

中国・債券市場への新たな投資ルートの導入 ー bond connect の始動ー

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2017年7月3日、海外の機関投資家を対象に、香港経由、中国本土の銀行間債券市場で売買を行う新たな制度として bond connect（債券通）が始まった。当初は中国本土向けのノースバウンドから始まったが、将来的には、中国本土投資家が香港市場で債券売買を行えるサウスバウンドも創設され、双方向の越境債券売買制度となる計画である。
2. bond connect の下では、QFII（適格外国機関投資家）等の既存の制度とは異なり、投資家は、中国本土ではなく香港の決済機関（CMU）に債券口座を開設し、英文表示の海外電子取引プラットフォームを通じて、中国本土のマーケットメーカーと直接売買が行えることが特徴である。また、既存の制度のように、中国本土向け投資の運用枠が設けられていない。
3. bond connect の下でのノースバウンドの債券売買に際し、海外の機関投資家は、事前に中国人民銀行に投資家登録を行う。CMU は、中国本土の決済機関に債券口座を開設し、自社の名義で、海外の機関投資家のために債券を保有する。債券売買に伴う通貨は、海外の機関投資家が保有する人民元でも、外貨を購入して人民元転しても可能である。
4. bond connect のノースバウンドの売買実績を見ると、全体の債券売買金額の増加に貢献している様子がうかがえるものの、より詳細な分析のために bond connect 専用の統計の整備・公表が待たれる。bond connect の下の債券売買に関する課税体系の明確化も課題である。
5. bond connect の始動に当たり、海外の機関投資家は、中国本土で発行される債券も直接購入できるようになった。同時に、中国本土の債券も、国際的な債券指数に組み入れられ始めた。サウスバウンドの始動も含め、今後の中国本土債券市場のさらなる開放に向けた制度整備が注目される。

I 2017年7月3日よりボンドコネクトでの売買開始

1. 債券市場でも香港との相互接続が始動

2017年7月3日、海外の機関投資家を対象に、中国本土の債券市場に投資を行う新たな制度が始動した。これは、「債券通（ボンドコネクト）」と呼ばれる中国本土と香港間の債券相互取引制度で、中国本土の債券を売買する場合は「北向通（ノースバウンド）」と呼ばれる¹。ボンドコネクトは、2014年11月17日から始動している株式相互取引制度の上海・香港ストックコネクト²の債券版とも言えるものである。

中国の債券市場は、管理監督機関によって、中国人民銀行が所管する銀行間債券市場と、中国証券監督管理委員会（証監会）が所管する取引所市場とがある。2016年12月末時点の債券の発行残高で見ると、銀行間債券市場が56兆3,298億元、取引所市場が7兆3,316億元となっており、銀行間債券市場の規模は債券市場全体である63兆6,614億元の88.5%を占めている³。今回導入されたボンドコネクトの売買対象市場は、銀行間債券市場となる。また2017年は、1997年の銀行間債券市場の創設から20周年に当たる節目の年であり、この年にボンドコネクトが始動したことは、同市場の発展と対外開放の一つの成果とも言える。

2. ボンドコネクトの特徴

ボンドコネクトも、上海・香港間や深圳・香港間のストックコネクト同様、2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画に盛り込まれている中国資本市場の双方向の開放の試みの一環である。海外から中国本土の債券市場への投資（詳細後述）に関しては、これまで、①中国本土の金融当局が海外の機関投資家にライセンスを付与した上で、運用枠を設定する適格外国機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investors、QFII）制度や人民元建て適格外国機関投資家（RMB Qualified Foreign Institutional Investors、RQFII）制度、②銀行間債券市場を対象とした海外の中央銀行といったソブリンや機関投資家による投資制度が確立されている（図表1）。

これらの既存の投資制度に対し、ボンドコネクトでは、参加できる投資家を海外の機関投資家に限定することは共通しているものの、香港経由で中国本土の債券市場にアクセスできる投資ルートが設定された点が最大の特徴である。ボンドコネクトの導入当初は、中国本土向けの債券売買（ノースバウンド）から始めるものの、将来的には中国本土投資家

¹ 本稿では、特に断りの無い場合、ボンドコネクトはノースバウンドを指すものとする。

² 2016年12月5日からは、深圳・香港ストックコネクトも始動している。ストックコネクトについては、関根栄一「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号（ウェブサイト版）、関根栄一「中国における資本市場の双方向の開放の試み—深圳・香港ストックコネクトの始動—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

³ 中国人民銀行上海本部『中国金融市場発展報告2016』（2017年5月）参照。

図表 1 海外からの中国本土債券市場への投資制度

主要投資対象	対内証券投資制度	投資主体		投資市場		人民元との為替交換	導入時期	概要
		機関投資家	個人投資家	公開市場	非公開市場			
株式債券	適格外国機関投資家 Qualified Foreign Institutional Investors (QFII)	○	—	○	—	有り	2002年	海外の証券会社・運用会社・保険・年金基金・政府系ファンド等。ライセンスと運用枠を設定(日系では19社が認可取得)。当初は上場株式のみ、後に債券も投資可。
	人民元建て適格外国機関投資家 RMB Qualified Foreign Institutional Investors (RQFII)	○	—	○	—	無し	2011年	海外の証券会社・運用会社・保険・年金基金等。当初は香港のみ、後に香港以外のアジア・欧州に拡大(日系では1社がシンガポールで認可取得)。
債券	海外中央銀行、人民元クリアリング銀行、 人民元建て貿易決済銀行	○	—	○	—	無し	2010年	「3種類」機関投資家とも呼ばれる。銀行間債券市場での運用(日系ではメガ3行が認可取得)。
	海外中央銀行、国際開発金融機関、 政府系ファンド	○	—	○	—	可能	2015年	銀行間債券市場での運用に関する2010年通知(後述)の規制緩和、登録制に移行、運用枠も撤廃、コール市場・外為市場でも運用可。
	海外機関投資家(商業銀行、保険会社、証券会社、運用会社等)	○	—	○	—	可能	2016年	銀行間債券市場での運用に関する規制緩和、登録制に移行、運用枠も撤廃。
	北向通(中国本土・香港ボンドコネクット) Northbound Trading	○	—	○	—	可能	2017年	銀行間債券市場での運用。運用枠は無し。外資建てまたは人民元建てで投資。
(参考)	滬股通(上海・香港ストックコネクット) Northbound Trading	○	○	○	—	無し	2014年	上海・香港の証券取引所を介した売買の仕組み。上海証券取引所のフルーチップが投資対象。
	深股通(深圳・香港ストックコネクット) Northbound Trading	○	○	○	—	無し	2016年	深圳・香港の証券取引所を介した売買の仕組み。深圳証券取引所のフルーチップに加え、创业板銘柄も投資対象可。
	中国本土・香港ファンド相互販売制度 Mainland-Hong Kong Mutual Recognition of Funds initiative (MRF)	○	○	○	—	無し	2015年	中国本土の投資家による香港の公募投信を購入する制度。対象となる公募投信は事前登録が必要。

(出所) 中国証券監督管理委員会、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

も香港市場での債券売買(サウスバウンド)も可能とするような双方向の越境債券売買制度となることが検討されている。

また、既存の債券市場の投資制度との違いとしては、ボンドコネクットでは、①中国本土に非居住者名義の銀行口座を開設する必要がない、②トレードウェブ(Tradeweb)等の海外電子取引プラットフォームを通じた中国本土の債券マーケットメーカーと直接売買、③中国本土ではなく香港の決済機関に債券口座を開設して保管を行うという点が指摘できる。さらに、ストックコネクットのように、一日当たりの売買枠は設定されておらず、QFIIやRQFIIのように海外の機関投資家が個別に中国本土向け投資の運用枠を取得する必要もない。

海外の機関投資家から見れば、既存の投資制度との重複は残るものの、中国本土・香港の金融当局が、投資家にとってより利便性の高い制度設計を試みたと評価できよう。

3. ボンドコネクットの意義

中国人民銀行と香港金融管理局は、既存の制度とは異なる特徴を備えたボンドコネクットを導入する意義を、以下の3点から説明している。

一点目は、香港の国際金融センターとしての地位を固め、上昇させるのに貢献している。ボンドコネクットが、香港を窓口に、中国本土と多くの異なる市場や投資家を結び付けるためである。

二点目は、中国本土と香港の協力強化に貢献している。ボンドコネクットの導入により、両市場の管理監督や法執行面での協力、投資家保護や金融市場の基本インフラの相互接続といった分野での協調が強化されるためである。

三点目は、中国の金融市場の対外開放の拡大に貢献している。中国は既に世界第2位の経済大国で、人民元も国際通貨基金(IMF)が組成する特別引出権(SDR)構成通貨に採用されており、将来予想される人民元の資産配分への需要に応えていく必要がある

ためである。

ボンドコネクトは、2016年11月の香港金融発展局や2017年1月の香港証券取引所の提言に見られるように、香港サイドから中国本土の当局に対して働き掛けてきた経緯がある。中国本土サイドとしては、2017年3月の全国人民代表大会での国務院（内閣）の李克強総理の記者会見で、初めて政府として導入を表明している。

Ⅱ ボンドコネクトの対象市場と投資家

ボンドコネクトは、中国と香港の各中央銀行が覚書に署名して、債券の保管・決済機関間の協力枠組みを構築した上で制度設計が行われている。制度設計の内容に関して、2017年5月16日に発表された中国人民銀行と香港金融管理局の共同公告⁴と同公告のQ&A⁵、及び2017年6月21日に中国人民銀行から公布された「中国本土・香港債券市場相互接続協力管理暫定弁法」（暫定弁法）⁶と同弁法のQ&A⁷から、この新たな投資ルートの対象市場と投資家を整理すると、以下の通りとなる。

1. 売買の対象市場・銘柄

ボンドコネクトでは、銀行間債券市場で売買される全ての銘柄の現物取引が可能であり、実務上、銀行間債券市場の運営は、コール市場や為替市場の運営とも兼務する形で、中国外為取引センターが行っている。運営業務には、中国人民銀行の通達に基づく運営ルールの制定・施行、市場参加者の登録、マーケットメーカーの管理、売買情報の開示等が含まれている。

銀行間債券市場で発行されている銘柄は、中国政府が発行する政府債と、金融機関が発行する金融債、企業が発行する社債等とに分かれている（図表2）。政府債には、中国財政部が発行する国債、地方政府が発行する地方債に分かれており、金融債には、政策性銀行⁸が発行する政策性銀行債、商業銀行が発行する商業銀行債⁹がある。これらの債券の清算決済業務は、中央国債登記決済有限公司が行う。中央国債登記決済有限公司に保管されている海外の機関投資家が保有する債券（政府債・金融債等）の残高は、2017年7月末時点で8,239.8億元となっている。

企業が発行する社債等には、企業や金融機関が発行する発行期間1年以内の短期融資券（CP）、企業が発行する発行期間3～5年の中期手形（MTN）や、資産担保証券（ABS）、譲渡性預金証書（NCD）がある。これらの債券の清算決済業務は、上海清算所が行う。

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3309706/index.html>

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3309672/index.html>

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3330621/index.html>

⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3331208/index.html>

⁸ 国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行を指す。

⁹ 普通債、劣後債、ハイブリッド証券を指す。

図表 2 海外の機関投資家の債券保有残高（内訳）

		(億元)	
市場	銘柄	2017年 7月末	
銀行間 債券市場	国債	4,867.66	
	政策性銀行債	国家開発銀行	1,674.90
		中国輸出入銀行	625.94
		中国農業発展銀行	770.16
	企業債	123.90	
	中期手形(MTN)	146.29	
	商業銀行債	普通債	10.50
		劣後債	0.70
		ハイブリッド証券	0.00
	Tier2資本調達手段	19.80	
合計		8,239.85	
上海清算所	超短期融資債(SCP)	8.46	
	非金融機関・短期融資券(CP)	4.64	
	中小企業共同発行債券	0.00	
	資産担保証券(ABS)	0.00	
	金融機関・短期融資券(CP)	0.00	
	資産管理会社・金融債	28.24	
	中期手形(MTN)	121.67	
	譲渡性預金証書(NCD)	244.63	
	グリーン債券	0.00	
	政府機関発行債券	1.60	
合計		409.24	
両市場合計		8,649.09	

(出所) チャイナボンドコム、上海清算所より野村資本市場研究所作成

上海清算所に保管されている海外の機関投資家が保有する債券の残高は、2017年7月末時点で409.2億元となっている。

2. 参加可能な外国人投資家

1) 3つの範囲から成る投資家

中国人民銀行は、ボンドコネクトを通じて銀行間債券市場での売買に参加可能な外国人投資家を、「現在、直接、銀行間債券市場に参加して口座を開設することを容認されている投資家の範囲」の条件に合致することを求めている。

この定義に従えば、ボンドコネクトに参加可能な外国人投資家は、①海外の政府系機関投資家（中央銀行・金融当局、政府系ファンド、国際開発金融機関）、②QFIIやRQFII、③海外の金融機関等の3つの範囲から構成されることとなる（前掲図表1）。それぞれの投資家が、銀行間債券市場に参加してきた経緯は以下の通りとなる。

2) 海外の政府系機関投資家

(1) 2010年8月の解禁

海外の政府系機関投資家に銀行間債券市場での売買が認可されたのは、2010年にまで遡る。同年8月16日、中国人民銀行は「海外人民元クリアリング銀行等三種類機関による銀行間債券市場向け人民元建て投資テストに関する通知」（以下、2010

年通知とする)¹⁰を公布し、①海外の中央銀行・通貨当局、②香港・マカオの人民元クリアリング銀行、③人民元建て貿易決済を扱う海外銀行といった「3種類機関」にライセンスを付与した上で、認可された運用枠の範囲内で、銀行間債券市場での運用を解禁した¹¹。当時の解禁の背景には、2009年7月から始まった人民元建て貿易決済を促進するために、中国本土外で銀行が保有する人民元の運用手段を提供することにあった。また、海外の中央銀行等が、資産運用手段として人民元を保有するルートを創出し、人民元の国際化を進める狙いがあった。

(2) 2015年7月の規制緩和

その後、2015年に入り、IMFのSDRの構成通貨に人民元が採用されるかどうかの議論がピークを迎えてくると、中国人民銀行は、SDRから人民元を引き出した海外の中央銀行等による人民元建て資産の運用ルートを確保・拡大するため、大幅な規制緩和を行った。具体的には、2015年7月14日、中国人民銀行は「海外中央銀行、国際開発金融機関、政府系ファンドによる銀行間市場向け人民元建て投資に関する通知」を公布し（以下、2015年通知とする）¹²、以下の規制緩和を行った。

- 2010年通知では、対象投資家を海外の中央銀行と通貨当局のみとしていたが、2015年通知では、国際開発金融機関と政府系ファンドが加わった。
- 運用市場を債券市場のみとしていたが、コール市場や外為市場が加えられた。
- 市場参入に当たっては審査・認可制としていたが、登録制に転換された。
- 運用枠を設定していたものを、運用枠そのものが設けられず、撤廃された。
- 債券売買の発注・執行を中国人民銀行のみに限定していたが、ライセンスを有する商業銀行にも発注・執行が行えるとした。

これらの規制緩和の結果、多国間・二国間の公的機関による利便性の高い柔軟な銀行間債券市場での投資が可能となった。なお、世界銀行や国際金融公社（IFC）は、既に2010年通知の下で銀行間債券市場での運用ライセンスと運用枠を保有していた。2017年8月末時点で銀行間債券市場に参加している海外の政府系機関投資家は62社となっている¹³。このうち、18社の名称が公開されている（図表3）。

3) QFIIとRQFIIの制度の背景及び規模

(1) QFII

QFII制度とは、2001年の中国の世界貿易機関（WTO）加盟後、外国人投資家による国内証券市場での投資を認める制度として、2002年11月に導入されたものである。

¹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147358/147400/2847460/index.html>

¹¹ <http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147358/147400/2847460/index.html>

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2813723/index.html>

¹³ <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/xwgg/ggtz/rmyh/20170913/148222492.shtml>

図表 3 銀行間債券市場に参加する代表的な海外の政府系機関投資家

海外の政府系機関投資家	
1 香港金融管理局	10 スイス中央銀行
2 韓国中央銀行	11 新開発銀行
3 シンガポール政府投資公社	12 国際復興開発銀行
4 世界銀行	13 国際開発協会
5 国際決済銀行	14 アフリカ開発基金
6 ペラルーシ中央銀行	15 アフリカ開発銀行
7 韓国投資公社	16 アラブ通貨基金
8 リトアニア中央銀行	17 スロバキア中央銀行
9 アジア開発銀行	18 カンボジア中央銀行

(出所) チャイナボンドコムより野村資本市場研究所作成

この QFII 制度の導入により、証監会から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関が、国家外為管理局から認められた運用額の範囲内において、証券取引所に上場する株式、債券などに投資をすることが可能となった。

(2) RQFII

RQFII 制度とは、2011 年 12 月、中国本土外にある人民元の中国本土で運用ルートの一つとして、新たに創設された制度である。QFII 制度の場合、中国本土外から外貨を中国本土に持ち込んで、人民元に交換して人民元建て資産で運用するのに対し、RQFII 制度の場合、名称の頭に人民元 (RMB) が付いている通り、中国本土外の人民元を中国本土に持ち込んで、外貨－人民元間の為替交換リスクを負うことなく、人民元建て資産を購入する制度である。RQFII も、銀行間債券市場向け投資制度同様、2009 年 7 月から始まった人民元建て貿易決済を促進する狙いがあった。

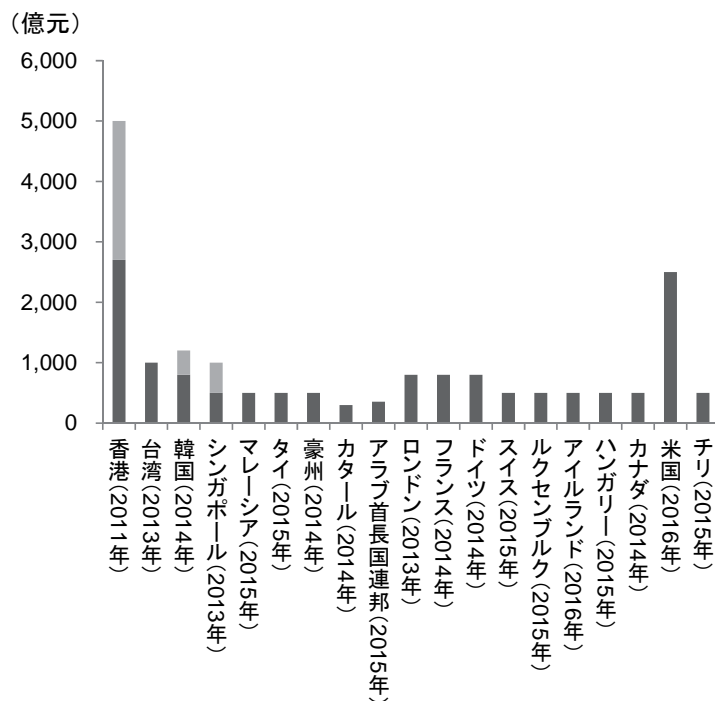
RQFII の運用枠は、当初、香港向けに 200 億元が設定され、同時に、中国本土の証券会社・運用会社の香港支店・子会社のみを対象に導入された。投資対象も、株式が上限 2 割、債券が 8 割以上とされた。

その後、2012 年 4 月に 500 億元が追加設定され、同時に中国本土の A 株連動の ETF や、香港での A 株指数商品へ試験的に投資が行えることとなった。同年 11 月には、さらに運用枠 2,000 億元が追加され、計 2,700 億元まで設定された。2013 年 3 月 6 日には、RQFII 資格の取得制限が緩和され、①中国本土の商業銀行・保険会社の香港支店・子会社、②香港に登録・運営の外国金融機関にまで拡大された¹⁴。RQFII の運用枠は、香港に続いて他の市場（東京市場を除く）にも配分されている（図表 4）¹⁵。

¹⁴ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201303/t20130306_221916.html

¹⁵ 中国政府にとっては東京市場への RQFII の配分は、日本の金融資産を活用した対内証券投資を促進するきっかけとなり、人民元の国際化にも寄与するものである。東京市場にとっても、人民元に関する為替取引を活性化させ、国際金融センターとしての地位を高める意義がある。

図表4 RQFII運用枠の国・地域別配分額



- (注) 1. 2017年7月10日時点の数値。
 2. 韓国は2015年10月31日に400億元が追加され計1,200億元、
 シンガポールは同年11月17日に500億元が追加され計1,000億元、
 香港は2017年7月4日に2,300億元が追加され計5,000億元が各々配分された。
- (出所) 中国人民銀行、中国证券监督管理委员会、中国外交部、各種資料より
 野村資本市場研究所作成

(3) QFII・RQFIIの認可規模

RQFIIについては、2011年12月の導入当初から銀行間債券市場での運用が認可されていたが、前述の2013年3月6日の規制緩和時に、投資対象の制限そのものが撤廃されている。このため、QFIIについても、RQFIIに対する制度設計と平仄を合わせる形で、同年3月15日、中国人民銀行はQFIIによる銀行間債券市場への投資を解禁している¹⁶。

銀行間債券市場への投資に限らないが、2017年9月29日時点で、国家外為管理局より、QFIIは287社に対し計944.9億ドル、RQFIIは191社に対し計5,894.5億元がそれぞれ認可されている。

4) 海外の金融機関等

(1) 海外の金融機関全体への銀行間債券市場への投資解禁

海外の金融機関等による銀行間債券市場での投資については、前述の通り、2010年通知によって、まずは人民元建て貿易決済を取扱う銀行を対象に解禁された。その後、2016年2月24日に中国人民銀行から公布された通知（以下、2016年3号公告と

¹⁶ <http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147358/147400/2866147/index.html>

する)によって、運用枠に制限を設けず、より多くの海外の金融機関等が銀行間債券市場に投資を行えるようにした¹⁷。

対象となる海外の金融機関は、①海外で設立された銀行、保険会社、証券会社、基金管理会社(運用会社)、その他資産管理会社等の金融機関、②これらの金融機関が顧客向けに組成する金融商品、③年金基金、慈善基金、寄付基金等中国人民銀行が認可する中長期運用を行う機関投資家、となっている。

この時期に中国人民銀行が海外の金融機関全体に銀行間債券市場への投資を拡げたのは、前年 2015 年の人民元の SDR 構成通貨の採用を機に海外政府系投資家にまで拡大した運用ルートを、金融機関全体にまでに拡げることによって、非居住者による人民元建て資産の保有を促そうという狙いがあったものと思われる。また、2016 年 3 号公告は、2016 年 2 月 26 日～27 日に中国政府が初めてホストとして上海で開催した G20 財務大臣・中央銀行総裁会議の直前に出されており、金融市場の改革開放に取り組む姿勢を国際金融界にアピールする狙いもあったものと思われる。

(2) 参加している海外の金融機関等の種類

2017 年 8 月末時点で銀行間債券市場に参加している海外の金融機関等は 278 社となっている¹⁸。日系金融機関は、掲載順に、三菱東京 UFJ 銀行香港支店、みずほ銀行、日興アセットマネジメント・アジア、野村アセットマネジメント・ドイツ、ノムラ・シンガポール、三菱 UFJ 国際アセットマネジメント、ノムラ・インターナショナル plc となっている。

III ボンドコネクットの下での売買の仕組み

ボンドコネクットの下での海外の機関投資家による銀行間債券市場での売買の流れは、以下の通りとなる(図表 5)。なお、この章以降、特に断りの無い限り、海外の機関投資家を「外国人投資家」と呼んで解説を進める。

1. 中国人民銀行への登録

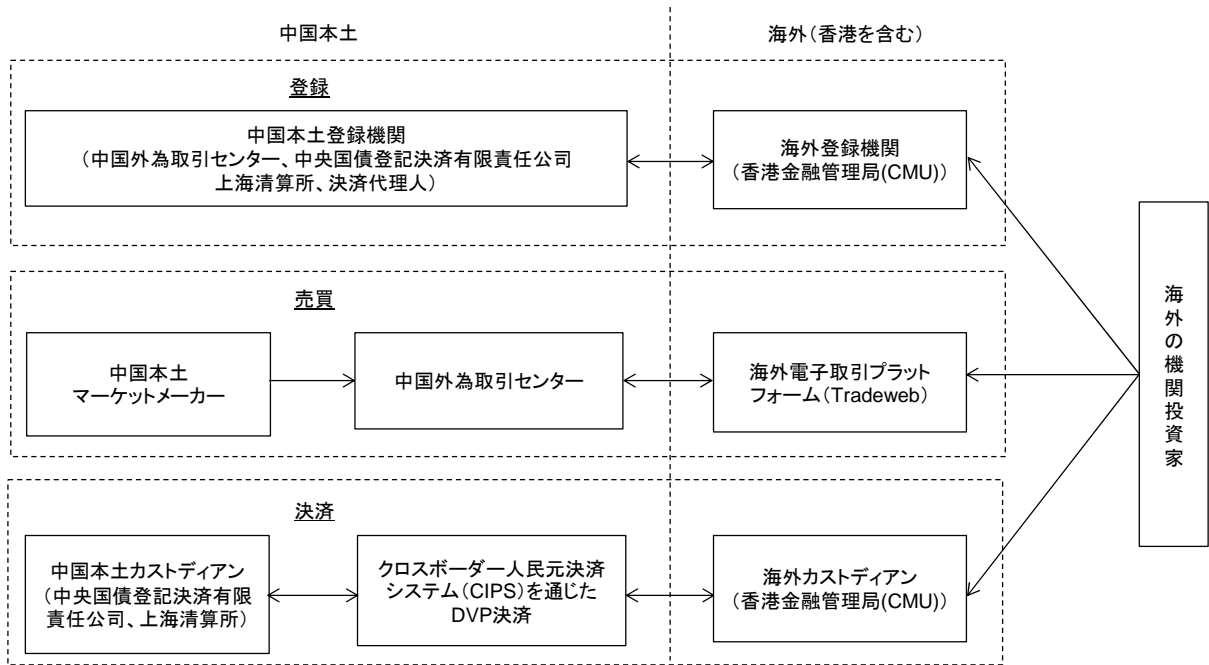
ボンドコネクットの条件に適合する外国人投資家は、取引申請書をボンドコネクットカンパニー(債券通公司)経由で代理機関に提出し、代理機関は中国人民銀行上海本部に届出を行い、投資家としての登録を行うことで完了する。

ボンドコネクットカンパニーとは、中国本土の中国外為取引センターが 60%、香港証券取引所が 40%の持分割合で設立した合弁会社であり、外国人投資家のボンドコネクットを通じた取引開始前の登録手続きを支援する。また、外国人投資家は、代理機関として中国

¹⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3021203/index.html>

¹⁸ 前掲脚注 13 参照。

図表5 ボンドコネクットの売買・決済フロー



(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

外為取引センター、中央国債登記決済有限公司、上海清算所、決済代理人（銀行間債券市場での決済資格を有する銀行）のいずれかを選択する。

2. 多層的な債券口座開設制度

ボンドコネクットの下で、外国人投資家は、多段階から構成される債券保管モデルを利用する。

先ず、外国人投資家は、海外カストディアンである香港金融管理局傘下の香港証券保管振替決済機関（CMU）に債券口座を開設し、次に CMU は、中央国債登記決済有限公司、上海清算所とで債券口座を開設し、CMU の名義で、外国人投資家のために債券を保有する。外国人投資家の債券保有状況については、保有する債券の種類に応じ、中央国債登記決済有限公司、上海清算所のサブ口座として把握されることとなる。

この多層的債券保管モデルの下で、外国人投資家は、CMU で債券口座さえ開設すれば、中国本土の保管振替機関でそれぞれ債券口座を開設する必要は無く、中国本土の債券を保有することが可能となる。また、外国人投資家は、CMU を通じて、債権者としての権利を行使する。

3. 海外電子取引プラットフォームを通じた債券売買

外国人投資家は、中国本土の中国外為取引センターに接続する海外電子取引プラット

図表 6 ボンドコネクット下の中国本土マーケットメーカー

金融機関	
1 中国工商銀行	13 HSBC(中国)
2 中国農業銀行	14 スタンダードチャータード銀行(中国)
3 中国銀行	15 シティバンク(中国)
4 中国建設銀行	16 BNPパリバ(中国)
5 交通銀行	17 ドイツ銀行(中国)
6 国家開発銀行	18 DBS銀行(中国)
7 中信銀行	19 三菱東京UFJ銀行(中国)
8 上海浦東発展銀行	20 中信証券
9 招商銀行	21 国泰君安証券
10 興業銀行	22 東方証券
11 上海銀行	23 広発証券
12 寧波銀行	24 中国国際金融

(注) 2017年7月18日時点。

(出所) チャイナボンドコネクットコムより野村資本市場研究所作成

フォームを通じて、中国本土のマーケットメーカーに注文を出して、銀行間債券市場での売買に参加する。ボンドコネクットの下で、マーケットメーカーとして、2017年7月18日時点で、中資系金融機関16社と外資系金融機関8社の計24社が選定されている（図表6）¹⁹。外国人投資家に海外電子取引プラットフォームを提供する代表的プロバイダーの一つがトレードウェブであり²⁰、同社の電子取引システムがボンドコネクットへの接続第一号となった²¹。

売買の流れを見ると、まず、外国人投資家は、トレードウェブといった電子取引プラットフォームを通じ、各マーケットメーカーに取引量のみの注文を出す。次に、マーケットメーカーは、外国人投資家に対し、取引可能な価格を提示する。最終的に、外国人投資家は、価格等を踏まえ、マーケットメーカーの中から1行を選び、取引を行う。

外国人投資家は、プライシング提示の依頼（RFQ）を海外電子取引プラットフォーム経由で送り、RFQは同プラットフォームと接続する中国外為取引センターを通じて、マーケットメーカーに送られる。もし、外国人投資家が提示された価格を受け入れれば、外国人投資家は同プラットフォームを通じて取引を確認することができる。ノースバウンドの下での債券売買は、中国本土の銀行間債券市場での取引時間（9時～12時、13時30分～16時30分）に基づき行われる。

4. 2段階から成る決済方法

海外電子取引プラットフォームは中国外為取引センターと接続し、同センターは中央国債登記決済有限公司、上海清算所に決済の指示を送る。

¹⁹ http://www.chinabondconnect.com/documents/Participating_Dealers_SC.pdf

²⁰ トレードウェブ ニュースリリース（2017年6月26日）参照。

²¹ 中国人民銀行は、他のプロバイダーとしてブルームバーグの電子取引システムもボンドコネクットに接続が可能だとしているが、執筆時点で実際に接続しているという情報は得られていない。

決済は、先ず中央国債登記決済有限公司、上海清算所が CMU と決済を行い、次に CMU は外国人投資家と決済を行う。債券の引渡しは中央国債登記決済有限公司、上海清算所の債券管理システム、資金決済は、クロスボーダー人民元決済システム（CIPS）を通じて行われる。

決済と支払いは DVP 方式、すなわち債券の引渡しと代金の支払いを相互に条件を付けて行う。理論的には T+0（約定日当日の決済・支払）も可能であるが、中国本土市場では実務的に T+1 や T+2 で行われている。また、資金決済に関し、CIPS の開発第一期では、即時決済（RTGS）²²が採用されているほか、CIPS の開発第二期ではシステムの稼働時間を 9 時～20 時までまでに延長して、クロスボーダー決済に柔軟性を持たせるようにしていることも特徴である。

これまで、外国人投資家が銀行間債券市場で債券を売買する場合、中国本土の決済代理人に取引・決済を委託する必要があったが、ボンドコネクトの下では、中国本土・香港間の保管振替機関や取引システムとの接続を通じて、外国人投資家から見て、ワンストップでシームレスな取引が実現していることが特徴である。

5. 通貨

外国人投資家は、保有する人民元でも、外貨を人民元転しても、債券投資を行うことが可能である。後者の場合、外国人投資家は、債券口座を開設している CMU を通じて、香港人民元クリアリング銀行（中国銀行）や香港で認可を取得した中国本土の銀行間外為市場での外為取引に参入可能な海外人民元業務参加行 19 行（香港決済銀行）との間で外貨購入・人民元転を行うことが出来る（図表 7）。

図表 7 ボンドコネクト下の香港決済銀行

金融機関	
1 中国工商銀行(アジア)	11 交通銀行(香港支店)
2 スタンダードチャータード銀行(香港)	12 招商銀行(香港支店)
3 ハンセン銀行	13 シティバンク(香港支店)
4 中国建設銀行(アジア)	14 DBS銀行(香港支店)
5 中信銀行(国際)	15 BNPパリバ(香港支店)
6 上海浦東発展銀行(香港支店)	16 永豊商業銀行(香港支店)
7 興業銀行(香港支店)	17 中国信託商業銀行(香港支店)
8 HSBC	18 JPモルガン(香港支店)
9 中国銀行(香港)	19 ドイツ銀行(香港支店)
10 中国農業銀行(香港支店)	

(注) 2017年10月17日時点。

(出所) チャイナマネーコムより野村資本市場研究所作成

²² RTGS では、振替の指図が中央銀行に持ち込まれ次第、一つ一つ直ちに実行される。RTGS のもとでは、時点ネット決済とは異なり、ある金融機関の不払いがどの金融機関への支払いの失敗であるかが必ず特定され、その他の金融機関の決済を直ちに停止させることがない。時点ネット決済と比較すると、システミック・リスクの大幅な削減が可能である。

なお、外貨建てで債券投資を行う場合、購入した債券の償還期限の到来後または売却後、再度、債券投資を行わない場合は、原則、人民元から外貨に交換して中国本土外に送金しなければならない、香港決済銀行で事務処理が行われる。

また、外貨建てで債券投資を行う場合、債券保有者である CMU は、香港決済銀行のいずれかに人民元口座を開設することが必要であり、そこでノースバウンドの外為取引・決済が専門に行われることとなる。

従って、外国人投資家は CMU を通じて、香港決済銀行で行うノースバウンド下の外為リスクのヘッジを行うことが可能となる。香港決済銀行は、発生した外為取引のポジションを、中国本土の銀行間外為市場でスクエアにすることが出来る。

IV ボンドコネクットの売買実績及び課題・特徴

1. ボンドコネクットの売買実績

1) 取引日初日の売買実績

2017年7月3日に始動したボンドコネクットの初日の売買実績は、7月4日付金融時報によれば、外国人投資家70社が合計142件、70億元の売買を行い、うち買入は128件、49億元と買い越しとなった²³。

また、初日の売買に参加して外国人投資家との売買契約を行った中国本土のマーケットメーカーは19行であり、外資系金融機関では、アジア系では HSBC、スタンダードチャータード銀行、DBS 銀行、欧米系ではドイツ銀行、BNP パリバ、シティバンクが参加している。

2) 月次単位の売買実績

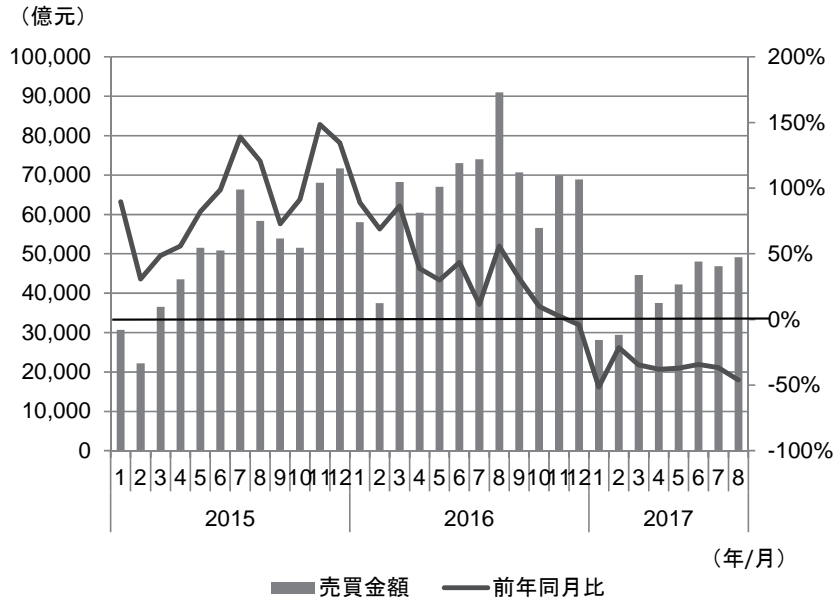
銀行間債券市場のうち、中央国債登記決済有限公司に保管される債券について、ボンドコネクット専用の統計は公表されていない。このため、ボンドコネクットを含む現物取引の月次ベースの推移を見てみると、売買金額は、ボンドコネクット始動前の2017年6月が4兆8,043億元（前年同月比34.2%減）、始動後の同年7月が4兆6,813億元（同36.7%減）、同年8月が4兆9,109億元（同46.0%減）となっている（図表8）。2017年に入ってから売買金額は、同年8月にかけて、月次ベースでは2015年の水準にまで徐々に回復しているように見られるが、2016年に比べ、伸び率の低下に歯止めがかかったようには見られない²⁴。

また、同じ銀行間債券市場でも、上海清算所に保管される債券については、ボンドコネクット専用の統計が週次ベースで公表されている。これを月次ベースで集計すると、

²³ http://www.financialnews.com.cn/sc/zq/201707/t20170704_120307.html

²⁴ 2017年1月以降の銀行間債券市場での売買金額の減少は、中国人民銀行による短期金融市場での引き締め（金利上昇、債券価格下落）を受けたものである。

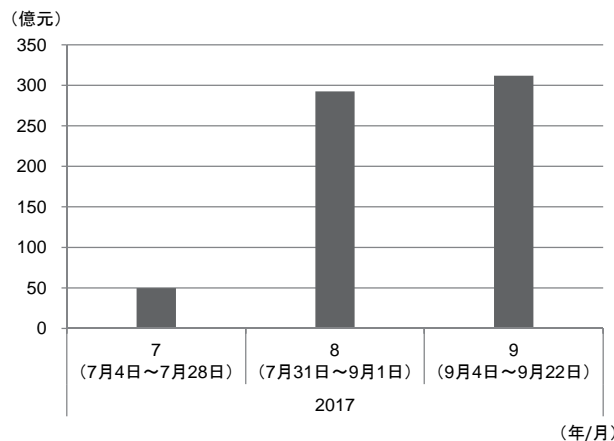
図表 8 銀行間債券市場の現物取引の売買金額の推移



(出所) チャイナボンドコムより野村資本市場研究所作成

2017年7月のボンドコネクットの売買本数は合計136本、同年8月は合計224本、同年9月は合計218本となっている(図表9)。また、2017年7月のボンドコネクットの決済金額は合計49.6億円、同年8月は合計292.7億円、同年9月は合計312.0億円となっている。売買本数、決済金額ともに、同年9月以降の統計はまだ発表されていないものの、ボンドコネクットを通じた債券売買金額が、市場全体の債券売買金額の増加に貢献している可能性が高い。より詳細な分析のために、ボンドコネクット全体の売買統計の整備・公表が待たれよう。

図表 9 ボンドコネクットの上海清算所での売買動向(決済金額)



(出所) 上海清算所より野村資本市場研究所作成

2. 引き続き課題となる課税体系

1) ボンドコネクットに対する課税政策体系は未公表

ボンドコネクットのノースバウンドは、外国人投資家による対内証券投資に当たるが、上海・香港間や深圳・香港間のストックコネクットのように、中国人民銀行から公布された前述の暫定弁法でも、課税体系は明記されておらず、中国本土の財政部や国家税務総局からの細則の公表を待たざるを得ない状況にある。

売買実績にも見られるとおり、外国人投資家によるボンドコネクットを通じた中国本土の債券投資を促すためには、速やかな課税体系の公表が待たれる。

2) 現時点で想定される課税体系

ボンドコネクットに対する課税体系が公表されるまでは、既存の外国人投資家に課される課税体系を保守的に見込むほか無かろう。その場合、海外の金融機関等に対して銀行間債券市場での投資を全面的に解禁した中国人民銀行の 2016 年 3 号公告では、QFII も対象投資家に含まれているため、財政部・国家税務総局が 2005 年 12 月 1 日に公布した「QFII の営業税政策に関する通知」²⁵、及び国家税務総局が 2009 年 12 月 1 日に公布した「中国企業（居住者）による QFII 向け利息・配当支払いの企業所得税の源泉徴収の問題に関する通知」²⁶を参考にすると、ボンドコネクットのノースバウンドに対する課税体系は、以下の通り想定される。

第一に、利息収入に対し、企業所得税（法人税）10%が課税される。第二に、売買益に対する営業税（5%）は免除される。

なお、後者について補足すると、現在、中国では、流通段階での二重課税を防止するため、従来あった営業税を増値税（付加価値税）に移行する改革のテストを進めている。このため、ストックコネクットでは、外国人投資家による中国本土株へのキャピタルゲインに対する付加価値税の課税を、改革のテスト期間中は行わないとしているが、同期間終了後の取り扱いは不明である。

3. ボンドコネクット固有の越境資金管理

ボンドコネクットのノースバウンドでは、前述の暫定弁法では、香港で人民元業務を行う香港決済銀行に対して、通常の内証証券投資とは区別して資金フローを管理する義務を課していることも特徴である。また、中国人民銀行と香港金融管理局との間で越境監督を行う体制を敷いている。

²⁵ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengwengao/caizhengbuwengao2005/caizhengbuwengao200511/200805/t20080525_42844.html

²⁶ <http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c1227368/content.html>

1) 香港決済銀行

ノースバウンド下の資金交換は、ノースバウンド固有の「人民元購入・売却管理制度」に組み入れられる。このため、香港決済銀行は、債券保有者が保有する人民元及び購入・売却する人民元に対して分別管理を行う必要がある。その上で、香港決済銀行は、反マネーロンダリング・反テロ融資や、人民元購入・売却業務等に関する規定を遵守することが求められており、取引の真実性を審査・確認し、統計及び報告等の義務を履行する必要がある。

また、香港決済銀行が、中国本土の銀行間外為市場でポジション（持ち高）をスクエア（ネットでゼロ）にする場合、外国人投資家の同行での資金交換と外為リスクのヘッジとを対応させなければならず、かつ真実の合理的な需要に基づくものでなければならない。これは、ボンドコネクト下でのノースバウンドに関わる取引以外での外為リスクの過度なヘッジを避けるための規制と考えられる。

2) 越境監督の枠組みの設定

香港決済銀行による中国本土への資金移動の管理に加え、中国本土と香港の金融当局による越境監督も行われている。まず、暫定弁法では、中国人民銀行が、「中国人民銀行法」等の法令に基づき、ノースバウンドに対する監督を行うと規定している。同時に、香港金融管理局及びその他の国・市場の監督当局と協力体制を構築し、共同で投資家の越境投資に関する合法的權益を維持し、反マネーロンダリングに向けた監督を強化するとしている。

次に、中国本土では、中国人民銀行は国家外為管理局と「外為管理条例」等の法令に基づき、ノースバウンド下の人民元購入・売却業務に対して、資金の流出入、為替リスクのヘッジ状況、統計及び報告等に対して監督を実施する。また、ノースバウンドを利用した違法な利益裁定行為を防止する。中国人民銀行は、関係部門と共に、適時にノースバウンド下の外国人投資家に関するデータを取得する権利を有する。

中国人民銀行と香港金融管理局との間の越境監督に関する協力体制の詳細を確認できる情報は無いが、外国人投資家の属性は、そもそもボンドコネクトを始める段階で、中国人民銀行への登録を通じて中国人民銀行が把握しており、かつ取引情報についても同行が把握できるようになっている。これまでの QFII や RQFII のように、投資枠を事前に外国人投資家に配分しない制度設計になっているため、監督当局間の協力を通じて、越境資金の移動のモニタリングを行うとしているように判断できる。

V ボンドコネクットの導入による新たな開放と今後の見通し

1. 発行市場の開放

中国本土で発行される債券について、ボンドコネクットを通じて、外国人投資家も購入することが解禁されたことから、ボンドコネクットの導入は、中国本土の銀行債券市場の流通市場の外国人投資家への開放だけでなく、発行市場の開放という側面も有している。

ボンドコネクット下のノースバウンドを通じた案件として、売買初日の 2017 年 7 月 3 日から 4 日にかけて、中国の政策性銀行である国家開発銀行（中国開銀）、中国輸出入銀行（中国輸銀）、中国農業発展銀行の金融債がそれぞれ発行された。中国開銀の金融債の場合、発行期間は 1 年物、3 年物、10 年物の固定利付き債で計 200 億元を上限に発行され、国内の引受主幹事に加え、ボンドコネクット下での越境販売のため、クロスボーダーコーディネーターとして 10 の金融機関が指名され、日本勢では三菱東京 UFJ 銀行香港支店が加わった²⁷。また、中国輸銀の金融債については、中国本土の興業銀行と三菱東京 UFJ 銀行の現地法人が、クロスボーダーの販売機関に指名されている²⁸。

金融債以外にもボンドコネクット下のノースバウンド向けに発行される銘柄は多様化しつつあり、事業会社が発行する発行期間が 1 年未満の CP や、非居住者人民元建て債券（いわゆるパンダ債）にまで拡大している。パンダ債では、同年 7 月 26 日には、ハンガリー政府が発行するソブリン債（3 年物、10 億元）がボンドコネクット下で発行されたことも注目される。通常、パンダ債は、中国本土から見て居住者が取得してきたが、今回のハンガリー政府のケースでは、発行体も非居住者、投資家も一部ではあるが非居住者で、中国本土市場で非居住者による「外-外」の取引が行われたことになるためである。

中国本土の債券市場の外国人投資家への発行市場での開放によって、発行体の格付に応じた発行金利の設定など、債券市場の市場化や国際化が促されていくことが期待されよう。

2. 指数採用

ボンドコネクットの導入によって、今後、中国本土の債券銘柄が国際的な 3 大債券指数に採用されていく見通しであり、指数に採用されることで、外国人投資家の中国本土の債券投資が促進されることを中国人民銀行は期待している。具体的な動きとして、ボンドコネクットの始動に先立つ 2017 年 3 月 1 日、米ブルームバーグは、世界的な債券指数であるブルームバーグ・バークレイズ指数に中国本土債券を組み入れた、①Global Aggregate + China Index、②EM (Emerging Market) Local Currency Government + China Index という 2 つの指数を新たに組成したと発表した²⁹。

²⁷ http://www.financialnews.com.cn/yh/sd/201707/t20170702_120212.html

²⁸ http://www.financialnews.com.cn/yh/sd/201707/t20170703_120275.html

²⁹ Bloomberg, "Bloomberg Launches New Fixed Income Indices Covering China Bonds," March 1, 2017.

続いて、同年 3 月 6 日、米シティグループも新興国市場国債インデックス (EMGBI) とアジア国債インデックス (AGBI)、アジア・パシフィック国債インデックス (APGBI) の中に中国オンショア政府債券を組み入れた³⁰。また、同日、①Citi World Government Bond Index-Developed Markets (WGBI-DM)、②Citi World Government Bond Index-Extended (WGBI-Extended) を新たに組成し、約 3 ヶ月間の監視期間を経て、同年 6 月 29 日に採用を開始した。さらに同日、①Chinese (Onshore CNY) Broad Bond Index (CNYBBI)、②Chinese (Onshore CNY) Broad Bond Index-Interbank (CNYBBI-Interbank) という 2 つの新指数の組成も発表している³¹。

中国の債券市場では、中国国内の格付会社しか格付業務が認可されておらず、米国政府からの要望を受け、2017 年 7 月 3 日に海外格付会社の中国国内での格付け業務に関する指針を発表したばかりである³²。中国債券の国際的な債券指数への採用に当たっては、海外格付会社の中国本土での債券格付も行われ、中国本土の債券市場、特に社債市場で国際的な基準から見て遜色のない格付が行われることが重要であろう³³。

また、現在、ボンドコネクートのノースバウンド下の外国人投資家には、現物取引しか認められておらず、中国本土市場での金利スワップなどのヘッジ手段が利用できるようになることも、中国債券の国際的な債券指数への採用にとってプラスの材料となる。

3. ボンドコネクートを通じた双方向の開放の行方

中国の債券市場における、2017 年 6 月末時点の中国本土の債券発行残高 68 兆 5,824 億元のうち、外国人投資家の保有金額は 8,921 億元、保有比率は 1.3%となっている (図表 10)。2017 年 3 月以降、外国人投資家の保有金額・保有比率ともに概ね上昇傾向にある。ボンドコネクートは、既存の QFII 制度や RQFII 制度に比べ外国人投資家にとって利便性の高い制度設計がなされてはいるものの、複数の制度が乱立している状態とも言え、透明で分かり易い投資ルートの整備を継続的に行っていくことが重要である。

また、中国本土の投資家が海外の債券市場にアクセスするサウスバウンドの制度設計と導入時期も今後の焦点となっている。香港金融発展局は、2016 年 11 月、中国本土・香港相互債券投資制度の創設に関する提案レポートを公表し、サウスバウンドに関する取引フローを検討している。具体的には、中国本土の投資家 (個人投資家を含む) が、人民元建てまたは外貨建てで、中国本土の銀行に開設したボンドコネクート口座 (専用口座) を通じて、香港の銀行経由、限度枠の範囲内で債券取引に関わる現金決済と債券の寄託を行う取引フローを想定している (図表 11)。かかる提案をベースに、中国人民銀行と香港金融

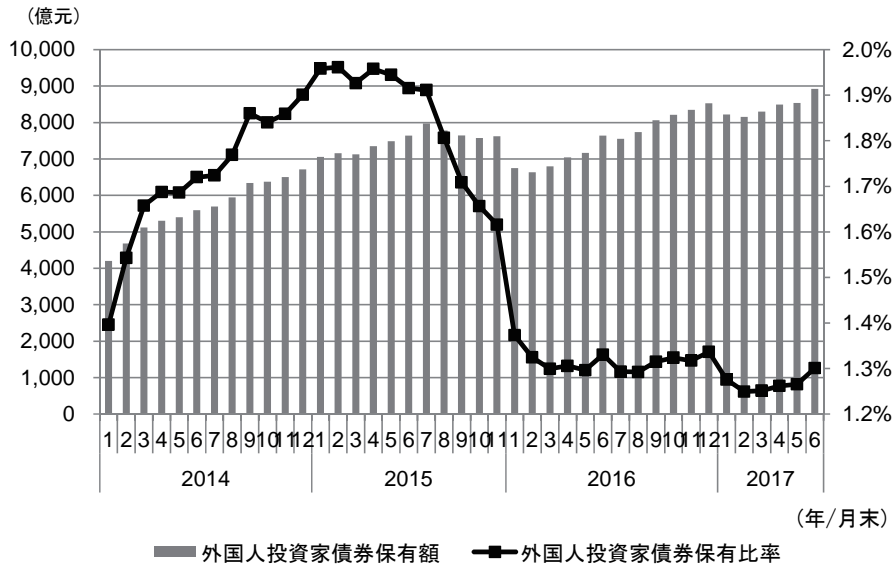
³⁰ Citigroup (The Yield Book), "Upcoming Changes to Citi's Government Bond Indices," March 6, 2017.

³¹ Citigroup (The Yield Book), "Expanding the WGBI Index Family and the Onshore Chinese Bond Index," June 29, 2017.

³² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3337553/index.html>

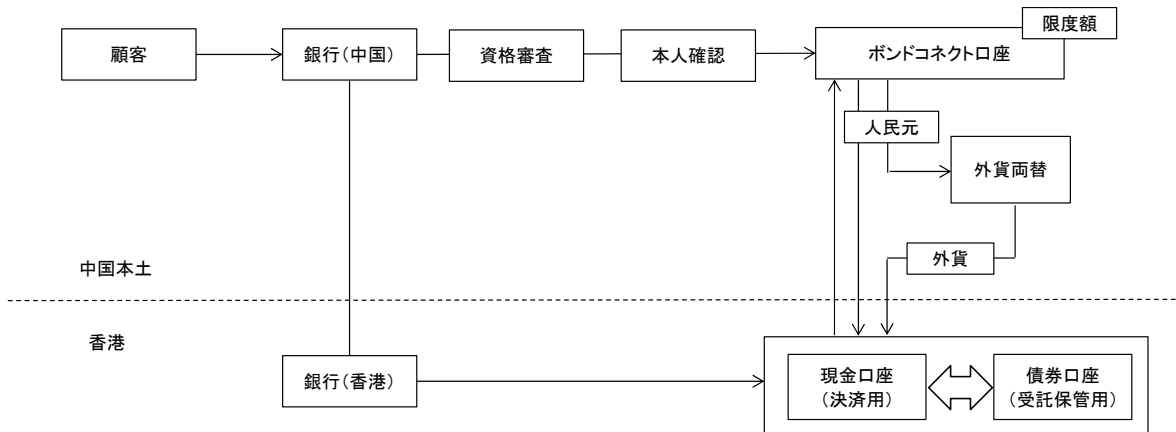
³³ 中国人民銀行・瀋功勝副総裁は、2017 年 8 月 29 日付金融時報でのインタビュー記事で、社債の保有者構成のうち、商業銀行の保有割合が 2005 年の 80%から 2017 年 7 月末時点では約 22%にまで低下してきたと紹介している。社債の保有者構成の多様化の一環として、外国人投資家を呼び込むためにも、中国本土の格付け市場の対外開放は不可欠である。

図表 10 中国債券市場における外国人投資家の債券保有動向



(注) 2015年12月末はデータが公表されていない。
 (出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

図表 11 ボンドコネクットにおけるサウスバウンドの取引・決済フロー案



(注) 2016年11月時点。
 (出所) 香港金融發展局より野村資本市場研究所作成

管理局との間で、サウスバウンドの創設に向けた検討が引き続き進められているものと推察される。

4. 結びにかえて

一方で、中国の対外証券投資制度である適格国内機関投資家 (QDII) 制度を見ると、2015年3月末に899.9億ドルに達してから、2016年12月末に至るまで、新規・増枠ともに認可されていないという変則的な状況にある。対外証券投資のうち、株式については、投資家をストックコネクットの利用に誘導しようとしていることや、中国本土からの資本流

出を警戒していることが、QDII の運用枠認可の一時停止の背景にあるものと思われる。

第 13 次 5 カ年計画に盛り込まれているように、中国資本市場の双方向の開放の方向性自体は、時間がかかっても不変と筆者は見ているが、何を、どこまで、いつ行うかについては、市場参加者、特に海外の市場参加者に対して中国当局が丁寧に説明していくことが、今後も重要である。銀行間債券市場を担当する中国人民銀行・瀋功勝副総裁は、ボンドコネクットの始動に当たり、海外の機関投資家による債券投資環境の更なる改善に向け、①格付け市場の対外開放、②海外の発行体や投資家を中国本土市場に呼び込むための関連する法令や会計・税制ルールの整備、③政策通知の英文化の推進、を進めると述べている³⁴。具体的な動きが引き続き注目される。

³⁴ <http://news.cnstock.com/news,yw-201707-4098151.htm>