

人民元建て貿易決済により活性化する

香港人民元オフショア市場¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 中国では、2009年7月より国内5都市をテスト地域に、貿易相手先を香港・マカオ・ASEANに指定した形で人民元建て貿易決済が始まった。その後、2010年6月には、テスト地域を20省に、貿易相手先を全世界に拡大するなどの規制緩和が行われ、人民元建て貿易決済金額は、2010年通年では5,063.4億元となり、2009年の35.8億元の141倍となった。
2. 人民元建て貿易決済は、基本的に大陸企業の海外からの輸入時に人民元建て貿易決済を行うパターンが定着し、その主要な相手先は香港となっている。この結果、香港の人民元預金残高は、人民元建て貿易決済導入直後の2009年7月末時点での559億元から、約1年半後の2011年1月末時点には3,706億元に達している。
3. 2010年7月には、香港での人民元建て金融商品の組成が緩和され、香港現地法人や非居住者にまで香港人民元建て債券、愛称は「点心債」（Dim Sum Bond）の発行が相次いでいる。また、貿易だけでなく、人民元建ての対外直接投資も解禁され、今後の香港人民元オフショア市場の資金源として注目されている。
4. その一方で、大陸の金融政策の影響を最小限にするために、香港から人民元が大陸に還流する手段は限られている。現時点では、香港人民元建て債券の発行や大陸の銀行間債券市場での運用ルートがあるほか、今後はミニ QFII を通じた A 株運用ルートが設けられようとしている。
5. 香港人民元オフショア市場の発展に伴い、日本の企業・金融機関、また投資家にとって、人民元建ての資金調達や運用、香港拠点の再評価といった動きも始まりつつある。大陸側も、資金調達面では上海国際板（東証外国部に相当）の開設に向けた準備作業を進めており、大陸側の動きも注目される。

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2011Vol.5-1より転載している。

I 2010年の人民元建て貿易決済の規制緩和と決済金額の拡大

1. 人民元建て貿易決済の浸透

中国では、2009年4月、上海市・広東省（広州、深圳、珠海、東莞）を国内テスト地域に、香港・マカオ・ASEANを貿易相手先として指定した人民元建て貿易決済の導入が決定され、同年7月からテストとの位置付けでスタートした²。導入当初の国内テスト企業は365社で、2009年の人民元建て貿易決済金額は半年間で35.8億元に過ぎなかった（図表1）。

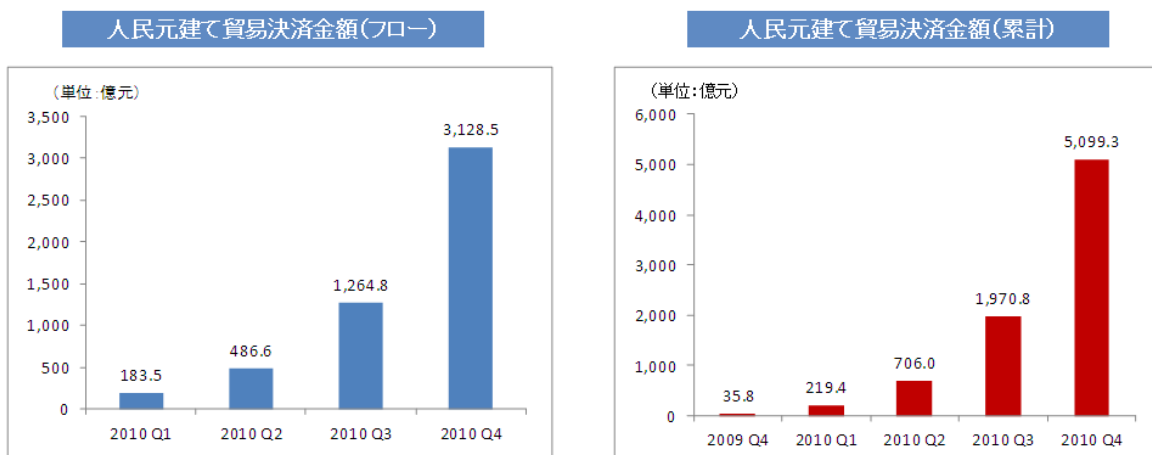
ところが、2010年に入ると、人民元建て貿易決済が国内テスト企業の間にも徐々に浸透し始め、貿易相手先も上記の三地域から事実上拡大し始めていった。その結果、人民元建て貿易決済の2010年第1四半期（1～3月）の実績は183.5億元、同じく第2四半期（4～6月）の実績は486.6億元と拡大していった。

2. 拡大に拍車をかけた規制緩和

その後、2010年6月になると、人民元為替レートの柔軟化と同じタイミングで、人民元建て貿易決済の規制緩和が行われた。具体的には、2010年6月17日付で中国人民銀行・財政部・商務部・税関総署・国家税務総局・中国銀行業監督管理委員会の六部門が「クロスボーダー貿易人民元決済試行の拡大に関する問題の通知」を公布した。当該通知によって、人民元建て貿易決済業務について、以下のような規制緩和が行われた（図表2）。

一つ目は、テスト地域の拡大である。国内のテスト地域は従来の5都市から、規制緩和

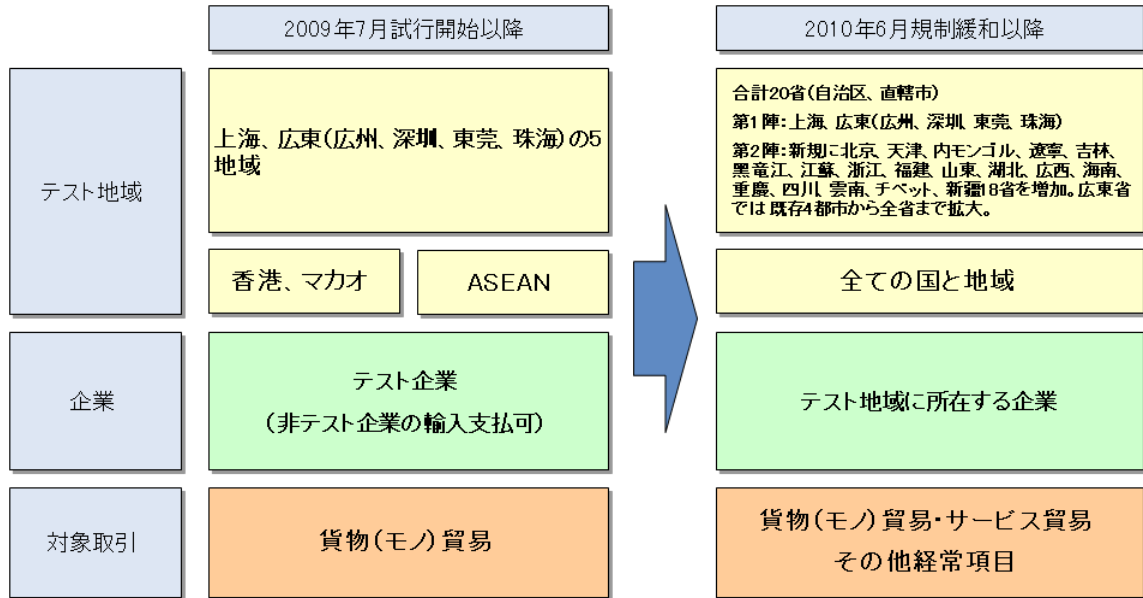
図表1 人民元建て貿易決済金額



（出所）中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

² 人民元建て貿易決済と人民元の国際化については、関根栄一「国際化に向けて動き出した中国人民元の展望と日本の対応」『資本市場クォータリー』2010年春号、野村資本市場研究所編「国際化に向けて動き出した中国人民元の展望」『財界観測』第73巻第2号を参照。

図表 2 人民元建て貿易決済の規制緩和



(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

後は 20 省・自治区・直轄市にまで拡大された。また、貿易相手先も、従来の三地域から全ての国と地域に拡大された。

二つ目は、対象企業の拡大である。国内の人民元建て貿易決済を行える企業は、規制緩和後の 20 省にある全ての企業にライセンス取得の可能性が出てきた。この結果、対象企業は、2009 年 7 月のスタート時に指定された 365 社から、2010 年末には 6 万 7,724 社にまで拡大された。

三つ目は、対象取引の拡大である。人民元建て貿易決済の導入当初は貨物(モノ)貿易のみに限定されていたが、規制緩和後はサービス取引やその他の経常取引など、経常取引全般に拡大された。

3. 2010年の人民元建て貿易決済の実績

こうした規制緩和の結果、人民元建て貿易決済は、2010 年第 3 四半期(7~9 月)の実績が 1,264.8 億元、同じく第 4 四半期(10~12 月)の実績が 3,128.5 億元と急速に拡大した(前掲図表 1)。この結果、人民元建て貿易決済金額は、2010 年通年では 5,063.4 億元となり、2009 年の 35.8 億元の 141 倍となった。2009 年 7 月からの累計決済金額は、5,099.3 億元に達した。

2010 年の中国の貿易総額は 2 兆 9,728 億ドルで、同年の人民元建て貿易決済金額は同年末のドル換算で 765 億ドルに相当するため、貿易総額の約 2.6%が人民元建てで行われた計算となる。

Ⅱ 人民元建て貿易決済の相手先としての香港

1. 大陸企業の輸入中心の人民元建て貿易決済

そもそも中国政府が人民元建て貿易決済を導入した背景は、2008年以降深刻化したグローバルな金融危機によって海外の輸出市場が縮小したために、大陸企業の輸出支援策の一環として、為替変動リスクの回避を目的としたものであった。

ところが実際には、基本的に大陸企業の海外からの輸入時に人民元建て貿易決済を行うパターンが定着している。例えば、中国人民銀行の中国貨幣政策執行報告（2010年第3四半期）によれば、2010年9月末時点の人民元建て貿易決済の取扱い累計額1,970.8億元のうち、貨物（モノ）輸出決済が177.3億元で全体の約9%、貨物輸入決済が1,570.9億元で同約80%、サービス貿易及びその他經常取引が222.6億元で同約11%となっている。

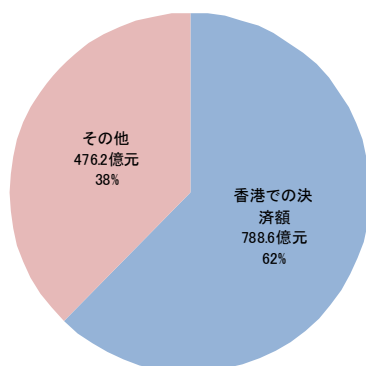
2. 主要な人民元建て貿易決済先としての香港

また、こうした輸入中心の人民元建て貿易決済の主要な相手先は香港となっている。香港金融管理局は2010年7月から香港での人民元建て貿易決済金額を月次ベースで公表し始めている。

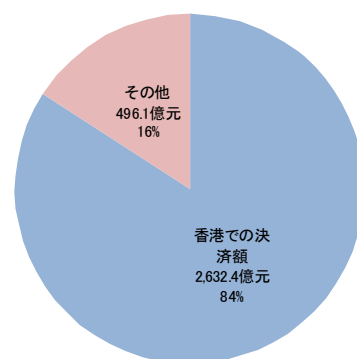
当該統計によれば、2010年第3四半期（7～9月）の香港の人民元建て貿易決済金額は788.6億元で、同期間の中国の人民元建て貿易決済金額1,264.8億元の62%を占めている（図表3）。また、同年第4四半期（10～12月）の香港の人民元建て貿易決済金額は2,632.4億元で、同期間の中国の人民元建て貿易決済金額3,128.5億元の84%を占めている。

図表3 人民元建て貿易決済の相手先

人民元建て貿易決済の相手先(2010年第3四半期)



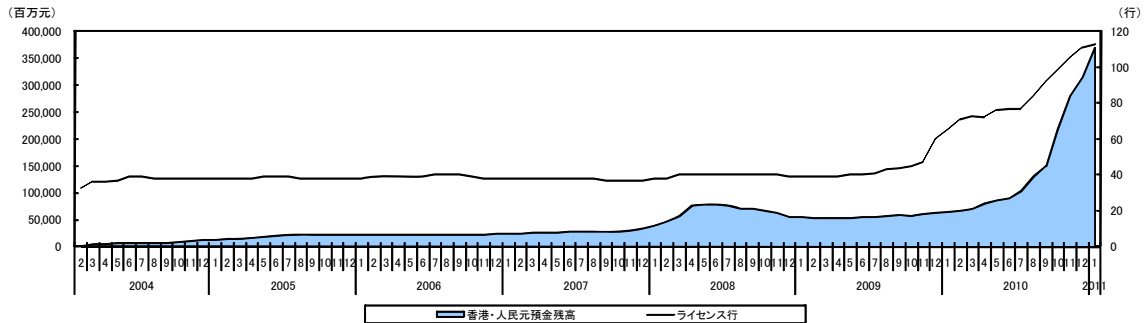
人民元建て貿易決済の相手先(2010年第4四半期)



(注) 中国の2010年第3四半期の人民元建て貿易決済金額は1,264.8億元、同年第4四半期は3,128.5億元。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

図表 4 香港の人民元預金残高動向



(出所) 香港金融管理局より野村資本市場研究所作成

3. 香港での人民元預金の急増

以上のような香港を主要な相手先とした大陸企業の輸入中心の人民元建て貿易決済は、香港での人民元預金の急増にも繋がっている。香港では、2003年に発生したSARS後の香港経済のテコ入れのために、大陸観光客の香港向けビザの規制緩和が行われた。同時に香港での人民元建てでのショッピングも行われるようになったことで、2004年から香港での人民元預金業務が解禁された。

香港の人民元預金残高は、人民元建て貿易決済導入直後の2009年7月末時点では559億元であったが、人民元建て貿易決済の規制緩和直後の2010年7月末時点では1,037億元と初めて1,000億元を突破した(図表4)。その後、人民元建て貿易決済の拡大と(後述の)香港での人民元建て金融商品の組成緩和により、2010年10月末時点では2,171億元と2,000億元を超え、わずか3ヶ月間で2倍に増加した。さらに、2010年末には3,149億元と3,000億元を超え、2011年1月末時点では3,706億元と4,000億元にせまる勢いを見せている。

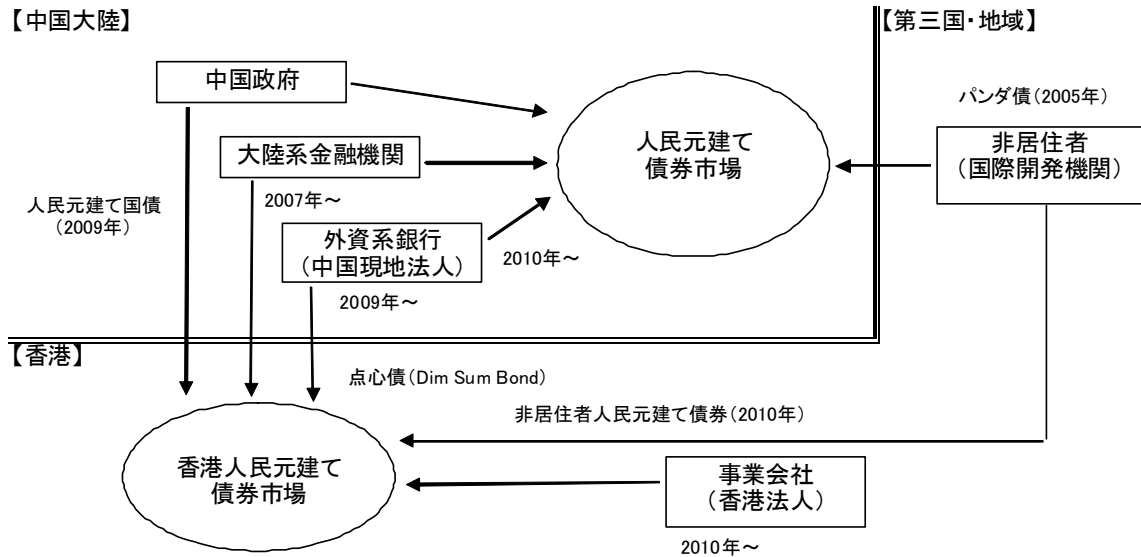
香港で人民元預金業務を扱えるライセンス行も、人民元建て貿易決済導入直後の2009年7月末時点の41行から、2011年1月末時点では113行にまで拡大している。こうして香港では、預金を中心に人民元のオフショア市場が急速にその規模を拡大させている(香港人民元オフショア市場)。

III 香港人民元建て債券市場の活性化

1. 香港人民元建て債券の登場の経緯

2004年に香港での人民元預金業務が解禁された後、預金利子の原資となる人民元建て金融商品がないことが、香港での人民元オフショア市場の発展の課題とされてきた。このため、2007年6月には、中国人民銀行による認可制の下で、居住者としての大陸系金融機関(政策性銀行、商業銀行)による香港人民元建て債券の発行が解禁され(図表5)、

図表 5 香港人民元建て債券の発行体イメージ



(注) 非居住者による大陸発行の人民元建て債券を「パンダ債」と呼ぶのに対し、香港人民元建て債券を「点心債」(Dim Sum Bond)と呼ぶ。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

国家開発銀行が第一号となった。

2009年6月からは、発行体の資格も拡大され、外資系銀行の中国現地法人による香港人民元建て債券も発行されている。さらに同年10月には、中国政府(財政部)が大陸外で初となる人民元建て国債を香港で発行している。

2. 「点心債」(Dim Sum Bond)の愛称も

人民元建て貿易決済業務の拡大のためには、大陸外で受け取った人民元を運用できる人民元建て金融商品の存在が重要となる。このため、2010年6月の人民元建て貿易決済の規制緩和に続き、同年7月には香港金融管理局と中国人民銀行との間で人民元決済覚書の修正が行われ、人民元建て金融商品の拡大が合意された。この結果、香港現地法人や(大陸から見た)非居住者にも、香港人民元建て債券の発行の路が開かれた。

香港人民元建て債券の発行体の拡大の第一号は香港の財閥系企業のホープウェルで、大陸でのインフラ向け資金調達を目的に起債した(図表6)。その後、同年8月には米マクドナルドも香港人民元建て債券を発行した。米マクドナルドは、人々にとって身近な食の存在であり、このため同社が発行した人民元建て債券は、香港でも馴染み深い点心(飲茶)をもじって、「点心債」(Dim Sum Bond)という愛称が市場関係者によってつけられた。

こうした点心債は、公募に限っても、世界銀行、国際金融公社(IFC)、アジア開発銀行(ADB)といった国際機関、欧米系の金融機関や事業会社、レッドチップ(香港設立

図表 6 香港の人民元建て債券の発行状況（香港現地法人・非居住者）

発行者	発行日	償還日	期間 (年)	発行枠 (億元)	発行金額 (億元)	発行金利 (%)	ブックランナー
香港ホープウェル	2010年7月7日	2012年7月	2	13.8	13.8	2.98	中国銀行(香港)
米マクドナルド	2010年8月19日	n.a	3	2	2	3.00	スタンダード・チャータード銀行
アジア開発銀行(ADB)	2010年10月21日	2020年10月21日	10	12	12	2.85	ドイツ銀行、中国銀行(香港)
中国重汽(Sinotruk)	2010年10月29日	2013年12月23日	2	27	27	2.95	中国銀行(香港)、中国工商银行(アジア)、中国国際金融(CICG)
招商局集団	2010年11月16日	2013年11月16日	3	7	7	2.90	中国銀行(香港)、中銀国際
UBS	2010年11月10日	n.a	2	1	1	2.50	n.a
華潤電力	2010年11月16日	2013年11月16日	3	10	10	2.90	HSBC、ゴールドマン・サックス
		2015年11月16日	5	10	10	3.75	HSBC、ゴールドマン・サックス
米キャタピラー	2010年11月	n.a	2	10	10	2.00	ゴールドマン・サックス
VTB(ロシア外貿銀行)	2010年12月10日	2013年12月10日	3	10	10	2.95	HSBC、VTB Capital
中国電力国際発展	2010年12月15日	2015年12月15日	5	8	8	3.20	スタンダード・チャータード銀行
銀河娛樂	2010年12月17日	2013年12月17日	3	13.8	13.8	4.63	メリルリンチ、HSBC、UBS、中銀国際
ANZ	2010年12月21日	n.a	2	2	2	1.45	ANZ、HSBC
世界銀行(WB)	2011年1月4日	2013年1月4日	2	5	5	0.95	HSBC
RBS	2011年1月6日	2014年1月6日	3	1	1	1.80	RBS
中化香港(Sinochem)	2011年1月11日	n.a	3	35	35	1.80	ドイツ銀行、CITIC 証券
国際金融公社(IFC)	2011年1月25日	n.a	5	1.5	1.5	1.80	HSBC
永豊余(台湾、ケイマン)	2011年2月11日	2014年2月19日	3	3	3	3.10	中国工商银行(国際)、永豊金証券(Sinopac Securities)
計					172.1		

(注) ブックランナーは香港拠点の金融機関
(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

の中国系企業)、台湾企業にも広がり始めている。現地証券会社へのヒアリングによれば、こうした点心債の発行は、①調達した人民元を大陸に持ち込まない限りは発行自体に制限はない(この点後述)、②銘柄ごとの格付けも不要、③開示情報はないが私募による点心債発行もある、とのことである。

3. 多様な人民元建て金融商品の登場

2010年7月の香港での人民元建て金融商品の組成・販売が緩和されたことで、多様な人民元建て金融商品が出始めている。第一に、人民元デリバティブ預金、人民元譲渡性預金、人民元貯蓄保険が相次いで販売され始めた。

第二に、香港の大陸系証券会社の中には、海通証券のように人民元建て投資信託を設定・販売したり(2010年8月、人民元建て債券型投信、50億元規模)、国泰君安証券のように人民元証券口座を開設する動きも出てきた。加えて交通銀行のように、人民元預金担保のH株の売買サービスを始める金融機関も出てきた。

第三に、額面は人民元建てであるが、実際の取引を米ドル建てで行う合成債券(Synthetic RMB Bond)の発行も本格化し始めた。合成債券は、2007年1月に最初の発行実績はあったものの、その後の発行はなく、2010年9月より再び発行され始めた。発行体は不動産企業が中心で、将来の人民元高を見越して債務負担を軽減するための仕組み債となっている。

その他に、2010年11月には第2回目の香港人民元建て国債80億元が発行され、うち機関投資家向け国債50億元は、香港のCMU(Central Moneymarkets Unit、証券保管決済機関)を通じて発行された。2011年2月からは、人民元建て銀行為替手形の取扱いも始まっている。

IV 人民元建て直接投資の解禁

1. 香港人民元オフショア市場の資金源

香港では、2009年7月以降、大陸企業の輸入面で人民元建て貿易決済を通じて大陸から人民元が流入するパターンが続いているが、今後、大陸企業が輸出面で大陸外から人民元を受け取るためには、人民元にとってオフショア市場ともいえる香港の人民元市場が厚みを増していくことが必要である。現状、香港人民元オフショア市場の資金源には、①大陸観光客の香港での買い物に伴う人民元での支払い、②香港居住者による人民元両替（一日当たり2万元限度）、③大陸企業の輸入に伴う人民元での支払いがあるが、今後はこれらに④人民元建て対外直接投資が加えられることになるだろう。

2. 2009年より始まっていた人民元建て対外直接投資

2011年1月13日、中国人民銀行は「対外直接投資人民元決済試点管理弁法」を公布しているが（即日施行）、実は当該管理弁法に先立って、2009年から地方レベルで人民元建て対外直接投資のテストが行われ始めてきた。この動きは最初に上海で始まった。具体的には、2010年4月、中国人民銀行上海支店は、上海市企業の人民元建て対外直接投資を解禁し、銀行による人民元建て融資でこれを支援することも容認した。この結果、2010年9月末時点での銀行・企業の人民元建て対外投融資金額は、累計166件・305億元に上った。

次に2010年10月、中国人民銀行ウルムチ支店は、新疆ウイグル自治区企業の人民元建て対外直接投資と外資系企業の同自治区向け人民元建て直接投資を解禁した。更に2010年12月、国家工商行政管理総局は、「雲南省が中国西南方面に開放を行う重要な橋頭堡を建設することへの支援に関する意見」を承認し、海外投資家の雲南省の国境地域（州・市）での人民元建て投資を容認した。この結果、2010年12月末時点での銀行・企業の人民元建て対外投融資金額は、累計386件・701.7億元に上った。

3. 人民元建て対外直接投資の実例

2010年の非金融部門による対外直接投資（フロー）は590億ドルと過去最高を記録したが、人民元建てでの対外直接投資が解禁されたからといって、直ぐに採用する通貨が全て人民元建てとなることはないであろう。というのは、中国企業の対外直接投資の主要な割合を占める資源分野は、米ドル建てで投資や取引が行われるのが国際的な慣行であり、また投資相手先国・地域にも人民元建てで預金を受け入れる金融市場が必要であるからである。

この点、これまで人民元建て対外直接投資を行った上海企業の実例では、現地報道³によれば、上海電気集団（上海市の総合電機メーカー）、上海鵬欣集団（不動産・資源・農業等の民営投資会社）、上海維鯊国際貿易（民営貿易会社）、上海太船国際貿易（民営貿易会社）が2010年末までに計4.18億元の人民元建て対外直接投資の認可を取得し、うち3.13億元を実行しているとされる。また、これらの4社の投資先は、香港、日本、インド、コンゴとされている。

当該現地報道によれば、上海鵬欣集団の関係者は、コンゴ向け直接投資を人民元建てで行った点について、三つのメリットを挙げている。一つ目は、為替のコストを低減できたことである。二つ目は、中国国内からの生産設備の調達、工事請負会社への支払金、コンサルティング費用を直接人民元で支払え、利便性が高いことである。三つ目は、投資先の金融システムや決済にリスクがあれば、海外現地法人が中国国内に非居住者口座を開設すれば実際に人民元を持ち出さずとも決済が出来ることである。

正式に人民元建て対外直接投資が解禁された後の見通しについて、現地で人民元建て貿易決済等人民元国際化を専門とする研究者にヒアリングしたところでは、①中国企業が設立した海外現地法人との間で中国国内の設備購入の決済に使われるケースが想定されるのではないかと、②投資相手先もアジア、アフリカ、ラテンアメリカが中心で、先進国向けは少ないのではないかと、とのことであった。

V 当面注目される大陸への還流ルート

1. 香港から大陸への人民元の還流手段

前述のように、香港では、2009年7月以降、大陸企業の輸入面で人民元建て貿易決済を通じて大陸から人民元が流入するパターンが続いているが、香港の人民元を大陸に還流させるための手段は限られている。これは、大陸側にとって香港人民元オフショア市場は、あくまで大陸で資本取引が自由化され、人民元の自由交換性が実現するまでのテスト地域としての位置付けであるため、大陸の金融政策への影響を最小限にするために、意図的に大陸への還流ルートをコントロールしているためである。

そもそも、香港での人民元預金金利は市場の需給によって決まる自由金利であるのに対し、大陸では中国人民銀行による規制が続いていることで、大きな金利差が発生している（図表7）。このため、内外の人民元の金利差の存在も考慮した上で、現時点では、以下のような還流ルートが設定されたり、今後作られようとしている。

1) 香港人民元建て債券の発行を通じた還流ルート（実現済）

香港人民元建て債券の発行に特に制限はないが、調達した人民元を大陸に持ち込むとする場合は、中国人民銀行の承認が必要である。具体的には、人民元クロスボー

³ 2011年3月10日付第一財經。

ダー業務を所管している同行内の貨幣政策二司が担当する。

また、香港での起債で調達した人民元を、大陸内に設立された子会社に親子ローンの形で貸し付ける場合、これは大陸から見れば人民元建てとはいえ対外債務に相当することから、国家外為管理局への「外債（対外債務）登記」が必要となる。そもそも中国大陸で設立される外商投資企業には、総投資額に応じた登録資本金制度が設けられており、差額の対外借入については、外債登記を国家外為管理局に行うことで、中国全体の対外債務をコントロールする仕組みが採られている（図表 8）。

香港で起債後の人民元建て親子ローンを念頭に、上海では、2011年1月14日付で国家外為管理局上海市分局より通知が公布され、人民元建て親子ローンといった人民元建て外債も正式に外債登記の対象となった。当該通知により、大陸への持込を想定した香港人民元建て債券の発行総量も影響を受けることとなろう。また、当該通知に

図表 7 金利水準の比較

【大陸の金利水準】		【香港の人民元建て預金金利】	
預金金利		貸出金利	
要求払	0.40		
定期（3ヶ月）	2.60		
定期（6ヶ月）	2.80	6ヶ月	5.60
定期（1年）	3.00	1年	6.06
定期（2年）	3.90	1年超－3年	6.10
定期（3年）	4.50	3年超－5年	6.45
定期（5年）	5.00	5年超	6.60

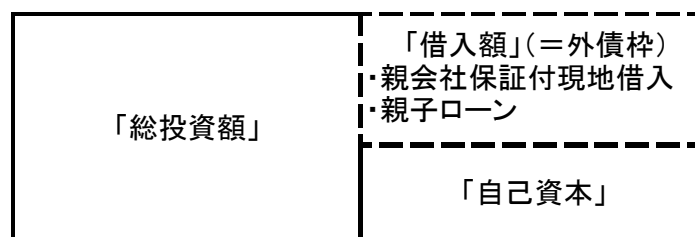
要求払預金	
5,000元以下	—
5,000元超－199,999元	0.45%
200,000元以上	0.50%

定期預金	
7日	0.50%
14日	0.50%
1ヶ月	0.70%
2ヶ月	0.70%
3ヶ月	0.75%
6ヶ月	0.80%
12ヶ月	0.80%

- (注) 1. 中国大陸の金利水準は2011年2月9日からの適用金利。
2. 香港の金利水準は中国銀行（香港）の2011年2月27日付レート。

(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

図表 8 投資総額と外債（対外借入）規制の概念図



- (注) 1. 「総投資額」－「自己資本」＝「借入額」（＝外債枠）。
2. 「外債枠」＝「短期（1年以内）外債残高」＋「中長期（1年超）外債累計発生額」。
3. 親会社による保証債務は保証履行時に「外債」扱いとなる。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

基づく適用は、今後、上海以外の地域にまで拡大される可能性もある。

2) ミニ QFII (適格外国機関投資家) を通じた A 株運用ルート (検討中)

QFII (適格外国機関投資家、キューフィーと呼ばれる) 制度の場合、中国証券監督管理委員会 (証監会) からライセンスを取得した外国の機関投資家は、国家外為管理局からドル建てで与えられた運用枠に従って、大陸に一旦外貨を持ち込んだ後に人民元に交換して A 株に投資を行うものである。これに対し、現在、香港を含む大陸外で募集した人民元を、香港にある大陸系の証券会社や運用会社を通じて A 株で運用する制度の検討が進められている。当該制度は、外国の機関投資家を対象とした QFII と比較して、規模も小さいことからミニ QFII という愛称で呼ばれている。

ミニ QFII は早ければ 2010 年にも導入されるといわれていたが、ホットマネーの流入を見極めようとする大陸側金融当局のスタンスにより、制度の導入タイミングを慎重に見極めているとされる。

3) 大陸の銀行間債券市場での運用ルート (実現済)

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、大陸の銀行間債券市場での運用を解禁した。一方、大陸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 月にも大陸での人民元建て株式 (A 株) を運用できる QFII のライセンスを取得しており、これで大陸での株式・債券運用手段を確保したこととなる。上記のうち③では、既に中国工商銀行 (アジア) 等がライセンスを取得しており、2011 年 3 月 21 日には三菱東京 UFJ 銀行香港支店等 8 行が新たにライセンスを取得した。

2. 香港人民元オフショア市場の発展の見通し

現在は大陸への還流ルートが限られているとはいえ、香港サイドで将来の人民元高を期待した大陸企業の人民元建てでの輸入決済が続く限り、香港での人民元預金は当面増加する基調に変化はないであろう。HSBC は、2010 年 3 月 9 日に発行した報告書の中で、香港の人民元預金残高が 2011 年末には 1 兆元、翌 2012 年末には 2.3 兆元に達すると予測している⁴。

このように香港での人民元預金の増加は、香港人民元オフショア市場が厚みを増していくための基礎でもある。今後の香港人民元オフショア市場の発展について、人民元資金の流れの観点から、国務院発展研究センター金融研究所の巴松曙副所長は以下の三つの段階

⁴ 2011 年 3 月 9 日付第一財經。

を踏んでいくとの見通しを示している⁵。一つ目は、人民元資金が大陸から流出し、同時に適切な大陸への還流ルートも構築される段階である。二つ目は、香港で人民元が自律的に還流し、大陸の人民元市場に依存しない段階である。三つ目は、アジア域外の地域から人民元が集積して正真正銘のオフショア市場となる段階である。現在は、既に第一段階に入っているといえよう。

IV 香港人民元オフショア市場の活用

1. 日本にとっての示唆

香港人民元オフショア市場の発展に伴い、今後、日本の企業・金融機関、また投資家にとって、同市場は以下の通り活用できるものと考えられる。

1) 香港人民元オフショア市場での資金調達

前述の通り調達した資金の大陸への持込には中国人民銀行の承認や国家外為管理局への外債登記が必要とはなるが、起債によって、大陸での借入金利よりも低利での資金調達を実現できる可能性がある。また、大陸の債券市場での外国企業の人民元建て債券の発行が制限されている中で、香港での人民元建て債券の発行は、ALMの観点からも考慮する余地があろう。

2011年3月9日付の日本経済新聞によれば、オリックスが3月下旬に香港で4億元の人民元建て債券の発行を準備しているとのことであり、日本企業の点心債の発行も時間の問題となってきている。日本企業の香港での起債に当たっては、日本の金融機関による引受の可能性も十分に考えられる。

2) 香港の人民元建て金融商品での運用

香港での人民元建て金融商品は、日本の機関投資家も香港に人民元口座を開設することで購入することもできるようになっている。特に中国大陸の銀行間債券市場での外国人投資家による運用制度が確立されていない中で、流動性に課題はあるものの、香港で人民元建て債券を購入できる可能性があることはアセットクラスを選択肢を増やしたものとして評価される。さらに、日本の個人投資家にとっても、香港の人民元建て債券を購入できるようになってきている。2011年1月20日には、マネックス証券が香港で発行された人民元建て国債（既発債）の取扱いを開始している。

2011年には、香港での人民元建てIPOやREITの実現の可能性も出てきており、そのために香港の金融当局は「人民元プール」を創設するための検討作業を進めている。人民元プールの制度設計の詳細はまだ明らかではないが、基本的な考え方としては、人民元を保有しない投資家にも外貨を売却して人民元建て金融商品を購入できるよう

⁵ 2011年3月11日付中国経済時報。

にし、同商品を売却する場合は投資家に外貨で戻ってくるようにして、香港全体の人民元資金量を変えない形で人民元建て金融商品の購入ルートを整備しようとするものである。香港の金融・財政政策を担当する財務事務及庫務局の陳家強局長によれば、香港での人民元建て金融商品の育成を、第一段階として債券、第二段階として投資信託、第三段階として IPO の順に進めるとしており⁶、今後の人民元プール創設に向けた進捗動向が注目される。

3) グローバル企業の香港拠点の再評価

大陸－香港間の人民元建て貿易決済が進み、香港の人民元預金が厚みを増し、起債など人民元建てでの機動的な資金調達が香港でも可能となってくれば、グローバル企業の財務拠点も、香港の位置付けを積極的に見直すこととなろう。

日本企業にも具体的な動きが出てきている。2011年3月3日付日本経済新聞によれば、ソニーが、中国事業の為替管理業務を英金融子会社の香港法人（SGTS 香港）に一元化するとしている。大陸内子会社とは人民元建てで決済を行い、その他アジアのグループ会社とはドル建てで決済する模様である。まさにこうした事例こそが、香港側が人民元オフショア市場を育成する中で狙っているものなのである。

2. 大陸側にも規制緩和の動き

香港での人民元建ての資金調達が注目されるのは、それだけ外資にとって大陸での資本市場を活用した資金調達手段が制限されていることの裏返しでもある。その中で、株式市場については、現在、上海証券取引所の中に国際板（東証外国部に相当）を開設するための準備作業が進められている。

2011年1月に証監会によって開催された「2011年全国証券期貨監管工作會議」では、2011年の業務目標の一つとして、「国際板の制度・規則を検討・制定し、技術的な準備作業を全面的に進め、国際板の開設を推進する」ことを確認している。同年3月9日には、上海証券取引所の耿亮理事長は、全人代の記者インタビューの中で、①国際板の四大規則（発行方法、取引規則、上場規則、決済規則）の一次草案が完成したこと、②技術的な検討作業は8～9割が終了したこと、③管理監督方法や情報開示の強化の準備を進めていること、を明らかにしている。上海国際板の具体的な開設スケジュールは設定していないとしながらも、準備作業は2011年前半を目途に進められている。人民元建て資金調達の本丸である大陸で外国企業がA株を発行できるタイミングも、上海証券取引所は2013年までに実現するという目標を掲げている。香港に加え、大陸での資金調達規制の緩和も引続き注目していく必要がある。

⁶ 2011年1月19日付第一財經。