



# 中国における資産証券化：現状と展望<sup>1</sup>

張 明<sup>\*</sup>

鄒 曉梅<sup>\*\*</sup>

高 蓓<sup>\*\*\*</sup>

## 要約

1. 中国における資産証券化は、主に①金融機関の貸出を原資産とする「貸出債権証券化」、②証券会社が委託された資金で安定したキャッシュフローを生み出す原資産を購入し、その資産が生み出す収益を受益証券の保有者に分配する「証券会社特定キャッシュフロー証券化」、③非金融企業が原資産から生じるキャッシュフローを返済の裏付けとして、銀行間市場で発行する一種のデット・ファイナンスの手段である「資産担保手形」からなる。
2. 資産証券化は、商業銀行のストック資産の活用ひいては資金の回転の加速、中国経済の構造調整と転換の促進、債券市場の広がりや厚みの増大、金融市場の調和のとれた発展の促進、金融機関の競争力向上、シャドーバンキングの透明化の進展などに役立つものである。中国政府は資産証券化の発展を大いに奨励すると同時に、証券化の発展過程に潜むリスクを慎重に予防しなければならない。

## I. はじめに

資産証券化（securitization）とは、流動性が比較的低い貸出あるいはその他の債権（資産）を、特別目的事業体（Special Purpose Vehicle, SPV）を通じ、予見できる将来においてその資産が比較的安定なキャッシュフローを生み出せるようにパッケージ化し、その上で信用補完によってその資産の信用の質あるいは格付けが引き上げられ、最終的にその資産の期待キャッシュフローに対する受益権を金融市場で取引される証券に転換する技術と過程を指す（姜建清, 2004）。典型的な資産証券化商品は、モーゲージ担保証券（Mortgage-Backed Securities, MBS）、債務担保証券（Collateralized Debt Obligations, CDO）、狭義の資産担保証券（Asset-Backed Securities, ABS）である。

<sup>1</sup> 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センターWorking Paper No. 2013W19「中国の資産証券化の実践：発展の現状と今後の展望」（2013年10月22日）を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

<sup>\*</sup> 張明 中国社会科学院世界経済政治研究所国際投資研究室主任

<sup>\*\*</sup> 鄒曉梅 中国社会科学院研究生院博士候補生

<sup>\*\*\*</sup> 高蓓 中国社会科学院世界経済政治研究所ポスドクフェロー

資産証券化の核心は、倒産隔離と信用補完である。倒産隔離は二つの意味をもつ。一つは、SPV の経営範囲を証券化取引に関連する活動に限定する点である。資産担保証券が全部償還されるまでは、SPV の清算、解体、合併・再編は認められない。もう一つは、資産の原保有者（オリジネーター）が資産証券化を経て原資産を SPV に売却するため、オリジネーターが破産・清算になった場合でも、オリジネーターの債権者は売却済みの資産に対する遡求権がない（古川令治・張明，2006）。投資家を惹きつけ、資金調達コストを下げするため、SPV は証券化の対象となる資産を取得後、優先劣後構造、超過担保、保険、信用状など信用補完の措置をとり、発行する予定の資産担保証券の信用格付けを高める。

資産証券化は重要な金融イノベーションの一つであり、金融市場の資金配分効率を高め、金融市場の厚みを増すことができる。その意義は、まず、商業銀行や財務会社など金融機関は証券化を通じ、流動性が比較的低い貸出債権を貸借対照表（バランスシート）から切り離し、資産の流動性を高め、貸出能力を強めることにある（王暁・李佳，2010）。次に、資産証券化は、リスク分散、資金調達コストの削減に役立つ。さらに、資産証券化は、投資家に多様な投資手段を提供し、投資家の異なるリスク志向に応じることができる。最後に、証券化は、投資銀行や保険会社など非銀行金融機関にとって新たな収益源になる。

資産証券化は、1960 年代末の米国住宅ローン市場で生まれた。居住環境の改善、不動産業の発展を促すため、1968 年に「住宅都市開発法」が成立した。金利自由化により、金融市場においてディスインターメディアーション（銀行離れ）が発生し、貯蓄貸付組合（S&L）が流動性危機に見舞われた。S&L の流動性危機を解消するため、米国住宅都市開発省は最初の MBS を作り出した。その後、資産証券化は米国で急速な発展を遂げ、原資産は住宅ローンからその他の安定したキャッシュフローを生み出す資産にまで拡大した。1990 年末時点で米国の MBS と ABS の規模はすでに社債の規模を上回り、米国国債市場に次ぐ 2 番目に大きな市場にまで成長した。2007 年末時点、米国の証券化商品の規模は 11.1 兆ドルに達し、フィクスト・インカム市場の 35% を占めるに至った。米国サブプライムローン危機の勃発後、証券化商品の規模はやや減少し、2012 年末時点で残高が 9.8 兆ドルとなった<sup>2</sup>。

1980 年代以降、資産証券化は米国から、欧州、南米、アジアにまで広がったが、各国の異なる経済発展段階や、法的根拠、金融制度に制限され、それぞれの資産証券化の実施において地域的な特徴が鮮明に出ている。

中国の資産証券化の実施は比較的遅い。2005 年になって中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会（銀监会）の「貸出債権証券化テストに関する管理弁法」の公布を受け、中国の資産証券化はようやく幕を開けた。2005 年に中国政府が資産証券化を始動させてから、中国における証券化の発展は紆余曲折を経た。特に 2009 年から 2011 年の間、米国サブプライムローン危機の影響を受け、中国の資産証券化は一時中断された。2012 年 5 月になってようやく中国人民銀行（中央銀行）が資産証券化の再開を決めた。2013 年 8 月に、李克強首相が招集した国務院常務会議において、貸出債権証券化のテストの対象の一層の拡大が決定された。メディアの報道によると、中国の貸出債権証券化の発行枠は現在の 500 億元から 3,000 億元に増加すると見られる。ただし、強調しておかなければならないのは、中国では真の意味の資産証券化の規模が比較的小さいが、銀行の理財商品や信託会社の信託商品などシャドーバンキング業務には資産証券化の要

<sup>2</sup> SIFMA（米国証券業金融市場協会）による。

素が含まれていることである。例えば、銀行と信託会社の業務提携では、銀行は、信託会社を通じて貸出債権あるいは新規プロジェクト向け貸出を標準化した上で、信託受益証券とする一方で、理財商品の発売で調達された資金あるいは自己資金で受益証券を買い戻す（肖立晟，2013）。あるいは、集合資金信託という理財商品は一般に資産プールを作り、その資産プールから生まれる将来のキャッシュフローを裏付けに、異なるクラスの信託理財商品を組成する。この2種類のシャドバンキングの方法は実際、程度の異なる証券化である（陳思翀，2013）。

本稿は、中国の資産証券化の発展の現状、特徴、問題点と意義を振り返った上で、今後の発展を展望する。本節以降の内容は次の通りである。第Ⅱ節では、中国の資産証券化の発展の現状を分析し、中国で実施された資産証券化の3つの主な仕組みを紹介、比較する。第Ⅲ節では、中国の資産証券化の特徴と問題点を整理する。第Ⅳ節では、中国経済と金融市場にとって資産証券化の持つ意味をまとめる。第Ⅴ節は今後の展望と政策提言である。

## Ⅱ. 中国における資産証券化の発展の現状

中国の証券化は1990年代に芽生えた。1992年に、三亜開発建設総公司は三亜市丹州小区の800ムー（1ムーは1/15ヘクタール）の土地を対象に、土地開発後の売却権を原資産とし、2億元の三亜地産投資証券を発行した。1996年8月に、珠海市政府はケイマン諸島で珠海市高速道路有限公司を登記し、地元の自動車の管理費および市外の自動車が通過する際に支払う通行料を担保に、米国証券市場で2億ドルの資産担保証証券を発行した<sup>3</sup>。このほか、中国遠洋運輸公司と中国国際海運コンテナ集団（中集集団）をはじめとする大手国有企業は、売掛債権の証券化の取引を成功裏に展開した。しかし、これら取引の大半はオフショア証券化という形をとっており、国内の機関との関わりがない。2005年に、銀监会と中国人民銀行は「貸出債権証券化テストに関する管理弁法」や「金融機関の貸出債権証券化テストに関する監督管理弁法」などの法律・法規を相次いで公布し、国内における貸出債権証券化の発展に法的根拠を与えた。これにより、資産証券化は正式に中国で展開されるようになった。

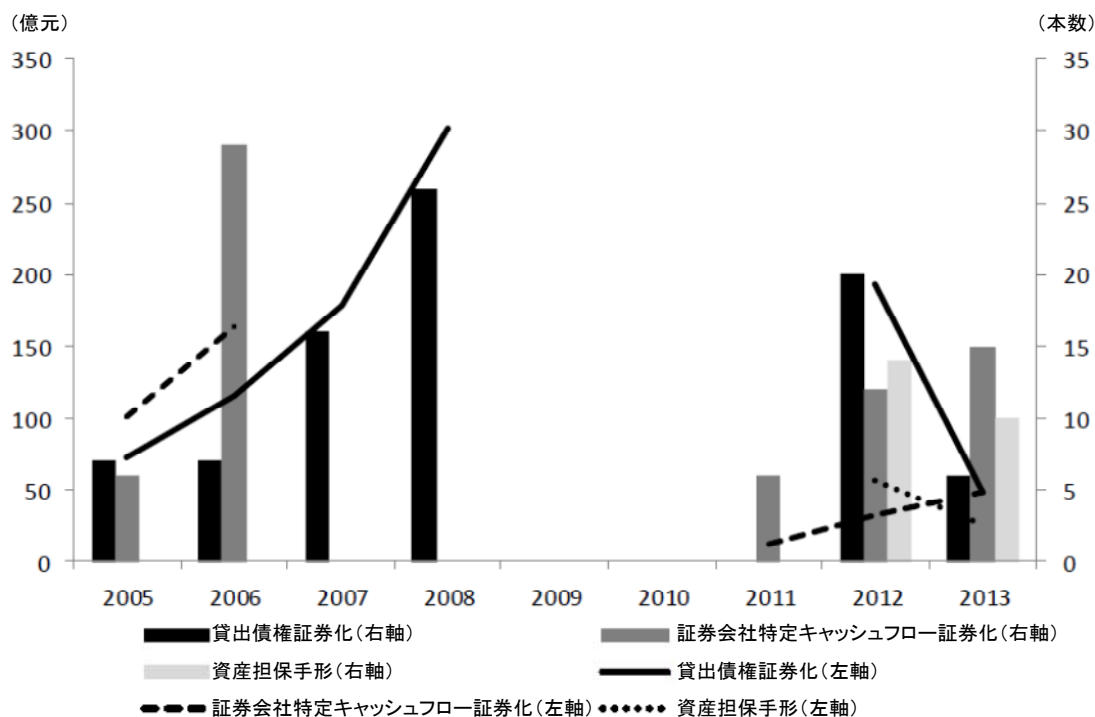
2005年初から2013年9月までの間、中国で発行された資産担保証証券は累計175本で、金額は1,348.5億元に達した。中国の債券市場に占める資産担保証証券の割合はまだ低く、累計発行本数は債券市場全体の1.17%、額面金額は同0.12%にとどまっている。これまで、中国の資産証券化は主に貸出債権証券化、証券会社特定キャッシュフロー証券化、資産担保手形の3種類であり、その主な違いは原資産と審査・認可の監督当局にある。2013年9月時点、この3種類の証券化商品の累計発行本数は各々82本、68本、24本、累計発行金額は909億元、357億元、82億元である（図表1）。以下では、この3種類の証券化の発展の歩みと具体的な仕組みを紹介する。

### 1. 貸出債権証券化

貸出債権証券化とは、金融機関が貸出を原資産に証券化を実行することである。この商品は中央銀行と銀监会が審査・認可と監督・管理を担当し、オリジネーターは商業銀行、資産管理会社、金融会社である。2005年初から2013年9月までの間、中国で発行された貸出債権担保証証券は累

<sup>3</sup> この資産担保証証券の一部は利率9.125%の10年物優先債で発行額8,500万ドル、残りは利率11.5%の12年物劣後債で発行額1億1,500万ドルである。

図表 1 中国の資産証券商品化の発行状況



(出所) WIND データベース

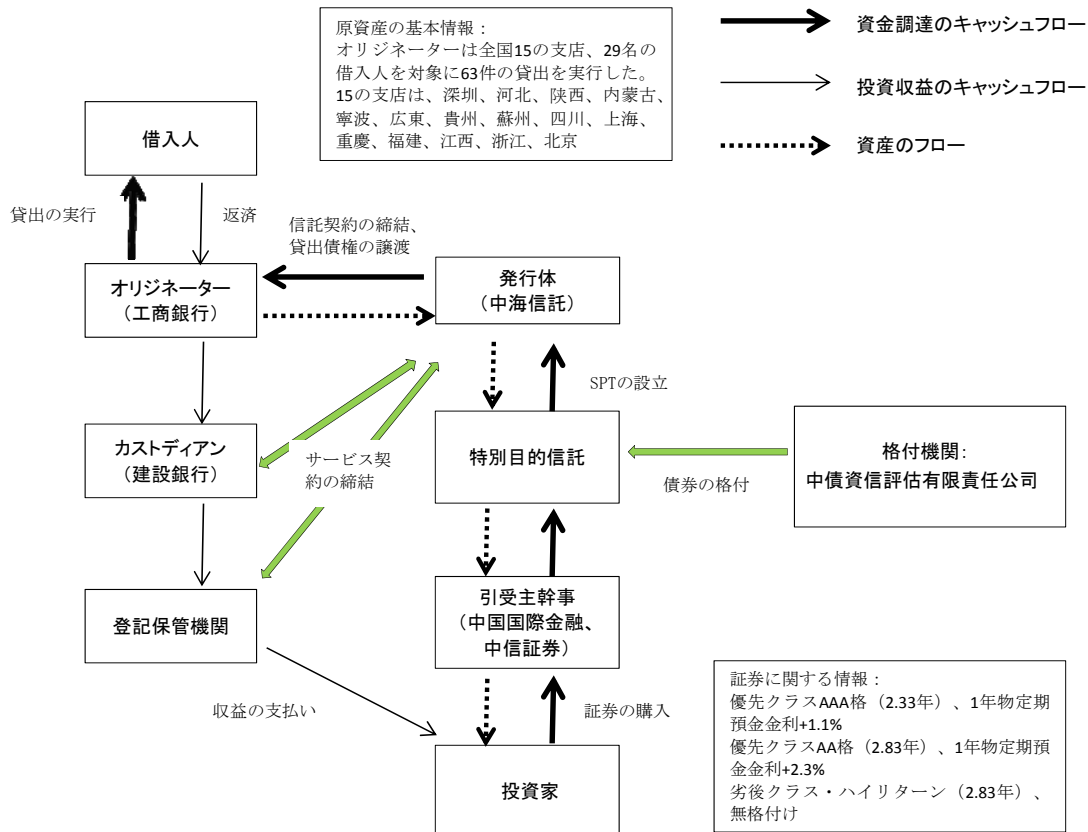
計 82 本で、金額は 909 億元に達し、3 種類の証券化商品の中で規模が最も大きく、最も注目される商品でもある。

中国の貸出債権証券化の実施は 3 つの段階を経ている（李晗，2013）。第一段階は、2005 年から 2008 年までの間で、貸出債権証券化商品の発行本数と金額が急速に伸びた時期である。2008 年は中国の貸出債権担保証券の発行規模が最大の年で、発行本数は 26 本、金額は 302 億元にのびた。発行体も銀行と資産管理会社から、自動車金融会社など非伝統的金融機関にまで拡大した。2005 年から 2008 年までの間、中央銀行、銀監会、税務局、財政部は個別あるいは共同で貸出債権証券化に関する会計処理、情報開示、登記、保管、決済、運用規則、担保融資などの法律・法規を相次いで公布し、貸出債権証券化業務の急速な発展を後押しした。第二段階は 2009 年からの 2011 年までの間で、中国の貸出債権証券化が停滞する時期である。2008 年 9 月にリーマン・ブラザーズが破綻し、証券化を軸とする米国のシャドバンキング体制が非難された。これを受け、中国の監督当局は慎重な姿勢をとり、貸出債権担保証券の審査・認可と発行を中止した。第三段階は 2012 年以降である。2012 年 5 月に、人民銀行、銀監会、財政部は「貸出債権証券化テストのさらなる拡大の関連事項に関する通知」を公布し、3 年間中断されていた貸出債権証券化を再開させた。初回認可された貸出債権証券化の発行枠は 500 億元である。2012 年初から 2013 年 9 月までに計 26 本、総額 241.3 億元の貸出債権担保証券が発行された。貸出債権証券化の再開に当たり、監督当局は非常に慎重である。証券化の過程におけるリスクを抑えるため、リスク保有、信用格付けなどの措置を導入したほか、一つの資産担保証券に占める 1 社の銀行業

金融機関の保有割合は40%を超えないという上限を設けた<sup>4</sup>。

貸出債権証券化のプロセスには、資産プールの組成、証券の設計、発行、発行後のマネジメントの4つが含まれる。本節では、2013年工元第1期貸出債権担保証券を例に貸出債権証券化の発行プロセスを紹介する(図表2)。まず、工商銀行(オリジネーター)は全国15の支店、29名の借り手を対象に実行した63件の正常貸出債権を、中海信託(発行体)が設立する特別目的信託(SPT)に譲渡する。SPTはこの貸出債権をベースに資産プールを作る。第二に、SPTは資産プールの期間構造やキャッシュフローなどの特徴に基づき、3つの資産担保証券(13工元1AAA、13工元1AA、13工元1劣後、発行規模はそれぞれ30.4億元、1.7億元、3.82億元)を設計、発行し、中債資信評価有限責任会社に前2者の優先クラスの証券の格付けを依頼する。第三に、SPTは中信証券と中国国際金融有限公司に引受主幹事を依頼する。証券の発行後は銀行間債券市場で取引される。最後に、SPTは建設銀行にカストディアンを委託し、資産プールから生じた収益を登記保管機関経由で投資家に支払う。

図表2 2013年工元第1期貸出債権担保証券の仕組み



(出所) 姜超、李寧 (2013) より筆者作成

<sup>4</sup> リスク保有の規定では、オリジネーターは発行額の5%以上の資産担保証券を保有しなければならない。信用格付けの規定では、貸出債権担保証券の発行に当たって2社の格付け機関の格付けを受けなければならないほか、投資家は内部信用格付けシステムを設け、投資リスクに対する自主判断を強化し、外部の格付けへの依存を減らすことが求められている。

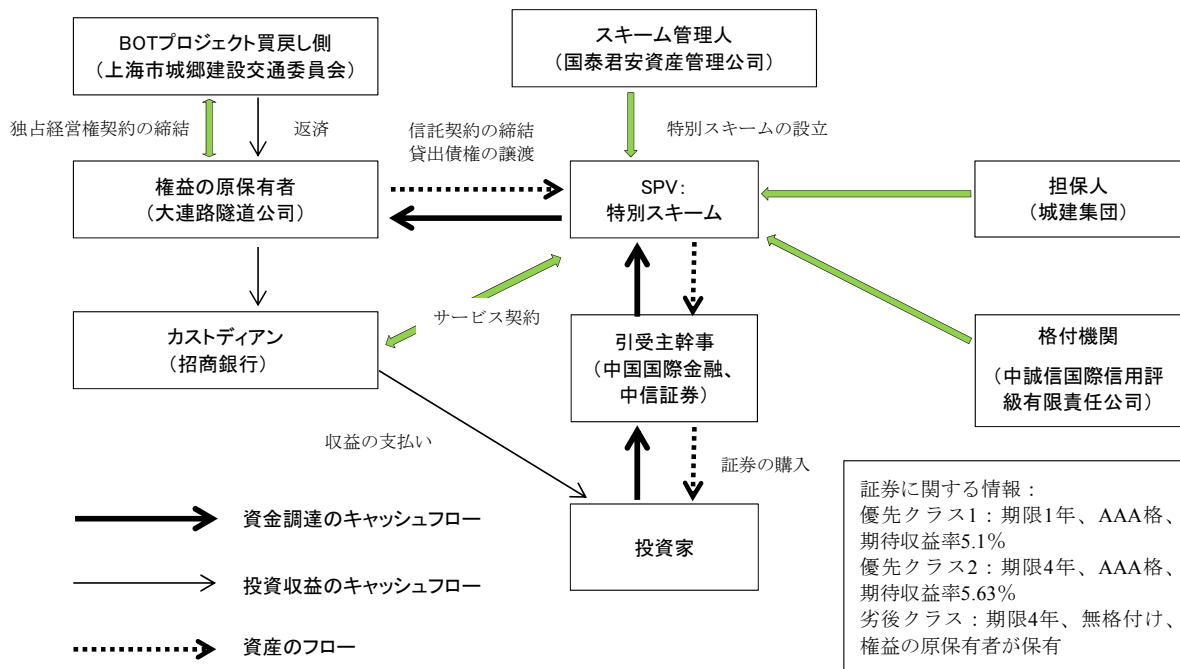
## 2. 証券会社特定キャッシュフロー証券化

証券会社特定キャッシュフロー証券化は、証券会社が組成する SPV が投資家向けに資産担保証券を発行し、契約に基づき、委託された資金で安定したキャッシュフローを生み出す原資産を購入し、その資産が生み出す収益を受益証券の保有者に分配するという特別資産運用業務である。証券会社特定キャッシュフロー証券化の審査・認可および監督・管理は、中国証券監督管理委員会（証監会）が担う。原資産は債権、収益権、不動産の3つの資産<sup>5</sup>が対象で、3種類の証券化業務の中で原資産の対象範囲が最も広い。

証券会社特定キャッシュフロー証券化は 2005 年にスタートした。中国国際金融有限公司が 2005 年 8 月に最初の特別スキーム「聯通収益計画」を発売した。2006 年は証券会社特定キャッシュフロー証券化が最も活発な年である。発行本数は 29 本、金額は 164 億元に達した。2007 年から 2010 年までの間、証監会は証券会社特別資産スキームの審査・認可を行わなかった。2011 年 8 月に証券会社特定キャッシュフロー証券化業務が再開されたが、発行の頻度と規模は共に小さかった。2013 年に発行の頻度と規模がやや加速した。2005 年初から 2013 年 9 月までに計 68 本、総額 357 億元の証券会社特別資産スキームが発行された。

証券会社特定キャッシュフロー証券化のプロセスは貸出債権証券化と似ている。本節では、2013 年の上海隧道工程株式有限公司の BOT（Build, Operate and Transfer）プロジェクトの特定キャッシュフロー証券化を例にそのプロセスを紹介する（図表 3）。まず、上海大連路隧道建設発展有限公司（オリジネーター）は、上海市城郷建設交通委員会と締結した「独占経営権契約」に基づき、2013 年 4 月 20 日から 2017 年 1 月 20 日までの間に支払われる独占経営権収入から、

図表 3 証券会社特定キャッシュフロー証券化の仕組み



(出所) 姜超、李寧 (2013) より筆者作成

<sup>5</sup> 債権型資産は、BT 買戻し金、企業の売掛金、リース債権等売掛債権や貸出債権で、収益権型資産は通行料、水道事業、電力販売、入場券など収入に対する収益権および信託受益権など、不動産型資産は商業用不動産の賃料収入と運営収益である。

トンネルの修繕積立金およびトンネルの運営費を差し引いた後の契約債権及びその他権利を原資産として、国泰君安資産管理会社が設立した SPV に売却する。第二に、SPV は原資産が生み出すキャッシュフローの規模と期限などの特徴に基づき、3 つの資産担保証券を設計、発行する（13 隧道優先 01、13 隧道優先 02、13 隧道劣後の 3 つのクラスの証券で、発行規模はそれぞれ 1.09 億元、3.59 億元、0.16 億元）。証券の信用格付けを高めるため、国泰君安は上海城建集団と担保協議を結び、上海城建が 7,000 万元の現金担保を提供し、中誠信国際信用評級有限責任会社が証券に対する格付けを行う。第三に、引受主幹事（中国国際金融会社と中信証券）が証券の引受・販売を行う。証券は発行後、上海証券取引所に上場、取引される。最後に、SPV は招商银行と資金委託管理協議を結び、専用の銀行口座を開き、資金の収支管理を行ってもらう。

### 3. 資産担保手形

資産担保手形（ABN）とは、非金融企業が原資産から生じるキャッシュフローを返済の裏付けとして、銀行間市場で発行する一種のデット・ファイナンスの手段である。ABN は、中国銀行間市場取引者協会（中国語名は「中国銀行間市場交易商協会」）が審査・認可と監督・管理を行い、その原資産の中身は証券会社特定キャッシュフロー証券化に近い。厳密に言えば、ABN は資産証券化商品ではない。というのは、銀行間市場取引者協会が公布した「銀行間債券市場非金融企業資産担保手形手引き」では、原資産から生じるキャッシュフローが不足する場合、資金調達側は自身の経営の収入を返済の原資としなければならないと定められている。このため、ABN はリスクの分離という証券化商品の基本的な特徴をもっていない。2012 年 8 月に始まった ABN は、貸出債権証券化と証券会社特定キャッシュフロー証券化に比べ、大きく出遅れている。2012 年 8 月 7 日に最初の ABN（2012 年上海浦東路橋第 1 期 ABN）が発行されて以来、累計発行本数は 24 本、金額は 82 億元である。

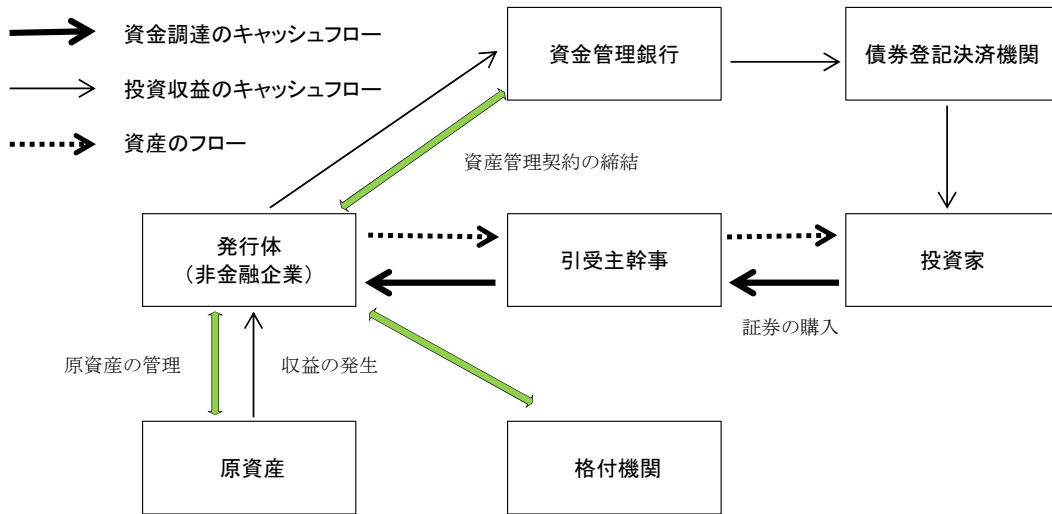
ABN の発行に当たって SPV を設立する必要はない。発行体は公開発行あるいは非公開発行を選択することができる。非公開発行の場合、発行体と投資家の協議次第で格付けを行う必要はないが、公開発行の場合、双方による格付けが必要である。図表 4 は、公開発行を例に ABN の発行プロセスを示したものである。まず、発行体は原資産を返済の裏付けとして ABN を発行し、格付け機関に発行予定の証券の格付けを依頼する。第二に、発行体は引受主幹事に委託し、銀行間債券市場で ABN を発行し、原資産を管理する。第三に、発行体は資金管理銀行と資金管理契約を結び、資金管理銀行で専用口座を開き、原資産から生じるキャッシュフローを管理してもらい、債券登記決済機関を経由して投資家に元利を支払う。

### 4. 3 種類の資産証券化の比較

図表 5 は、前述の 3 種類の資産証券化のモデルについて比較分析したものである。それぞれの主な違いは、監督・管理と審査・認可機関、原資産、リスク分離の度合いにある。最終的な役割でみると、貸出債権証券化は主に銀行の資産流動性の向上に役立ち、貸借対照表の期間構造のミスマッチを軽減する。証券会社特定キャッシュフロー証券化と資産担保手形は、非金融企業に新しい資金調達手段を提供する。



図表 4 資産担保手形の仕組み



(出所) 筆者作成

図表 5 3つの資産証券化の仕組みの比較

	貸出債権証券化	証券会社特定キャッシュフロー証券化	資産担保手形
主管部門	中央銀行、中国銀行業監督管理委員会 (銀監会)	中国証券監督管理委員会 (証監会)	中国銀行間市場取引者協会
オリジネーター	銀行、金融会社、資産管理会社	非金融企業	非金融企業
原資産	貸出債権	企業売掛金、貸出債権、信託受益権、インフラ事業収益権等財産権、商業手形、債券及びその派生商品、株式及びその派生商品等有価証券、商業用物件等不動産財産*	公共事業における将来の収益権、政府の買戻しによる売掛金、企業のその他の売掛金等
SPV	特別目的信託	特別資産管理スキーム	SPVを設立せず
取引所	銀行間債券市場	取引所	銀行間債券市場
格付基準	優先クラスは格付けが必要	優先クラスは格付けが必要	公開発行の場合は格付けが必要
審査認可方式	審査認可制	認可制	届出制

(注) \*貸出債権は銀監会と中国人民銀行の認可が必要である。

(出所) 各種公開資料より筆者作成

### Ⅲ. 中国における資産証券化の特徴と問題点

資産証券化は中国では新しい取り組みであり、その発展の過程においてサブプライムローン危機の勃発によって一時中断された。このため、中国の資産証券化はなお初歩的な段階にあり、以下の特徴と問題点を抱えている。

#### 1. 相対的に簡単である資産証券化スキーム

米国で行われる信用仲介チェーンは、貸出の実行、貸出のウェアハウジング（在庫保有）、ABSの発行、ABSのウェアハウジング、ABSを原資産に再証券化されたCDOの発行、ABSの



仲介、ホールセール・ファンディングという7つのステップから構成される。原資産の貸出債権の質が悪い場合、数回の証券化によって資産の特定のリスクを分散しなければならないため、証券化のプロセスも長くなる（Pozsar et.al, 2010）。サブプライムローンのような質の低い長期貸出は一般に、7つあるいはそれ以上のステップが必要である。しかし、現在、中国では資産証券化業務において再証券化業務が禁止されており、資産証券化のチェーンが比較的短い。また、中国の証券化された資産プールには1名のオリジネーターの原資産しか含まれておらず、資産の種類が単一である。これに対し、米国の証券化された資産プールには異なるオリジネーターの原資産が含まれており、資産の種類は多彩である。

## 2. 流通市場の取引が活発でなく、銀行間の持ち合いが多い

発行規模が小さいため、中国の資産担保証券の流通市場の取引は活発でない。投資家の分布をみると、貸出債権担保証券は銀行間の持ち合いが多い。商業銀行は中国の貸出債権担保証券の最大の保有者であり、全体の80%以上を占める。この割合は低下傾向が見られているが、2013年9月時点で依然として65%以上に達している<sup>6</sup>。商業銀行が資産証券化商品を持ち合うことは、銀行システムにおける資金回転の加速や、債券市場の発展の促進という資産証券化商品の意義を薄めるだけでなく、リスク分散という役割も果たしていないことを意味する。

## 3. 証券化は実験の段階にあり、政府介入が多い

中国の資産証券化はなお実験の段階にあり、資産証券化の安定的な発展を確保する法律・法規や会計条例の体系ができていない。政府はいつでも資産担保証券の発行の審査・認可を中止することができ、オリジネーターと発行額を厳しく制限することもできる。例えば、第2回の500億元の貸出債権証券化の発行枠は、国家開発銀行、建設銀行、工商銀行など大手金融機関にのみ割り当てられ、中小銀行は発行枠の獲得の面で厳しく制限されている。また、資産証券化業務のルール化、量的な発展の阻害要因として、関連政策の欠落、不十分な監督・管理、信用格付け機関などサービス機関の公信力の欠如などが挙げられる。

## 4. 積極的でない商業銀行の姿勢

これまで、中国の商業銀行は資産証券化に積極的でなかった。その理由は、金利規制により、商業銀行は預貸業務から簡単に多くの利益を上げることができるからである。さらに、監督当局は銀行に対し、優良資産の証券化しか認めていないことも挙げられる。現在、商業銀行が資産証券化を実施する主な動機は、貸出債権のオフバランス化により、預貸率、自己資本比率などの規制から逃れることにある。実際、複数の商業銀行が内密に協議し、貸出債権証券化の取引を使い、互いの貸出債権を保有することで、それぞれのオンバランスの貸出をオフバランス化し、オンバランスに対する当局の監督・管理から逃れることがある。

<sup>6</sup> 上海清算所（Shanghai Clearing House）の統計による。

## IV. 中国経済と金融市場にとっての資産証券化の意味

現時点で資産証券化を大きく推進することは、中国経済の構造転換の促進に役立つだけでなく、銀行システムのリスクを解消すると同時に、中国金融市場の全面的な発展を促すことができると考える。中国経済と金融市場にとって、資産証券化の推進の主な意義は以下の点にある。

### 1. 資産証券化による商業銀行の資産の活用と、資金回転率と使用効率の向上

まず、証券化により、流動性の低い貸出債権がバランスシートから切り離され、銀行の資産の流動性が高まり、リスク資産の割合が低下する。新しい監督・管理のルールの下で、銀行はより厳しい自己資本比率の基準が課される。商業銀行は証券化を通じ、貸出債権をバランスシートから切り離し、自己資本比率を高めることができる。また、貸出債権を SPV に売却することにより、商業銀行はストック資産を活性化させ、貸出の能力を強めることができる。これに伴い、資本の良い循環がもたらされ、資金の使用効率が高まる。さらに、証券化は、銀行の不良債権処理を助ける主な手段である。1960年代後半、米国のベビーブーマー世代が成人を迎えると共に、米国における住宅ローンの需要が急増する一方、インフレと金利自由化に伴うディスインターメディエーションが深刻化する中、S&Lの資金が逼迫化し、流動性危機に陥った。これを背景に、米国政府は住宅ローンの証券化を提唱し、証券化を通じ、不良資産を銀行のバランスシートから切り離し、危機を緩和する。日本と韓国の資産証券化も不良債権処理と密接に関連する。中国では2008年の金融危機の勃発後、中央政府の4兆元の景気刺激策に合わせ、商業銀行が一気に貸出を増やした結果、多くの貸出は不動産や地方の融資プラットフォーム会社に流れ込んだ。中国経済の成長鈍化と不動産調整・コントロール策の厳格化に伴い、商業銀行の不良債権比率は大きく上昇する可能性が高い。将来、商業銀行は証券化を通じ、不良債権を大量に処理する可能性が高い。

### 2. 経済構造調整と転換・高度化を支援

中国政府は資産証券化を活用して中国経済発展における脆弱な部分と重点分野を支援し、中国経済の構造調整と転換・高度を実現することができる。例えば、中国政府は、経済構造転換を支援するプロジェクトへの融資を増やすには、中小企業向け貸出、「三農」（農業、農村、農民）向け貸出、スラム街の改造、インフラなどに関する資産証券化の審査・認可要件を緩和し、商業銀行による中小企業や「三農」の主体への貸出増を奨励することができる。また、少額貸付会社がその提供する少額貸出を原資産とする証券化を実施することを認めることもできる。これにより、少額貸付会社の資金不足の問題が解決され、だれもが恩恵を受けられる金融の持続的な発展が促進される<sup>7</sup>。

### 3. 債券市場の広がりや厚みの増大、金融市場の調和のとれた発展の促進

現在、中国の債券市場の発展は依然として遅れており、債券商品の種類が少なく、国債以外の債券の規模が小さく、取引が低調などの問題が突出している。資産証券化は、中国債券市場の商

<sup>7</sup> 例えば、2013年後半、阿里金融と東方資産管理会社が提携し、阿里金融が実行した少額貸出を原資産として2つの資産証券化商品を発行した。これは中国初の証券会社の貸出債権証券化商品でもある。

品種類と規模を充実させ、中国債券市場の発展を促進することができる。また、資産証券化は投資家により多くの投資機会を提供する。例えば、養老基金と保険会社では、中長期の負債が多いため、資産証券化商品を購入することにより、貸借対照表の期間構造を調整することができる。資産証券化の大いなる発展は、マネーマーケット、クレジット市場、債券市場、株式市場の調和のとれた発展を促し、金融市場の資源配分効率を高める。

#### 4. 金融関連業種の発展の促進

資産証券化は、国内の信用格付け機関の大きな発展を促す。資産証券化の実施に当たって、適格格付け機関2社による信用格付けが必要である。異なる格付け機関の格付けの結果を比較・検証することにより、格付け機関のレピュテーションに一定の拘束力を与える。これが、情報開示の強化、信用リスクに対する投資家の理解と判断の促進、取引に関する投資家の意思決定の環境の改善、投資家へのより独立した客観的で公正な格付けサービスの提供などの目的の実現につながる。普通の債券に比べ、資産担保証券の格付けの方が難しい。現在の中国の資産証券化において、資産プールの構造が比較的単純だが、中国の資産証券化の深化に伴い、資産プールの構造はより複雑になっていくため、格付け機関はより高い業務遂行能力が求められる。中国債券市場の発展に合せ、競争力を強化するには、国内の格付け機関は絶えず改革・革新に取り組み、自分自身の業務のレベルと公信力を高めていかなければならない。このため、中国では、資産証券化は、競争力と公信力をもつ格付け機関の育成に有利である。

また、資産証券化は、保険業に大きな発展のチャンスをもたらす。資産証券化は、金融市場の資金調達構造の改善を促し、保険業の発展の余地を広げる。資産証券化により、保険業は銀行業の一部の長期貸出債権を受け継ぐことで、銀行システムの貸出リスクを有効に分散し、銀行の資産負債構造を改善するほか、保険資金の運用チャネルを拡大し、銀行業と保険業のウィンウィンを実現することができる。このほか、保険会社は、資産担保証券のオリジネーターや信用補完機関など、異なる役割で資産証券化に参加し、金融市場への保険資金の関わりの拡大と深化を進めることができる。これらにより、資産証券化は、保険資金の運用チャネルを拡大する重要な手段として、保険業の急速かつ健全な発展を押し進める新しい力になる。

#### 5. シャドーバンキングの透明性の向上に役立つ

中国の資産証券化の進展は遅い一方で、中国の金融市場にはすでに膨大な規模のシャドーバンキングが生まれた。各種理財商品は、銀行のオフバランス業務に属するが、一般的には商業銀行の暗黙の担保を受けていると考えられている。多くの投資家も理財商品を、リスクがなく収益が高い銀行預金と見なしている。これが、シャドーバンキング・システムに大きな不安定性をもたらしている。資産証券化は、シャドーバンキングの透明性の向上に役立つ。まず、商業銀行は資産証券化を通じ、マネーマーケットと資本市場で資金調達を行い、流動性の低い貸出債権をオフバランス化し、貸出能力を高めることができる。また、企業資産証券化は、企業と地方政府の銀行貸出に対する依存度を低下させる。さらに、資産証券化の情報開示と透明性の要件は、現状の銀行の理財商品と信託会社の信託商品に比べ遥かに厳しい。

## V. 今後の展望と政策提言

2008年に、米国のサブプライムローン危機がもたらしたマイナス面のインパクトに対応するため、中国政府は4兆元の財政刺激策を打ち出し、それに合わせて大規模な銀行貸出が実行された。2009年の中国の全国資金調達規模は前年比99.3%増加し、銀行貸出の対GDP比は2008年に比べ24.3ポイント上昇した。大規模な財政・金融刺激策は、中国経済の景気回復に大きく貢献したが、企業部門と地方政府のレバレッジ率の高止まりをもたらし、金融面のリスクを残した。

今後数年間、外需は引き続き低迷し、中国経済の潜在成長率も低下するだろう。このことは、中国経済が苦痛のデレバレッジの段階に入る可能性が高いことを意味する。この段階では、銀行システムの不良債権リスクが徐々に顕在化し、これは銀行のオンバランスにもオフバランスにも同時に発生する可能性がある。過去数十年間の実践において、中国政府は銀行への資金注入という方法で銀行の不良債権の償却を、資産管理会社(AMC)を設立して銀行の不良債権の切り離しを、預金・貸出の金利差を維持して銀行の不良債権の消化を手助けしてきた。これらの方法は成功したが、対価も大きく、さらに銀行システムに対する政府の介入を強めた。筆者は、今後10年以内に、資産証券化は不良債権処理の市場的な方法として、中国の商業銀行に広く採用されるだろうと予想している。これは、資産証券化は中国で急速に発展するという新しい時代の到来を意味する。

資産証券化が中国で持続的かつ健全な発展を遂げるため、以下の政策提言を行う。

まず、金利自由化改革の加速である。金利規制により、商業銀行は長期にわたって簡単に利益を上げてきたため、資産証券化の推進に積極的でない。金利規制の廃止により、商業銀行の利益幅が圧縮され、預金・貸出の金利差に対する銀行の過度の依存が低下する。銀行は、仲介手数料収入を増やす目的で資産証券化業務を展開することになる。

次に、銀行による不良債権の証券化を認めることである。資産証券化の新しいテストでは、貸出機関は優良な資産を使った証券化が求められている。しかし、金利が規制されている中、銀行は優良な貸出から安定した金利差収入を獲得することができるため、この部分の貸出の証券化を望んでいない。貸出機関による不良債権の証券化を認めれば、貸出機関ももっと積極的に資産証券化業務を展開する。

さらに、資産証券化の正常な発展を促進するための法律・法規の整備である。中国における証券化業務はすでに8年経過したが、資産証券化の展開を規範化する比較的整備された法律・法規と会計条例ができていない。中国政府は、資産担保證券の発行をより標準化し、より多くの機関が資産証券化に参加することができるように、早急に資産証券化に関連する法律・法規と会計条例を作り、証券化の審査・認可手続きを簡素化すべきである。

最後に、中国政府は、米国のサブプライムローン危機の経験と教訓を十分に汲み、資産証券化を大いに発展させると同時に、しっかりとリスクを予防しなければならない。具体的には、同じ原資産による複数の派生商品の組成と長すぎる資産証券化プロセスの防止、情報開示の強化、投資家の安全意識に関する教育の強化、などが課題となる。

## 【参考文献】

- Pozsar, Adrian, Ashcraft and Boesky. (2010) “Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 458, July 2010.
- 陳思翀(2013)「中国信託業の特徴とリスク」中国社会科学院世界經濟政治研究所国際金融研究中心Working Paper No. 2013W07、2013年4月。
- 古川令治、張明(2006)『資産証券化の手引き』、中国金融出版社、2006年8月。
- 姜超、李寧(2013)「国内資産証券化の三つのモデルの詳細」『海通証券研究報告』、2013年6月3日。
- 姜建清主編(2004)『商業銀行資産証券化—金融市場から資本市場へ』中国金融出版社、2004年1月。
- 李晗(2013)「世界の資産証券化と中国の資産運用業務の発展」『銀行家』、2013年4月。
- 王曉、李佳(2010)「米国サブプライムローン危機から見た資産証券化の基本的な役割」『金融論壇』、2010年1月。
- 肖立晟(2013)「人民元理財商品の分析」、中国社会科学院世界經濟政治研究所国際金融研究中心Working Paper No. 2013W06、2013年4月。

## 著者紹介

## 張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界經濟政治研究所国際投資研究室 主任  
 1999年北京師範大学經濟学院經濟学部卒、2002年同大学修士課程修了。2007年中国社会科学院大学院經濟学博士号取得。畢馬威華振會計師事務所(KPMG)などを経て、2007年7月より中国社会科学院世界經濟政治研究所にて研究に従事、2012年10月より現職。主要著書に『グローバル金融危機と中国の国際金融の新戦略』2010年7月、『世界的金融危機で変調する中国』2013年4月などがある。

## 鄒 曉梅 (Zou Xiaomei)

中国社会科学院研究生院 博士候補生

## 高 蓓 (Gao Bei)

中国社会科学院世界經濟政治研究所 ポスドクフェロー

- ・中国社会科学院世界經濟政治研究所は、中国における世界經濟と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的学術誌である『国際經濟評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research