

# 中国における資産証券化市場の発展

## 目次

- I. はじめに
- II. 中国における資産証券化の発展の歩み
- III. 中国資産証券化のモデルとプレーヤー
- IV. ケース・スタディ：中国資産証券化の新しい試み
- V. 国際比較を踏まえた課題
- VI. おわりに

海外アセットマネジメント事業部 中国事業グループ 調査役 段 文杰

## I. はじめに

米国で誕生した『資産証券化』(Asset Securitization)は、日本においても導入から20年以上が経ち、企業の資金調達の一手法として定着している。

ここで、資産証券化とは、資金を必要とする事業者(オリジネーター)が、自らが保有する資産(貸出債権やリース債権など原資産)を、特別目的事業者(SPV: Special Purpose Vehicle)を通じ、自身の信用リスクから切り離し、当該資産の持つキャッシュフローとそれに内在するリスクをパッケージ化して投資家に売却することである。

また、資産証券化は、オリジネーターにとっては資産売却によって資金を調達する手段であり、投資家にとっては原資産が生むキャッシュフローを裏付けとする証券投資といえる。

資産証券化手法はアジア地域でも定着し始めているが、とりわけ中国では、2014年以降、証券化市場が急速に成長し、今では、日本の市場規模を大きく上回り、アジア最大の資産証券化市場<sup>1</sup>となっている(図表1ご参照)。

本稿では、中国資産証券化市場の発展の歩みと現状を概観する上で、主要モデルとプレーヤー、及び証券化の新しい試みについて考察し、課題提起すると共に今後の発展を展望する。

## II. 中国における資産証券化の発展の歩み

### 1. 米国等と比べまだ発展途上

資産証券化手法は1970年代初期の米国に起源し、1980年代に米国にて大きく発展した。2007年のサブプライムローン危機で市場の成長は大きく落ち込んだが、その後の安定成長

<sup>1</sup> Wall Street Journal(2015年9月24日)

段階を経て、米国は今でも世界最大の資産証券化市場であり続けている。

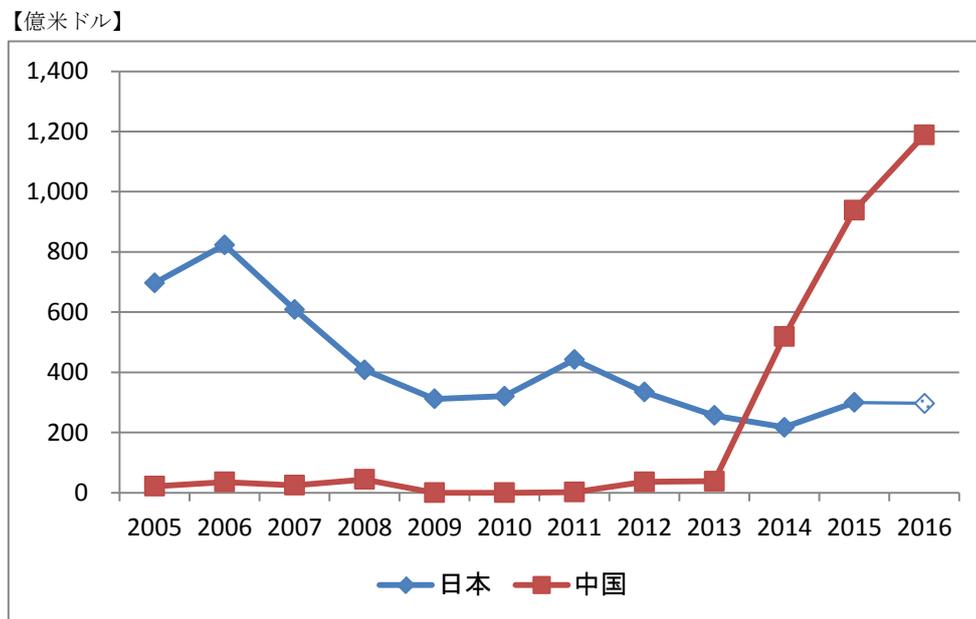
現在、米国における資産証券化商品の種類は、住宅ローンや商業不動産ローンを裏付けとする不動産担保証券(MBS)と、オートローン債権、キャッシング債権、学生ローン債権等を裏付けとする資産担保証券(ABS)及び債務担保証券(CDO)等と多岐に亘り、資産証券化商品の発行額は2016年に約2.1兆ドル<sup>2)</sup>に達し、米国債券市場全体の3割を占めている。

諸外国においても、1980年代から、英国や日本をはじめとする欧州・アジアなどで資産証券化市場が成長し始めた。

日本では国内法の整備を経て、1996年から資産証券化商品の本格発行が始まり、1997年のアジア通貨危機後、厳しい信用収縮を背景に、銀行不良債権比率の上昇や流動性逼迫の問題を解決するため、法改正による規制緩和を通じて資産証券化の発展が加速した。米国サブプライムローン問題に端を発する金融危機により、発行規模が激減した時期もあったが、一定の水準を維持して推移している。2015年度の資産証券化商品の発行額は約3.6兆円<sup>3)</sup>(約300億ドル)となっており、最盛期(2006年、9.8兆円)の4割以下に止まるものの、回復の兆しをみせている。

現在、日本の資産証券化商品はMBS、ショッピング・クレジット債権、リース債権のABS、CDO等が含まれ、うち、住宅ローン担保証券(RMBS)が全体の7割以上を占める。

図表1：日本と中国の資産証券化商品の発行額の推移



出所：WIND社、日本証券業協会・全国銀行協会データより三菱UFJ信託銀行作成

注：中国は12月末の年度データを使用。各年12月末の為替レートで米ドルに換算。

日本は3月末の年度データを使用。各年12月末の為替レートで米ドルに換算。

ただし、日本ではREITは含まず、2016年は2016年4月～2017年1月の10ヵ月発行額の合計を使用。

<sup>2)</sup> 米国証券業金融市場協会による取りまとめ。

<sup>3)</sup> 日本証券業協会、全国銀行協会による取りまとめ。CMBS以外の不動産の証券化は含まない。

一方、中国においては、資産証券化市場のスタートは 2005 年と、他の諸外国と比べて歴史が浅く、市場流動性、投資家層の厚み、法整備など多くの面において、米国等の先進国と比べまだ遅れており、発展の初期段階といえる。

かかる状況下、中国政府は近年、各種法令、政策の策定と実施を通じて、資産証券化の発展を後押ししており、市場の成長が加速している。図表 1 に日中の資産証券化商品の発行額の推移を載せたが、資産証券化商品の年間発行規模では既に日本(REITを含まず)を追い越し、2016 年に 8,420 億元<sup>4</sup>(約 1,200 億ドル)に達し、アジア最大の資産証券化市場となっている。

## 2. 政策主導による中国資産証券化市場発展の歩み

次に、中国の資産証券化市場の発展の歩みをみていきたい。

中国では、経済活動の様々な面において政府による管理と統制が行われているが、資産証券化についても、規制緩和等の政策に大きく影響されており、政府の意向やそれを具体化した規制に沿った形で発展を遂げてきた。

中国の資産証券化は、主管当局の違いによって主に二つの異なるタイプがある<sup>5</sup>。

一つは、中国人民銀行(中国の中央銀行:PBOC)と中国銀行業監督管理委員会(銀監会)が主導し、主に金融機関が保有する貸出資産を対象とする「貸出資産証券化」である。もう一つは、中国証券業監督管理委員会(証監会)が主導し、企業が保有する売掛債権、リース債権等を対象とする「企業資産証券化」であり、これらは、共に段階的に拡大してきた。

中国の資産証券化は、その発展の経緯から、図表 2 に掲げるとおり、一般的に「テスト期」、「停滞期」、「再開期」、「加速期」の 4 つの段階に分けることができる。

2005 年 4 月に、PBOC と銀監会による『貸出資産証券化テスト管理弁法』の公布・実施によって、中国で資産証券化の主要根拠が確立した。2008 年までの間に、計 26 件の証券化商品が発行されたが、まだ初期の試験段階の色彩が強く、「テスト期」と整理できる。

しかし、米国サブプライム問題に端を発した金融危機により、2009 年に中国当局は、証券化商品リスクへの懸念や金融監督の健全性観点から証券化商品の新規承認をほぼ停止し、市場の進展は「停滞期」を迎えた。

その後、2012 年に、PBOC と銀監会による『貸出資産証券化テストの更なる拡大に関する通知』が発表されたことを契機に、「貸出資産証券化」が再び動き始め、発行枠が 500 億元

<sup>4</sup> 中央国債登記決済会社より取りまとめ、ABN(脚注 5 を参照)を含む。

<sup>5</sup> 中国の資産証券化は、「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」の他に、中国銀行間市場取引者協会が所管し、非金融企業の原資産を対象とし、銀行間市場で発行する「資産担保手形」(ABN)もある。ABN はこれまで、SPV の設立がなかったことから厳密に証券化とはいえず、モデルの利用が限定的であった。2016 年 12 月、取引商協会は関連規定を見直し、特別目的信託(SPT)等の利用を認めたことから、今後の利用増加の可能性もあるが、現時点では発行規模(2016 年末残高 298 億元、市場の約 2%)が小さいことから、本稿では考察の対象外とする。

から 4,000 億元まで拡大され、市場は本格発展の軌道に乗せた(「再開期」)。

**図表 2 : 中国における資産証券化の発展段階と主な政策推移**

発展段階	法令・政策実施状況		商品発行状況
	「貸出資産証券化」関連法令 (PBOC・銀监会による)	「企業資産証券化」関連法令 (証监会による)	
テスト期 2005～08年	『貸出資産証券化テスト管理弁 法』及び会計・税務処理関連規定	『証券会社顧客資産管理業務 試行弁法』	26件、 929億元
停滞期 2009～11年	世界金融危機により、商品の新規承認はほぼ停止		1件、 13億元
再開期 2012～14年	『貸出資産証券化テストの更なる 拡大に関する通知』及びリスク防 止に関する関連規定	『証券会社資産証券化 業務管理規定』	105件、 3,677億元
加速期 2014年末～	『貸出資産証券化備案登記手順に 関する通知』など	『証券会社及び基金管理公司 子会社資産証券化業務 管理規定』など	793件、 14,345億元

出所：銀监会・証监会等の公開資料、WIND社データより三菱UFJ信託銀行作成

さらに 2014 年には、当局による規制緩和が相次いで発表され、市場は「加速期」に突入する。その背景として、中国経済が高成長から低コスト・高効率・持続可能な「ニューノーマル」に移る中であって、資産証券化が、経済の構造調整と実体経済の融資効率の向上のために、重要な役割を果たすと目されていることがある。

具体的には、「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」を従来の認可制から届出制へ移行するとともに、証监会が「企業資産証券化」における原資産のネガティブリスト方式を導入し、一般企業が有する資産のうち証券化の対象となりうる資産を明確化したことが追い風となり、発行総額は加速的に増えた。

とりわけ、「企業資産証券化」の成長スピードが「貸出資産証券化」を上回っているのが現状であり、次項でそれを詳しくみていくこととする。

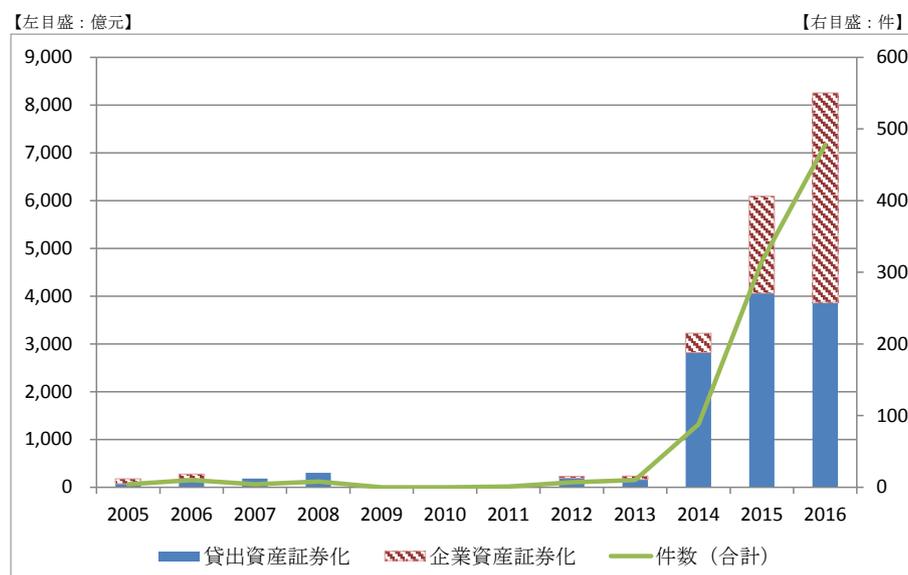
### 3. 現状の特徴：「企業資産証券化」の成長が顕著

図表 3 に示したように、2016年に、「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」を合計した発行規模は2014年の2.5倍までに成長した。

内訳をみると、2015年まで、「貸出資産証券化」商品の発行規模が市場の大半を占めてきたが、2016年以降の新しい変化として、「企業資産証券化」商品の発行規模(4,385億元)が「貸出資産証券化」商品(3,869億元)を上回り、全体の過半を占めていることが挙げられる。

残高ベースでは「貸出資産証券化」が依然として市場の太宗(53%)を占めているものの、「企業資産証券化」の成長ペースの加速が特に顕著であることが分かる。

図表3：「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」の年別発行状況の推移



出所：WIND 社データより三菱 UFJ 信託銀行作成

「企業資産証券化」の成長にはいくつかの要因が挙げられる。その一つは、前項で述べたように、証監会による規制緩和により、証券化の承認プロセスが大幅に簡素化し、これまで半年～1年掛かっていたところが2～3ヵ月にまで短縮され、発行効率が著しく改善したことが大きい。それに伴って証券会社等の商品設計や発行能力が向上していることも、市場の活力を大きく引き出したものと考えられる。

二つめは、景気減速に伴い、企業において仕入から販売、代金回収の一連のサイクルに要する期間が長期化したこと、すなわち企業の資産回転率が低下したことを背景に、中国政府は企業の売掛債権やリース債権の流動化を促進する政策を発表<sup>6</sup>するなどの後押しを活発化させたことにより、企業が資産証券化を資金調達の一手段として真剣に活用し始めたことがある。

一方、「貸出資産証券化」の成長はやや鈍化した。その理由として、中国の景気減速により、金融機関にとって調達資金の優良貸出先の選別が重要となってくる中で、証券化により良質な貸出資産をオフバランスするメリットが薄いとの判断に傾いたと考えられる。

### Ⅲ. 中国資産証券化のモデルとプレイヤー

本章では大別される「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」の両モデルとプレイヤーについて考察していく。

<sup>6</sup> 2016年2月、PBOC・財政部等中央8部門が共同で『工業の安定成長・構造調整・効率向上に対する金融支援に関する若干の意見』を発表し、売掛債権などの「企業資産証券化」業務の発展による企業資産の回転促進方針を打ち出した。

## 1. 「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」のモデルの相違

図表4は両者を比較したものである。端的に言えば、「貸出資産証券化」では、オリジネーターは銀监会主管の銀行等であり、SPVは銀监会主管の信託会社が設立した特別目的信託(SPT)であり、証券化商品はPBOC主管の銀行間債券市場で取引される。

一方、「企業資産証券化」では、オリジネーターは非金融企業が中心であり、SPVは証监会主管の証券会社または資産運用会社子会社<sup>7</sup>が設定した資産証券化計画(中国語では「資産支持専項計画」、以下「専項計画」)が利用され、証券化商品は証监会主管の証券取引所や証券会社の店頭市場等で取引される。

つまり、所管する監督官庁の違いが、両モデルの仕組みやプレーヤーの違いとなって如実に表れているといえる。

図表4：中国の主要な資産証券化モデルの比較

	「貸出資産証券化」	「企業資産証券化」
監督当局	PBOC、銀监会	証监会
根拠法規	『貸出資産証券化テスト管理弁法』	『証券会社及び基金管理公司子会社資産証券化業務管理規定』
SPV	信託会社の特別目的信託(SPT)	証券会社または資産運用会社子会社の「資産支持専項計画」
オリジネーター	金融機関(銀行、自動車金融会社、不良資産管理会社、金融リース会社等)	非金融企業が中心(事業会社、小口貸付会社 <sup>8</sup> 、リース会社 <sup>9</sup> 等)
原資産	各種貸出、住宅ローン、オートローン、クレジットカードローン、リース債権等	売掛債権、リース債権、信託受益権、インフラ・不動産またはその収益権等(ネガティブリスト有)
主な投資家	銀行、保険、ファンド、年金等 機関投資家	ファンド、銀行理財、証券会社、保険会社等 適格投資家(資産1,000万元以上の法人等)
発行・取引所	銀行間債券市場	証券取引所または証券会社店頭市場
登記決済機関	中央国債登記決済有限責任公司 (銀行間債券市場の債券登記・決済機関)	中国証券登記決済有限責任公司 (上海・深セン証券取引所の証券登記・決済機関)
審査認可方式	届出制(PBOCに登録、銀监会に届出)	届出制(中国投信業協会に届出)
格付け	格付機関2社による格付け付与必要	強制的な要求なし

出所：PBOC、銀监会、証监会等の公開資料、中央国債登記決済公司データより三菱UFJ信託銀行作成

<sup>7</sup> 資産運用会社子会社は2012年以降、資産運用会社が私募投資一任運用等を行うために設立したものであるが、2014年11月、証监会による『証券会社及び基金管理公司子会社資産証券化業務管理規定』の発表により、「企業資産証券化」の業務主体は証券会社だけでなく資産運用会社子会社にも拡大した。

<sup>8</sup> 小口貸付会社は、個人または零細企業に無担保の貸付を提供する会社であり、銀行のように預金を吸収することができない。

<sup>9</sup> 中国のリース会社は銀监会認可の金融リース会社と商務部認可のリース会社に大別する。

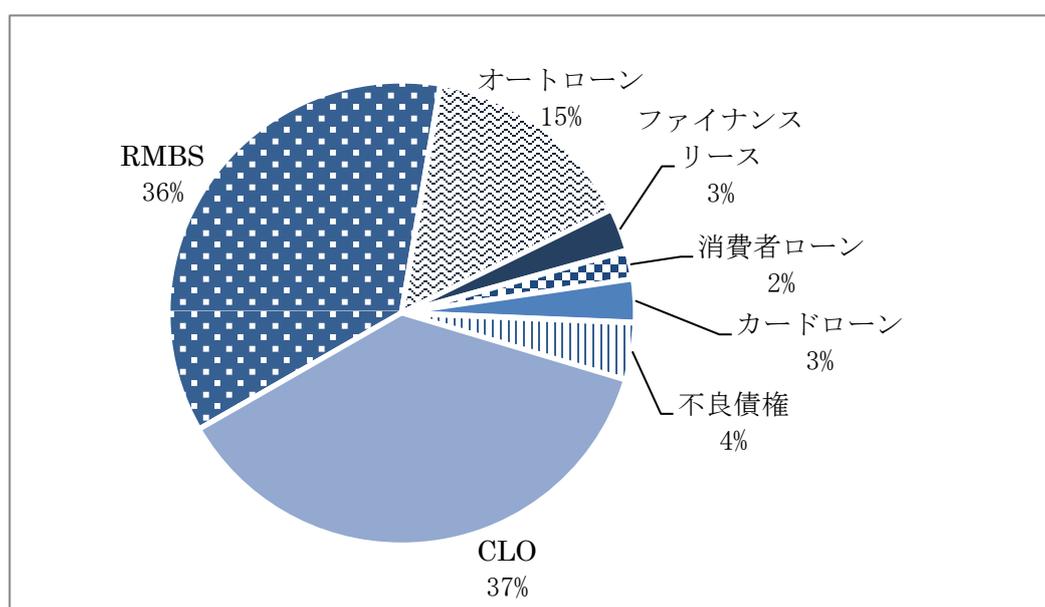
資産証券化の要素は一般的に、①安定的なキャッシュフローを生成可能な原資産、②投資家、③原資産と投資家をつなぐ導管体(SPV)、④実際の投資対象となる証券化商品 などの基本要素に加えて、SPV のオリジネーター等からの「倒産隔離」、及びリスクを低減するための「信用補完」も含まれる。以下に、(1)原資産、(2)SPV と倒産隔離、(3)信用補完方式について、両モデルの違いをみていきたい。

### (1) 原資産

「貸出資産証券化」における原資産としては、これまでは、一般的に正常貸出で構成される法人向けローンの担保証券(CLO)が圧倒的に大きな割合を占めてきた。

しかし 2016 年からは、前述のとおり、優良な貸出資産をオフバランスすることに対する銀行のインセンティブ不足を背景に、CLO の成長が鈍化した。一方、借入人が個人である住宅ローンの担保証券(RMBS)とオートローンの証券化が急速に拡大し、過半を占めるようになった(図表5)。その理由としては、RMBS とオートローン ABS は、共に原資産の分散が効き、リスクが比較的に低いと考えられているほか、住宅ローン債権は長期資産として金利面での魅力が高まり、投資家ニーズを集められていることが挙げられる。

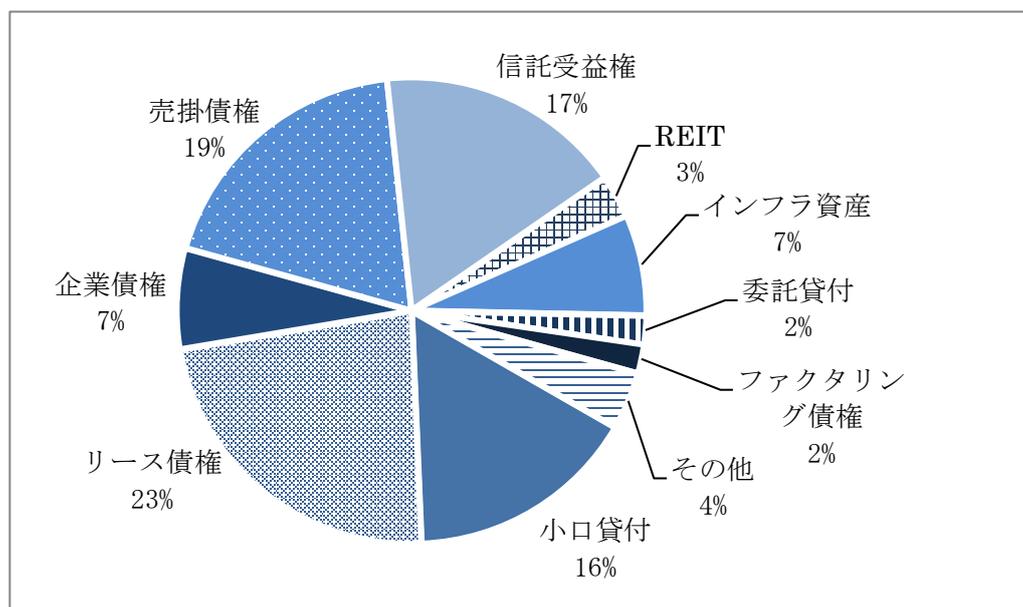
図表5：「貸出資産証券化」の原資産構成



出所：中央国債登記決済会社データより三菱UFJ信託銀行作成  
注：データは2016年12月末時点

一方、「企業資産証券化」では、原資産の範囲が前者に比べて元々広いことに加え、前述のネガティブリスト導入に伴い、原資産対象は更なる広がりを見せている(図表6)。

図表6：「企業資産証券化」の原資産構成



出所：中央国債登記決済会社データより三菱UFJ信託銀行作成  
注：データは2016年12月末時点

このうち、リース債権 ABS の発行規模・本数は共に最大である。リース債権の所有権に関する法律が明確であるほか、SPV によるリース物件の所有権の保有や、高い分散度などにより、原資産の安全性が比較的に高いと考えられていることが主な理由といえる。

## (2) SPV と倒産隔離

一般的に、資産証券化は SPV という導管体を通じて倒産隔離が図られるが、「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」は、主管当局の違いから、導管体及びその設立主体が異なってくる。

「貸出資産証券化」の導管体には、信託会社が設立する特別目的信託(SPT)が用いられ、委託者である金融機関は受託者である信託会社に原資産を委託する。この信託により、原資産は委託者、及び受託者から独立した信託資産となる。

一方、「企業資産証券化」の導管体には、証券会社または資産運用会社子会社が設立する「専項計画」が用いられる。その根拠法規である『証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定』には、「専項計画」の資産はオリジネーター、スキーム管理人(証券会社または資産運用会社子会社)等の固有資産から独立すると規定されている。但し、その法的な基礎が弱いとされることから、倒産隔離が不十分との懸念が残っている。

## (3) 信用補完方式

資産証券化の信用力は主に原資産の質に基づくことはいうまでもないが、商品の安全性を高め、投資家にとっての魅力度を向上させるために、内部信用補完または第三者保証等の外部信用補完措置が多く用いられている。

図表7：中国における資産証券化の主な信用補完方式

信用補完方式	内容概要	利用状況	
		「貸出資産証券化」	「企業資産証券化」
内部補完	優先劣後構造	○	○
	現金担保	○	
	超過スプレッド	○	
	加速償還条項	○	
	立替金		○
外部補完	銀行保証		○
	第三者保証		○

出所：中債資信、財通証券等公開資料より三菱UFJ信託銀行作成

図表7に中国の資産証券化市場で利用される主な信用補完方式をまとめている。「貸出資産証券化」では、銀行貸出債権など原資産の質が比較的に良いとされていることから、保証料等の発行コストを抑える観点から重視され、主に内部信用補完が用いられる。

一方、「企業資産証券化」では、商品の安全性を高め、投資家ニーズに対応する観点から内部信用補完に加えて、外部信用補完も多く利用されているのが現状である。

## 2. 主なプレーヤー、スキーム管理人

### (1) 主なプレーヤー

資産証券化のプロセスには、オリジネーター、SPV、スキーム管理人、投資家に加え、引受・販売会社、格付会社、信用補完機関、カストディアン、登記決済機関、法律・会計事務所等、多くのプレーヤーが関わっている。

図表8に資産証券化の主なプレーヤーをまとめる。なお、スキーム図の例示は、次章「IV. ケース・スタディ」(図表11)にて行う。

図表8：中国の資産証券化市場における主なプレーヤー

プレーヤー	主な役割	中国における現状
オリジネーター	原資産の譲渡	国内金融機関が中心、多様化が進展、外資も参入 証券化商品の劣後部分を一部保有するケースも
スキーム管理人	商品設計、SPV・専用 口座設立、商品発行	信託会社、証券会社、資産運用会社子会社が中心
投資家	証券化商品への投資	機関投資家に限定、大手商業銀行が中心
サービサー	原資産の管理、回収	オリジネーターが担う場合が多い
カストディアン	資金管理	招商銀行等国内大手銀行が中心
格付機関	格付評価、フォロー	「中誠信」等国内信用格付け会社4社が中心

出所：中債資信、財通証券等公開資料より三菱UFJ信託銀行作成

## (2) 外資による参入

次は、外資プレーヤーの参入状況についてみていきたい。

中国当局は、2014年末に、資産証券化市場を外資系金融機関のオリジネーターに本格的に開放し、2015年には、HSBC やスタンダードチャータード銀行等の外資系資本が CLO を発行したほか、トヨタ自動車等グローバル自動車メーカー系列の自動車金融会社がオートローン ABS を発行した。

また、HSBC やスタンダードチャータード銀行等が発行引受主幹事としても BMW やフォードの自動車金融会社のオートローン証券化案件に参入している。

その一方で、投資家としては、現状、海外の機関投資家はQFIIまたはRQFII制度<sup>10</sup>や、2016年に本格開放された中国銀行間債券市場<sup>11</sup>を通じて、中国国内の資産証券化商品に投資可能であるが、外資による中国資産証券化商品の保有残高は3.76億元(2015年末)と、市場全体のわずか0.1%にも満たない。また、その投資商品も、トヨタ自動車等グローバル自動車メーカー系列のABSであり、中国資本がオリジネーターとなる商品への投資は殆ど行われていないのが現状である。

グローバルスタンダードに沿った商品設計であれば海外投資家も投資判断しやすいが、中国においては倒産隔離等の法制度が先進諸外国に比べて、十分整備されておらず、不明確な点が多いことが、海外投資家が中国資産証券化商品投資にあたっての大きな障害であるといえる。

<sup>10</sup> QFII(Qualified Foreign Institutional Investors：適格国外機関投資家)制度とは、一定の条件を満たした海外機関投資家は、証監会及び国家外貨管理局からの許可を得て、人民元建て有価証券に対する投資を認める制度である。QFIIは外資による投資を認める制度であるのに対し、RQFII(人民元適格国外機関投資家)制度は人民元による投資を認める制度である。

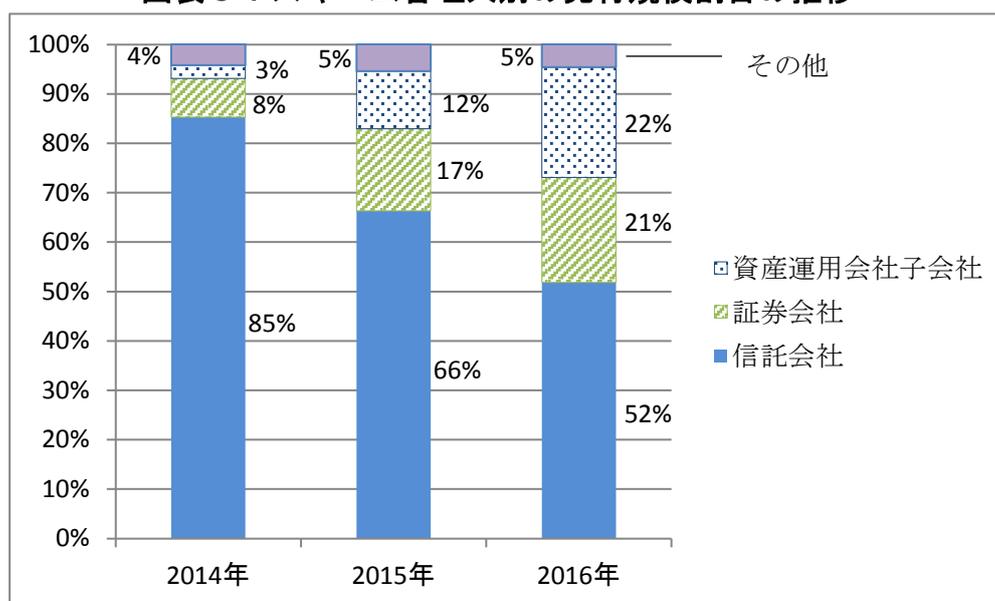
<sup>11</sup> 2016年2月、PBOCは『国外機関投資家による銀行間債券市場への投資に関連する事項の更なる適切な遂行についての公告』を公布し、国外の機関投資家に銀行間債券市場への参入を開放することを発表した。

### (3) スキーム管理人

次に、主なプレーヤーの中でも、商品組成・発行において、とりわけ中心的な役割を果たすスキーム管理人の状況を見ていきたい。

中国では、「貸出資産証券化」の場合は銀监会主管の信託会社が、「企業資産証券化」の場合は証監会所管の証券会社と資産運用会社子会社が主要なプレーヤーとなる。

図表9：スキーム管理人別の発行規模割合の推移



出所：WIND 社データより三菱UFJ信託銀行作成

注：「その他」は、ウェルス・マネジメント会社、プライベート・エクイティ会社等

図表9に示したスキーム管理人別に組成した案件の発行規模の割合の変化をみると、信託会社は依然最大のプレーヤーであるものの、最近2年、資産運用会社子会社と証券会社の市場プレゼンスの向上は顕著である。

特に資産運用子会社による証券化商品の発行規模は2016年、証券会社を超え、信託会社に次ぐ重要なプレーヤーとなっている。規制緩和に伴った「企業資産証券化」市場の拡大や、資産運用会社子会社をめぐる規制強化により、資産運用会社子会社による資本効率の高い資産証券化ビジネスへの関心の高まりが背景であると考えられる<sup>12</sup>。

スキーム管理人の多様化と取組の活発化、及び商品設計能力の向上に伴い、近年、市場では、インターネット金融債権の証券化、グリーン資産の証券化<sup>13</sup>など、「中国初」となる斬新な商品が続々と登場しており、次にその具体例を見ていきたい。

<sup>12</sup> 証監会は2016年、資産運用会社子会社の管理規定を改正し、最少資本金を上げると共に、銀行と同じような「リスク資本」の概念を導入した。資産証券化業務は、使用リスク資本の算出比率が低く規定されるため、資本効率が高いとされる。

<sup>13</sup> 2016年1月、興業銀行の環境保護・省エネ産業向けローン債権を原資産とする証券化商品は、中国初のグリーン「貸出資産証券化」商品として発行された。その後、風力・水力発電等のグリーン「企業資産証券化」商品も登場した。

#### IV. ケース・スタディ：中国資産証券化の新しい試み

本章では、中国における資産証券化の具体例を概観するが、「企業資産証券化」の拡大、資産運用会社子会社のプレゼンス向上という新しい特徴を踏まえ、中国大手資産運用会社「博時基金」の私募投資一任子会社「博時資本」が、スキーム管理人として関わった中国初の電子商業引受手形(電子CP)<sup>14</sup>の資産証券化商品<sup>15</sup>を取り上げる。

##### 1. 案件概要

本案件は、「原資産プール」(売掛債権等の原資産をプール化したもの)は、図表 10 に示す 3 本の売掛債権からなり、いずれも電子 CP を決済ツールとし、平安銀行が電子 CP に保証を提供している。

図表 10：本案件の原資産プール

	債務者	元債権者(オリジネーター)	債権金額
1	山西西山晋興能源(国有の火力発電会社)	山西晋興奥隆建材(債務者のグループ企業)	3 億元(55%)
2	江西省能源集団(国有の石炭生産会社)	江煤貴州鋁業集団(債務者のグループ企業)	2 億元(36%)
3	湖北六国化工(肥料生産会社)	銅陵化工集団(債務者の大株主)	0.5 億元(9%)
	合計		5.5 億元(100%)

出所：発行説明書等より三菱 UFJ 信託銀行作成

本商品は 2016 年 3 月に発行され、金額は 5.5 億元、収益率は年 3.6%であり、国内大手格付け会社の「中誠信」より「AAA」の信用格付けが付与されている。なお、本商品を皮切りに 10 本目までシリーズ化される計画である<sup>16</sup>。

##### 2. スキーム

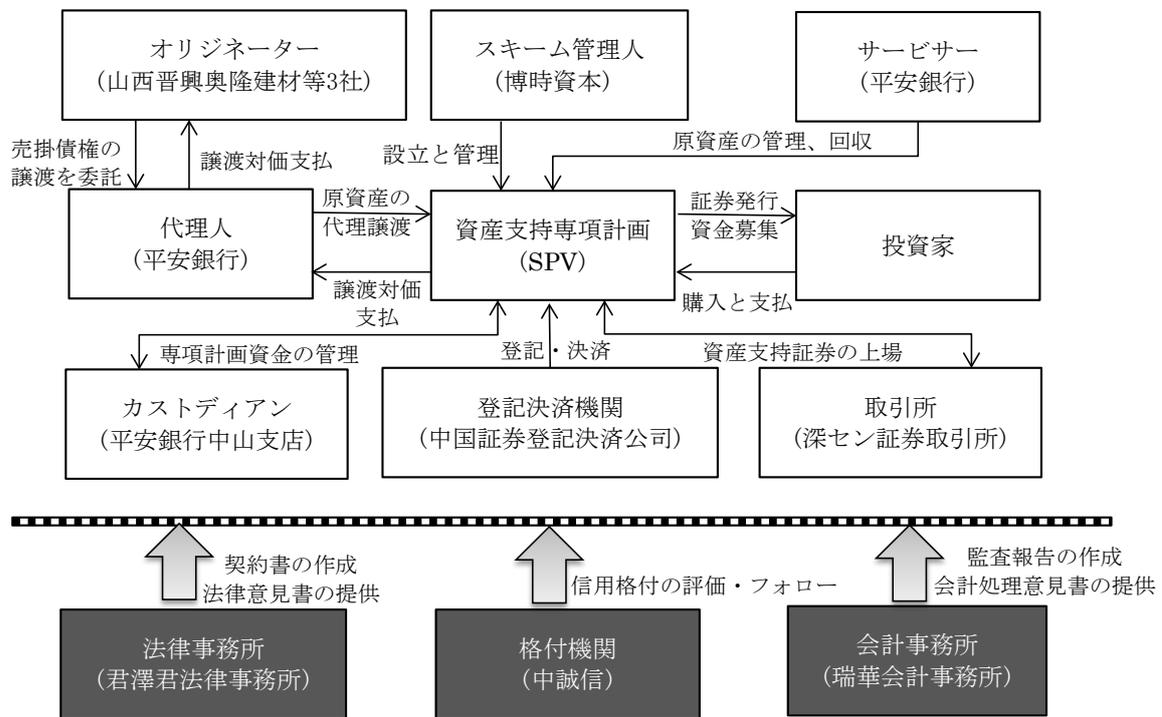
本案件のスキームを図表 11 に示すが、中国における企業証券化の一般的なスキームを基に、原資産の特性を踏まえ、代理人を通じた原資産譲渡という独自の設計を加えている。

<sup>14</sup> 中国における商業手形は「銀行引受手形」と「商業引受手形」に分かれ、「商業引受手形」は企業等が振出人となり一定期日に一定金額を無条件で受取人またはその指図人に支払うことを約束した手形である。偽造手形の防止や取引効率向上等のため、PBOC は 2009 年 11 月に電子手形システム(Electronic Commercial Draft System : ECDS)を稼働させ、同システムで登録・取引された商業引受手形は電子商業引受手形という。電子商業引受手形の当事者は銀行等のシステム接続機関を通じて同システムに接続し、企業間で取引され、銀行間市場で割引・再割引等の融資が行われる。

<sup>15</sup> 本商品の中国語商品名は「博時資本-平安銀行橙鑫橙 e1 号資産支持専門計画」である。

<sup>16</sup> 本商品は、10 本のシリーズ発行(総額 200 億元)について、深セン証券取引所の同意を得ている。

図表 11：本案件のスキーム図



出所：発行説明書等より三菱UFJ信託銀行作成

元債権者3社はオリジネーターとして、サービサーでもある代理人の平安銀行を通じて、原資産をスキーム管理人たる博時資本が設立した「専項計画」(SPV)に譲渡する。

資産証券化における原資産の譲渡は、元債権者から SPV への直接譲渡が一般的であるが、本案件では、電子 CP を保証する平安銀行を経由してまとめて譲渡することで、実務利便性と運営効率を高めている。

また、平安銀行はサービサーとして原資産の管理・回収を行うことから、スキーム管理人にとって原資産をコントロールしやすいというメリットもある。

資産運用会社子会社である博時資本は、スキーム管理人として、ストラクチャー設計、「専項計画」の設立・管理、取引所からの協力取付け、及び商品販売と資金募集までを行う。

以上により、元債権者(オリジネーター)は売掛債権の譲渡対価を取得し、証券化による資金調達を実現する。投資家は資産支持証券の保有を通じて、「専項計画」が生む収益を得る。

### 3. 信用補完

本案件は信用補完として、平安銀行による電子 CP の満期支払への保証提供に加え、オリジネーターによる買戻し条項を導入している。

即ち、原資産がプーリング基準を満たさない時や、債務者または CP 保証人が倒産した時、満期日に支払いできない時など、「専項計画」を代表するスキーム管理人は元債権者に対し、原資産の買戻しを請求することができる。また、買戻し義務の履行担保として、電子 CP の質権設定によって、善意の第三者に資産を取得されてしまうリスクを回避できる。

#### 4. 案件の特徴

本案件は、中国初の電子 CP の資産証券化商品として関心を集め、リスクコントロールの優れた商品としても高い評価を受けた。また、本商品は深セン証券取引所からモデルケースとして認められたこともあり、シリーズ化の計画が持ち上がっている。

オリジネーターにとっては、本件を通じて、通常の手形割引の資金調達手段と比べ、より低コストで資金調達ができており、融資ルートの多様化、資産ストックの活用等につながった。平安銀行にとっても、リスク資本の節約につながるなど、関係当事者それぞれがメリットを享受している。

但し、前述のとおり、本案件は信用補完として、オリジネーターによる買戻し条項が導入されている。そのため、原資産の譲渡は真正譲渡とはいえず、倒産隔離が十分に図られておらず、中国の会計基準においても、オリジネーターから原資産がオフバランスされないという欠点が残る。オリジネーター自身にとっては、バランスシートの改善にはつながらず、あくまでも資金調達手段として利用しているに過ぎない点には留意が必要である。

現状、中国では、本件に限らず、「企業資産証券化」商品組成の実務上、オリジネーターによる原資産の買戻し、超過スプレッド保証、差額補填など、真正売買と倒産隔離からかけ離れた信用補完手段の採用が多く見受けられる。

このような信用補完の提供が、商品の安全性を高め、市場の急速な拡大につながったともいえるが、投資家自身が外部信用補完に安易に依存する体質となってしまえば、原資産のキャッシュフローをしっかりと分析できる投資家の育成や、外資投資家の参加につながらないというマイナスの側面に注意する必要があると思われる。

#### V. 国際比較を踏まえた課題

ここまでの考察、特に前項で触れたが、今後の中国資産証券化市場の更なる発展と成熟化に向けて、グローバルスタンダードに沿った、資産証券化の真正譲渡と倒産隔離の確かな実現が求められる。これに加え、中国の資産証券化市場が抱える課題について以下で論じたい。

##### 1. 当局の分業管理による市場の分断

まず、資産証券化には、スキームを担保する法整備・監督体制整備が欠かせない。監督体制は国によって異なり、米国では、専門の監督機関を設けていないものの、連邦準備制度理事会 (FRB) を中心とし、各専門監督機関が補助的な役割を果たす傘型の監督管理体制が構築されており、日本では、金融庁主導の統一監督管理体制をとっている。

これに対し中国では、金融業は銀行、証券、保険等の分業経営と分業管理が実施されている。銀监会、証监会等複数監督当局の存在により、資産証券化に関する統一したルールがなく、「貸出資産証券化」と「企業資産証券化」の実務上の多くの違いをもたらし、商品の発行・流通・取引等、市場の分断を生じさせている。

PBOC と銀監会主導の「貸出資産証券化」は、SPV は信託会社設立の SPT に限定され、証券会社と資産運用会社子会社は参入できない。また、発行市場も銀行間市場に限定され、上場取引が少ないため、流動性不足になりやすい。

一方、証監会主導の「企業資産証券化」は、SPV は証券会社または資産運用子会社が設立した「専項計画」に限定され、信託会社は参入できない。また、発行と取引は指定の取引所のみで行われている。こうした「銀・証」での市場の分断は、市場全体の効率性を低下させ、スケールメリットの発揮を困難としている。

近年、債券市場を跨って、証券取引所で発行・取引される「貸出資産証券化」商品の検討など、モデル間の垣根を壊そうとする試みも現れ始めているが、分業監督体制のもとでの監督管理効率の低下、責任分担の不明も浮き彫りになっている<sup>17</sup>。

## 2. 法的な基礎の弱さによる倒産隔離の曖昧さ

資産証券化では法整備こそがスキーム安定の基礎であり、市場発展には不可欠といえる。特に資産証券化における SPV は倒産隔離及び真正譲渡を確保する根幹であるが、中国では、SPV の合法性や倒産隔離の実現において、法的な基礎が弱いとされている。

### (1) 統一した法制度の欠如

日本では、1998 年に『資産の流動化に関する法律』（略称『資産流動化法』）の施行により、証券化関連法制が整備され、資産証券化市場発展に大きな役割を果たした。

中国は日本と同じ大陸法系に属するが、資産証券化に関する一元化した専門法律がなく、銀監会と証監会等の異なる主管部門より策定・公布された証券化業務規則では、上位法令にない概念が作り出される場合が多い。これらは既存の上位法令との間に多くの不一致を生じさせ、その実行性に疑問が残り、市場発展の障害となっている。

### (2) SPV の法的な基礎の弱さ

米国や日本では、倒産隔離のための導管体としての SPV は、特別目的会社(SPC)の形が主流である。中国では、SPC を利用することは、既存の『会社法』等の関連法令上の制約が解決されておらず、その代わりに特別目的信託(SPT)や「専項計画」が利用されている。

中国『信託法』によれば、信託を利用すれば、信託財産の独立性が確保され、倒産隔離が実現できるとするが、資産証券化の事案でどのように運用されるかについて、現状まだ判例が見当たらず、法的不確実性は依然として存在するようと思われる。

また「専項計画」も、証監会の『証券会社及び基金管理公司子会社資産証券化業務管理規定』にて資産の独立性を規定するが、法的性格の解釈について、既存の上位法との整合性

<sup>17</sup> 2015 年、平安銀行をオリジネーターとする小口ローン債権の証券化商品「平安 1 号」は、「貸出資産証券化」商品として初めて証券取引所での発行・取引を実現したが、当局間の役割分担の混乱により、一時 PBOC による発行登録の停止命令など、波乱含みの展開となり、発行まで時間が長引いた。

がなく、法的基礎が弱いとされる。また、同規定の法的効力は、国务院制定の法令や最高裁判所の司法解釈等より弱いとされ、こうした法的性格の曖昧さは、倒産隔離や真正譲渡の判断にも影響を与えている。

### 3. 投資家多様化の進展が遅れ、流通市場が未発達

中国の資産証券化では、発行市場の急拡大とは対照的に、流通市場(セカンダリー・マーケット)は活発さを欠いている。2016年の証券化商品の流通高が発行額に占める割合は3割以下に止まり、中国債券市場(188%)や米国の資産証券化市場(100%)に遠く及ばない。

流動性の低さから、資産証券化商品は投資家にとって出口戦略を描きにくいものとなり、更なる市場拡大の制約要因となっている。

流通市場の未発達の理由として、前述した市場の分断により資産証券化商品の市場を跨る取引が難しいことや、優良な原資産をオフバランスシートにする銀行のインセンティブ欠如による「貸出資産証券化」商品の魅力度不足などが考えられるが、投資家多様化の進展の遅れが最大の理由であると考えられる。

金額ベースで中国資産証券化商品の投資家構成をみると、2015年末、「貸出資産証券化」商品の57%、「企業資産証券化」商品の70%以上を商業銀行が占めている。その内実としては、銀行による満期保有が多く、かつ銀行間で互いが組成に関与した資産証券化商品を持ち合うことも多くみられる。これにより流動性の低下を助長させているのみならず、リスクが銀行システム中に滞留しており、証券化本来の目的を薄めているといえる。

また、中国では、証券化の歴史が浅いこともあり、銀行以外の保険、証券会社、ファンド等の機関投資家のリスク分析力が不足しており、銀行以外の機関投資家の育成が遅れている。これに加え、資産証券化商品の投資家は機関投資家に限定され、発行市場においても、流通市場においても、個人投資家が資産証券化商品に直接投資できない現状もある。

以上から、政府は流通市場の流動性向上に向けて、保険資金の資産証券化商品への投資解禁等の規制緩和をとおして投資家層の拡大を図るほか、マーケットメイキング制度の本格導入を検討している。

## VI. おわりに

以上概観したとおり、中国当局は資産証券化を再開させて以来、市場は急速に拡大し、年間発行額は1兆元の大台に迫るまで成長してきた。巨大化した中国の銀行貸出と企業資産の規模を踏まえれば、資産証券化の潜在的な市場規模は30~70兆元ともいわれており、

長期的に潜在力が非常に高い市場といえる<sup>18</sup>。

この潜在的な成長力を引き出すには、本稿が論じた市場分断の解消、倒産隔離の確かな実現に向けた法令整備、投資家の多様化による流通市場の活性化などが必要であると思われる。

投資家にとって市場構造が分かりやすいことに加え、法的懸念が少なく、出口流動性の高い商品となれば、海外投資家の増加も期待できるであろう。

中国の資産証券化市場はこれまで、政府の政策に基づき、当局が規制緩和等を通じて市場を主導し、活性化させてきた。今後、中国経済が投資・輸出主導から内需・消費主導への成長モデルの転換を図る中、消費分野で、かつ資産の同質化が高く、標準化しやすいRMBS、オートローン債権や消費者ローン債権の証券化を当局が推進していく可能性が高いと考える。

また、銀行不良債権の処理方法を多様化するための不良債権証券化<sup>19</sup>や、インフラ等社会資本ストックを活性化するための公共サービスの官民連携(PPP: Public-Private Partnership)プロジェクトの証券化<sup>20</sup>も大きく推進されると考えられる。

その一方、最近では、活発化したプレーヤーのもとで、本稿がケース・スタディで取り上げた電子CPの資産証券化のような斬新な商品が続々と現れたことから、市場主導成長の萌芽も感じられる。市場の長期的な発展には、政府主導から市場主導への移行は必要であるが、今はその過渡期に突入したともいえるであろう。

足元、中国の資産証券化市場は急成長する中、その陰の部分として、一部商品の仕組みが過度に複雑化し、リスク所在が不明確になるなど、市場発展の初期段階に相応しくない現象も散見される。また、景気減速に伴い原資産の質が低下する傾向もみられ、商品のデフォルトリスクの高まりが懸念される<sup>21</sup>。

これらを踏まえれば、当局は今後、本稿が論じたような法整備や市場分断の解消、流通市場の活性化等に加えて、市場を側面支援する観点で、情報開示の規範化、格付機関の育成など、健全な市場形成に向けた環境づくりに一層注力することが求められるのではないだろうか。

(平成29年2月20日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない。

<sup>18</sup> 中国資産証券化市場の潜在規模について、中信証券は31兆元、銀河証券は39兆元、中金公司是68兆元と推計している。

<sup>19</sup> 2016年5月、中国銀行と招商銀行の不良債権証券化商品が発行され、中国の不良債権証券化が8年ぶりに再開した。

<sup>20</sup> 2016年12月、国家発展改革委員会と証監会がPPPプロジェクト証券化に関する政策性通知を発表した。

<sup>21</sup> 2016年5月、橋の通行料収入を返済の裏付けとする企業資産証券化商品「黄河大橋ABS」は元利償還不能となり、中国資産証券化市場における初のデフォルト事例となった。

## 【参考文献】

- ・馮光華ほか『中国資産証券化市場発展報告2016』中国金融出版社
- ・中央国債登記決済有限責任公司「2016年資産証券化発展報告」
- ・林華ほか『金融新格局：資産証券化の突破と創新』中信出版社
- ・西村あさひ法律事務所『資産・債権の流動化・証券化』（第3版）一般社団法人金融財政事情研究会
- ・三菱UFJ信託銀行『信託の法務と実務』（6訂版）一般社団法人金融財政事情研究会
- ・東北証券「債券研究シリーズ」（2016年6月号）
- ・中誠信証券評価有限公司「博時資本－平安銀行橙鑫橙e 1号資産支持証券信用格付報告」
- ・中国銀行業協会発展研究委員会「米欧日銀行資産証券化発展鏡戒」月刊「中国銀行業」2016年VOL. 4

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）