

日中两国拉开新金融合作时代的序幕 ～基于日中首脑会谈精神～

二〇一二年一月

野村资本市场研究所

北京事务所首席代表

关根荣一

目录

I. 日中两国金融合作的深化	5
1. 日中首脑会谈在金融领域的成果	5
2. 金融合作共识的内容	5
1) 促进日元与人民币在两国跨境交易中的使用	
2) 支持发展日元和人民币的直接交易市场	
3) 支持日元和人民币债券市场健康发展	
4) 鼓励私营部门在海外市场发展日元和人民币计价的金融产品和服务	
5) 建立“中日金融市场发展联合工作组”	
II. 金融合作共识对于私营部门的意义与课题	6
1. 对日本企业而言在贸易投资层面的便利性提高	6
1) 人民币跨境交易扩大的现状	
2) 成为关键因素的向东京市场供给人民币的渠道开拓	
2. 人民币资金筹措及投资渠道的开拓和扩大	8
1) 日本企业在香港市场发行人民币债券的实际情况	
2) 在东京市场上确保人民币业务的规模及流动性是课题之一	
3) 期待中国大陆市场上人民币债券发行主体多样化	
3. 以人民币计价的投资商品的增加	9
III. 日本政府购买中国国债的背景	10
1. 中国买卖日本债券（国债）日趋活跃	10
2. 中国外汇储备投资多样化的大背景	10
3. 正在扩大的中国国债市场	11
1) 中国大陆的国债市场	
2) 在中国大陆原则上国内消化	
3) 香港市场上存在的人民币国债	
IV. 倍受关注的中国国债购买方式	13
1. 日中金融合作深化的象征	13
2. 通过 QFII（合格境外机构投资者）购买的方式	13
3. 通过银行间债券市场购买的方式	14
4. 对于中国人民币国际化的意义	14
V. 呈现进攻姿态的对华金融合作	16
1. 围绕人民币离岸业务国际市场间的竞争	16
1) 伦敦	
2) 新加坡	

3) 台湾	
4) 东京	
2. 进攻姿态的对华金融合作.....	17

【要点与结论】

1. 2011 年 12 月 25 日，野田佳彦总理就任后首次访问中国，进行日中首脑会谈。在金融方面，达成了为日中两国金融市场的发展而深化合作的共识（金融合作共识）。
2. 所谓金融合作共识，共由 5 项内容构成。①促进日元与人民币在两国跨境交易中的使用；②支持发展日元与人民币的直接交易市场；③支持日元和人民币债券市场健康发展；④鼓励私营部门在海外市场发展日元和人民币计价的金融产品和服务；⑤建立“中日金融市场发展联合工作组”以推动在上述领域的合作。
3. 金融合作共识对于私营部门的意义可以归纳为：①对日本企业而言在贸易投资层面的便利性提高；②人民币资金筹措及投资渠道的开拓和扩大；③以人民币计价的投资商品的增加。但是，在东京市场上进行的人民币跨境交易中，如何确保人民币向东京市场供应的渠道是今后的课题之一。
4. 本次金融合作共识，在推进日本当局投资中国国债所需的申请手续方面达成了一致。进入 2010 年，中国买卖日本债券（国债）非常活跃。2011 年 1 月～11 月，净卖出额达到 25,672 亿日元。截至到 2010 年底中国大陆的国债发行余额为 62,628 亿元（约合 77 万亿日元），持有者几乎 100%都是境内居民，其中商业银行持有量占 6 成以上。
5. 如果在中国大陆市场上购买国债，对外国投资者而言，有两种方式。一个是利用交易所市场的 QFII（合格境外机构投资者）制度，另一个是取得银行间债券市场进入许可。日本政府购买中国国债，也可能采取上述以外的方法，而这有可能影响到中国大陆债券市场向外国投资者开放的进程。中国的专业人士从人民币国际化和债券市场发展的角度出发，也欢迎日本政府购买中国国债。
6. 本次金融合作共识，在与伦敦等其他城市和地区提出人民币离岸市场构想并展开国际市场竞争的背景之下，可以说是日本清楚地认识到中国经济的崛起、人民币的国际化趋势而采取的进攻姿态。建立以拓宽人民币使用用途为主题的中日金融市场发展联合工作组，在 G7（七国集团）中日本政府也是先行者。今后，如何具体落实上述共识将受到瞩目。

I. 日中两国金融合作的深化

1. 日中首脑会谈在金融领域的成果

2011年12月25日，野田佳彦首相就任后首次访问中国，与温家宝总理进行了日中首脑会谈。此次首脑会谈，一方面在政治外交领域，围绕不明朗的朝鲜半岛局势加强了日中合作，同时双方就日中经济关系也交换了意见。特别在金融方面，日中两国同意加强合作，发展金融市场成为最大的关注焦点。

2. 金融合作共识的内容

在首脑会谈后日本财务省¹和中国人民银行²各自发表的公报显示，为了支持日中两国间不断发展的经济金融关系，日中两国首脑同意在两国的金融市场深化相互合作，促进两国间的金融交易（金融合作共识）。并且决定在注意遵循市场主导原则的同时，具体在以下领域开展合作（图表1）。

1) 促进日元与人民币在两国跨境交易中的使用

金融合作的支柱之一是，促进日元和人民币在两国跨境交易中的使用。为此，第一是促进日元和人民币在贸易结算中的使用，以降低两国进出口商的汇率风险和交易成本；第二是日本向中国大陆进行人民币直接投资，包括投向日本企业在华附属机构。

图表1 日中加强合作发展金融市场（内容概要）

前文	为支持日中之间不断发展的经济金融关系，日中领导人同意加强两国金融市场合作，鼓励两国之间的金融交易，具体在以下领域开展合作，并应注意遵循市场原则。
合作内容	(1) 促进日元与人民币在两国跨境交易中的使用 • 便利日元与人民币在贸易结算中的使用，以降低两国进出口商的汇率风险与交易成本。 • 日本向中国大陆进行人民币直接投资，包括投向日本企业在华附属机构。
	(2) 支持发展日元和人民币的直接交易市场
	(3) 支持日元和人民币债券市场健康发展
	• ①日本企业在东京和其他海外市场发行人民币债券。 • ②日本国际协力银行在中国大陆试点发行人民币债券。 • 日本当局投资中国政府债券的有关申请程序正在进行中。
	(4) 鼓励私营部门在海外市场发展日元和人民币计价的金融产品和服务。
	(5) 建立“中日金融市场发展联合工作组”以推动在上述领域的合作。
其他	此外，我们同意加快10+3财金合作，包括在清迈倡议多边化框架下引入区域危机预防功能以及进一步加强危机解决机制。

（出处）根据财务部、中国人民银行相关资料，由野村资本市场研究所编制

¹ http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/dialogue/japan_china_financial_cooperation.htm

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

2) 支持发展日元和人民币的直接交易市场

金融合作的第二个支柱是，支持发展日元和人民币的直接交易市场。

3) 支持日元和人民币债券市场健康发展

金融合作的第三个支柱是，支持日元和人民币债券市场健康发展。为此，第一是支持日本企业在东京和其他海外市场发行人民币债券。同时，支持日本国际协力银行（JBIC）在中国大陆试点发行人民币债券。第二是推进日本当局投资中国政府债券的有关申请程序。

4) 鼓励私营部门在海外市场发展日元和人民币计价的金融产品和服务

金融合作的第四个支柱是，鼓励私营部门在海外市场发展日元和人民币计价的金融产品和服务。

5) 建立“中日金融市场发展联合工作组”

金融合作的第五个支柱是，建立“中日金融市场发展联合工作组”（联合工作组），以推动在上述领域的合作。

预计联合工作组的中方成员有中国人民银行和其他相关部门；日方成员有财务省、日本银行、金融厅等。此外，决定基于民间的需求验证并商讨是否存在当局应该应对的规制以及惯例上的制约。

II. 金融合作共识对于私营部门的意义和课题

此次金融合作共识，在日中两国政府促进私营部门的金融交易方面具有重大意义，但也存在需要解决的课题。

1. 对日本企业而言在贸易投资层面的便利性提高

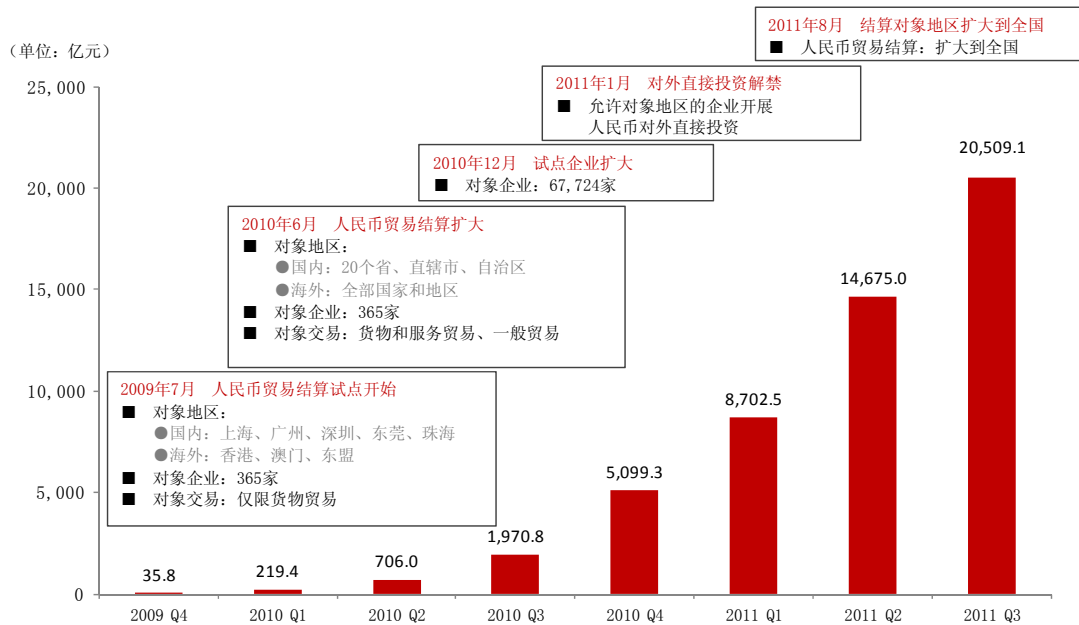
1) 人民币跨境交易扩大的现状

通过本次金融合作共识，可以期待的一点是日本企业在贸易投资层面使用人民币进行跨境交易将变得更加容易。

首先从贸易层面来看，中国在 2009 年 7 月开始试点性地解除了人民币贸易结算的限制，2010 年 6 月贸易结算的对象向所有国家和地区放开。同时，中国大陆的试点地区在 2011 年 8 月扩大到全部的省、直辖市（图表 2）。2009 年 7 月到 2011 年 9 月末人民币贸易结算金额累计达到 20,509 亿元。但是，在这些人民币贸易结算的对象中面向香港的占到了全部金额的 90%。

其次从投资层面来看，随着人民币贸易结算的增加，作为使人民币向中国大陆回流的手

图表 2 人民币贸易结算金额（累计）与放宽限制



（出处）根据中国人民银行的资料及其他各种资料，由野村资本市场研究所编制

段之一，中国开始试点开展人民币对内直接投资³。但是，由于在试点期间各地对于审批的解释及执行存在差异，2011年8月16日在中国国务院副总理李克强在香港发表演讲之后，同年10月14日商务部和中国人民银行联合颁布了新的法令。其后的实际情况是，截止到同年12月14日商务部共受理申请78件，批准了其中的74件（商务部外国投资管理司黄峰副司长）⁴。这74件申请的出资金额共计165.3亿元，其中7成来自于香港。

香港从2004年开始对人民币存款解除禁令，在上述人民币贸易结算中中国银行（香港）是中国人民银行指定的唯一的清算银行，从中国大陆向香港供给人民币的渠道得到了保证。这就是所谓的香港人民币离岸市场。

2) 成为关键因素的向东京市场供给人民币的渠道开拓

根据此次金融合作共识，如果在香港人民币离岸市场之外，还能保证对东京市场的供给渠道，那么预计将会推动日本企业对人民币的使用。

为此，有必要保持从香港市场流向东京市场的人民币供给顺畅。如果有必要，应该研究让中国银行东京分行从中国大陆金融管理当局处取得东京市场清算业务的许可，以加大从中

³ 关于人民币对内直接投资与在香港发行人民币债券的内容，请参阅关根荣一《已经启动的人民币对内直接投资》，《野村资本市场季刊》2012年冬号。

⁴ 2011年12月15日的21世纪经济报道。

国大陆向东京市场的人民币供给。此外，对于向东京市场供给人民币的业务，日本的金融机构能够在多大程度上参与其中也将成为焦点。

2. 人民币资金筹措及投资渠道的开拓和扩大

1) 日本企业在香港市场发行人民币债券的实际情况

在香港，从 2007 年开始对中国大陆的发行体解除了发行人民币债券的禁令(图表 3)。接下来,在 2009 年 10 月由中国财政部发行了人民币国债。进而，从 2010 年 7 月开始，为了进一步扩大人民币贸易结算,根据中国大陆与香港达成的协议,也对外国企业及外国金融机构解除了发行人民币债券的禁令。

这种人民币债券，一方面被称作“离岸人民币债”，另一方面以 2010 年 8 月麦当劳发行债券为契机，受到独具香港特色的喝午茶的文化启发，也被亲切地称作“点心债”（Dim Sum Bond）。包括点心债在内香港的人民币债券发行量逐年增加，2007 年为 100 亿元，2008 年为 120 亿元，2009 年达到 160 亿元，随着同年人民币贸易结算解禁，之后的 2010 年为 358 亿元，2011 年截止到 12 月 8 日发行量达到 868 亿元。2011 年点心债的发行，预计最终将达到 1,000 亿元。点心债在日本企业中也有的发行的事例，也有一部分日本的金融机构参与了认购。

2) 在东京市场上确保人民币业务的规模及流动性是课题之一

日本企业的人民币债券发行量增加，预计将会对促进日本企业使用人民币对内直接投资做出贡献。特别是，如果在东京市场能够以人民币发债，那么对日本企业而言使用人民币的便利性也会提高。但是，利用东京市场发债，如何确保足够的持有人民币的投资者是一个课题。根据东京的人民币市场的规模与流动性的实际情况，有必要考虑从香港引入投资者。

从在东京市场发行人民币债券的角度来看，有必要增加东京市场的人民币存量规模。为

图表 3 点心债发行主体的多样化与发行金额

年	发行主体		发行金额 (亿元)
	境内机构	境外机构	
2007年	政策性银行（中开行、进出口银行） 国有商业银行（中国银行及其他）	—	100
2008年	政策性银行、国有商业银行	—	120
2009年	中国政府（财政部） 政策性银行、国有商业银行 外资银行（HSBC、东亚银行）	—	160
2010年	中国政府（财政部） 政策性银行、国有商业银行	企业（香港合和、美国麦当劳及其他） 金融机构（UBS、ANZ）	357.6
2011年	中国政府（财政部） 政策性银行、国有商业银行 企业（宝钢集团）	国际金融机构（世界银行、IFC、亚洲开发银行） 政府类金融机构（韩国进出口银行） 企业（台湾永丰余、大众汽车及其他） 金融机构（ICBC Asia）	约1,000

（注）2011 年的发行金额来自于 2012 年 1 月 17 日香港金融管理局发布数据。

（出处）根据香港 SFC 及相关资料，由野村资本市场研究所编制

此，第一，有必要促进东京市场上的人民币贸易结算，特别是推动接受那些中国企业订购日本产品和服务时能够拿到订单的日本企业接受以人民币结算货款；第二，有必要令投资者能够自由开立人民币账户；第三，关于发行制度，有必要研究比较香港市场上人民币债券的发行规制和信息披露制度，以实现在东京市场上可兼顾到发行主体的便利性和投资者的保护。

3) 期待中国大陆市场上人民币债券发行主体多样化

在中国大陆市场，境外机构发行的人民币债券，被称为“熊猫债券”（与日本的“武士债券”相似）⁵。2005年2月，中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会（证监会）联名发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，同年10月国际金融公司（IFC）和亚洲开发银行（ADB）分别获准发行人民币债券11.3亿元和10亿元。此后，2006年11月IFC和ADB又分别获准发行8.7亿元和10亿元，在这4笔业务之后没有再发行的记录。

在中国大陆的银行间债券市场上，作为境内机构，2010年5月三菱东京日联银行发行了10亿元的金融债券，同年10月上海通用汽车金融公司发行了15亿元的金融债券。还有，2011年12月三菱商事的中国当地法人取得了银行间债券市场CP发行程序的批准（发行额度5亿元），除此之外其他外资发行主体没有发行记录。

为此，期待着作为日本政府类金融机构的国际协力银行（JBIC）发行熊猫债券，能够促进中国债券市场发行主体的多样化，进一步吸引不论是境内机构还是境外机构的众多外国私营部门在中国大陆市场发行债券。另一方面，在境外机构发行人民币债券的问题上，今后有必要找出上述暂行办法在发行条件、资金用途、信息披露、会计基准采用等方面存在的技术课题，并逐一解决。

3. 以人民币计价的投资商品的增加

如上所述，随着贸易投资以及债券市场的活跃，对人民币计价的金融产品与服务的需要和供给预计也将增加。届时，日中两国如果在开发产品与服务方面存在规制、惯例等制约，为解决这些问题，联合工作组的作用将会变得很重要。

在金融合作共识中，创设日元和人民币直接交易市场的内容，与中国人民银行汇率制度的问题也相关，因此预计推进这项工作将会结合中国外汇制度的改革速度与内容来进行。

此外，在中国大陆的外汇市场，每个营业日中国人民银行都会公布人民币汇率中间价。2010年8月19日，主要货币在原有的美元、欧元、日元、英镑、港元之外又新增了马来西亚林吉特。紧接着，同年11月22日增加了卢布，2011年11月28日增加了澳元和加拿大元。现在日元与人民币之间的汇率，是将美元作为媒介货币来确定的。不过，一旦日元与人民币能够直接交易，那么应该开始调查并理解上述已经进行直接交易的货币与人民币之间的汇率形成机制并开展相关工作。

⁵ 有关中国熊猫债的发行制度，请参阅关根荣一《中国境外机构人民币债券（熊猫债）市场的现状和课题》，《资本市场季刊》2006年夏号。

III. 日本政府购买中国国债的背景

1. 中国买卖日本债券（国债）日趋活跃

本次金融合作共识，在推进日本当局投资中国国债所需的程序方面达成了一致意见。

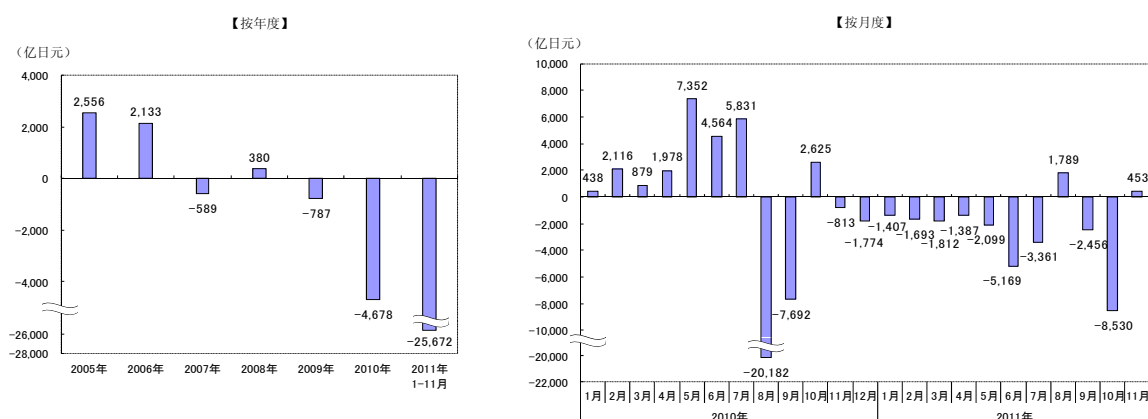
中国对日本债券（国债）的买入卖出，进入 2010 年之后比较活跃。具体而言，同年 1~7 月，中国对日本债券净买入额达到 23,158 亿日元（图表 4）。在同年 1~7 月的净买入额中，偿还期限在 1 年以内的短期债券净买入额为 23,613 亿日元、中长期债券的净卖出额为 455 亿日元，从整体来看短期债券的净买入是这段时期的主要特征。此后，2010 年 8 月单月净卖出 20,182 亿日元，几乎与截止到同年 7 月的净买入相抵。

2010 年 9 月以后日本债券整体上持续净卖出的状况，这一持续的操作行为被认为是为了赚取日元升值的差价收益。另一方面，中长期债券从 2010 年 10 月到 2011 年 5 月期间持续净买入状况。特别是进入 2011 年之后，2 月份和 3 月份的净买入额分别达到了 1,652 亿日元和 2,345 亿日元，4 月净买入额进一步扩大到 13,300 亿日元。根据最新统计的 2011 年 1 月~11 月的数据显示，整体上有 25,672 亿日元的净卖出额，其中短期债券的净卖出额为 31,202 亿日元，中长期债券的净买入额为 5,530 亿日元。

2. 中国外汇储备投资多样化的大背景

中国的外汇储备在 2006 年 2 月超过日本成为世界第一，2011 年 3 月突破了 3 万亿美元，同年截至到 12 月底达到了 31,811 亿美元的水平。

图表 4 中国对日本债券（国债）的购买



（出处）根据财务省数据，由野村资本市场研究所编制

据称，现在中国的外汇储备 7 成是美元，而其中大部分被中国人民银行（中央银行）的外设机构国家外汇管理局（SAFE, State Administration of Foreign Exchange 的简称）用于购买美国国债。购买美国国债是在考虑了贸易上的对外支付和市场流动性之后进行的。不过为了回避投资资产的价格下跌风险、追求利润，2007 年 9 月从外汇储备中拿出 2,000 亿美元作为资本金设立了中国投资有限责任公司（CIC, China Investment Corporation 的简称）。

对外汇储备直接进行投资的 SAFE，在 2009 年 12 月 1 日和 2010 年 7 月分别公布了《外汇管理概览》和《外汇管理政策热点问答》。其中，在外汇储备的投资上明确了要基于安全性、流动性、增值性（收益性）的三项原则。同时，作为资产分配原则，要将资金配置在国债、政府债券、国际金融机构债券、公司债、基金等上面；货币配置方面，在美元、欧元、日元等传统主要货币之外，又增加了面向新兴市场国家货币的分散投资，上述中国对日本债券的买卖就被定位为外汇储备投资多元化的一个环节。

3. 正在扩大的中国国债市场

1) 中国大陆的国债市场

在中国大陆市场，1978 年实施改革开放政策后，于 1981 年重新启动了国债的发行，2011 年是国债恢复发行 30 周年。中国的国债，分为记账式国债、凭证式国债、储蓄国债三种类型。中国国债的一级市场，又分为中国人民银行管理下的银行间（inter bank）债券市场和证监会管理下的交易所市场，国债的绝大部分在银行间债券市场发行和流通。

2010 年，中国共发行了 17,778 亿元（约合 22 万亿日元）⁶国债（图表 5）。截至到 2010 年底发行量余额达到了 62,628 亿元（约合 77 万亿日元）。与 1981 年 49 亿元的国债发行额相比，令人有隔世之感。

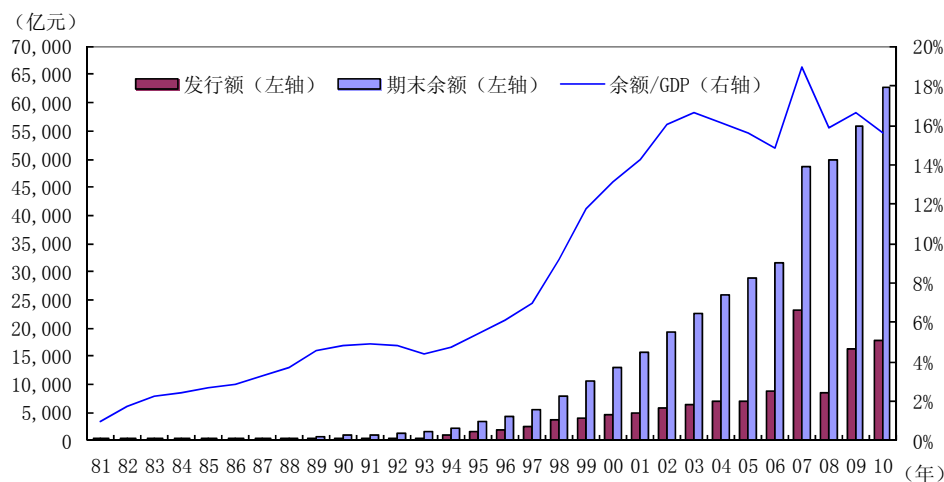
2) 在中国大陆原则上国内消化

另一方面，中国大陆国债市场上的投资者几乎 100%都是境内投资者。从投资者的构成来看，截至到 2010 年底的银行间市场记账式国债为例，其发行余额 59,628 亿元之中，商业银行占 61%、特别结算会员（中国人民银行、财政部、政策性银行、清算结算机构等）占 26%、保险公司占 6%，商业银行和政府部门占到其中约 9 成（图表 6）。

其中，同样是境内投资者但属于外资类的机构，截至到 2010 年底外资银行持有的记账式国债金额为 552 亿元，占同一时点记账式国债发行余额的比例不过是约 0.9%的水平。从提供流动性、增加交易量、做大市场规模的角度来说，在债券市场中机构投资者的作用非常重要，而机构投资者中的外国人投资者的参与可以说有助于中国债券市场的发展。

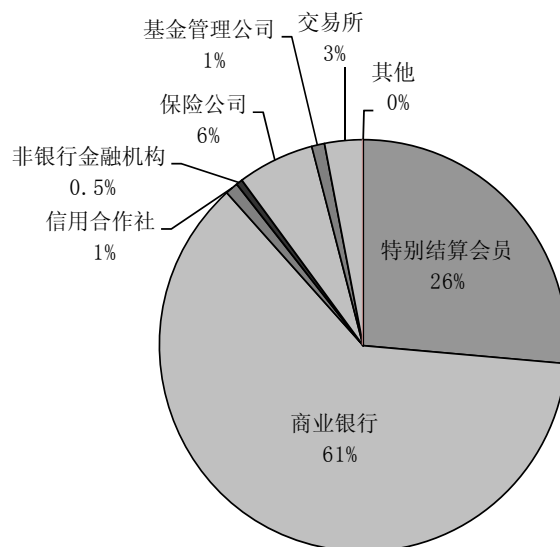
⁶ 2010 年末数据的日元换算，按照 2010 年 12 月 31 日的汇率中间价、1 元=12.3 日元计算。

图表 5 中国国债发行额及余额的变化



(出处) 根据 WIND 资讯、《中国证券期货统计年鉴》、中国国家统计局、中央国债登记结算公司、中国债券信息网相关资料, 由野村资本市场研究所编制

图表 6 中国大陆市场记账式国债各类持有者比例 (2010 年末)



(注) 1.指银行间债券市场各类持有者的比例。

2.2010 年末时点的记账式国债发行余额为 59,628 亿元。

(出处) 根据中国债券信息网的数据, 由野村资本市场研究所编制

3) 香港市场上存在的人民币国债

在香港, 继从 2004 年开始放开人民币存款限制之后, 2007 年解除了对中国大陆的发行主体发行人民币债券的禁令。在接下来的 2009 年 10 月, 由中国财政部发行了人民币国债。从 2010 年 7 月开始, 为了扩大人民币贸易结算的规模, 通过中国大陆和香港达成的协议, 解除了对外国企业和外国金融机构发行人民币债券的禁令。

图表 7 第三次香港人民币国债发行概要

项目	内容
发行日期	2011年8月17日
发行金额	200亿元（150亿元对机构投资者、50亿元对个人投资者）
2年期	50亿元（个人投资者）、发行利率：1.6%
3年期	60亿元（机构投资者）、发行利率：0.6%
5年期	50亿元（机构投资者）、发行利率：1.4%
7年期	30亿元（机构投资者）、发行利率：1.94%
10年期	10亿元（机构投资者）、发行利率：2.36%
竞标、购买方法	面向机构投资者发行的国债通过CMU（Central Moneymarkets Unit、债务工具中央结算系统）竞标和发行；交通银行香港分行是发行代理商。面向个人发行的国债，中国银行（香港）、HSBC是主承销商。
面向个人的销售机构 （中国本土类）	19行 中国银行（香港）、交通银行香港分行、中国建设银行（亚洲）、中国工商银行（亚洲）、中信银行国际、上海商业银行
（香港类）	HSBC、东亚银行、集友银行、创兴银行、大新银行、恒生银行、南洋商业银行、永亨银行、永隆银行
（欧美、亚洲类）	花旗银行（香港）、DBS银行（香港）、富通银行（香港）、渣打银行（香港）

（出处）根据财政部的数据，由野村资本市场研究所编制

其中，香港的人民币国债，2009年10月第一次发行60亿元，接下来2010年11月发行80亿元，2011年8月发行200亿元，3年的发行额连续增加。香港的人民币国债是香港人民币离岸金融市场上投资的支柱手段之一，中国政府今后也将坚持继续发行的方针。

关于香港市场上的人民币国债，虽然没有有关其投资者构成的相关统计数据，但应该是由中国本土的银行和香港的银行为主进行消化（图表7），再通过柜台销售给各类投资者。人民币债券的柜台购买，对个人设置了每天20,000元人民币的汇兑上限，但原则上也向外国投资者开放。

IV. 倍受关注的中国国债购买方式

1. 日中金融合作深化的象征

基于此次金融合作共识正在推进之中的日本政府对国债的购买，作为国内机构投资者和外国投资者进入市场的先导，可望促进中国债券市场的发展。同时，人们也期待，通过外国投资者的参与，将来能够放开人民币证券的跨境交易，这样日本金融资产在投资渠道上的可选方案将会增加。

2. 通过 QFII（合格境外机构投资者）购买的方式

在中国大陆市场上，外国投资者购买国债有两种方式。

一种是2002年开始执行的外国投资者的QFII（Qualified Foreign Institutional Investors，合格境外机构投资者）制度。在QFII制度下，得到证监会批准的海外的投资公

司、保险公司、证券会社、商业银行、养老基金等机构，可以在国家外汇管理局（SAFE）批准的投资额度（金额）的范围内从事中国国内的证券（上市股票、上市债券、投资信托产品等）投资。目前得到证监会批准的机构数量为 121 家，投资额度共计为 211.4 亿美元（对 108 家机构的统计）。（以上是截至到 2011 年 11 月底的数据）

但是，QFII 的投资，目前仅限定为在证券交易所上市的证券，所以不论是发行市场还是流通市场都远远超过证券交易所规模的银行间债券市场中的国债投资，以投资公司和证券会社为主的外国投资者是不能介入的。

QFII 需要向中国大陆的证券公司发出订单，在中国大陆的托管机构开设户头。日本系的 QFII 在截至到 2011 年 11 月底为 21 亿美元占全部总额的 9.93%，有 12 家机构取得了许可证（图表 8）。此外，海外的中央银行，如挪威中央银行（7 亿美元）、马来西亚中央银行（2 亿美元）、香港金融管理局（3 亿美元）、新加坡金融管理局（投资额度未定）等也取得了许可证（图表 8）。协议缔结后，估计日本政府也可以利用此类日本金融机构和海外中央银行在中国大陆市场的投资经验和专有技术。

3. 通过银行间债券市场购买的方式

另一个就是通过银行间债券市场购买的方式。2010 年 8 月 17 日，中国人民银行对①海外的中央银行、②香港和澳门地区的人民币业务清算银行（中国银行）、③从事人民币贸易结算的海外银行，解除了在中国大陆的银行间债券市场投资的禁令。同时，在中国大陆的银行间债券市场投资时，需要取得中国人民银行的许可证和投资额度。

上述分类①中，2010 年 12 月香港金融管理局取得了债券投资许可。香港金融管理局已于 2010 年 10 月取得可在中国大陆投资人民币股票（A 股）的 QFII 许可证，这样就确保了其在中国大陆进行股票与债券投资的手段。近期，2011 年 11 月 10 日奥地利中央银行也取得了债券投资许可。同时，上述分类③中，中国工商银行（亚洲）等中国大陆的银行和外资银行的香港分行也取得了许可证。

今后，如果要将金融合作共识落实到实际的买卖业务中，或许可以考虑在上述 QFII、银行间债券市场的购买机制的基础上，采取现有制度之外的其他买卖方式。总之，日本政府在哪个市场以何种方式进行投资，预计将会对大陆债券市场向外国投资者开放的进程产生影响。

4. 对于人民币国际化的意义

对于日本政府购买中国国债一事，中国人民银行尚未做出任何评价。不过，2011 年 12 月 20 日，对于安住财务大臣在记者招待会上的发言，中国人民银行管理下的金融时报（Financial News）在同年 12 月 24 日刊登了国内专业人士的如下评语。

第一，兴业银行首席经济学家鲁政委认为：日本政府购买中国国债，对中国来说是人民币首次成为发达经济体储备货币。日本将成为 G7 中第一个在外汇储备中持有人民币资产的国家，这是人民币国际化的重要进展。同时，此举将促进大陆债券市场的投资者多样

图表 8 QFII（合格境外机构投资者）的批准情况（日本的机构投资者、海外政府部门）

日本的机构投资者		
机构名称	获得批准日	投资额度
野村证券	2003年5月23日	5,000万美元（2003年6月4日） ⇒3亿5,000万美元（2006年11月7日增额）
日兴资产管理	2003年12月11日	5,000万美元（2004年2月9日） ⇒2亿5,000万美元（2004年9月15日增额） ⇒4亿5,000万美元（2006年5月17日增额）
大和SMBC（大和证券资本市场）	2004年5月10日	5,000万美元（2004年7月5日）
第一生命	2005年12月28日	1亿美元（2006年2月22日） ⇒2亿美元（2008年7月28日增额）
新光证券（瑞穗证券）	2006年9月5日	5,000万美元（2007年2月13日）
三井住友资产管理	2006年9月25日	2亿美元（2007年2月13日） ⇒3亿美元（2008年6月19日增额） ⇒3亿5,000万美元（2010年7月28日增额）
大和证券投资信托委托	2008年9月11日	1亿美元（2008年12月26日） ⇒2亿美元（2010年11月26日增额）
三菱日联摩根士丹利证券	2008年12月29日	1亿美元（2009年3月25日）
住友信托银行	2009年6月26日	5,000万美元（2009年12月31日）
野村资产管理	2009年11月23日	2亿美元（2010年5月4日）
DIAM	2010年4月20日	1亿美元（2010年9月1日）
新光投信	2011年11月25日	（正在确认）
合计		21亿美元
海外中央银行		
机构名称	获得批准日	投资额度
挪威中央银行	2006年10月24日	2亿美元（2008年1月24日） ⇒5亿美元（2008年12月5日增额） ⇒7亿美元（2010年9月1日增额）
马来西亚中央银行	2009年5月19日	2亿美元（2009年9月4日）
香港金融管理局	2010年10月27日	3亿美元（2011年3月18日）
新加坡金融管理局	2011年10月8日	（正在确认）
泰国中央银行	2011年12月16日	（正在确认）
韩国银行	2011年12月21日	（正在确认）
合计		12亿美元
政府类基金和政府类银行		
机构名称	获得批准日	投资额度
新加坡政府投资公司	2005年10月25日	1亿美元（2005年11月16日） ⇒3亿美元（2008年12月19日增额）
淡马锡	2005年11月14日	1亿美元（2005年12月12日） ⇒3亿美元（2009年9月16日增额）
阿布扎比投资局	2008年12月3日	2亿美元（2009年1月17日）
韩国产业银行	2009年4月23日	1亿美元（2009年11月9日）
加拿大养老金计划投资委员会（CPPIB）	2011年12月9日	（正在确认）
科威特投资局	2011年12月21日	（正在确认）
韩国投资公司（KIC）	2011年12月28日	（正在确认）
韩国国民养老金管理公团	2012年1月5日	（正在确认）
合计		9亿美元

（注）1.获得批准日指从中国证券监督管理委员会获得批准的日期。

2.投资额度上标注的日期指从国家外汇管理局获得该投资额度批准的日期。

（出处）根据中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局相关资料，由野村资本市场研究所编制

化，有利于债券市场上中长期债券的发售和国债中长期收益率曲线的完善。

第二，中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇表示：日本和中国都面临巨大外汇储备的多元化问题，互购国债有助于共同的利益。

第三，中国现代国际关系研究院全球化研究中心主任刘军红评价说：日本政府购买中国

图表 9 人民币货币互换协议一览表

签约国家及地区	签约对象（中央银行）	签订日期	金额(亿元)	期间	签约对方货币	签约目的
韩国	韩国银行（更新前）	2008/12/12	1,800	3年	38万亿韩元	支持短期流动性 贸易结算 清迈倡议多边化框架（CMI）的完善 研究互换货币的外汇储备化
	韩国银行（更新后）	2011/10/26	3,600	3年	64万亿韩元	深化金融合作 促进贸易投资 维护地区的金融稳定 研究互换货币的主要外汇储备化可能性及比例
香港	香港金融管理局（HKMA） （更新前）	2009/1/20	2,000	3年	2,270亿港元	支持短期流动性 贸易结算
	香港金融管理局（HKMA） （更新后）	2011/11/22	4,000	3年	4,900亿港元	中国本土、香港及亚洲地区的金融稳定 中国本土、香港的贸易及投资便利化 支持香港人民币离岸市场的发展
马来西亚	马来西亚中央银行	2009/2/8	800	3年	400亿马来西亚林吉特	贸易结算、投资结算
白俄罗斯	白俄罗斯国立中央银行	2009/3/11	200	3年	8万亿白俄罗斯卢布	贸易结算、投资结算
印度尼西亚	印度尼西亚中央银行	2009/3/23	1,000	3年	175万亿印度尼西亚盾	支持短期流动性、贸易结算、投资结算
阿根廷	阿根廷中央银行	2009/4/2	700	3年	380亿阿根廷比索	没有特别描述
冰岛	冰岛中央银行	2010/6/9	35	3年	n.a.	贸易结算、投资结算
新加坡	新加坡金融管理局（MAS）	2010/7/23	1,500	3年	300亿新加坡元	贸易结算、投资结算
新西兰	新西兰储备银行（RBNZ）	2011/4/18	250	3年	49亿新西兰元	贸易结算、投资结算
乌兹别克斯坦	乌兹别克斯坦中央银行	2011/4/19	7	3年	1,807亿乌兹别克斯坦苏姆	贸易结算、投资结算
蒙古	蒙古中央银行	2011/5/6	50	3年	9,434亿蒙古图格里克	贸易结算、投资结算
哈萨克斯坦	哈萨克斯坦中央银行	2011/6/13	70	3年	1,574亿哈萨克斯坦腾格	贸易结算、投资结算
泰国	泰国中央银行	2011/12/22	700	3年	3,200亿泰铢	深化金融合作、促进贸易投资 维护地区的金融稳定
巴基斯坦	巴基斯坦中央银行	2011/12/23	100	3年	1,400亿巴基斯坦卢比	深化金融合作、促进贸易投资 维护地区的金融稳定
阿联酋（UAE）	阿联酋中央银行	2012/1/17	350	3年	200亿迪拉姆	深化金融合作、促进贸易投资 维护地区的金融稳定
合计			13,362			

（出处）根据中国人民银行的数据，由野村资本市场研究所编制

国债，对人民币国际化具有积极的意义。

所有的专业人士，都从打破截止到目前为止中国人民银行推行的人民币货币互换协议缔结方（图表 9）和将人民币当作外汇储备的持有者集中在新兴经济体国家和地区的状况，使人民币成为值得信任并被认同的货币这一层面，对日本政府购买中国国债给予了高度评价。

V. 呈现进攻姿态的对华金融合作

1. 围绕人民币离岸业务国际市场间的竞争

此次金融合作共识的背后也存在着打算争取国际化的人民币之商机的国际市场间的竞争。在日本（东京）以外的城市和地区进行人民币离岸交易和创建离岸市场的活动也已经开始。

1) 伦敦

第一个先行事例就是伦敦。2011 年 9 月 8 日，在伦敦召开的第 4 次中英经济财金对话中英国的奥斯本财政大臣和中国的王岐山副总理共同讨论了在伦敦金融城开展人民币交易的议题。日本的金融机构中，2011 年 10 月底三菱东京日联银行伦敦分行开始率先在欧洲开展人民币汇兑交易⁷。

⁷ 2011 年 10 月 30 日的日本经济新闻。

2) 新加坡

第二个先行事例是新加坡。2011 年 3 月 11 日，作为中国四大国有商业银行之一的中国工商银行将第一个海外人民币业务中心设在新加坡分行，并开始营运。具体的业务以人民币的存款、结算、信用卡、电子银行、资金等作为对象。该分行从 2002 年开始从事人民币存款业务，其存款余额已经达到 20 亿元，人民币贸易累计结算金额达到 124 亿元（以上为截至到 2011 年 2 月底的数据）。

接下来在 2011 年 9 月 9 日，新加坡 OCBC（华侨银行）的经济学家谢栋铭参照上述中英之间讨论的在伦敦设立人民币离岸市场的构想，提出了在新加坡设立人民币离岸市场的构想⁸。

3) 台湾

第三个先行事例是台湾。2011 年 5 月台湾的行政院金融监督管理委员会发表了批准台湾的银行 OBU（离岸金融中心）和海外分支机构处理人民币业务的方针。同年 9 月 15 日台湾 HSBC 取得 OBU 的人民币业务的许可，9 月 19 日开始运营。在日资银行当中，瑞穗实业银行台北分行，同年 9 月 26 日取得许可证，同年 9 月 29 日开始运营。

在同一时期的 2011 年 8 月 14 日，台湾的中央银行发表了设立台湾的人民币离岸交易中心的方针。

4) 东京

在东京，进入 2011 年之后，互联网证券公司（乐天证券、SBI 证券、Monex 证券）开始了人民币债券业务⁹。此外，2011 年 10 月 11 日 Jibun 银行开始了面向个人的人民币存款业务。这样在东京人民币金融产品的零售业务已经开始。进而，2011 年 11 月三井住友银行与中国银行签订了包括离岸交易在内的人民币业务的备忘录¹⁰。

另外，计划从事人民币离岸交易的（香港以外）其他城市地区和东京的一个不同点是，关于东京的业务，两国政府已建立了以拓宽人民币使用渠道为主题的联合工作组。2012 年 1 月 16 日，英国财政部和香港金融管理局同意设立伦敦与香港之间的离岸人民币业务的共同民间论坛，不过在 G7 中日本在政府间合作框架方面已经先行一步。

2. 进攻姿态的对华金融合作

最后，对于此次金融合作共识，笔者预感到这将会掀开日中金融合作历史新的一页。

第一，这是预见到中国经济崛起的日本政府对华金融合作在态度上的巨大转变。在此之前，日本政府对中国的金融合作，从 1978 年改革开放之后实施过 4 次日元贷款和几次由原日本进出口银行（现在的国际协力银行）提供的资金协助，但这几次都是接受来自中国

⁸ 2011 年 9 月 9 日的 FT 中文网。

⁹ 2011 年 11 月 9 日的日本经济新闻。

¹⁰ 2011 年 11 月 24 日的日本经济新闻。

政府的请求，再经过日本政府研究后付诸实施的。然而，此次的金融合作共识，以购买中国国债为例，实际上是由日本政府设定对华金融合作课题并提出建议的。从中可以看出主动出击的姿态。

第二，日本政府表现出在日本企业和日本的金融机构所从事的贸易投资、外汇市场、债券交易等方面承认并促进人民币与日元一起使用的态度。这可以看做是着眼于人民币国际化的未来前景，将人民币交易引入东京市场，以搞活金融中心的意图。金融合作共识达成后的2012年1月，在日本国内的日资银行迅速开始了人民币贷款¹¹、人民币信用证（LC）¹²的相关业务。

第三，金融合作的领域，也涉及到了资本市场。日中两国政府确定了遵循市场原理推动此次金融合作共识的原则，包括债券市场在内，通过私营部门的种种努力，可望为打造新的金融市场创造契机。

此次金融合作共识，还需要等待历史的评价，不过至少对于金融领域，我们可以将其看做是日本对其目前在亚洲所处位置的重新定位。应该说，合作的实质性进展依赖于今后落实本次合作共识的市场参与者的热情和能力。此次金融合作共识也会引起 G7 和其他亚洲各国的关注。此次合作共识有可能成为一个历史性转折点之象征，今后的具体进展值得瞩目。

¹¹ 瑞穗实业银行的事例。2012年1月6日的该行新闻稿及同年1月7日日本经济新闻。

¹² 三菱东京日联银行的事例。