（10月まで）3,679億元となっている（図表6）。なお、2008年のA株IPOによる資金調達は、1,036.52億元であり、2008年においては債券による資金調達が株式による調達を上回った。

この他、2004年以降、商業銀行劣後債（2004年導入）、ハイブリッド債、一般性金融債券、アセットバック証券等も導入されている（図表7）。新商品が増えるにしたがって、債券市場の満期構成やリスクの階層が多様化しつつある点が評価できよう。例えば、上述の2008年に導入されたMTNにより、従来不足していた3~5年満期の債券が増え、この期間の金利の基準にもなっている¹⁴。今後は、様々な信用リスクを持った発行体が現れるにつれて、市場における合理的な価格形成のために、信用格付け機関の役割をさらに強化する必要がある。

¹³ 従来の発行枠と発行に分けた2段階の許可を一括許可にする。

¹⁴ 中国人民銀行（中国貨幣市場 2009/4）

図表 6 債券発行による企業の資金調達

(億元)

年	企業債	社債	中期手形 (MTN)	企業短期債券 (CP)
2004	352	-	-	-
2005	654	-	-	1,454
2006	1,015	-	-	2,920
2007	1,709	112	-	3,349
2008	2,367	288	1,737	4,239
2009	3,800	631	5,724	3,679

(注) 企業債、社債は2009年11月まで。MTN、CPは2009年10月まで。

(出所) Wind 諮訊 (企業債、社債)、中国人民銀行 (2009)、ChinaBond (MTN、CP) より野村資本市場研究所作成。

図表 7 金融・債券市場の最近の動き

年	マネーマーケット	債券市場
2005	企業短期債券(CP)導入 マネーブローカー会社設立	一般金融債券発行 債券フォワード取引導入 国際開発機関人民元債発行 銀行融資証券化試行(アセットバック証券)
2006	基準金利設定へ 銀行間債券レボ参考金利の発表 SHIBORの発表 人民元金利スワップ	商業銀行ハイブリッド債発行 リストラ資産担保証券発行 債券貸借 国債残高管理の導入 分離可能転換社債(ワラント・社債)
2007	「コール市場管理弁法」 コール市場の参加者拡大(信託、保険、リース等) 金利先渡取引(FRA)導入	銀行間債券市場マーケットメイカー管理規定 財務会社の金融債発行 社債発行 香港人民元債発行(国家開発銀行等、3行)
2008	金利スワップ取引全面導入 手形市場取引の標準化(揚子江デルタ地域) 手形で運用する金融商品登場 中小企業による企業短期債券試行発行	企業債:発行手続き簡略化・無担保発行可能に MTN発行 銀行間債券市場、DVP決済全面導入
2009	金融デリバティブ取引のマスター契約統一	地方政府債発行

(出所) 中国人民銀行ウェブ、各種報道から野村資本市場研究所作成

4. デリバティブ市場の動向

金利の自由化が進むにつれて、金利変動リスクを管理するための金融デリバティブ商品の必要性も高まっている。この面では、2005年の債券フォワードを皮切りに、2006年に金利スワップ、2007年に金利先渡取引(Forward Rate Agreement, FRA)と新たなデリバティブ商品・取引の導入が続いた。

2005年に、債券フォワード取引が、銀行間債券市場における最初の金利リスク回避の手段として導入された。2008年の取引は、想定元本で5,003億元であり、7日物が全体の取引の74.9%を占め、商品別では、中央銀行手形が全体の65.4%である。なお、2009年1～9月の取引額は、4,780億元であり、7日物が多く、中央銀行手形と政策性金融債が主である。ここでも、中央銀行手形が重要な取引手段になっていることがわかる。

次に、2006年に、人民元金利スワップ取引が、試験的に始まり、2008年には全面的に導入された。具体的には、2008年1月から、金利スワップの市場参入条件が緩められた。それ以前は、デリバティブ商品取引業務を認められた商業銀行とその顧客のみが取引できたが、すべての銀行間市場参加者が取引できるようになった。但し、マーケットメイカー或いは決済代理業務資格を持つ金融機関はその他すべての市場参加者と取引可能、その他の金融機関はすべての金融機関と自身の需要に基づく取引が可能、非金融機関は、マーケットメイカー或いは決済代理業務資格を持つ金融機関とヘッジ目的での取引が可能、というように参加者の階層化が進められた¹⁵。

2008年の取引を見ると、4,040件(前年比約106.0%増)、想定元本4,121.5億元(同90.1%

¹⁵ 中国人民銀行(2009)

増)と大きく増加している(2009年は、1~9月で3,239億元)¹⁶。変動金利は、Shibor(翌日物、1週間物、3ヵ月物)、7日物レポ金利、1年物定期金利を参考金利にしている。そのなかでは、7日物レポ金利が最も多く想定元本の71.9%を占めている。Shiborの占める割合は21.8%であり基準金利になりきっていないことがわかる¹⁷。

金利先渡取引(Forward Rate Agreement, FRA)は、上述の人民元金利スワップの期間が、一般的に2年から30年で、短期の部分の金利リスク対応商品がなかったことを受け、2007年に導入された。2008年においては、参考金利はすべて3ヵ月物Shiborであり、期間もすべて1年以内となっている。これらの金利スワップ・金利先渡取引は、非金融機関のヘッジ手段としても使用されている。また、海外でのデリバティブ取引の経験の多い外資系金融機関のシェアが大きいこともこれらの取引の特徴である¹⁸。

5. インフラ整備

最後に、インフラ面の最近の整備状況について見ておく。第一に、債券市場の問題点として、銀行間市場と取引所市場に分断されている点が指摘されてきた。実際は、図表3にあるように、銀行間市場での取引が大部分を占めるようになっているが、2009年1月19日に、証監会と銀行業監督管理委員会が連名で「上場商業銀行の証券取引所における債券取引の試行に関する問題の通知」を発表し、上場商業銀行の取引所における債券取引への道が開けた。

第二に、銀行間債券市場では、2008年7月に非銀行機関にもDVP(Delivery Versus Payment)決済を導入し、市場全体でDVP決済を実施することで取引リスク軽減が図られている。

第三に、デリバティブ市場では、2009年に、取引のマスター契約が統一された。それまでは、NAFMII(National Association of Financial Market Institutional Investors、中国銀行間市場取引者協会)とCFETS(China Foreign Exchange Trade System、中国外貨取引センター)のマスター契約が並存しており、法律上のリスクや混乱を生じさせる恐れがあった。このため、2008年以降、両者を統一する作業が始まり、2009年3月に新たなマスター契約が発表された。2009年7月2日時点で31社が41のマスター契約に署名している。31社には中国資本・外資とも含まれ、これらは、活発にデリバティブ取引を行っている機関である¹⁹。

IV. 結語

以上見てきたように、来るべき資本自由化と金利自由化にそなえて、金融当局は短期金融市場・債券市場の整備を急いでいる。

現時点までのマクロ経済調整を見ると、量的なコントロールが主で、金利を使った金融政策のトランスミッションメカニズムはあまり機能していないと言ってよい。プライス(金利)メカニズムによらずに資源(資金)配分がなされる状況が続いており、持続的な経済発展の観点からも、今のままでは問題が残ろう。金融市場においては、流動性の問題などから、基準金利のイールドカーブが7日以上のところでは、しっかりとしていないなどの問題が残っている。

¹⁶ 中国外匯交易中心(2009)

¹⁷ 2007年からは、外為市場で人民元・外貨の通貨スワップ取引も始まっている。

¹⁸ 中国人民銀行(中国貨幣市場2009/4)

¹⁹ NAFMII ウェブ www.nafmii.org.cn/Info/211611

但し、ここ数年間で、金融・債券市場が改善に向けて動いている点は見逃せない。機動的な公開市場操作を行うための深みのある市場の育成という点では、中央銀行手形の大量の発行により、短期金融市場に厚みが出てきている。また、企業短期債券や中期手形（MTN）の導入も市場に厚みを持たせる一方で市場の多様化につながっている。市場が多様化する中では、信用格付けの機能もますます重要になろう。また、今後、資本自由化等の対外開放と金利自由化が進み、直接金融による企業の資金調達手段が増加するにつれて、銀行の役割や利益の低下といった現象が生じかねない。銀行経営の力の向上も、本格的な資本自由化へ向けて重要な前提となる。このように、資本自由化を進めるには、金融債券市場や金融機関全体を含む改革を同時に進めなければならない。

【参考文献】

中国国債登記結算有限責任公司「2008年中国国債市場年度分析報告」、『2008年中国国債市場年報』（中国国債協会編）、中国財政経済出版社 2009年
中国人民銀行上海総部「2008中国金融市場発展報告」中国金融出版社、2009年
中国人民銀行上海総部金融創新產品運行評価小組「2008年金融市場創新產品運行評価報告」、中国貨幣市場 2009/4、中国人民銀行
中国外匯交易中心・同業拆借中心研究部「2009年第3四半期銀行間市場運行報告」、中国貨幣市場 2009/10、中国人民銀行
中央国債公司信息部「国債与政策性金融債在銀行間市場上的流動性分析与比較」（講演資料）、2006年
関根栄一「中国の社債発行制度改革」、『季刊中国資本市場研究』2009 spring、東京国際研究クラブ
Nathan Porter, Teng Teng Xu (IMF), “What Drives China’s Interbank Market, IMF Working Paper, September 2009 (WP/09/189), International Monetary Fund 2009

著者紹介

神宮 健（じんぐう たけし）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1961年生まれ。1983年早稲田大学政治経済学部卒、1988年 University of

California Los Angeles (UCLA)アンダーソン・スクール卒、経営学修士。

1983年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。

主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research