



# 動き始めた中国の人民元建て対内直接投資

関根 栄一\*

## 要約

1. 2008年以降、世界的金融危機、欧州債務危機が続く中で、成長市場としての中国への外国企業による直接投資が増加している。従来の対中直接投資は、外貨を持ち込み、これを人民元に交換する通貨規制があったため、外国企業は為替リスクを負担していた。そのような中で、香港での人民元オフショア市場での調達と中国本土への持ち込み、いわゆる人民元建て対内直接投資が注目されている。
2. 人民元建て対内直接投資は、2009年7月から解禁された人民元建て貿易決済とともに試験的に行なわれ、2011年8月の中国国務院・李克強副総理の香港スピーチを経て、同年10月に正式に解禁された。外国企業は商務部を窓口申請を行い、中国人民銀行から人民元資本金口座の開設の認可を得る。
3. 人民元建て対内直接投資の原資となる香港での点心債発行は、2009年の160億元から、2010年は358億元、2011年は12月上旬までで868億元と拡大している。日本企業の発行実績も出ており、日本の金融機関の引受実績もある。香港で調達した人民元の中国本土への持ち込み実績も出始めている。
4. 一方、香港人民元オフショア市場での点心債の引受は、香港系銀行が中心となっている。日本の金融機関の場合、商業銀行にとっては中国本土での支店業務、投資銀行にとっては投資家層の確保が、日本の潜在的な点心債発行体への訴求ポイントとなろう。香港での人民元調達は、人民元建て対内直接投資と車の両輪で進んでいくものと思われる。

## I、中国向け直接投資の新潮流

### 1. 増加する中国向け直接投資

2008年秋以降に深刻化した世界的金融危機、そして2011年に入り表面化した欧州債務危機と危機が続く中で、高い経済成長が続く新興国への外国企業の直接投資が続いている。中でも、中国向けの直接投資金額は、2008年の924億ドルから、2009年は前年のリーマンショックの影響を受け900億ドルに減少したものの、2010年は1,057億ドルに増加し、2011年は1～10月で950億ドルに達している（図表1）<sup>1</sup>。

日本の対中直接投資も、2009年の41億ドルから、2010年は42億ドル、2011年は1～10月で

<sup>1</sup> 2011年11月の中国向け直接投資金額は、前年同月比9.8%減の87.6億ドルとなり、2009年7月以来の前年割れとなった。なお、2011年1～11月では1,038億ドルに達している。

\* 関根 栄一（榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表）

図表 1 国・地域別の対中直接投資

2009年				2010年				2011年(1-10月)			
順位	国・地域名	実行金額		順位	国・地域名	実行金額		順位	国・地域名	実行金額	
		100万ドル	シェア(%)			100万ドル	シェア(%)			100万ドル	シェア(%)
1	香港	53,993	60.0	1	香港	67,474	63.8	1	香港	62,363	65.6
2	台湾	6,563	7.3	2	台湾	6,701	6.3	2	台湾	5,852	6.2
3	日本	4,117	4.6	3	シンガポール	5,657	5.3	3	日本	5,482	5.8
4	シンガポール	3,886	4.3	4	日本	4,242	4.0	4	シンガポール	4,763	5.0
5	米国	3,576	4.0	5	米国	4,052	3.8	5	米国	2,567	2.7
6	韓国	2,703	3.0	6	韓国	2,693	2.5	6	韓国	2,186	2.3
7	英国	1,469	1.6	7	英国	1,642	1.6	7	英国	1,477	1.6
8	ドイツ	1,227	1.4	8	フランス	1,239	1.2	8	ドイツ	998	1.1
9	マカオ	1,000	1.1	9	オランダ	952	0.9	9	フランス	724	0.8
10	カナダ	959	1.1	10	ドイツ	933	0.9	10	オランダ	668	0.7
(参考)	EU	5,952	6.6	(参考)	EU	6,589	6.2	(参考)	EU	5,508	5.8
	全世界合計	90,033	100.0		全世界合計	105,740	100.0		全世界合計	95,012	100.0

- (注) 1.順位は実行金額順。  
 2.香港、タックスヘイブンからの対内直接投資には、迂回投資も含まれる。  
 3.EUは27カ国。

(出所) 商務部より野村資本市場研究所作成

55億ドルに達し、香港、台湾に次ぐ第三番目の投資元となっている(図表1)。これを日本側統計(財務省・日本銀行の国際収支統計)で見ると、日本の対中直接投資(ネット)は、2011年1~3月は2,052億円、同年4~6月は2,237億円で、計4,289億円となっている。これに対し、2010年1~3月は872億円、同年4~6月は1,375億円、計2,247億円という数字と比べると、2011年の勢いの程が見て取れる。

## 2. 注目される人民元建て対内直接投資

従来の対中直接投資では、一件ごとに投資枠や最低資本金が設定され、しかも日本円や米ドルといった外貨を持ち込んで、これを中国国内で人民元に交換して投資を行う規制となっていた。ところが、これでは投資を行う企業に外貨から人民元への両替に伴う事務やコストが発生するばかりでなく、為替リスクをも負担する結果となる。これを回避するためには、外国企業が中国本土の資本市場で人民元建ての株式や社債を発行できればよいが、発行体は非居住者では国際金融機関や居住者では一部の金融機関の現地法人にしか解禁されていない。

そこで、現在注目されているのが、香港での人民元オフショア市場での資金調達と中国本土への持ち込みである。すなわち、人民元建て対内直接投資である。以下、本稿では、人民元建て対内直接投資に関する制度設計や実績について触れ、その原資となる香港での人民元調達動向を紹介し、日本の金融機関にとっての機会を探る。

## II. 人民元建て対内直接投資の正式解禁

### 1. 人民元建て対内直接投資の試験的段階

#### 1) 地方レベルでの非居住者人民元口座開設の容認

中国では、2009年7月から人民元建て貿易決済が試験的に解禁された。この段階では、中

国本土は上海市と広東省の4都市を対象に、貿易相手先は香港・マカオ・ASEANが対象に指定された。その後、人民元建て貿易決済によって中国本土以外で得た人民元を原資に中国本土向けに直接投資として使う動きが出始めたため、こうしたオペレーションの大前提となる非居住者（外国企業）による人民元口座の開設に関する規定が2009年に上海と広東省で公布された。

## 2) 三政府部門からの通知の公布

中国向け直接投資においては、商務部（MOFCOM）が企業設立の認可を行う。但し、人民元建て対内直接投資については、中央政府レベルの規定がなかったことから、商務部は2011年2月25日付で「外商投資管理工作の関連問題に関する通知」を公布し、人民元建て対内直接投資を容認することを明確にした。

また、人民元に関する中国本土とそれ以外の国・地域との間のクロスボーダーの資本取引については中国人民銀行（PBOC）が管理を行い、クロスボーダーの人民元資金の中国本土での口座管理については国家外為管理局（SAFE）が管理を行う。前述の商務部通知を踏まえ、国家外為管理局・総合司は、2011年4月7日付で「クロスボーダー人民元資金項目業務オペレーション関連問題を規範化することに関する通知」を公布し、中国人民銀行は同年6月3日付で「クロスボーダー人民元業務関連問題の明確化についての通知」を公布した。

## 3) 地方によって異なった運用

以上の各政府部門の三つの通知によって、人民元建て対内直接投資（出資、増資、M&A、親子ローン（親会社―子会社間の貸付））に関する人民元の銀行決済口座開設までの手順が明確にされた。ところが、この段階での人民元建て対内直接投資はあくまで試験的段階との位置づけであったため、外国企業の実際の申請窓口となる各政府部門の地方の出先によっては、通知の解釈や運用に違いがみられ、申請が認可されるのか否か、認可されるとした場合でもいつまでに結論が出るかが不明なケースも発生していた。

人民元建て対内直接投資は、香港を中心とした海外の人民元資金の中国本土への還流手段となるものであり、2011年8月16日の中国国務院・李克強（Li Keqiang）副総理の香港スピーチでも掲げた香港人民元オフショア市場の発展の支援策の目玉の一つであることから<sup>2</sup>、新たな法令制定の動きが始まった。

## 4) 新法令の制定・施行

先ず商務部は、2011年8月22日、「クロスボーダー人民元直接投資関連問題に関する通知」のパブリックコメント版を公布した。続いて、商務部は同年10月12日付で「クロスボーダー人民元直接投資関連問題に関する通知」（商務部通知）を正式に制定し、中国人民銀行は同年10月13日付で「外商直接投資人民元決済業務管理弁法」（人民銀行管理弁法）を制定した。いずれも、公布は同年10月14日に行われ、即日施行された。こうして、人民元建て対内直接投資は、試験的段階から本格的実施段階に入った。

<sup>2</sup> 関根栄一「香港金融サービス業の振興を図る中国国務院・李克強副総理のスピーチ」『季刊中国資本市場研究』2011年秋号を参照。

## 2. 新法令のポイント

商務部通知および人民銀行管理弁法のポイントは以下の通りとなる。

### 1) 人民元建て対内直接投資の定義

商務部通知では、人民元建て対内直接投資を「クロスボーダー人民元直接投資」と呼称し、「外国投資家が合法的に獲得した域外（中国本土外）人民元を以って法令に基づき中国で直接投資活動を行うこと」を指すとした。

外国企業が中国本土で設立する企業は「外商投資企業」と呼ばれるが、商務部通知が指す直接投資活動には、外商投資企業の新規設立や増資、中国企業の買収、合弁企業の中国側持分買収などが含まれるとされる。

### 2) 人民元建て対内直接投資の原資

商務部通知では、「域外人民元」を以下の通り定義している。

一つ目は、域内（中国本土内）から取得した人民元で、①外国投資家がクロスボーダー人民元建て貿易決済で取得した人民元、および②域内で法令に基づき取得し、かつ域外に送金した人民元利益および持分譲渡・減資・清算・前倒しの投資回収で取得した人民元、と定義した。

二つ目は、域外で取得した人民元で、合法的ルートで取得することを前提に、域外における人民元建て債券や株式の発行等の方法で取得した人民元を含み、かつこれらに限られないとした。

商務部通知の制定趣旨には、「投資の利便化」があり、域内であれ域外であれ、合法的に取得した人民元を原資とした対内直接投資を更に利用していく狙いがある。また、後述の通り、香港で発行した人民元建て債券（点心債、後述）のみならず、香港での人民元建て借入も対内直接投資の原資に含まれる余地を確保していることも特徴である。

### 3) 人民元建て対内直接投資の審査手続き

商務部通知および人民銀行管理弁法では、商務部と中国人民銀行が共同で外国投資家向けに企業設立から口座開設までの事務フローを定めていることも、「投資の利便化」を意識したものとなっている（図表2）。

第一に、外国投資家は、所在地の地方の商務主管部門（商務部の地方出先）に対し、人民元建て対内直接投資の申請を行う。当該地方商務主管部門がクロスボーダー人民元直接投資批准書を発行すれば、これを基に企業設立を申請する。

第二に、営業許可証の取得などによって企業（外商投資企業）が設立されれば、外国投資家は所在地の中国人民銀行地方支店に対し企業情報の登録を行う。これによって中国人民銀行地方支店の承認の下に、外商投資企業名義での人民元資本金専用口座を取引銀行に開設する。

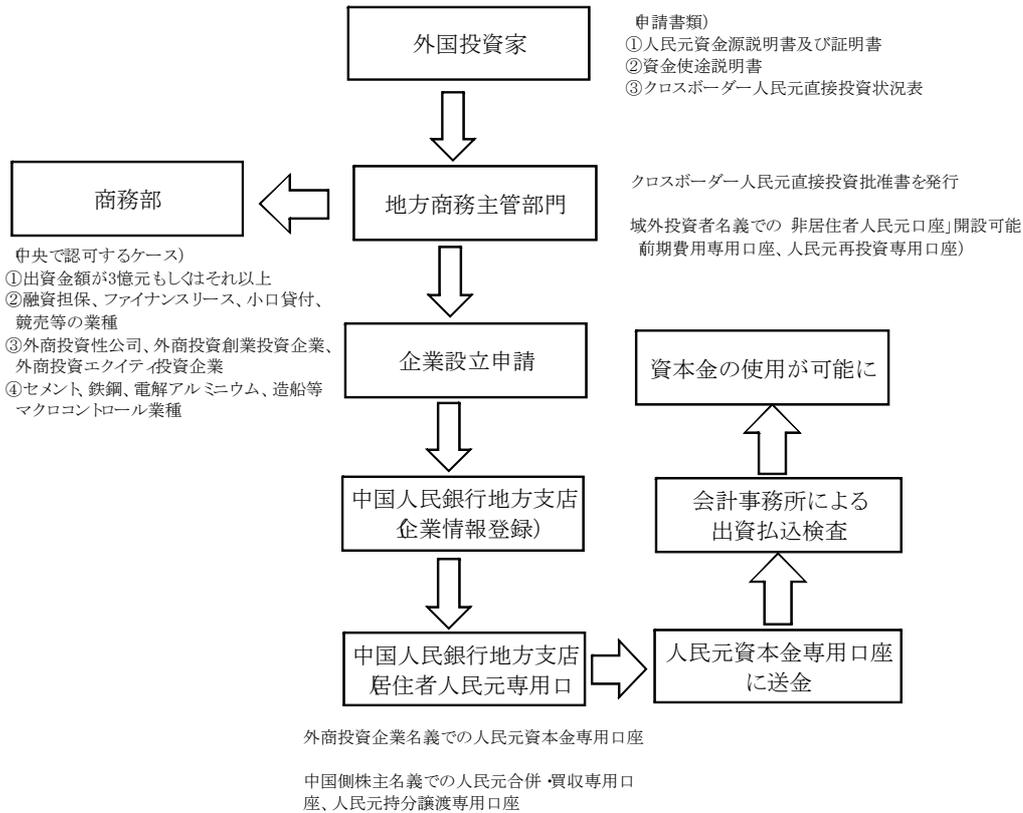
第三に、域外から外国投資家は人民元資本金専用口座に人民元を送金し、会計事務所による出資払込検査を経て、取引銀行にて人民元を使用することができるようになる。

### 4) 人民元建て対内直接投資の留意点

以上のような人民元建て対内直接投資の利便性を図る一方で、運用上、制約事項もある。

一つ目は、資金使途の制約である。商務部通知では、人民元建て対内直接投資について、①

図表 2 人民元建て対内直接投資の認可手続き



(出所) 商務部、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

中国域内で直接的または間接的に有価証券や金融デリバティブ商品に投資すること、②委託貸付に利用すること、を禁止している。一連のルールが実需に基づく直接投資を資金使途として想定している以上、当然の措置であろう。

二つ目は、中央の商務部が認可するケースを設定した点である。具体的には、①出資金額が3億元もしくはそれ以上、②融資担保・ファイナンスリース・小口貸付・競売等の業種、③外商投資性公司・外商投資創業投資企業・外商投資エクイティ投資企業、④セメント・鉄鋼・電解アルミニウム・造船等のマクロコントロール業種、の四ケースである。大型プロジェクトや金融事業、地域本社、景気過熱業種に対しては、慎重に審査するという商務部の考え方が見て取れる。

一方、景気過熱業種として何かと指摘される不動産については、商務部通知は、「現行の外商投資不動産の審査・認可、届出管理の規定に従って執行する」と規定している。不動産についても、中央の商務部に認可の裁量の余地が残されているものと筆者は解釈する。

### 3. 人民元建て対内直接投資でも必要な外債登記

#### 1) 外商投資企業の借入枠の規制

資本取引が完全に自由化されていない中国では、外商投資企業を設立する場合、会社の規模と進出業種に関する制約が存在している。うち前者の会社の規模に関して言えば、現地で事業

を立ち上げる際に必要となる資金としての自己資金（資本金）と借入金の合計を「投資総額」と呼び、外商投資企業設立時の認可事項の一つとなっている（図表3）。

また、外商投資企業の場合、投資総額に応じた最低資本金が定められている（図表4）。投資総額と資本金が決まれば、投資総額と資本金の差額が「借入額」（中国語で「投注差」）となる。外商投資企業の負債は、当該借入枠の範囲内で調達する必要がある。

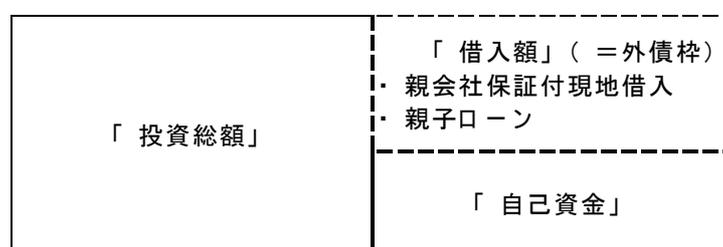
## 2) 外商投資企業の外債登記制度

外商投資企業の負債を、域外の親会社からの親子ローンで調達する場合は、対外債務扱いとなる。中国では、国内の機関が非居住者に対して負う外貨建ての債務を「外債」と呼び、国家発展改革委員会、財政部、国家外為管理局が借入主体ごとに管理している。

外商投資企業による外債は、所管の外為管理局で借入契約締結後 15 日以内に登記（いわゆる「外債登記」）を行わなければならない。さらに、外商投資企業の外債枠に関しては、以下のような規制が行われている（図表4）。

- (1) 外商投資企業が借り入れる外債は、原則として、審査認可部門が認可した投資総額と登録資本金の差額である借入枠（投注差）を超えることは出来ない。
- (2) 差額の外債は、（1年超の）中長期外債については累計発生額で計算する。（1年以内の）短期外債については残高で計算する。
- (3) （日系銀行在中国支店を含む）現地金融機関からの借入に親会社の保証が付されている。

図表3 投資総額と外債（対外借入）規制の概念図



- (注) 1. 「投資総額」－「自己資金」＝「借入額」（＝外債枠）。  
 2. 「外債枠」＝「短期（1年以内）外債残高」＋「中長期（1年超）外債累計発生額」。  
 3. 親会社による保証債務は保証履行時に「外債」扱いとなる。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表4 外商投資企業の最低資本金制度

投資総額	投資総額に占める 資本金の最低割合	補足
300万ドル以下	70%	—
300万ドル超～1,000万ドル	50%	但し総投資額が420万ドル以下の場合、 最低210万ドルの資本金が必要
1,000万ドル超～3,000万ドル	40%	但し総投資額が1,250万ドル以下の場合、 最低500万ドルの資本金が必要
3,000万ドル超～	3分の1以上	但し総投資額が3,600万ドル以下の場合、 最低1,200万ドルの資本金が必要

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

る場合は、当該保証債務の履行時に外債として扱われる。

- (4) 投資総額および登録資本金の差額を超えて借入を行う場合、外商投資企業は元の審査認可部門のプロジェクト投資総額に関する再査定を受けなければならない。

### 3) 人民元建て対内直接投資に関する外債登記の扱い

前述の人民元建て対内直接投資の試験的段階では、人民元建て親子ローンといった人民元建て外債も「外債登記」の対象となった。まずは、国家外為管理局上海市分局が2011年1月14日付で関連通知を公布している。

その後、前述の通り、国家外為管理局・総司が2011年4月7日付で公布した「クロスボーダー人民元資金項目業務オペレーション関連問題を規範化することに関する通知」によっても、人民元建て外債について、現行の外債管理規定に従って取り扱うこととなった。

2011年10月に施行された商務部通知と人民銀行管理弁法によって、試験的段階で必要とされていた人民元建て外債の中国人民銀行の認可取得手続きは不要とされ、人民元建て外債の登録手続きは外貨建て外債の登録手続きと同様の手続きを踏めばよいとされた。但し、このタイミングで、国家外為管理局が商務部や中国人民銀行とともに新たな規定を出さなかったことから、現時点では2011年4月通知を基に、国家外為管理局の所在地の出先に確認する必要性が残っている。

## Ⅲ、香港人民元オフショア市場での資金調達

### 1. 香港での人民元建て債券の発行

香港人民元オフショア市場の原資となる香港の人民元預金は、2004年に中国本土観光客の利便性を図るために解禁され、2009年7月の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9月末には6,222億元にまで急増した（同年10月末は6,185億元と前月比で37億元減少）。

この香港での人民元預金の運用手段を提供するものとして、香港人民元オフショア市場では、2007年から中国本土の発行体に人民元建て債券の発行が解禁されている（図表5）。続いて

図表5 点心債の発行体の多様化と発行金額

年	発行体		発行金額 (億元)
	居住者	非居住者	
2007年	政策性銀行(中国開銀、中国輸銀) 国有商業銀行(中国銀行ほか)	—	100
2008年	政策性銀行、国有商業銀行	—	120
2009年	中国政府(財政部) 政策性銀行、国有商業銀行 外資系銀行(HSBC、東亜銀行)	—	160
2010年	中国政府(財政部) 政策性銀行、国有商業銀行	事業会社(香港ホープウェル、米マクドナルドほか) 金融機関(UBS、ANZ)	357.6
2011年	中国政府(財政部) 政策性銀行、国有商業銀行 事業会社(宝鋼集団)	国際金融機関(世界銀行、IFC、アジア開発銀行) 政府系金融機関(韓国輸出入銀行) 事業会社(台湾・永豊余、フォルクスワーゲンほか) 金融機関(ICBC Asia)	868

(注) 2011年は12月8日までの発行実績。

(出所) 香港SFC、各種資料より野村資本市場研究所作成

2009年10月には、中国財政部による人民元建て国債が発行された。さらに2010年7月からは、人民元建て貿易決済の拡大を図る中国本土・香港間の合意により、外国企業や外国金融機関にも人民元建て債券の発行が解禁された。

こうした人民元建て債券は、「ユーロ人民元債」と呼ばれる一方で、2010年8月のマクドナルドによる発行をきっかけに、香港を代表する飲茶（ヤムチャ）を意味する「点心債」（Dim Sum Bond、ディムサムボンド）の愛称の方も親しまれている。点心債を含む香港での人民元建て債券の発行は、2007年は100億元、2008年は120億元、2009年は160億元と増加してきたが、同年の人民元建て貿易決済の解禁とともに、2010年には358億元、2011年は12月8日までに868億元が発行されている。

## 2. 日本企業の発行状況

点心債は、日本企業にも発行事例が出始めている。日本企業の点心債発行第一号はオリックスで、その後三菱UFJリース、東京センチュリーリース、三井住友ファイナンス&リースの発行が続いている（図表6）。日本企業を含め、中国本土企業や海外の発行体による点心債発行についても、日本の金融機関による引受実績が出始めている。

日本企業の発行実績でファイナンスリース会社を中心となっているのは、中国本土での人民元建てリース資産の回転に合せた人民元建て負債調達を行なっているためと推測される。発行期間は、いずれも2~3年であり、今後、償還後の借り換えが上手く行くかどうか焦点となろう。また、これらの発行体の借り換えが円滑に行なわれれば、資金回収までもう少し足の長い製造業企業にも、香港での人民元建てでの起債の余地が出てこよう。

## 3. 李克強副総理の香港スピーチ後の実績

2011年8月の李克強副総理の香港スピーチでは、香港の資金調達機能の活用策の一つとして、中国本土企業の香港人民元建て債券の発行を容認するとした。また、香港-中国本土間の人民元の還流ルート整備の一環として、香港から人民元建て対中直接投資を行うことを支援し、同時に中国本土で外国銀行による人民元建て増資のテストを行うとした。これらについても個別の実績

図表6 点心債発行に関わる日本企業・日本金融機関と特筆すべき発行体

### 1. 日本企業の点心債発行・日本の金融機関の引受状況

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
オリックス	2011年3月15日	2014年3月24日	3	4	4	2.00	ANZ、みずほ証券、スタンダード・チャータード銀行、BNPパリバ、寶盛証券
三菱UFJリース	2011年4月8日	2013年4月8日	2	2	2	1.65	n.a
東京センチュリーリース	2011年4月28日	2014年4月29日	3	2	2	2.70	みずほ証券、UBS
銀泰百貨	2011年7月8日	2014年7月8日	3	10	10	4.65	野村証券、Citi、ICBC Asia
三井住友ファイナンス&リース	2011年9月12日	2013年9月12日	2	2	2	2.50	ゴールドマン・サックス、SMBG日興証券(香港)
	2011年9月12日	2014年9月16日	3	3	3	3.00	
韓国輸出入銀行	2011年11月1日	2012年11月1日	1	2	2	2.10	野村証券
Lafarge Shui ON Cement	2011年11月14日	2014年11月14日	3	15	15	9.00	Citi、HSBC、三菱UFJセキュリティーズ(香港)、スタンダード・チャータード銀行
オリックス	2011年11月22日	2014年11月18日	3	5	5	4.00	スタンダード・チャータード銀行、BNPパリバ、ANZ、クレディ・アグリコル、大和証券キャピタル・マーケット、みずほ証券

### 2. 中国国務院・李克強副総理の香港スピーチ後の特筆すべき発行体

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
ICBC Asia	2011年11月4日	2021年11月4日	10	15	15	6.00	HSBC、ICBC国際、中国銀行(香港)
宝鋼集団	2011年11月28日	2013年11月28日	2	10	10	3.13	HSBC、ドイツ銀行
	2011年11月28日	2014年11月28日	3	21	21	3.50	
	2011年11月28日	2016年11月28日	5	5	5	4.38	

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

が出始めている。

一つ目は、中国本土企業による点心債の発行である。第一号は、上海の宝钢集団で、2011年10月に中国国務院の認可を経て、国家発展改革委員会は65億元の点心債の発行枠を認可した。同年11月には既に起債が行なわれ、調達資金は、同集団の海外子会社の増資に充てられたとされる<sup>3</sup>。

二つ目は、2011年11月に行なわれた中国工商銀行の香港子会社であるICBC Asiaによる点心債の発行である。調達した資金は、中国本土の華商銀行への出資に用いられた。HSBCも、同年11月に香港で28億元を調達し、中国現地法人の増資に充てたとされる<sup>4</sup>。

三つ目は、中国本土での事業資金を対象とした外国企業による香港での人民元借入れである。伊藤忠商事の持ち分法適用会社である香港の亜洲聯合財務（ユナイテッド・アジア・ファイナンス）は、邦銀が初めてオフショアで組成した人民元建て協調融資（シンジケートローン）を活用している<sup>5</sup>。調達金額は、人民元と香港ドルの両通貨で約4億元相当とされる。マブチモーターも、邦銀を通じて1億6,500万元を香港で調達し、江西省の子会社の増資に利用したとされる<sup>6</sup>。

こうした香港を含む海外で調達した人民元を原資とした対内直接投資については、前述の商務部通知と人民銀行管理弁法の2011年10月14日の施行以降、同年12月14日までの時点で商務部は78件の申請を受け付け、うち74件を認可している（商務部外国投資管理司・黄峰副司長）<sup>7</sup>。この74件の出資金額は計165.3億元で、うち7割が香港から持ち込まれている。また、当該74件のうち、61件が地方商務主管部門によって認可され、13件が中央の商務部によって認可されている。中央の商務部が審査した理由は、出資金額が3億元以上やマクロコントロール業種に該当していたためとしている。さらに、当該74件の原資は、借入れもしくは点心債の発行によるものであるとされる。

ちなみに、全て中国本土に持ち込まれているとはいえないが、香港での人民元建て貸付残高は、2011年初の約20億元から同年6月末には110億元に増加し、同年9月末には190億元に達している<sup>8</sup>。現在検討されている香港での人民元建てIPOが解禁され、人民元の原資が増加すれば、人民元建て対内直接投資の動きはさらに加速しよう。

#### IV. 日本の金融機関にとっての機会

香港での資金調達のうち、点心債に関する2011年の引受実績を見てみると、引受金額のうち20.4%をHSBC、同10.5%をスタンダード・チャータード銀行と、香港系の銀行が約3割を占めている（図表7）。調達した人民元を対内直接投資によって中国本土に持ち込む場合の口座開設などの実務や当局への確認作業を考えると、中国本土での支店網や当局との強い関係を有する中国資本（中資）系銀行が有利な中で、これら香港系銀行の引受実績は評価に値しよう。

一方、日本の金融機関の場合、日本企業の対中直接投資の増加や日本企業との深い関係を考えると、今後、点心債の潜在的な発行体を発掘できる余地があろう。また、商業銀行にとっては中

<sup>3</sup> 2011年11月22日付人民網日本語版。

<sup>4</sup> 2011年11月25日付日本経済新聞。

<sup>5</sup> 2011年11月1日付日本経済新聞。

<sup>6</sup> 2011年11月25日付日本経済新聞。

<sup>7</sup> 2011年12月15日付21世紀経済導報。

<sup>8</sup> 2011年11月25日付新華社北京。

図表7 点心債ブックランナーランキング (2011年、上位10位)

ランキング	ブックランナー	引受金額 (百万ドル)	引受シェア (%)	引受件数 (本)	2010年 ランキング
1	HSBC	2,792	20.4	32	3
2	スタンダード・チャータード銀行	1,438	10.5	20	4
3	中国銀行	1,285	9.4	16	1
4	ドイツ銀行	1,117	8.1	13	8
5	中国工商銀行	820	6.0	12	5
6	中国農業銀行	577	4.2	6	-
7	ゴールドマン・サックス	570	4.2	8	6
8	シティグループ	529	3.9	7	-
9	中国国際金融(CICC)	461	3.4	5	7
10	DBS	442	3.2	9	-
上位10社計		10,031	73.1	69	-
全体		13,715	100.0	80	-
(人民元換算後)		868億元	-	-	-

(注) 1. 原典はDealogic。2011年12月8日時点。  
 2. 人民元換算については、2011年12月8日付中間レートに基づき、1ドル=6.3319元として計算。  
 (出所) Asiamoney より野村資本市場研究所作成

国本土での支店業務（口座開設、預貸、為替、決済）、投資銀行にとっては香港やその他海外地域での投資家の確保が、日本企業に点心債引受のメリットを訴求する意味で重要になってこよう。

今後も、香港での人民元建て起債や借入れは、人民元建て対内直接投資と車の両輪で進んでいくものと思われる。その際、香港での点心債市場の拡大のためには、中国本土に比べて金利水準が低い中で、点心債の投資家が緩やかな人民元の先高期待を持つことが条件となる。このため、2012年の中国本土のマクロ経済政策や金融・為替政策の見通しや予見可能性がまさに重要な局面になってきているといえよう。

## 著者紹介

関根 栄一 (せきね えいいち)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1969年生まれ。1991年早稲田大学法学部卒業、1996年北京大學漢語センター修了、2002年早稲田大学社会科学部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月野村資本市場研究所に入社。2010年7月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research