

増加する企業の債券発行

神宮 健

中国における企業の債券発行は、過去数年増加してきた。景気刺激策の財源となっていることに加えて、新商品の導入など、債券市場を発展させようとする動きもある。

景気刺激のための資金調達と新商品の導入

中国の非金融企業（地方政府の融資平台^{注1}を含む）の債券発行による資金調達は、過去数年間増加してきた。2011年の国債等を含む債券発行は、全体で約7兆7000億元となり前年比20.4%減少したが、非金融企業による発行額は約2兆3000億元と前年比29.6%増加し^{注2}、債券市場全体に占める割合は30.3%に上昇した（ちなみに08年は13.7%）。企業による債券発行の主力は、短期融資券（CP）、中期手形（MTN）、企業債、社債（公司債）で、2011年はこれらが企業発行債券の約8割を占めた。2012年も企業の資金調

達は旺盛である（図1）。

なお、企業の発行する債券については、发展改革委（発改委）が企業債を、証券監督管理委員会（証監会）が公司債を、中国銀行間市場交易商協会（NAFMII、主管部門は中国人民銀行）がCP・MTNなどをそれぞれ管理している。

企業の債券発行増加の背景には、2009年以降の景気刺激策がある。具体的には、都市インフラ・社会保障性住宅建設や中小企業金融のサポートなどである。そして、地方政府の融資平台は、これらのプロジェクトの資金調達のために、いわゆる「城投債」（都市投資債券）を発行してきた。城投債の概念は比較的広く、

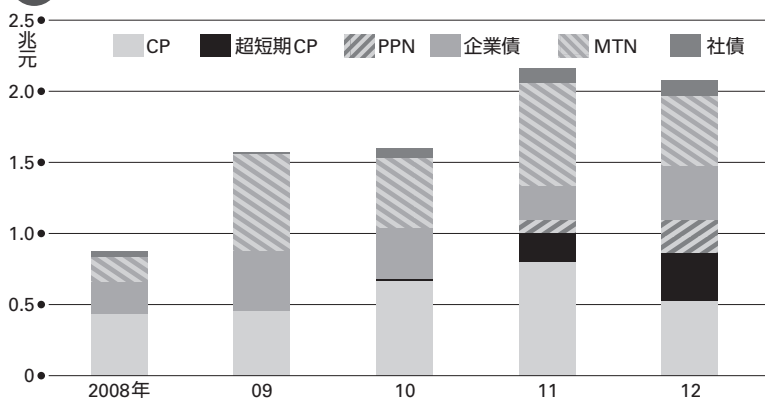
上述の分類によれば、企業債、MTN、CPの形で発行されている。

最近の動向を見ると、2011年には企業の債券発行が全体で増加するなか、企業債の発行額が前年比で減少した。この背景には、2011年4月ごろに雲南省の融資平台にデフォルト（債務不履行）懸念が発生し、企業債の発行がその後半年ほど低迷したことがある。資金調達の一部はMTNやCPによって代替されたと見られる。CP市場においても、2012年4月ごろにデフォルト懸念が生じた。

こうした展開を受けて企業の信用格差が金利に反映されるようになっていく。以前のように超優良な発行体しか資金調達できない状況とは異なり、信用力の点で発行体が徐々に多様化しつつある。一方、MTNの発行金利は銀行融資金利より低い場合もあり、優良企業にとっては直接金融のほうが有利となる状況も生じている。

マクロ経済面の要因と並行して、債券市場改革の進展も企業の債券発行を後押ししている（表1）。それには第1に、商品の多様化がある。まず、銀行間債券市場についての経緯を振り返ると、2005年にCP（満期1年以内）が導入された。発行につ

図1 企業の債券発行額



注) 主な債券のみ。2012年は8月まで。PPNは「非公開定向発行非金融企業債務融資工具」出所)「中国金融市場発展報告2011」、上海清算所、ChinaBond、中国证券登記結算公司より作成

いては認可制でなく登録制を取った点が特徴である。また、CP導入に関連して中国人民銀行によりNAFMIIが設立され、銀行間市場の自律組織として銀行間債券市場・コール市場等を管理している。そして2008年にはMTN（満期3～5年）も導入された。

2009年には、同じく銀行間債券市場で中小企業集合手形が導入された。2社以上10社以下の非金融中小企業が共同発行する手形であり、単体での債券発行が難しい中小企業の資金調達を可能にする意図がある。現在は、一定の地域において技術力や将来性のある商品を持つ中小企業が、地方政府のサポートを得て中小企業集合手形を発行する形も生まれている^{注3}。2010年には、超短期融資券（超短期CP、満期270日まで）が導入された^{注4}。

2011年には、「非公開定向発行非金融企業債務融資工具（PPN）」が導入された。これは、非金融企業が特定投資家向けに私募発行する債券で、株式・金融債について非金融企業債券でも私募発行が導入されたことになる。2011年はエネルギー・交通運輸業などの優良企業がこのPPNを発行したが^{注5}、信用格付けの低い中小企業の利用も考えられる。

銀行間市場以外の市場は、銀行間債券市場の商品の急速な多様化に対する手を打っている。2012年に証券取引所は中小企業私募債を導入した^{注6}。8月時点で、証券会社59社の中小企業私募債の引受実施案が出ている。また、発改委は、社会保障性住宅建設等の資金調達においてプロジェクト収益債（レベニュー債）の推進を考えている模様である^{注7}。

第2は、発行手続きの改善である。CPやMTNが登録制であることに對して、発改委は2008年に企業債の発行簡素化の措置を取った^{注8}。一方、証監会も、一定の条件を満たす場合、

表1 企業の発行する主な債券

	MTN・CP	企業債	社債	中小企業私募債
監督管理機関	NAFMII	発改委	証監会	証券取引所
審査許可方式	登録制	認可制	認可制	登録制
発行者条件	法人資格を持つ非金融企業	非上場会社、企業	上場会社	非上場の中小零細（工業信息化部の分類による）企業（当面、金融・不動産企業を除く）
発行方式	公開発行	公開発行	公開発行	非公開発行（投資家数は200人以下）
発行規模	企業純資産の40%以下	企業純資産の40%以下	企業純資産の40%以下	制限なし
満期	MTNは3～5年、CPIは1年以内	（中長期）	（中期）	1年以上（深圳取引所）、3年以下（上海取引所）
取引市場	銀行間市場	銀行間市場、証券取引所	証券取引所	証券取引所における取引プラットフォーム、証券会社

出所）『債券』（2012年8月号、中国国債登記結算有限責任公司）などより作成

社債の発行審査期間を短縮した^{注9}。

監督当局間の競争

異なる監督当局による企業債券市場の分割管理は問題視されてきたが、上で述べたように、監督当局間の競争をテコに、許認可・行政指導からマーケットメカニズムを発揮させる方向へ改革が進んでいる面もある。

長らく望まれている直接金融の活性化や資本市場の多様化の動きが見られることは評価できる。一方、企業の債券発行の増加といっても、地方政府の融資平台によるものが多いことも事実である。景気鈍化のなか、安定成長を目指す中国政府にとって、現在、即効性のある景気刺激手段はやはり地方政府の固定資産投資である。すでに地方政府の土地財政依存が難しくなっているなかで、景気下支えの資金調達をしやすくするために債券発行の規制緩和を急げばリスクを伴うことになる。情報開示の透明性を高めた資金調達手段が必要と思われる。

注

- 1 政府投資プロジェクトの資金調達を行う、地方政府が設立した独立法人

- 2 後述の超短期CPを含む
- 3 2011年導入の「地域集優」。集合手形の発行額は今のところ少ない
- 4 区分上はマネーマーケット商品とみなされよう
- 5 『中国債券市場発展報告2011』NAFMII
- 6 なお、証券業協会は2012年5月23日に「証券会社中小企業私募債引受業務試行弁法」を発表。私募債引受業務を行う証券会社は、直近1年の分類評価がB類以上、純資本が10億元以上、直近1年間に行政処罰を受けておらず、私募債引受業務の試行実施プランと業務規則を制定していることなどの条件がある。また、証券会社は、私募債引き受けの際、投資家のリスク判別能力・許容度を評価しなければならない
- 7 『中国証券報』（2012年9月21日）などの報道による
- 8 まず規模を認可してその後に発行を認可する2段階方式を1段階にした
- 9 発行体の純資産規模が100億元以上、格付けがAAA、社債の満期が比較的短期（3～5年）の条件の1つを満たす場合。この「绿色通道制度」を使った最初の発行は2011年3月である

『金融ITフォーカス』2012年11月号より転載

神宮 健（じんぐうたけし）
NRI北京金融システム研究部長