



中国の証券化を巡る動き

関根 栄一*

要約

1. 中国では、2005年から2006年にかけて、銀行の貸出債権の証券化、金融資産管理会社の不良債権の証券化、事業会社の特定キャッシュフローの証券化のテストが行われている。中国で証券化が推進されている背景には、健全なマクロ経済の運営と貸出債権のリスク移転に関する金融当局の強い意向がある。
2. 中国の債券の発行市場と流通市場は、主に機関投資家に限定される銀行間債券市場と一般投資家にも開かれた取引所市場とに分類されるが、2005年以降、銀行間債券市場では合計5本、166.3億元（2,650億円相当）、取引所市場では合計9本、264億元（4,200億円相当）の証券化商品が発行されている。
3. 銀行間債券市場の証券化商品には、銀行の貸出債権の証券化と金融資産管理会社の不良債権の証券化とがあり、いずれも信託の手法が用いられている。事業会社の特定キャッシュフローの証券化は、SAMP（特定資産管理計画、サンプと呼ぶ）と呼ばれる証券会社による資産運用業務の一つとして取引所市場を通じて行われている。
4. これまでのテストケースからは、投資家層の育成や倒産隔離に関する共通の課題が見られる。銀行の貸出債権の証券化については、管理監督機関による審査・認可手続きに時間がかかっていることや、法令間の整合性確保の問題が指摘されている。今後の展開としては、銀行の貸出債権の証券化に関しては候補となるオリジネーターの顔触れが見えつつあり、2007年にも第二陣の認可が始まるとの報道もある（600億元規模、9,560億円相当）。一方、SAMPについては暫時認可が停止中で、新規認可の再開が待たれている。
5. 中国の証券化は、外資系金融機関にとっては中国国内でのビジネスの可能性がある一方、クロスボーダーの証券化については管理監督機関との調整が引続き必要である。

1. はじめに

中国では、2005年から2006年にかけて、銀行の貸出債権の証券化、金融資産管理会社（後述）の不良債権の証券化、事業会社の特定キャッシュフローの証券化がテストされており、これまで中国にはなかった証券化市場が形成されるきっかけとして、中国国内はもちろんのこと、海外の資本市場関係者からの注目も浴びている。2007年に入ってからはまだ証券化商品の発行は行われていないが、本稿ではこれまでの証券化のテストケースを振り返り、今後の市場としての

* 関根 栄一（榎野村資本市場研究所 副主任研究員）

潜在性を分析、展望する。

続く第Ⅱ章では、中国の証券化推進の背景を整理する。次に第Ⅲ章と第Ⅳ章では、銀行間債券市場と取引所市場でそれぞれ進められている証券化のフレームワークと実際の事例を紹介する。第Ⅴ章では、今後中国で証券化を進めていく場合の課題を明らかにし、今後の動きについて展望を行う。

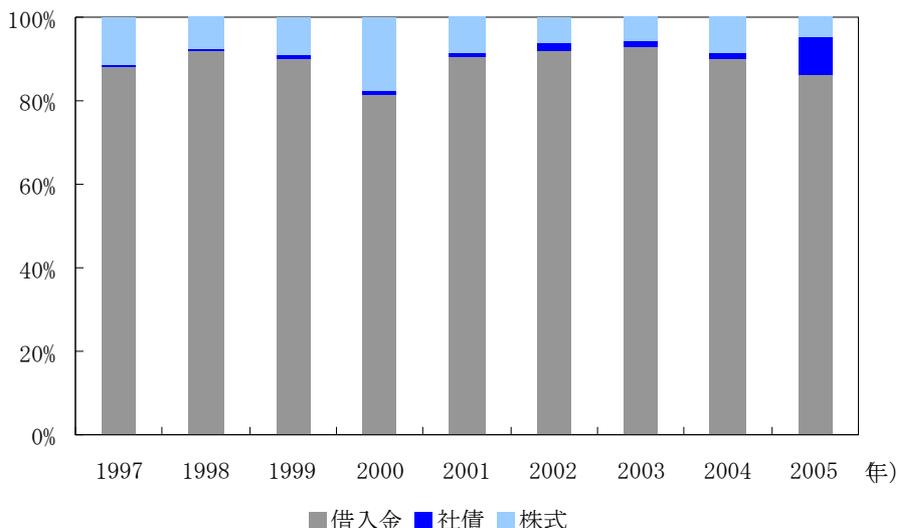
Ⅱ、中国の証券化推進の背景

中国で証券化が推進されている背景として、健全なマクロ経済の運営の観点と、銀行の貸出債権のリスク移転の観点が指摘できる。これらの観点に見られるように、金融当局の強い意向が中国の証券化を後押しし、これに中国国内のオリジネーター（原資産の保有者）、受託機関、発行体、投資家などの市場関係者が手を挙げ、管理監督機関からの認可を条件に、ケースバイケースで証券化商品の発行実績が積み上がる構図となっている。

1. 健全なマクロ経済の運営の観点

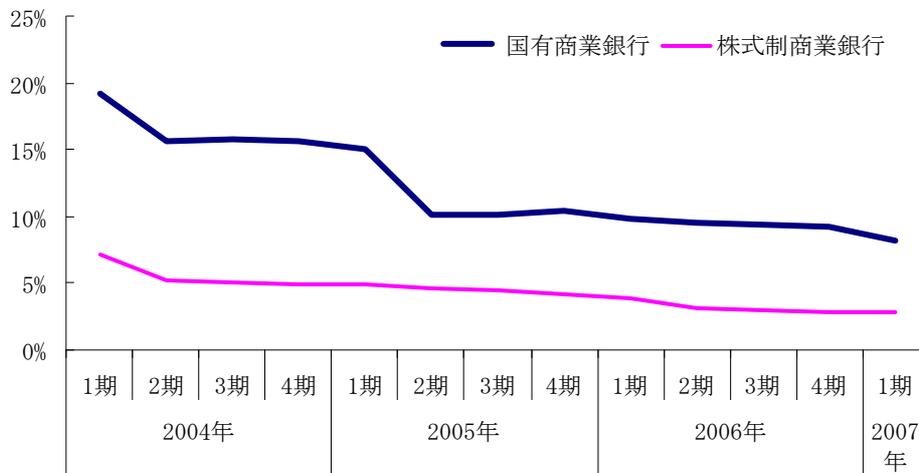
中国では、計画経済時代からの間接金融主体の金融システムを転換し、直接金融の割合を増やすことが課題となっているが、非金融部門（政府・企業）の9割前後の資金調達に依然として銀行セクターに集中している（図表1）。社債の比率も上がってきているとはいえ、まだまだ小さいことがわかる。また、国有商業銀行や株式制商業銀行といった中国系銀行の不良債権比率を見ても（図表2）、同比率は以前に比べれば低下しつつあるとはいえ、四大国有商業銀行への特別国債の発行や外貨準備を通じた公的資本が注入されたままになっている。これらの公的資金の注入がない状態を考えると、銀行の経営の健全化は、今なお重要な課題として継続しているといえてよい。

図表1 中国の非金融部門の資金調達の推移（フロー）



（出所）中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

図表 2 中国系銀行の不良債権比率



(出所) 中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

そもそも銀行部門に企業部門の資金調達が集中している場合、一旦企業部門が不振に陥ればその不振は銀行部門の不振に直結し、銀行部門の不振が貸し渋りなどを招きさらに企業部門の不振を強め、その結果、マクロ経済全体が不振に陥っていく可能性がある。

現在、中国経済は高成長を謳歌してはいるが、前述のような銀行部門への資金調達の集中に伴うリスクの発生を回避し、健全なマクロ経済を運営するためには、企業部門が資本市場から直接に資金調達を行うルートを確認・拡大する必要がある。このことは中国政府も認識しており、中国では株式市場と並行して債券市場の育成・強化が図られている。証券化商品の発行も、債券市場の育成・強化の一環として位置づけられている。

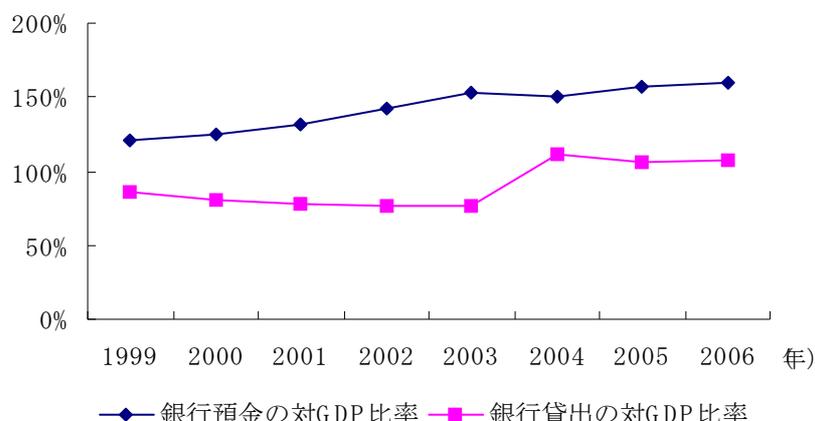
2. 貸出債権のリスク移転の観点

この数年の中国における銀行預金と銀行貸出の対 GDP 比率を見たものが図表 3 であるが、2004 年以降、銀行預金/GDP 比と銀行貸出/GDP 比のギャップが少しずつ拡大していることが注目される。これは、貸出の伸び以上に預金が集まり、必ずしも預金の増加に見合ったスピードで銀行が与信先を十分に確保できていないことを示唆している。この増加する預金は、銀行への貸出増加のプレッシャーとなっており、金融当局は、マクロ経済上、過剰流動性を招く原因の一つとなっていると認識している。

このため、金融当局は、貸出債権の証券化を進め、資本市場で広くリスク移転を図ろうとしている。銀行の貸出債権の証券化は、オリジネーターとしての銀行にとっては①ALMの改善、②地域別与信集中度の緩和、③自己資本の充実、④収益構造の改善、⑤新しい資金調達手段の開拓というメリットがあり、投資家にとっては運用の選択肢が増えるというメリットがある¹。

¹ 2007 年 3 月に北京で開催された中国の証券化に関するシンポジウムでの中国人民銀行金融市場司の沈炳熙司長によるコメント。ちなみに、「司」は日本の官庁の「局」に、「司長」は「局長」に相当する。

図表3 銀行預金と銀行貸出の対GDP比率



(出所) 中国統計年鑑、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

Ⅲ、二つの証券化市場（1）～銀行の貸出債権の証券化

中国の債券の発行市場と流通市場は、主に機関投資家に限定される銀行間債券市場と一般投資家にも開かれた取引所市場とに分類されるが、参加者に加え、それぞれの市場の発行体や管理監督機関も異なっている。証券化商品も、銀行間債券市場と取引所市場とでそれぞれ発行されているが、まずは銀行間債券市場における資産証券化のフレームワークと発行実績を取り上げる。

1. 銀行の貸出債権の証券化のフレームワーク

1) 関連法令の制定

銀行間債券市場は、金融機関が債券を発行し、かつ同じく金融機関が投資家として参画する市場であり、これまで主に政策性銀行や商業銀行の金融債、2005年からは事業会社の短期融資債券（金融債として位置付けられたCP）などが発行・取引されてきている。銀行間債券市場は中国人民銀行（以下、人民銀行）によって管理監督され、金融機関は中国銀行業監督管理委員会（以下、銀监会）によって管理監督されている。

銀行間債券市場での証券化商品の発行の歴史はまだ新しい。人民銀行と銀监会は、2005年4月20日、「銀行の貸出債権の証券化テストに関する管理弁法」（以下、管理弁法）を公布し、即日施行した。2005年の管理弁法制定以前にも、銀行の貸出債権の証券化は、中国工商銀行系の華融資産管理公司の不良債権の証券化（2003年）、中国工商銀行寧波支店の不良債権の証券化（2004年）がケースバイケースで行われていた。この管理弁法により、テストとしての位置付けではあるが、銀行の貸出債権の証券化に関する法的根拠が与えられたことになる。但し、銀行の貸出債権の証券化に当たっては、先行するケースと同様、1件1件、管理監督機関による認可が必要な状況に変わりはない。

管理弁法に続き、証券化商品の実際の管理監督に関しては「金融機関の貸出債権の証券化テストの監督管理に関する管理弁法」（2005年、銀监会）、会計処理に関しては「銀行の貸出債権の証券化の会計処理規定」（2005年、財政部）、税制面に関しては「銀行の貸出債権の

証券化の税收政策に関する問題の通知」（2006年、財政部・国家税務総局）といった関連法令が公布、施行されている。

2) 銀行の貸出債権の証券化の特徴（図表4）

①証券化の方法

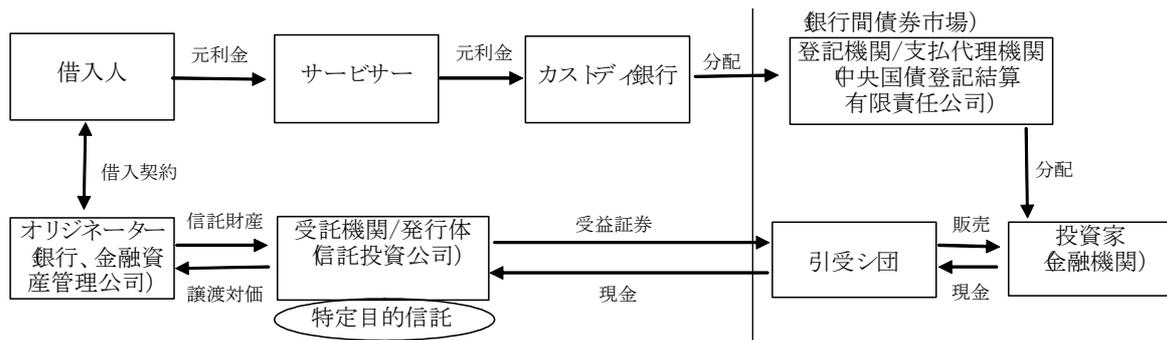
銀行の貸出債権の証券化については、中国国内の金融機関がオリジネーター（後述）として、対象資産を受託機関（Trustee）に信託設定し、受託機関が特定目的信託（SPT：Special Purpose Trust）を通じて受益証券を発行する方法をとることとしている（管理弁法第2条及び第3条）。これは、既に公布・施行されている「信託法」に基づき、信託機能を使った倒産隔離（Bankruptcy Remoteness）の枠組みを利用しようとするものである²。倒産隔離とは、原資産を保有するオリジネーターや発行体の倒産リスクから証券化される対象資産を隔離する手法で、当該手法により対象資産の信用力をそのまま格付けに反映することが可能となる。

受託機関は、銀監会の基準を満たした一定の業務実績を有する信託投資会社に限定される。受託機関が、法令に基づきライセンスを取り消されたり、解散、破産宣告などを受けたりした場合には、銀監会は臨時受託機関を指定し（管理弁法第20条）、証券化業務の継続に支障が出ないように配慮している。

②オリジネーター

原資産の保有者であるオリジネーター（Originator）は、銀監会がその適格性を認可する。オリジネーターとして想定されている金融機関は、商業銀行、金融資産管理公司（後述）、政策性銀行、信託投資公司、財務公司³、組合組織金融機関⁴である。

図表4 銀行の貸出債権の証券化スキーム



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

² 「信託法」の第15条では「信託財産と、信託を設定していない委託者のその他の財産とは区別する。」ことなどを、同じく第16条では「信託財産と、受託者の所有に属する財産（以下、固有財産）とは区別し、受託者の固有財産に帰属、または固有財産の一部としてはならない。受託者が死亡し、または法により解散、取消もしくは破産を宣告され終了した場合、信託財産はその遺産または清算財産に属さない。」ことが定められている（以上『国際商事法務』Vol.29, No.6 (2001)の翻訳による）。「信託法」そのものは、2001年4月の全人代（国会）で採択され、同年10月1日より施行されている。

³ 事業会社の金融子会社。

⁴ 都市部及び農村部の信用合作社。

証券化の対象資産は、当該金融機関自身によってオリジネートされた資産でなければならない。オリジネーターが対象資産の実質的に全ての（＝95%以上）リスクとリターンを信託財産として移転すれば、オフバランスシート扱いとなる。

③投資家

銀行間債券市場に参加する金融機関となっている。具体的には、商業銀行、信託投資公司、財務公司、組合組織金融機関、基金管理公司（投資信託会社に相当）、証券会社、中国郵政貯蓄銀行などである。但し保険会社は投資家となることができない⁵。

④市場インフラ

貸出債権の証券化商品は銀行間債券市場で発行・取引されるが、債券の発行・取引の登録は中央国債登記結算有限責任公司⁶を通じて行われる。情報開示は、管理監督機関が指定するウェブサイト⁷を通じて行われる。税制面では、関連規定により、企業所得税に関する二重課税の防止、印紙税・営業税の優遇措置が講じられている。

2. 資産証券化の事例

1) 管理弁法の公布・施行後の発行実績

管理弁法の公布・施行後、2005年から2006年にかけて、中国建設銀行によるMBS⁸が30.2億元、国家開発銀行によるABS⁹が99.1億元（41.8億元と57.3億元の計2本）、中国信達資産管理公司による不良債権の証券化が30億元、中国東方資産管理公司による不良債権の証券化が7億元と、合計5本、166.3億元（2,650億円相当）¹⁰が発行されている（別表1～3参照）。

2) 選別されるオリジネーター

オリジネーターは、個々の証券化案件が成功裏に終了するよう、また少なくとも失敗しないよう管理監督機関によって厳しく選別されている模様である。

MBSを発行した中国建設銀行は四大国有商業銀行の一つで（1954年設立）、国有商業銀行改革のモデル行の一つとして2004年に株式会社化され、2005年には海外の戦略投資家を受入れ香港で上場している。ABSを発行した国家開発銀行は三大政策性銀行の一つで（1994年設立）¹¹、国務院（内閣）の指導の下、基礎インフラ建設や重要産業向けの政策融資を行い、中国の経済発展にとって不可欠の存在となっている。

不良債権の証券化商品を発行した中国信達資産管理公司は、元々は中国建設銀行系の不良債

⁵ 保険会社は規制緩和を要求している。

⁶ 銀行間債券市場の指定清算決済機関。

⁷ 「中国通貨網（＝中国マネーネット）」（<http://www.chinamoney.com.cn>）や「中国債券信息网（＝中国債券情報ネット）」（<http://www.chinabond.com.cn>）。

⁸ MBS（モーゲージ証券）は、Mortgage Backed Securityの略称。特定のモーゲージ・ローンに裏付けとし、そこから生ずるキャッシュフローに償還が直結している証券。

⁹ ABS（資産担保証券）は、Asset-Backed Securityの略称。特定の資産で裏付けされ、裏付け資産から生ずるキャッシュフローに償還が直結している証券。

¹⁰ 国家外為管理局が発表している2007年6月13日の人民元レート（仲値）を使用。100円＝6.2701人民元（1円＝15.94人民元）。以下同様。

¹¹ ほかに、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行がある。

権処理会社として設立された金融資産管理公司（AMC：Asset Management Corporation）の第一号である（1999年設立）。同じく中国東方資産管理公司は、元々は中国銀行系の不良債権処理会社として設立された金融資産管理公司である（1999年設立）。中国建設銀行も中国銀行も、中国政府より国有商業銀行改革の先行モデルとされているため、その傘下の金融資産管理公司もそれぞれ証券化のテストケースに選定されたものと考えられる。金融資産管理公司の業務は、最初は行政判断に基づく系列行の不良債権の買い取りから始まったが、現在では投資銀行業務にも力を入れ、将来、総合的な金融サービス会社に脱皮することを狙っている¹²。その象徴として、問題証券会社の託管・清算業務をベースにした金融資産管理公司自身による証券会社の設立に向けた動きが挙げられる（図表5）。

3) 集中するプレーヤー

前述の5本の証券化のうち、4本については中誠信託投資有限責任公司（以下、中誠信託投資）が受託機関／発行体となっている。中誠信託投資の前身は1995年に設立された旧石炭工業部¹³系の中煤信託投資有限責任公司で、その後、人民銀行の認可と増資を経て、全国レベルで業務を展開する信託投資公司の一つに再編された。残り1本の受託機関／発行体は、中信信託投資有限責任公司で、1998年に設立された中信興業信託投資公司を前身とするやはり全国性的な信託投資公司の一つである。

また、5本の証券化のうち4本について、中誠信国際信用表級有限公司（以下、中誠信国際信用）が格付けを行っている。中誠信国際信用は、1992年に設立された指定格付け会社の一つで、IFC（国際金融公社）とFitch（フィッチ）と過去に合弁を行いその後解消したが、2006年9月には今度はMoody's（ムーディーズ）と合弁を行い、引き続き中国で唯一の合弁格付け会社となっている。中国建設銀行によるMBSの格付けに当たっては、別途Moody'sからの技術支援も得ている。残り1本の格付けは、大公国際資信評価有限公司（1994年設立）が格付けを行っている。

図表5 金融資産管理公司による証券会社設立に向けた動き

名称	系列	設立証券会社名	本部	資本金	補足
中国信達資産管理公司	中国建設銀行	「信達証券」	北京	15.1億元	・自社サイトで2007年3月20日付で発表。 ・中国中材集团公司と中海信託投資有限責任公司とで共同設立。 ・認可日である2007年6月26日から6ヶ月以内に、信達証券の設立と漢唐証券・遼寧証券の託管・清算業務を完了する必要がある。
中国東方資産管理公司	中国銀行	「東興証券」	北京	15.04億元	・自社サイトで2007年3月1日付で発表。 ・現在、閩発証券の託管・清算業務を行っている。
中国華融資産管理公司	中国工商銀行	「華融証券」	北京	N/A	・2007年3月1日付「第一財經」報道に基づく。 ・現在、徳恒証券、中富証券、恒信証券の託管・清算業務を行っている。
中国長城資産管理公司	中国農業銀行	N/A	同左	同左	-

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹² 例えば、中国信達資産管理公司は、行政判断に基づく系列行の不良債権の買い取りから、その後、債務の株式化、商業判断に基づく非系列行の不良債権の買い取り、不良債権のバルクセール、不良債権の代行回収、破綻証券会社の託管（trust）・清算（liquidation）、企業リストラ・再生・上場引受といった業務を手がけている。

¹³ 「部」は「省」に相当。

IV. 二つの証券化市場（2）～特定キャッシュフローの証券化

ここでは、取引所市場における事業会社の特定キャッシュフローの証券化のフレームワークと発行実績を取り上げる。

1. 特定キャッシュフロー証券化のフレームワーク

1) 関連法令の制定

事業会社の特定キャッシュフローの証券化は、当該商品のみを対象とした特別法があるわけではなく、中国証券監督管理委員会（以下、証監会）によって制定された「証券会社顧客資産管理業務試行弁法」（2003年12月18日公布、2004年2月1日施行）に基づき、証券会社が私募形式で特定の投資家から資金を集め、顧客（投資家）と契約を結んだ上で資産管理業務を行う運用商品の一つとして位置づけられている。この顧客資産管理業務は、①証券会社と顧客が1対1で契約する「定向資産管理業務」、②証券会社と顧客が1対多で契約する「集合資産管理業務」、③特定の目的に基づく「特別資産管理業務」の三つに分類されているが、事業会社の特定キャッシュフローの証券化は③に該当する。本稿では③を中誠信国際信用による呼称に従って「特別資産管理計画」、英文では SAMP（Special Purpose Selective Asset Management Plan の略称、サンプルと呼ぶ）と表記する。

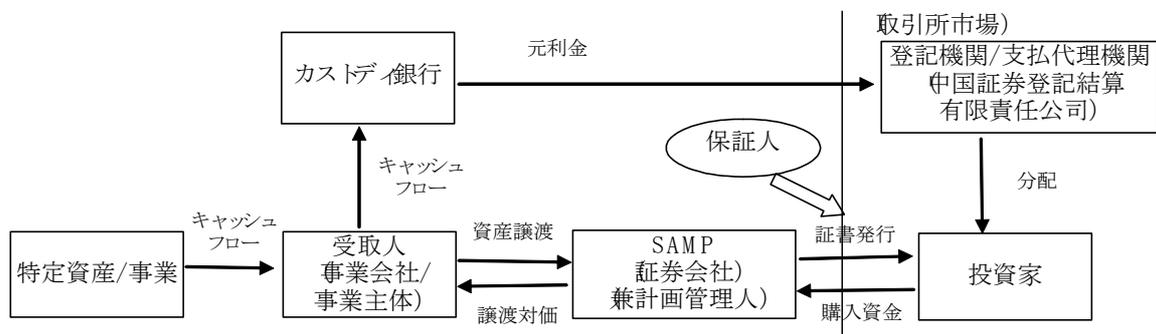
上述の試行弁法は2004年から施行されているが、SAMPが実際に発行されたのは2005年に入ってからで、銀行間債券市場での証券化商品同様、その発行の歴史はまだ新しい。

2) 特定キャッシュフロー証券化の特徴（図表6）

①証券化の方法

SAMPは、投資家と証券会社との委託関係¹⁴に基づき、事業会社（非金融機関）は特定キャッシュフローを生み出す資産を証券会社に譲渡し、証券会社は当該資産を証券化し投資家に販売する。当該資産を購入し運用する「計画管理人」（＝アセット・マネジャー）

図表6 SAMPの証券化スキーム



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁴ 信託関係ではない。

は、証監会から認定された創新類証券会社¹⁵に限定されている。

②オリジネーター

オリジネーターの適格性については、特に規定がない。証券化の対象資産についても明確な規定は無いが、証監会による認可が必要である。オフバランス化については、法律・税制・会計上の問題が未解決で困難となっている。

③投資家

特に規定が無い。但し、銀行と保険会社は SAMP の投資家となることができない。

④市場インフラ

SAMPは取引所市場（上海・深圳）をプラットフォームとして発行・取引されるが、登録は中央証券登記結算有限責任公司¹⁶を通じて行われる。情報開示は、一般的な情報開示は行われず、SAMPの投資家のみに対して行われる。

2. SAMPの事例

2005年8月、中国聯通による SAMP 第一号商品（95億元）が発行された。証券化の裏づけとなる特定キャッシュフローは、将来（一定期間）の CDMA 方式・携帯電話ネットワークのリース料金で、投資家には元本に予定利回りを加えた収益が支払われる。中国聯通は、リース料金を収入の都度 SAMP の指定口座に振り込む必要があるが、当該振込は第三者（中国銀行）によって保証される。

その後も、特定キャッシュフローの証券化として、高速道路料金、機器リース料金、電力料金、BT（Build Transfer）プロジェクトの回収代金、汚水処理料金などを裏付けとして、これまで合計9本、264億元（4,200億円相当）の SAMP が発行されている（図表7）。

図表7 SAMPの発行実績

発行年	SAMP名称	対象キャッシュフロー	発行金額(百万元)	第三者保証
2005年	中国聯通CDMAネットワーク	携帯電話ネットワークリース料	9,500	中国銀行
	深圳-東莞高速道路	高速道路料金	580	中国工商銀行
2006年	中国網通	企業買収資金の繰延支払	10,340	中国工商銀行
	遠東リース	設備リース料	477	中化集団(SINOCHEM)
	華能瀾滄江水力発電	電力料金	1,980	中国農業銀行
	江蘇吳中集団BTプロジェクト	BTプロジェクトの回収代金	1,588	中信(CITIC)銀行
	浦東建設BTプロジェクト	BTプロジェクトの回収代金	410	上海浦東発展銀行
	南京市汚水処理	汚水処理料金	721	上海浦東発展銀行
	南通天電	電力料金	800	中国工商銀行
計			26,396	

(出所) Moody's・中誠信国際信用より野村資本市場研究所作成

¹⁵ 証監会による証券会社の整理・再編に基づく優良証券会社の分類の一つで、業務面の支援と流動性の改善策の両面で最も支援を受けるカテゴリーに属している。その次が規範類証券会社となる。2007年1月16日現在で、創新類証券会社は19社、規範類証券会社は30社となっている（以上、野村資本市場研究所「中国証券市場ハンドブック2007」）。

¹⁶ 取引所の指定清算決済機関。

V. 課題と展望

1. 課題

1) 共通する課題としての投資家層の育成

銀行の貸出債権の証券化では、市場関係者から信託受益証券の流動性の問題が指摘されているが、SAMPについても流動性の問題が指摘されている。流動性が低い原因としては、そもそも証券化商品自体の発行量が少ないことがあるが、これに加え、証券化商品を購入できる投資家が限定されているという点も指摘されている。例えば、保険会社は、銀行の貸出債権の証券化商品と SAMP の双方に投資することができない。また、商業銀行は SAMP を購入することができない。証券化商品を購入できる投資家層の育成や規制緩和が課題である。

2) 慎重な審査・認可手続き

銀行の貸出債権の証券化に当たっては、人民銀行・銀监会が1件1件認可することとなっている。これに加え、これらの管理監督機関は銀行の貸出債権の証券化を失敗が許されないと案件と認識しているため、慎重に審査を行っている模様である。この結果、オリジネーターは大銀行のみに集中し、情報開示の負担も増え、申請から認可まで5ヶ月以上要するという結果となっているようである。また、1件当たりの最低発行金額は5億元、同じく最低トランシェ金額は2億元という行政指導もあることも、オリジネーターが大銀行に集中する結果となっているようである。

上述のような管理監督機関の慎重な認可姿勢に加え、管理監督機関が審査に際し新しい金融商品やスキームの理解に時間がかかっているのではないかという声もある¹⁷。

3) 法令間の整合性確保

これも銀行の貸出債権の証券化に関するものであるが、例えば、原資産の有効な譲渡に当たり債務者の事前同意が必要か否かなど、民法総則や契約法との整合性がまだ十分に確保できていないという問題がある。また、オリジネーターとサービサー¹⁸が兼務している場合の営業税の取扱いや、キャッシュリザーブに対する営業税や企業所得税など税制上の取扱いにも曖昧な箇所が残っているとされている。金利変動リスクのヘッジのため、特定目的信託に代わり信託投資会社が金利スワップを締結できるか否かについても関連法令上曖昧さが残っているようである。

4) 倒産隔離

SAMPについては、投資家と証券会社との関係は委託関係とされているが、必ずしも信託法上の受託関係とはなっておらず、倒産隔離が確保されていないという問題がある。この委託関係は、仮に証券会社が破綻した場合は終了するため、運用資産と破綻証券会社の資産とのコミングリング・リスク¹⁹が残っている。

¹⁷ 現地証券会社へのヒアリングに基づく。

¹⁸ 証券化資産から発生する支払を回収し、証券化案件の事務処理（投資家への償還額の送金など）を行う会社。

¹⁹ 他の資産との混同リスク。

銀行の貸出債権の資産証券化でも、オリジネーターとサービサーが兼務している案件では、オリジネーターが管理監督機関から慎重に選別されているため現状では先ず起こりえないが、オリジネーターが破綻した場合の利益相反の問題も想定しておく必要がある²⁰。

2. 市場としての潜在性

1) 銀行の貸出債権の証券化で今後想定されるオリジネーター

銀行の貸出債権の証券化に関しては、これまでのパイロット案件に続き、人民銀行と銀监会はさらにテストケースを増やしていくと見られている。具体的なオリジネーター候補先として、中国工商銀行、中国農業銀行（以上、四大国有商業銀行）、交通銀行、招商銀行、上海浦東発展銀行、中国民生銀行、中信銀行（以上、株式制商業銀行）といった名前が挙がっている²¹。当面は、優良資産を対象に、先ずは証券化の実績作りが優先されるものと考えられる。銀行の貸出債権の証券化は、2007年にも第二陣の認可が始まるとの報道もあり（600億元規模、9,560億円相当）、具体的には国家開発銀行によるABSの発行（80億元）が予定されているようである²²。また、優良資産の証券化だけでなく、現地ヒアリングでは、証券化を通じた中小企業の資金調達支援についてもオリジネーター候補先や証券会社から高い関心が寄せられた。

また、Moody'sと中誠信国際信用の分析によれば²³、今後オリジネーターとして市場に参画していく可能性のある金融機関として、政策性銀行、株式制商業銀行、外資系銀行、金融資産管理会社の4つを挙げている。政策性銀行は預金を取扱うことができず、かつ國務院から年間の貸出限度額が与えられている。このため、自らがオリジネーターとして貸出債権を証券化することで、新たな融資枠を創出することができる。株式制商業銀行は、預金規模は四大国有商業銀行に比べて小さいが、地方関連プロジェクトや中小企業向けのニーズを抱えているため、証券化を通じて新規与信に向けた流動性を確保することが可能となる。外資系銀行は、支店網の制約から、証券化を通じた業務推進が考えられよう。金融資産管理会社は、今後、不良債権処理機関から総合的な金融サービス会社に転換しようとしており、不良債権処理の過程でも経験した証券化の手法が業務の転換に寄与していく可能性が高い。

金融当局としては、米国の証券化市場をモデルに、普通社債以外の証券化商品が債券市場の主流となる市場を将来目指したいとの意向を持っているようである²⁴。

2) 待たれるSAMPの新規認可の再開

前述の倒産隔離の問題については、管理監督機関も十分に認識しており、SAMPではないが、証券会社と投資家が1対多の形で契約する「集合資産管理業務」の実施細則（案）（2006年7

²⁰ 過去に日本では、旧日本長期信用銀行系列の（株）日本リースが会社更生法に基づく更生申請手続きを行った際（1998年9月）、当社がABSのオリジネーターとサービサーを兼務していたことから利益相反が発生したケースがある。

²¹ 現地報道及び現地ヒアリングに基づく。

²² 2007年6月12日付中国証券報。2007年に最初に発行される国家開発銀行のABSの受託機関は、平安信託投資有限責任公司（平安保険グループ）が予定されている模様である。

²³ Moody'sと中誠信国際信用による中国の証券化に関する特別レポート（2007年3月21日付“Securitization in China: The Road(s) Forward”）。

²⁴ 現地ヒアリングに基づく。管理監督機関は、証券化推進もさることながら、社債市場の育成にも力を入れようとしている。2006年の社債発行は49本、合計995億元（前年比1.5倍）であったが、2007年は3月中旬の時点で、第一陣として95本、992億元を既に認可している（国家發展改革委員会）。

月発表)には、倒産隔離に関する規定も盛り込まれている²⁵。

SAMPについて、証監会は、既存の証券化商品について、倒産隔離を含めこれまで明らかに
なった問題を整理・分析し、詳細なガイドラインを制定することを検討している模様である。
このため、2006年9月よりSAMPの新規認可は暫時停止されている。中国では、新会社法の
施行を受け、社債の発行を管理する企業債券管理条例の改訂作業が行われているが、それでも
全ての企業が社債を発行できるわけではない。例え規模は小さくとも、優良な資産とキャッ
シュフローを有する企業に証券化を通じた資金調達ルートを開いておくことの意義は大きい。

3. 外資系金融機関にとっての意義

1) 中国国内でのビジネスチャンスの可能性

現状でも、銀行の貸出債権の証券化に関しては、中国では未経験の分野であるため、中国国
外から外資系金融機関が財務顧問(F/A)という形で参画しているケースがある(別表参照)。
合弁証券会社によっては、引受主幹事を獲得しているケースもある。銀行間債券市場のメン
バーであれば、引受シンジケート団に参加することも可能である(図表8)。

SAMPについては、現状では外資系金融機関は参画していないが、深圳取引所の関係者によ
れば、将来、QFII(適格外国機関投資家)による購入対象とする可能性も考えられるとのこと
であった²⁶。

2) クロスボーダー証券化のケース

中国では、これまでクロスボーダーの証券化商品が発行されたことはある。例えば、1990
年代後半から2000年初めにかけて、広州—深圳—珠海間の高速道路プロジェクトで高速道路
料金を担保に海外の特別目的会社(SPC)を通じて外貨建てで証券化を行ったケースや、中国
遠洋運輸(COSCO)や中国国際海運コンテナの海外の外貨建て売掛債権の証券化を行った
ケースがある。

最近では、外国人投資家の不動産購入に対する関心の高まりを背景に、2006年10月、中国
国内の不動産を担保としたクロスボーダーの証券化が行われた²⁷。但し、この証券化商品の発

図表8 銀行の貸出債権の証券化における外資系金融機関の引受状況

案件名	建銀2005-1 MBS	2005年第一期 開元ABS	2006年第一期 開元ABS	信元2006-1 不良債権証券化	東元2006-1 不良債権証券化
オリジネーター	中国建設銀行	国家開発銀行	国家開発銀行	中国信達資産管理公司	中国東方資産管理公司
引受シ ン 団	中国国際金融(CIC) (モルガン・スタンレー系)	○	○	○	-
	中銀国際証券 (中国銀行香港グループ系)	○	○	-	-
	海際大和証券 (大和証券系)	○	○	-	-
	モンリオール銀行広州支店	-	○	○	-

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

²⁵ 野村資本市場研究所「中国証券市場ハンドブック2007」。

²⁶ 脚注1の2007年3月に北京で開催された中国の証券化に関するシンポジウムでのコメント。

²⁷ 案件名はダイナスティCMBS(1.45億ドル)で、シティグループと豪マッコーリーがアレンジしている。CMBSは、Commercial Mortgage Backed Securitiesの略称で、商業用不動産ローン担保証券と呼ぶ。

行直後に国家外為管理局と建設部が共同で公布した通達²⁸により、以降は類似のクロスボーダーの証券化スキームを組むことが難しくなった。そもそも管理監督機関は外国人投資家による投機的な不動産購入が中国経済を過熱させることを警戒しており、クロスボーダーの証券化が外国人投資家による国内不動産購入の抜け穴となることを恐れたことも当該通達の公布の背景となったと推測される。外国人投資家による中国国内の不動産購入の意欲が高まる一方で、資本取引が自由化されていない中国では、管理監督機関による規制リスクが存在するため、不動産の証券化を巡る双方の駆け引きは今後も続いていくだろう。

別表1 中国建設銀行による MBS の概要

オリジネーター	中国建設銀行
証券名称	建銀2005-1MBS
受託機関/発行体	中信信託投資有限責任公司
ストラクチャー	パス・スルー
資産プール	上海・無錫・福州・泉州の15,162件の個人向け担保付住宅ローン
資産プール金額	30.2億元
発行金額 うちトランシェ/格付け	30.2億元 トランシェA 2,669.8百万元/AAA トランシェB 203.6百万元/A トランシェC 52.8百万元/C 劣後クラス 90.5百万元/-
発行金利	トランシェA 基準金利+1.10%、資産収益率-1.19%の高い方 トランシェB 基準金利+1.70%、資産収益率-0.60%の高い方 トランシェC 基準金利+2.80%、資産収益率-0.30%の高い方
発行日	2005年12月
予定償還日	2034年11月
最終償還日	2037年11月
カस्टディアン銀行	中国工商銀行 (HSBC北京支店)
サービサー	中国建設銀行
登記機関/支払代理機関	中央国債登記結算有限責任公司
格付け会社	中誠信国際信用評級有限公司 (Moody'sによる技術支援)
フィナンシャルアドバイザー	スタンダード・チャーター銀行 (香港)
アレンジャー	中国建設銀行
ブックビルダー	中国建設銀行、中国国際金融有限公司 (ICC)

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

²⁸ 国家外為管理局・建設部による「不動産市場の外貨管理の問題の規範化に関する通知」(2006年9月1日公布)。その後、商務部・国家外為管理局による「不動産業への外商直接投資に対する審査批准及び監督管理を更に強化・規範化することに関する通知」(2007年5月23日公布)により、中国国内企業・個人が、海外の特定目的会社を通じて中国国内の不動産会社を合併・買収または投資する場合、厳格にコントロールする方針を打出している。

別表2 国家開発銀行によるABSの概要

オリジネーター	国家開発銀行	同左
証券名称	2005年第一期開元ABS	2006年第一期開元ABS
受託機関/発行体	中誠信託投資有限責任公司	中誠信託投資有限責任公司
ストラクチャー	スタティック・キャッシュフロー	スタティック・キャッシュフロー
資産プール	電力・その他ユーティリティ、通信、基礎インフラ、輸送等の29社向け51件の貸付	電力・その他ユーティリティ、石油・天然ガス、輸送、メディア等の14社向け22件の貸付
資産プール金額	41.8億元	57.3億元
発行金額 うちトランシェ/格付け	41.8億元 トランシェA 2,924.1百万元/AAA トランシェB 1,002.5百万元/A 劣後クラス 250.6百万元/ー	57.3億元 トランシェA 4,297.4百万元/AAA トランシェB 1,002.7百万元/A 劣後クラス 429.7百万元/ー
発行金利	トランシェA 2.29% トランシェB 基準金利+0.45%	トランシェA 基準金利+0.73% トランシェB 基準金利+1.21%
発行日	2005年12月	2006年4月
予定償還日	トランシェA 2006年12月 トランシェB 2007年6月	トランシェA 2009年6月 トランシェB 2009年12月
最終償還日	2007年6月	2010年9月
カストディ銀行	中国銀行	中国銀行
サービサー	国家開発銀行	国家開発銀行
登記機関/支払代理機関	中央国債登記結算有限責任公司	中央国債登記結算有限責任公司
格付け会社	中誠信国際信用評級有限公司	中誠信国際信用評級有限公司
フィナンシャルアドバイザー	国泰君安証券	ー
アレンジャー	国家開発銀行	国家開発銀行
ブックビルダー	N/A	N/A

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

別表3 金融資産管理公司による不良債権証券化の概要

オリジネーター	中国信達資産管理公司	中国東方資産管理公司
証券名称	信元2006-1不良債権証券化	東元2006-1不良債権証券化
受託機関/発行体	中誠信託投資有限責任公司	中誠信託投資有限責任公司
ストラクチャー	パス・スルー	パス・スルー
資産プール	2004年6月に中国銀行から買取った広東地区(除深圳)の3,111社向け7,619件の貸付	2004年11月に中国信達資産管理公司から買取った遼寧地区の1,525社向け2,114件の貸付(従って元々は中国建設銀行の不良債権)
資産プール金額(億元)	未回収元本: 210.37億元 未払い金利: 314.28億元	60.20億元
発行金額 うちトランシェ/格付け	30億元 優先クラス30億元/AAA	7億元 優先クラス7億元/AAA
発行金利	優先クラス3.80%	優先クラス3.70%
発行日	2006年12月	2006年12月
最終償還日	2011年12月	2009年12月
カストディ銀行	中国民生銀行	中国銀行
サービサー	中国信達資産管理公司広州事務所	中国東方資産管理公司
サービサー顧問	広州市漢石資産管理服務有限公司	ー
登記機関/支払代理機関	中央国債登記結算有限責任公司	中央国債登記結算有限責任公司
格付け会社	中誠信国際信用評級有限公司	大公国際資信評価有限公司
フィナンシャルアドバイザー	中国国際金融有限公司(CICC)	銀河証券
引受主幹事	中国国際金融有限公司(CICC)	銀河証券
ブックビルダー	中国国際金融有限公司(CICC)	N/A

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 副主任研究員。

1969 年生まれ。1991 年早稲田大学法学部卒業、1996 年北京大學漢語センター修了、2002 年早稲田大学社会科学研究科修士課程修了（学術修士）。1991 年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006 年 5 月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号などがある。