



外国人投資家による中国銀行間債券市場への 段階的な投資拡大に向けた提言¹

陳 道富^{*}

要約

1. 中国の銀行間債券市場は、すでに外国人投資家（海外の金融機関）にある程度対外開放されている。しかし、現在の開放の度合いは低く、銀行間債券市場の整備を有効に促進することができないだけでなく、海外の人民元資金の国内への還流と投資という基本的なニーズにも対応できていない。
2. その一方で、中国の銀行間の現物及びレポ市場は、世界的に見ても先進的な技術とリスク管理制度を有している。資本取引の段階的な開放という流れの中で、中国はマクロ効果を考慮した上で、一定の資本要件を満たし、堅実な内部リスク管理体制と健全な財務指標を有する海外の機関投資家（外国人投資家）を対象に、各社 100 億元の規模を限度として中国銀行間債券市場への投資の認可を検討すべきである。また、外国人投資家の受け入れの取引金額規模は、当面、総額で年間 1,000 億元を超えないことが望ましい。
3. しかし、金融派生商品（デリバティブ）については、中国の市場が未発達で、制度上の欠点も存在しているため、当面は開放すべきではない。また、外国為替市場や債券市場、マネーマーケット、デリバティブ市場には必要なファイアウォールを設けなければならない。

1. はじめに

中国の銀行間債券市場は、すでにある程度対外開放されている。例えば、条件を満たした国際金融機関（アジア開発銀行や国際金融公社（IFC）など）を対象に銀行間債券市場での「パンダ債」発行を認可したほか、アジア・ボンド・ファンド（ABF）による中国債券への投資、昨年には 3 種類の金融機関による銀行間債券市場への投資を認可した。銀行間債券市場の対外開放はこれまで、中国の債券市場やマクロ金融に不安定な影響をもたらしてはいない。しかし、現時点では開放が十分に進んでいるわけではないため、銀行間債券市場の整備を有効に促進できないだけでなく、海外の人民元資金の国内への還流と投資という基本的なニーズにも対応できていない。

¹ 本稿は「外国人投資家の中国銀行間債券市場への段階的な投資拡大に向けた提言」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

^{*} 陳道富 國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室 主任

図表 1 中国の銀行間債券市場における国際債の発行

名称	発行金額(億元)	期限(年)	表面利率(%)
05国金債(IFC債券)	11.3	10	3.4
05亜行債(アジア開発銀行債券)	10	10	3.34
06国金債(IFC債券)	8.7	7	3.2
09亜行債(アジア開発銀行債券)	10	10	4.2
10三菱東銀01(三菱東京UFJ銀行債券)	10	2	5.0312
11東亜金融債(東亜銀行債券)	20	2	4.39

(出所) WIND より作成

一方、筆者は、中国の銀行間債券市場は、一定数の海外の機関投資家（外国人投資家）²を受け入れる余地があると考えます。このため、資本取引の段階的な開放という方向性の中で、中国はマクロ経済への効果を考慮した上で、より多くの外国人投資家を中国の銀行間債券市場に積極的に受け入れることを検討すべきである（図表 1）。

Ⅱ、銀行間市場はより多くの外国人投資家の受入が可能

2002 年以降、中国の銀行間債券市場は凄まじい発展を遂げてきており、債券の預託量や取引量の面、あるいは銀行間市場の管理制度やリスク予防の面においても、一定数の外国人投資家を取り込む条件が整っている。

1. 銀行間債券市場での外国人投資家の受入可能な規模

銀行間債券市場は、より多くの外国人投資家、より多くの投資額の受け入れが可能である。具体的には、各社 100 億元規模の投資額、全体では 1,000 億元規模の年間取引金額を受け入れることが可能と筆者は考える。

1997 年に銀行間債券市場が発足した当時、債券預託量は僅か 4,780.78 億元で、年間取引量も僅か 335.7 億元に過ぎず、しかも、このうち 326.81 億元は担保式レポ³の取引量で、現物債券の売買は僅か 8.9 億元だった。一方、2010 年末の預託債券の額面総額は 20.17 兆元に達し、13 年間で 42 倍増えたことになる（図表 2）。

債券市場の取引量も 180 兆元に増え、取引方式も当初の現物取引、担保式レポ取引のみから、売買式レポ⁴、フォワード（先渡し）取引、債券貸借取引などにまで拡大し、通貨の種類も当初の人民元に加え、米ドルも取り扱うようになった。2010 年、現物売買の決済総額は 64 兆円で 1 日当たりの取引額は 2,562 億元、債券レポ取引の決済総額は 87.6 兆円で 1 日当たりの取引額は 3,504 億元、コール取引は 27.9 兆円で 1 日当たりの取引額は 1,115 億元に達した（図表 3）。

市場参加者に着目すると、銀行間市場の投資家は、1997 年の商業銀行 16 行から、現在では特殊決済機関（訳注：中国人民銀行、財政部、政策性銀行、証券取引所、中央国債登記決済有限責

² 筆者は一定の資本要件を満たし、堅実な内部リスク管理や健全な財務指標を有する海外の金融機関（非居住者）を想定している（訳者注）。

³ 担保式レポ取引では、金融機関が保有する債券に担保（質権）を設定することによって、資金調達や運用が行なわれる（訳者注）。

⁴ 売買式レポ取引では、金融機関が保有する債券を売買することによって、資金調達や運用が行なわれる（訳者注）。

図表 2 年間の預託量及び預託本数の推移

年末	預託本数	預託本数の 前年比増加率 (%)	預託額面総額 (億元)	預託額面総額の 前年比増加率 (%)
2002	194	40.58	28,332.57	43.62
2003	255	31.44	37,476.09	32.27
2004	327	28.24	51,625.16	37.75
2005	514	57.19	72,592.07	40.61
2006	774	50.58	92,452.08	27.36
2007	997	28.81	123,338.6	33.41
2008	1211	21.46	151,102.3	22.51
2009	1691	39.64	175,294.7	16.01
2010	2340	38.38	201,747.96	15.09

(出所) 国務院発展研究センター作成

図表 3 2002 年以降の決済金額の推移

年	決済件数	件数の 前年比増加率 (%)	決済額面金額 (兆元)	決済額面金額の 前年比増加率 (%)
2002	76,396	103.66	10.63	159.13
2003	97,514	27.64	15.14	42.37
2004	93,034	-4.59	12.79	-15.51
2005	110,604	18.89	22.99	79.75
2006	161,388	45.92	38.39	67
2007	188,706	16.93	63.13	64.46
2008	306,638	62.5	101.33	60.5
2009	340,430	11.05	122.08	20.49
2010	518,189	52.22	162.81	33.38

(出所) 国務院発展研究センター作成

任公司、中国証券登記決済有限責任公司などを指す)、商業銀行、信用組合、ノンバンク、証券会社、保険会社、運用会社、非金融機関、個人投資家などを含む 1 万 235 社 (人) に増え、投資家の多様化が進んでいることが伺える (図表 4)。

海外との比較では、現在の中国の債券残高の規模はフランスに迫り、すでにドイツ、韓国、イギリスを抜いている。もちろん、日本、米国とはまだ大きな差がある。債券現物取引の回転率から見ると、国債の回転率は極めて低いが、無担保債の回転率は他の国より高い。2005 年、米国では国債の年間回転率が 33 倍と最も高く、次いで不動産担保証券 (MBS) とエージェンシー債がそれぞれ 7.93 倍、7.51 倍となっている一方で、地方債と社債の流動性が最も低く、年間回転率はそれぞれ 1.88 倍、1.04 倍にとどまり、市場全体の回転率は 10.47 倍だった。ところが、中国では、2009 年の国債の回転率が 0.9 倍、中央銀行手形が 3.8 倍と、いずれも米国の 2005 年の水準を大きく下回っているが、社債、短期融資債券 (CP)、中期手形 (MTN) の年間回転率はそれぞれ 3.0 倍、7.1 倍、12.8 倍と、米国の水準を上回った。このように、国際比較の視点から見れば、中国の債券現物市場にはすでに一定の対外開放能力が備わっている。

総じていえば、十数年間の発展を経て、中国の銀行間市場はすでに一定の厚みと広がりを持している。現在、銀行間市場の預託量の 1% だけで 5,000 億元、年間取引量は 1.63 兆元に達し、各

図表 4 主要国の債券残高

(単位:10億米ドル)

国名	2009年	2010年
中国	2,565.4	3,031.4
フランス	3,146	3,170.2
ドイツ	2,806.7	2,615.9
インド	603.1	708.5
日本	11,521.5	13,734.4
韓国	1,066	1,111
イギリス	1,549	1,647
米国	24,966	25,349

(出所) 国際決済銀行作成

下位市場の1日当たり取引量もすでに1,000億元を超えている。このため、市場の視点のみから見れば、100億元規模、あるいは1,000億元規模の取引量の変動に対する耐性が完全に備わったと言える。

2. 世界でも先進的な銀行間債券市場（現物・レポ）の技術とリスク管理体制

米国の金融危機は、情報の不透明性や、取引システムの非統一性など、世界の市場外取引（店頭取引）をめぐる多くの弱点を露呈させた。実際、世界で大きな市場インパクトが生じるには、少なくとも2つの基本条件が揃っていなければならない。一つは、市場の流動性が高いことで、特に空売り市場において市場に十分な流動性が備わっていなければならない。もう一つは、市場が不透明であり、事前に市場への影響を与えることなく十分なポジションを建て、十分に大きなレバレッジを掛けられることである。

中国は市場外取引の後発国であり、世界の最先端の技術や制度を吸収できるというメリットがある。具体的には、中国の銀行間債券市場には取引所外債券取引におけるリスクを効果的に抑制するための5つの特徴が見られる。

第一に、無担保債券への投資が機関投資家に限られている。中国の銀行間債券市場の投資家は、機関投資家が主体であり、なおかつ無担保債券取引への参加を機関投資家に限っている。これは、個人投資家にとって知識・経験・資金などの不足が引き起こすリスクの低減に役立っている。

第二に、統一された取引プラットフォームを採用している。海外の場外債券市場の取引システムには統一性が乏しく、各レベルの市場でそれぞれ異なる電子取引システムを採用しているばかりか、同一レベルの市場にすら異なる取引システムが存在する。これに対し、中国の銀行間債券市場の取引システムは統一されている。市場設立の当初から、中国外国為替取引センターをベースに共通の電子プラットフォームを設置し、気配値情報や取引サービスを提供してきた。現在、銀行間債券市場の参加者の大部分は、直接的または間接的に外国為替取引センターの取引システムに加入しており、同取引プラットフォームを通じて気配値を提示し、取引条件の情報を取引システムに入力してマッチングを行い、成約させる。もちろん、近年は中国でもマーケットメーカー制度の整備が進んでおり、ブルームバーグ、ロイターといった世界の有名企業も中国でのサービス提供を始め、一部の市場参加者はこれら企業のシステムを通じて気配値を提示しているものの、中国の関連法ではこうした取引に対し監督・管理部門への事後届出を義務付けている。

第三に、債券登記・預託・決済の共通システムが存在する。中国中央国債登記決済有限責任公司（以下、中央決済公司）は、中国の銀行間債券市場の登記・預託・決済業務の指定機関である。銀行間債券市場においては、一級債券預託方式を採用している。すなわち、すべての銀行間債券市場の参加者は中国の預託機関に債券口座を直接開設し、中央決済公司が参加者の債券の預託及び決済を直接行う。また、中央預託機関が債券取引の決済を直接行っている。ここでは4種類の決済方法（先渡し（PAD）、先払い（DAP）、即時決済（DVP）、FOP 決済）が提供され、代金を即時、一件毎、グロス（全額）で決済できるため、決済の効率性や安全性が大きく向上した。

第四に、フロントからバックオフィスまでのデータの一元管理を実現している。中央決済公司は、電子記帳形式で銀行間債券市場の債券登記、預託及び債券決済業務を行っている。中央決済公司が開発、運営している中央債券総合業務システムには、記帳システム、債券発行システムなどのサブシステムがあり、また中国現代化支払システム〔訳注：CNAPS（シナプス）、中国の資金決済システム〕、中国金融認証センターシステム、中国外国為替取引センター取引システムなど複数の外部システムと相互接続している。このため、すべての監督・管理部門（業界主管部門、最前線の監督部門、自主規制部門）は、市場の情報を即時かつ全面的に把握できるほか、各投資家の行動も監視でき、投資家の過度なレバレッジの累積を効果的に防止することができる。投資家も、取引情報を即時に取得できるようになっており、市場の不透明性が引き起こす市場操作などの行為を回避できる。

第五に、中国では空売りの制度と条件が整っていない。中国の銀行間債券市場の主体は、大部分が商業銀行であり、取引量全体の70%程度を占めている。このため、中国の銀行間市場における投資家の投資行動は同質化しやすく、資金的に余裕がある時に争って債券を購入し、資金がひっ迫した時にはこぞって債券を投げ売りすることになる。制度面から見ると、中国ではすでに債券貸借取引や空売りの性質を持つ売買式レポが導入されているものの、これら商品の流動性は乏しい。その背景として、投資家の同質性以外に、債券市場にこうした商品の土台となる債券デリバティブが不足していることが挙げられる。一方で、中国の銀行間債券市場にセントラル・カウンターパーティーが存在していないことも背景にある。現在の中国の制度環境において、中央決済公司は資金や証券の融通が認められていないため、債券貸借取引は投資家が非公開のルートで（自身の取引意図が公になるのを避けるため）債券貸借に応じる意向のある取引先を一社ずつ当たっていく必要があり、しかも相手が条件に合う債券を保有していることが取引の前提となる。

3. 銀行間市場のうちデリバティブ市場は未整備で開放の要件が不足

1995年に起きた国債先物をめぐる投機取引事件以降、中国の債券市場におけるデリバティブ市場の発展は、ほぼ停滞している。2005年は債券市場の発展や、金利自由化の推進、銀行間債券市場制度の整備を背景に、各種債券デリバティブが中国に次々と登場した。中国人民銀行は2005年6月、銀行間債券市場へ債券フォワード（先渡し）取引を正式導入し、これにより人民元建ての店頭（OTC）デリバティブ商品が中国に正式に誕生した。中国人民銀行はさらに2007年11月に金利フォワード（先渡し）取引を導入した。2008年1月には、約2年間の実験期間を経て、金利スワップ業務を正式導入した。2010年には、信用リスク削減手法（以下、CRM）を実験的に導入した。CRMには、次のような特徴と革新メカニズムに関する内容が盛り込まれている。第一に、市場参加者のレベル別管理である。CRMの実験では、コアトレーダー、トレーダー、非トレーダーのレベルに分類し、市場参加者のレベル別管理を行った。第二に、取引構造

が単純である。CRM では、信用保証の対象が特定された具体的な債務であることを明確化しており、原資産は債券及び他の類似債務に限られ、各取引契約をすべて特定の債務と対応させているなど、取引構造は国際社会で広く活用されているクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）より単純明快である。第三に、レバレッジに対する厳格なコントロールである。関連規定では、CRM 売買双方それぞれの買い越し金額、売り越し金額、及びこれら金額の純資本に対する比率などを規制することで、リスクを効果的に防いでいる（図表5）。

中国の債券市場におけるデリバティブ商品は、基本的な種類が揃わず、既存商品の取引も活発とは言えないため、市場の流動性を増加させる必要がある。この数年間、中国の店頭金融デリバティブ商品市場の取引は急速な増加傾向を保っているものの、その規模は現物市場と比べて非常に小さく、流動性にも乏しく、市場の弾力性が不足している。例えば、2009年に取引が最も活発だった1年物FR007金利スワップ商品の場合、取引のなかった日数が年間で計65営業日に上り、しかも1日当たりの取引は僅か4.4件に留まった。2010年には取引量が大幅に増えたものの、1日当たりの取引は12件以下である。

より重要な点は、中国における債券デリバティブ市場の監督・管理や法律制度になお欠陥が存在することである。店頭金融デリバティブ市場は多分野・多業界にまたがる市場であり、市場運用の過程において、投資家は複数市場にまたがった運用を手掛けることが多い。このため、複数の監督・管理部門が連携・協力を強化し、共通の法令を策定することで、各監督・管理部門、自主規制機関、仲介機関それぞれの役割を規範化する必要がある。現在、中国は分業監督体制かつ機関投資家を主な対象とする監督・管理モデルを採用しているが、これは店頭デリバティブ市場の規範化には不利である。

法律の面では、中国にはデリバティブ市場向けの共通の法令がない上、現行の法令も中国デリバティブ市場の発展に役立つものではない。例えば、デリバティブ取引で広く使用されているクローズアウト・ネットティングや履行保証制度は、デリバティブ取引のリスク管理に重要な役割を果たしているものの、中国の「破産法」、「物権法」といった法律規定の制約を受けるため、こうした制度と法律規定が矛盾している。現行の法律の枠組みでは、これら制度の有効性や実効性に一定の不確実性が存在する。この不確実性は、これら制度のリスク管理機能に著しい影響をもたらしている。また、デリバティブ取引における所有権の譲渡型履行保証に関するリプライシング・リスクも、デリバティブ取引の値洗い・リスク管理の機能の発揮に影響をもたらす。

今後、中国のデリバティブ発展という視点から見ると、中国の金利・為替の自由化はまだ発展途上にあり、デリバティブ市場の発展条件は備わっておらず、中国の投資家のほとんどはデリバ

図表5 中国における債券デリバティブ市場の発展状況

年	債券フォワード		金利スワップ		金利先渡し取引	
	件数	取引量	件数	元本額	件数	名目元本額
2006	398	664.5	103	355.7	-	-
2007	1,238	2,518.1	1,978	2,186.9	14	10.5
2008	1,327	5,005.5	4,040	4,121.5	137	113.6
2009	1,599	6,556.4	4,044	4,616.4	27	60
2010	967	3,183.4	11,643	15,003.4	20	33.5

(注) 2009年以降、債券フォワード取引量は決済金額ベースの統計を採用。

(出所) 中国外国為替取引センター

ティブ取引の能力や経験を持ち合わせていない。他方、中国は今後もなお実体経済を中心とした発展を堅持していく必要があるにも関わらず、リスクヘッジを主眼とするデリバティブ市場には重点が置かれていない。したがって、デリバティブの発展に必要な法律改正には、長い時間がかかるかもしれない。

以上から分かる通り、中国の銀行間債券市場のデリバティブ市場においては、今後相当期間にわたり、取引経験の豊富な外国人投資家を受け入れる条件は整わないだろう。

Ⅲ、銀行間市場での外国人投資家受入に関するマクロ的側面

中国の銀行間市場に外国人投資家を受け入れるかどうかという問題は、銀行間市場が対外開放の条件や能力を備えているか否かだけでなく、より重要なのは受け入れ後に起こりうるマクロ面への影響である。

1. 海外の人民元建て資産の内在的価値の向上

銀行間市場への外国人投資家受け入れは、中国の為替相場や外貨準備高に直接影響を与えるものではないが、海外の人民元建て資産の内在的価値を高めることになる。

まず、外国人投資家が海外に保有する人民元資金の使用しか認められていない現状では、外国人投資家に銀行間債券市場への投資を認めるといっても、海外の人民元保有の投資家に人民元資産の種類の変換（中国側から見ると、債務の種類の変換）を認め、単なる貨幣資産から各種債券資産に変換して市場で運用させるだけのことである。この過程は、人民元と外貨との交換とは無関係であり、中国の為替相場に直接的なインパクトを与えたり、外貨決済の問題が生じたりすることはないため、外貨準備高の増加に直接つながることもない。資本規制という観点から見ると、この過程は既存の外債の保有主体の調整（中国人民銀行の金融負債から政府の負債あるいは企業の負債への変更）に過ぎず、クロスボーダー取引は発生するものの、これによって更なるクロスボーダーの資金移動が生まれる訳ではない。

その一方、人民元金融資産を保有する外国人投資家に中国の銀行間債券市場への投資を認めるため、人民元金融資産に対する現行の一部保有制限が事実上撤廃されることになり、本質的にこの部分において人民元資産の内在的価値が増加する。換言すれば、運用可能な対象が増えるとともに、中国の発展の成果を享受してより多くの投資リターンを得る可能性が高まる。これにより外国人投資家の人民元建て資産保有の意欲が増し、ひいては人民元相場の上昇（圧力）が高まる。現行の為替制度下においては、こうした投資行動により外貨準備高の積み増し圧力が増大することになる。

2. 調達可能な資金規模の拡大および流動性の増加

銀行間市場における外国人投資家の増加により、中国にとって調達可能な資金の規模が拡大し、ひいては市場の流動性増加につながる。

通貨は流通の過程においてその機能を発揮する。このため、調達可能な資金量は、その社会における流動性を左右する決定的な要因となる。外国人投資家が海外に保有する人民元を中国の銀行間債券市場に投資する際、資産の種類を転換しただけだが、人民元の使用地域が国外から国内に移るため、中国の銀行間債券市場における資金供給量が増し、さらに中国全体の調達可能な資

金規模が拡大することになる。この過程において、一部資金は債券発行市場を通じて実体経済に直接流れ込む一方、一部は債券（または債券を土台とするレポ市場）を通じて中国市場の金利水準に影響を及ぼし、ひいては社会全体の資金需給状況を左右する。しかし、現在、中国の通貨供給量が 78 兆元、債券市場の年間取引量が 180 兆元に達することを踏まえれば、少数の外国人投資家の投資や債券取引量が中国の流動性の状況を変え、金利水準（マネーマーケット金利及び債券満期利回りなど）に目立った影響を及ぼすことはない。

信用創造の観点から見ると、銀行間債券市場に外国人投資家を受け入れる場合、中国における市場の流動性は間接的な影響を受ける。すなわち、通貨は一定の需要によって作り出されるものであり、ひとたび外国人投資家が保有する人民元を銀行間債券市場に投資することを認めれば、外国人投資家の人民元に対する需要が刺激され、ひいては人民元の信用創造につながる可能性がある。しかし、中国の通貨供給量、さらに流動性に影響を及ぼすのは、このように余分に創造された人民元が中国国内に還流し、国内の通貨の流通に加わった場合のみである。

IV. 銀行間債券市場での外国人投資家の受入れ拡大の制度設計

中国は、銀行間債券市場における外国人投資家を増やすための制度設計に際し、中国の銀行間債券市場の規模を考慮すると同時に、中国市場の今後の発展、さらには発展途上国として中国が直面するマクロ面のリスクについても考えておく必要がある。

1. 銀行間債券市場への外国人投資家の投資ルートに関する管理体制の維持

中国政府は、銀行間債券市場における外国人投資家の増加に際し、必要な投資ルートの管理体制を維持しなければならない。

中国の銀行間債券市場の流動性は大きく拡大したものの、まだ十分ではなく、投資行動の同質性などの構造的な問題が存在する。中国はなおグローバル金融市場の外縁に位置する発展途上国であり、グローバル金融市場の資金規模が巨大であることを考えると、中国市場はまだ国際市場からの直接的なインパクトに耐える力を持たない。一方で、現在の中国には十分な流動性が保たれており、また海外からの流入資金にはまだ一定の景気循環増幅効果（プロシクリカリティ）があるため、中国にとって大量の海外資金を呼び込む必要性はない。このため、中国は投資ルートに対する現行の管理体制を維持する必要があるが、投資主体の範囲と投資枠については、中国の銀行間債券市場の発展及び監督・管理能力の向上に合わせ、徐々に拡大していくのが望ましい。具体的には、一定の資本要件を満たし、堅実な内部リスク管理や財務指標を有する海外の金融機関の受け入れを検討できよう。

この際、各社 100 億元規模を限度に中国銀行間債券市場へ投資することを認め、全体の受入規模は 1,000 億元以下に抑えるのが望ましい。

2. 初期段階では外国人投資家による複数市場での同時運用を制限

一般的に、マネーマーケット、債券市場、外国為替市場の三市場は高度に連係し合う市場であり、これらの市場を組み合わせた投資運用がよく行われる。しかし、中国の監督・管理体制は統一されていないため、複数の市場にまたがるリスク管理は未熟である。このため、今後の相当長期間において、外国人投資家による上記三市場での同時運用を適宜制限すべきである。具体的に

は、外国人投資家に債券の現物売買・貸借、レバレッジ制限枠内でのマネーマーケット参入、コール市場での無担保貸出及び有担保貸出への参入を認める。

但し、初期段階では外国人投資家に債券デリバティブ市場を開放するのは望ましくない。外国人投資家の人民元資金に対して、初期段階ではなお閉鎖的な管理制度を敷く必要がある。すなわち、初期投資の人民元資金の原資を海外の既存の人民元資金のみとし、投資後に持ち出される資金も人民元資金の形でのみ認めるなど、厳格な要件を設ける。つまり、外国人投資家が債券市場と外国為替市場での運用を連係させることは認めない。各市場の監督・管理に関する連携協力の強化を急ぎ、複数の市場間における連動性や監督・管理の有効性を高める必要がある。

3. 外国人投資家の銀行間債券市場における売買限度額の個別設定

外国人投資家による国内市場での売買行為は、外国為替市場との関係性から中国の為替相場に影響を及ぼす一方、資本取引に関わる外貨交換や投機資金の流入にも関係するため、海外の人民元向けに必要な還流と投資のルートを設定するといった単純な問題ではない。

国内外の市場の完全一体化が実現した場合、国内・海外での外貨交換行為の間に差はなくなり、いずれも為替相場に影響を及ぼすことになる。国内の通貨へのインパクトに対する耐性について言えば、その効果は同等である。しかし、現時点において中国はなお必要な資本取引規制を維持しており、クロスボーダーの人民元資金移動の規模にも規制を設けており、利ざやを獲得するにはコストを支払う必要がある。必要があれば、中国はクロスボーダーの人民元移動を厳しくすることによる調整が可能である。ある意味、前者は人民元建ての資本自由化で、後者は全面的な資本自由化であり、両者の通貨へのインパクトは同等であるが、金融の安定性にとっての意味は異なる。前者の場合、中国が通貨安定の主導権を持っているが、後者の場合は外貨準備高や国際通貨・金融システム及びその運営の制限を受ける。このため、前者は金融市場の受け入れ能力を主な注目点としていると言え、最初に開放すべき分野となる。

さらに、外国為替市場への影響は、為替スポット市場の動向に加え、この部分の資金が他の外国為替デリバティブ市場に振り向けられるかどうか、つまりリスクヘッジが認められるか否かにも左右される。もし、認められるのであれば、外国人投資家が参入するのは銀行間債券市場のみでなく、外国為替市場にも同時参入することを意味しており、投資家に複数市場での同時運用を認めることになる。

このため、初期段階では、外貨交換を海外の既存人民元の投資と単純に同列視するべきでなく、これを独立の指標としてモニタリング・管理を行うのは望ましくない。外貨交換を資本取引の一部と捉え、全体的に把握することが望ましい。第一に、人民元の交換を直接的な銀行間債券市場投資の一部として管理し、為替ヘッジなどのツールの利用を認めない前提で、個別枠による管理下で優先的に開放するべきである。第二に、外国為替市場での行為を制限しない場合、その規模やレバレッジ水準を厳しく制限する必要がある。第三に、外国為替市場の開放を決定した場合は、外国人投資家が外貨交換により銀行間債券市場に参入することを認める。

4. 外国人投資家の範囲の段階的拡大とプルデンシャル規制の強化

現在、銀行間債券市場への投資が認められている海外の機関投資家は、三種類に限られている。これら三種類の機関の多くは、「バイ・アンド・ホールド」という形の投資を行っており、発生するリスクは限定的であるが、中国の債券市場の整備に対する意義も限られている。海外におけ

る人民元流通量の増加や、中国債券市場の発展に伴い、中国は海外の人民元資金の国内還流・投資に対して、堅実性を保ちつつ、一定の利便性を提供する条件で、海外の機関投資家の種類を段階的に増やしていくのが望ましい。初期段階では、国際的または地域的な金融機関、健全な商業銀行及び年金運用会社、中資（中国資本）系金融機関の海外拠点などに重点を置き、その後は国内で業務を展開する外資系証券会社や投資銀行にも門戸を広げ、最終的には各種投資ファンドも対象に加えることが検討できよう。

一定の条件の下で、外国人投資家の中国銀行間債券市場などへの投資について、中国本土子会社を通じた投資、または中国国内の代理機関の専用口座を通じた投資を義務付けることも考えられる。中国は外国人投資家の親会社―子会社間の不適切な資金の融通を監視かつ制限すべきである。外国人投資家の投資枠を監視することに加え、各市場あるいは市場全体のレバレッジ比率を抑制する必要がある。

5. 銀行間債券市場と取引所債券市場で異なる監督・管理方法の採用

銀行間債券市場と取引所債券市場での投資に対し、異なる監督・管理方法を取るべきである。

中国の銀行間債券市場は、取引所債券市場との相互接続を実現しつつあるが、両者の取引、預託、リスク管理などは大きく異なるため、両者の中国市場に対する影響力も異なる。マクロの視点から見ると、取引所債券市場の動向によるマクロ波及効果は低いが、市場規模が小さいため、市場の大幅な変動が起こりやすい。このため、両市場が一体化した場合、外国人投資家の情報開示を強化する必要がある。

6. トービン税などの早期導入と国際的な短期資本移動のコストの引き上げ

将来の国際環境は複雑であり、大きな為替変動や、国際資金移動にも直面せざるを得ない。中国側から見て、国際的な投機資金が中国に与えるインパクトは、中国のマクロ調整・コントロールに不利な方向に働くことが多いだろう。このため、中国は、一定の資本取引規制を維持するとともに、速やかに価格的手段を活用して、短期資金が中国金融市場に出入りする際のコストを引き上げ、更に海外の経験を参考に、トービン税など、国際的な短期資金移動のコストを増加させる施策を早期に打ち出す必要がある。

著者紹介

陳 道富 (Chen Daofu)

国務院發展研究センター金融研究所総合研究室 主任

1976 年生まれ。2002 年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

- ・国務院發展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、發展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会發展、市場流通、企業改革と發展、金融、国際経済などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research