

中国の債券市場と信用格付けについて

陳 虹

中国社会科学院世界経済・政治研究所

中国における債券市場は 1980 年代以降、国債をはじめ、現在では、金融債、企業債と公司債などから構成された債券市場を形成している。さらに近年では、香港人民元オフショア市場で人民元建て債券の発行が進んでいる。

債券の信用格付けも 1980 年代から現在、7 社の格付け会社が中国政府機関から業務資格を認可された。信用格付け遷移の格上げだけの変動、デフォルトなしの格付けなど問題は残っており、今後も、十分な情報開示と管理ルールの一掃を促進する。

中国政府金融監督管理当局が中国のシャドーバンキング関連のエクスポージャーを正確に把握することを表明し、信用リスクへの監督管理を強化するため、格付機関の機能強化が必要である。

1 信用格付けの定義と格付け産業の寡占性

信用格付けは、投資者が投資判断の際に信用リスク評価の参考として、資本市場と政府金融監督管理層において広範に利用され、投資者の投資判断に大きな影響を与えている。

信用格付けの定義

信用格付けとは、発行体が金融債務の元本及び利息を償還まで予定通り支払う能力及び意思についての格付けの判断である。格付けは、支払いが行われなかったか、遅延した、あるいは一部しか行われなかったことにより生じ得る信用損失を予測し、その指標となるものである。

信用損失とは、発行体が支払いを約束した金額と実際に支払いが行われた金額との差である。格付けは発行体がデフォルトを起こす確率と、デフォルトが発行した場合に予想される損失規模を考慮に入れて信用損失を評価したものである。

投資家は購入又は売却を検討する債券の信用リスクを評価する時に格付けを利用する。また、投資の規準として自らの分析をカバーしていない市場か債券に投資を拡大する際に判断の標準

として用いられる。

格付け最大の特徴は当該債務に関する信用リスクの観点から分析し、最終的に簡潔な専門記号に集約するところにあります。金融インフラとなった格付けは投資家、政府金融監督管理層にとって必要不可欠なものである。

格付け産業の独占性

2008年のアメリカ発金融危機以来、金融商品取引に格付けの過度依頼、利益相反、格付けの商売などへの批判が激しいが、先進国特にアメリカ格付け機関の独占度が一番高いことは事実である。現在、全世界中、トップを占める格付け機関は10社程度であるが、全部アメリカ証券取引委員会に、アメリカ全国的に認知されている統計的格付け機関（Nationally Recognized Statistical Rating Organization：NRSRO）として登録された。その中には、一部分の格付け機関もEU規制のもとで格付け機関の認証も得ているが、その業務は自分の国に集中している。海外市場で資金調達を行いたい各国の企業は、国際格付け機関から格付けを取得し、自国の地場格付け機関から格付けを取得しようとはしない。

世界中の全証券の格付けシェアとしては、トップを占める格付け機関のうち。全体としては主要な3社であるS&P社、Moody's社、フィッチ社が極めて大きな割合を占めている。全証券の合計では、S&P社が33.71%、Moody's社が32.59%、Fitch社が23.61%と、三社合計で89.9%を占めている。その他に、格付けシェアの順番からDBRS社が4.53%、LACE社が2.72%、Realpoint社が1.31%、A.M. Best社が1.14%、EJR社が0.15%、R&I社が0.13%、JCR

(図表1) アメリカの格付け機関の寡占度 (証券の種類別の格付け件数)

NRSRO	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government, Municipal & Sovereign	Total Ratings
A. M. Best	3	5,364	2,246	54	0	7,667
DBRS	16,630	120	5,350	8,430	12,400	42,930
EJR	82	45	853	14	13	1,007
Fitch	72,311	4,599	12,613	69,515	352,697	511,735
JCR	156	31	518	64	53	822
LACE	17,263	60	1,000	0	61	18,384
Moody's	76,801	5,455	31,008	106,337	862,240	1,081,841
R&I	100	30	543	186	123	982
Realpoint	0	0	0	8,856	0	8,856
S&P	52,500	8,600	41,400	124,600	1,004,500	1,231,600
Total	235,846	24,304	95,531	318,056	2,232,087	2,905,824
HHI	2,599	2,601	3,145	3,145	3,767	3,495
HHI Inverse	3.85	3.84	3.18	3.18	2.65	2.86

(出所) SEC (2011) "Annual Report on NRSRO As Required". Jan, 2011.

社が 0.11%と並んでいる¹⁾。

図表 1 は証券の種類別の格付け件数から格付け機関の寡占度が見られている。図表 1 の下段の HHI²⁾ は市場の寡占度を測る指標で、一つの市場で競争している各社の市場シェア (%) の二乗を足し合わせたものである。例えば、シェア 50%ずつで 2 社が完全寡占状態にある市場であれば HHI が 2,500 となる。アメリカ格付け産業の HHI 指標は、全証券合計で 3,495 であり、極めて寡占度が高いことがわかる。

新興市場国への信用格付けの注意点

国際的な格付け機関がこのような二つ問題点に注意している。つまり、新興市場国の金融システムリスク及び支払いの文化と法の支配のリスクである。

・金融システムリスク

金融システムリスクは、国内外の銀行システムと資本市場からの資金調達能力や、そうした調達の相対的な変動性の尺度となることから、ソブリン以外の発行体にとって重要な要因である。

国の銀行システムの相対的な強固さまたは脆弱さと資本市場の相対的な厚みは、ソブリン以外の発行体にとって重要なカントリーリスクファクターである。BICRA³⁾ の産業リスクのスコアは、格付け機関の主要評価要素である。さらに、国内または海外の資本市場へのアクセスの幅が特に広いまたは狭い場合には、以下のように調整を加える。

金融システムリスクの当初スコアは、国内資本市場の幅と厚みを反映して調整される。この調整は、BICRA の産業リスクのスコアの一部である「銀行システム全体の資金調達」の「国内債券・資本市場についての調整」の規準に基づく。BICRA の規準は、民間セクター（金融機関と事業会社）の債務残高の対 GDP（国内総生産）比、よく機能する国内債券・資本市場の有無、長期債務発行の容易さを考慮している。加えて、金融システムリスクの当初スコアは、ソブリン以外の発行体の国外市場へのアクセスの限定度合いを反映する。国内資本市場の幅が狭い、あるいは国外資本市場へのアクセスが非常に限られている場合、これに対して、国内資本市場に厚みがある場合、当初スコアに加え、差し引く。

これらの調整は、ソブリン以外の発行体の資本市場へのアクセスの幅の狭さまたは広さを意図的に強調している。厚みがあり、よく機能している国内の資本市場の存在に加えて、国外の資本市場へのアクセスがあれば、国内銀行システムの脆弱さをある程度相殺できる。一方、資本市場へのアクセスが限られていれば、国内銀行システムの強みを相殺する、または弱みを増

1) SEC (2011) “Annual Report on NRSRO As Required”, Jan, 2011.

2) Herfindahl-Hirschman Index.

3) 銀行業の国のリスクについての評価 (BICRA : Banking Industry Country Risk Assessment)

幅することがある。

・支払いの文化と法の支配のリスク

支払いの文化と法の支配のリスクの分析には、世界銀行がとりまとめた法の支配や汚職の抑制などのガバナンス指標や「ビジネス環境の現状⁴⁾」の契約執行に関するランク付け、トランスパレンシー・インターナショナル⁵⁾の腐敗認識指数などの外部指標からの情報に基づく。これらの指標は、BICRAの支払いに関する文化と法の支配の評価にも織り込まれている。この他に、1) 債権者への配慮の度合いの指標であり、国際的な格付け機関が事業会社の回収率格付けの規準で参照する倒産法制度の評価（評価が存在する場合）、2) 国別の法的側面についての国際的な格付け機関の分析、3) 世界銀行の「ビジネス環境の現状」の倒産処理に関するランク付けを含む外部情報源—などの情報もカバーしている。

収用のリスクが高いまたは非常に高いと国際的な格付け機関が考える場合、その評価を下方に調整することがある。これは、政府が国内の事業体を国有化（所有者に対し補償する）または収用（所有者に対し直ちに補償しない）した実績が近い過去に存在する場合に適用される⁶⁾。

2 中国債券市場の構成と特徴

中国経済が持続的に発展するためには、銀行システムへの過度な依存を直し、間接金融に偏重している中国の資金の流れが直接金融にシフトすること、どうして国内貯蓄を国内投資に結びつける道筋が求められたことが重要な課題である。

中国債券市場の構成

現在、中国の債券市場では取引商品は国債、金融債、企業債と公司債などがあり、国債とは中央政府の債券と地方政府債がある。その中には中央政府の国債が発行者は中国財政部であり、種類は機関投資家向けで流通可能な記帳式国債、個人および非金融機関向けで流通不可の証書式国債、個人向けで流通不可の貯蓄国債という三種類から構成される。中国の地方政府債は二種類があり、中国財政代理発行のものも、地方政府自主発行して地方政府が返済責任を負うものもあります。

金融債は政策金融機関発行した金融債、および商業銀行、非銀行金融機構、証券会社などが

4) “Doing Business In”.

5) Transparency International.

6) S&P (2008): “Update: Jurisdiction-Specific Adjustments To Recovery And Issue Ratings”, 2008年6月20日、S&P (2006-) “Debt Recovery For Creditors And The Law Of Insolvency In [国・地域名]”, 2006年から公表されて定期的にアップデートされている。

中国の債券市場と信用格付けについて

発行した債券と短期融資債券を含んでいた。企業債はEnterprise Bondsと指し、会社債は上場会社の債券、即ちListed Company Bondsである。この上場会社の社債の発行者としては中央企業もあり地方企業もある。政府部門からの監督管理の機能が幾つか金融当局に担当し、「政出多門⁷⁾」、「管理分散」など問題が存在する。(図表2)

(図表2) 中国債券の種類と管理

債券種類別		監督機関別
政府信用債券	国債と地方債	中国人民銀行、財政部、証券監督管理委員会
	中央銀行債	中国人民銀行
金融債券	政策性銀行債券、特種金融債	中国人民銀行
	商業銀行債券、非銀行金融機関債券	銀行監督管理委員会、中国人民銀行
	証券会社債、証券会社短期融資券	中国人民銀行、証券監督管理委員会
企業債券	企業債券(中央企業債券と地方企業債券)	国家発展改革委員会
	中期手形(bill,note) 短期融資券	中国銀行間市場取引商協会(自律管理)
	中小企業集合手形	中国人民銀行、証券監督管理委員会
	公司債と譲渡可債券 ⁸⁾	中国人民銀行、証券監督管理委員会
資産支持債券(発行者金融機関と企業)		中国人民銀行、銀行監督管理委員会
国際機構債券		中国人民銀行、財政部、国家発展改革委員会、証券監督管理委員会

(出所) 中国債券信息网 (<http://www.chinabond.com.cn>)

債券取引方式について銀行間債券取引市場(Inter-Bank Bond Market)が90%以上達したこと、取引種類は現物取引(Spot)も先物取引である遠期取引(Forwards)もあり、そして、回購取引(Repurchase; 買戻し・再購入)、質入れと買取(Pledge; buyout)、質押式回購(Repurchase; 買戻し質入れ)をも含んでいる。OTCの銀行間債券取引市場ではマーケットメイク制度や委託取引制度、オフショアからの売買についてライセンス制が敷かれているが、でも、今現券取引(Spot)は10%しか占めないことである。信用債券とは、担保もcollateralもなし、企業の信用だけに依頼して発行する債券。投資者達が発行体の資産の性質・利潤率・資金の流動性・信用格付けを考査し、投資の意思を決定する。高いクラス格付けを取った企業だけ、信用債券を発行できる。

中国債券市場の特徴

《中国証券法》“起債の会社は累計的な公開発行した債券余額が当該会社の純資産の40%を超

7) 信用格付け機関を指導し管理する政府金融監督管理当局は複数なので一つ問題に対して幾つかの政策か規制も同時に下して管理された格付け機関が混乱になるとなりかねない。

8) 上場会社の債券。

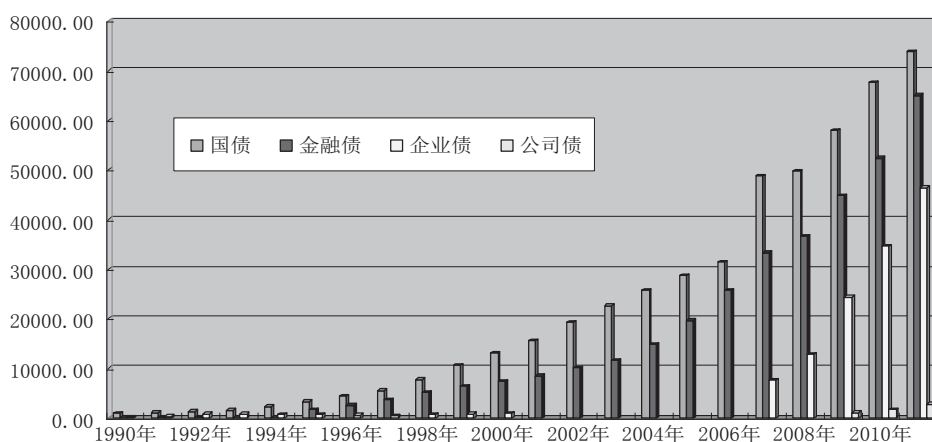
えることはできない。中国債券市場では行政介入が存在し、発行者の権利を制限された⁹⁾。非金融機関が債券投資の自営は制限されて、独立的、自主的、平等的に債券投資に参加することはできない。たとえば、保険会社による無担保とAA格以下の債券への投資は禁止され、ファンド会社による中期手形への投資は禁止された¹⁰⁾。

中国では債券市場の特徴は会社債 Listed Company Bonds 規模がとても小さいし、企業債でも2009年以降から少しずつ進んでいく状態が出てきた。債権市場の全体規模も銀行借入より大きくない、その理由としては企業の資金調達を多くを銀行借入に頼んでいることである。銀行システムへの大きな依存のもとでは信用リスクは銀行に集中しやすく、ショックが銀行の自己資本で吸収できる部分を越えると、問題はシステムリスクに転化でき、その結果としては信用収縮が生じ、最終では実体経済に損害が及ぶ。

これに対して企業融資は債券市場を利用して貸し手のリスクを広く分散され、通常市場回復スピードが速いため、比較的短期で実体経済の調整を完成することができる。会社債とか企業債とか発展の遅れの背景としては問題が二つある。第一は会社債あるいは企業債を発行できる強固的な財務基盤を企業の数が少ないこと。第二は格付け機関など金融インフラが不十分なことである。

中国では債券市場がある程度の規模に達したが市場の多くを占めているのは国債であり、上場企業の会社債は規模がとても小さいし、2009年以降から、企業債が少しずつ進んでいく状態が出てきた。図表3では1990年から2011年までの中国全国で発行した債券の変動を示した。

中国では債券市場には複数の政府監督管理部門が存在し、流通市場も銀行間債券市場や取引



(図表3) 中国全国債券発行額の変動 (1990 - 2011) (単位: 億元RMB)

(出所) "China Securities and Futures Statistical YEARBOOK 2012", The People's Bank of China, CSRC. <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xxfw/cbwxz/tjnj/zqhtjnj/2012/main/nj2011/3-1.htm>

9) 現在起債制限も存在する経済体は中国以外は韓国と台湾しかない。

10) 時文朝 (2012) 『中国債券市場』中国金融出版社。

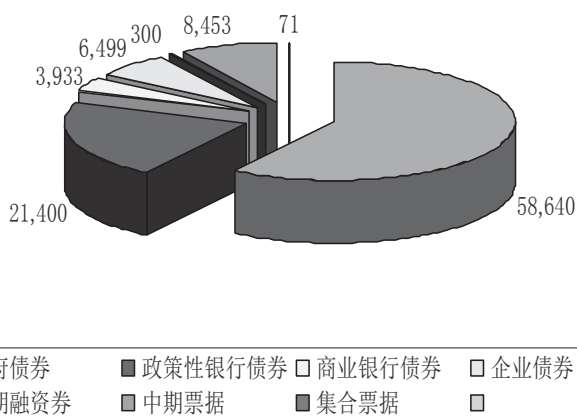
市場に区分される。債券市場の統計も複数部門で存在している。その中には、政府債券特に国債を中心とする特徴がある（図表4）、代表的な統計が以下のようにある。

まず、中国証券監督管理委員会の『中国証券期貨統計年鑑』で、年一回発行するものである。第1章と第3章には国債について統計数字を掲載されている。同年鑑は、上場証券が中心であるため、証券取引所における上場国債の流通データ、たとえば現物取引、レポ取引は詳しい。

次に、中国人民銀行上海総部の『中国金融市場発展報告』（巻末統計）、年一回発行した。国債統計について集計方法の異なる国債統計を掲載していた。国債とその他の債券の発行と流通動向を把握するには便利な内容となっている。

第三に、中国債券信息网¹¹⁾である。これは、銀行間債券市場での集中寄託或統一清算機関である中央国債登記決済有限責任会社が運営し管理する。銀行間債券市場で流通する債券を統計、発表し、毎月一回更新している。また、地方代理発行債券も地方自行発行債券も、「地方政府債券」として括られた。

第四に、中国国債協会の『中国国債市場年報』（年1回発行）である。毎年発行された国債の個別銘柄の情報や、流通市場の動向、投資家ごとの売買動向を中心に統計が掲載されている。利用する時に財政部が個別に開示する銘柄情報と付き合わせながら照合しなければならない。



(図表4) 中国政府債券の比率（発行量・億元RMB）

(出所) 中国債券信息网：http://www.chinabond.com.cn/jsp/include/EJB/2012

中国人民元建て債券市場

香港での人民元建て債券は種類も少ないし、銘柄毎の発行金額も小さいので、中華料理の“お菓子”の意味を引用して、「点心債」とも呼ばれる。正式的名前は“Dim Sum Bond”というも

11) 中国債券信息网：http://www.chinabond.com.cn

のである。

香港の人民元預金は香港人民元オフショア市場の原資である。2004年に解禁され、2007年6月中国は《中国境内の金融機関が香港への人民元建て債券を発行する管理臨時弁法》を公表。2009年6月25日中国の金融機関に限定されていた香港での人民元建て債券発行が外国金融機関に解禁され、HSBCBankが初の発行実施。2009年7月人民元建て貿易決済の解禁を経て、同年7月末の559億元から2011年末には5,885億元にまで急増した。

2009年9月28日中国政府が香港での初の人民元建て国債60億元発行。2010年5月日本三菱東京UFJ銀行が中国銀行間債券市場で人民元建て債券を初の発行。2010年7月19日中国人民銀行と香港金融管理局は、香港での人民元業務拡大に関する合意文書に調印。香港において、①投資目的での人民元への交換、②人民元建ての証券・保険商品への投資など解禁。2010年8月17日海外の金融機関に中国の銀行間債券市場における人民元資金の運用を解禁。2010年8月19日香港での人民元建て債券発行が外国企業に解禁され、マクドナルドが初の発行。

「点心債」の発行は外国企業と金融機関を誘うので中国国内企業以外の多国籍企業も参加した。発行種類も債券（Bond）以外には中期手形（EMTN）、人民元組合債券（Synthetic）預金書（CD）など増えていた。2012年9月末にはCDの発行額は1154億元に達した¹²⁾。

2011年から「点心債」の発行に、格付けを取得する発行体が増えていた。それとともに、様々な信用格付けの債券が発行され始めている。香港金融管理局の『貨幣と金融安定報告』（2011）によると「点心債」の信用格付け分布は殆どAAA格からBBB-格まで投資適格のものである。2011年から非投資適格のハイイールド債も登場し、「点心債」の発行市場が深く発展されていた¹³⁾。

3 中国債券の信用格付けについて

信用格付け業務は、始は1837年の金融危機直後、銀行の商業貸出しへの信用格付けであった。信用リスクが大きいのは貸出し受け入れ方だからである。精度高いリスク情報即ち「デフォルト可能性」の信用情報を第三方から提供することを要求した。1980年代に入って、証券化が振興されながら、企業の融資方は大きな変化がもたらし、銀行貸出から社債発行へ転換してきた。遂に信用格付け業務が世界中で普及された。債券市場への移行は20世紀初めに米国で始まり、例えばムーディー信用格付け会社の創業者、ジョン・ムーディーが1909年米国の債券市場に格付を導入し、初めて格付を鉄道証券マニュアルに掲載して出版したのが始まりである。

12) 香港金融管理局資料と中国銀行国際金融研究所『人民幣点心債』（国際金融熱点述評）特刊第32期、2013年3月21日。

13) 香港金融管理局（2011）“Half-yearly Monetary and Financial Stability Report”, Sep. 2011.

中国格付け業務発展段階と主な信用格付け会社

第一段階：1980年代後半から、1990年代まで。この段階には信用格付け業務の始、主に中国人民銀行の地方支店によって行われた。専門的な格付け機関はまだ創立されていなかった。

第二段階：1990年代開始から2005年ごろ。独立的、専門的な格付け機関を5社創立した。

第三段階：2006年から現在。貸し出しリスクについて格付けレポートを提供し中国国内で利用できる格付け機関が81社（国内銀行信用リスク専門格付け機関）に達し、中国全国の省（直辖市、自治区を含む）20箇所以上に渡った¹⁴⁾。

現在、中国金融監督管理当局から資格認可を取得した機関が七社（証券か債券のリスク専門格付け機関）も創立されており、主な格付け会社を挙げると以下ようになる。

大公国際資信評価有限公司¹⁵⁾

1994年に創立し、本社が北京に設立した。中国金融監督管理当局の一つ中国人民銀行から資格認可（認証）を取得した。創立の際に国家経済貿易委員会（現在中国発展改革委員会と商業部に当たる）によって成立許可を認められた。中国財政部の推薦の基にアジア格付け機関連合（ACRAA）のメンバー機関として中国の代表になって、アジア債券市場とアジア地場格付けを育成する分野で活躍している。そして先進国例えばアメリカソブリン債の発行体に対してリスク情報について格付けレポートを提供する格付け機関であり、途上国或いは新興市場国の格付け機関の中に珍しいことである。2013年にロシアなど国の格付け機関とともに、アメリカ格付け機関の寡占性を挑戦し、世界格付け業務市場シェアを占めるために、香港で合弁格付け会社を成立したばかりである。

上海新世紀資信評価投資服務有限公司¹⁶⁾

1992年に上海で本社を創立した。1997年に中国人民銀行から資格認可（認証）を取得し、中国では銀行間債券市場信用格付け資格を持っている会社である。

聯合資信評価有限公司¹⁷⁾

現在 Fitch 社との合弁会社。1995年に北京に本社を設立した。国家株主の株式会社、設立の

14) 中国人民銀行

<http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengxinguanliju/3110/2011/20110713172533505319284/20110713172533505319284.html>

15) 大公国際資信評価有限公司。 <http://www.dagongcredit.com/about/aboutDagong.html>

16) 上海新世紀資信評価投資服務有限公司。 <http://www.shxsj.com/inside.php?menuid=106&catid=72>

17) 聯合資信評価有限公司（合弁会社）。 http://www.lianheratings.com.cn/NewsShow.aspx?menu_id=20080731093022873765

前、福建省信用格付け委員会であった。1995年に中国人民銀行福建省支店の許可を取得し成立した。2007年8月株主は単一の国家株主から二つ株主に分けた。一つは聯合信用管理有限公司（国家株主の信用情報服務有限公司）が51%の株を持っていた。もう一つは国際有名的な格付け会社であるFitch社でその他の49%をしめた。主な業務は資本市場信用格付けと信用リスクの諮問（consultation）¹⁸⁾である。

中誠信国際信用格付け有限責任公司¹⁹⁾

現在Moody'sとの合弁会社。元中誠信信用管理公司であった。1992年に北京で成立し始め、2006年4月13日にMoody'sと締約し49%の株をMoody'sに譲渡した。2006年8月15日に中国商業部から合弁会社の許可を取得した。

東方金誠国際信用格付け有限公司²⁰⁾

2005年北京に成立した。国レベルの信用格付け公司であり、中国財政部から資格認証を取得し東方資産管理公司によって資本金を投下し株主としての会社。主な業務がデータベースを運用する北京東方金誠データ諮問会社によって行われている。

中国債券資信評価有限責任公司（China Credit Rating Co., Ltd.）²¹⁾

2010年9月中国人民銀行傘下した協会である中国銀行間市場取引商協会の基で成立した。特徴は依頼格付けも自主的格付けも両方的な格付けを行っていることであり、そして商業慣行としての発行者から格付け手数料を支払うことはなく利用者である投資者から手数料を支払うことである。格付けルールを完善し格付けの利益相反、格付けの商売などを回避しようと工夫をされている。

信用格付け産業は新興国である中国においてもある程度に発展してきたが、中国における格付けの必要債券種類も少なく、規模も小さい。中国国内で発行される国債と地方債に関しては、格付けを取得していない。香港人民元建て国債については国際的な格付け機関による格付けを取得しておる。

中国国内の格付け必要の債券の種類：企業債、中期手形、短期融資券、非政策性銀行の金融債券、CP及び譲渡可債券（可転換債券）があり、格付け必要の債券の規模としては2012年の

18) 専門家との相談、協議；諮問など。

19) 中誠信国際信用格付け有限責任公司（合弁会社）。<http://www.ccxi.com.cn/247/Company.html>

20) 東方金誠国際信用格付け有限公司（データベース会社）<http://www.goldencredit.com.cn/gsgk/gsjj/>

21) 中国債券資信評価有限責任公司（China Credit Rating Co., Ltd.）。<http://www.chinaratings.com.cn/news/338.html>

統計により、格付け必要の債券の発行量は合計約19257.18億人民元があり、発行総額（58640.44億人民元）の32.84%を占めた。総じて、債券の供給量が少なく、格付け必要の債券はもっと比率が低い²²⁾。

中国格付け機関の課題

信用格付けは「格付推移マトリックス」および「累積デフォルト率」、そして「格付けの見直し」を通じて、債務不履行に陥る危険性と判断し、信用リスクから金融危機への可能性を防止できる。格付けを取得するのは金融監督管理、債権の変更と譲渡などに対して信用の格付によってリスクを区別し対応する。たとえば、発行体格付けのグラスによって金融監督機関が資本金要求が違い、格付けが高くすれば高いほど融資しやすい。しかし、現在では中国の信用格付け業務も機関も幾つかの問題が残っている。

・格付け遷移の格上げだけの変動、デフォルトなしの格付け

デフォルトなしの格付けは信用がない。国際的には有名な格付け会社であるS&Pは最近新興国市場に関するデフォルト・格付け遷移調査を行われていた。その結果を見ると新興国の事業会社のデフォルト率、ソブリン危機、マクロ経済の変動性の相関が強いことが確認できる²³⁾。同調査によれば、アルゼンチンのソブリンのデフォルトとブラジルのマクロ経済の大きな変動を背景に、世界の新興国市場における「BB格以下」のデフォルト率は2002年に16%でピークに達した。これは世界の事業会社の「BB格以下」のデフォルト率が調査開始以来最高となった1991年の11%（米国は10.69%）を大幅に上回る。新興国市場における「BB格以下」のデフォルト率の2002年より前の大きなピークは1998年の8%であり、ロシアとアジア地域のマクロ経済危機に関連している。また国際では有名な格付け会社、例えばS&Pは、新興国市場におけるストレス期の特徴として、政情不安、高水準の対外債務、持続不可能な財政政策、多大な輸出依存、不安定な金融市場などを挙げている²⁴⁾。しかし、中国では債券格付け分布はAA—AAA格の区間に集中している（図表5）。そして、格付け遷移は格上げは格下げより多すぎれば上位だけへの変動が見られた（図表6）。デフォルトがなくて信用の格付によってリスクを区別し対応することはできない。

22) 時文朝（2012）『中国債券市場』中国金融出版社。

23) S&P（2013）“2012 Emerging Markets Corporate Default Study And Rating Transitions: The Region's Default Rate Exceeds The Global Rate For The Fourth Time In History”、2013年3月27日。

24) S&P（2012）“2011 Inaugural Emerging Markets Corporate Default Study And Rating Transitions”、2012年4月30日。

(図表5) 中国における債券の格付け分布 (2009年末)

債券信用の格付け	未満期債 (個数)	構成比 (%)
ソブリン債と準ソブリン債の格付け	63	7
AAA	556	58
AA +	160	17
AA	108	11
AA-	25	3
A +	13	1
A	10	1
A-	29	3
BBB	1	0
BBB +	1	0

(出所) 中国債券信息网 ((<http://www.chinabond.com.cn/d2s/cbData.html>))

(図表6) 格付け遷移の上位だけへの変動 (2009年末)

	第1四半期		第2四半期		第3四半期		第4四半期	
	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ
2008年度	7	1	20	0	20	4	17	8
2009年度	11	3	14	1	26	0	29	1

(出所) 中国債券信息网 ((<http://www.chinabond.com.cn/d2s/cbData.html>))

・精度の高い情報開示は不十分

情報開示は情報非対称を改善し、起債企業の債券発行コストを低くする。そして、起債企業の融資コストも低下し、債券市場の流動性を増加できる。

債券投資を行う機関投資家のニーズに耐えうる詳細な情報が公開されていないことがよくある。格付け情報の精度を高めるためには、デフォルトデータスタディ (DDS) が有力な補完ツールと考えられるが、これに必要なデータの整備と公開が十分にされていない。その故、公式信用情報を掲載するウェブサイトの創設は必要である。即ち、市場参加者が情報を双方向に共有できる公式情報ウェブサイトの創設である。

金融市場のトップランクおよびトップランクの次の企業群を対象として、このウェブサイト上に、格付け機関と発行体企業がそれぞれ格付け情報と発行体の情報を掲載する。格付け機関は、当該発行体の現在の格付けに加え、過去の格付けの推移と妥当性について、また、発行体企業は財務データをはじめ自らの情報を記載する。格付け機関と発行体に加え、投資家と金融機関、その他金融サービス業者などが自由に閲覧する。ウェブサイト運営面では、政府の金融監督管理当局と信用格付け機関と銀行間市場取引商協会など関係者がスポンサーとなる。

ウェブサイトの創設により、関係各機関には以下のような様々な利点が及び、結果として格付け情報に関連する環境の改善につながる。まず、格付け機関は自社で作成した企業の格付けグレード、格付けコメントおよび格付け履歴を記載することで、投資家からの信頼獲得の点で

格付け機関同士の競争の場となる。一方、投資家は企業の財務情報をベースに数社の格付け機関の水準感を自己検証していくことになる。

• 数社の格付け機関向けの管理ルールの一

中国国内の付け機関が自らの格付けがより比較可能となるように格付けの手法と基準を発展させることを支援するためには、国内数社の格付け機関が自主的に採用できる共通の基本的な格付け手法と格付け基準に関するガイドブックを作成する必要がある。ガイドブックは信用格付けプロセスとこのプロセスの透明性に関する最小基準を確立できる。格付けの手法と基準が産業あるいはより細かい業種ごとに異なっているため、産業別、業種別の章建てでこれらの問題に対応するガイドブックを作成すべきである。

市場間の格付けの比較可能性は、政府と企業から提供される透明性が高い情報と投資家保護のための法的枠組みに加え、財務報告書の基準や企業情報の開示規則の収斂なくしては高められない。数社の格付けの比較可能性を向上させるために、格付け手法や格付け基準の収斂に加え、分析の入力データの意味合いの一致や倒産法などの関連法の収斂、あるいは差異の明確化が欠かせない。

国内では中国人民銀行、財政部、証券監督管理委員会、銀行監督管理委員会など様々な政府管理当局により、格付け機関に関する規制の問題への対応がなされてきた。こうした基盤の下で、政府関係の管理当局や関連発行者はフォーラムを招集し、規制当局者がベストプラクティス事例の情報を共有しながら、数社の格付け機関を認定するうえでの最低限の基準と共通目標ラインを作成することを促進すべきである。

4 信用リスクを厳しく監督管理の今年

2014年1月7日、中国金融監督管理層²⁵⁾は中国のシャドーバンキングのリスクを一層厳しく審査、監督しよう、と声明した²⁶⁾。金融安定化理事会（FSB）による定義では、シャドーバンキングとは「正規の銀行システムの外で行われる信用仲介活動」を指し、資金の借り手が銀行による正規手続を迂回して、代替的な相手から資金調達を行う活動を指す。このような不透明かつ金融規制が十分に課せられないクレジット供与は、金融危機時のサブプライムと同様に、資産バブルを引き起こし、金融市場の安定を脅かすリスクとなりかねない。

25) 中国銀行業監督管理委員会（China Banking Regulatory Commission）（2014）：中国銀行業監督管理委員会を始め、関係のある政府管理部門の八部委を聯合し、金融リスクを厳しく管理声明を共同発表した。これは中国金融監督管理層が監督管理の強化へ転変する信号を認めた。2014年1月7日。<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/61DA87B93A864A5686BC007C2A8F86F1.html>

26) 「人民網日本語版」2014年1月7日。

中国のシャドーバンキング問題

中国におけるシャドーバンキング市場は巨大である、中核となるコア・シャドーバンキング・プロダクツに限っても、その合計額は2012年末でRMB21兆円²⁷⁾。これは、中国の2012年GDPの39%に相当する。より広義の定義でシャドーバンキング・プロダクツを捕捉すると、その合計額はRMB29兆円²⁸⁾、GDPの55%にも達する。中国のシャドーバンキング市場の成長率は非常に高い、過去2年間の累積ベースでコア・シャドーバンキング・プロダクツで75%、広義シャドーバンキング・プロダクツで67%の成長率と推定されている²⁹⁾。

中国の銀行が抱えるシャドーバンキング関連のエクスポージャーを正確に把握することは、その不透明さゆえに困難ではあるものの、主なリスク要因は以下の通りである。

- ①直接的なローン・エクスポージャーからのクレジット損失
- ②間接的なエクスポージャーに起因する損害。これには風評リスク、規制リスク、リーガルリスクなどを含む。たとえば、自行が組成・販売した「財テク商品」(WMPs)³⁰⁾のパフォーマンスが悪化した場合に、顧客リレーションを維持するために対象ファンドへ追加融資を余儀なくされる可能性がある。
- ③シャドーバンキング商品との競争により、銀行預金の安定性が損なわれ、ひいては市場の流動性が損なわれるリスクがある。対抗策として預金金利を引き上げることにより、銀行のネット金利マージンへ悪影響が生じかねない。

2013年3月15日に中国銀行業監督管理委員会は、商業銀行によるWMPsビジネスへの規制を強化した。この新たな規制ガイダンスはシステミック・リスクを低減させるという点において、中国の銀行にとってクレジット・ポジティブな要因である。

主な規制内容は以下の通り。

- ①銀行が取り扱うWMPs商品を会計帳簿上にて独立して取扱い、透明性を高める。
- ②非標準的なデット商品へ投資するWMPsの取扱額に上限を設ける。
- ③非標準的なデット商品やエクイティへ投資するWMPsに保証を提供したり、買い戻し特約を提供することを禁止する。

中国金融監督管理層による厳しい監督管理の決意

中国金融監督管理層が主に次の三つに分類：(1)金融許可証を持たず、監督管理をまったく受

27) 1中国元 = 15円換算で315兆円に相当。なお、東証の株式時価総額合計は2013年5月末で401兆円。

28) 同上の換算で435兆円。

29) Moody's: Sovereign Monitor-Focus on China, April 2013; Moody's: Risks to China's Lenders from Shadow Banking: Frequently Asked Questions, May 13, 2013.

30) Wealth Management Products: WMPs.

けていない金融仲介機関。新型のネット金融企業、第3者資産管理機関など。(2)金融許可証を持たず、監督管理が不足している金融仲介機関。金融保証会社、小額ローン会社など。(3)機関が金融許可証を持つが、監督管理が不足している事業、もしくは監督管理を回避している事業。マネー・マーケット・ファンド、資産証券化、一部の資産管理事業など。

今度、シャドーバンキング及び「財テク商品」(WMPs)の信用リスクについて、中央銀行である中国人民銀行が関連部門と共同で、以下の問題について方法を検討・制定する。金融機関に許可を与えた部門が、そのリスク管理の責任を負うという原則に基づき、各種のシャドーバンキングの主体に対する監督管理責任を徹底していく。そのうち第3者資産管理・非金融機関の資産証券化およびネット金融活動などについては、シャドーバンキングの監督管理の強化には、十分な情報開示を始め、情報の統計と共有の強化が求められる。

中国人民銀行は基礎的な統計の枠組みとマニュアルを早急に作成する必要がある。関連業界の窓口となる部門は、統計の枠組みと関連会計制度に基づき、業界の特徴と結びつけ、統一的な統計項目と監督管理体制を制定し、全国的な業界情報統計システムを構築しなくてはならない。中国人民銀行は各種の社会資金調達活動の統計を担当し、シャドーバンキングに特化した統計を作成し、まとめた情報を中国国務院に対して定期報告し、各地区の窓口となる部門の統計状況を伝える。

中国では債券市場だけでなく資本市場全体の市場化改革を促進し、信用格付けの深化も一部改革の突破口になることが期待されている。ショックも機会も並存して、信用リスクを監督管理規準を満たし平等的競争の市場環境が整う目標を実現できる。