

主要先進国との金融協力を進める中国の動きと日中金融協力の行方

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2015年11月1日、第5回日中韓サミット（韓国、ソウル）に合わせて、安倍晋三首相と李克強首相との日中首脳会談が開催された。2012年12月に第二次安倍内閣が発足して以来、3回目の日中首脳会談であり、経済・金融分野の協力の深化と、日中ハイレベル経済対話の2016年早期の開催で両国首脳は合意した。
2. 日本は中国との金融協力で主要先進国に先行していたが、2013年から中国は他国との間でも金融協力を展開し始めている。背景には、2015年11月末に決定されたIMFの特別引出権（SDR）構成通貨への人民元の採用があった。この間、首脳外交の途絶えていた日本には、人民元クリアリング銀行といった中国当局による主要な制度や仕組みはまだ設定されていない。
3. 主要先進国は、自国の企業や金融機関の活動も念頭に、中国との金融協力を進めている。金融分野を含む主要先進国の中国との政策対話は、2015年で、米国は7回目、英国も7回目、フランスは3回目となった。ドイツも政策対話を初めて開催した。シンガポールや韓国も中国との金融協力を進めている。
4. 中国企業の対外直接投資の増加も、主要先進国が中国の金融協力を進める背景となっている。欧州勢は中国主導で設立を進めているアジアインフラ投資銀行（AIIB）にも参加し、中国企業と自国企業による第三国市場の開拓を狙っている。日中は、2015年6月の財務対話でアジアのインフラ分野の協力の原則合意しており、今後の展開が注目される。

I. 期待が高まる日中金融協力と日中ハイレベル経済対話の再開

1. 第二次安倍内閣として3回目の日中首脳会談の実現

2015年11月1日、日本、中国、韓国の3カ国首脳会議が韓国（ソウル）で開かれ（第5回日中韓サミット、2012年5月以来）、併せて安倍晋三首相と李克強首相との日中首脳会談が開催された。

今回の日中首脳会談は、2012年12月に第二次安倍内閣が発足して以来、2014年11月10日に中国（北京）で開催されたAPEC首脳会議での安倍晋三首相と習近平国家主席との会談（1回目）¹、2015年4月22日のインドネシアで開催されたバンドン会議での安倍首相と習国家主席との会談（2回目）に続く3回目の日中首脳会談となった。また、安倍首相にとっても李首相にとっても、初めての公式会談となった。

2. 金融協力や日中ハイレベル経済対話についても言及

今回の3回目の日中首脳会談では、「経済を始め各分野の交流と協力をさらに強化していくこと」を確認した上で、具体的な成果の一つとして、「経済・金融分野の協力を深化させること」で両首脳は一致したと日本の外務省は発表している²。

実は、日中両国は、2011年12月25日の北京での野田佳彦首相と温家宝首相（肩書はいずれも当時）との間で日中首脳会談が行われた際、「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」に合意している（図表1）。同合意は、「日中金融協力」とも呼ばれている。その後、日本の財務省と中国人民銀行という日中通貨当局を窓口にした日中金融協力・合同作業部会は、2012年2月に第1回会合（北京）、同年6月に第2回会合（東京）が開催されているが、日中間の首脳レベルの交流が途絶える中で、具体的な動きが見られなくなった。

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（日中金融協力）

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

¹ 2012年5月の国務院総理との会談以来約2年半ぶりで、国家主席との会談は2011年12月以来約3年ぶり。

² http://www.mofa.go.jp/mofaj/a_o/c_m1/cn/page4_001498.html#section1

また、今回の3回目の日中首脳会談の具体的な成果の中には、「日中ハイレベル経済対話の来年（2016年）早期の開催」も含まれている。「日中ハイレベル経済対話」とは、政府全体の経済分野の日中間の政策対話の枠組みであるが、2010年8月の第3回対話（北京）以降開催されないまま現在に至っている³。

3. 日中間で先行して開催された日中財務対話

政府間対話のうち、先行して開催されたのが日中財務対話である。2015年6月6日、麻生太郎副首相兼財務大臣と中国財政部・楼継偉部長（大臣）が出席する形で、約3年2ヵ月ぶりに第5回日中財務対話が北京で開催された。同対話の再開は、2014年10月22日に北京で開催されたAPEC財務大臣会合での麻生副首相兼財務大臣と張高麗副首相との面会、同年11月15日に豪州で開催されたG20首脳会議に併せて設定された日中財務相会談⁴といった日中財務当局間のハイレベルの交流の再開が契機となった。第5回日中財務対話の前日の6月5日には、麻生副首相と張副首相との個別会談、また麻生副首相と中国財政部・楼部長との個別会談がそれぞれ行われている。

第5回日中財務対話は、財務省の『ファイナンス』によれば、先ずはオープニングセッション及び全体会合（マクロ経済）、次に財政分科会及び国際協調分科会、最後にクロージングセッションの三構成で進められた⁵。併せて、第6回日中財務対話を2016年に日本で開催することが確認された。第5回日中財務対話の後に公開された共同プレスリリースでは⁶、日中両国間の金融協力の拡大をうたっており、前述の3回目の日中首脳会談で言及された金融協力の伏線となっている。

II. 中国にとっての二国間金融協力

1. 中国が二国間金融協力を進める意図

日本が中国との間で2011年12月に合意した金融協力は、2009年から始まった人民元建て貿易決済や人民元建て投資（直接投資、証券投資）を両国の金融市場を通じて支える新しい金融協力の枠組みとして、日中双方の市場関係者からも評価されていた。

ところが、中国から見れば、現在、金融協力を進めている相手国は日本だけに限らない。中国は、習近平指導部の改革プランを採択した2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（第18期3中全会）の前後から、他国との金融協力を展開し始めている。この背景には、指導部にとって他国との金融協力を通じた人民元オフショア市場の育成が

³ 日中ハイレベル経済対話の開催は、第一次安倍内閣の下、日中間の「戦略的互惠関係」を経済面で展開するため、2007年4月の中国・温家宝首相の訪日の際に日中両国間で合意された。同年12月に第1回対話（北京）が、2009年6月に第2回対話（東京）がそれぞれ開催されている。

⁴ 2012年4月以来2年7ヵ月ぶり。

⁵ https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/201508c.pdf

⁶ http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/dialogue/20150606press_release.htm

「人民元の国際化」という国威発揚を満たすことにつながる点や、金融当局にとっては中国国内の金利・為替・資本移動の自由化の原動力になり得るという点があるものと思われる。特に、人民元の国際化の目標として設定されているのが、国際通貨基金（IMF）の特別引出権（Special Drawing Right、略称 SDR）構成通貨への人民元の採用である。

2. SDR とは

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。SDR は、米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円の 4 通貨のバスケットとされ、通貨構成比率は米ドル 41.9%、ユーロ 37.4%、英ポンド 11.3%、日本円 9.4%となっているが、バスケットの構成通貨・構成比は 5 年ごとに見直されることとなっている。また、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、②「自由利用可能通貨 (Freely Usable Currencies)」であると、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。2010 年の SDR の構成通貨見直しの際には、人民元は上記の①輸出量の基準は満たしていたものの、②自由利用可能通貨の基準は満たしていないと IMF から判断されていた。

実は、人民元の自由交換性の実現は、1993 年の中国共産党第 14 期中央委員会第 3 回全体会議で採択された改革プランの中に盛り込まれており、過去 20 年以上にわたる中国政府の懸案でもある。2013 年 11 月の第 18 期 3 中全会で採択された改革プランでも、「資本市場の双方向の開放を推進し、人民元建て資本項目の自由交換性の実現を加速する」ことを確認している。

SDR の構成通貨の見直しは、2015 年 11 月 30 日の IMF 理事会で決定された。今回 2015 年の見直しでは、米ドルを 41.73%、ユーロを 30.93%とした上で、3 番目の通貨に人民元を選び 10.92%とし、日本円が 8.33%、英ポンドが 8.09%という構成比となった。今後、IMF として必要な準備を整えるため、2016 年 9 月末までは現行の通貨構成で続行され、2016 年 10 月から新しいバスケット通貨構成で SDR の運営が始まる予定である。人民元の SDR 構成通貨への採用は、IMF に代表される国際通貨体制において、人民元が国際的な主要通貨として認められたことを意味する。

3. 二国間金融協力の制度的仕組み

中国の他国との金融協力では、中国当局が設ける複数の制度や仕組みが組み合わせられて、人民元の国際化が進められている（図表 2）。

複数の制度や仕組みを順次見ていくと、第一に、人民元クリアリング銀行がある。これは、期間 3 ヶ月超の經常取引や資本取引も対象にした中国本土とオフショアとの人民元建て決済を、中国人民銀行がオフショアの特定の銀行を指定して行う仕組みである。中国当局から見れば、自国企業・金融機関の人民元建て決済を、資本移動をコントロールしながら促すことが可能となる。

図表 2 人民元国際化と二国間金融協力

		人民元 クリアリング銀行		人民元建て 通貨スワップ協定		直接交換取引		人民元建て債券			人民元建て適格外国 機関投資家 (RQFII)	
		指定年月	指定銀行	締結年月	金額(億元)	開始年月	開始年月	第一号発行体	愛称	割当年月		
アジア	香港	○	2009年7月 中国銀行	○	2009年1月 4,000	実施済	同左	○	2007年6月 国家開發銀行	点心債 Dim Sum Bond	○	2011年12月 2,700
	台湾	○	2013年1月 中国銀行	-	-	○	2013年2月	○	2013年3月 中国信託商業銀行(台湾)	宝島債 Formosa Bond	(合意有)	2013年1月 1,000
	韓国	○	2014年7月 交通銀行	○	2008年12月 3,600	○	2014年12月	○	2014年10月 中国工商銀行	名称、言及なし	○	2014年7月 800→1,200
	東京	-	-	(CMI)	2002年3月(失効中) 30億ドル相当元	○	2012年6月	○	2015年6月 三菱東京UFJ銀行	名称、言及なし	-	-
	シンガポール	○	2013年2月 中国工商銀行	○	2010年7月 3,000	○	2014年10月	○	2013年5月 HSBC	獅城債 Lion City Bond	○	2013年10月 500→1,000
	タイ	○	2015年1月 中国工商銀行	○	2014年12月(更新) 700	-	-	-	-	-	-	-
	マレーシア	○	2015年1月 中国銀行	○	2009年2月 1,800	○	2010年8月	-	-	-	○	2015年11月 500
	豪州	○	2014年11月 中国銀行	○	2012年3月 2,000	○	2013年4月	○	2014年4月 中国銀行	大洋債 Oseania Bond	○	2014年11月 500
	ニュージーランド	-	-	○	2011年4月 250	○	2014年3月	-	-	-	-	-
	旧ソ連	ロシア	-	-	○	2014年10月 1,500	○	2010年11月	-	-	-	-
中東	カタール	○	2014年11月 中国工商銀行	○	2014年11月 350	-	-	-	-	-	○	2014年11月 300
	アラブ首長国連邦	-	-	○	2015年12月 350	-	-	-	-	-	○	2015年12月 500
欧州	英国	○	2014年6月 中国建設銀行	○	2015年10月(更新) 3,500	○	2013年10月	○	2012年4月 HSBC	ユーロ人民元債 Euro RMB Bond	○	2013年10月 800
	フランス	○	2014年9月 中国銀行	○	2013年10月 3,500	○	2014年9月	○	2014年7月 中国銀行	凱旋債 Arc de Triomphe Bond	○	2014年6月 800
	ルクセンブルク	○	2014年9月 中国工商銀行	(ECB)	2013年10月 3,500	○	2014年9月	○	2014年5月 中国銀行	シェンゲン債 Schengen bond	○	2015年4月 500
	ドイツ	○	2014年6月 中国銀行	-	-	○	2014年9月	○	2014年5月 中国農業銀行	ライン債 Rhein Bond	○	2014年7月 800
	スイス	○	2015年11月 中国建設銀行	○	2014年7月 1,500	-	-	-	-	-	○	2015年1月 500
中東欧	ハンガリー	○	2015年6月 中国銀行	○	2013年9月 100	-	-	-	-	-	○	2015年6月 500
北米	カナダ	○	2014年11月 中国工商銀行	○	2014年11月 2,000	-	-	-	-	-	○	2014年11月 500
南米	チリ	○	2015年5月 中国建設銀行	○	2015年5月 220	-	-	-	-	-	○	2015年5月 500
	アルゼンチン	○	2015年9月 中国工商銀行	○	2009年4月 700	-	-	-	-	-	-	-
アフリカ	南アフリカ	○	2015年7月 中国銀行	○	2015年4月 300	-	-	-	-	-	-	-
	ザンビア	○	2015年9月 中国銀行	-	-	-	-	-	-	-	-	-

- (注) 1. 金額は最新時点の金額を採用。赤い網掛けは2013年6月以降の動き。なお、マカオにも人民元クリアリング銀行が設置済(2012年9月)。
2. 人民元とシンガポール・ドルとの直接交換取引は2013年10月に合意し、2014年10月に取引開始。また、シンガポール向けRQFIIは、2015年11月に500億元から1,000億元に増枠。
3. 人民元と韓国ウォンとの直接交換取引は2014年7月に合意し、同年12月に取引開始。また、韓国向けRQFIIは、2015年10月に800億元から1,200億元に増枠。

(出所) 中国人民銀行、中国証券監督管理委員会、各種資料より野村資本市場研究所作成

第二に、人民元建て通貨スワップ協定がある。これは、本来は中央銀行間の金融危機対応時の通貨の相互融通の仕組みであるものの、人民元の国際化の文脈の下では、貿易や投資の利便性を高めるために相手国の中央銀行が人民元を引き出すことを容認しているのが特徴である。ちなみに、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。多国間のチェンマイ・イニシアティブ(CMI)⁷の枠組みになるが、域内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⁸。

⁷ CMIとは、東アジアにおける外貨準備を使って短期的な外貨資金の融通を行う二国間の通貨スワップ取極のネットワーク。

⁸ http://www.boj.or.jp/announcements/release_2002/un0203b.htm/

第三に、直接交換取引がある。これは、第三国通貨を介さない両国通貨の為替取引である。直接交換取引により、取引コストの低下や金融機関の決済リスクの低減というメリットを得ることが可能となる。また、このメリットが生かせれば、両国通貨の取引の利便性の向上や、両国為替市場の活性化にも資することとなる。日中金融協力の下で、日本円と人民元の直接交換取引が始まったのは2012年6月1日からで、米ドル以外の先進国通貨では日本円が初めてであった。

第四に、海外での人民元建て債券の発行がある。これは、海外で人民元を保有する投資家にとって、オフショア市場での人民元の運用手段となる。また、中国当局から見た非居住者が、海外で人民元建て債券を発行する場合は、中国当局の認可を得る必要はない。

第五に、人民元建て適格外国機関投資家（RMB Qualified Foreign Institutional Investors、略称 RQFII）がある。これは、オフショア市場にある人民元を中国本土の証券市場で運用する制度である。中国人民銀行等がオフショア市場ごとに運用枠を配分し、同市場の機関投資家にライセンスを交付して、中国本土で投資する仕組みとなっている。RQFII は、証券分野での人民元の国際化の促進につながるものでもある。

4. 東京市場での二国間金融協力の実態

以上の制度や仕組みに基づく中国と欧州やアジアの国々との金融協力は、着実に進展している（前掲図表2）。特に2014年以降、中国と主要先進国との金融協力は、首脳外交の目玉と化し、スピード感を持って進められている。

一方、人民元クリアリング銀行やRQFIIといった主要な制度や仕組みは日本にまだ設定されていない。日中間の通貨スワップ協定も、2007年9月に更新が行われたものの、2013年9月の協定更新時には延長されず、現在に至っているようである⁹。2015年に入ってから、東京市場で中国本土から見た非居住者¹⁰による人民元建て債券が発行されているのが特記される程度である。

Ⅲ. 主要先進国と中国との金融協力

1. 主要先進国と中国の金融協力の共通点

主要先進国から見て中国と進める金融協力では、自国の企業・金融機関のビジネス機会の創出を念頭に、中国当局から規制緩和や協力案件を引き出そうとしている構図がある。米国には基軸通貨の発行国としての特権的地位があり、人民元クリアリング銀行等の制度や仕組みは設定されていない。その米国でも、二国間対話の枠組みの中でやはり金融分野を取り上げ、ビジネス機会の創出を狙っている。こうした構図を念頭に、米国、英国、フランス、ドイツと中国との金融協力の枠組みと2015年の主な合意事項を以下で見えていく。

⁹ 2014年8月10日付日本経済新聞朝刊。

¹⁰ 三菱東京UFJ銀行とみずほ銀行の各日本法人。

なお、2015年の各国と中国との合意事項では、IMFの基準を満たすことと必要な手続きが行われれば、人民元のSDR構成通貨の採用を容認する点で一致していることも特徴である。

2. 米国のケース

1) 米中戦略・経済対話

米中間には、米中戦略・経済対話(U.S.- China Strategic and Economic Dialogue、略称S&ED)がある。戦略分野は、米国側はオバマ大統領の特別代表としてケリー国務長官、中国側は習近平国家主席の特別代表として楊潔チ国務委員がそれぞれ責任者となり、経済分野は、同様にルー財務長官、中国側は汪洋副首相がそれぞれ責任者となる。S&EDは、2015年で第7回目の対話を迎え、今回は6月23日～24日の2日間、米国(ワシントン)で開催された。

2) 中国本土の金融市場の開放

第7回対話の経済分野の成果について、米中両国政府は、共同文書の形で公表している¹¹。成果のうち、中国本土の金融市場の開放では、中国当局は、実体経済が国内外の直接金融を活用できるよう以下の規制緩和を進めると表明した。

(1) 合弁証券会社の設立規制の緩和

①合弁証券会社ライセンスの段階的拡大

中国当局は、合弁証券会社のライセンスを段階的に拡大することを表明した。

(評価)

中国の現行規制の下では、合弁証券会社は、国内系証券会社の主要業務の一つである国内投資家向け上場株式(A株)のブローカレッジ業務やトレーディング業務が認められていない。2012年10月に中国証券監督管理委員会から公布された細則では、経営期間が満2年を経過すれば、ライセンスの拡大を申請することができることとなっている。今回、中国当局が表明した「段階的拡大」に向けた国内の立法化措置を見ていく必要がある。

②上海の自由貿易試験区での合弁証券会社の中国国内パートナーの制限撤廃

上海には2013年10月から自由貿易試験区(Free Trade Zone、略称上海FTZ)が設置され、向こう3年間にわたり、貿易・投資分野だけでなく、金融分野でも規制緩和の実験が行われることとなっている。第7回対話で、中国当局は、上海FTZで設立される合弁証券会社について、現行規制下の外資出資49%上限を維持したままという条件は変わらないが、合弁相手の中国国内のパートナーを証券会社に限るとしてきた制限を撤廃することを表明した。

¹¹ http://wjb.mof.gov.cn/pindaoliebiao/gongzuodongtai/201507/t20150701_1264139.html

(評価)

合弁証券会社の設立において、ライセンスの拡大を伴わないと完全な規制緩和にはならないが、パートナー選定の自由度が増すことは外資にとって一歩前進と言えよう。第7回対話後、2015年10月30日、中国人民銀行他は40条から成る「中国（上海）自由貿易試験区における金融開放創新の実験を更に推し進め、上海の国際金融センター建設を加速する計画」を公表し、この18条に国内パートナー制限の撤廃の方針が盛り込まれている¹²。国内の更なる立法化措置を見ていく必要がある。

(2) 先物・資産運用会社の設立規制の緩和

①上海 FTZ での外資先物会社設立の容認

中国当局は、上海 FTZ での外資先物会社設立を容認することを表明した。中国本土の先物取引を対象に、外国人投資家の代理売買がライセンスとして想定されている。

(評価)

上海 FTZ で 2015 年内にも取引が始まると見られる原油先物取引も念頭に置いた措置である。但し、共同文書では、外資の出資比率にまでは言及がされておらず、今後、国内の立法化措置を見ていく必要がある。

②外資による私募基金管理会社設立の容認

中国当局は、外資独資または合弁による私募基金管理会社設立を容認することを表明した。また、同会社のライセンスには、流通市場での私募基金業務に参加できることも想定されている。

(評価)

本件措置は、中国の個人金融資産の運用機会の拡大とともに、上海の資産運用業界の育成にも貢献するものとなるだろう。

(3) 債券市場の開放

①債券市場への外資参入規制の緩和

中国当局は、債券市場への外資参入規制を緩和することを表明した。具体的には、外国人投資家の銀行間債券市場での投資プログラムの創設、上海 FTZ での特別口座（自由貿易 (FT) 口座）を介した外国人投資家の上場社債投資プログラムの創設、米国資本及び外国資本銀行の債券市場での決済代理人資格及び引受資格の容認を取り上げている。

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2970998/index.html>

(評価)

外国人投資家が中国本土の社債に投資する場合、株式投資とは異なり、投資先企業の支配権の問題を生じさせることなく海外資金を利用することができる。また、社債投資は、発行体の格付けに応じ、市場メカニズムに基づく金利形成を促すものとなる。中国当局もこうした点を評価して規制緩和を受け入れたものと思われる。

今後、外国人投資家向けに新たな投資プログラムを創設する場合、既存の QFII (適格外国機関投資家) 制度や RQFII 制度の内容とどのように違いが出てくるのかが注目される。

②地方債の海外格付けの容認

中国当局は、中国本土で発行される地方債に対する海外格付け会社の格付けを容認することを表明した。

(評価)

本件措置は、市場メカニズムによって、中国の地方財政が規律付けられることにつながるものとして注目される。

3. 英国のケース

1) 英中経済財政金融対話

英中間には、英中経済財政金融対話がある (以下、英中対話)。英国側はジョージ・オズボーン財務大臣、中国側は馬凱副首相がそれぞれ責任者となる。英中対話は、2015 年で、米中の S&ED 同様、第 7 回目の対話を迎え、今回は 9 月 21 日、北京で開催された。

2) ロンドンの金融市場の活用

第 7 回対話の成果について、英中両国政府は、共同文書の形で公表している¹³。英中対話の場合は、中国の発行体・投資家や金融機関のロンドン市場への誘致といった個別の案件にまで踏み込んで協力項目に盛り込んでいることが特徴である。これは、2015 年 10 月 20 日～23 日までの習近平国家主席の初めての公式訪英時に併せて協力案件を実現することを狙ったためである。

また、習主席の訪英期間中、英中両国政府は、全面戦略パートナー関係構築に向けた共同宣言を発表している¹⁴。共同宣言のうち、両国は、金融分野での長期的なパートナー関係を深化させることで一致した。また、両国は、ロンドンが積極的に人民元国際化のプロセスに参画し、継続して人民元オフショア市場を整備することを歓迎するとした。

¹³ http://wjb.mof.gov.cn/pindaoliebiao/gongzuodongtai/201509/t20150921_1469104.html

¹⁴ http://www.fmprc.gov.cn/web/ziliao_674904/zt_674979/dnzt_674981/xzxzt/xjpdygjxgsw_684283/zxxx_684285/t130830.shtml

(1) 中国の発行体によるロンドン市場での債券発行

英中当局は、①中国人民銀行の人民元建て中央銀行手形（債券）の発行、②（政策性銀行の）国家開発銀行（以下、中国開銀）の外貨建て債券の発行、③中国農業銀行の外貨建て及び人民元建てグリーンボンドの発行を支援・歓迎するとした。

（実績・評価）

上記の①を見ると、2015年10月20日、中国人民銀行は、中国以外の地域では初めての人民元建て債券を発行した（発行金額50億元、期間1年、金利3.1%）。中国当局にとっては、人民元の国際化を進める狙いがあり、英国当局にとっては、ロンドンのオフショア人民元市場の金利形成を促す狙いがある。また、習主席の公式訪英時には、中国政府が中国以外の地域では初めてとなるロンドン市場で人民元建て国債を発行することが前述の共同宣言に盛り込まれた。既に英国政府は2014年10月にロンドン市場で人民元建て国債を発行し、調達資金を同国の外貨準備にも組み込んでいる。2015年は、今度は中国当局自身が発行体としてロンドンのオフショア人民元市場を育成する姿勢が明確になった。

次に②を見ると、2015年10月21日、中国開銀が海外で発行した10億ドルの5年物債券（発行金利2.5%）及び5億ユーロの3年物債券（同0.875%）がロンドン証券取引所に上場した（発行は同年9月29日）。

最後に③を見ると、2015年10月22日、中国農業銀行が海外で発行したグリーンボンドがロンドン証券取引所に上場した。発行の内訳は、4億ドルの3年物債券（発行金利2.125%）、5億ドルの5年物債券（同2.773%）、6億元の2年物債券（同4.15%）となっている。他に、同年10月21日、中国建設銀行がロンドン市場で発行した10億元の2年物債券がロンドン証券取引所に上場した（発行は同年10月12日）。

(2) 中国金融機関のロンドン拠点開設

英中当局は、①中国開銀のロンドン事務所の設立、②中国工商银行、中国建設銀行、中国銀行のロンドンでの外為取引業務の強化、③中国銀行業協会のロンドン事務所の設立、④中国外貨取引センターのロンドン出先機関の設立、を歓迎するとした。また、英国当局は、（政府系ファンドの）中国投資有限責任公司（CIC）のロンドン出先機関の設立を歓迎するとした。

（実績・評価）

上記の①を見ると、2015年10月22日、中国開銀のロンドン事務所が実際に開業した。中国開銀は、中国広核集団の英国・ヒンクリーポイント原子力発電所プロジェクト向けに支援を行うとしており、英国向け融資業務が今後本格化することとなる。

また、②を見ると、2015年10月21日、中国銀行はロンドンに専門の運用センターを開設した。同センターは、段階的に欧州、米国地区のオフショア人民元、為替、貴金属、商

品、債券、デリバティブ商品のプライシング及び取引をカバーしていく方針で、同行は、今後、国際市場における人民元建て為替・金利商品の主要なプライスリーダーを目指すとしている。

他に、2015年10月19日、中国建設銀行がロンドン支店を開設している。同行は、現在、英国でのリテールバンク業務を申請中で、2016年上半期には認可される見込みである。いずれも、ロンドンの国際金融センターとしての地位を強化するための外国金融機関の誘致と言える。

(3) 中国資産運用会社のロンドン拠点開設

中国当局は、中国の嘉実基金管理公司（ドイツ銀行系の中外合弁投信会社）の英国での資産管理業務のライセンス取得を評価するとともに、英国当局は、広発基金管理会社（広東省の投信会社）の同ライセンス申請に積極的に配慮するとした。

また、英中当局は、中国の資産管理会社がロンドン市場で人民元建てを含むETFの発行を歓迎するとした。

(実績・評価)

習主席の公式訪英前日の2015年10月19日、広発基金管理会社は、ロンドンに広発国際資産管理（英国）有限公司を開業した。全額中国資本の資産管理会社が欧州に設立した初の子会社となる。

(4) 通貨スワップ枠の拡大

英中当局は、双方の中央銀行が二国間通貨スワップの枠を拡大することで合意した。具体的には、2015年10月20日、中国人民銀行とイングランド銀行は通貨スワップの覚書を更新し、同時に融通枠も2,000億元/200億英ポンドから、3,500億元/350億英ポンドへと拡大した。有効期間は3年で、双方の同意により延長が可能となっている。

(評価)

中国人民銀行は、今回の通貨スワップ協定の更新により、ロンドン市場で人民元の流動性を提供することが可能となり、同市場での人民元建て資産取引・資産管理等業務の発展を促進し、貿易や投資の利便性も高めると位置付けている。

3) 相互投資制度の推進

(1) 「上海・ロンドン相互株式投資制度」(上海・ロンドンストックコネクト)の推進

英中当局は、上海・ロンドンストックコネクト（中国語で「滬倫通」）のフィージビリティスタディを進めていくことで合意した。

(評価)

上海・ロンドンストックコネクトのモデルになっているのが、2014年11月17日に上海と香港との間で始まった上海・香港ストックコネクトである¹⁵。ストックコネクトの下では、①上海・香港の両サイドから双方向で、かつ②人民元建てで投資を行い、③個人投資家も現物株を直接購入できることが最大の特徴となっている。

上海・香港ストックコネクトに続いて、現在、深圳・香港ストックコネクトの検討が進められている。ストックコネクトは、中国株式市場に対する外国人投資家の投資アクセスを拡大し、発行体の資金調達ルートを多様化させ、新産業の育成や産業再編にも貢献することが期待されている。相手国市場にとっては、中国の個人金融資産を自国の株式市場に呼び込むことにつながる。

但し、ストックコネクトについては、上海サイドに外国人投資家に対するキャピタルゲイン課税の問題がくすぶっており、また上海株売買に対する契約執行リスクの存在も指摘されている。上海・ロンドンストックコネクトの制度設計でどのように解決されるのかが注目される¹⁶。

(2) ファンド相互販売制度の推進

英中当局は、両国の管理監督機関と市場参加者によるファンド相互販売制度のワーキンググループを適時に設置することを歓迎すると表明した。

(評価)

上記制度のモデルとなっているのが、2015年7月1日から始動した中国本土及び香港での公募証券投資基金の相互販売制度（中国本土・香港ファンド相互販売制度）である。同制度は、「片方の地域の公募投資信託（公募投信）が、ファンド相互販売制度の要件を満たした上で、もう片方の地域で一般投資家向けに販売可能となる仕組み」である¹⁷。

2015年6月以降の中国株式市場の動揺を受け、相互販売の対象となる公募投信の登録や実際の販売はまだこれからであるが、ストックコネクトと同様、中国当局にとっては、双方向での資本市場の開放を促す狙いがある。

4) 中国本土の金融市場の開放

英中当局は、米中の第7回対話と同様、①上海 FTZ での合弁証券会社の中国国内パート

¹⁵ 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）。

¹⁶ ロンドンー香港間の商品の相互売買制度の検討も動き始めている。2015年10月21日、香港証券取引所は「ロンドン・香港コネクト」（倫港通）の設立に向け、ロンドン金属取引所（LME）他と覚書に調印した。ロンドン・香港コネクトの設立により、香港サイドの投資家は香港先物取引所で LME 商品の取引や決済が可能になる。LME は世界最大の金属取引所で、2012年に香港証券取引所が買収済。

¹⁷ 関根栄一・野村亜紀子「動き出した中国本土・香港ファンド相互販売制度」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号。

ナーの制限撤廃、②外資による私募基金管理会社設立の容認、③債券市場の外資参入規制の緩和について、合意した。

(実績・評価)

上記の②を見ると、英国当局は、共同文書で、英国の最大の公募投資基金の一つである **Aberdeen Asset Management plc** の単独出資による安本資産管理有限公司の上海での登記申請を中国当局に促している。

また、③の中には外国資本銀行の債券市場での引受資格の取得が含まれており、2014年の第6回英中対話からの継続課題となっている。習主席の訪英初日の2015年10月20日、中国銀行間市場交易商協会は、スタンダードチャータード銀行の中国現地法人が銀行間債券市場での社債引受資格を取得したと公表した。香港上海銀行（HSBC）の中国現地法人に続き、中国本土の外資系銀行では2番目の同資格取得となった。

4. フランスのケース

1) 仏中ハイレベル経済財政金融対話

仏中間には、仏中ハイレベル経済財政金融対話がある（以下、仏中対話）。フランス側はミシェル・サパン財務大臣、中国側は馬凱副首相がそれぞれ責任者となる。仏中対話は、2015年で第3回目の対話を迎え、今回は9月18日、北京で開催された。

2) 金融協力の方向性

第3回対話の成果について、仏中両国政府は、共同文書の形で公表している¹⁸。金融協力の方向性は、二つの分野から成る。

一つ目が、市場間協力である。内容としては、①パリのオフショア人民元市場の発展の支援、②仏金融機関のRQFIIを使った商品開発、③社債市場発展に向けた両国の自主規制機関による共同研究、④先物・OTCデリバティブ市場の管理監督の協力強化、などから構成される。

二つ目が、金融機関間協力である。内容としては、①中国開銀傘下のファンド会社（国開金融有限責任公司）と仏公的投資銀行（Bpifrance）による中小企業向け共同ファンド（2.5億ユーロ）の設立と欧米での投資、②CICとフランス預金供託公庫（Caisse des Dépôts et Consignations）のパリでの共同投資、から構成される。他には、インフラなど、第三国での仏中による市場開拓も特記される。

5. ドイツのケース

1) 独中ハイレベル財政金融対話

独中間には、独中ハイレベル財政金融対話がある（以下、独中対話）。ドイツ側はショイ

¹⁸ http://wjb.mof.gov.cn/pindaoliebiao/gongzuodongtai/201509/t20150918_1465900.html

ブレ財務大臣、バイトマン・ドイツ連邦銀行総裁、中国側は馬凱副首相がそれぞれ責任者となる。独中対話は、2014年10月にドイツで開催された両国の首脳会談で設置が決められ、第1回対話は、2015年3月17日、ドイツ（ベルリン）で開催された。

2) 金融協力の方向性

第1回対話の成果について、独中両国政府は、共同文書の形で公表している¹⁹。金融協力の方向性は、二つの分野から成る。

一つ目が、市場間協力である。内容としては、①フランクフルトでのオフショア人民元市場と人民元クリアリング銀行の構築と発展の支援、②独金融機関のRQFIIを使った商品開発と中国本土向け投資、③金融機関のドイツでの人民元建て債券の発行、④クロスボーダー決済と市場インフラに関する共同研究、⑤証券市場の発展と対外開放に関する共同研究、などから構成される。

二つ目が、取引所間協力である。内容としては、上海証券取引所、中国金融先物取引所、ドイツ取引所が合弁でフランクフルトにオフショア人民元金融商品の取引センターを設立するとした。

(実績)

その後、2015年10月29日、独メルケル首相の公式訪中時に、上記三取引所が2億元を共同出資し、「中国欧州国際取引所」(China Europe International Exchange AG、略称CEINEX)を設立し、11月18日より運営を始めることが公表された²⁰。中欧国際取引所には中国側が計60%を出資し、運営も中国側が主導する体制となっている。中欧国際取引所では、既に十数社の国内外の金融機関がETF商品(権益類、債券類、MMF)を発行する計画や、金融機関数社が人民元建て債券を発行する計画があり、オフショア人民元の証券取引センターを目指すとされている²¹。2015年11月18日の開業初日には、RQFIIを使った上証50ETF(中国銀行とコメルツバンクが組成)とマネー・マーケットETF(中国建設銀行とコメルツバンクが組成)、中国銀行アブダビ支店の発行した人民元建て金融債が新規にCEINEXに上場した。

他に、同年10月29日、中国外貨取引センターとドイツ取引所が合弁会社設立に関する覚書を締結している²²。合弁会社はドイツで設立し、それぞれ50%を出資する計画である。合弁会社では、①ドイツ取引所の上場商品の中国銀行間市場での取引、②中国銀行間市場の取引商品のドイツ取引所での上場、③人民元建て金利・為替商品の海外発行を実現することが目標となっている。

¹⁹ http://wjb.mof.gov.cn/pindaoliebiao/gongzuodongtai/201503/t20150319_1204150.html

²⁰ http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20151029_4005640.shtml

²¹ 2015年10月31日付中国証券報。

²² 2015年10月30日付金融時報。

IV. 他のアジアと中国との金融協力

1. 他のアジアとも金融協力が進展

前章の米国、英国、フランス、ドイツといった主要先進国以外に、中国は他のアジア諸国、例えばシンガポールや韓国との間で金融協力を更に進めていることも特筆される。

2. シンガポールのケース

1) 中国・シンガポール二国間協力合同委員会

シンガポール・中国間には、二国間協力合同委員会 (Joint Council for Bilateral Cooperation、略称 JCBC) がある。シンガポール側はテオ・チーヒエン副首相、中国側は張高麗副首相がそれぞれ責任者となる。JCBC は、2015 年で第 12 回目の協力合同委員会を迎え、今回は 10 月 13 日、シンガポールで開催された。

2) 金融協力の方向性

第 12 回協力合同委員会のうち、両国の共同プロジェクトである (江蘇省の) 蘇州工業団地 (SIP) と天津エコシティ (SSTEC) に関する特別措置では、以下の通りクロスボーダー人民元取引・決済が拡大された²³。

一つ目が、これまで容認されてきたシンガポールの銀行による SIP や SSTEC の拠点企業への人民元貸付や、同企業によるシンガポールでの人民元建て債券発行について、蘇州市全体と天津市全体に拡大するものである。

二つ目が、蘇州市や天津市に拠点を置く企業がシンガポールで人民元建て債券を発行した後、全額を中国に送金可能とするものである。

三つ目が、SIP の拠点企業が、シンガポール企業からの借入を容認するものである。

四つ目が、SSTEC に拠点を有する適格民間銀行が、シンガポールの銀行から借入を容認するものである。

(評価)

いずれも、シンガポールと中国との共同プロジェクトを推進する観点から、同プロジェクトに関連する企業や金融機関の人民元建てのデットファイナンスを容易にする狙いがある。他には、2015 年 11 月 17 日、中国人民銀行は、シンガポールに設定されていた RQFII の運用枠を 500 億元から 1,000 億元に倍増すると発表した²⁴。

²³ <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2015/Singapore-and-China-Agree-on-New-Initiatives-to-Boost-RMB-Business.aspx>

²⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2978501/index.html>

3. 韓国のケース

1) 中韓金融協力

中国と韓国の間には、既にクリアリング銀行、人民元建て通貨スワップ、RQFII といった金融協力が存在しているが（前掲図表2）、2015年11月1日に第5回日中韓サミットが韓国（ソウル）で開かれた際、中韓の間でも李克強首相とパク・クネ（朴槿恵）大統領との首脳会談が行われ、新たな金融協力について合意した。

2) 金融協力の方向性

新たな中韓金融協力は、中国人民銀行によれば五項目から構成される²⁵。

一つ目が、中国本土での人民元と韓国ウォンとの直接交換取引の制度整備である²⁶。韓国政府は、そのために必要な国内法を改正する。

二つ目が、中韓両国の債券市場の発展である。中国は、韓国政府が中国本土の銀行間債券市場で人民元建て国債を発行することを支援し²⁷、韓国は中国の発行体が韓国で債券を発行することを支援する。

三つ目が、山東省青島市の拠点企業に認めてきた韓国の銀行からの人民元借入のテストを、山東省全体に拡大することである。また、山東省での株式型クラウドファンディングのテストを展開し、山東省の地域性エクイティ市場（非公開の企業を登録）と KOSDAQ との協力も進める。

四つ目が、韓国の RQFII 運用枠の（現在の 800 億元から）1,200 億元への拡大である。

五つ目が、両国の債券登記・決済機関の取引接続制度の構築である。

（評価）

韓国政府による中国本土での人民元建て国債の発行は、2015年12月15日に実現し（発行額30億元、期間3年、金利3.0%）、外国政府では第一号となった。他に、債券分野での金融協力を進めようとしていることが特徴である。韓国に隣接する山東省との地域的な金融協力も目玉である²⁸。

V. 結びにかえて

1. 直接投資のフローの変化

主要先進国や他のアジアと中国との金融協力の推進は、人民元の国際化を進め、双方にとって貿易や投資（直接投資、証券投資）の利便性を高める狙いがあることは言うまでも

²⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2971370/index.html>

²⁶ 人民元と韓国ウォンとの直接交換取引は、あくまでソウル市場を対象に、2014年12月から取引が開始されていた。

²⁷ ロシア中央銀行も、人民元建て国債の発行を表明している（2015年11月7日付日本経済新聞）。

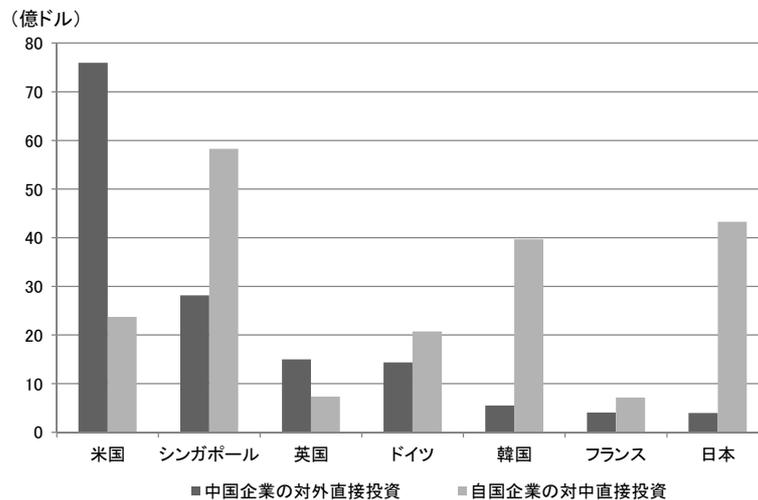
²⁸ 山東省の省長は郭樹清氏で、前中国証券監督管理委員会主席。郭省長は、次期中国人民銀行総裁との声も出ている。

ない。直接投資については、これまで中国では対内直接投資が対外直接投資を凌駕してきたが、近年、対外直接投資が急増し、両者は拮抗か、統計によっては逆転するに至っている。中国商務部の統計によれば、2014年の金融部門を除く対内直接投資は1,196億ドル、同じく対外直接投資は1,072億ドルとなっている。金融部門を加えた対外直接投資は合計で1,231億ドルにも上る。続いて、2015年の金融部門を除く対内直接投資は1,263億ドル、同じく対外直接投資は1,180億ドルとなっている。

こうした中国企業による対外直接投資を自国市場に呼び込むことも、経済分野で協力枠組みを設ける主要先進国のインセンティブとなっている。例えば、米国を例にとると、2014年、米国企業の対中直接投資の実行金額24億ドルに対し、中国企業の対米直接投資は76億ドルとなっている（対中の約3.2倍の比率）。英国でも、米国ほどではないが、中国企業の対米直接投資が、英国企業の対中直接投資を上回っている（対中の約2.0倍の比率）（図表3）。

日本、韓国を見ると、対中直接投資の方が、中国企業の自国向け直接投資をはるかに上回っているが、今後、主要先進国と中国との直接投資を巡る構造の変化も、協力枠組みとその協力項目に影響していることを日本の当局や市場関係者は念頭に置く必要がある。米中両国が投資協定（BIT）を推進しようとしているのも、直接投資のフローの変化の文脈で理解できよう²⁹。

図表3 主要国の中国を巡る対外・対中直接投資（2014年）



(注) 左より中国企業の対外直接投資の多い順に並び替え。

(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

²⁹ 米中投資協定は、ネガティブリスト方式での交渉が進められている。

2. AIIB を巡る主要先進国と中国との関係

中国企業の対外直接投資の自国市場への呼び込みに加え、中国企業と自国企業による第三国市場の開拓は、中国の「一带一路」（シルクロード開発）構想やアジアのインフラ整備戦略への欧州勢の関心を高め、中国政府主導のアジアインフラ投資銀行（Asian Infrastructure Investment Bank、略称 AIIB、資本金 1,000 億ドル、2015 年 12 月設立）に欧州勢が創設メンバーとして参加する結果ともなった。英国、フランス、ドイツはともに AIIB の創設メンバーでもあり、前述の二国間の対話の枠組みの下でも、AIIB の設立を通じて中国とアジアのインフラ整備で協力していくことも確認している。他に、中国政府は、欧州勢や日米が加盟する欧州復興開発銀行（European Bank for Reconstruction and Development、略称 EBRD）への加盟を申請し³⁰、2015 年 12 月 14 日の EBRD の総務会によって承認された³¹。中国政府は、中央アジアや中東欧諸国向けの経済開発で、英国、フランス、ドイツなどと連携していく方針を見せており、今後、AIIB と EBRD との協調融資も視野に入ってくる³²。

日中間の対話のうち、前述の第 5 回日中財務対話では、東アジアや ASEAN+3 の金融協力の下で、アジアのインフラ建設を進めることが共同プレスリリースに盛り込まれている。但し、この分野の協力では、①両国の共通の利益に基づくこと、②開発金融機関との協調も含めること、ともされている。その一方、2015 年 5 月 21 日、日本政府は「質の高いインフラパートナーシップ」（投資規模 1,100 億ドル）³³を表明している。

金融分野において、日中両国が、二国間だけでなく、多国間でもどのように協力の枠組みを構築し、共通の利益を共有していくのか、引き続き注目される。

³⁰ http://www.gov.cn/xinwen/2015-11/06/content_2962070.htm

³¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2989018/index.html>

³² 2015 年 11 月 7 日付日本経済新聞。

³³ https://www.mof.go.jp/international_policy/economic_assistance/press_release/pqi_150521.html