

# 中国における証券化市場の再開と今後の課題

調査部

上席主任研究員 藤田 哲雄

## 要 旨

1. 中国の証券化は2005年に試行的プログラムが開始されたが、リーマン・ショックによる市場の混乱を受けて信用貸付資産の証券化が一旦休止された。2012年に当局が証券化試行プログラムを再開したところ、証券化商品の発行は急速に回復している。
2. 世界金融危機以降、証券化商品に対する投資家の信認が世界的に低下するなかで、中国当局が証券化の再開に踏み切ったのは、いくつかの目的を達成する意図があると考えられる。第1は、マクロ経済的な観点である。中国では投資主導の経済成長の限界が指摘されており、既に経済成長率の目標も7%台に引き下げられている。このようななかで、銀行融資の増加を抑制しつつ、代替的な資金仲介ルートを確認するために証券化を推進するものである。
3. 第2は、世界金融危機以降、大幅な財政支出で建設したインフラなど、国有財産を活用することである。欧州債務危機の例でも明らかのように、財政規律が緩み、一旦市場の信認を失うと、金融危機を招致してしまう。財政出動に代わるパブリックファイナンスの方法が必要となっており、証券化はまさにこのような目的に適合的な手段といえる。
4. 第3は、理財商品に代わる資産運用商品の育成である。中国のシャドーバンキング問題では理財商品のデフォルトが、中国の金融システムに混乱を生ぜしめるものとして懸念されている。現在の理財商品は情報開示や透明性が十分ではない一方で、証券化商品は単純な証券化であれば透明性を確保することが出来、これらの受け皿として活用することが可能である。
5. 再開後の発行量の復活は、需要の反映というよりは、割り当てられた発行枠を政府の意向に従って消化した側面が強い。今後の中国における証券化の発展の可能性を考えると、このような政府主導の証券化の推進は発展の初期段階では不可欠であるものの、持続的な発展には限界があるため、中期的には市場主導の取引に移行する必要がある。そのためには、当局は試行的期間中に人材の育成、投資家教育など様々な環境整備を図る必要がある。

## 目次

### 1. はじめに

### 2. 中国の証券化市場の概観と再開の動き

- (1) 概観
- (2) 沿革
- (3) 証券化再開に伴う主な変更点
- (4) 証券化再開の政策目的

### 3. 信用貸付資産証券化の仕組み

- (1) オリジネーター
- (2) 法源
- (3) 対象資産
- (4) 発行手続き
- (5) 投資家
- (6) 問題点

### 4. 特定資産証券化の仕組み

- (1) オリジネーター
- (2) 法源
- (3) 対象資産
- (4) 手続き
- (5) 投資家
- (6) 問題点

### 5. 証券化を推進すべき分野

- (1) 住宅ローン
- (2) 消費者ローン
- (3) 中小企業ローン
- (4) 国有財産の証券化

### 6. 証券化発展への課題

- (1) 政府主導から市場主導へ
- (2) 中小企業金融への活用
- (3) 投資家層の拡大

### 7. おわりに

## 1. はじめに

中国では、2005年に証券化が開始され、リーマン・ショック後の市場の混乱を受けて一旦新規発行が中止された。ところが、2012年に当局より証券化を再開する通知が発せられ、証券化の試行プログラムが再開された。発行量は相当な勢いで回復しており、中国の証券化市場は急速に復活している。世界金融危機以降、証券化の市場が縮小もしくは事実上消滅した国も多いなかで、このような中国の証券化を巡る動きは、単純な取引再開という意図を超えて、一定の政策目的のために証券化を促進する意図が存在すると考えられる。

本稿では、中国の証券化市場の沿革と現状を概観したうえで、証券化再開の中国の金融改革における位置付けを明らかにする。さらに、証券化の制度とその問題点を検討し、今後すべき分野と克服すべき課題について言及する。

## 2. 中国の証券化市場の概観と再開の動き

### (1) 概観

中国には二つの証券化市場が並立している。銀行やファイナンスカンパニーの貸出債権、ローン債権などを証券化する信用貸付資産証券化市場（CAS: Credit Asset Securitization）

と、企業の特定の資産を証券化する特定資産証券化市場（SAMP: the Specific Asset Management Plan）である。

信用貸付資産証券化市場は、銀行管理監督委員会（銀監会：CBRC）と中国人民銀行の規制監督を受け、銀行間債券市場で取引される。一方、特定資産証券化市場は、証券管理監督委員会（証監会：CSRC）の規制監督を受け、証券化商品は上海、深センの証券取引所で取引される。二つの市場は異なるものとしてそれぞれ独立的に運営されている。

## (2) 沿革

中国は試行的プログラムという形で証券化市場を導入した。導入にあたっては、特別の法律や規制が整備され、2005年に信用貸付資産の証券化および特定資産の証券化が始まった。それ以来、これまでに23件の発行実績がある。具体的には、国内銀行、自動車金融会社、アセットマネジメント会社などがオリジネーターとなっている。これらの取引によって、将来の本格的な法整備のための準備を行う位置付けである。2008年に起こったリーマン・ショックによる市場の混乱を受けて当局は2009年には証券化の新規発行を停止し、証券化市場の育成を見合わせていた。

ところが、2012年5月に中国人民銀行と銀行管理監督委員会（銀監会）および財政部は第三次証券化試行プログラムを信用貸付資産証券化市場によって行う旨の通知を出した。

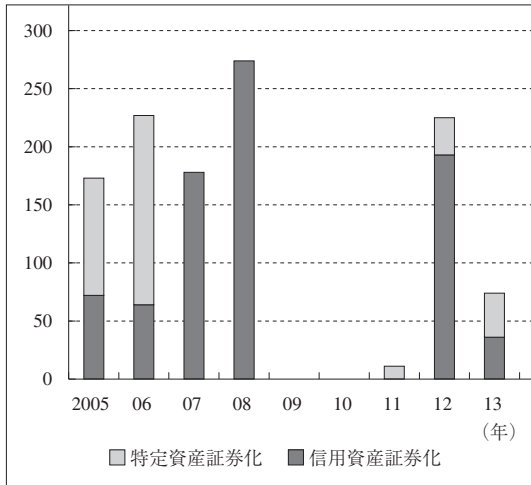
2012年のこの証券化再開の通知は、中国の金融システムの近代化・高度化に証券化が欠かせない要素であるという認識が反映されるとみられる。第三次証券化試行プログラムでは、総額500億元（82億ドル）の枠が設定されている。

また、特定資産証券化については、世界金融危機後も明示的な中断措置はなかったものの2007年から2010年間の発行はなかった。2011年になってようやく発行が再開された。2013年3月に証監会が証券会社証券化業務権利規定を発表し、資産証券化が試行段階から通常業務へと位置づけられることとなった。

発行量の推移をみると、2012年に信用貸付資産証券化の再開が通知されると証券化の発行高は急速に回復している（図表1）。

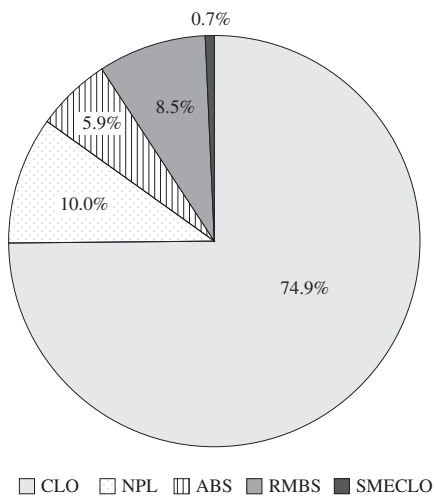
信用貸付資産証券化について詳しくみると、2005年の試行プログラム開始から2013年6月までに23件の取引の例があり、オリジネーターとして参加した金融機関は14となった。14社の内訳は、銀行10行、自動車販売金融会社2社、アセットマネジメント会社2社となっている。証券化取引の原資産別に発行額のシェアをみれば、74.9%が企業向けローン（CLO）、10%が不良債権（NPL）、8.5%が住宅ローン（RMBS）、5.9%が自動車ローン（ABS）であり、中小企業向けローン（SMECLO）は今まで1件（0.7%）しか実績がない。これまでのところ、デフォルトは1件も発生していない（図表2）。金額や件数からみれば、

図表1 中国における証券化発行の推移  
(億元)



(注) 2013年は6月末までの値。  
(資料) Fitch Ratings [2013a] を基に日本総合研究所作成

図表2 信用貸付資産証券化の種類別構成



(注) 2005年から2013年6月末までの累計値。  
(資料) Fitch Ratings [2013a] を基に日本総合研究所作成

中国の証券化市場はまさに試行的プログラムの範囲を出ないものであり、本格的な市場拡大という局面には至っていない。

中国金融当局は、9年間にわたる証券化試行プログラムの実施を通じて金融システムの発展を模索している。政府が認識している証券化のメリットは、銀行は信用リスク管理やALM管理がより適切に行うことが出来、同時に新たな資金調達ルートを確保出来るということである。

しかしながら、世界金融危機によって、証券化商品の、とりわけ複雑な仕組みの商品のリスクについて認識が広がった。世界金融危機の混乱から、中国金融当局は2009年に証券化取引試行プログラムを中止したが、2012年に再開した。中国当局は、証券化は適切に利用されている限り、金融システムの発展に有用であると認識しており、まずはプレーンな証券化商品や低リスクの証券化商品によって市場を成長させていこうという意図であり、2012年の証券化再開の際の通知においても、証券化する資産は安全な資産であることが要請されている。この試行プログラムを通じて期待されているのは、取引関係者が証券化に関するスキルやノウハウを蓄積することである。

### (3) 証券化再開に伴う主な変更点

2012年の証券化試行プログラムの再開では、いくつかの制度の見直しが行われた。第

1は、証券化する資産の範囲の見直しである。対象資産として中小企業向け債権を明記したほか、地方政府関連機関への債権も含めた。これには、①中小企業向けの円滑な資金供給が必ずしも十分ではないことから、証券化をその補完的手段として利用可能な状況にしておくことと、②現在問題となっている地方政府融資平台（プラットフォーム）を通じた実質的な地方政府の債務問題の解決にも証券化を利用可能とする意図、を推測出来る。第2はオリジネーターの証券保有義務である。すなわち、オリジネーターは資産を証券化する際に、発行した証券の少なくとも5%を保有しなければならないとした。これは、オリジネーターに原資産の信用リスクの一部を保有させることで、モラルハザードを防止する目的であると考えられる。第3は、2つ以上の格付け機関による格付け取得を義務づけた。これは、リーマン・ショックで証券化商品への信認が大幅に低下するなかで、投資家の信認を向上させるためのものと考えられる。第4は、参加可能な投資家の範囲を拡大し、従来の銀行以外に、保険会社や証券投資ファンドも含まれるようになった。

#### (4) 証券化再開の政策目的

2012年に行った当局の証券化再開は、単に市場の混乱が収拾するのを待っていただけではない。証券化は新しい金融技術であり、金融システムの高度化には不可欠なものであ

るものの、リーマン・ショックで、使い方を誤ればシステムリスクを引き起こすものという認識が広がった。とりわけ合成証券や再証券化されたような複雑な証券化商品では、投資家が資産内容を理解出来ないような状況も存在した。世界金融危機後、世界各地で証券化市場は縮小しており、証券化商品への投資家の信認が回復していないこともあって、証券化取引の回復、促進という政策を打ち出しにくい状況である。そうしたなかで、中国当局が証券化を再開するとともに、いくつかの制度的な手直しを加えていることは、一定の政策目的に証券化を活用するためであると考えられる。

2013年6月の国務院会議では李克強首相がフローを活用してストックを活性化することを表明しており、これはローンや国有資産の証券化を意味するものと考えられている。もっとも、2013年11月に行われた三中全会では、金融改革の方向性が打ち出されているが、証券化という細目までの方針は打ち出されていない。しかし、多層化した資本市場を整備することや直接金融の比率を引き上げることなどが示されており、証券化がそのような目的に適合するものであると考えられている。このような政策動向や近年の中国の金融経済環境に鑑みて、証券化を推進する目的として考えられるものは、次の通りである。

第1は、中国のマクロ政策的な観点である。成長が鈍化した中国経済において、当局は信

用総量の拡大を抑制しつつ、その構成内容の改善を図る方向性を打ち出している。実際、2013年の社会融資総量の動きをみると、前半には新規融資が大幅な増加傾向であったものが、年央から増加が抑えられていることが確認出来る（図表3）。証券化によって金融円滑化が期待されている分野は、三農（農業・農村・農民）関係や中小企業向け金融である。銀行融資だけでは資金が十分に流れなかったこれらの分野に、証券化を活用することで金融の円滑化を図ることが想定されている。

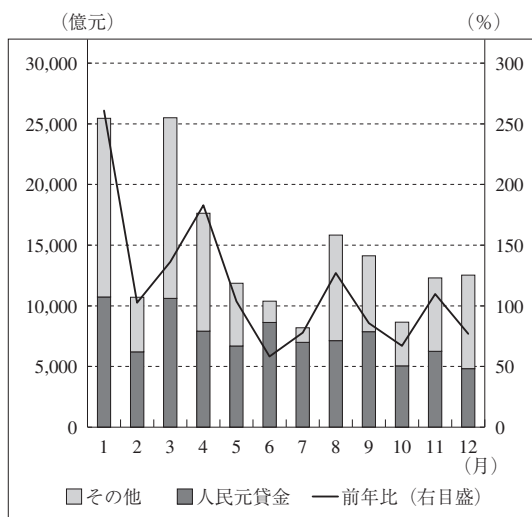
第2は、国有財産の活性化という財政的な観点である。中国は世界金融危機後、4兆元という巨額の財政支出を行って、インフラなどの建設を行った。それは中国の経済成長を持続させ、さらに世界経済の下支えともなっ

た。ところが、中国が投資主導で経済成長を続けることは限界に近づいており、財政支出を拡大し続けることが難しくなっている。むしろ、現存するインフラなどの資産を活用して資金調達をすることが出来れば、資産の有効活用にもつながるほか、財政の健全性維持にとっても好ましい。このような理由から、証券化による国有資産の活性化が想定されているものと思われる。

第3は、理財商品に代わる投資商品の育成という観点である。近年、中国では集団投資スキームを利用した理財商品が数多く登場し、個人投資家の人気を集めている。このような理財商品は主に商業銀行によって富裕層向けに販売されている。中国では預金金利規制があるため、魅力的な預金商品を提供することには限界がある。商業銀行は、このような集団投資スキームを利用して、限度額などの規制から新規もしくは追加的融資が困難な先に対して資金を提供し、融資に関する規制を実質的に回避するとともに、富裕層に対しては魅力的な期待リターンのある運用商品を提供している。これは、シャドーバンキング（影の銀行）の一部である。

このような集団投資スキームでは、集められた資金は融資や不動産開発プロジェクトなどに投資される。これは、擬似証券化ともいえるべきものであるが、このようなスキームの規制は、証券化のように厳格ではない。すなわち当局の事前の承認を得る必要はなく、格

図表3 中国の社会融資総量の動き（2013年）



（資料）中国人民銀行のデータを基に日本総合研究所作成

付け会社の格付け付与も不要である。この集団投資スキームは私募の一種であり、柔軟性が高い。しかしながら、このスキームは透明性がなく、不良資産化する可能性がある。

このような集団投資スキームを証券化商品に置き換えれば、このような弊害を回避することが可能となる。証券化は集団投資スキームのような柔軟性はないものの、個人投資家は裏付け資産に関する正確な情報と格付けを入手することが出来る。言い換えれば、投資家は集団投資スキームよりも証券化された理財商品の方が資産内容の評価がしやすい。シャドーバンキング問題に注目が集まるなか、証券化を普及させることで、不透明な投資商品を置き換えることが考えられているとみられる。

これらの他に、証券化を中国の金融システムに浸透させて、将来の金融システムの発展を図るという当初から想定された目的ももちろん維持されているであろう。しかし、この時期に再開した意味としては、とりわけ上述した3つの目的を念頭に置いたものと考えられる。

### 3. 信用貸付資産証券化の仕組み

本章では、信用貸付資産証券化の仕組みについて説明する。

#### (1) オリジネーター

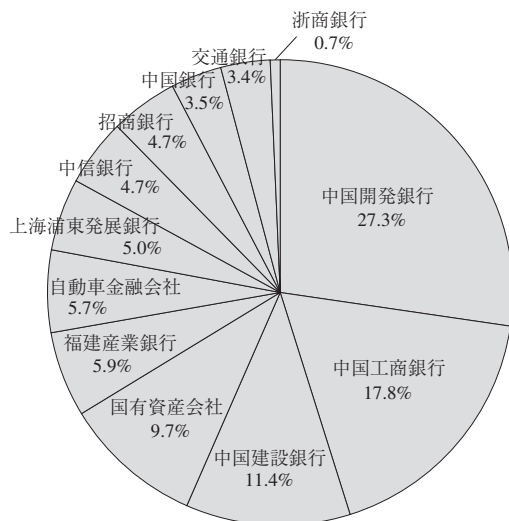
信用貸付資産証券化は、銀行管理監督委員会および中国人民銀行によって管理監督される。この市場をオリジネーターとして利用出来るのは、銀監会によって規制監督を受ける金融機関やノンバンクである。具体的には、中国開発銀行、政策銀行、国有商業銀行、株式制商業銀行、中国郵便貯金銀行、金融資産運用会社、信託会社、企業グループの金融子会社、および自動車金融会社である。将来も中国の銀行がオリジネーターの殆どを占めるとみられる。

信用貸付資産証券化市場では2005年10月から2008年12月までの間に、17件の証券化取引が行われ、11の金融機関が参加し、総額620億元となった。2012年半ばからの実績をみると、6件の証券化取引が行われ、6の金融機関が参加し、総額230億元となった。オリジネーター6社のうち、中国銀行、交通銀行、上海汽車金融の3社は初めての発行であった。残りの中国開発銀行、GM金融子会社(GM-SAIC)、工商銀行の3社はこれまでも証券化の実績がある。中国開発銀行は、これまでに証券化市場に参加した唯一の政策銀行であり、2005年の証券化開始以来、信用貸付資産証券化市場全体の発行量の27.3%を占める。中国農業銀行を除いた国有商業銀行の取引は活発で、発行額全体の37.4%を占める。5行ある合資商業銀行は全体の21%を発行

し、国有資産会社（AMC）と自動車金融会社がそれぞれ9.7%、5.7%を占めた（図表4）。

中国の銀行、とりわけ中位の銀行や都市商業銀行では、与信ポートフォリオを分散して各貸出産業の与信限度額を守ることが可能になることや、新たな資金調達手段として使用出来ることにおいて、証券化利用のインセンティブがある。しかしながら、試行的プログラムにおいて中国人民銀行が割り当てた発行額を見る限り、ポートフォリオ分散、資金調達のそれぞれの目的を達成することは難しいと思われる。というのは、今回の総発行金額として500億元が設定されたが、これは中国の商業銀行の総資産額の0.1%未満でしかないためである。上述したように2012年半ばの

図表4 信用貸付資産証券化のオリジネーター別発行金額シェア



(注) 2005年から2013年6月末までの累計値。  
(資料) Fitch Ratings [2013a] を基に日本総合研究所作成

再開以降、既に中国開発銀行、中国銀行、交通銀行によって230億元が発行されている。

## (2) 法源

信用貸付資産証券化のルールとなる法律は、中国信託法および中国契約法である。これらに加えて、中国人民銀行、銀监会、財務部と国家税務総局が発行した規則や措置がある。現在の法制度では、中国の有限責任会社に関する規定に抵触することから、特別目的会社（SPC）は証券化のための適切なビークルとは考えられていない。すなわち、中国証券法のもとでは、有限責任会社（LCC）は最低資本金6,000万元で、最近3年間で配当可能な利益が、発行済み社債の1年間の利息総額を超えること、発行済み社債の残高が純資産の40%を超えないこと、などの規制がある。これは、有限責任会社を単なる資金フローの受け皿となるべき特別目的会社として利用するには非常に大きな制約となる。したがって、信用貸付資産証券化においては、SPCの利用に代わって中国信託法によって規定される信託がビークルとして用いられる。

## (3) 対象資産

対象となる原資産は、住宅ローン、企業向けローン、自動車ローン、農業融資、主要なインフラ融資、規制を遵守した地方政府融資プラットフォームへの貸付および第12次5カ年計画において「戦略的に重要」とされた融



資である。2012年の証券化の再開にあたっては、中小企業向け貸付債権の証券化が強調されている。もっとも、2005年から2009年に中止されるまでの間に中小企業向け貸付けの証券化の実績は殆どない。

2005年から2008年の間に証券化された資産は、企業向け貸出債権（CLO）、オートローン（ABS）、住宅ローン（RMBS）、不良債権、および中小企業向け融資（中小企業CLO）などであったが、2012年5月の制度再開の通知によって、国のインフラプロジェクトと地方政府融資プラットフォームへの融資が含まれることとなった。

典型的な証券化取引では、原債務者の数は35から60程度である。しかし、多くの場合に債務者の分散が十分でなくその集中リスクが生じる。しばしば、債務者の上位5人までで資産の30%以上を占めることがある。また、債務者の地理的集中リスクも問題である。たとえば、原債務者の36%もが北京のような特定地域へ集中することがある。もっとも、融資対象となる産業の集中は懸念する状況ではない。1つの産業への集中は一般的に25%未満であり、不動産関連の割合も10%～20%を占めるにすぎない。

対象となる資産は安全かつ単純であることが要請されている。証券化はプレーン・バナナと呼ばれる単純な仕組みで行われ、デリバティブを組み込んだ合成証券化取引（Synthetic securitization）は法律で禁止されて

いる。また、証券化商品をさらに証券化資産に組み込む再証券化は当局によって認可されていない。

#### (4) 発行手続き

信用貸付資産証券化においては、事前に銀監会と中国人民銀行に申請して認可を得ることが必要である。また、格付け機関（注1）の信用格付けを2つ以上取得することが要求されている。2つの格付け機関には必ずChina Credit Rating Corporation（中誠信）が含まれなければならない。

また、公募で発行される証券化商品は中国中央預託清算会社（China Central Depository & Clearing Co, Ltd.）に登録しなければならない。そこでは、取引に関連する書類、格付けレポート、サービサーの報告書の閲覧が可能である。発行された信託受益権（証券化商品）は、中国人民銀行の監督のもと、銀行間債券市場で取引される。インターバンク市場の規模は30兆元から40兆元と推定されているが、証券化商品はこのなかで極めて小さな割合を占めるにすぎない。

情報開示については、預託清算会社での登録のほか、定期的に、認証されたWEBサイトにおいて受託者レポートを公表することが義務付けられている。また、信用貸付資産証券化市場を利用して証券化を行おうとする者は、中国中央預託清算会社に事前に企業名を登録することが必要である。

---

信用補完は一般的に優先劣後構造が採用されている。

## (5) 投資家

信用貸付資産証券化市場では、投資家の90%以上が銀行または保険会社である。2012年の通知によって参加可能な投資家が拡大され、保険会社、証券投資ファンド、企業年金基金、国家社会保障基金が含まれるようになった。従来は、銀行やファイナンスカンパニー（金融会社）など、中国人民銀行によって規制される金融機関だけが証券化商品に投資する資格があった。投資家は証券化商品に対して若干のリスクプレミアムを要求するものの、最低水準に近いものであり、特に証券化商品を敬遠するわけではない。

信用貸付資産証券化商品は銀行間だけで取引されるにすぎないので、個々の銀行のリスク管理やポートフォリオマネジメントには役立つものの、銀行セクター全体で見れば、リスクが他のセクターに分散したことにはならず、銀行セクターセミマクロレベルでのリスク管理には意味がないとの批判もある。もっとも銀行ごとにポートフォリオの一部を交換することでも、個々の銀行の破綻する確率が小さくなるのであれば、セミマクロ的にも意味があるという見解もある。

2012年の通知によって、新たな投資家が参加出来るようになれば、銀行セクターが抱えるリスクを他のセクターに分散することで、

銀行セクターのリスク管理に役立つとともに、銀行以外の投資家にとってみれば、幅広い資産クラスへの投資機会が増加することになる。このことから、2012年の再開の通知において中国の当局が証券化市場を進化させる意図を持っていることを読み取ることが可能である。

2012年10月に交通銀行が発行したCLOは投資家が拡大した後の第1号案件となったので、銀行、ファンド、保険会社と幅広い投資家の関心を集めた。とはいえ、信用貸付資産証券化市場では、銀行が主要な投資家であることには変わらない。まだ、保険会社や投資信託が有力な投資家となる兆しはみえていない。証券化商品に慣れていないこと、流動性がないことが、潜在的な投資家が証券化商品を敬遠する理由になっていると考えられる。

なお、中国の会計基準ではリスクの95%が移転して初めてオフバランス効果が認められる。

## (6) 問題点

信用貸付資産証券化に関していくつかの問題点が指摘されている。

第1は、銀行に資金調達手段として証券化を利用するインセンティブが小さいことである。中国では預金金利が人為的に規制されているため、銀行の資金調達手段としては預金が高コストである。また、銀行は安定的に利息収入が得られる優良な資産を売却すること

を望んでいない。銀行が証券化によって外部に移転したいリスクは、当局としては証券化商品の安全性が担保されない可能性があるもので、銀行が保有し続けてほしいと考えているもので、当局と銀行の意向は一致していない。

第2は、現在の仕組みではリコースについて明確な定義がないことである。これでは、海外投資家には安心して投資出来る状況とはならない。政府は安全な資産の証券化だけを認めることで、このような問題の発生を回避しようとしているが、安全資産の基準もないため、投資家の追加的な信認を得ることにはつながっていない。当局は発行体に資産の5%の保有を要求しているところ、これがオリジネーターへのリコースがあり得るのではないかという懸念を生んでいる。

第3は、格付けシステムの頑健性である。証券化の格付けは海外の格付け手法をベースとしているものの、中国の格付け会社への信頼性は高くない。当局は格付けを2つ取得させることで、信頼性を高めようとしているものの、どの格付け会社も国際的な格付け会社に比べて信頼度が劣るため、期待した効果が得られないばかりか、証券化のコストを上昇させている。とりわけ、格付けが低い場合やスプレッドが小さい場合に大きな問題となる。

(注1) 中国には5つの格付機関が存在する。国内系2社、外資との合弁3社である。国内的には5社とも信頼度が高い。

## 4. 特定資産証券化の仕組み

### (1) オリジネーター

特定資産証券化では証券管理監督委員会(証監会)が監督官庁である。この市場をオリジネーターとして利用出来るのは、企業、銀行、保険会社、信託会社、証監会が監督するファンドマネジメント会社である。2013年3月に証監会によって証券化の法的枠組みを明確化するために規則が改定され、オリジネーターの範囲が商業銀行、保険会社、信託会社などが含まれるように拡大された。これにより特定資産証券化市場のもとの証券化発行が増加することが期待されている。

特定資産証券化が最も利用されたのは2005年から2006年の間で、10社が総額264億元の証券化を行った。2012年以降についてみると、4件で総額70億元の発行が行われ、4社の企業がオリジネーターとなった。

### (2) 法源

特定資産証券化では、証券化に関する包括的な法律が存在しない。真正売買を担保する法律が存在しないため、倒産隔離も法的に曖昧さを残している。したがって、オリジネーターが倒産した際に、証券化された資産が中国の倒産法によって破産財団に取り込まれてしまう可能性を否定出来ない。

### (3) 対象資産

証券化の対象となる資産は従来明確ではなかったが、2013年に発表された新たなルールでは、企業の売掛金、貸付債権、信託受益権、インフラ施設収益権などの財産権、商業不動産、証監会が認めたその他の財産もしくは財産権などが適格資産であると定義された。特定資産証券化は2005年から2006年の間に最も利用されたが、そこで証券化された資産には、テーマパークのチケット収入、有料道路の収入、ネットワーク機器のリース債権、設備機器のリース債権、公共料金収入、インフラ工事業などがある。

特定資産証券化では、複数の財産・財産権を組み合わせることで集合資産とすることが可能である。また、原資産から発生したキャッシュフローで同種の原資産を買い増すリボルビング方式も可能であるが、その場合には、買増の原資産の購入条件、規模、流動性リスク、リスク管理措置について事前に文書で明確にしなければならない。

特定資産証券化の仕組みの下では、2013年3月に公表された新たなルールにおいて、明示的に資産の入れ替えを可能としている。すなわち、証券化資産の元本返済部分は、証券化の目論見書に購入する資産の適格基準、購入する資産の量、流動性リスクの緩和措置などが明記されていれば、当該証券化における新たな資産購入に充当されても良いとされて

いる。この点から、特定資産証券化の仕組みは、クレジットカード債権、消費者ローン、中小企業ローンなど、期間の短い資産を証券化するのに魅力的である。

このような例としてアリババの小口債権の証券化が注目を集めている。アリババは中国のEコマースのプラットフォームを運営する会社であるが、そこでは主に零細企業や個人がビジネスを展開している。彼らは銀行融資を受けることが難しいため、アリババは零細企業や個人向けに期間の短い(数日～数カ月)小口の貸し出しを行う会社(阿里小微金融)を設立し、2010年から貸出業務を開始している。この小口貸出債権(総額5億元)が2013年7月に証券化された。このようなインターネットを通じた小口貸出の規制は十分出ていないため、その与信管理も小口貸出を提供する者のリスク管理能力に依存しているといえる。したがって、競合他社が模倣することは容易ではないものの、アリババの証券化による資金調達、インターネットを通じた小口貸出というビジネスモデルは、新たな金融の仕組みとしても注目される。

### (4) 手続き

特定資産の証券化を行おうとする場合には、取引ごとに、事前に証監会に認可を申請しなければならない。格付け機関による格付け取得が推奨されるが、1つあれば足りる。信用貸付資産証券化のように格付けを2つ取

得する必要はない。もっとも、これまでのところ、特定資産証券化プログラムのもとで実施された証券化は、中国地元の銀行かオリジネーター企業の親会社もしくは関連会社が保証していた。

特定資産証券化においては、プロジェクトマネージャー（証券会社）が証券化業務の中心的な役割を果たす。すなわち、プロジェクトマネージャーは証券化プロジェクトを設定し、オリジネーターから資産を購入し、投資家に受益証券を発行する。アセットマネジメント業務は中国証券法のもとで証券会社に承認された業務の1つである。運用資産は当該証券会社のもとで管理されている他の資産および証券会社自身の資産から分別して管理されなければならない。万一、証券会社が破綻しても、証券化資産が他の資産と混同される可能性は殆どないし、分別された資産に対して強制執行されることもない。

#### (5) 投資家

特定資産証券化では、投資家として適格投資家に限定され、かつ200人までに制限している。

#### (6) 問題点

特定資産証券化市場では第1に、真正売買・倒産隔離に関する問題が指摘されている。すなわち、真正売買や倒産隔離の問題はまだ実際に争点となったことはないが、法的に曖昧

な部分が残っている。中国の弁護士の間では、オリジネーターからアセットマネージャーに資産の所有権を移転する際に、法的な不備が生じる可能性を指摘する見解がある。真正売買を満たす必要な措置について定めた包括的な規定が中国では存在しないためである。そのため、オリジネーターの倒産時に証券化された資産が倒産手続きに取り込まれてしまう可能性を完全には否定出来ない。倒産隔離に関して明確さを欠いたこのような状況では、オリジネーターに対する評価を離れて当該証券化商品を格付けすることは困難である。

一方、信用貸付資産証券化市場のもとでは、中国信託法によって規定された信託の仕組みを利用するため、このような問題は生じない。もし、オリジネーターが倒産した場合で、受益者がオリジネーター以外にも存在する場合には、信託は存続し、信託財産が発行体の清算財団に組み込まれることはない。また、受託者が倒産した場合にも、信託財産は受託者の清算財団に組み込まれることもない。

第2に、販売先の確保が難しく流動性も乏しい。情報開示が十分ではないことから投資家は商品の内容を十分理解していない。また、プライシングの方法も確立していない。

## 5. 証券化を推進すべき分野

中国は、証券化の促進に注力しているが、証券化に関する先進国の例をみても、当初は

---

様々なインセンティブなどの政府の後押しで市場を開拓している。中国について、今後証券化市場の拡大を図るうえで、政府が証券化に積極的に取り組むべき分野として考えられるのは以下の通りである。

### (1) 住宅ローン

証券化の先進国では、住宅ローンが証券化の発展に大きな役割を果たしている。住宅ローンの与信額は他の消費者ローンに比較して金額が大きく、借入期間も比較的長期にわたるからである。住宅ローンは金額がおおむね揃っていて均質であるため、期待デフォルト率を計算することが比較的容易である。つまり、住宅ローンは一般的に証券化を促進するのに適した資産であるといえる。

近い将来の中国の人口構成や、住宅の潜在的な買換え需要の強さ、政府が進める都市化政策などを考慮すると、中国の住宅ローン市場はこれからも拡大を続けると考えられる。一部の都市では、残高が急増したことで住宅ローンの新規融資を制限しているところもある。あるいは、初めての住宅購入者に対して行われていた住宅ローン金利の優遇について、銀行がその優遇幅を縮小したり、中止したりしている。これらは住宅需要を減少させる要因となるとみられる。

しかしながら、住宅需要の強さを考えれば、住宅ローンのニーズが弱まることはないであろう。むしろ、銀行のこのような動きは、住

宅ローン供給能力の限界に達していることを示していると考えられる。そして、証券化はこの問題を解決しうる。銀行は住宅ローン融資を証券化することで、ポートフォリオをリバランスするとともに、新たな資金調達が可能となるからである。

中国の住宅は、法律的に土地の所有権が認められていないので、住宅ローンの証券化の障害となる可能性が懸念されるものの、実際には70年間の使用権が認められるため、実務上、大きな問題は生じない。

### (2) 消費者ローン

消費者ローンは中間層の所得が増加するに従って成長すると期待されている。先進国の経験からすれば、中間層の消費が拡大すれば消費者ローンの利用も伸びるからである。2009年まで中国では無担保消費者ローンの供与が禁止されていた。それ以前は住宅ローンや自動車ローンなど担保付ローンのみの利用が可能であった。

中国当局はこの無担保消費者ローンに関する規制を撤廃したが、中国の銀行には無担保融資のノウハウが殆どなかったので、当局は外資系のファイナンスカンパニーにも市場を開放した。この規制緩和からまだ5年しか経過していないため、中国の無担保消費者ローン市場はまだ小さい。しかしながら、無担保消費者ローンの供給システムがノウハウを蓄積していけば、市場は急速に拡大するとみら

れている。さらに、市場が急速に拡大し、供給体制がついていけない可能性もある。証券化はこのような状況を改善することにも役立つ。

### (3) 中小企業ローン

中小企業融資は証券化によって中国当局が拡大を図ろうとしている市場である。適切なリスク管理のもとで、中小企業融資を増やすことは中国の経済にとって好ましいことである。中小企業ローンの証券化に関していえば、政府の証券化促進の後押しもあるので、取引は一定量まで増える見込みである。しかしながら、後述する技術的な問題点があるため、中小企業ローンの証券化は住宅ローンの証券化や消費者ローンの証券化ほど簡単ではない。

前述したように、中小企業ローンの証券化には長期間にわたる信用履歴が必要である。銀行は中小企業の融資の審査においてそのようなデータを保持していることが求められる。審査の制度を高めるために、銀行やファイナンスカンパニーは中小企業ローンを標準化し、信用履歴データベースや匿名化されたスコアリングのデータを共有すべきである。各銀行はそれぞれのスコアリングシステムを開発することが出来るが、信用履歴データに関しては共有されていることが望ましい。

### (4) 国有財産の証券化

政府は十分なキャッシュフローを生み出す国有のインフラ資産の証券化を行うことが出来る。中国政府は世界金融危機後に膨大な支出を行ってインフラ建設を進めた。これらの資産をよりよく活用するためには、証券化による資金調達を検討されてよい。

しかしながら、十分なキャッシュフローがなければ資産証券化は実現しないため、実際に証券化出来る国有財産は一部に限られるのではないかと思われる。

## 6. 証券化発展への課題

最後に、中国の証券化が今後発展する上での課題について考察してみたい。

### (1) 政府主導から市場主導へ

中国当局が証券化を再開させて以来、その取引量は急速に回復している。これは、証券化に対する強い需要を反映したというよりは、再開の通知に応じたオリジネーターとなる銀行のガバナンスを反映したものと考えられている。すなわち、中国の大手銀行は殆どが国有であるため、金融当局による明示的な規則や指示がない場合でも、政府の方針に従って行動する場合があるためである。

実際、現在の中国の銀行には証券化に積極的に取り組むインセンティブが乏しい。2012

---

年5月の再開通知では、証券化する資産は安全かつ健全であることを要求している。これは、銀行からしてみれば、最も証券化せずに保有を続けたい部分である。これまでに証券化された資産は、全部合わせてみても、資産全体に比べて極めて小さなものにとどまるため、銀行は証券化を行うことで払っている機会費用については殆ど考慮していない模様である。しかしながら、長期的な市場の成長を考えるのであれば、政府主導ではなく市場主導の証券化発行が行われなければならない。政府は、オリジネーターが市場主導の考慮によって証券化が動機付けられるように何らかの措置を取ることが必要である。

政府が割り当てた500億元という発行枠は、先述したように資産ポートフォリオのリスク調整や新たな資金調達ルート確立という目的を達成するにはあまりにも小さいため、銀行の業界ごとに設定される与信上限があったとしても、それだけで銀行が積極的に証券化を行うには至らないと考えられる。政府主導での発行から市場主導の発行へ移行する過渡期には、政府が免税など強力なインセンティブを銀行に付与することも考えられてよい。また、政府系機関による保証など、信用補完の仕組みがあれば、証券化への投資家層の広がりが加速するであろう。

## (2) 中小企業金融への活用

先述したように、中国の金融当局は、中小

企業向け融資の証券化を推進したいと考えている。2012年5月に出された証券化試行プログラム再開の通知では、中小企業融資の証券化が強調されている。しかしながら、中小企業向け融資は金額が小さい一方で件数が多く、証券化にあたってはいくつかの課題がある。

第1に、多数の比較的少額である中小企業向け融資のポートフォリオについて、デフォルトレートの計算が極めて難しいことである。中小企業の財務諸表が一般的に極めて信頼性が低いことに加えて、中小企業には公開格付けや、財務などに関する公開情報が存在しないことから、それらの債権の質を評価することは難易度が高い。オリジネーターである銀行が中小企業向け融資を行う際に利用した内部格付けは事後的な検証には使えるかもしれないが、中小企業向け融資の内部リスク管理システムが、事前の評価ツールとしても健全で十分な能力を有するかについては疑問が残る。加えて、銀行業界全体でそのようなデータを保有していないがために、不明であれば保守的な評価を選択することが繰り返され、中小企業ポートフォリオの評価は一層低下する。

第2に、中小企業向け融資は大企業向けに比べて貸出期間が短いことである。大企業向け融資では期間3年の融資が多いのに対して、中小企業向け融資は期間が一般的に1～2年と短い。このため、中小企業向け融資の



ポートフォリオは、人為的な操作を加えなければ、短い期間ですべての債権を完済してしまうことになる。したがって、ポートフォリオを順次入れ替えていく（リボルビング）仕組みが必要となり、それに関連して発生するコストが証券化のコストに上乗せされる。したがって、貸出期間の短いローンは、銀行が自己資本規制のマネジメントのために証券化する目的には適していない。信用貸付資産証券化に関する規則は、リボルビングの可否について何ら言及していないものの、信用貸付資産証券化の仕組みでは前例はない。したがって、信用貸付資産証券化の仕組みで中小企業向け融資の証券化をしようとするにしても、この点が実務的には障害となると考えられる。これとは対照的に、前述したとおり、特定資産証券化の仕組みのもとでは、2013年3月に公表された新たなルールにおいて、明示的に資産の入れ替えを可能としている。

### (3) 投資家層の拡大

2012年5月の再開の通知が出されるまでは、信用貸付資産証券化の投資家層は、銀行やファイナンスカンパニーなどの銀監会が監督する金融機関に限られていた。これは、銀行セクター以外にはリスクが移転していないことを意味している。マクロ金融の観点からすれば、銀行セクターが保有するリスクを他のセクターに分散させることが望ましく、銀行セクターの内部でリスクを移転しているだ

けでは十分ではない。2012年5月の通知では、保険会社、証券投資ファンド、企業年金ファンド、公的年金ファンドなども適格投資家として加わり、投資家のベースを拡大することが示された。もっとも、証券化商品は彼らになじみがないものなので、当初は投資家が拡大するには時間がかかるとみられる。

証券化商品は現在、二次（流通）市場がないため、投資家には出口戦略がない。慣れていない投資家が購入するには躊躇を覚える可能性が大きい。したがって、政府は新たな投資家に証券化に関する情報の提供を継続的に行う必要がある。中国において潜在的な投資家となるべき人たちのみならず、金融業界に属する殆どの人が、証券化に関して情報を持っておらず、正確に理解していない。証券化の普及を促進するために政府は、銀行、ファイナンスカンパニー、証券会社や投資家に証券化に関する教育を行う必要がある。

また、将来海外からの投資家を呼び込む際には、現在並行して存在する2市場は統合が検討されるべきである。海外からみると、市場が分立していると理解が困難になるからである。現在でも、証券化の原資産で区別して、2つの異なる市場を維持運営することは必ずしも合理的ではない。しかしながら、市場の統合について、証監会は銀行資産の証券化まで規制監督する意思があるものの、銀監会が協力しないので、成功の可能性は小さいとみられている。銀監会と証監会の間での証券化

市場の分割は、金融・証券市場の成長のために克服すべき問題である。もし、銀行固有の配慮から特別な規制が必要なのであれば、証券化の仕組みとは別個に規制を加えることが考えられてよい。新たな法律のもとでは、倒産隔離が明示される必要がある。証券化の仕組みが統一されることで、理解が容易になり、外国人投資家の市場への参加を期待することが可能になると考えられる。

## 7. おわりに

中国の証券化が再開され、その発展が本格化しようとしている。中国当局の証券化を促進させる目的には、一定分野に必要な円滑な金融、国有財産の活用、個人資産運用商品の確立など複数が考えられる。中国政府は金融に関する様々な改革について、2020年を1つの区切りと見ており、証券化についても2020年以降は本格的な自律的な市場への移行を視野にいられていると考えられる。

証券化市場が拡大するためには、当初は当局が後押しして住宅ローンなど証券化が取り組みやすい分野から推進することが必要である。最初から市場に任せるだけでは、証券化

市場は育成出来ない。当分の間は、政府が証券化を主導して取引を増やし、証券化市場を活性化させることが必要である。その間に、証券化に関連する人材の育成、ノウハウの蓄積をどれだけ進めることが出来るかが、次の段階での証券化市場の拡大の重要な要素となると思われる。

### 参考文献

1. Clifford Chance [2013], "An Update on Recent Developments in Assets Securitization in the PRC", June.
2. Dechert LLP [2012], "Securitization in China: Recent Developments", April
3. Fitch Ratings [2013a], "China Securitization Framework and Development", June.
4. Fitch Ratings [2013b], "China Securitization State of Play", July .
5. Fitch Ratings [2013c], "Key Credit Challenges for China Securitization", August.
6. Mark Hsiao [2009], "The pilot securitization of credit assets in China", *Journal of International Banking Law and Regulation* 24 (4), pp.216-223.
7. 関根栄一 [2007]「中国の証券化を巡る動き」、野村財団、『中国資本市場研究』2007年 Summer
8. 神宮健 [2013]「中国における資産証券化再開の意義」野村総合研究所『知的資産創造』2013年9月号
9. 武甜静 [2013]「アリババ小口貸出の資産証券化商品」野村総合研究所『知的資産創造』2013年10月号
10. みずほコーポレート銀行（中国）有限公司 [2013]「中国証券監督管理委員会、資産証券化の管理規定を交付 企業による資金調達多様化を後押し」『みずほ中国 ビジネス・エクスプレス』第260号 2013年4月9日
11. 江川由紀雄「中国における証券化市場の発展に向けて」新生証券『新生ストラテジーノート』第133号、2013年9月6日