



日中両国による新たな金融協力時代の幕開け¹

—日中首脳会談を受けて—

関根 栄一[※]

要約

1. 2011年12月25日、野田佳彦総理は、就任後初めて中国を訪問し、日中首脳会談を行い、金融面では、日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化が合意された（金融協力合意）。
2. 金融協力合意は、①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、②円・人民元間の直接交換市場の発展支援、③円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援、④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、⑤「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置の計5項目から構成される。
3. 金融協力合意の民間部門にとっての意義は、①日本企業にとっての貿易・投資面での利便性の向上、②人民元建て資金調達・運用ルートの開拓・拡大、③人民元建て運用商品の増加、が指摘できる。但し、東京市場を使った人民元のクロスボーダー取引には、東京市場への人民元の供給ルートの確保が課題となる。
4. 今回の金融協力合意では、日本当局による中国国債への投資にかかる申請手続きを進めることが合意されている。2010年に入り、中国による日本債券（国債）の売買が活発化しており、2011年1月～11月では、ネットで全体では2兆5,672億円の売り越しとなっている。2010年末時点の中国本土の国債発行残高は6兆2,628億円で（約77兆円）、保有者はほぼ100%居住者で、商業銀行が6割強を占めている。
5. 中国本土市場で国債を購入する場合、外国人投資家にとっては、取引所市場でのQFII（適格外国機関投資家）制度と、銀行間債券市場でのライセンスを取得する方法がある。日本政府の中国国債の購入は、それ以外の方法を採用する可能性もあるが、中国本土の債券市場の外国人投資家への開放のステップにも影響を与えよう。中国の識者も、人民元の国際化や債券市場の発展の観点から、日本政府による中国国債の購入を歓迎している。
6. 今回の金融協力合意は、ロンドンなど人民元オフショア市場構想を掲げる他都市・地域との国際的な市場間競争も背景にあり、中国の経済的台頭や国際化を進める人民元の将来を見据えた攻めの姿勢が表われているといえる。人民元の活用そのものをテーマとした合同作業部会の設置も、G7では日本政府が先行した形となった。本件合意の具体化に向けた動きが注目される。

¹ 本稿は、株式会社野村資本市場研究所の許諾を得て、『野村資本市場クォーターリー』2012Vol.15-3より転載している。

[※] 関根 栄一（野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表）

I、日中両国による金融協力の強化

1. 日中首脳会談の金融面の成果

2011年12月25日、野田佳彦総理は、就任後初めて中国を訪問し、温家宝総理との間で日中首脳会談を行った。今回の首脳会談では、政治・外交面では、不透明な朝鮮半島情勢をめぐる日中連携強化が注目される一方で、日中経済関係についても意見が交わされた。特に金融面では、日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化が合意されたことが最大の目玉である。

2. 金融協力合意の内容

首脳会談後に発表された日本の財務省²と中国の中国人民銀行³の各コミュニケによれば、日中両国間の拡大する経済・金融関係を支えるため、日中両国首脳は、両国の金融市場における相互協力を強化し、両国間の金融取引を促進することに合意した（金融協力合意）。更に、これらの発展は市場主導で進められるとの原則に留意しつつ、具体的に以下の分野で協力するとした（図表1）。

1) 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

金融協力の柱の一つ目が、両国間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進である。このため、第一に、円建て・人民元建ての貿易決済を促進し、両国の輸出入者の為替リスクや取引コストを低減するとした。第二に、日系現地法人向けをはじめとする、日本から中国

図表1 日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化（ファクト・シート）

前文	日中両国間の拡大する経済・金融関係を支えるため、日中両国首脳は、両国の金融市場における相互協力を強化し、両国間の金融取引を促進することに合意した。これらの発展は市場主導で進められるとの原則に留意しつつ、具体的に以下の分野で協力。
協力項目	(1) 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
	・円建て・人民元建ての貿易決済を促進し、両国の輸出入者の為替リスクや取引コストを低減
	・日系現地法人向けをはじめとする、日本から中国本土への人民元建て直接投資
	(2) 円・人民元間の直接交換市場の発展支援
	(3) 円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援
協力項目	・①東京市場をはじめとする海外市場での日本企業による人民元建て債券の発行
	・②パイロットプログラムとしての、中国本土市場における国際協力銀行による人民元建て債券の発行
	・日本当局による中国国債への投資に係る申請手続きを進める
協力項目	(4) 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
	(5) 上記分野における相互協力を促進するため、「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置
その他	このほか、日中両国首脳は、チェンマイ・イニシアティブにおける危機予防機能の導入及び危機対応機能の更なる強化など、ASEAN+3で進められている金融協力の強化に向けた取り組みを加速することに合意した。

(注) 協力項目(4)中の「促進(しょうよう)」とは、推進・促進の意。

(出所) 財務省、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

² http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/dialogue/japan_china_financial_cooperation.htm

³ http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2011/20111225191841656522157/20111225191841656522157_.html

本土への人民元建て直接投資の利用を促進するとした。

2) 円・人民元間の直接交換市場の発展支援

金融協力の柱の二つ目が、円・人民元間の直接交換市場の発展の支援である。

3) 円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援

金融協力の柱の三つ目が、円建て・人民元建て債券市場の健全な発展の支援である。このため、第一に、東京市場をはじめとする海外市場での日本企業による人民元建て債券の発行を支援するとした。同時に、パイロットプログラムとしての、中国本土市場における国際協力銀行（JBIC）による人民元建て債券の発行を支援するとした。第二に、日本当局による中国国債への投資にかかる申請手続きを進めるとした。

4) 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

金融協力の柱の四つ目が、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を促進することである。

5) 「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置

金融協力の柱の五つ目が、上記分野における相互協力を促進するため、「日中金融市場の発展のための合同作業部会」（合同作業部会）を設置することである。

合同作業部会の中国側メンバーは、中国人民銀行、その他関係当局、日本側メンバーは、財務省、日本銀行、金融庁となる予定である。また、民間のニーズを前提に、当局として対応すべき規制・慣行上の制約の有無を検証・協議することとした。

II. 金融協力合意の民間部門にとっての意義と課題

今回の金融協力合意は、日中両国政府が、民間部門の金融取引を促進する上で大きな意義がある一方で、解決すべき課題も考えられる。

1. 日本企業にとっての貿易・投資面での利便性の向上

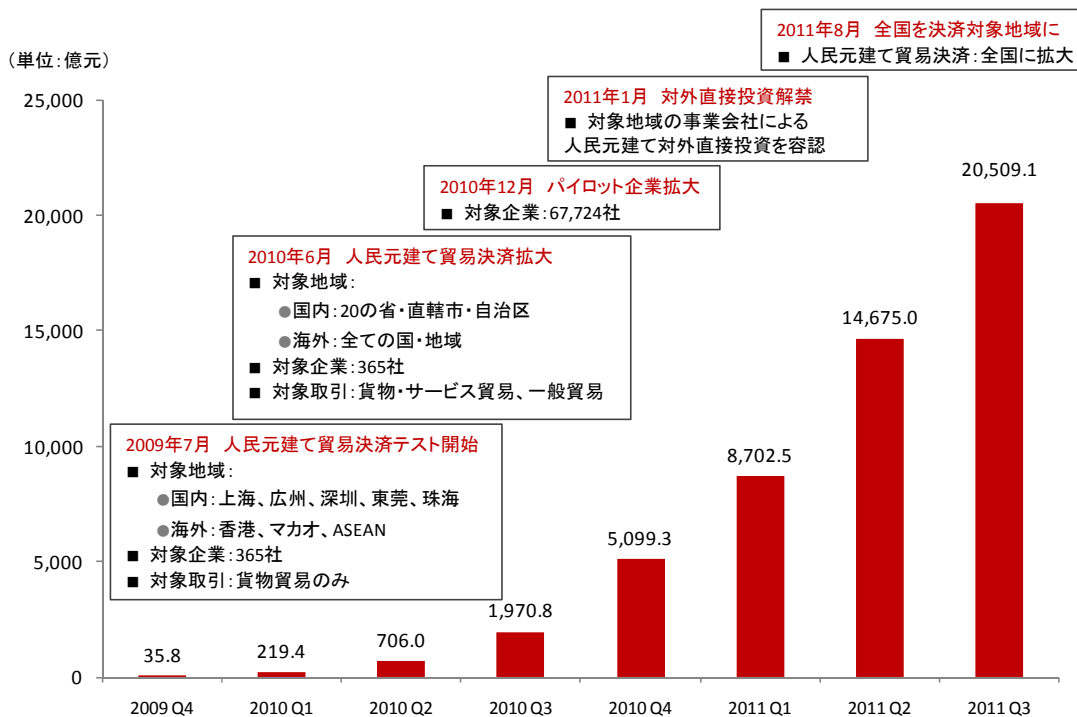
1) クロスボーダー人民元取引の拡大の現状

今回の金融協力合意によって、日本企業が、貿易や投資面で人民元を使ってクロスボーダーの取引を容易に行なえるようになることが期待される。

最初に貿易面について見てみると、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、2010年6月には、貿易決済の相手先は全ての国・地域に解禁された。また、中国本土の試験地域は、2011年8月に全ての省・直轄市の企業に拡大された（図表2）。2009年7月以降、2011年9月末までの累計の人民元建て貿易決済金額は2兆509億元となっている。但し、こうした人民元建て貿易決済の相手先は、金額全体の90%が香港向けとなっている。

次に投資面について見てみると、中国では、人民元建て貿易決済の増加とともに、人民元を中国本土に還流するための手段の一つとして、人民元建て対内直接投資が試験的に行なわれて

図表 2 人民元建て貿易決済金額（累計）と規制緩和



(出所) 中国人民銀行、各種資料より野村資本市場研究所作成

きた⁴。但し、この試験期間においては、地方によって認可を巡る解釈や運用に違いが見られたため、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を機に、同年10月14日から商務部及び中国人民銀行が施行した新たな法令が施行されている。その後の実績としては、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)⁵。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。

香港では、2004年から人民元預金が解禁され、前述の人民元建て貿易決済でも中国銀行 (香港) が中国人民銀行から唯一のクリアリング (清算) 銀行として指定され、中国本土から香港に人民元を供給するルートが確保されている。いわゆる香港人民元オフショア市場である。

2) 鍵となる東京市場への人民元供給ルートの開拓

今回の金融協力合意によって、この香港人民元オフショア市場に加え、東京市場も使った利用ルートが確保されるようになれば、日本企業による人民元利用も進むことになろう。

そのためには、香港市場から東京市場に流れる人民元の供給が円滑に進む必要がある。場合によっては、中国銀行東京支店が東京市場でのクリアリング業務のライセンスを中国本土の金融当局から付与され、中国本土から東京市場への人民元供給をより太くすることも検討される

⁴ 人民元建て対内直接投資と香港での人民元建て起債に関しては、関根栄一「動き始めた中国の人民元建て対内直接投資」『季刊中国資本市場研究』2012年冬号を参照。

⁵ 2011年12月15日付21世紀経済導報。

べきであろう。また、こうした東京市場への人民元供給に対し、日本の金融機関がどこまで関与できるかも焦点となろう。

2. 人民元建て資金調達・運用ルートの開拓・拡大

1) 日本企業による香港市場での人民元建て起債実績

香港では、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3）。続いて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。2011年の点心債発行は、最終的に1,000億元に達した模様である。点心債は、日本企業にも発行事例が出始めており、日本の金融機関による引受実績もある。

2) 東京市場での人民元市場の厚みや流動性の確保が課題

日本企業による人民元建て債券の発行の増加は、日本企業による人民元建て対内直接投資を促進することに寄与しよう。特に、東京市場で人民元による起債が行なわれれば、日本企業にとっても、人民元使用の利便性が高まることになろう。但し、東京市場を使って起債する場合、人民元を保有する投資家をどのように確保するのが課題となる。東京の人民元市場の厚みや流動性によっては、香港から投資家を呼び込むことが必要な局面も考えられよう。

東京での人民元による起債の観点からは、東京市場の人民元原資が増加する必要がある。そのためには、第一に、東京市場での人民元建て貿易決済の促進、特に中国企業の日本製品・

図表3 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（香港ホーブウェル、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）	約1,000

（注） 2011年の発行金額は、2012年1月17日の香港金融管理局の発表に基づく。

（出所） 香港 SFC、各種資料より野村資本市場研究所作成

サービスの購入見合いの日本企業による人民元建て決済代金の受け取りが進む必要がある。第二に、投資家の人民元口座の開設が自由に行なわれる必要がある。第三に、発行制度を巡っては、香港市場での人民元建て債券の発行規制や情報開示制度を検討・比較し、東京市場での発行体にとっての利便性や投資家保護との調和を図る必要があるだろう。

3) 期待される中国本土市場での人民元建て債券の発行体の多様化

中国本土市場で、非居住者が発行する人民元建て債券は、「パンダ債」と呼ばれる（日本の「サムライ債」に相当）⁶。2005年2月、中国人民銀行、財政部、国家発展改革委員会、中国证券监督管理委员会（証監会）の連名で「国際開発機構の人民元建債券の発行管理暫定弁法」が公布され、同年10月にはアジア開発銀行（ADB）が10億元、国際金融公社（IFC）が11.3億元を発行している。その後、2006年11月にIFCが8.7億元、ADBが10億元を発行しているが、これらの4本以外にその後の発行実績はない。

中国本土の銀行間債券市場では、居住者として、2010年5月に三菱東京UFJ銀行が10億元の金融債を、同年10月に上海GM自動車金融会社が15億元の金融債を発行している。また、2011年12月には、三菱商事の中国現地法人が、銀行間債券市場でのCP発行プログラムの認可を取得しているが（発行枠5億元）、これら以外の外資の発行体の実績は皆無である。

このため、日本の政府系金融機関である国際協力銀行（JBIC）によるパンダ債の発行は、中国の債券市場の発行体の多様化を促し、居住者にせよ非居住者にせよ、外国の民間部門の中国本土市場での起債の呼び水となることが期待される。一方、非居住者の人民元建て債券発行には、上述の暫定弁法上の発行条件、資金使途、情報開示、採用会計基準等の技術的課題を洗い出し、一つずつ解決していくプロセスが今後必要となろう。

3. 人民元建て運用商品の増加

上記のような、貿易・投資、債券市場の活性化に従い、人民元建て金融商品・サービスへのニーズや供給も増えていくことにつながろう。その際、日中両国で、商品・サービスの開発に向けた規制・慣行上の制約が存在する場合は、その解決に向けて、合同作業部会の役割が重要となろう。

金融協力合意のうち、円・人民元間の直接交換市場の創設は、中国の人民元為替レート制度の問題とも絡むため、中国の為替制度改革のペースや内容を確認しながら進められていくこととなろう。

また、中国本土の為替市場では、中国人民銀行が毎営業日、人民元為替レートの中間値を公表しているが、2010年8月19日には、既存の主要通貨である米ドル、ユーロ、日本円、英ポンド、香港ドルに加え、マレーシアのリングgitが加えられた。続いて同年11月22日にはルーブルが、2011年11月28日には豪ドルとカナダドルが加えられた。現在の円・人民元間の為替レートは、米ドルを媒介通貨として決定されているが、円・人民元を直接交換とした場合、前述のように直接交換が行なわれている通貨の人民元為替レート形成の現在の仕組みを十分に調査し、理解するところから始まるといえるだろう。

⁶ 中国のパンダ債の発行制度に関しては、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」『資本市場クォーターリー』2006年夏号を参照。

Ⅲ、日本政府による中国国債の購入の背景

1. 活発化する中国による日本債券（国債）の売買

今回の金融協力合意では、日本当局による中国国債への投資にかかる申請手続きを進めることが合意されている。

そもそも、中国による日本債券（国債）の売買は、2010年に入ってから活発に行なわれてきている。具体的には、同年1～7月までで、中国の日本債券の買い越し額は2兆3,158億円となった（図表4）。また、同年1～7月の買い越し額のうち、償還期間が1年以内の短期債の買い越し額が2兆3,613億円、中長期債の売り越し額が455億円であり、全体として短期債の買い越しがこの時期までの特徴であった。その後、2010年8月は単月で2兆182億円の売り越しとなり、同年7月までの買い越しを相殺した格好となった。

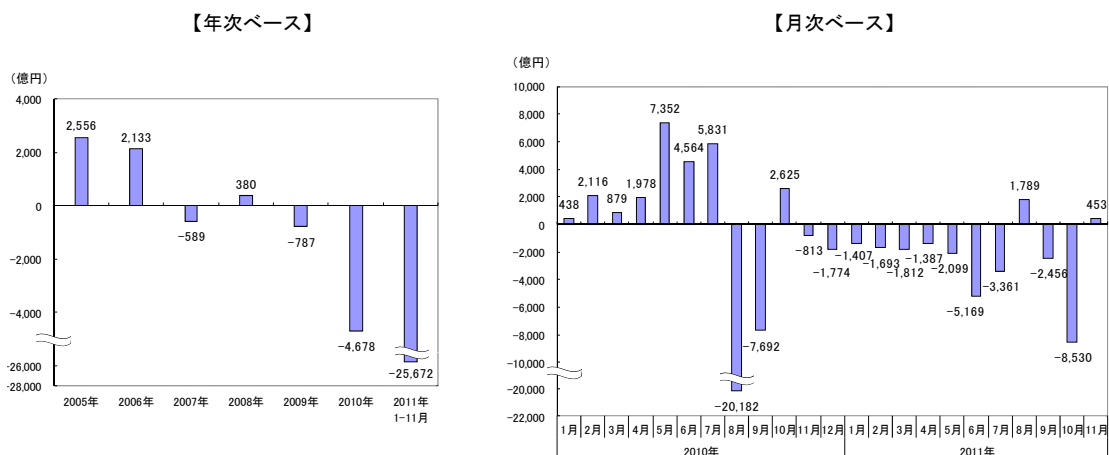
2010年9月以降も日本債券全体では売り越しの状況が続き、円高差益狙いとされる運用が続いてきたが、中長期債は2010年10月以降、2011年5月まで買い越しが続いてきた。特に2011年に入ってから、ネットで2月が1,652億円、3月が2,345億円とそれぞれ買い越し、更に4月は1兆3,300億円と大きく買い越した。最新の統計の2011年1月～11月では、ネットで全体では2兆5,672億円の売り越し、うち短期債では3兆1,202億円の売り越し、中長期債では5,530億円の買い越しとなっている。

2. 背景にある中国の外貨準備運用の多様化

中国の外貨準備は、2006年2月に日本を抜いて世界一となり、2011年3月に3兆ドルを突破し、同年12月末時点では3兆1,811億ドルとなっている。

現在、中国の外貨準備はその7割が米ドルと言われており、またその大部分が中国人民銀行（中央銀行）の外局である国家外為管理局（SAFE、State Administration of Foreign Exchangeの略称）によって米国債で運用されているとされる。米国債での運用は貿易上の対外支払いや市場の流動性を考えた上で行われてはいるが、運用資産の下落リスクを回避し、更にリターンを追求するために、

図表4 中国による日本債券（国債）の購入



(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

2007年9月、外貨準備から2,000億ドルを資本金として移管された中国投資有限責任公司（CIC、China Investment Corporationの略称）が設立されている。

外貨準備本体を運用するSAFEは、2009年12月1日に「外為管理概覧」、2010年7月に「外為管理政策熱点問答」をそれぞれ公表しているが、これらの中で、外貨準備の運用は、安全性、流動性、増価性（収益性）の三原則に基づくとしている。また、アセットアロケーションでは、国債、エージェンシー債、国際金融機関債、社債、ファンド等に、通貨では、米ドル、ユーロ、日本円等の伝統的な主要通貨に加え、新興市場国通貨への分散投資を行うとしており、前述の中国の日本債券の売買もこうした外貨準備運用の多様化の一環として位置付けられている。

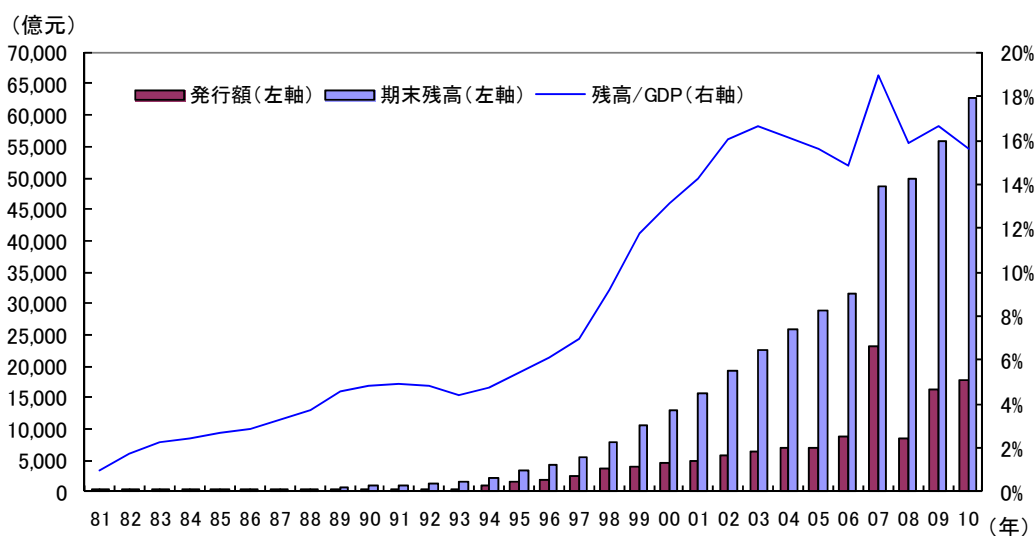
3. 拡大する中国の国債市場

1) 中国本土の国債市場

中国の本土市場では、1978年の改革開放政策後の1981年から国債の発行が再開され、2011年は発行再開30周年にあたっている。中国の国債には、記帳式国債、証書式国債、貯蓄国債の三種類がある。また、中国の国債のプライマリーの発行市場には、中国人民銀行が管理する銀行間（インターバンク）債券市場と証監会が管理する取引所市場とがあり、殆どが銀行間債券市場で発行・流通されている。

2010年、中国では1兆7,778億元（約22兆円）⁷の国債が発行された（図表5）。また、2010年末時点の発行残高は6兆2,628億元となっている（約77兆円）。1981年の国債発行金額49億元と比べると、隔世の感がある。

図表5 中国の国債の発行額と残高の推移



(出所) WIND 資訊、『中国証券期貨統計年鑑』、中国国家統計局、中央国債登記結算公司、チャイナボンドコムより野村資本市場研究所作成

⁷ 2010年末の邦貨換算は、2010年12月31日付中間レートに基づき、1元=12.3円として計算。

2) 中国本土では原則国内で消化

一方、中国本土の国債市場の投資家はほぼ 100%が居住者となっている。その投資家構成を見てみると、例えば 2010 年末時点の銀行間市場での記帳式国債の発行残高 5 兆 9,628 億元のうち、商業銀行が 61%、特殊結算（決済）会員（中国人民銀行、財政部、政策性銀行、清算決済機関など）が 26%、保険会社が 6%となっており、商業銀行や政府部門が約 9 割を保有する構造となっている（図表 6）。

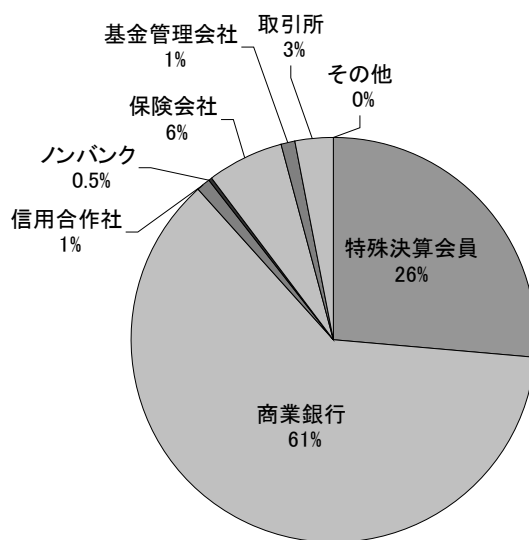
うち、同じ居住者でも外資系で判別できる範囲で見ると、2010 年末時点の外資銀行による記帳式国債の保有金額は 552 億元で、同時点の記帳式国債発行残高に占める割合は約 0.9%に過ぎない。流動性を提供し、取引量を増加させ、市場の厚みを作る観点から、債券市場における機関投資家の役割は重要であり、機関投資家としての外国人投資家の参入は中国の債券市場の発展につながるといっても良い。

3) 香港人民元建て国債の存在

香港では、2004 年から始まった人民元預金の取り扱いに続き、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。続いて 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。

うち、香港人民元建て国債は、2009 年 10 月に 60 億元が初めて発行され、続いて 2010 年 11 月に 80 億元、2011 年 8 月に 200 億元と、この 3 年連続で発行金額も増加してきている。香港人民元建て国債は、香港人民元オフショア市場の運用手段の柱の一つであり、中国政府は今後も継続的に発行していく方針である。

図表 6 中国本土市場での記帳式国債の保有者割合（2010 年末）



(注) 1.銀行間債券市場での保有者割合を指す。
 2.2010 年末時点の記帳式国債発行残高は 5 兆 9,628 億元。
 (出所) チャイナボンドコムより野村資本市場研究所作成

図表 7 第三回香港人民元建て国債の発行概要

項目	内容
発行日	2011年8月17日
発行金額	200億元 (50億元は機関投資家、50億元は個人投資家)
2年物	50億元 (個人投資家)、発行金利 :1.6%
3年物	60億元 (機関投資家)、発行金利 :0.6%
5年物	50億元 (機関投資家)、発行金利 :1.4%
7年物	30億元 (機関投資家)、発行金利 :1.94%
10年物	10億元 (機関投資家)、発行金利 :2.36%
入札・販売方法	機関投資家向け国債はCMU (Central Money Markets Unit、証券保管決済機関)を通じて入札・発行、交通銀行香港支店が発行エージェント 個人向け国債は、中国銀行 (香港)、HSBCがジョイント・リードマネージャー
個人向け販売業者 (中国本土系)	19行 中国銀行 (香港)、交通銀行香港支店、中国建設銀行 (アジア)、 中国工商銀行 (アジア)、中信銀行国際、上海商業銀行
香港系)	HSBC、東亜銀行、集友銀行、創興銀行、大新銀行、 恒生銀行、南洋商業銀行、永亨銀行、永隆銀行
欧米、アジア系)	シティバンク (香港)、DBS銀行 (香港)、フォルティス銀行 (香港)、 スタンダード・チャータード銀行 (香港)

(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

香港での人民元建て国債の投資家構成について統計はないものの、中国本土系銀行や香港系銀行を中心に消化され(図表 7)、各投資家に店頭で販売されているというのが実態であろう。店頭での人民元建て債券の購入は、個人の場合は1日当たり20,000元という人民元への両替の上限があるものの、原則、外国人投資家にも開かれている。

IV. 注目される中国国債の購入スキーム

1. 日中間の金融協力強化の象徴

今回の金融協力合意に基づく日本政府による中国国債の購入は、国内の機関投資家や外国人投資家の参入の呼び水となり、中国の債券市場の発展にもつながることが期待される。また、外国人投資家の参入によって、クロスボーダーの人民元建て証券取引が行なわれるようになれば、日本の金融資産の運用の選択肢の増加につながることも期待されよう。

2. QFII (適格外国機関投資家) を通じた購入スキーム

中国本土の債券市場で外国人投資家が国債を購入する場合、二つのスキームがある。

一つは、2002年に導入された外国人投資家としてのQFII (Qualified Foreign Institutional Investors、適格外国機関投資家) 制度である。QFII制度の下では、証監会から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関が、国家外為管理局(SAFE)から認められた運用枠(金額)の範囲内において中国国内の証券(上場株式、上場債券、投資信託など)に投資をすることが可能となっている。証監会の認可を受けているのは121機関で、運用枠合計は211.4億ドル(108機関が対象)となっている(いずれも2011年11月末時点)。

一方、QFII による投資は、証券取引所に上場されている証券に限定されているため、発行市場・流通市場ともに証券取引所の規模をはるかに上回る銀行間債券市場の国債に運用会社や証券会社を中心とした外国人投資家はアクセスできていないというのが実情である。

但し、QFII は、中国本土の証券会社に売買を発注し、中国本土のカストディアンに口座を開設している。日本籍の QFII は、2011 年 11 月末時点で 21 億ドルと全体の 9.93% を占め、12 社がライセンスを取得している（図表 8）。また、海外の中央銀行も、例えばノルウェー中央銀行

図表 8 QFII（適格外国機関投資家）の認可状況（日本の機関投資家、海外政府部門）

日本の機関投資家		
機関名	認可取得日	投資限度額
野村證券	2003年5月23日	5,000万ドル(2003年6月4日) ⇒3億5,000万ドル(2006年11月7日増額)
日興アセットマネジメント	2003年12月11日	5,000万ドル(2004年2月9日) ⇒2億5,000万ドル(2004年9月15日増額) ⇒4億5,000万ドル(2006年5月17日増額)
大和SMBC(大和証券キャピタル・マーケット) 第一生命	2004年5月10日 2005年12月28日	5,000万ドル(2004年7月5日) 1億ドル(2006年2月22日) ⇒2億ドル(2008年7月28日増額)
新光証券(みずほ証券)	2006年9月5日	5,000万ドル(2007年2月13日)
三井住友アセットマネジメント	2006年9月25日	2億ドル(2007年2月13日) ⇒3億ドル(2008年6月19日増額) ⇒3億5,000万ドル(2010年7月28日増額)
大和証券投資信託委託	2008年9月11日	1億ドル(2008年12月26日) ⇒2億ドル(2010年11月26日増額)
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	2008年12月29日	1億ドル(2009年3月25日)
住友信託銀行	2009年6月26日	5,000万ドル(2009年12月31日)
野村アセットマネジメント	2009年11月23日	2億ドル(2010年5月4日)
DIAM	2010年4月20日	1億ドル(2010年9月1日)
新光投信	2011年11月25日	(確認中)
合計		21億ドル
海外中央銀行		
機関名	認可取得日	投資限度額
ノルウェー中央銀行	2006年10月24日	2億ドル(2008年1月24日) ⇒5億ドル(2008年12月5日増額) ⇒7億ドル(2010年9月1日増額)
マレーシア中央銀行	2009年5月19日	2億ドル(2009年9月4日)
香港金融管理局	2010年10月27日	3億ドル(2011年3月18日)
シンガポール通貨庁	2011年10月8日	(確認中)
タイ中央銀行	2011年12月16日	(確認中)
韓国銀行	2011年12月21日	(確認中)
合計		12億ドル
政府系ファンド・政府系銀行		
機関名	認可取得日	投資限度額
シンガポール政府投資公社	2005年10月25日	1億ドル(2005年11月16日) ⇒3億ドル(2008年12月19日増額)
テマセク	2005年11月14日	1億ドル(2005年12月12日) ⇒3億ドル(2009年9月16日増額)
アブダビ投資庁	2008年12月3日	2億ドル(2009年1月17日)
韓国産業銀行	2009年4月23日	1億ドル(2009年11月9日)
カナダ年金計画投資委員会(CPPIB)	2011年12月9日	(確認中)
クウェート投資庁	2011年12月21日	(確認中)
韓国投資公社(KIC)	2011年12月28日	(確認中)
韓国国民年金公団	2012年1月8日	(確認中)
合計		9億ドル

(注) 1.認可取得日は中国証券監督管理委員会からの認可取得日を指す。
2.投資限度額に付された日付は、国家外為管理局からの当該運用枠の認可取得日を指す。
(出所) 中国証券監督管理委員会、国家外為管理局資料より野村資本市場研究所作成

(7億ドル)、マレーシア中央銀行(2億ドル)、香港金融管理局(3億ドル)、シンガポール通貨庁(運用枠未定)等がライセンスを取得している(前掲図表8)。協定締結後、日本政府としては、こうした日本の金融機関や海外の中央銀行の中国本土市場での運用の経験やノウハウを活用していく余地もある。

3. 銀行間債券市場での購入スキーム

もう一つは、銀行間債券市場での購入スキームである。2010年8月17日、中国人民銀行は、①海外の中央銀行、②香港・マカオ地区の人民元業務クリアリング銀行(中国銀行)、③人民元建て貿易決済を扱う海外の銀行に対し、中国本土の銀行間債券市場での運用を解禁した。同時に、中国本土の銀行間債券市場での運用に当たっては、中国人民銀行からのライセンスと運用枠を取得する必要がある。

上記のうち①では、2010年12月には香港金融管理局が債券運用ライセンスを取得している。香港金融管理局は、2010年10月にも中国本土での人民元建て株式(A株)を運用できるQFIIのライセンスを前述の通り取得しており、これで中国本土での株式・債券運用手段を確保していることとなる。最近では、2011年11月10日、オーストリア中央銀行が債券運用ライセンスを取得している。また、上記のうち③では、中国工商銀行(アジア)等の中国本土系銀行や外資銀行の香港支店もライセンスを取得している。

今後、金融協力合意を実際の売買実務に落とし込もうとする場合、上記のQFII、銀行間債券市場での購入スキームに加え、こうした既存の制度によらない相対での売買方法も考えられるかもしれない。いずれにせよ、日本政府がどの市場でどのようなスキームで購入するかは、中国本土の債券市場の外国人投資家への開放のステップにも影響を与えよう。

4. 中国の人民元国際化についての意義

日本政府による中国国債の購入について、中国人民銀行の評価はまだ出ていないが、2011年12月20日、安住財務大臣が記者会見で言及したことを受け、中国人民銀行が発行を管理している金融時報(Financial News)では、同年12月24日版で、国内の識者のコメントを以下のように伝えている。

第一に、興業銀行の魯政委チーフエコノミストは、日本政府による中国国債の購入は、中国にとって人民元が初めて発展した経済体、具体的にG7では日本が初めて準備通貨として組み込むことを意味しており、人民元の国際化にとって重要なステップになるとしている。同時に、中国本土の債券市場の投資家の多様化を促進し、債券市場でも中長期物の発行市場を整備し、イールドを改善することにつながるとの期待を表明している。

第二に、中央財経大学・中国銀行業研究センターの郭田勇主任は、日本と中国は、巨額の外貨準備の多様化の問題に直面しており、相互の国債投資は共通の利益があることを示唆している。

第三に、中国現代国際関係研究院・グローバル化研究センターの劉軍紅主任は、日本政府による中国国債の購入が、人民元国際化にとって積極的な意味があると評価している。

いずれの識者も、これまで中国人民銀行が進めてきた人民元建て通貨スワップの締結先(図表9)や外貨準備としての人民元の保有先が、新興地域に偏っていた状況を打破し、人民元に信頼を与えるものとして、日本政府による中国国債の購入を高く評価している。

図表9 人民元建て通貨スワップ締結リスト

相手国・地域	締結先(中央銀行)	締結日	金額(億元)	期間	締結相手先通貨	締結目的
韓国	韓国銀行(更新前)	2008/12/12	1,800	3年	38兆ウォン	短期流動性支援 貿易決済 チェンマイ・イニシアティブ(CMI)の補完 相互通貨の外貨準備化の検討
	韓国銀行(更新後)	2011/10/26	3,600	3年	64兆ウォン	金融協力強化 貿易・投資促進 地域の金融安定の維持 相互通貨の主要な外貨準備化の可能性・割合の検討
香港	香港金融管理局(HKMA) (更新前)	2009/1/20	2,000	3年	2,270億香港ドル	短期流動性支援 貿易決済
	香港金融管理局(HKMA) (更新後)	2011/11/22	4,000	3年	4,900億香港ドル	中国本土・香港及びアジア地域の金融の安定 中国本土・香港の貿易及び投資の利便化 香港人民元オフショア市場の発展の支援
マレーシア	マレーシア中央銀行	2009/2/8	800	3年	400億マレーシア・リンギ	貿易決済、投資決済
ペラルーシ	ペラルーシ国立中央銀行	2009/3/11	200	3年	8兆ペラルーシ・ルーブル	貿易決済、投資決済
インドネシア	インドネシア中央銀行	2009/3/23	1,000	3年	175兆インドネシア・ルピア	短期流動性支援、貿易決済、投資決済
アルゼンチン	アルゼンチン中央銀行	2009/4/2	700	3年	380億アルゼンチン・ペソ	特に記述なし
アイスランド	アイスランド中央銀行	2010/6/9	35	3年	n.a.	貿易決済、投資決済
シンガポール	シンガポール通貨監督庁(MAS)	2010/7/23	1,500	3年	300億シンガポール・ドル	貿易決済、投資決済
ニュージーランド	ニュージーランド準備銀行(RBNZ)	2011/4/18	250	3年	49億ニュージーランド・ドル	貿易決済、投資決済
ウズベキスタン	ウズベキスタン中央銀行	2011/4/19	7	3年	1,807億ウズベキスタン・スム	貿易決済、投資決済
モンゴル	モンゴル中央銀行	2011/5/6	50	3年	9,434億モンゴル・トログ	貿易決済、投資決済
カザフスタン	カザフスタン中央銀行	2011/6/13	70	3年	1,574億カザフスタン・テング	貿易決済、投資決済
タイ	タイ中央銀行	2011/12/22	700	3年	3,200億タイ・バーツ	金融協力強化、貿易・投資促進、 地域の金融安定の維持
パキスタン	パキスタン中央銀行	2011/12/23	100	3年	1,400億パキスタン・ルビー	金融協力強化、貿易・投資促進、 地域の金融安定の維持
アラブ首長国連邦(UAE)	アラブ首長国連邦中央銀行	2012/1/17	350	3年	200億ディルハム	金融協力強化、貿易・投資促進、 地域の金融安定の維持
合計			13,362			

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

V. 攻めの姿勢が表われている対中金融協力

1. 人民元のオフショア取引を巡る国際的な市場間競争

今回の金融協力合意の背景には、国際化を進める人民元を取り込もうとする国際的な市場間競争も指摘できる。日本(東京)以外の都市・地域でも、人民元オフショア取引やオフショア市場創設の動きが既に始まっている。

1) ロンドン

先行事例の一つ目が、ロンドンである。2011年9月8日、ロンドンで開催された第4回英中経済財政金融対話において、英国・オズボーン財務相と中国・王岐山副総理との間で、シティでの人民元取引を議論している。日本の金融機関では、2011年10月末、三菱東京UFJ銀行ロンドン支店が、欧州で邦銀初となる人民元為替取引を手がけている⁸。

2) シンガポール

先行事例の二つ目が、シンガポールである。2011年3月11日、中国の四大有商業銀行の一つである中国工商銀行は、海外人民元業務センターの第一号をシンガポール支店内に設置し、運営を開始した。具体的な業務としては、人民元建ての預金、決済、クレジットカード、エレクトロニックバンキング、資金が対象となる。同支店は既に2002年から人民元預金の取り扱いを開始しており、預金残高は20億元、人民元建て貿易の累計決済金額は124億元にのぼっているとされる(いずれも2011年2月末)。

続いて、2011年9月9日、シンガポールOCBC(華僑銀行)の謝棟銘エコノミストは、前

⁸ 2011年10月30日付日本経済新聞。

述のロンドンでの人民元オフショア市場構想の英中間の議論を受け、シンガポール人民元オフショア市場構想を提唱している⁹。

3) 台湾

先行事例の三つ目が、台湾である。2011年5月、台湾の行政院金融監督管理委員会は、台湾の銀行の OBU（オフショア・バンキング・ユニット）および海外支店で人民元業務を取り扱うことを認可する方針を発表した。同年9月15日、HSBC台湾は、OBUでの人民元業務のライセンスを取得し、9月19日に業務を開始している。日本勢では、みずほコーポレート銀行台北支店が、同年9月26日にライセンスを取得し、同年9月29日に業務を開始している。

前後して、2011年8月14日、台湾の中央銀行は、台湾の人民元オフショア取引センター化の方針を表明している。

4) 東京

東京でも、2011年に入り、インターネット証券（楽天証券、SBI証券、マネックス証券）が、人民元建て債券の取扱いを開始している¹⁰。また、2011年10月11日、じぶん銀行は、個人向けの人民元預金の取扱いを開始している。このように東京でも、人民元建て金融商品のリテールビジネスが既に始まっている。さらに2011年11月、三井住友銀行は、中国銀行との間で、オフショアでの取引も含めた人民元業務に関する覚書を締結している¹¹。

なお、人民元オフショア取引を取り込もうとする（香港以外の）他都市・地域と東京との違いは、東京については、人民元の活用そのものをテーマとした両国政府間の合同作業部会が設定されたという点である。2012年1月16日には、英国財務省と香港金融管理局との間で、ロンドンー香港間のオフショア人民元業務に関する共同民間フォーラムの設立が合意されたが、G7の中では、日本が政府間の協力枠組みを一步先行する形となった。

2. 攻めの対中金融協力

最後に、今回の金融協力合意について、筆者は、日中間の金融協力を歴史上の新たな一ページを加える予感を抱いている。

一つ目が、中国の経済的台頭を見据えた日本政府の対中金融協力の姿勢の大転換である。これまで、日本政府の中国政府向け金融協力は、1978年の改革開放直後から4回にわたって実施された円借款や、数次にわたって供与された旧日本輸出入銀行（現在の国際協力銀行）による資金協力に見られる通り、中国政府からの要請を受け、それを日本政府が検討する形で進められてきた。ところが、今回の金融協力合意では、中国国債の購入に代表されるように、むしろ日本政府が対中金融協力上の課題を設定して要望を出すという攻めのパターンが見られた。

二つ目が、日本政府が、日本企業や日本の金融機関による貿易・投資面、為替市場、債券取引において、日本円とともに人民元の使用を容認し、促進する姿勢を見せている点である。国際化を進める人民元の将来を見据え、むしろ人民元取引を東京市場にも取り込むことで、金融センターとしての活性化を図ろうとしているものと評価できる。金融協力合意後の2012年1月には、

⁹ 2011年9月9日付 FT 中文網。

¹⁰ 2011年11月9日付日本経済新聞。

¹¹ 2011年11月24日付日本経済新聞。

日本国内での邦銀による人民元建てローンの実行¹²や、人民元建て信用状（LC）扱い¹³も早速始まっている。

三つ目が、金融協力の分野が、資本市場にも及んでいることである。日中両国政府は、今回の金融協力合意を市場主導で進めるとの原則を有しており、債券市場も含め、民間部門の創意工夫によっては新たな金融市場を創出する契機となることが期待される。

今回の金融協力合意は、歴史的評価を待つ必要はあるが、少なくとも金融分野については、アジアにおける現在の日本の立ち位置を再設定したものとして評価されることとなろう。また、協力の内実は、本件合意を今後具現化する市場参加者の熱意と力量次第にあるともいえよう。今回の金融協力合意については、G7 や他のアジア諸国からも大きな関心が寄せられることとなろう。歴史的転換点の象徴となりうる本件合意の今後の展開が注目される。

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 年北京大学漢語センター修了、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。

¹² みずほコーポレート銀行の事例。2012 年 1 月 6 日付同行プレスリリースおよび同年 1 月 7 日付日本経済新聞。

¹³ 三菱東京 UFJ 銀行の事例。

