

東京でのオフショア人民元建て債券市場の育成に向けた課題 香港、ロンドン、シンガポールの比較を基に

株式会社大和総研金融調査部研究員 中 田 理 恵

はじめに

- I. オフショア人民元建て債券の概要
- II. 東京におけるオフショア人民元建て債券市場育成がもたらすメリット

III. 主要なオフショア人民元市場の状況

- IV. 縮小する中国本土・オフショア市場間金利差
- V. 東京におけるオフショア人民元建て債券市場育成に向けた課題

はじめに

ここもとの人民元のSDR構成通貨入りの議論の中で、人民元ビジネスへの注目も高まってきた。ロンドンやシンガポールはオフショア人民元ビジネスの拡大に向けて積極的に環境整備を進めている。今年10月に中国人民銀行がロンドンにて人民元建て中央銀行手形を発行したことは記憶に新しい。

わが国においても、2014年11月のG20ブリスベン・サミットの際に2年7カ月ぶりに行われた日中財務相会談を機に、東京における人民元ビジネスの拡大に向けた道筋が模索されている。急速に進む人民元国際化の動きに鑑みれば人民元ビジネスの拡大は東京を国際金融センターとして成長させるための有効な手立ての一つになるといえる。東京での人民元ビジネス拡大の構想は2011年12月の日中首脳会談における「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」の合意に端を発した後、2012年半ば以降は一旦停滞していたが、昨年の日中財務相会談を機に再び始動した形

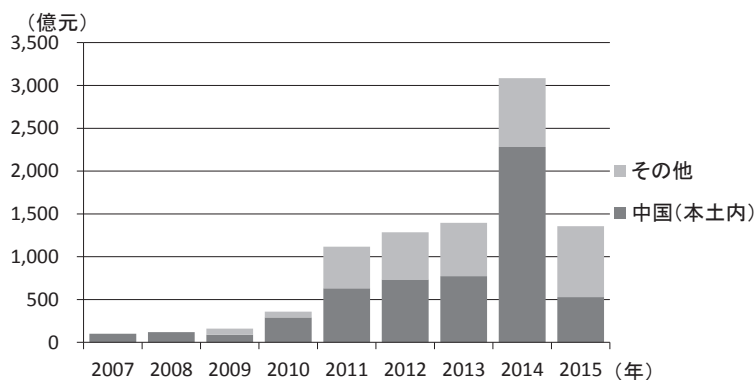
となる。具体的な施策として2015年6月には本邦にて初のオフショア人民元建て債券が発行された。本稿では、ロンドン・シンガポールのオフショア人民元建て債券¹市場の現状を比較し、東京におけるオフショア人民元建て債券市場の拡大の可能性及び課題を検討する。

I オフショア人民元建て債券の概要

オフショア人民元建て債券とはオフショア（中国本土外）市場にて発行される人民元建て債券を意味する。オフショア人民元建て債券の発行は、2007年6月に中国人民銀行と国家発展改革委員会が中国国内の金融機関に香港での人民元建て債券の発行を許可したことから始まった。2010年には香港金融管理局による人民元建て債券発行に関する正式な規定が公表され、中国企業が香港に設立した子会社を介した発行や、外資（中国資本以外を指す）による発行が開始した。以降、発行額は年々増加している。図表1は年間のオフショ

¹ オフショア人民元建て債券は発行地によりそれぞれの名称がある（香港では点心債、シンガポールでは獅城債等）が、本稿では全て統一してオフショア人民元建て債券と表記している。

図表1 オフショア人民元建て債券の年間発行額推移（注） 最終親会社所在国・地域別



（注）2015年の値は11月17日時点まで

（出所）Bloombergより大和総研作成

ア人民元建て債券発行額を発行体の親会社（最終親会社）の所在国・地域別に示したものである。

開始当初の2007年の年間発行額は100億元ほどであったが、2014年の年間発行額は3,084億元に達し、2015年11月17日時点の発行残高は5,573億元となっている。世界的な低金利環境の中でオフショア人民元建て債券の比較的高い利率及び対ドルでの人民元高の進行が投資を呼び込む要因となってきた。発行体は、中国系企業、中国財政部が中心であり、2014年の年間発行額の7割を占めている。この背景には中国本土とオフショア市場において金利差が存在してきたことがある。すなわち、中国本土での発行より低コストで人民元を調達できる環境が中国系企業による発行を促してきた。なお、2015年初から現在までの発行実績においては中国系企業による発行が大きく減少しているが、これは金利差の縮小に影響を受けたものであり、当該事項については「V. 東京におけるオフショア人民元建て債券市場創設に向けた課題」にて詳述する。一方で、中国系以外の企業による発行額は順調に増加している。2014年時点で中国系以外の

企業による発行額は全体の3割に留まっていたが、2015年初から現在まででは、中国系企業の発行減少も影響して発行額全体の6割を占めるに至っている。なお、日系企業による発行実績は図表2に示す通りであり、その大半は香港市場にて発行されている。オフショア人民元建て債券を発行できる市場は香港の他、ロンドン、シンガポール、台湾、韓国、フランス、ドイツ等がある。

II 東京におけるオフショア人民元建て債券市場育成がもたらすメリット

東京におけるオフショア人民元建て債券市場育成がもたらすメリットとしては以下の2点が指摘できる。1点目は東京の国際金融センターとしての地位向上に向けた手立てとなり得る点である。近年において人民元は急速に国際化を進めており、通貨としての重要性が高まりつつある。国際銀行間通信協会（SWIFT）の発表によると国際決済にて使用される通貨ランキングにおいて2015年8月時点で人民元は第4位となり、シェアは2.79%となった。2013年8月時点での人民元の同順

図表2 日系企業によるオフショア人民元建て債券の発行事例

発行体名	発行年/月	発行額(億元)	利率(%)	償還年数
オリックス株式会社	2011/03	4	2.00	3
東京センチュリーリース株式会社	2011/04	2	2.70	3
三井住友ファイナンス&リース株式会社	2011/09	2	2.50	2
三井住友ファイナンス&リース株式会社	2011/09	3	3.00	3
オリックス株式会社	2011/11	5	4.00	3
日立キャピタル株式会社	2012/03	5	3.75	3
三井物産株式会社	2012/03	5	4.25	5
三菱UFJリース株式会社	2012/03	3	3.60	3
三井住友ファイナンス&リース株式会社	2012/08	6	4.00	3
三菱UFJリース株式会社	2014/02	5	3.28	3
三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司	2014/05	10	3.05	3
三菱東京UFJ銀行	2015/06	3.5	3.64	2
みずほ銀行	2015/07	2.5	3.82	2

(出所) 各社プレスリリースより大和総研作成

位は第12位に過ぎず、シェアは0.84%であった。中国の名目GDPは世界第2位であり、なおかつ対外貿易額の規模は世界最大であることを考慮すれば、人民元決済のシェアは今後も高まる可能性があり、人民元建ての資金調達及び運用先への需要が拡大することが期待できる。東京市場がこうしたニーズを取り込んでいくことは国際金融センターとして発展するための有効な手立てといえるだろう。

2点目は日本国内企業に新たな人民元調達手段を提供する点である。前述のような人民元の国際化の進行を考慮すると、人民元建て決済の利用がわが国企業においても増加する可能性がある。中国はわが国の主要な直接投資先及び貿易相手国であり、日本国内企業による人民元建て決済の利用が増加すれば人民元による資金調達への需要も高まるであろう。また、企業の海外進出が進む中で資金調

達の多通貨化は為替リスクの軽減につながるであろう。

では、日本企業にとって、オフショア人民元建て債券発行にはどのようなメリットがあるか。一つには、借入よりも低コストで人民元を調達できる点が指摘できる。例えば2014年2月の発行案件では償還期限3年、利率3.28%の条件であったが、同時期における中国本土の貸出基準金利は1年以内の場合6%、1～5年の場合は6.4%に設定されていた²。

日本企業にとってのもう一つのメリットとしては、調達したオフショア人民元は、オフショアにて使用する場合中国本土内で調達した人民元よりも用途に制約が少なくより自由に活用できる点が指摘できる³。借入等により中国本土内にて人民元を取得した場合は、外貨との交換や本土外への持ち出しに制限が課される。一方で日本企業を含め中国国外の

² なお、中国本土内の前海地区では2013年1月より香港からのクロスボーダー人民元融資を受けることが可能となった。前海管理局と中国人民銀行深セン支部が行った調査では2013年に行われた本土向けの人民元貸出の金利は1年～5年の場合最低4%、最高6%であったと深セン市委員会の機関紙により報じられている。

³ 中国本土内の企業がオフショア市場にて人民元建て債券を発行した場合には、調達した人民元の用途に中国政府による制約が課されることとなる。

図表3 オフショア人民元市場の概要

	香港	ロンドン	シンガポール	東京
人民元預金残高 (2014年6月末)	9,259億元	254億元	2,540億元	— (注2)
人民元決済銀行	中国銀行	中国建設銀行	中国工商銀行	なし
RQFII上限 (注3) (2015年11月17日時点)	2,700億元	800億元	1,000億元	なし
オフショア人民元建て 債券発行額 (2013年)	1,166億元	20億元 (注4)	45億元	なし
通貨スワップ協定 (2015年11月17日時点)	4,000億元	3,500億元	3,000億元	なし
中国からの輸入額 (2013年)	3,848億ドル	459億ドル	510億ドル	1,503億ドル
中国向け輸出額 (2013年)	162億ドル	191億ドル	301億ドル	1,623億ドル
対中直接投資額 (2013年)	783億ドル	10億ドル	73億ドル	71億ドル

(注1) 輸出入額、直接投資額の数値は左から香港、英国、シンガポール、日本の数値を示している。

(注2) 東京における人民元預金残高は統計がないため不明である。

(注3) 人民元適格域外機関投資家 (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor)

(注4) ロンドンの値は統計なしのため報道された案件の合計値である。

(出所) 香港金融管理局、シンガポール金融管理局、City of London、ジェトロより大和総研作成

企業がオフショア人民元建て債券発行により得たオフショア人民元には中国政府による制約は課されないため、より自由に使えるというメリットがある。なお、オフショア人民元を送金または投資等により中国本土内に還流する場合は政府の許可を要することに留意が必要である。東京にオフショア人民元建て債券発行市場を創設すれば、オフショア人民元建て債券発行における利便性を高め、日本国内企業に新たな資金調達の実績をもたらし得よう。

Ⅲ 主要なオフショア人民元市場の状況

(1) 香港、ロンドン、シンガポール、東京の比較

代表的なオフショア人民元市場としては香

港、ロンドン、シンガポールが挙げられる。図表3はこの3市場及び東京についてまとめたものである。香港の人民元預金額はシンガポールの3.6倍、ロンドンの約36倍となっている。香港は対中貿易の中継地点であり、また対中投資における外資の拠点ともなっていることが人民元ビジネスにおける優位性をもたらしていると考えられる。香港はオフショア人民元建て債券の発行額においても他の2市場に大きく差をつけている。この背景としては人民元ビジネスの優位性に加えて、中国企業の子会社による発行が多いことがある。香港は中国系企業のオフショア人民元建て債券の発行地として立地・言語といった環境面の優位性を持つだけでなく、中国政府により政策的に後押しをされてきた特殊な背景がある。こうしたオフショア人民元建て債券発行

市場としての香港の特殊性を踏まえると東京におけるオフショア人民元建て債券市場育成にあたり、参考とする市場としてはむしろロンドンとシンガポールが適切であると言えるだろう。

(2) ロンドン、シンガポールのオフショア人民元市場の創設・発展に向けた動き

図表4はオフショア人民元市場拡大に向けた施策の導入時期をまとめたものである。施策としては通貨スワップ協定⁴の締結、人民元決済銀行⁵の設立、通貨の直接取引の開始、人民元適格域外機関投資家（RQFII⁶）の制度を利用した投資枠の取得等があるが、市場により各施策の導入順序及び時期は異なる。

ロンドンは2011年9月の第4回英中経済財政金融対話を契機にオフショア人民元市場として始動した。同対話では、ロンドンにおけるオフショア人民元市場の発展に対し英中双方が支持を表明している。その後、2012年5月にオフショア人民元建て債券の発行が開始された。また、2013年10月に行われた第5回英中経済財政金融対話では、RQFII制度による投資枠の付与、人民元決済銀行の設立、通貨の直接取引の開始が合意され、後に実施に至っている。2014年9月の第6回英中経済財政金融対話では、中国政府が将来的に人民元適格国内機関投資家（RQDII⁷）制度における投資対象の国として英国を加えることが合

意された。加えて、2015年9月の第7回英中経済財政金融対話では通貨スワップの規模拡大（2,000億元から3,500億元へ）、上海・ロンドン両取引所のストックコネクトに関する実行可能性研究の推進、ロンドンにおける人民元建て中央銀行手形の発行等が合意された。このうち人民元建て中央銀行手形の発行に関しては今年10月20日に実施されている。

シンガポールは2013年4月にシンガポール金融管理局と中国人民銀行との間でシンガポールにおけるオフショア人民元市場発展に向けた了解覚書（MOU）を締結し、オフショア人民元市場の育成を開始した。MOUでは具体的な施策として人民元決済銀行の設立、人民元建て貿易決済の促進等に合意している。2013年5月には人民元決済銀行（中国工商银行）の業務が開始され、同時期にオフショア人民元建て債券の発行も開始されている。その後、2013年10月の中国シンガポール双方協同連合委員会第10回会議にてRQFII制度による投資枠のシンガポールへの付与、シンガポールと中国本土間での人民元クロスボーダー業務（人民元建て貸付等）の開始、通貨の直接取引の開始について中国政府と合意し、後に実施に至っている。また今年11月に習近平国家主席がシンガポールを訪問した際には、RQFII制度による投資枠の拡大（500億元から1,000億元へ）、通貨スワップ協定の更新及び規模拡大、人民元クロスボーダー業

⁴ 通常の通貨スワップ協定は自国の通貨危機等の際に協定相手国と通貨を融通することを定める制度であるが、中国の場合は協定の目的に人民元建て貿易と投資の促進を掲げており、人民元の流動性を強化する側面を持つ。

⁵ 中国国内の銀行と国外の銀行間で行う人民元建てクロスボーダー決済の仲介を行う銀行。

⁶ 人民元適格域外機関投資家（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor）。中国政府により人民元適格域外機関投資家として指定され投資枠を付与されることで、中国本土外で保有されている人民元（オフショア人民元）により上限額まで中国の金融証券市場に投資できる制度。

⁷ 人民元適格国内機関投資家（Renminbi Qualified Domestic Institutional Investor）。中国本土内の機関投資家は中国政府により人民元適格国内機関投資家として指定されることで、中国政府が認可した中国国外の市場にて人民元建てで証券投資を行うことが可能となる。

図表4 ロンドン、シンガポール、東京における施策導入時期

年 月	ロンドン	シンガポール	東京
2010	6 人民元建て債券上場開始		
	7	通貨スワップ協定 1500 億元	
2011	9 第4回英中経済財政金融対話		
	12		日中首脳会談
2012	5 人民元建て債券発行開始		
	6		人民元と日本円直接取引開始
2013	3	通貨スワップ 3,000 億元に拡大	
	4	MOU 締結	
	5	人民元決済銀行 業務開始 人民元建て債券発行・上場開始	
	6	通貨スワップ協定 2000 億元	
	10	第5回英中経済財政金融対話 RQFII取得 800 億元	中国シンガポール双方協同連合委員会第 10 回会議 RQFII取得 500 億元
	6	人民元と英ポンド直接取引開始 人民元決済銀行に 中国建設銀行が決定	
	7		シンガポールの銀行による 中国本土内の企業への 人民元建て貸付開始(注)
2014	9 第6回英中経済財政金融対話		
	10		人民元とシンガポールドル 直接取引開始 中国シンガポール双方協同連合委員会第 11 回会議
	11		日中財務相会談
	6		人民元建て債券発行開始
2015	9 第7回英中経済財政金融対話		
	10 中国人民銀行より元建て手形発行 通貨スワップ 3,500 億元に拡大		日本財務省より中国財政部長に 人民元決済銀行の日本設置を要請
	11		RQFII 1,000 億元に拡大

(注) 貸出先の企業は蘇州工業園区もしくは天津エコシティ内にあることが条件
(出所) シンガポール金融管理局、City of London、財務省より大和総研作成

務の実施地域拡大等を今後実施することに合意した。

なお、東京におけるオフショア人民元市場の創設に関しては2011年12月に行われた日中首脳会談にて「日中両国の金融市場発展に向けた相互協力の強化」が合意されている。合意内容としては、通貨の直接取引の開始、東京における人民元建て債券の発行、中国本土市場における国際協力銀行による人民元建て

債券の発行等が決定された。2012年6月には通貨の直接取引が開始したが、その後の両国の関係複雑化等により他の施策は長らく実施されていなかった。わが国における人民元ビジネス拡大に向けた取り組みが再び開始されたことにより、今年6月に本邦で初めて人民元建て債券が発行される運びとなった。また、今年10月には麻生財務相と楼中国財政部長（財務大臣）が会談した際には人民元決済銀

行を日本国内にも設置するよう要請している。

(3) ロンドンとシンガポールにおける課題

上記のようにロンドン、シンガポールにおいて人民元ビジネスの普及に向けた施策は行われているが、両市場の発行実績は香港と比較して未だ大きく劣る状況である。また発行体の多くは中国国有企業が中心となっており、英国、シンガポールの国内企業による発行事例は限られている。なお、中国国有企業による発行の多くはその目的の一つにオフショア人民元市場育成への貢献も掲げており、両市場に発行地としての魅力を感じたというよりは、両市場の発展支援のためといった側面がある。

発行が進まない要因としては、ロンドン及びシンガポールが香港と比較して①人民元の流動性が低い、②本土への人民元還流ルートが少ないことが影響していると思われる。①人民元の流動性については前述の通り、ロンドン、シンガポールの人民元預金残高（債券投資の原資となる）は香港と比較し小規模である。また、②オフショア人民元建て債券の発行により取得した人民元を中国本土に還流できるルートが少ないことについても留意する必要がある。発行市場を選択する際に取得した人民元を中国本土へと還流するルートが多い市場がより好まれるとすれば、本土への還流ルートが香港等の他の市場と比較して少ないことはデメリットとなるだろう。現状では人民元は国際通貨のひとつとなるには至っ

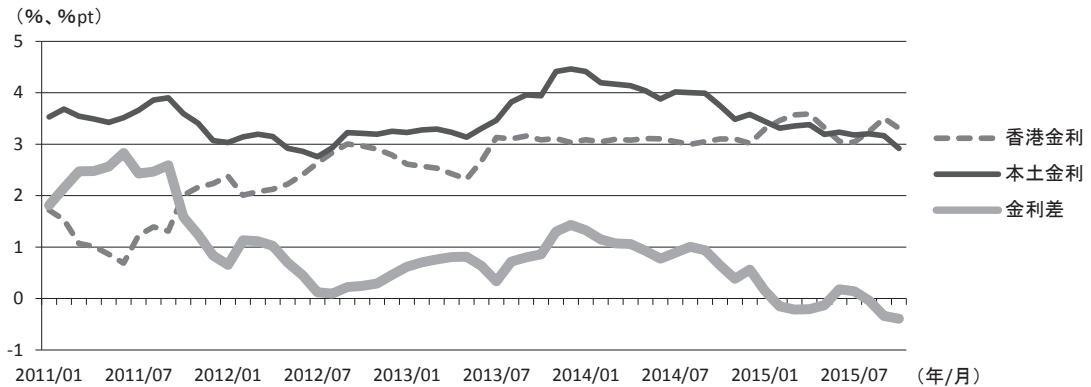
ていないため、取得した人民元は主に中国本土へと還流させて使用することになる。具体的な還流ルートとしては、貿易、直接投資、証券投資、その他投資（主には銀行による貸出）等が挙げられる。このうち貿易と直接投資での人民元の使用は、香港、英国、シンガポールともに解禁されている。他方で、証券投資、その他投資での利用においては、香港と英国・シンガポール間で規制の強弱に差異がある⁸。これは中国政府が対象となる国や地域を限定して人民元建て資本取引の規制緩和を実施しているためである。

IV 縮小する中国本土・オフショア市場間金利差

オフショア人民元建て債券市場の長期的な発展にあたり留意すべき点は、中国本土とオフショア市場の金利差及び中国政府による規制緩和の動向である。前述の通り、オフショア人民元建て債券の発行額は2007年の発行開始から急速に増加してきた。発行増加はとりわけ中国系企業による発行が中心である。急速な発行額増加の背景には中国政府による人民元の国際化に向けた政策の成果といった側面もあるが、中国系企業にオフショア人民元建て債券発行を促した最大の要因は中国本土とオフショア間の金利差であろう。現状では中国本土内と本土外の間での人民元の資金移動には制限がかかっているため、裁定取引の原理が働きにくい。このため中国本土とオフショア間では金利差が存在してきた。図表5

⁸ 例えばその他投資については、2014年7月にシンガポールの銀行による中国国内の企業向け人民元建て融資が認められるまで、人民元建ての中国向けクロスボーダー融資は香港の銀行にのみ許可されていた業務であった。また証券投資については、中国国外の機関投資家に対し人民元建てでの国内証券市場への投資を認める制度として2011年に開始された人民元適格国外機関投資家（RQFII）があるが、この制度の適用対象は2013年10月まで香港に限られていた。なお、ロンドンとシンガポールが実際にRQFII制度の利用を始めた時期は、ロンドンが2014年2月、シンガポールが2014年6月である。

図表5 中国5年物国債利回りと金利差



(出所) Bloombergより大和総研作成

では中国本土と代表的なオフショア市場の香港との金利差を比較するために、中国5年国債の本土における利回りと中国5年国債の香港における利回り及びその差を示している。オフショア市場の金利は中国本土を下回ってきたため、中国系企業はオフショア人民元建て債券を発行した場合、国内での発行よりも低コストで発行できるといったメリットが存在した。

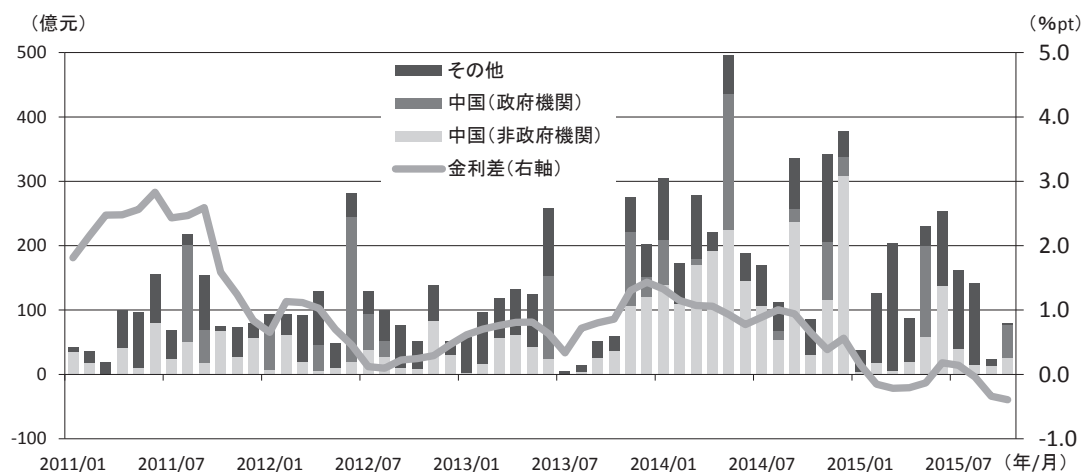
しかしながら、近年において中国本土とオフショアにおける金利差は縮小傾向にあり、足元ではオフショアにおける金利が中国本土における金利を上回る状態にある。これにより2015年初以降、中国系企業による発行は大きく減少している。(図表6)中国本土の金利が低下した要因としては、中国人民銀行による利下げ及び資金供給の拡大の影響があるといえる。また、オフショアの金利が上昇した要因としては、中国経済の成長率低下及び中国の不動産開発事業者(佳兆業集団)のデフォルト⁹によるオフショア人民元建て債券への信用低下、人民元高への期待低下、米国

の量的金融緩和終了によるリスク志向の減退等が指摘できる。また、今後中国による人民元の資金移動の自由化とともに中国本土内とオフショアの金利差が解消されれば、中国系企業によるコストカットを目的としたオフショア人民元建て債券の増加に更なるブレーキがかかる可能性がある。

また、2014年3月には外資系事業会社が中国国内で人民元建て債券(パンダ債)を発行した。外資系事業会社によるパンダ債発行は開始から月日が浅く、また債券発行には中国政府に申請をする必要があるため、オフショア人民元建て債券を完全に代替できる存在ではない。しかし、パンダ債の発行手順等の整備が進めば、企業が人民元建て債券発行の際にパンダ債を選択するケースも増える。中国による人民元の自由化までにオフショア人民元建て債券市場が一定程度まで拡大し、市場の継続性を担保することができなければ、東京におけるオフショア人民元建て債券市場の長期的な規模拡大は困難となる恐れがある。

⁹ 佳兆業集団(カイサ・グループ・ホールディングス)はHSBCに求められた5,200万米ドルを期日までに返済できなかったことを2015年1月1日に公表した。後、ドル建てで発行していたオフショア債の利払い2,300万米ドルが遅延。

図表6 金利差と最終親会社所在国別発行額



(出所) Bloombergより大和総研作成

V 東京におけるオフショア人民元建て債券市場育成に向けた課題

ロンドン、及びシンガポールの例に鑑みると、今後の東京のオフショア人民元建て債券市場の育成に向けた課題としては、人民元の流動性、人民元の中国本土への還流ルートの不足といった懸念から日系企業がオフショア人民元建て債券の発行地として東京を選択しない恐れがあることが指摘できる。こうした懸念を払拭するためには通貨スワップ協定の締結、及び人民元決済銀行の設立による人民元建て貿易決済の促進を通じて人民元の流動性を高めるとともに、人民元の還流ルートの拡充を図る必要がある。ただし、このようにオフショア人民元建て債券の発行に向けた環境を整えた上でも日系企業による東京でのオフショア人民元建て債券の発行需要がなくては市場が活用されることはない。オフショア人民元建て債券の資金調達手段としてのメリット・デメリットを十分に踏まえた上で今後の需要が見込めることが市場育成にあたる条件となる。

加えて、オフショア人民元建て債券市場の拡大を図る場合には外資系企業、とりわけ主要な発行体である中国系企業による発行を促す必要があるだろう。

上記のような施策により今後の東京におけるオフショア人民元ビジネスの拡大のためには、日中両政府により市場発展に向けた合意を形成することが肝要である。人民元決済銀行の設立や通貨スワップ協定の締結には中国政府との交渉が不可欠である。また、中国系企業による東京市場での発行においても中国当局による許可を要する。こうした現状を基に、最近ではわが国財務省より中国財政部長に人民元決済銀行の日本設置を要請する等の動きも見られている。しかしながら、RQFII制度による投資資格及び投資枠の付与や、人民元決済銀行の設立等は、国家主席が当該国を訪問した際に手土産の要素を兼ねて締結することも多く、現状の日中関係を踏まえると実現にはやや時間を要する恐れもある。だが、中国にとりわが国は米国に次ぎ二番目の貿易相手国であり、人民元の国際化を進める上で日中間貿易における人民元取引を促進する意

義は大きい。加えて主要な取引所である東京市場における人民元ビジネスの拡大も有益であろう。日中両政府間での合意形成に向けては、人民元の国際化を進める上でのわが国の重要性が中国側に認識されることが重要である。

また、今後中国政府による人民元の資金移動の自由化やパンダ債発行における規制緩和が進めば、中国本土内での人民元建て発行の活用増加に伴い、オフショア人民元建て債券の発行が停滞する可能性がある。東京のオフショア人民元建て債券市場の長期的な規模拡大のためには、人民元の自由化が行われるまでに市場を一定規模に成長させることで、市場の継続性が担保される環境を形成すべきであろう。

東京におけるオフショア人民元建て債券市場の育成には課題があるものの、わが国の対中貿易の規模に鑑みれば、東京にはオフショア人民元市場として潜在性があるといえる。東京におけるオフショア人民元建て債券市場の育成は企業に新たな人民元の調達手段を与え、同時に東京の国際金融センターとしての地位向上のための有効な手立ての一つとなるだろう。