

日中金融協力の本格的再開と今後の展望

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2018年5月9日、日中韓サミットに合わせて、中国首相として2011年5月以来7年ぶりに来日した李克強首相と安倍晋三総理との間で日中首脳会談が行われ、経済関係の強化の中で、金融協力も焦点となり、2011年12月に合意した日中金融協力の本格的再開を確認した。
2. 合意内容は、これまで懸案とされてきた三点セット、①日本での人民元クリアリング銀行の設置、②円・人民元通貨スワップ協定の再開、③人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の運用枠の日本への配分に加え、新たに、④中国本土市場での日系金融機関への債券業務ライセンス付与、⑤日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請の審査促進が加わった（5項目合意）。
3. 5項目合意には、中国政府としても、人民元の国際化を再度促進する狙いがある。RQFII枠2,000億元の日本への設定は、日本から中国本土への証券投資の増加予測に対応する狙いがある。日本での人民元クリアリング銀行の設置や日系金融機関への債券業務ライセンスの付与には、米国等主要国との金融協力のバランスを確保する狙いもある。
4. 5項目合意の実施段階では、日中金融当局間の一層の連携が求められる局面も出てこよう。日中金融協力に基づく合同作業部会は、2012年6月の第2回会合を最後に途絶えており、今後の再開に向けた動きも注目される。

I. 日中金融協力の本格的再開を確認

1. 日中韓サミットの開催と中国首相の訪日

2018年5月9日、日中韓3カ国の首脳による第7回日中韓サミットが東京で開催された。2008年から始まった同サミットとは、日中韓3カ国が独立して各国の持ち回りで開催する首脳会議で、2015年11月に韓国（ソウル）で開かれて以来、約2年半ぶりの開催となった。また、日中韓サミットにあわせて訪日した中国の李克強首相と安倍晋三総理との間で、日中首脳会談が開催された。李首相の訪日は、2013年3月の首相就任後初めてであり、同時に中国首相としては2011年5月の温家宝首相（当時）の訪日以来7年ぶりであり、日中

両国の関係改善を示すものとなった。

日中首脳会談では、日中関係の総論、経済関係の強化、国民交流の促進、海洋・安全保障等がテーマとなった¹。このうち経済関係の強化では、特に金融協力が焦点となり、以下の三点について合意がなされた²。第一に、中国は日本に対して 2,000 億元の人民元建て適格外国機関投資家 (RMB Qualified Foreign Institutional Investors、略称 RQFII) の運用枠を付与する。第二に、日中双方は、人民元クリアリング銀行の設置、円・人民元の通貨スワップ協定の締結のための作業を早期に完了させる。第三に、中国は日系金融機関への債券業務ライセンスを早期に付与するとともに、日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請を効率的に審査する。

2. 6年5ヶ月ぶりの首脳レベルでの金融協力の合意

今回の日中首脳会談で合意された内容は、これまで懸案とされてきた三点セット、すなわち①日本での人民元クリアリング銀行の設置、②円・人民元通貨スワップ協定の再開、③RQFII の運用枠の日本への設定に加え、新たに、④中国本土市場での日系金融機関への債券業務ライセンス付与、⑤日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請の審査促進が加わり、計 5 項目から構成される (以下、5 項目合意)。

図表 1 日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化
(ファクト・シート) (2011 年 12 月)

前文	日中両国間の拡大する経済・金融関係を支えるため、日中両国首脳は、両国の金融市場における相互協力を強化し、両国間の金融取引を促進することに合意した。これらの発展は市場主導で進められるとの原則に留意しつつ、具体的に以下の分野で協力。
協力項目	(1) 両国間のクロス・ボーダー取引における円・人民元の利用促進 ・ 円建て・人民元建ての貿易決済を促進し、両国の輸出入者の為替リスクや取引コストを低減 ・ 日系現地法人向けをはじめとする、日本から中国本土への人民元建て直接投資
	(2) 円・人民元間の直接交換市場の発展支援
	(3) 円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援 ・ ①東京市場をはじめとする海外市場での日本企業による人民元建て債券の発行 ②パイロットプログラムとしての、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 ・ 日本当局による中国国債への投資に係る申請手続きを進める
	(4) 海外市場での円建て・人民元建て金融商品・サービスの民間部門による発展促進
	(5) 上記分野における相互協力を促進するため、「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置
その他	このほか、日中両国首脳は、チェンマイ・イニシアティブにおける危機予防機能の導入及び危機対応機能の更なる強化など、ASEAN+3で進められている金融協力の強化に向けた取組みを加速することに合意した。

(注) 協力項目 (4) 中の「促進 (しょうよう)」とは、推進・促進の意。

(出所) 財務省、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

日本と中国との金融協力は、2011 年 12 月の北京での日中首脳会談時に合意され、財務省と中国人民銀行が共同で発表した「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」に基づくものであり、円と人民元との間での①クロスボーダー取引、②為替取引 (直接交換取引)、③債券市場、④商品開発や、⑤合同作業部会の設置から構成されていた (図表 1)。

¹ http://www.mofa.go.jp/mofaj/a_o/c_m1/cn/page1_000526.html

² https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/dialogue/20180509press_release.htm

これらのうち、円と人民元の直接交換取引が、世界の通貨に先駆けて 2012 年 6 月から東京市場と上海市場で始まるといった成果が得られている。ただ、合同作業部会は、第 1 回会合が 2012 年 2 月 20 日に北京で開催され、第 2 回会合は同年 6 月 5 日に東京で開催されたままであり、その後、首脳会談そのものが開催できない時期や、開催されても金融協力の内容にまで言及されない時期が続いてきた。従って、今回の首脳レベルでの 5 項目合意は、6 年 5 ヶ月ぶりに首脳レベルで金融協力が合意され、日中金融協力が本格的に再開したものとと言える。

II. 今回の 5 項目合意の内容

1. 日本での人民元クリアリング銀行の設置

1) 人民元クリアリング銀行とは？

中国では、2009 年 7 月に中国本土と香港との間で人民元建て貿易取引が解禁された際、中国本土以外のオフショア市場に「人民元クリアリング銀行」を設置して、海外の銀行が同行を通じて人民元のクロスボーダー決済と清算を行う仕組みが作られた。

資本移動に規制が課せられている中国の人民元は、中国本土のオンショア市場とオフショア市場とに分断されて取引されている。このため、オフショア市場での人民元決済を行う場合、オフショア市場にある人民元だけでは決済が完了しないことが生じうる。この場合には、中国人民銀行からの資金調達を含め、オンショア市場で調達した資金を使って、オフショア市場での決済を行わなければならない。このような事態に備えるため、中国人民銀行はオンショア市場でも活動できる銀行を人民元クリアリング銀行として指定し、オフショア市場における資金決済を問題なく行えるようにしている³。

2) 人民元クリアリング銀行の設置の背景等

(1) 中国人民銀行の説明

日本での人民元クリアリング銀行の設置に関し、中国人民銀行は 2018 年 5 月 11 日の新華社電で、その意義を次のように説明している⁴。

第一に、中国は、現在、オフショア市場に合計 24 行の人民元クリアリング銀行（うち 23 行が中資系銀行）を設置しており、世界中の主要な国際金融センターをカバーしている。人民元クリアリング銀行の日本での設置は、人民元のグローバルな決済ネットワークの整備に貢献するのみならず、人民元の決済効率の向上にもつながるものである。

第二に、東京は、主要な国際金融センターとして、また、アジア最大の為替市場として、多くの国際的な金融機関や企業の支店を受け入れている。現在、中資系銀行では、中国工

³ 日本銀行国際局「人民元国際化について—これまでの取り組みと評価を中心に—」（2016 年 5 月）の解説を参考にした。

⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2018-05/11/content_5290264.htm

商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、交通銀行の五大銀行が全て日本に支店を設けており、顧客層も拡大している。

第三に、(中国側の統計では) 2017年の日中間の(サービスを除く)モノの貿易額は2,973億ドル、そのうち人民元での決済比率は約8%に達している。また、同年の日中間の人民元の受払金額が4,509億元で、中国から見て海外との決済先(国・地域)で第4位となっている。このような日中間の貿易の緊密度や人民元の貿易・投資での利用規模を考えると、東京は人民元クリアリング銀行を設置する市場としての基盤を既に備えている。

第四に、東京での人民元クリアリング銀行の設置は、日中間の貿易・投資で自国通貨による決済を更に多くするのに有利であり、企業の為替取引のコストを軽減し、為替リスクを有効に回避し、日中双方の貿易・投資の利便性を促進することとなる。

(2) どの銀行が指定されるかが焦点

中国人民銀行から人民元クリアリング銀行に指定される条件として、中国人民銀行の大口決済システムに既に参加していることが必要である。また、人民元クリアリング銀行は、中国人民銀行上海本部の認可を得て、中国本土のインターバンク市場(人民元、外貨)に参加することが出来る。

これまで、人民元クリアリング銀行に指定されてきたのは、原則、中資系銀行の海外現地法人や海外支店で、人民元の国際化に伴うリスク面(中国本土からの急激な資本流出等)に鑑みて、中国の金融当局の監督がしやすい要素も考慮されていたと思われる。日本では、どの銀行が指定されるのかが注目される。

2. 円・人民元通貨スワップ協定の再開

1) 通貨スワップ協定とは?

中国は2008年の世界的金融危機後、香港を皮切りに世界各国と人民元建て通貨スワップ協定を締結しているが、実は人民元建てでの通貨スワップ協定の締結を初めて行ったのは日本である。チェンマイ・イニシアティブ(CMI)の枠組みにはなるが、東アジアの金融為替市場の安定を目的とする流動性提供のため、2002年3月、日本銀行と中国人民銀行は30億ドル相当の円もしくは人民元を引出限度額とした通貨スワップ協定を締結している⁵。この時点でも、日本は、中国との金融協力を先駆けて行っていたと言ってよい。

一方、報道によれば、日中間の通貨スワップ協定は、2007年9月に更新が行われたものの2013年9月の協定期限時には更新が行われず⁶、現在に至っている。

⁵ https://www.boj.or.jp/announcements/release_2002/un0203b.htm/

⁶ 「日中通貨交換協定が停止」日本経済新聞 2014年8月10日朝刊

2) 今後の展開

日中首脳会談の翌日の5月10日、日本銀行の黒田東彦総裁は、李首相に随行してきた中国人民銀行の易綱総裁と会談し、両中央銀行間の協力等について意見交換を行った。会談で、両総裁は、日中首脳会談で合意された二国間通貨スワップについても議論し、スワップ取極の締結に基本合意し、最終化に向け早期に作業を進めることとなった⁷。この会談の内容は、中国人民銀行からも発表されている⁸。

中国が2008年から結び始めた人民元建て通貨スワップは、CMIの下での流動性提供ではなく、人民元建て貿易・投資の決済に必要な人民元を人為的に供給し、締結先との貿易・投資の利便性や、経済関係の強化を目指すことに主眼が置かれてきた。また、人民元クリアリング銀行の設定では、対象国（地域）との人民元建て通貨スワップ協定の締結を前提として進められてきたものと推察される。今回の通貨スワップ協定の再開は、人民元クリアリング銀行の日本への設置と表裏一体の案件でもあり、協定締結の目的や規模等が今後注目される。

3. RQFIIの運用枠の付与

1) RQFIIとは？

RQFIIとは、2011年12月に導入された中国本土向けの証券投資制度の一つで、当初は、オフショア市場にある人民元を、香港経由、中国本土向けに還流させるルートを設定することを目的に作られた制度である。オフショア市場で人民元を保有する機関投資家からすれば、中国本土の人民元建て証券に投資するルートが出来ることで、人民元を保有するインセンティブともなり、中国当局からすれば、人民元の国際化を促進する狙いも達成できることとなる。

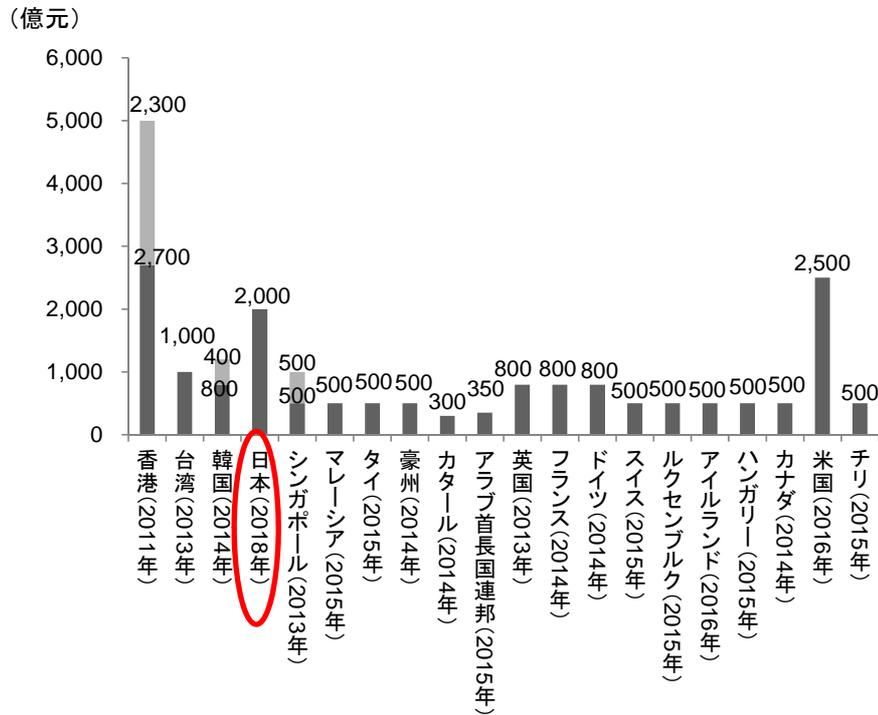
RQFIIの運用枠は、2011年12月の導入当初、香港に200億元が設定され、2012年4月に500億元が追加設定され、更に同年11月には2,000億元が追加設定され、計2,700億元となった（図表2）。特定市場において、この場合は香港であるが、中国当局からの運用枠の設定を経た上で、中国本土の証券会社・運用会社の香港支店・子会社が、中国本土に個別の運用枠を申請し認可を経てから投資を行う制度設計となっていた。

続いて2013年3月には、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香港での登録・経営の外国金融機関にまで拡大された。投資対象も、2011年12月の制度創設時には株式が上限2割、債券が8割以上となっていたが、2012年4月の運用枠の追加設定時には中国本土のA株連動のETFや、香港でのA株指数商品への試験的投資を実施することとなり、2013年3月のRQFII資格の規制緩和時には投資対象の制限自体が解消された。

⁷ http://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/rel180510a.htm/

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3536494/index.html>

図表2 RQFII 運用枠の国・地域別配分額 (2018年5月)



- (注) 1.運用枠(配分枠)は2018年5月10日時点の数値。認可金額は2018年4月末時点の数値。
 2.韓国に対しては2015年10月31日に400億元が追加配分され計1,200億元に。
 3.シンガポールに対しては2015年11月17日に500億元が追加配分され計1,000億元に。
 4.香港に対しては2017年7月4日に2,300億元が追加配分され計5,000億元に。
- (出所) 中国人民銀行、中国证券监督管理委员会、国家外為管理局、中国外交部、各種資料より
 野村資本市場研究所作成

2) 香港以外へのRQFII運用枠の設定拡大

香港以外でのRQFIIの運用枠は、2013年3月のRQFII資格や投資対象の規制緩和を経て、同年10月、英国に800億元、シンガポールに500億元がそれぞれ設定された。2014年以降は、中国の首脳外交時の金融協力の手段の一つとして更に加速し、6月にはフランスに800億元、7月には韓国に800億元、ドイツに800億元がそれぞれ設定されるなど、欧州、アジアへの拡がりを見せて行った。

この当時、日本との関係では、2013年2月、RQFII制度を使い、中国本土の運用会社が組成した人民元建て上場投資信託(ETF)が、日本型預託証券(JDR)方式で2本、東京証券取引所に上場した。また、日本にRQFIIの運用枠が設定されていない中で、日系運用会社では、日興アセットマネジメントのシンガポール子会社が2014年6月30日にシンガポールでの運用枠(10億元)を取得したり、野村アセットマネジメントのドイツ子会社が2016年5月30日にドイツでの運用枠(5.43億元)を取得したりしている。

日本へのRQFII運用枠の設定は、既に他国・地域に拡がっているRQFIIの運用枠を、日

本の機関投資家も自ら中国本土の証券市場向けに利用できることを意味し、国際金融センターとしての東京市場の競争条件を他国・地域と同等にすることも意味するものである。香港にある中国本土の運用会社子会社も、日本に設定された運用枠に関心を持っているようであり（2018年5月14日付証券時報）、今後の商品組成などの展開が注目される。

4. 中国本土市場での日系金融機関への債券業務ライセンス付与

1) 第4回日中ハイレベル経済対話で最初に取り上げ

5項目合意の一つとして取り上げられた日系金融機関への債券業務ライセンスは、日中首脳会談に先行して2018年4月16日に東京で開催された第4回日中ハイレベル経済対話で、日本政府から申し入れていた項目でもある。日中ハイレベル経済対話とは、2006年9月に成立した第1次安倍晋三内閣の下で、2007年4月の温家宝総理（当時）の訪日時に日中間で合意された閣僚級の対話の枠組みである。これまで、2007年12月に第1回対話（北京）、2009年6月に第2回対話（東京）、2010年8月に第3回対話（北京）と両国の持ち回りで計3回開催されたものの、その後、開催自体が途絶えていたが、今回、日中両国の関係改善の流れの中で、約7年8ヶ月ぶりの開催となった。

第4回対話は、日本側は河野太郎外務大臣が、中国側は王毅国務委員兼外交部長が議長を務め、日中間の経済分野における協力と交流などが議題となった。そのうち、金融分野では、越智隆雄・内閣府副大臣から3点について中国政府の前向きな検討を要請している。3点のうちの一つが、「日系金融機関に対する事業債引受、パンダ債（非居住者人民元建て債券）引受、債券決済代理人等のライセンスの早期付与」である⁹。

2) 債券業務ライセンスの内容

(1) 引受業務

中国の債券市場は、発行・流通市場ともに、中国人民銀行が管理する銀行間債券市場と、中国証券監督管理委員会（証監会）が管理する取引所市場とに分かれている。中国国内で債券引受業務を行なうことが出来るのは、中国国内で設立された現地法人であり、第4回対話の時点では、邦銀が設立した中国現地法人による銀行間債券市場での引受業務が主に想定されていると考えられる。

銀行間債券市場での引受ライセンスは、自主規制機関である中国銀行間市場交易商商会（National Association of Financial Market Institutional Investors、略称NAFMII）が審査し付与する仕組みとなっている。同市場で発行される事業債は、NAFMIIによると「非金融企業が発行する債務調達手段」と定義され、主幹事資格と引受資格から構成される。また、主幹事資格は、①中国全国で登録されている非金融企業の事業債引受が可能な「A類」と、②主幹事が法人登記している地域（省、自治区、直轄市）の範囲内で登録されている非金融企業の事業債のみが引受可能な「B類」から構成される。

⁹ <https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180417/20180417.html>

最新の2018年4月18日時点の引受資格リストを見ると¹⁰、主幹事54社のうち、A類が40社、B類が14社となっている。香港資本を含む外国金融機関では、2017年10月にはHSBC（中国）がB類の資格と、外国金融機関としてパンダ債の引受資格を初めて取得している。2018年1月には、スタンダードチャータード銀行（中国）も、B類の資格とパンダ債の引受資格を取得している。また、主幹事以外の引受資格では、シティバンク（中国）、J.P.モルガン・チェース（中国）、BNPパリバ（中国）の3社が取得している。

なお、パンダ債について、2017年12月に日中両国で会計分野を担当する金融庁と財政部が、監査監督上の協力に関する書簡の交換を行い、同書簡を前提に、2018年1月に日本のメガバンク2行が、日本の発行体として初めて、中国国内でパンダ債を発行している¹¹。このケースでは、2行とも中国現地法人が主幹事に入っているが、あくまで中国人民銀行の個別認可であるために実現できたものと思われ、今後、自行以外のパンダ債の発行時の主幹事資格を取得するためには、今回の5項目合意で取り上げられたパンダ債の引受資格を取得する必要があるものと考えられる。

（2）債券決済代理人

債券決済代理人とは、銀行間債券市場で、他の市場参加者（金融機関や企業等）の委託を受け、債券の決済業務を行なう資格を有する預金取扱金融機関である。決済代理業務には、①委託者の名義を以って、委託者のために清算決済機関に債券寄託口座を開設すること、②委託者からの指示に基づき、委託者のために決済関連手続きを行なうこと、③債券の元利払いに関し、委託者のために関連事務を行うこと、が含まれる。

最新の2017年6月21日時点の債券決済代理人リストを見ると¹²、48行のうち、香港を含む外国金融機関は、HSBC（中国）、スタンダードチャータード銀行（中国）、BNPパリバ（中国）、ドイツ銀行（中国）、シティバンク（中国）の計5行となっている。

5. 日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請の審査促進

1) 金融業の対外開放を日系金融機関にも適用

5項目合意の一つとして取り上げられた日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請の審査促進は、前述の第4回日中ハイレベル経済対話で、既に日本政府から申し入れがなされていた項目でもある。同対話では、日本政府から中国政府に対し「証券・生保等の分野における日系金融機関の中国市場参入に対する支援」を要請しているが、5項目合意では、もう少し踏み込んだ表現となっている。これは、中国政府が進めている金融業の対外開放とも関係がある。

中国政府は、2017年11月の米中首脳会談で金融業への外資出資比率の規制緩和を公約

¹⁰ http://www.nafmii.org.cn/hygl/hygl/cxhy/201804/t20180417_68696.html

¹¹ 関根栄一「中国における日系発行体へのパンダ債（非居住者人民元建て債券）発行の解禁」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号参照。

¹² <http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147358/3287818/3294233/3330702/index.html>

し、証券業では、従来の外資出資上限の49%から51%への引き上げと3年後の上限撤廃とともに、業務範囲の拡大を容認する方針を打ち出している¹³。法令面では、2018年3月9日、証監会は、外資系証券会社に関する上記の方針を「外商投資証券会社管理弁法」に名称変更した上で草案を公表し、パブリックコメントを実施した¹⁴。続いて、同年4月28日、証監会は、パブリックコメントを反映した上記管理弁法を公布し（即日施行）¹⁵、外資からの申請受付を開始した。

2) 既に3社が申請書類を提出

管理弁法に基づき、外資の申請状況を証監会は以下のとおり説明している。第一のケースはUBSで、2018年5月2日、証監会は同社が出資する合弁証券会社の持分比率の引上申請書類を受理したことを明らかにした。第二のケースは野村ホールディングスで、同年5月8日、証監会は、持分51%での合弁証券会社の設立申請書類が提出されたことを明らかにした¹⁶。同社の申請書類は、同年7月3日に受理された。第三のケースはJ.P.モルガン・チェースで、同年5月10日、証監会は、香港子会社のJPモルガン・ブローキングの持分51%での合弁証券会社の設立申請書類が提出されたことを明らかにした¹⁷。まずは証監会から申請書類が受理されるかどうか重要である。

他に、生命保険業では、2018年5月23日、三井住友海上火災保険会社が、交通銀行傘下の交銀康聯人壽保險有限公司の持分37.5%を、豪州のコモンウェルス銀行の生命保険子会社・Colonial Mutual Life Assurance Society Limitedから取得することに合意したと発表した¹⁸。今後は、中国銀行保険監督管理委員会への申請・認可手続きに入っていくこととなる。

III. 中国政府の狙い

1. 人民元国際化を再度促進

今回の日中首脳会談での5項目合意は、日中両国の関係改善の流れにある一方、中国政府にも、これまで対象としてこなかった日本との金融協力を進める狙いがあるものと思われる。

一つ目は、貿易取引を対象に始まった計算単位・支払単位としての人民元建て決済への挺入れである。中国人民銀行の統計から四半期ごとの人民元建て貿易決済金額と、同金額の貿易総額に占める割合を計算すると、金額・割合ともに、ピークは2015年第3四半期(7

¹³ 関根栄一「金融業への外資出資比率の緩和と同時に株主管理を強化する中国政府の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号参照。

¹⁴ http://www.csrc.gov.cn/newsite/zjhxwfb/xwdd/201803/t20180309_335025.html

¹⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201804/t20180428_337509.htm

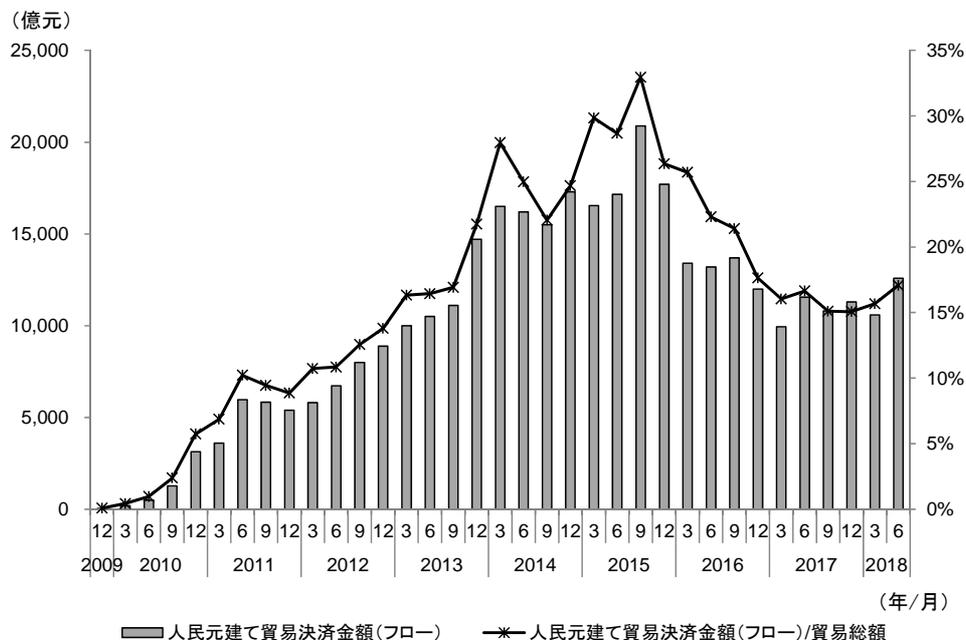
¹⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201805/t20180508_337916.html

¹⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201805/t20180510_338018.html

¹⁸ http://www.ms-ins.com/news/fy2018/pdf/0523_1.pdf

～9月)の2兆889億元、32.96%で、同期間以降は金額が減少し、2017年第1四半期(1～3月)には9,942億元と、半減するまでになった(図表3)。また、貿易総額に占める割合は、2017年第4四半期(10～12月)に15.07%にまで低下した。これは、人民元の国際通貨基金(IMF)の特別引出権(SDR)への採用に当たり実施した2015年8月11日の為替制度改革後に、市場参加者による貿易決済での人民元の利用が高まったものの、その後の為替レートの新たな指数の公表やレート算出方法の調整、資本流出規制により、市場参加者から、人民元建て決済の利用には為替相場の安定性や為替取引の予見可能性の点で問題があると見なされたことが原因ではないかと思われる。なお、最新時点の2018年第2四半期(4～6月)の人民元建て貿易決済金額は1兆2,584億元、貿易総額に占める割合は17.1%と、一時期に比べ、やや改善の兆しが見られる。

図表3 人民元建て貿易決済金額(フロー)



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

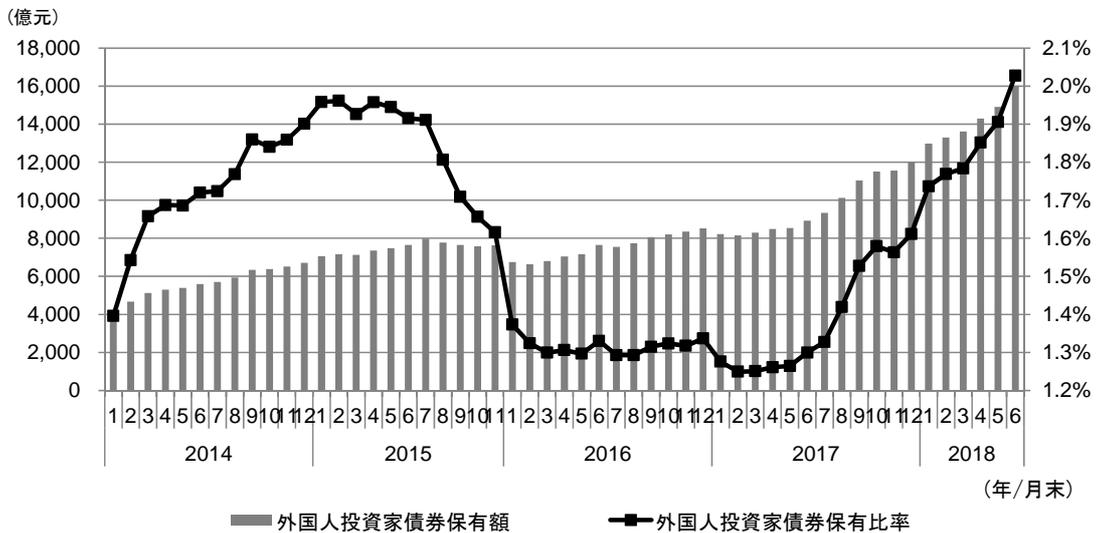
二つ目は、対内証券投資の促進である。人民元の IMF の SDR 構成通貨への採用を機に、人民元の価値保蔵手段としての外国人投資家の対内証券投資制度が拡充されてきている。債券市場では、2016年2月に海外機関投資家を対象に銀行間債券市場での運用規制が緩和され、登録制に移行し、運用枠も撤廃されている。また、2017年7月からは、香港経由、銀行間債券市場で売買を行なう債券通(ボンドコネクト)¹⁹が始まっている。株式市場では、2014年11月に始動した上海・香港ストックコネクトに加え、2016年11月からは深圳・

¹⁹ ボンドコネクトの制度設計については、関根栄一「中国・債券市場への新たな投資ルートの導入ーボンドコネクトの始動ー」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

香港ストックコネクトも始まっている²⁰。株式・債券のコネクトは、海外と直接・双方向・人民元建てで取引を行うことに特徴がある。

こうした制度創設の影響として、債券市場では、外国人投資家の保有金額が、2016年2月の上記運用規制の緩和以降、徐々に上昇している。2018年6月末時点の外国人投資家の債券保有金額は1兆6,029億元で、中国本土の債券発行残高79兆532億元のうち保有比率は2.03%に達している（図表4）。また、株式市場では、2015年夏の株価暴落と株価維持政策（PKO）を機に、外国人投資家の保有金額も比率も減少したものの、A株（人民元建て株式）のMSCIへの組入れ期待が生じた2017年から、保有金額・比率も上昇に転じている（図表5）。特に、同6月20日に、MSCIが、A株をMSCI新興市場指数とオールカンントリー・ワールド・インデックスに組入れると発表してからの上昇が著しい。同インデックスへのA株からの組入れは234銘柄で、構成比率は0.78%となる。また、組入れは2018年6月1日及び9月3日の2段階で行われるため、2018年は同インデックスの構成比率までA株への追加的な資金流入が続くことが予想される。2018年6月末時点の外国人投資家の株式保有金額は1兆2,752億元で、中国本土の株式時価総額50兆4,217億元のうち保有比率は2.53%に達している。

図表4 中国本土債券市場における外国人投資家の債券保有動向

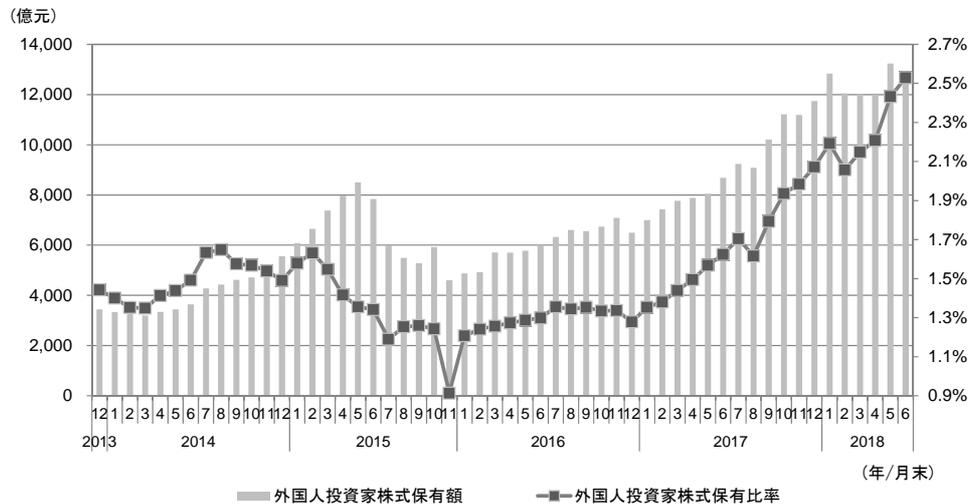


(注) 2015年12月末は n.a.

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成。

²⁰ ストックコネクトの制度設計については、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。

図表 5 中国本土株式市場における外国人投資家の株式保有動向



(注) 2015年12月末は n.a.

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

中国政府による日本への RQFII 運用枠の設定も、日本の機関投資家による中国本土への証券投資の増加予測に対応したものと考えられる。実際、財務省の統計（証券投資等残高（地域別））から、日本からの中国への債券投資残高の動きを見ると、2016 年末時点の 6,126 億円から、2017 年末時点では 9,163 億円と、前年比で 49.6% 増となっている。このうち、人民元建て債券投資残高は、2016 年末時点の 833 億円から、2017 年末時点では 2,354 億円と、前年比で 2.8 倍増となっている。また、日本から中国への（投資ファンド持分を含む）株式投資残高の動きを見ると、2016 年末時点の 1 兆 1,914 億円から、2017 年末時点では 1 兆 6,791 億円と、前年比で 40.9% 増となっている。このうち、人民元建て株式投資残高は、2016 年末時点の 1,569 億円から、2017 年末時点では 2,887 億円と、前年比で 1.8 倍増となっている。中国政府としても、貿易取引だけでなく、証券投資も含め、中国本土向け人民元建て決済の利便性の向上を目的に日本に人民元クリアリング銀行の設置を行ったものと考えられる。

日中首脳会談の後になるが、中国人民銀行は、2018 年の人民元クロスボーダー業務に関する内部のテレビ会議を開催した（5 月 7 日）²¹。この会議では、潘功勝副総裁が、①本国通貨の優先を堅持し、人民元のクロスボーダーでの使用を拡大すること²²、②資本取引の自由交換性を着実に推進すること、③為替レートの市場化改革に向けた基礎固めを行うこ

²¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3535078/index.html>

²² 2018 年 5 月 7 日からは、国内外の参加者のクロスボーダー人民元業務に資金清算・決済サービスを提供する金融インフラである人民元国際決済システム（CIPS）の第 2 期が全面的に稼働を開始している。第 2 期の運用では世界の金融市場の全営業時間をカバーすることとなる。

と、④マクロプルーデンス管理枠組みの改善を行うこと等に言及し、人民元クロスボーダー業務の政策を絶えず改善し、市場メカニズムを原動力として同業務を進める方向性を維持することを確認した²³。

2. 米国等主要国との金融協力のバランス確保

中国は、米オバマ前政権時代は戦略・経済対話（S&ED）で金融分野での協力を取り上げ、2017年のトランプ政権の発足後も、当初、両国政府が定めた「100日計画」で金融分野での協力を取り上げ、金融業の対外開放を実行している。

前者の2016年6月6日～7日に北京で開催された第8回S&EDでは、中国政府は米国にRQFII運用枠を設定することを公約し、その規模を香港に次ぐ2,500億元とした（前掲図表2）。同時に、中国政府は米国に人民元クリアリング銀行を設置することに同意し、2016年9月21日に中国銀行ニューヨーク支店を指定した。また、中国人民銀行は、2017年2月9日には、J.P.モルガン・チェースを、米国での人民元クリアリング銀行に指定した。外国資本の銀行を人民元クリアリング銀行に指定するのは、米国が初めてで、それだけ特別の配慮を中国政府が米国に示していることになる。

後者の2017年5月12日に米中両国政府が発表した「100日計画」の第1弾の10項目の一つでは、米国の金融機関2社に対し、中国市場での債券引受・決済ライセンスを付与することが合意された。銀行間債券市場での事業債の引受ライセンスについては、2017年2月にJ.P.モルガン・チェース（中国）が取得しており、これに加え同年7月にシティバンク（中国）も同ライセンスを取得したことで計2行となった。また、債券の決済ライセンスについては、2017年2月にシティバンク（中国）が銀行間債券市場での債券決済代理人となっており、これに加え同年7月にJ.P.モルガン・チェース（中国）も同代理人となり、計2行となった。

中国が欧州・アジア諸国と金融協力を進める中で、主要国では最後に残った日米両国のうち、米国との間では、人民元クリアリング銀行の設置、RQFII運用枠の付与に加え、債券業務のライセンスを米系金融機関に付与することとなり、主要国では日本及び日系金融機関のみが最後の対象となっていた。今回の日中首脳会談を経て、中国としても、米国、欧州、日本という主要な国際金融センターとの協力関係をバランスよく確保できたことになる。

²³ 国際銀行間通信協会（SWIFT）によれば、人民元の国際的な為替取引量のピークは2015年8月の世界第4位、シェアのピークも同年8月の2.79%となっている。2016年10月の人民元のIMFのSDR構成通貨への採用後は、順位もシェアも伸び悩んでいる人民元建て貿易決済の落ち込みを、クロスボーダー証券投資に関する決済で支えている構図が続いているものと思われる。

IV. 結びにかえて

主要国と同レベルの内容で合意した5項目合意は、今後、具体的な実施段階に入っていくこととなる。その過程で、日中両国の金融制度、管理監督、市場慣行の違いによっては、金融当局間での調整が発生する局面も想定されるだろう。前述の第4回日中ハイレベル経済対話では、日本政府から中国政府に対し「日中金融当局間の一層の連携強化」を要請している。中国人民銀行も前述の2018年5月11日の新華社電の中で、人民元と円は同じSDR構成通貨の中にあり、日中両国はアジア及び世界の重要な経済国でもあり、継続して金融協力を強化し、貿易・投資の利便性を促進し、日中及びアジア地域の経済発展を推進すべきであると述べている。また、同電の中で、中国人民銀行は、現在、中国は金融業の対外開放を拡大しており、これは日本の金融機関が中国の金融業の改革・開放の過程に積極的に参画することでもあり、中国の金融機関には日本との協力を深める広大な空間を提供することでもある、とも述べている。

日中金融協力に基づく合同作業部会は、2012年6月の第2回会合を最後に途絶えており、今後の再開に向けた動きも注目される。