

創設から 20 年目を迎えた中国本土のパンダ債市場 —2023 年から 3 年連続でサムライ債の発行金額超え—

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 中国本土において日本のサムライ債に相当する非居住者人民元建て債、いわゆる「パンダ債」は、2005 年の市場創設から 2025 年で 20 年目を迎えた。パンダ債の発行金額を見ると、2024 年は 1,948 億元（前年比 85.5%増）と過去最高水準を記録した。
2. また、パンダ債の発行金額を邦貨換算すると、2023 年から 2025 年まで、3 年連続でサムライ債の発行規模を上回っている。発行金額増加の背景には、米中金利差といった市場環境もあるが、発行体や資金使途、為替・送金規制を段階的に緩和し、発行制度の最適化を進めてきた要素も寄与しているとみられる。
3. パンダ債の発行体は、①アジア開発銀行（ADB）などの国際開発金融機関（第 1 号は 2005 年 10 月）から始まり、②外国政府（同 2015 年 12 月）、③海外金融機関（同 2015 年 9 月）、④海外事業会社（同 2014 年 3 月）へと多様化していった。発行体の構成銘柄は 2025 年末時点で、これらの 4 種類から成る海外発行体と、中国本土系の海外上場会社の「レッドチップ」に分類される。
4. パンダ債市場の発展の経過は、①始動期（2005～2015 年）、②人民元の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）構成通貨入りがきっかけとなった市場規模の拡大期（2016 年）、③不動産会社による発行を抑制したリスク管理強化期（2017～2019 年）、④新型コロナウイルス流行期間と重なるレッドチップ主導期（2020～2023 年）、⑤発行制度の更なる最適化を受けた市場規模の再拡大期（2024 年～）に大別される。
5. 近年の動きとして、2024 年 1 月に、発行市場の活性化や外国人投資家の呼び込みに向け、邦銀を含む外資系銀行へのパンダ債引受主幹事資格が新たに付与された。2025 年には米国の発行体が初めてパンダ債を発行し、海外発行体の割合も増加傾向にある。新開発銀行（NDB）を始めとするグローバルサウス系の国際開発金融機関・政府・企業によるパンダ債の発行事例も続いており、発行体の多様化の動向が今後も注視される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・関根栄一「中国における非居住者人民元建債券（パンダ債）市場の現状と課題」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号。
- ・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。

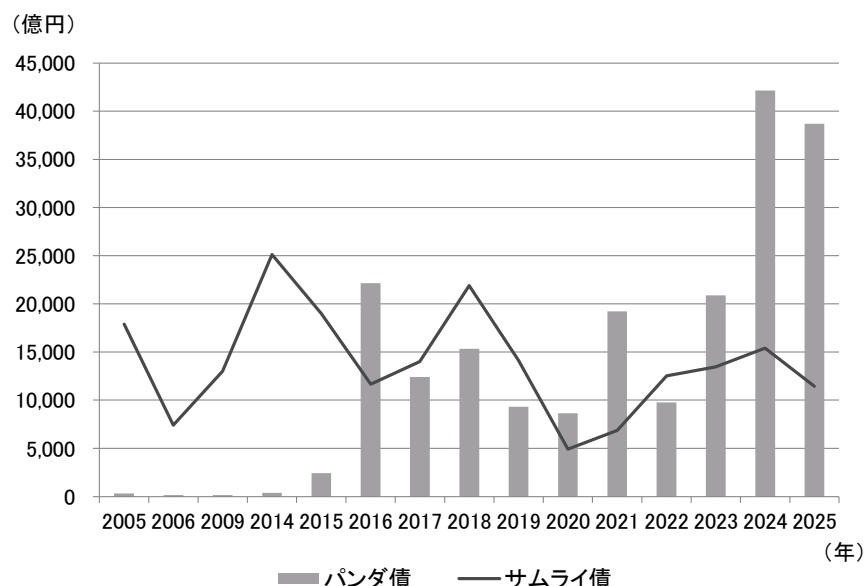
I 2024年は過去最高の発行金額を記録

中国本土（オンショア）において日本のサムライ債に相当する非居住者人民元建て債、いわゆる「パンダ債」の発行金額が、2024年は1,948億元（前年比85.5%増）と過去最高を記録した。2025年に入っても、発行金額の伸びは続いており、通年で1,733億元と、前年比11.0%減ではあるが、それでも過去2番目の発行水準となっている。

この発行金額を邦貨換算して比較すると、サムライ債とパンダ債の発行金額は、それぞれ、2023年は1兆3,451億円に対し2兆881億円、2024年は1兆5,411億円に対し4兆2,134億円、2025年は1兆1,444億円に対し3兆8,686億円と、3年連続でパンダ債がサムライ債の発行規模を上回っている（図表1）。日本でサムライ債市場が創設されたのは1970年で、国際開発金融機関としてのアジア開発銀行（ADB）が発行して以来、2025年で55年の歴史を有する。一方、中国でパンダ債市場が創設されたのは2005年で、ADBと世界銀行グループの国際金融公社（IFC）がそれぞれ初回債を発行して以来、2025年ちょうど20年目を迎えた。

2025年に入り、オンショアだけでなく、香港を含む中国本土外（オフショア）でも人民元建て起債や融資が拡大している。その背景として、①米国のインフレ抑制のための利上げと中国のデフレ阻止のための利下げにより、人民元の調達コストが下がった点、②地政学的な緊張や関税が貿易の地域化を加速させ、人民元建て資金調達の需要を押し上げて

図表1 パンダ債の発行金額の推移（サムライ債との比較）



- (注) 1. 2007年、2008年、2010～2013年はパンダ債の発行実績なし。
 2. 2025年のパンダ債発行金額は中国人民銀行の統計に基づく。
 3. サムライ債の発行金額は日本証券業協会の統計に基づく。
 4. パンダ債発行金額の邦貨金額は、各年末時点または該当月末時点の
 国家外国為替管理局の為替レートで換算。

(出所) Wind 資訊、中国人民銀行、日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

いる点、について指摘がある¹。前者の国際的な金利差という市場環境を活かせるようになったのも、中国本土での資本移動の自由に制限がある中で、パンダ債市場が、当初は発行体を国際開発金融機関に絞り込み、資金使途も中国本土に限定して始まったものの、段階的に発行体を外国政府や海外金融機関・事業会社に拡大し、併せて為替・送金規制を緩和してきたように、発行制度の最適化を進めてきたためと言える。

本稿では、まずパンダ債市場の直近の2024年及び2025年（1～11月が対象）の銘柄構成を確認し、次にパンダ市場創設後の規制緩和がどのように行われてきたかを振り返り、最後に2026年から始まる第15次5ヵ年計画（～2030年）でどのような変化があり得るのかを見ていく。後述の通り、グローバルサウス諸国によるパンダ債発行が続く可能性がある。

II 多様化したパンダ債の発行体の顔ぶれ

1. パンダ債の発行体は4種類に区分

2024年7月5日に中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）²が公表した「パンダ債商品ハンドブック」³、及び2025年11月7日にS&Pグローバルの中国現地法人（標普信用評級〔中国〕有限公司）が公表した「制度・市場主導でパンダ債市場の拡大が新たな段階に突入」と題したレポート（以下、S&Pレポート）⁴によると、2005年から段階的に多様化してきたパンダ債の発行体は、以下の4つの種類から構成される（図表2）。

1つ目が国際開発金融機関であり、発行体第1号として、前述の通り、2005年10月のADBやIFCが挙げられる。

2つ目が外国政府であり、発行体第1号として、2015年12月の韓国政府が挙げられる。

図表2 パンダ債の発行体の種類

発行体の種類	実績(第1号)	中国本土での分類	発行・流通市場	登録または審査機関
国際開発金融機関(MDBs)	2005年10月	国際金融公社(IFC)	銀行間債券市場	中国銀行間市場交易商協会への登録(制度創設当初は中国政府による審査・認可)
		アジア開発銀行(ADB)		
外国政府	2015年12月	韓国政府	銀行間債券市場	中国銀行間市場交易商協会への登録(制度創設当初は中国政府による審査・認可)
	2016年1月	カナダ・ブリティッシュコロンビア州政府		
海外金融機関	2015年9月	中国銀行(香港)	銀行間債券市場	中国人民銀行による審査・認可
		HSBC(香港)		
海外事業会社	2014年3月	独タイムラー	銀行間債券市場	中国銀行間市場交易商協会への登録
	2015年11月	招商局集団(香港)	証券取引所市場	証券取引所による審査後、中国証券監督管理委員会に登録

(出所) 中国銀行間市場交易商協会及び標普信用評級(中国)有限公司より野村資本市場研究所作成

¹ 「焦点：人民元国際化に低金利の追い風、起債や融資が拡大」『ロイター』2025年12月22日。

² 中国の債券市場は、中国銀行間債券市場と証券取引所債券市場の2つの市場から成る。そのうち、前者の自主規制機関がNAFMII（全称はThe National Association of Financial Market Institutional Investors）となる。

³ 中国銀行間市場交易商協会「交易商協会发布双语版《熊猫债产品手册》」2024年7月5日。

⁴ 標普信用評級(中国)有限公司「制度与市场驱动熊猫债扩容进入新阶段」2025年11月7日。

3つ目が海外金融機関であり、発行体第1号として、2015年9月の中国銀行やHSBCの各香港法人が挙げられる。

4つ目が海外事業会社であり、発行体第1号として、2014年3月の独自自動車大手ダイムラー（当時、2022年2月1日付でメルセデス・ベンツグループに社名変更）が挙げられる。海外事業会社が発行するパンダ債は、NAFMIIが設定している「非金融企業が発行する債務調達ツール」との規制枠組みの下で発行される。他に、中国本土以外の地域、例えば香港で登録・設立され上場しているものの、中国本土の政府・法人が支配権を有する会社である「レッドチップ」として、2015年11月に招商局集団（香港）が中国本土の証券取引所でパンダ債を発行している。このパンダ債は、証券取引所で発行される上場会社債（中国語で「公司債」）の法的形式を採っている。

2. 過去最高金額を記録した2024年以降の海外発行体の顔ぶれ

1) 海外発行体の割合が上昇基調

前述のS&Pレポートに基づく、発行体数別内訳（2020年～2025年10月）は、ノンバンクが全体の20%、銀行が同19%、環境サービス・ユーティリティが同16%を占めている。

また、発行体の銘柄構成のうち、2024年はレッドチップが全体の55%、海外発行体が同32%を占めている。後者の海外発行体は、国際開発金融機関、外国政府、海外金融機関、海外事業会社から成る。近年の海外発行体の割合は、2023年の27%から、2025年（10月まで）には39%に上昇しており、S&Pとしても、海外発行体の割合が上昇基調にあるとの見方を示している。

2) 欧米系のうち2025年は米国の発行体が初めてパンダ債を発行

2024年以降の海外発行体の個別銘柄を見ていくと、欧米系の発行体のうち、まず銀行では、2025年7月、米国の発行体として初めて、モルガン・スタンレーがパンダ債（20億元、期間5年、表面利率1.98%）を私募形式で発行している（図表3）。その他の欧米系銀行では、仏クレディ・アグリコル、ドイツ銀行、カナダ・ナショナル銀行、英バークレイズ銀行といった発行体の顔ぶれもある。これらの銀行は、中国本土でも金融ビジネスを行っており、親会社がパンダ債で調達した人民元資金を、中国本土の現地法人に、例えば親子ローンの形式で資金投入しているものと考えられる。

また、欧州系銀行が発行するパンダ債では、中国本土の自行の現地法人が主幹事に入るケースもある。銀行間債券市場での引受主幹事資格は、①全ての債券を対象としたタイプAと、②パンダ債を対象としたタイプBから構成される。このうち、前者のタイプAについて、2024年1月、NAFMIIは、仏クレディ・アグリコル、HSBC、スタンダード・チャータード銀行の3行の各現地法人に新たに資格を付与した⁵。

⁵ 「中国、外資系6行に債券引受主幹事ライセンス付与 みずほ銀など」『ロイター』2024年1月19日。

タイプ A の資格はこれまでドイツ銀行と BNP パリバの 2 行のみが有していた。後者タイプ B については、NAFMII は同じタイミングで、JP モルガン、みずほ銀行、三菱 UFJ 銀行の 3 行の各現地法人に資格を付与した。図表 3 の通り、2024 年以降の海外発行体のパンダ債の引受主幹事に邦銀が入っているのには、かかる中国当局による外資系銀行の引受主幹事資格の拡大政策があり、より多くの海外発行体をパンダ債市場に呼び込む狙いが見て取れる。

次に欧州の事業会社では、ドイツの化学会社（BASF、バイエル）や自動車会社（BMW、メルセデス・ベンツグループ、フォルクスワーゲン〔VW〕・グループ）傘下のファイナンスカンパニーがパンダ債市場を活用している。調達資金は、中国本土の現地法人向けに、親子ローンの形式で充当しているものと思われる。また、引受主幹事には、ドイツやフランスの銀行の中国現地法人が入っているケースもある。

図表3 パンダ債の発行実績（2024年及び2025年1～11月）

種類	発行体	発行額 (億元)	発行時期	期間 (年)	表面 利率	主幹事数 (行/社)	うち外資系及び香港・台湾系
欧米系 銀行	ドイツ銀行	30	2024年4月	2	2.59%	15	ドイツ銀行(中国)、富邦華一銀行、DBS銀行(中国)、東亜銀行(中国)、仏クレディ・アグリコルCIB(中国)、中徳証券
	仏クレディ・アグリコル	25	2024年4月	3	2.58%	10	仏クレディ・アグリコルCIB(中国)、富邦華一銀行、ドイツ銀行(中国)、DBS銀行(中国)
	ドイツ銀行	30	2024年6月	2	2.27%	15	ドイツ銀行(中国)、富邦華一銀行、DBS銀行(中国)、三井住友銀行(中国)、スタンダードチャータード銀行(中国)、仏クレディ・アグリコルCIB(中国)、中徳証券
	カナダ・ナショナル銀行	35	2024年6月	3	2.34%	7	ドイツ銀行(中国)、DBS銀行(中国)
	仏クレディ・アグリコル	10	2024年7月	5	2.37%	13	仏クレディ・アグリコルCIB(中国)、三井住友銀行(中国)、DBS銀行(中国)、ドイツ銀行(中国)、富邦華一銀行
	仏クレディ・アグリコル	35	2024年7月	3	2.21%	13	仏クレディ・アグリコルCIB(中国)、三井住友銀行(中国)、DBS銀行(中国)、ドイツ銀行(中国)、富邦華一銀行
	カナダ・ナショナル銀行	50	2024年7月	2	2.13%	7	スタンダードチャータード銀行(中国)、ドイツ銀行(中国)、DBS銀行(中国)
	モルガン・スタンレー	20	2025年7月	5	1.98%	8	無し
	モルガン・スタンレー	20	2025年10月	5	2.09%	8	無し
	英パークレイズ銀行	10	2025年11月	5	2.05%	10	DBS銀行(中国)、富邦華一銀行
英パークレイズ銀行	10	2025年11月	3	1.95%	10	DBS銀行(中国)、富邦華一銀行	
欧州系 事業会社	独BASF	20	2024年6月	3	2.39%	2	HSBC(中国)
	独BMW・チャイナ・キャピタル	15	2024年6月	3	2.29%	2	無し
	独BMW・チャイナ・キャピタル	20	2024年6月	2	2.10%	2	無し
	独バイエル	20	2024年6月	2	2.20%	2	HSBC(中国)
	メルセデス・ベンツ・インターナショナル・ファイナンス	10	2024年9月	5	2.36%	4	スタンダードチャータード銀行(中国)、ドイツ銀行(中国)
	メルセデス・ベンツ・インターナショナル・ファイナンス	20	2024年9月	3	2.23%	4	スタンダードチャータード銀行(中国)、ドイツ銀行(中国)
	独BMW・チャイナ・キャピタル	15	2024年10月	3	2.32%	4	スタンダードチャータード銀行(中国)、ドイツ銀行(中国)
	独BMW・チャイナ・キャピタル	20	2024年10月	1	2.13%	4	スタンダードチャータード銀行(中国)、ドイツ銀行(中国)
	メルセデス・ベンツ・インターナショナル・ファイナンス	20	2025年1月	3	1.90%	4	ドイツ銀行(中国)
	独バイエル	20	2025年1月	3	2.40%	2	HSBC(中国)
	独VW・インターナショナル・ファイナンス	25	2025年5月	2	2.00%	3	HSBC(中国)
	独BASF	10	2025年6月	5	2.28%	2	ドイツ銀行(中国)
	独BASF	20	2025年6月	3	2.03%	2	ドイツ銀行(中国)
	メルセデス・ベンツ・インターナショナル・ファイナンス	5	2025年7月	5	2.09%	5	ドイツ銀行(中国)、中国国際金融、仏クレディ・アグリコルCIB(中国)
	メルセデス・ベンツ・インターナショナル・ファイナンス	25	2025年7月	3	1.93%	5	ドイツ銀行(中国)、中国国際金融、仏クレディ・アグリコルCIB(中国)
	独バイエル	10	2025年7月	5	2.23%	2	HSBC(中国)
	独バイエル	10	2025年7月	3	1.98%	2	HSBC(中国)
	独BMW・チャイナ・キャピタル	15	2025年7月	3	1.88%	4	ドイツ銀行(中国)、HSBC(中国)
	独BMW・チャイナ・キャピタル	20	2025年7月	1	1.73%	4	ドイツ銀行(中国)、HSBC(中国)
	独BMW・チャイナ・キャピタル	15	2025年10月	2	2.06%	4	スタンダードチャータード銀行(中国)、三菱東京UFJ銀行(中国)
独BMW・チャイナ・キャピタル	15	2025年10月	1	1.80%	4	スタンダードチャータード銀行(中国)、三菱東京UFJ銀行(中国)	
独VW・インターナショナル・ファイナンス	10	2025年11月	3	2.10%	4	HSBC(中国)	
独VW・インターナショナル・ファイナンス	20	2025年11月	2	2.00%	4	HSBC(中国)	
アジア系 銀行	UOB(シンガポール)	50	2024年10月	3	2.30%	11	ドイツ銀行(中国)、富邦華一銀行、スタンダードチャータード銀行(中国)、三井住友銀行(中国)
	HSBC(香港)	45	2024年11月	3	2.15%	17	HSBC(中国)、DBS銀行(中国)、富邦華一銀行、OCBC銀行、三井住友銀行(中国)
	CIMB銀行(マレーシア)	30	2025年10月	3	2.18%	11	HSBC(中国)、DBS銀行(中国)、三菱東京UFJ銀行(中国)、三井住友銀行(中国)、OCBC銀行、BNPパリバ(中国)、みずほ銀行(中国)
新興国	ハンガリー政府	10	2025年7月	5	2.90%	4	無し
	ハンガリー政府	40	2025年7月	3	2.50%	4	無し
	スザーノ・インターナショナル・ファイナンス(ブラジル)	12	2024年11月	3	2.80%	3	HSBC(中国)
	アフリカ輸出入銀行(Afreximbank)	22	2025年3月	3	2.99%	3	無し
	アラブ首長国連邦シャルジャ首長国	20	2025年10月	3	2.70%	8	仏クレディ・アグリコルCIB(中国)、JPモルガン・チェース銀行(中国)
グローバル サウス	スザーノ・インターナショナル・ファイナンス(ブラジル)	1	2025年10月	5	2.90%	6	BNPパリバ(中国)、HSBC(中国)
	スザーノ・インターナショナル・ファイナンス(ブラジル)	13	2025年10月	3	2.55%	6	BNPパリバ(中国)、HSBC(中国)
	新開発銀行(NDB)	60	2024年1月	5	2.66%	7	DBS銀行(中国)
	新開発銀行(NDB)	80	2024年7月	3	2.03%	8	DBS銀行(中国)、スタンダードチャータード銀行(中国)
新開発銀行 (NDB)	新開発銀行(NDB)	60	2025年1月	5	1.70%	7	無し
	新開発銀行(NDB)	70	2025年4月	3	1.82%	5	無し
	新開発銀行(NDB)	70	2025年8月	3	1.88%	10	DBS銀行(中国)、中国国際金融

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

3) グローバルサウスや「一帯一路」沿線国の発行体もパンダ債を活用

欧米系の個別銘柄に続き、それ以外の海外発行体の個別銘柄を見ると、南半球に位置するアジアやアフリカ、中南米の新興国・途上国であるグローバルサウスの発行体がパンダ債を活用している事例が指摘できる（前掲図表3）。

第1に、2025年3月、アフリカ輸出入銀行（Afreximbank）が初めてパンダ債（22億元、期間3年、表面利率2.99%）を発行している。同行は、アフリカ域内外の貿易促進・拡大を業務上の任務として1993年に設立された国際開発金融機関である。今回の調達資金のうち、2割以下が中国本土で人民元のまま充当される。また、残り8割超が（交換後の）外貨または人民元のまま主にアフリカ諸国で、各国の貿易資金や、中国－アフリカ間の経済・貿易協力分野で充当されると言う⁶。他のアフリカ系発行体では、2023年10月、エジプト政府が総額35億元の3年物パンダ債を発行している。また、その際に、アフリカ開発銀行と（北京市に本部を置く国際開発金融機関としての）アジアインフラ開発銀行（AIIB）が部分的にエジプト政府債に信用保証を提供し、中国本土の債券発行市場へのアクセスを支援している⁷。

第2に、グローバルサウスの個別国や個別企業では、アラブ首長国連邦シャルジャ首長国政府や、ブラジルの製紙製造・販売会社であるスザーノの財務子会社の発行事例がある。

第3に、上海市に本部を置き、中国、ロシア、ブラジル、インド、南アフリカ共和国が2014年に共同出資して設立した国際開発金融機関である新開発銀行（NDB）のパンダ債発行事例がある。同行は、2025年4月の起債（70億元、期間3年、表面利率1.82%）で、パンダ債市場において累計発行金額が685億元と最大の発行体になった。同行は、上記の原加盟国に加え、新規加盟国（バングラデシュ、アラブ首長国連邦、エジプト）にも投融資を行っており、パンダ債の発行で調達した資金は中国本土外に送金され、グローバルサウスにも属するこれら加盟国への投融資の原資となっている。

他に、中国政府が提唱する広域経済圏「一帯一路」構想に参加している新興国によるパンダ債の発行事例もある。代表例として、ハンガリー政府の2025年7月のパンダ債発行が挙げられる。調達した資金は中国本土外に送金され、ユーロに交換し用いられる。ハンガリーは、2015年にEU加盟国として初めて「一帯一路」構想に参加した国で、2017年に初めてパンダ債を発行している。

⁶ 標普評級（中国）有限公司「制度与市场驱动熊猫债扩容进入新阶段」2025年11月7日（14頁）より。なお、アフリカ輸出入銀行は、2025年11月28日に第2回サムライ債の発行で総額818億円を調達し、上海市場と東京市場との間でバランスを取りながら資金調達を行っている。

⁷ 日本貿易振興機構「パンダ債とサムライ債を相次いで発行、外貨調達の多様化を図る」『ビジネス短信』2023年11月7日。

Ⅲ パンダ債の発行制度に関する規制緩和の経緯

2024年以降の海外発行体によるパンダ債活用の背景には、前述の通り、発行体の拡大や資金使途等が段階的に規制緩和されてきたことがある。S&Pレポートの時代区分を用いながら規制緩和の経過を整理すると、以下の通りとなる

1. 始動期（2005～2015年）

1) 国際開発金融機関のみを発行体の対象にしたルールの制定（2005年、2010年）

パンダ債に関する制度設計は、最初は、国際開発金融機関を対象にしたルール制定から始まった（図表4）。2005年2月、財政部、中国人民銀行、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会は「国際開発金融機関の人民元建て債券発行管理暫定弁法」⁸を制定し、財政部が発行体の申請窓口となり、各関係部門が審査をした上で、国務院（内閣）の同意を得て発行されることとされた。同年10月には前述の通りADBとIFCの起債が実現した。なお、同弁法に基づく発行条件では、①信用格付けは2社以上から取得し、うち1社は中国国内の格付け会社によるものであること、②調達資金は中国本土のプロジェクトに対して中長期の設備投資向け貸付または資本金に充当されること、③財務諸表は中国企業会計準則（国際会計基準に準拠）と同等と認めた場合を除き、中国の会計基準に従って作成すること、④調達した資金の使途は中国本土に限定され、外貨交換後の対外送金を禁止すること、といった制約が課せられていた。

その後、2010年9月には、同法が改正され、国際開発金融機関に加え、外国政府も発行体に加えられた。併せて、為替・送金面では、①調達した人民元を海外に送金して使用する場合は中国人民銀行の定める規定に従うこと、②調達した人民元を外貨に交換して海外で使用する場合は、資金使途を説明して国家外為管理局の認可を取得し、定期的に報告すること、とされ、条件付きながら、規制緩和が行われた。

⁸ 「弁法」は、行政上の「規則」に相当するもの。

図表4 パンダ債に関する制度創設及び規制緩和の経緯

時代区分	公布年月	概要	法的根拠	制定機関
始動期 (2005～2015年)	2005年2月	国際開発金融機関にパンダ債発行を認可	「国際開発金融機関の人民元建て債券発行管理暫定弁法」	財政部、中国人民銀行、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会
		調達資金は国内プロジェクトに限定		
	2010年9月	発行体に主権国家(ソブリン)を追加 調達資金を外貨に交換して海外に送金することを条件付きで認可	「国際開発金融機関の人民元建て債券発行管理暫定弁法」の改正	中国人民銀行、財政部、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会
市場規模の 拡大期 (2016年)	2014年12月	海外事業会社がパンダ債発行を通じて調達した人民元の越境決済業務専用口座の開設を規定 調達資金の海外送金等の規定も設定	「海外機関の中国本土で発行する人民元債務調達ツールの越境人民元決済に関する事項の通知」	中国人民銀行
	2016年4月	海外の親会社(テスト指定)がパンダ債を発行して調達した資金を現地子会社に貸し付ける際、越境融資リスクウェイト残高の計算から控除	「中国人民銀行による越境融資全ルートのマクロブルーデンス管理テストの拡大に関する通知」	中国人民銀行
リスク管理 強化期 (2017～2019年)	2016年12月	海外機関のパンダ債発行に関する越境人民元決済業務に関する口座開設、移転・送金、報告内容等の事項を規定	「海外機関の中国本土で発行する人民元建て債券の越境人民元決済業務に関する事項の通知」	中国人民銀行
	2018年9月	パンダ債発行に関する中国人民銀行、財政部、国家外為管理局、中国銀行間市場交易商協会の各担当(局に相当)職責に関する管理監督の枠組みを整備	「全国銀行間債券市場における海外機関の債券発行管理暫定弁法」	中国人民銀行、財政部
レッドチップ 主導期 (2020～2023年)	2019年1月	海外事業会社の銀行間債券市場でのパンダ債の発行登録手続き、必要な登録書類、調達資金の使途、情報開示等の事項を明確化	「海外非金融企業の債務調達ツール手引き(試行版)」	中国銀行間市場交易商協会
	2020年9月	市場を成熟ボードと基礎ボードに分け、前者に属する海外事業会社は統一的な登録手続きを享受でき、登録時の審査期間を短縮すること等が可能	「海外非金融企業の債務調達ツールの階層分類管理規則」	中国銀行間市場交易商協会
	2022年12月	口座開設、統計など銀行間債券市場及び証券取引所市場の要件を統一	「海外機関による中国本土発行債券の資金管理事項に関する通知」	中国人民銀行、国家外為管理局
		中国本土金融機関を通じた為替リスク管理を明確化 調達資金の海外送金・海外使用も可能と明記		
2023年10月	海外事業会社のパンダ債発行に対する情報開示基準及びリスク管理を統一	「海外非金融機関債務調達ツールの業務手引き」	中国銀行間市場交易商協会	
市場規模の 再拡大期 (2024年～)	2024年1月	外国政府及び国際開発金融機関の銀行間債券市場でのパンダ債発行に関する登録手続き、情報開示、資金使途管理を明確化	「外国政府類機関及び国際開発金融機関の債券業務手引き」	中国銀行間市場交易商協会
	2025年2月	グリーンパンダ債の発行登録及び発行手続きを簡素化等	「銀行間債券市場での海外機関のグリーン債券発行制度を更に最適化するための事項に関する通知」	中国銀行間市場交易商協会
	2025年7月	外商投資企業の再投資に必要な親子ローン、パンダ債発行資金に関し、管理手続きを最適化し、優先審査制度を適用	「外商投資企業の中国本土での再投資を奨励・実施するための事項に関する通知」	国家発展改革委員会、商務部、財政部、中国人民銀行、国家外為管理局他

(出所) 中国人民銀行、NAFMII 等より野村資本市場研究所作成

2) 海外事業会社のパンダ債発行のルールを制定(2014年)

2005年のパンダ債市場の創設後、中国本土では2009年より人民元建て貿易決済が解禁され、海外の金融機関が保有する人民元の運用手段の開拓も課題となっていた。そのため、中国政府はパンダ債の発行体の拡大と銘柄数の増加を進め始めた。その第1号が独ダイムラーで、2014年3月にNAFMIIの人民元債務調達ツールのフォーマットを使う形での登録方式でパンダ債が発行された(前掲図表2参照)。

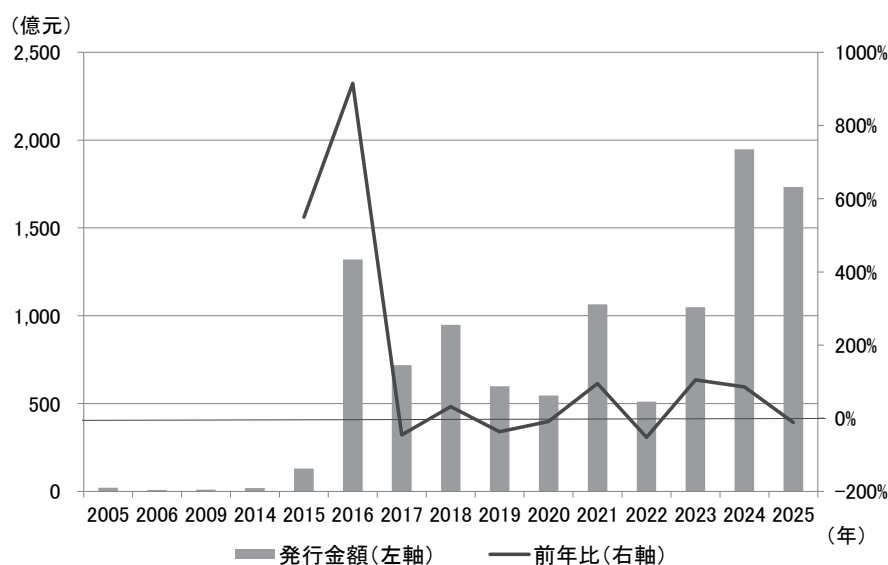
海外事業会社のパンダ債発行については、その後同年12月、中国人民銀行は「海外機関の中国本土で発行する人民元債務調達ツールの越境人民元決済に関する事項の通知」を公表し、海外事業会社がパンダ債発行を通じて調達した人民元の越境決済業務専用口座の開設を規定するとともに、調達資金の海外送金等の規定も設けた。

3) 国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）への人民元の採用もドライブ要因

2015年は、秋に向け、5年に1回の国際通貨基金（IMF）の特別引き出し権（Special Drawing Right、略称 SDR⁹）の構成通貨の見直しが行われた。ある通貨が SDR 構成通貨に採用されるためには、①過去5年間の財とサービスの輸出額が多い加盟国によって発行されていること、②「自由利用可能通貨（Freely Usable Currencies）」であること、が IMF によってそれぞれ認定されることが条件となっている。中国政府は、人民元が SDR の構成通貨に採用されるようにするために、人民元建て資本取引規制の緩和を進め始めた¹⁰。

緩和策のうち、パンダ債の発行体の拡大では、前掲図表 2 の通り、海外金融機関（HSBC や中国銀行の各香港法人）や外国政府（韓国政府）、レッドチップ（招商局集団〔香港〕）にも発行体が拡大された。この結果、パンダ債の発行金額は、2014年の20億元から、2015年には130億元と前年比で6.5倍に拡大した（図表5）。人民元の SDR 構成通貨採用は、2015年11月13日、IMF より発表された。

図表5 パンダ債の発行金額の推移（人民元建て統計）



(注) 1. 2007年、2008年、2010～2013年はパンダ債の発行実績なし。前年比は2015年からの数値。

2. 2025年のパンダ債発行金額は中国人民銀行の統計に基づく。

(出所) Wind 資訊、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

⁹ SDR とは、1969年の第1次 IMF 協定改正により発足した制度で、「通貨提供請求権」として、準備資産の機能を有している。2010年時点での SDR の通貨バスケットの構成比は、米ドルが 41.9%、ユーロが 37.4%、英ポンドが 11.3%、日本円が 9.4%と決定された。2026年1月時点では、米ドルが 43.38%、ユーロが 29.31%、人民元が 12.28%、日本円が 7.59%、英ポンドが 7.59%となっている。

¹⁰ 関根栄一「IMF の特別引出権（SDR）への人民元の採用の意味と今後の焦点」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号。

2. 市場規模の拡大期（2016年）

2016年に入ると、海外事業会社によるパンダ債の発行を促進するため、調達した資金を現地子会社に貸し付ける際（いわゆる親子ローン）、子会社の対外借入枠の指標から同ローンの残高を控除する措置を発表した。同控除措置によって、海外事業会社が、パンダ債を発行するインセンティブを高めようとした。

また、パンダ債発行に伴う調達資金について、海外に移転・送金する場合や、報告内容に関する細則も定め、発行体にとって調達資金の用途の自由度を高める最適化を行った。

かかる規制の最適化により、パンダ債の発行金額は、2015年の130億元から、2016年は1,320億元と、前年比で約10倍に増加した。なお、2016年7月には、2015年12月に中国人民銀行が設定した環境関連のガイドラインに基づき、NDBがグリーンパンダ債をパンダ債市場で初めて発行している。

3. リスク管理強化期（2017～2019年）

1) 発行体が「一帯一路」沿線国・地域にも拡大

2017年以降は、中国本土の金融セクターの脱レバレッジの動きや、米国の利上げ等の影響を受け、パンダ債の発行コストが上昇した。その一方、2015年3月28日に国家発展改革委員会・外交部・商務部が公表した「一帯一路」構想のアクションプランで、沿線国の政府や信用力の高い企業・金融機関が中国国内で人民元建て債券を発行することを支援するとして、この方針を受け、同年3月に、ロシアのアルミニウム大手であるUCルサルが、「一帯一路」の沿線国・地域の発行体として初めて、上海証券取引所でパンダ債を発行した。2017年は他に、メイバンク（マレーシア最大の銀行）、（前述の通り）ハンガリー政府も、「一帯一路」沿線国政府や企業の発行体としてパンダ債を発行した。

2) 邦銀も初めてパンダ債を発行

日本のメガバンク2行（みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行）が2018年1月16日、日本の発行体として、中国本土で初めてパンダ債を発行した。この日系発行体による初のパンダ債発行は、前年の2017年12月22日、中国の財政部、日本の金融庁と中国本土での日本の発行体にパンダ債の会計面での情報交換協定を締結し、事前に監査監督上の協力枠組みを構築することによって実現したものである。

3) パンダ債に関する多様な発行体を見据えた包括的なルール整備

発行体が多様化する中で、中国人民銀行は財政部と共同で、2018年9月に「全国銀行間債券市場における海外機関の債券発行管理暫定弁法」（以下、新弁法）を公布し、2010年9月の前述の管理暫定弁法は廃止された。

新弁法では、①海外金融機関の銀行間債券市場でのパンダ債発行は中国人民銀行による審査・認可を受けなければならないこと、②国際開発金融機関、外国政府、海外事業会社等のパンダ債発行はNAFMIIに対して登録をしなければならないこと、として、それぞれの申請手順等を定めた。

続いて、NAFMIIは、2019年1月に「海外非金融企業の債務調達ツール手引き（試行版）」を公布し、海外事業会社の銀行間債券市場でのパンダ債の発行登録手続き、必要な登録書類、調達資金の使途、情報開示等の事項を明確にした。この手引きは、中国本土の不動産会社が中国本土外に設立した子会社や別会社を通じてパンダ債を発行し、中国本土での不動産事業に充てるようなやり方にブレーキをかけ、不動産市場の過熱に歯止めをかける狙いがあったとも思われる。この間、パンダ債の発行金額は、2017年の719億元から、2018年には949億元に増加したものの、2019年には598億元と前年比36.9%減になった。

一方、このリスク強化管理期にあっても、S&Pレポートは、「海外金融機関や海外事業会社の中国子会社が活発に活動を始め、人民元調達を通じて経営の現地化を支援するようになり、海外系発行体の割合が高まった」と指摘している。パンダ債の発行体構成のうち、レッドチップと海外発行体の構成は、2018年が52%：34%だったのに対し、2019年は38%：52%に逆転している。

4. レッドチップ主導期（2020～2023年）

1) 発行体の構成比でレッドチップが再逆転

S&Pレポートは、2020年に入ってから2023年までの期間の特徴について、世界的な金融緩和から引き締めへの転換、地政学的緊張、人民元為替レートの変動幅上昇などの外部環境の影響を受け¹¹、海外発行体のパンダ債発行意欲が弱まり、再びレッドチップが主導するようになったと分析している。2022年の発行体の構成は、レッドチップが全体の65%、海外発行体が30%となっている。

なお、2020年6月、三井住友銀行が邦銀として3行目のパンダ債を発行している。2020年は新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）が流行し始めた年ではあるが、流行当初の短期間での封じ込めに中国政府が成果を上げ、市場参加者から景気回復への期待が高まる機会をとらえた起債であったとも言えよう。

2) 海外送金・海外使用に関する規定の明記

同時期は、新型コロナが流行したタイミングだったこともあり、海外事業会社を通じて実体経済を支えられるよう、海外発行体がパンダ債を発行しやすいような制度の最適化が中国当局や自主規制機関によって進められた。

¹¹ 新型コロナウイルスの世界的な流行や、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻といった具体的なイベント名は明記していない。

第1に、NAFMIIは2020年9月、「海外非金融企業の債務調達ツールの階層分類管理規則」を公布し、一定の要件を満たした優良と見なす海外事業会社のパンダ債発行の登録時の審査期間の短縮等を図った。

第2に、中国人民銀行と国家外為管理局は2022年12月、「海外機関による中国本土発行債券の資金管理事項に関する通知」を公布し、①口座開設、統計など銀行間債券市場及び証券取引所市場の要件を統一し、②中国本土金融機関を通じた為替リスク管理を明確にし、③調達資金の海外送金・海外使用も可能と明記した。これらのうち、海外送金・海外使用に関する規定の明記は、海外発行体に対し、パンダ債市場利用への前向きなシグナルを送ったものとS&Pレポートは評価している。

第3に、2023年10月、NAFMIIは「海外非金融機関債務調達ツールの業務手引き」を公表し、海外事業会社のパンダ債発行に対する情報開示基準及びリスク管理を統一した。

5. 市場規模の再拡大期（2024年～）

S&Pレポートは、2024年以降の発行金額増加の時期を（前掲図表5参照）、「クロスボーダー融資政策が一段と開放され、市場の信頼感が回復したことで、海外発行体による起債が再び活発化し、海外発行体の割合が上昇している」と評価している。クロスボーダー融資政策の開放は、主に、以下の3点から成る。

第1に、2024年1月、NAMFIIは「外国政府類機関及び国際開発金融機関の債券業務手引き」を公布し、外国政府及び国際開発金融機関の銀行間債券市場でのパンダ債発行に関する登録手続き、情報開示、資金使途管理を明確化した。この手引きの公布の背景には、「一帯一路」沿線の外国政府や、近年、中国政府が関係を強化しようとしているグローバルサウス諸国政府が、パンダ債を発行しやすい環境を整備する狙いがあったものと考えられる。2025年3月には、ADBが83億元（期間3年、表面利率1.18%）のパンダ債を発行しており、本件手引きに沿って手続きを行ったものと思われる。

第2に、NAFMIIは、2025年2月、「銀行間債券市場での海外機関のグリーン債券発行制度を更に最適化するための事項に関する通知」を公布し、グリーンパンダ債の発行登録及び発行手続きの簡素化等を図っている。前述の通り、2016年にNDBが初めてグリーンパンダ債を発行しているが、この通知前までは、発行体は、パンダ債の起債登録を経た上で、更に関係当局からグリーンボンドとしての再審査を受けなければならない、通常のパンダ債よりも時間やコストを要した¹²。本件通知には、国際開発金融機関を含む海外発行体がグリーンパンダ債を起債しやすくする狙いがある。

第3に、国家発展改革委員会等は、2025年7月、「外商投資企業の中国本土での再投資を奨励・実施するための事項に関する通知」を公布し、中国本土で事業を行っている海外

¹² 宋良也「グリーンパンダ債とトランジションボンドの発展—中国におけるサステナブルファイナンスの新たな潮流—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号。

事業会社の現地子会社が再投資の原資としてパンダ債の発行資金を使う際、中国当局による優先審査制度を適用するとした。2023年から始まった中国本土向け外資投資金額の減少傾向を受け、中国政府は外資系企業の再投資に関する制度の最適化を進めてきており、本件通知も、海外事業会社によるパンダ債の発行インセンティブを高める狙いがあるものと考えられる。

IV 多様な発行体によるパンダ債の発行を引き続き促進

中国政府は、これまでパンダ債を発行したことのない新興国にも起債を働き掛けている。その一例として、2025年5月14日、中国人民銀行・潘功勝総裁とブラジル中央銀行・ガブリエル・ガリポロ総裁は、2行間の面談後、中南米諸国向けに開催した金融協力をテーマとした会議に一緒に出席した¹³。会議の席上、潘総裁からは、ブラジル等のラテンアメリカ諸国はグローバルサウスを代表する国家であると述べた上で、①中国はパンダ債市場の制度の最適化と調達資金の利用に関する利便性向上を進めている、②中国はラテンアメリカ諸国がパンダ債を発行することを歓迎する、と表明している。これに対し、ガリポロ総裁は、直接、パンダ債の起債に言及していないものの、中国との金融分野との協力を強く重視していると返している。他に、2025年1月、パキスタンのムハンマド・アウラングゼーブ財務相が、同国として初のパンダ債を発行する計画があると述べている¹⁴。2026年からは中国で新たな5ヵ年計画が始まるが、この第15次5ヵ年計画では人民元の国際化について積極姿勢に転じており、グローバルサウス諸国によるパンダ債発行の促進も、この方針上に位置付けられよう。

パンダ債の発行市場の拡大は、前述の通り2024年1月に引受主幹事資格を取得した外資系銀行にも新たなビジネス機会をもたらしている。うち邦銀2行は、資格取得後の2024年3月、香港上場会社で、中国本土で物流事業を手掛ける新創建集团有限公司のパンダ債の引受主幹事を取得している。適格投資家制度等を通じたパンダ債市場への海外からの投資家の呼び込みについても、中国当局は引受主幹事資格を有する海外金融機関に期待しているものと思われ、今後の動向が注視される。

¹³ 中国人民銀行「中国人民銀行行長潘功勝会见巴西央行行長加利波羅并共同出席中拉熊貓債研討會」2025年5月14日。同年5月13日に、北京市で中国と中南米カリブ海諸国共同体（CELAC）との閣僚級会合が行われており、金融協力会議もその一環として開催されたものである。

¹⁴ 「パキスタン財務相、初の「パンダ債」年内発行 『中国資本市場を活用』」『日本経済新聞』2025年1月15日。なお、2025年内に発行する動きは、2026年1月16日時点では明らかになっていない。