



—「熱点」とは中国語で、今注目のホットな話題、という意味である

人民元オフショア取引をめぐって 激化する市場間競争

I. ロンドン人民元ビジネスセンター構想の公表

1. HSBCによるロンドンでの人民元建て社債発行

2012年4月18日、HSBCは、ロンドンで人民元建て社債を発行したと発表した。発行金額は20億元、発行期間は3年、表面金利は3%となった。当初の発行予定規模は10億元であったが、予想を上回る需要の積み上がりに、最終的には発行金額を倍増させた。香港で発行される人民元建て債券は、「点心債」(Dim Sum Bond)の愛称で呼ばれ、これまでBPやフォルクスワーゲンなど欧州系のグローバル企業も香港で起債したことがあるが、今回のHSBCによる人民元建て社債は、2004年から人民元オフショア市場として先行する香港(この点は後述する)以外では初めての人民元建て社債の発行となった。

本件人民元建て社債は、同年4月18日付ブルームバーグ等によれば、投資家層は、地域別では欧州が60%、香港が20%、シンガポールが15%、中東が2%、アジアが2%、米国が1%であった。また、投資家の種類別ではプライベートバンクが46%、運用会社が37%、銀行が13%とのことであった。

本件人民元建て社債は、ロンドン証券取引所にも上場される。その狙いは、上述のようにプライベートバンクを中心とした投資家層に販売される一方で、リテール投資家にも裾野を広げ、またロンドン時間での取引を可能とするためとされる。このように本件人民元建て社債は、国際金融センターとしてのロンドンの制度インフラを使って、QFII(適格外国機関投資家)など中国本土での運用ライセンス・運用枠を持たない投資家への金融商品をグローバルに提供する意義がある。さらに、グローバル企業にとっては、香港での起債と同様、中国本土の資本市場を使った場合とは異なる低コストでの人民元での資金調達のコストを得ることを意味するものである。

2. 英国－香港間の民間共同フォーラムの後押し

今回のロンドンでの人民元建て社債の発行には実は伏線があった。2012年1月16日、英国・オズボーン財務相の香港訪問時に、英国財務省と香港金融管理局(HKMA)との間で、HSBC、スタンダードチャータード銀行、ドイツ銀行、パークレイズ銀行、中国銀行(BOC)の香港・ロンドンの代表から構成されるロンドン－香港間のオフショア人民元業務に関する民間共同フォーラム¹の設置が合意されていた。

また、同時に、ロンドンでの人民元オフショア取引を実現するために、香港の人民元為替取引の終了時間を午後6時30分から午後11時30分に繰り下げ、ロンドン市場と香港市場の開設時

¹ 英国財務省プレスリリース：http://www.hm-treasury.gov.uk/press_04_12.htm、香港金融管理局プレスリリース：<http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2012/20120116-3.shtml>

間がオーバーラップするようにし、香港での為替取引時間は従来の 10 時間から 15 時間に延長された。この結果、上記の HSBC の人民元建て社債発行の原資が仮に不足した場合でも、香港経由で確保できるルートが既に構築されていた。

3. “London: a center for renminbi business” の公表

今回の HSBC による人民元建て社債の発行は、個別の案件ではなく、ロンドン市による“London: a center for renminbi business”²（ロンドン人民元ビジネスセンター構想）の公表にあわせて行われたもので、香港や他の金融センターを補完し、ロンドンを国際的な人民元ビジネスの「西洋におけるハブ（western hub）」にするという戦略的な構想に基づくものである。

同センター構想の推進主体は、上記民間共同フォーラムの 5 行で、これをロンドン市が後押しする仕組みとなっている（City of London initiative on London as a center for renminbi business）。また、同構想には、英国財務省、イングランド銀行、英国金融サービス機構（FSA）がオブザーバーとして参加している。

同構想では、西洋における人民元ビジネスのロンドンとしての強みを、①中国本土や香港と重なる営業時間帯（時差）、②英国の洗練された法制度や規制体系、③グローバルな金融機関の集積を通じた商品開発等の歴史、④為替市場や債券市場に対するグローバルな機関投資家による流動性の提供、にあるとしている。

続く第 2 章では、上記報告書に基づくロンドンの人民元オフショア市場の概要を整理して紹介する。

II. ロンドンの人民元オフショア市場の概要

1. 人民元国際化とロンドン

人民元の国際化は、中国本土と密接な関係を持つ香港において数年前から本格的に始まった。中国政府が主眼を置いたのは、周辺国・地域との人民元建て貿易決済を進めることにより貿易決済における中国本土企業の為替変動リスクを回避することと、香港に人民元オフショア市場を創設し、オフショアでの人民元の運用手段を提供することであった。前者については、2009 年 7 月から段階的に人民元建て貿易決済が導入され、香港が主要な相手先となった。後者については、2004 年に香港での人民元預金業務が解禁された後、人民元建て金融商品の導入が待たれていたが、2007 年 6 月に香港における人民元建て債券の発行が解禁され、その後、発行体が徐々に拡大していった。

以上のように、人民元の国際化は、まずは香港を通じて推進されている（図表 1）。その一方、2011 年からは（香港以外の）海外での人民元オフショア取引や市場創設の動きも出てきている。ロンドンでは、2011 年 9 月に開催された第 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・王岐山副総理がシティでの人民元取引について議論し、2012 年 1 月には、オズボーン財務相と香港金融管理局・チャン総裁がオフショア人民元ビジネスの開発で協力すると発表している。人民元の国際化は香港に続いて海外を巻き込んでいく段階に入り始めており、ロンドンは国際的な人民元ビジネスセンター構想の下で、中国や香港と協力しながら人民元オフ

² https://www.cityoflondon.gov.uk/Corporation/LGNL_Services/Business/Business_support_and_advice/Promoting_the_City/China/RenminbiBusiness.htm

図表 1 ロンドンから見た人民元国際化の主な動き

年月	出来事
2004年1月	・香港の人民元預金業務解禁 ・中国銀行がクリアリングバンクに指名される
2007年6月	香港における人民元建て債券の発行解禁
2009年7月	人民元建て貿易決済のパイロットスキーム発表
2010年6～7月	・人民元建て貿易決済の対象地域拡張 ・法人向けの人民元口座開設解禁 ・香港等での人民元建て債券の発行規制緩和
9月	オフショア銀行に人民元の決済口座開設を解禁
2011年1月	中国企業による人民元建ての対外直接投資解禁
3月	オフショア銀行8行に中国本土債券市場へのアクセス認可
8月	・李克強副総理が香港の人民元オフショアセンター化を支持 ・対内直接投資のためのオフショアの人民元の中国本土への送金ルールを明文化 ・人民元建て適格外国機関投資家(RQFII)制度により、中国本土系証券会社の香港子会社にオンショア証券投資を解禁
9月	英国・オズボーン財務相と中国・王岐山副総理が、ロンドンにおける民間主導の人民元市場開発を歓迎
12月	ロンドン市がロンドンを人民元ビジネスセンターとする構想を発表
2012年1月	・英国のオズボーン財務相と香港金融管理局(HKMA)がオフショア人民元ビジネスの開発で協力すると発表 ・HKMAが人民元決済システムの稼働時間延長を提言

(出所) City of London, “London: a center for renminbi business” (April 2012)より野村資本市場研究所作成

ショア市場を拡大していこうとしている。

2. ロンドンの人民元オフショア市場

1) 預金

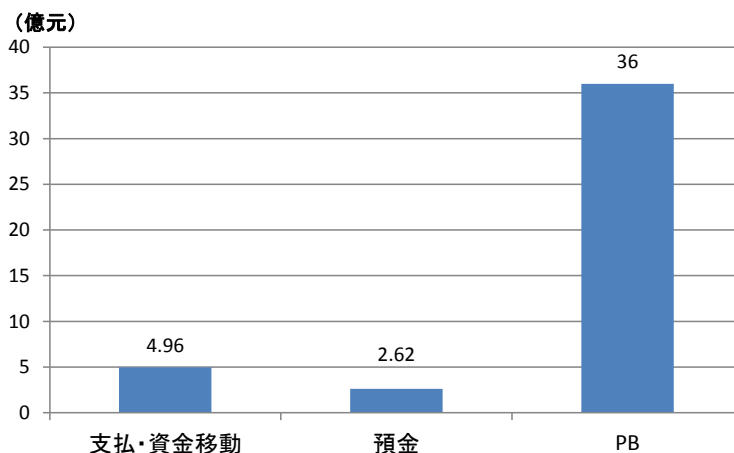
ロンドンの人民元預金は 2011 年末現在、1,090 億元を超える規模である。内訳は、個人及び法人顧客の預金が 350 億元、インターバンク預金が 740 億元である。同年末の香港の人民元預金残高（個人・法人顧客分）5,890 億元の 5 分の 1 以下に過ぎないが、比較的短期間に規模が増大しており、今後、人民元の預金プールが更に拡大していけば、ロンドンが人民元の為替業務のみならず、人民元建て運用市場としても有望であるとされている。

2) リテール・バンキング

ロンドンでリテール顧客向けに人民元口座を提供している銀行は全体の 64%で、そのうち 57%が通常の個人口座を、43%がプライベート・バンキングの口座を提供している。個人口座にて人民元建てで提供されているサービスは、普通預金（残高 1.55 億元）、定期預金（同 1.07 億元）、支払・資金移転サービス（取扱額 4.96 億元）に留まるが、需要の増加に伴いクレジット・カード・サービスなども今後始まると見られる（図表 2）。

一方、プライベート・バンキング口座の残高は個人口座に比べてかなり大きく、36 億元となっており、富裕層顧客の人民元建て金融商品・取引への需要が高いことを示している。ただし、現時点では、プライベート・バンキング・サービスの中で人民元建て株式投資のサービスを提供している銀行は 1 行、点心債投資は 2 行となっており、提供されているサービスの幅には拡大の余地がある。

図表2 人民元リテール・バンキング・サービスの規模（2011年末）



(注) PB: プライベート・バンキング

(出所) City of London, “London: a center for renminbi business” (April 2012)より野村資本市場研究所作成

3) コーポレート・バンキング

ロンドンにおける人民元建てのコーポレート・バンキング・サービスは、中国と貿易や投資の分野で関係のある会社が主要な顧客となっている。人民元建ての法人口座を提供しているのは全体の64%の銀行で、2011年末の口座残高は310億元であった。提供サービス別に見ると、トレジャリー・マネジメントは36%、外国為替は82%（年間取扱金額600億元）、当座貸越は36%の銀行が取り扱っている。また、人民元建ての貸付は、2011年には4行からトータルで2.8億元実施された。

さらに、貿易関連の人民元建てサービスに関しては、64%の銀行が信用状取引を、45%がサプライ・チェーン・サービスを、73%が貿易金融サービス（2011年は163億元の実績）を提供している。ロンドンは国際ビジネスセンターとして、貿易に関わる人民元建て取引の需要が高く、リテール・バンキングに比べてコーポレート・バンキングはよりビジネス機会が多いと期待されている。

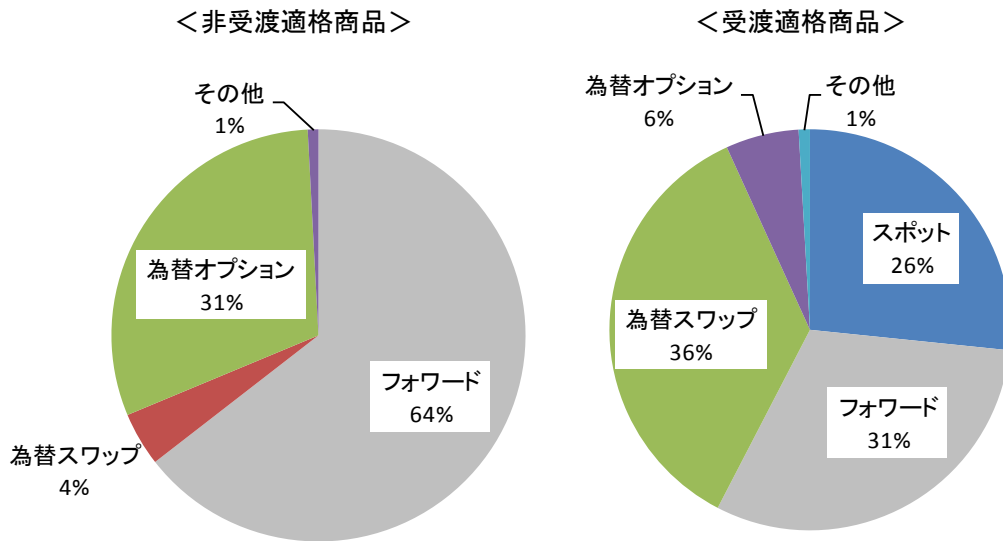
4) 機関投資家向け業務・インターバンク市場

(1) 外国為替／リスクマネジメント

資本取引規制の下、オフショア市場における人民元取引は制限されているため、ロンドンにおける人民元取引業務は実際の人民元通貨の受け渡しを伴わない非受渡適格（ノンデリバラブル）商品の取引が中心である。2011年の非受渡適格商品の取引金額は1日平均85.3億ドルで、そのうち64%（55億ドル）をフォワード取引が占めた（図表3）。

一方、受渡適格商品の取引金額は1日平均で25.5億ドルであった。そのうちスポット取引は6.8億ドルで、これはオフショア人民元スポット取引全体の26%に当たり、香港市場の推定取引金額15億ドルに次いで多い。取引金額全体では、2011年10月は半年間で25%伸びた。ロンドンは新興国通貨の取引においても国際センターの地位を築いているが、人民元の取引金額は他の新興国通貨の取引金額と比べても遜色ない水準にまで増えてきている（図表4）。今後は、中国の資本取引規制が緩和されてオフショア人民元の流動性が高まっていけば、非受渡

図表 3 人民元取引の構成



(出所) City of London, “London: a center for renminbi business” (April 2012)より野村資本市場研究所作成

図表 4 ロンドン市場における新興国通貨取引

	平均取引金額/日(100万ドル)	
	非受渡適格フォワード	非受渡適格オプション
中国・人民元	5,500	2,600
ブラジル・レアル	6,168	1,815
韓国・ウォン	6,309	1,151
ロシア・ルーブル	1,497	800
インド・ルピー	4,627	492

(出所) City of London, “London: a center for renminbi business” (April 2012)より野村資本市場研究所作成

適格商品から受渡適格商品への移行が起きることが予想される。

(2) 資金調達（人民元建て債券）

人民元建て債券の引受に関しては、36%の銀行がサービスを提供し、2011年は71億元の実績を上げた。これまでは、全ての人民元建て債券は香港で発行され、その一部が欧州の投資家に販売されてきた。2011年は起債された英国BPの人民元建て債券が、ロンドン証券取引所に初めて上場された。このように、同業務は立ち上がりつつあるものの、人民元建て債券の発行自体がまだ新しく、ロンドンにおいてもその活動は初期段階にある。

(3) 投資商品

ロンドンで機関投資家向けに提供されている主な人民元建て金融商品は、定期預金、CD、点心債である。定期預金とCDは45%の銀行が提供し、2011年の金額規模は740億元であった。また、点心債の取引サービスは55%の銀行が提供し、2011年の取引金額は280億元であった。

(4) カストディ／プライムブローカレッジ

ロンドンにおいて人民元建てのカストディ業務及びプライムブローカレッジ業務を行なっている銀行の割合は共に 18%であった。

カストディ業務については、グローバルに業務を行なっている大手のカストディアンであれば、ロンドンで人民元建ての口座を開かなくても、顧客に対して人民元のカストディ・サービスを提供できる。ロンドンはグローバル・カストディ業務のプラットフォームであり、投資家の人民元建ての取引が今後増えていけば、カストディ・サービスも成長していくことが見込まれる。

プライムブローカレッジ業務については、2011 年の取引金額が 940 億元であった。ロンドンではヘッジファンドや投資ファンドの拠点になっており、同ビジネスの潜在性は非常に高いと言える。

III. 人民元オフショア取引と東京市場

1. ロンドンの認識

人民元オフショア取引におけるロンドンの認識は、香港の人民元オフショア市場を補完しながら、民間主導で為替や債券といった金融商品を欧州を中心とした投資家層に提供し、開拓しようとするものである。

ロンドン－香港間の共同民間フォーラムの構成メンバーである HSBC も、今回の人民元建て社債の発行を、国際的な人民元ビジネスセンターとしてのロンドンの発展と人民元の国際化を進めるためとし、英国、香港のみならず、中国本土の金融当局や金融機関にも配慮した説明を行っている。

中国本土の金融当局は、「貿易や投資での人民元の利便性を高めていく」と表現しているが、香港を相手先としたクロスボーダーの人民元決済をさらに他地域に広げていくための英国の官民の取り組みは、人民元の国際化にとってメリットが大きいと判断しているものと考えられる。

2. 東京市場での取り組み実績

一方、東京市場の場合、2011 年 12 月 25 日、野田総理と温家宝総理との日中首脳会談で、日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化について合意が行われている（日中金融協力合意、図表 5）。

この日中金融協力合意については、2011 年 12 月末以降、2012 年 4 月までの約 4 ヶ月の間に、日本の金融機関や企業を直接対象にしたもの、また中国全体の規制緩和の中で日本の金融機関や企業も裨益するものが実績として出始めている。

前者の例としては、①三菱商事の中国本土での人民元建て短期社債発行枠の取得と発行（2011 年 12 月～2012 年 1 月）、②みずほコーポレート銀行の中国本土での人民元建て金融債発行枠の取得（2012 年 2 月）、③個別金融機関への QFII ライセンスの認可（明治安田生命アセットマネジメント、三井住友銀行、東京海上アセットマネジメント、岡三アセットマネジメント）がある。

後者の例としては、①中国本土の輸出企業への人民元建て貿易決済の拡大（2012 年 3 月）、②QFII の中国全体の運用枠の 300 億ドルから 800 億ドルへの拡大（2012 年 4 月）、③RQFII（人民元建て適格外国機関投資家）の中国全体の運用枠の 200 億元から 500 億元への拡大（2012 年 4

図表 5 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 ・ 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
	(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

月)がある。

また、日本政府自身の取り組み実績としても、①日中金融協力合意に基づく第一回合同作業部会の開催(2012年2月)や②中国当局からの日本政府の中国国債購入枠の認可(2012年3月)がある。

3. 東京市場の潜在性

以上のこの4ヶ月間の直接・間接の8件の実績は、かなりのスピード感で日中金融協力合意の成果が出ていると言えるが、同合意が想定している東京市場そのものを使った日本企業による人民元建て債券発行の実績はまだ出ていない。

その一方、日本にとって中国は世界最大の輸出先・輸入先となっている(図表6)。また、中国にとって、日本は世界最大の輸入相手先である。2010年の中国の日本からの輸入金額は1,767億ドルで、輸入金額全体の12.7%を占めている。このため、中国企業による日本企業からの輸入決済が人民元建てで進めば、東京市場で人民元預金が蓄積される可能性がある。その結果、東京市場の人民元預金の運用先として、東京市場ないし東京市場を経由した香港市場での人民元建て債券の運用のニーズが発生していくシナリオも考えられる。また、債券での運用だけでなく、直接投資という形で中国本土に人民元が還流していくシナリオも考えられる。実際、2011年の中国向け対内直接投資では、日本は63.5億ドルと、中国から見て香港、台湾に次ぐ世界第三の投資国となっている(図表7)。

日中金融協力合意では、今回発表したロンドン市の構想のように「(東京市場で)人民元オフショア取引を進める」という表現は使っていない。ロンドンは、人民元取引について時差の面でアジア市場との補完を売り物としているが、東京市場の場合は、貿易や直接投資といった実需面

図表 6 日中の貿易相手国（2010年）

<日本輸出先>			<日本輸入先>		
相手国	金額 (億ドル)	シェア	相手国	金額 (億ドル)	シェア
1 中国	1,491	19.4%	1 中国	1,528	22.1%
2 米国	1,182	15.4%	2 米国	672	9.7%
3 韓国	621	8.1%	3 オーストラリア	450	6.5%
4 台湾	522	6.8%	4 サウジアラビア	358	5.2%
5 香港	421	5.5%	5 アラブ首長国連邦	292	4.2%
6 タイ	341	4.4%	6 韓国	285	4.1%
7 シンガポール	251	3.3%	7 インドネシア	281	4.1%
8 ドイツ	202	2.6%	8 台湾	230	3.3%
9 マレーシア	176	2.3%	9 マレーシア	226	3.3%
10 オランダ	163	2.1%	10 タイ	210	3.0%

<中国輸出先>			<中国輸入先>		
相手国	金額 (億ドル)	シェア	相手国	金額 (億ドル)	シェア
1 米国	2,833	18.0%	1 日本	1,767	12.7%
2 香港	2,183	13.8%	2 韓国	1,384	9.9%
3 日本	1,211	7.7%	3 米国	1,020	7.3%
4 韓国	688	4.4%	4 台湾	1,157	8.3%
5 ドイツ	681	4.3%	5 中国	1,068	7.7%
6 オランダ	497	3.2%	6 ドイツ	743	5.3%
7 インド	409	2.6%	7 オーストラリア	609	4.4%
8 英国	388	2.5%	8 マレーシア	504	3.6%
9 イタリア	311	2.0%	9 サウジアラビア	328	2.4%
10 台湾	297	1.9%	10 ブラジル	381	2.7%

(出所) 財務省貿易統計、『中国情報ハンドブック[2011年版]』より野村資本市場研究所作成

図表 7 中国向け対内直接投資（2011年）

順位	国・地域名	金額 (100万ドル)	シェア(%)
1	香港	77,011	66.4
2	台湾	6,727	5.8
3	日本	6,348	5.5
4	シンガポール	6,328	5.5
5	米国	2,995	2.6
6	韓国	2,551	2.2
7	英国	1,610	1.4
8	ドイツ	1,136	1.0
9	フランス	802	0.7
10	オランダ	767	0.7
(参考)	EU	6,348	5.5
	全世界合計	116,011	100.0

(出所) 商務部より野村資本市場研究所作成

での規模が、今後の潜在性として考えられよう。

人民元を使えることも国際金融センターとしての魅力や競争条件に加えられつつある現在、東京市場を活用した日本の金融機関や企業による人民元建て債券発行の行方が注目される。

(株)野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表
関根 栄一

(株)野村資本市場研究所 副主任研究員
岩谷 賢伸（～2012年4月）