

中国債券市場の対外開放の進展 (注1)



みずほ証券 グローバル戦略部

村松 健

1. はじめに

中国の債券市場は急速に拡大し、2017年末には、約8.7兆ドルに到達した。世界第三位の規模であり、対外開放が順調に進んでいることや、相応の利回りが確保可能な数少ない市場の1つであることから、本邦投資家を含む海外投資家の参加は今後ますます拡大すると思われる。

また、消費市場としての中国の魅力が高まっていることや、人民元の国際化の進展を受け、企業の人民元調達が増え盛んになっていくこ

とも想定される。

本稿では、債券通 (Bond Connect) とパンダ債を中心に、中国債券市場に関わる足元の規制緩和動向をご紹介しますと共に、今後の金融ビジネスへの影響につき考えてみたい。

なお、本稿中意見に係る部分は筆者の個人的な見解であり、筆者の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く。

2. 債券通 (Bond Connect)

(1) 投資制度の概要

中国では、2001年のWTO加盟以降、海外投資家の中国本土の株式市場・債券市場への投資ニーズに応じ、様々な投資制度を設けてきた経緯がある。具体的には、QFII (適格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investor)、RQFII (人民元適格外国機関投資家、Renminbi QFII)、三類機構、

〈目次〉

1. はじめに
2. 債券通 (Bond Connect)
3. パンダ債
4. その他の規制緩和動向
5. 今後の金融ビジネスへの影響

滬港通（フーガントン、Shanghai－Hong Kong Stock Connect）・深港通（シンガントン）（Shenzhen－Hong Kong Stock Connect）、および3号公告（銀行間債券市場へのダイレクトアクセススキーム）である（注2）。

これらの投資制度は、中国の置かれた環境や政策に応じ意味合いを異にしている。QFII制度が構築された2002年においては、中国はWTO加盟の条件として、様々な分野で市場の対外開放を強いられており、WTO対策として設けられたQFII制度およびその運営自体が、抑制的な枠組みとして誕生した経緯がある。一方、その後人民元国際化が中国の国策として進展する中、蓄積が進むオフショア人民元の運用手段を提供するため、三類機構やRQFIIといった投資制度が追加的に設けられている。これらの制度は、原則投資家ごとに中国の関係当局の認可を受けたうえで、認められた範囲で人民元建て投資を行うものであるが、様々な制約のある枠組みであった。

その後2015年には、5年に1度の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）見直しの年であったことを受け、国際通貨としての人民元の資質が問われる中、中国当局は市場開放の証左として、海外投資家のA株（注3）投資に関し個別認可を排除した枠組みである滬港通の導入や、後述するパンダ債の発行を推進した。これ以降、中国資本市場の対外開放策は抑制的な枠組みから積極的な解放策へと転換して行くこととなる。

2016年以降、中国資本市場、特に債券市場の対外開放は加速した。まず2016年2月24日には、『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』（中国人民銀行公告〔2016年〕第3号、2月17日付、3号公告）が発表され、各国で合法的に設立された商業銀行、保険会社、証券会社、資産運用会社等であれば、中国人民銀行（PBOC）への届出により、中国本土の主要な債券市場である銀行間債券市場での投資が可能となった。なお、本件3号公告のポイントは、認可を要さない届出制となった点であり、また、投資限度額や回金規制なども存在しない自由度の高い枠組みとなっている。中国債券市場への投資自由化の第一歩と位置付けられよう。その後、2017年7月に導入されたのが、中国債券市場の対外開放の最終型に位置付けられる債券通である。

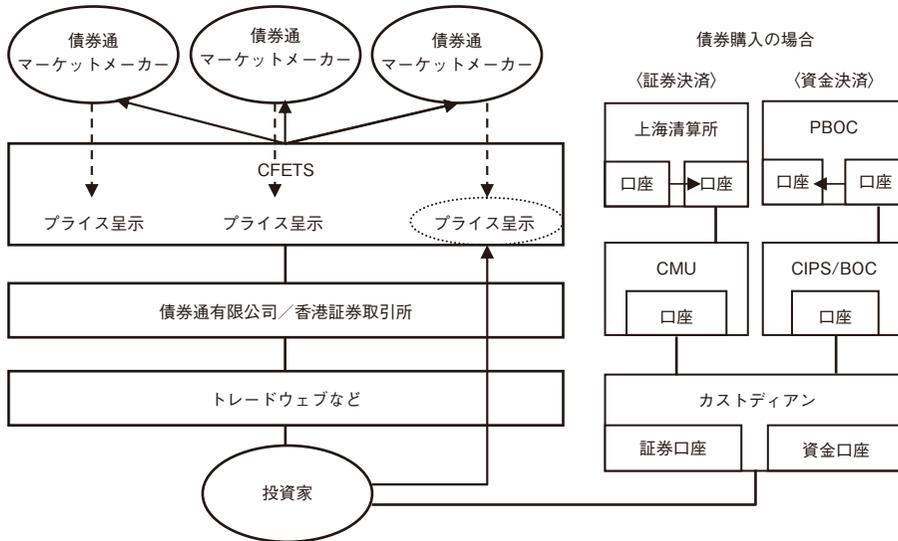
（2）債券通の概要

債券通は滬港通の債券版であり、香港経由で中国本土の銀行間債券市場の債券投資を可能とするものである（図表1）。なお、現段階では、海外投資家による中国本土への投資（北向通）のみが開始されており、中国本土の投資家による海外債券投資（南向通）は開始されていない。

債券通は、海外投資家にとって2つの点で大きな進展が認められる。

まず、証券決済に関する香港のインフラと、

(図表1) 債券通のスキーム



(出所) 筆者作成

中国本土の電子取引プラットフォームであるCFETS (China Foreign Exchange Trade System) が活用可能であることが挙げられる。すなわち、投資家にとって利便性が高く、既存の外債投資の延長線上のものとして参加が容易な仕組みが整っている。

元来、香港の債券市場はユーロ債市場と連続性を有するオフショア市場として形成されており^(注4)、香港で起債される債券は、ユーロ債の形式で発行されるものも多い。海外の投資家は、通常の対外証券投資と同様に、グローバルカストディアンやサブカストディアン(ローカルカストディアン)を通じて香港の債券市場へアクセスし、債券通を活用して中国本土の債券市場で投資を行うことが可能である。投資のプロセスも、CFETSの利

用や中国および香港の証券決済システムが確立しており、投資家の市場参加に関するストレスは相当程度軽減されることが予想される。

また、2点目としては、参加プロセスの改善が挙げられる。債券市場への参加については当局の認可(場合によっては複数)を要することが、投資家にとり大きな負担として意識されてきた経緯がある。中国当局は、市場開放の当初は、認可制に基づき海外の投資家を直接把握し、カストディアン経由でコントロールを行うことを重視してきた。一方、滬港通や3号公告以降、中国当局は認可を不要もしくは届出制とすることにより、海外投資家のコントロールを弱めている。市場の対外開放は新たなステップに入ったものと言えよ

う。

債券通は、銀行・保険会社・証券会社・年金・ファンド等の一定の業態に属する海外の金融機関であれば、参入可能な枠組みであり、この点については3号公告と共通している。ただし、3号公告では海外投資家が自らPBOCへ届出を行う必要があるが、債券通においては、香港のカストディアンや債券通のために設立された債券通有限公司経由での対応となることがポイントである。

今までの制度では、中国現地のカストディアンが海外投資家の代理としての役割を果たしてきた。債券通では、債券通有限公司が海外投資家の代理として届出プロセスを主導することとなる。債券通有限公司は、香港証券取引所とCFETSの子会社であり、より当局に近い存在であると共に、債券通への参加者を増やすことについてインセンティブを有している。債券通においてそのような機関が届出プロセスにコミットしていることは、海外投資家にとって望ましい枠組みと言えよう。

■ 3. パンダ債

(1) パンダ債とは

パンダ債は、中国の非居住者が中国本土で発行する人民元建て債券であり、日本の債券市場では、サムライ債に相当する。

2005年以降、国際金融公社やADBといった国際金融機関でパンダ債の発行実績があり、事業会社としては、2014年にドイツのダ

イムラーが第一号を発行している。なお、2015年以降、中国当局のパンダ債への取り組みが加速しており、同年9月には香港上海銀行(HSBC, The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation)と中国銀行(BOC, Bank of China)の香港現地法人がパンダ債を発行し、以降、ソブリン、準ソブリン、事業会社など、多様な発行体がパンダ債を発行している(図表2)。

中国当局はパンダ債を、人民元国際化を内外に示す重要な取り組みと考えているようだ。上述の通り2015年は人民元がIMFのSDRに入るかどうかの議論が行われていたタイミングであり、議論のさなかにHSBCとBOCがパンダ債を発行したことは、滬港通と同様にSDR入りを意識し、当局が主導した動きであることが推測される。

(2) 日系企業によるパンダ債発行

2015年以降、各国の発行体がパンダ債を発行する中、日系発行体によるパンダ債の発行は実現しなかった。日系企業初のパンダ債発行は、2018年1月のみずほ銀行と三菱東京UFJ銀行(当時)まで待つこととなる(注5)。

日系企業のパンダ債発行が遅れた背景として、まず中国本土における日系企業の人民元需要の乏しさが挙げられる。中国が安定成長に入り、日本企業の中国進出に一巡感がある中、尖閣問題以降、日中関係が難しい局面を迎えおり、日本企業が中国で事業を拡大する状況ではなかったことが根底にある。

(図表 2) 主なパンダ債の発行実績

発行体	発行時期	発行額	年限	金利
アジア開発銀行	2005.10	10億元	10年	3.34%
国際金融公社	2005.10	11.3億元	10年	3.40%
タイムラー	2014. 3	5 億元	1 年	5.20%
HSBC (香港)	2015. 9	10億元	3 年	3.50%
中国銀行 (香港)	2015. 9	10億元	3 年	3.50%
招商局集団	2015.11	5 億元	1 年	3.03%
韓国	2015.12	10億元	3 年	3.00%
ブリティッシュコロンビア州 (カナダ)	2016. 1	30億元	3 年	2.95%
みずほ銀行	2018. 1	5 億元	3 年	5.30%
三菱東京UFJ銀行	2018. 1	10億元	3 年	5.30%

なお、日系企業のパンダ債発行においては、制度的な課題も存在した。具体的には、会計基準や監査、格付である。

パンダ債は中国本土債券市場で発行される債券であり、発行体は中国の非居住者であるものの、原則中国本土のルールに従う必要がある。具体的には、会計基準については、中国基準および中国国内での利用が認められている国際財務報告基準 (IFRS, International Financial Reporting Standards) もしくは香港基準を用いることが求められている。日系企業がよく利用している日本基準や米国基準を利用することは認められておらず、日本基準や米国基準に基づく開示により債券を発行することは原則できない。監査や格付についても、各国ごとのルールや指定業者が存在しており、中国においても、原則中国当局の規定するルールに従うことが求められる。すなわち、日本において許された枠組みを用いて債券発行等資本市場調達を行っている日系企業が、中国だけのために中国のルールに準拠

した対応を行うことは現実的ではない面があった。

ただし、今回のみずほ銀行および三菱東京UFJ銀行のパンダ債発行において、上述の点につき、必ずしも全て中国のルールに従う必要がないことがわかってきた。たとえば、私募の形態とすることにより、会計基準や格付の要件を一部緩和することも可能であるようだ (注6) (注7)。

なお格付については、足元規制緩和の動きが見られる。中国銀行間市場交易商協会 (NAFMII) は、2018年3月27日に『銀行間債券市場における信用格付機関の登記評価規則』を発表し、条件を満たす海外の格付機関が中国における債券の格付業務を行うことを認める旨を発表しており、今後は海外格付機関の格付が中国本土においても用いられる可能性が高い (注8)。

一方監査については、2017年12月22日に、日本の金融庁と中国の財政部との間で、『監査監督上の協力に関する中華人民共和国財政

部との書簡交換』が行われており、日中間の監督当局間の連携態勢が確立されたことにより、日本の監査法人による監査であっても中国において利用できることとなった^(注9)。

これらの整理を経て、日系企業のパンダ債発行が実現したものと考えられる。

■ 4. その他の規制緩和動向

ここでは、債券市場とは直接の関係は薄いですが、足元行われた重要な資本市場の対外開放策を簡単にご紹介したい。

(1) 合弁証券に関する規制緩和

中国で証券ビジネス、特にエクイティビジネスを行う場合、証券現地法人の設立が必要となる。一方、外資系証券会社が中国本土で証券現地法人を設立しようとした場合、様々な制約が存在している。

具体的には、①出資上限は49%、②合弁相手は中資系証券会社、③業務範囲は原則引受業務に限定、との3点である。これらの規制は、中資系証券会社の育成を目指す中国当局の政策に基づくものであり、外資との合弁事業を通じ、中国の証券会社のレベルアップを図りたいとの当局意向を映じたものである。

中国本土資本市場の巨大なポテンシャルを背景に、主要外資は中国に進出済であり、現在中国には外資系の合弁証券会社が11社存在する^(注10)。これらの証券会社は、上述の業務範囲制限などを背景に、当初想定通りの成

果を上げているとは言い難い状況にある。

一方、中国当局は2017年11月、トランプ米大統領の訪中時に、証券業については2018年中に51%までの出資を可とし、2020年には全額出資での設立を認めるとの方針を発表した^(注11)。また4月に行われたボアオアジアフォーラムにおいて、習近平国家主席およびPBOCの易総裁も本件を裏付ける発言を行っており、その方向性が確認されている。出資規制撤廃後は、業務範囲についても中資系証券会社と同様の扱い（フルライセンス）となる模様である。

外資系証券会社の中国進出については、出資比率規制のため経営権が取得できず、かつ業務範囲に制限があったことにより、あくまでも中国市場のポテンシャルを踏まえた先行投資との意味合いが強く、我慢の時期が続いていた。今般の規制緩和を受け、既にモルガン・スタンレーなどは追加出資による経営権取得に意欲を示している^(注12)。中国の証券ビジネスを巡り、ますますの競争激化が予想される。

(2) 上場元建て石油先物取引の開始

上海国際エネルギー取引所は、3月26日に元建ての原油先物を上場し、上場元建て原油先物取引が開始された。原油の輸入量で中国が米国を追い抜く中、原油取引が原則ドル建てであることに中国当局が危機意識を持っていることが背景にあるようだ。

本件原油先物取引は、中国に拠点を有さな

い企業でも現地の先物ブローカーを通じて参加が可能となっている。流動性を備え、国際的に活用される市場を目指すとの中国当局の意向の現れと思われ、中国市場の対外開放の一翼を占める動きと言えよう。

■ 5. 今後の金融ビジネスへの影響

本稿では、中国本土の債券市場を中心に対外開放の進展についてご説明してきた。

債券通の開通とパンダ債発行により、本邦投資家・発行体にとって、中国本土の債券市場は開かれた市場となった。中国本土の債券市場は、米国で利上げが行われる中、相応の利回りを享受可能な貴重な市場であり、傍ら、中国の経済成長や人民元の国際化を背景に、調達通貨としての人民元の重要性も高まりつつある。本邦投資家・発行体において、将来の資金運用・資金調達の持続可能性を高めるとの観点からは、「取り組まないことのリスク」が着実に拡大している状況と思われる。

外資の証券会社設立に関する規制緩和や、上場原油先物への取り組みなど、対外開放は市場関係者や商品の多様性にも及んでおり、中国の資本市場が育成段階から、外資も自由にビジネスを行うことができる市場へと、ステージを変えつつあることが伺える。一方、株式市場の構造改革や機関投資家の育成、債券流通市場の整備など、先進国並みの市場となるためには、まだまだ超えねばならないハ

ードルがあることも意識すべきであろう。

足元、日中関係については改善の兆しがある。先般は日中ハイレベル経済対話が実現し、今後、日中首脳会談が行われる可能性もささやかれている。中国債券市場の対外開放が進展する中、本邦金融機関にとって、中国における証券ビジネスを本格的に検討すべきタイミングが到来しているのではなからうか。規制緩和を受け、真剣な議論が行われることを期待したい。

(注1) なお本稿の内容は『中国債券取引の実務』（みずほフィナンシャルグループ）（一財）金融財政事情研究会 [2017] に基づいている。

(注2) 各投資制度の詳細については、『中国資本市場への投資制度の現状』村松健、月刊資本市場（2017年4月号）を参照。

(注3) A株とは、上海証券取引所および深圳証券取引所で売買される国内投資家向けの人民元建ての株式である。過去には海外投資家向けのB株も存在していたが、国内投資家のB株投資が認められたことなどを背景に、現在はB株市場への新規上場は行われていない状況にある。

(注4) たとえば、香港の証券決済機関であるCMU（Central Moneymarkets Unit）は、ユーロクリア等の国際的証券決済機関と口座の持ち合いを行っており、ユーロクリア経由での投資が可能である。

(注5) 『パンダ債「邦銀初」の攻防』日本経済新聞、2018年1月16日朝刊

(注6) 日本の金融商品取引法において、公募と私募の違いは開示の有無で整理されるが、中国の証券法性においては、公募・私募が開示の有無と必ずしも一致していない。

(注7) 例えば、親会社がパンダ債で調達した人民元を中国現地法人へ貸し出した場合、中国の対外債務管理において外債（対外債務）に該当し、外債

枠（国家外貨管理局に登録された対外債務の上限額）を費消するかについては議論があったが、PBOCが2017年に発出した『中国人民銀行 全範囲クロスボーダー融資マクロプルーデンス管理関連事項についての通知』（銀発〔2017〕9号）において、パンダ債を原資とした親子ローンについては、外債枠を費消しない（参入しない）ことが明確化されている。

(注8) ただし、本件に該当する海外格付機関については、中国本土に駐在員事務所を有することや、PBOCへの登録が必要となる見込み。

(注9) 詳細は金融庁HP参照。

<https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20171222/171222-1.html>

(注10) 日系証券会社との合併証券会社としては、過去、大和証券が上海証券との合併で設立した海際大和証券が存在したが、上海市系列の証券会社の再編の影響により、大和証券は2014年に持分を上海証券へ譲渡している。

(注11) 『中国が金融一部開放へ 証券・保険、全額出資を容認』日本経済新聞、2017年11月10日朝刊

(注12) 『中国合併「過半出資狙う」』日本経済新聞、2018年3月23日朝刊

