中国政府による香港での人民元建て国債発行のインパクト

関根　栄一※

要 約

1. 2009 年 9 月 8 日、中華人民共和国財政部と香港特別行政区政府は共同で、中国政府が同年 9 月 28 日に香港で 60 億元の人民元建て国債を発行することを公表した。
2. 香港では、2004 年から人民元預金業務、2007 年から大陸の金融機関による人民元建て債券の発行、2009 年から人民元建て貿易決済といった人民元オフショア業務が順次解禁されてきている。
3. 香港での中国政府の人民元建て国債の発行は、人民元の国際化に資するものとなろう。また、発行体にとっては、大陸側の発行体の拡大のみならず、非居住者による香港人民元建て債券の発行にも道を拓いていく可能性もある。外国人投資家にとっても購入の可能性があろう。
4. 香港での人民元建て債券市場の拡大のためには、人民元市場の規模の制約はあるかもしれないが、中国政府が継続的に人民元建て国債を発行し、流動性を高めていくことが重要である。当面は、2009 年 9 月 28 日の発行条件の詳細が焦点となる。

Ⅰ、はじめに

2009 年 9 月 8 日、中華人民共和国財政部と香港特別行政区（以下、香港）政府は共同で、中国政府が同年 9 月 28 日に香港で 60 億元の人民元建て国債を発行することを公表した[1]。香港での人民元建て国債の発行は、中国政府が、香港を人民元オフショア市場として育成しようとする意志を明確にし、将来の人民元の国際化に向けた布石を打ったものとして注目される。

本稿では、香港におけるこれまでのオフショア人民元業務の解禁の流れを振り返り、今回の香港での人民元建て国債発行がもたらすインパクトを整理する[2]。

---

1 http://www.mof.gov.cn/mof/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/200909/t20090908_204751.html

2 関根栄一「人民元オフショア市場の創設に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2008 年秋号を参照。

※ 関根 栄一　㈱野村資本市場研究所 主任研究員

Ⅱ．香港でのオフショア人民元業務の解禁

１．人民元預金業務の解禁

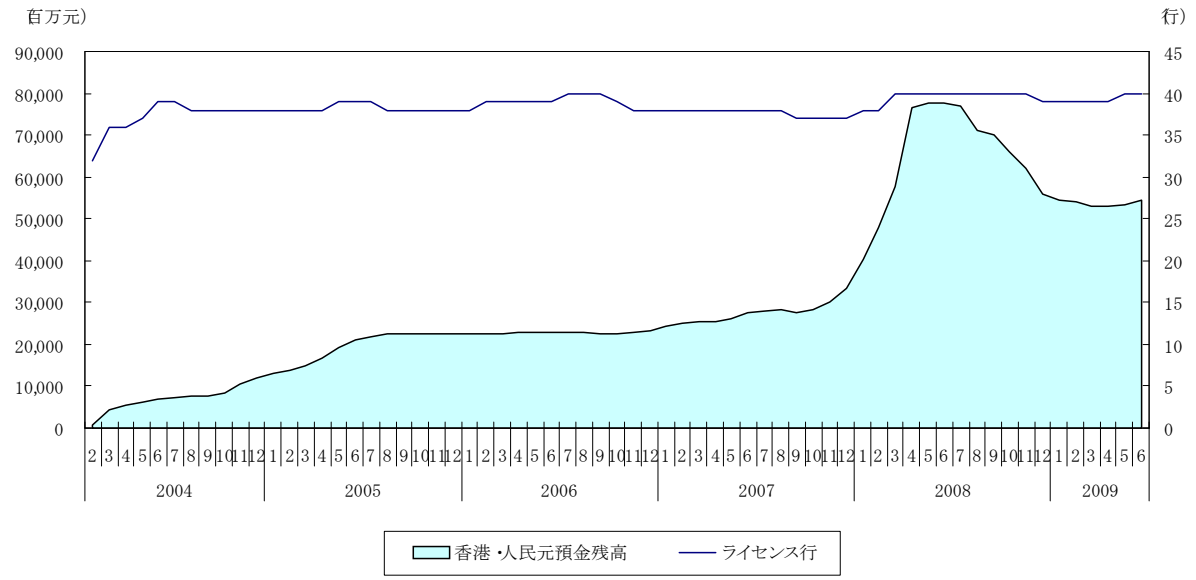
香港では、大陸観光客の受入と増加に伴う現地での人民元の流通に伴い、2004 年から人民元預金業務が解禁されている。預金残高は、2009 年 6 月末で 544 億元となっている（図表 1）。現在、40 行が人民元預金業務を取り扱っている。

２．香港人民元建て債券発行の解禁

2007 年からは、中国人民銀行による認可制の下で、大陸系金融機関（政策性銀行、商業銀行）による香港人民元建て債券の発行が解禁されている。関連法令として、中国人民銀行と国家発展改革委員会が共同で「国内金融機関の香港特別行政区での人民元建て債券の発行に関する管理暫定弁法」を 2007 年 6 月 8 日付で制定している。関連法令と同時に発表された記者問答では、香港人民元建て債券発行の解禁の目的を、香港での人民元預金の運用手段を確保し、同時に人民元の大陸への還流を促すためとしている。

香港人民元建て債券は、2007 年 6 月の国家開発銀行を皮切りに、大陸系金融機関として計 12 本、300 億元が発行されている（図表 2）。2009 年 6 月からは、発行体の資格も拡大され、外資系銀行の中国現地法人による香港人民元建て債券も発行されている。外資系銀行の中国現地法人では、次に、中国国内での人民元建て債券の発行を計画しているところもある。なお、国家開発銀行は、香港でのオペレーション重視の観点から、1999 年に設立した香港事務所を 2009 年 7 月に香港支店に格上げし、同行初の海外支店としている。

図表 1　香港・人民元預金残高の推移



（出所）香港金融管理局より野村資本市場研究所作成

図表 2　香港人民元建て債券の発行状況

1. 大陸系金融機関

発行者	発行日	償還日	期間（年）	発行枠（億元）	発行金額（億元）	発行金利（%）	ブックランナー
国家開発銀行	2007年6月27日	2009年7月13日	2	50	50	3.00	HSBC、中国銀行
中国銀行	2007年9月13日	2009年9月24日	2	20	30	3.20	中国銀行
中国銀行	2007年9月13日	2010年9月24日	3	10	30	3.40	中国銀行
中国輸出入銀行	2007年8月21日	2009年8月24日	2	10	10	3.10	HSBC、中国銀行
中国輸出入銀行	2007年8月21日	2010年8月24日	3	10	10	3.20	HSBC、中国銀行
交通銀行	2008年7月23日	2010年7月23日	2	30	30	3.30	HSBC、交通銀行、中国銀行
中国輸出入銀行	2008年8月29日	2011年9月4日	3	30	30	3.40	HSBC、中国銀行
中国建設銀行	2008年9月5日	2010年9月11日	2	30	30	3.20	スタンダード・チャーター銀行、中国建設銀行
中国銀行	2008年9月9日	2010年9月18日	2	20	30	3.30	中国銀行
中国銀行	2008年9月9日	2011年9月18日	3	10	30	3.40	中国銀行
国家開発銀行	2009年7月27日	n.a	2	n.a	10	2.45	n.a
国家開発銀行	2009年8月10日	n.a	2	n.a	10	3ヶ月Shibor+30bp	中国銀行、HSBC、スタンダード・チャーター銀行
計					300		

2. 外資系銀行（中国現地法人）

発行者	発行日	償還日	期間（年）	発行金額（億元）	発行金額（億元）	表面金利（%）	主幹事
HSBC（中国）	2009年6月25日	2011年7月13日	2	10	10	3ヶ月Shibor+38bp	HSBC
東亜銀行（中国）	2009年7月20日	2011年7月23日	2	40	40	2.80	東亜銀行、中国銀行
HSBC（中国）	2009年9月	n.a	2	20	20	2.60	n.a
計					70		

（注）　1. ブックランナーは香港拠点の金融機関。
　　2. Shibor は、上海銀行間資金オファーレート（Shanghai Interbank Offered Rate）の略称。
（出所）「Asiamoney」AUGUST 2009、国家開発銀行、金融時報より野村資本市場研究所作成

３．人民元建て貿易決済の解禁

2009 年 7 月からは、香港と大陸 5 都市（上海、深圳、広州、珠海、東莞）との間の人民元建て貿易決済が解禁されている。これは、2009 年 12 月に国務院から発表された四兆元の景気対策を金融面で支援するための 30 項目の一つに入っているものである[3]。人民元建て貿易決済については、上海の国際金融センター構想の中でも触れられている項目である[4]。

Ⅲ．香港での人民元建て国債発行の狙いと意義

１．財政部からのプレスリリースの内容

財政部からのプレスリリースでは、香港での人民元建て国債の発行の意義を三つに整理している（図表 3）。

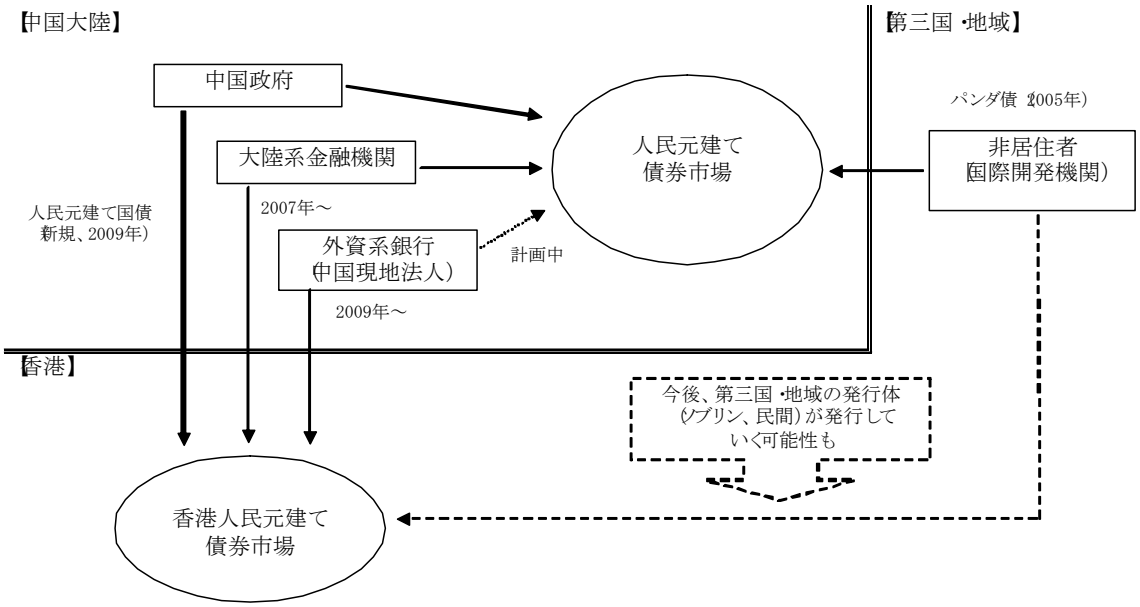
一つ目は、中央政府による香港の経済社会の繁栄と発展への支援を体現するもので、大陸と香港の間の財政金融協力を更に強化し、香港市場の債券の種類を豊富にし、香港の国際金融センターとしての地位を強化するものとしている。

二つ目は、人民元の地域化に向けたプロセスを推進するのに有利なもので、香港のオフショア人民元業務の発展を促進し、人民元の周辺国家・地域での決済と流通を推進し、人民元の国際的地位を高めるものとしている。

三つ目は、香港の人民元建て債券市場の発展の促進に有利なもので、今後、大陸の発行体による香港での人民元建て債券発行のベンチマークを提供し、（中国政府以外の）更に多くの大陸の発行体による香港での人民元建て債券の発行を促し、香港人民元建て債券の市場規模を段階的に

[3] 関根栄一「中国の金融三十条意見を通じた資本市場改革」『季刊中国資本市場研究』2009 年春号を参照。人民元建て貿易決済の現状と展望については、別途、稿をかえて論ずる予定である。
[4] 関根栄一「中央政府の承認を受け動き出した上海国際金融センター構想」『季刊中国資本市場研究』2009 年夏号を参照。

図表 3　香港人民元建て債券の発行体イメージ



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

拡大するものとしている。

その他発行条件に関しては、①市場化の原則に従って確定すること、②個人及び機関投資家向けに発行されること、を明らかにしている。

２．発行体にとっての意義

上記プレスリリースにある通り、中国政府による香港人民元建て債券の発行は、大陸の既存の金融機関のみならず、事業会社にも新規発行の道を拓くこととなろう。但し、これまでの大陸系金融機関や外資系銀行（現地法人）の香港人民元建て債券の発行は、特別法を制定した上で国務院の認可の下で行われており、事業会社にしても同様の制限が課せられることとなろう[5]。

一方、将来的には、大陸の発行体という居住者に加え、非居住者による香港人民元建て債券の発行にも道を拓いていく可能性もある。中国政府は、既に 2005 年に国際開発機関（IFC、ADB）による非居住者人民元建て債券である「パンダ債」の発行を導入している[6]。非居住者による香港人民元建て債券の発行の仕組みについては、資本取引の自由化につながるものであり、パンダ債を拡大するにしても、中国政府内で検討を要しよう。

そのような中で、中国の有力な研究者の中には、例えば外国の政府や企業が人民元建て債券を発行することで、マクロ経済の運営上、外貨準備の増加スピードを抑え、米国債買い増しのリスク減らしながら、人民元の国際化を推進すべきとの議論もあることは注目される[7]。また、過去

[5] 香港のオフショア人民元市場を、1980 年代の日本にとってのユーロ円市場と想定すると、現在の中国の居住者に対する発行認可制度は、当時の旧大蔵省の三局合意（国際金融局、銀行局、証券局）に加え、更に内閣が直接認可しているような規制イメージとなろう。

[6] 関根栄一「中国における非居住者人民元建債券（パンダ債）市場の現状と課題」『資本市場クォータリー』2006 年夏号を参照。

[7] 余永定「米国債とパンダ債」『季刊中国資本市場研究』2009 年春号を参照。

の日本のサムライ債の議論でもあったように、経済協力的な観点から、新興国政府にパンダ債や香港人民元建て債券の発行を認可する可能性もある。香港政府は5年振りに政府債の発行を計画しているが（2010年2月までに総額80億香港ドル）、将来的にはこれが人民元建てで発行される可能性もある。今後の発行体拡大に向けた中国政府の検討状況や新たな発行体の可能性が注目される。

３．投資家にとっての意義

中国政府は、香港での人民元建て国債の発行を人民元の国際化の一環としても位置付けているため、発行条件の詳細を見極める必要はあるが、香港の指定金融機関を通じ、外国人投資家が購入できる可能性もあろう。

2002年から導入されたQFII（適格外国機関投資家）制度の下でも、中国政府が国内で発行する国債を購入することは可能であるが、運用枠の範囲内で行う必要がある。現行の運用枠規制では1機関当り8億ドルが上限となっているが、2009年9月4日に国家外為管理局が発表した「適格外国機関投資家の国内証券投資に関する外為管理規定（意見請求稿）」（パブリックコメントの〆切は同年9月18日）では、これを10億ドルに引き上げる方向性が打ち出されているものの、このような運用枠の規制を受けないという意味で、外国人投資家による香港での人民元建て国債の購入への期待も強いものと思われる。

既存の香港人民元建て債券でも、投資家からの人気は高い。例えば、2009年9月7日に販売が終了したHSBC（中国）の香港人民元建て債券では、最低発行金額10億元に対し、個人投資家から31億元、機関投資家から13億元、合計44億元と約4.4倍の申込みがあった。特に個人投資家からは、2万7,500件の申込みがあった。HSBC（中国）は、最終的に、個人投資家向けに17億元、機関投資家向けに3億元、合計20億元を発行することとした（前掲図表2）[8]。

Ⅳ．結びにかえて

今後、大陸の金融機関に加え、事業会社に香港人民元建て債券の発行が解禁されていくとしても、香港で流通している人民元市場の規模に発行金額は制約を受けることとなろう。その意味で、2009年7月から始まった人民元建て貿易決済の拡大も、車の両輪で進んでいくことが重要となる。また、香港での人民元建て債券市場の拡大のためには、人民元市場の規模の制約はあるかもしれないが、中国政府が継続的に人民元建て国債を発行し、流動性を高めていくことが重要である。

2008年の中国国内での国債の発行金額は8,615億元で、今回の60億元はまだまだ小さい。しかしながら、今後、香港での人民元建て債券市場が拡大していけば、中国国内での債券の発行条件によっては市場での金利裁定の圧力が高まり、人民元資金の調達や運用にかかわる資本移動の自由化への動きにも結びついていく可能性もある。中国国内の金利自由化は、2009年7月に米国・オバマ政権の下で新たに設けられた米中戦略・経済対話の中国側コミット事項の一つでもある。当面は、2009年9月28日の発行条件の詳細が焦点となる。

[8] 2009年9月8日付金融時報。

著者紹介

関根　栄一（せきね えいいち）

1969 年生まれ。1991 年早稲田大学法学部卒業、1996 年北京大学漢語センター修了、2002 年早稲田大学社会科学研究科修士課程修了（学術修士）。1991 年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006 年 5 月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォータリー』2006 年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。