

# 人民元建て債券市場と今後の金融ビジネス



みずほ銀行 証券部調査チーム

**村松 健**

## 1. はじめに

中国の経済成長や金融・資本市場の規制緩和を受け、中国本土の債券市場は、日本に次ぐアジア第2位の規模まで急速に発展している。また、香港の点心債に代表されるオフショア人民元建て債券市場は、アジア・欧州のみならず世界的な拡大が顕著である<sup>(注1)</sup>。人民元建てで発行される債券への世界の市場関係者の注目は、益々高まっている。

従来より中国本土企業の点心債発行、外資系企業が点心債で調達した資金を中国本土へ持ち込む動きや、QDII (Qualified Domestic

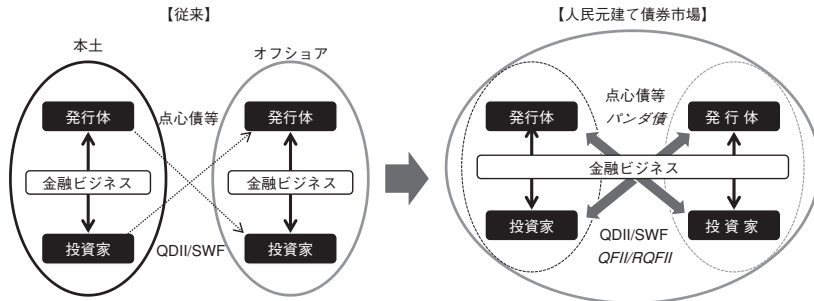
Institutional Investor) 制度等による海外債券投資など、本土とオフショアの債券市場一体化への取り組みは存在した。足元は、QFII (Qualified Foreign Institutional Investor)・RQFII (Renminbi QFII) の拡充や、パンダ債(熊猫債)の解禁など、その取り組みが加速している<sup>(注2)</sup>。

これら動きは、中国の為替・資本規制自由化に先鞭をつけるものであり、事実上、オンオフ一体かつ双方向での取引が可能な『人民元建て債券市場』が成立したこと意味する。昨年の中中首脳会談実現を踏まえ、日中間の金融ビジネスの深化が期待される環境下、本邦金融機関としても取り組みを強化する必要がある。本稿では、人民元建て債券市場の成立を踏まえ、近時トピックスを振り返ると共に、金融ビジネスへの影響について考えてみたい。

### 〈目次〉

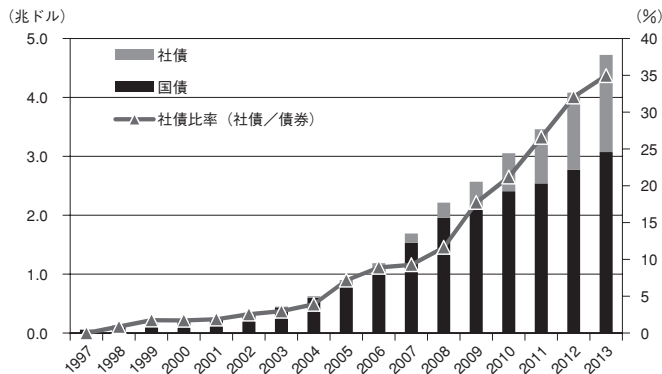
1. はじめに
2. 人民元建て債券市場を巡る動き
3. 日中金融協力への期待
4. 今後の金融ビジネスへの示唆

(図表1) 人民元建て債券市場の成立



(出所) みずほ銀行作成

(図表2) 中国本土債券市場の残高推移



(出所) Asia Bond Online

## 2. 人民元建て債券市場を巡る動き

### (1) 中国本土債券市場の拡大

中国の債券市場は急速に拡大しており、Asia Bond Online<sup>(注3)</sup>によると、残高は2013年末には28兆元(4.7兆ドル)に到達している。債券市場において社債の占める比率(社債比率)は35%と先進国並みの水準であり、量的拡大のみならず、質的な成長も顕著

である。また、中国本土の債券市場は日本を除くASEAN+3の現地通貨建て債券市場の62%を占めており、グローバルにもその重要性は認められよう。

中国当局は中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議(三中全会)や「資本市場の健全な発展の更なる促進に関する国务院の若干の意見」(新国九条)において、債券市場の育成を重視するとの方針を示している。その背景としては、足腰の強化や新陳代謝の促進

による中国経済の強靱化を踏まえた、①円滑なリスクマネーの供給促進や、②間接金融(銀行)中心の金融構造への危機感、が指摘されよう。

中国の経済運営においては、間接金融主体の金融構造を踏まえ、預貸率規制など、銀行のコントロールが重視されてきた。このような中、近年はシャドバンキングや中小企業金融を巡る問題が指摘されており、今後の金融自由化への取り組みも念頭に、金融構造に起因する様々な課題が意識されているようだ。

中国当局は諸外国の先例を踏まえ、金融自由化が間接金融チャネルに与える影響を念頭に、債券市場育成による複線的な資金供給チャネル構築を目指しているものと考えられる。金融危機からのリカバリーにおいては、市場のダイナミズムを介し優勝劣敗のメカニズム発揮が期待される直接金融の役割が重要との政策判断もあろう。

なお先進各国では、債券市場の規模がGDPを上回ることは珍しくないが、中国の債券市場は現状GDPの約50%に留まっている。『伸びしろ』がある中、当局の後押しもあり引き続き中国の債券市場が拡大する蓋然性は高い。

## (2) 規制緩和の進展

中国当局の債券市場拡大との方針を踏まえ、近年中国本土債券市場に関する様々な規制緩和への取り組みが進展している。特に注目されるのは、中国本土で非居住者が発行す

る債券であるパンダ債(熊猫債)であろう<sup>(注4)</sup>。

2014年3月14日、ダイムラーは事業会社によるパンダ債第1号を発行した(期間1年、利率5.2%)。過去、アジア開発銀行や国際金融公社のパンダ債の発行実績はあるものの、事業会社としてはダイムラーが初となる。

中国当局は、中国債券市場育成への取り組みの中で、パンダ債を重要プロダクトと位置づけているようだ。①国際収支の黒字化等マクロ経済環境変化への対応、②中国国内債券市場成熟化への触媒としての期待、③金融ビジネス拡大や国際金融センターとしての競争力確保、といった点が背景として指摘されよう。オフショア人民元建て債券市場が拡大する中、オンオフでの市場間競争との観点においては、パンダ債市場を確立し、中国本土の債券市場が非居住者にとっても主たる人民元調達市場として機能することが重要であろう。

金融ビジネスとの観点では、ABSも重要な商品であろう。中国ではサブプライム危機やリーマン・ショック以降、当局の指導もあり、ABSの新規発行がストップしていたが、2012年5月に中国人民銀行、中国銀行監督管理委員会および財政部の連名で「貸出資産証券化に係る試行計画を拡大するための通知」が発出され、ABSの発行が再開されることとなった。これを受け、銀行によるCLOやオートローン会社(自動車販売金融会社)によるABSが発行されている。

中国は世界最大の自動車市場である。海外の自動車メーカーは、現地法人であるオート

ローン会社を活用した自動車販売に注力しており、オートローン会社の資金需要は旺盛である。認可制から届出制へと規制緩和も進展し、中国のABSは自動車メーカーの資金調達において重要な位置づけとなるものと思われる。

地方債の発行解禁も注目されよう。中国においてはそもそも地方政府に収支均衡が求められており、地方債発行は禁止されていた。そのような中、中国財政部は2014年5月21日に「2014年地方債の自主発行・自主償還に関する試行弁法」を発表し、地方政府の信用力の依拠した地方債の発行に踏み出している。

中国では、中央政府と地方政府の税収の不均衡と分税制を介した税収の再配分のプロセスを前提に、日本と同様に中央政府と地方政府が一体性を有する地方財政制度を構築してきた。一方、足元の取り組みは、より地方分権色の強い米国型の地方財政制度へと舵をきったものと評価されよう。地方自治体は、グローバルな債券市場において主要な発行セクターであり、中国の地方政府の今後の動向に注視したい。

その他の規制緩和の動きとしては、QFII・RQFIIといった中国本土資本市場への直接投資制度の拡充や、上海自由貿易試験区が注目される。

QFIIは本来中国本土の株式（A株）への投資を主眼とした制度であったが、2012年7月に銀行間債券市場の債券への投資が可能となった。またRQFIIはQFIIより緩やかな制度

であり、より債券投資に馴染む制度と思われる。足元は急速な地理的拡大を遂げている（後述）。

上海自由貿易試験区では、内外投資の自由化や、区内企業の親会社のパンダ債発行といった方針が示されていることも重要であろう。

このように、中国本土ではオンオフ一体で双方向に取引が可能な金融・資本市場構築に向けた規制緩和の進展が、著しい状況である。

### (3) オフショア人民元建て債券市場の拡大

中国本土における動きと併せ、オフショア人民元建て債券市場の拡大にも注目したい。

点心債（Dim Sum Bond）は、オフショア人民元の運用手法として準備された商品であり、2007年に中国国家開発銀行が第1号を発行して以降、発行体の漸次拡大や、人民元先高期待を背景とした投資資金の流入、マクドナルドやキャタピラーといった著名な企業による発行などを受け、2011年以降に急激に市場規模を拡大した。2014年には、世界的な金融緩和による需給環境好転や、2011年以降に発行された点心債のリファイナンス、中国本土企業による起債増加などにより、発行額は約3,000億元に到達している。

発行額の拡大と並び、オフショア人民元建て債券市場の地理的拡大も注目されよう。2012年以降、ロンドン、台湾、シンガポール等でもオフショア人民元建て債券が発行されている。2014年に入り、中国の積極的な人民

(図表3) 3点セットの導入

	クリアリング バンク	設置時期	RQFII	主な人民元建て債の上場
香港【点心債】	BOC	2009.7	2,700億元	①中国国家開発銀行(2007)、②中国国債(2008～)、③マクドナルド、キャタピラー(2010)、④オリックス(2011 日本企業初)
台北【宝島債】	BOC	2013.1	1,000億ドル	①中国信託商業銀行(第1号、2013)、②ドイツ銀行(2013)、③中国大手国有銀行(2013)
シンガポール【獅城債】	ICBC	2013.2	500億元	①HSBC SCB(第1号、2013)、②DBS・UOB(2013)、③ICBC(2013) ④ICBC(台湾とダブル上場、2014)
ロンドン	CCB	2014.6	800億元	①HSBC(第1号、2012)、②CCB子会社(中国企業初、2012)、③英国国債(2014)、④CDB(2014)
フランクフルト【ライン債】	BOC	2014.6	800億元	①KFW(第1号、2014)、②ABC・CCB(2014)
ソウル	BOCOM	2014.7	800億元	①ウリィ銀行(第1号、2014)、②ICBC ASIA(2014)
バリ【凱旋債】	BOC	2014.9	800億元	①BOC(第1号、フランクフルトとダブル上場、2014年)
ルクセンブルグ【シェイゲン債】	ICBC	2014.9	N.A.	①BOC(第1号、2014)
シドニー	ICBC	2014.11	500億元	①CCB・BOCOM・ICBC(第1号、2014)
スイス	なし	—	500億元	①CCB子会社(第1号、2014)
ドバイ	なし	—	300億元	①ABC(第1号、2014)
カタール	ICBC	2014.11	300億元	—
トロント	ICBC	2014.11	500億元	—
バンコク	ICBC	2015.1	—	—
クアラルンプール	BOC	2015.1	—	—

(出所) 報道等よりみずほ銀行作成

(図表4) 日中金融協力と人民元建て債券

従前の合意事項	資本市場関連の取り組み	証券ビジネスへの影響
両国間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進	日中間の国債持ち合い	本邦投資家の人民元建て投資拡大
円・人民元間の直接交換市場の発展支援【構築済】	JBICのパンダ債発行	本邦企業の人民元調達拡大
円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援	人民元クリアリングバンク設置	東京でのオフショア人民元建て債発行
海外市場での円建て・人民元建て金融商品・サービスの民間部門による発展促進	RQFIIの付与	人民元建て決済の拡大

「3点セット」

(出所) みずほ銀行作成

元国際化政策により、各国で①人民元クリアリングバンクの設置、②RQFII枠の付与、③オフショア人民元建て債券の発行、の『3点セット』導入が急速に進展し、オフショア人民元建て債券市場が地理的に急拡大することとなった。

次代のプレミアム・カレンシーと目される人民元建ての金融ビジネスの獲得を巡る、市場間競争が激化する中、3点セットの導入は、

市場間競争参加の前提条件となっている。

### 3. 日中金融協力への期待

昨年の日中首脳会談以降、日中関係は雪解けの兆しが見られ、日本と人民元建て債券市場との関わりについても変化が予想される。

2011年12月の野田・温会談による『日中金融協力』は、政府間の金融協力を留まらず、

人民元関連の金融ビジネスの活性化も中心的なテーマであった。その後、日中関係が難しい局面を迎えたことで事実上検討がストップしたが、先般の日中首脳会談を受け、今後再始動も想定されよう。再始動においては、日中間の国債の持ち合いや、国際協力銀行（JBIC）のパンダ債などの残課題と共に、『3点セット』導入による各国へキャッチ・アップに期待したい。特にRQFII枠の付与に関しては、日本再興戦略においてアジアナンバーワンの金融・資本市場構築が標榜される中、資産運用市場の強化との観点で、優先度合いは高いように思われる。

#### ■ 4. 今後の金融ビジネスへの示唆

最後に、『人民元建て債券市場』成立を踏まえた今後の金融ビジネスにつき考えたい。

人民元建て債券市場の成立は、人民元国際化や中国本土の金融構造改革といった、中国当局の各種政策の帰結と考えられる。一方、グローバルな金融ビジネスとの観点においては、金融ビジネスの分野において先進国に追いつき追い越そうとする中国当局の意図・成長戦略も浮かび上がって来よう。中国当局は、先進国としての自らのあり方を模索する中で、金融ビジネスの育成を重視しており、人民元は、その有力なツールとなっている。

人身元建て債券市場もしくは人民元建て金融ビジネスにおいて人民元の流動性は重要となるが、本邦金融機関等のグローバル金融ビ

ジネスの参加者は、人民元の流動性を必ずしも潤沢に有しているわけではない。今後、グローバルな金融ビジネスにおけるポジションを維持・拡大するためには、オフショアのみならず中国本土も視野に、バランスシートに人民元を蓄える仕組みをどのように構築するかが問われることとなろう。オンオフ一体での取り組み態勢構築も、重要と思われる。

本邦金融機関が海外に活路を求め中、人民元建て債券市場もしくは人民元建て金融ビジネスへの取り組みは不可避と思われる。日中関係の雪解けが期待されるタイミングであることも念頭に、本邦金融機関や東京市場の関係者の着実な取り組みに期待したい。

(注1) 2014年12月30日の日本経済新聞朝刊において、日本での人民元建て債券発行に関し報道があった。なお、東京市場における人民元建て債券発行については、現状でも規制面での制約は存在しないことには留意が必要と思われる。

(注2) 本件趣旨を踏まえれば、上海・香港間で双方向の株式投資を可能とする『滬港通』についても、重要な動きであろう。

(注3) <http://asianbondsonline.adb.org/> なお、Asia Bond OnlineはAsean+3（東南アジア諸国連合+日中韓）の債券市場を対象としている。

(注4) パンダ債は、日本におけるサムライ債に該当する商品である。

※本稿中、意見に係る部分は執筆者の個人的な見解であり、執筆者が所属する組織の見解を示すものではないことをお断りさせて頂きたい。

