

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

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2018年1月16日、日本のメガバンク2行が、日本の発行体として、中国国内で初めて非居住者による人民元建て債券、愛称「パンダ債」を発行した。今回の日系発行体による初のパンダ債発行は、日中両国で会計分野を担当する金融庁と財政部が、事前に監査監督上の協力に関する書簡の交換を行うことによって実現したものである。
2. 中国でのパンダ債の発行に関しては、発行体として国際開発機関を想定したルールが制定されている。2005年10月のパンダ債の発行第一号は、アジア開発銀行（ADB）と国際金融公社（IFC）であり、その後、人民元国際化の進展や「一帯一路」構想の発表を機に、発行体も外国の事業会社・金融機関や外国政府に拡大してきた。
3. 今回の日中両国の当局間で交わされた書簡では、日本で起債する中国の発行体に投資を行う日本の投資家の保護に資することも目的としている。2018年2月には、中国の発行体の中では、事業会社として初めて、中国東方航空が東京プロボンド市場で発行プログラムを登録した。
4. パンダ債は、適格外国機関投資家（QFII）制度等を経由して、外国人投資家も購入することが可能である。債券の流通市場では、中国は2017年7月よりボンドコネクト（債券通）を導入している。中国が双方向での債券発行・流通市場の開放を進めている中で、今後の具体的な案件が引き続き注目される。

I 日系発行体による初のパンダ債の発行

1. メガバンク2行が同時発行

2018年1月16日、日本のメガバンク2行が、日本の発行体として、中国国内で初めて非居住者による人民元建て債券、愛称「パンダ債」を発行した（図表1）。

そのうち1行がみずほ銀行で、発行金額は5億元、発行期間（満期）は3年、発行金利

図表 1 日系発行体による初のパンダ債発行概要

発行体	発行額	発行時期	期間	金利	主幹事	認可(または登録)機関
みずほ銀行	5億元	2018年1月	3年	5.30%	みずほ銀行(中国)、中国工商銀行、中国銀行、中信証券	中国人民銀行
三菱東京UFJ銀行	10億元	2018年1月	3年	5.30%	三菱東京UFJ銀行(中国)、中国銀行、中国工商銀行、中国輸出入銀行、上海浦東発展銀行、モルガン・スタンレー華鑫証券	中国人民銀行

(出所) Wind 資訊、各行プレスリリースより野村資本市場研究所作成

は 5.30%、主幹事は同行の現地法人であるみずほ銀行（中国）を含む 4 社である¹。みずほ銀行は、2017 年 12 月 22 日に、中国人民銀行（中央銀行）から、日系の発行体として初めてパンダ債の発行認可を取得している²。

また、もう 1 行が三菱東京 UFJ 銀行で、発行金額は 10 億元、発行期間（満期）は 3 年、発行金利は 5.30%、主幹事は同行の現地法人である三菱東京 UFJ 銀行（中国）有限公司を含む 6 社である³。三菱東京 UFJ 銀行は、2018 年 1 月 4 日に中国人民銀行から発行認可を取得している。他に、同行のプレスリリースによれば、今回のパンダ債は、銀行間債券市場で機関投資家向けに私募債として発行されており、中国の地場格付け会社である上海新世紀資信評価投資服務有限公司から AAA の格付を取得している。

2. 日中の当局間の協力により日系発行体のパンダ債発行が実現

今回の日系発行体による初のパンダ債発行は、日中の当局間の協力、具体的には会計分野での協力が進んだことによって実現したものである。

パンダ債の発行については、後述の通り、国際開発機関を対象にしたルールがある。中国の会計基準は国際会計基準（IFRS）に準拠して設定されており、例えば、2005 年に初めてパンダ債を発行したアジア開発銀行（ADB）や国際金融公社（IFC）は IFRS に基づく財務諸表を作成・開示している。会計制度を担当する財政部が中国の会計基準と IFRS に同等性があると判断すれば、パンダ債を発行するためだけに当局や投資家向けに中国の会計基準による財務諸表を新たに作り直す必要はない。これに対し、IFRS 以外の会計基準を採用している発行体にとっては、中国の会計基準で財務諸表を作り直すことは実務上の負担が大きく、現実的ではないという問題があった。

この制度上の問題を解決するため、日中両国で会計分野を担当する金融庁と財政部は、2017 年 12 月 22 日、北京で監査監督上の協力に関する書簡の交換を行った⁴。金融庁のプレスリリースによれば、当該書簡は、日中両国の監査法人に対する監督当局が、相互主義等の原則の下、必要な範囲で監督上の情報交換を行うことを可能にするものである。この

¹ みずほ銀行プレスリリース（2018 年 1 月 12 日）参照。

² 同行プレスリリース（2017 年 12 月 22 日）参照。

³ 三菱東京 UFJ 銀行プレスリリース（2018 年 1 月 15 日）参照。

⁴ 金融庁「監査監督上の協力に関する中華人民共和国財政部との書簡交換について」（2017 年 12 月 22 日）参照。

日中両国の監督当局の決定によって、事実上、日系発行体の中国国内でのパンダ債発行に必要な環境整備への途が開かれたと言えよう。

Ⅱ 中国におけるパンダ債の発行に関する制度設計

1. 中国人民銀行等の政府 4 部門による発行管理暫行弁法の制定

中国でのパンダ債の発行に関しては、発行体として国際開発機関を想定したルールが制定されている。最初のルールは、中国人民銀行、財政部、国家発展改革委員会、中国证券监督管理委员会（証監会）が 2005 年 2 月 18 日に共同で公布した「国際開発機関の人民元建て債券の発行管理暫行弁法」である⁵。次に、2010 年 9 月 16 日に政府 4 部門が共同で 2005 年の発行管理暫行弁法の改正版を制定し、同月 30 日に公布している⁶。

2. 発行管理暫行弁法の内容

国際開発機関のパンダ債発行に関する主要な条件を、発行管理暫行弁法の 2005 年版⁷と 2010 年改正版の違いも踏まえながら整理すると、以下の通りとなる。

1) 発行体の定義

発行管理暫行弁法の 2010 年改正版では、国際開発機関の定義を、従来の多国間の開発性の投融資を行う金融機関に加え、二国間の同機関も含まれるとし、政府系金融機関にも発行資格を拡大した。商業性の金融機関にもパンダ債の発行資格が認められるかどうかは、政府 4 部門は明示的な解釈を公表していないものの、今回の日本のメガバンク 2 行によるパンダ債発行に見られるように、発行管理暫行弁法の定める一連の条件を準用して、関係部門が発行審査及び認可手続きを進めているものと思われる。

2) 申請窓口と審査内容

国際開発機関の場合のパンダ債の発行に関する申請窓口は財政部となり、中国人民銀行、国家発展改革委員会、証監会、国家外為管理局の審査及び確認を経て、国务院（内閣）に報告また同意を得る必要がある。なお、商業銀行の場合は、中国人民銀行が発行体の申請及び認可窓口となっている。

各部門のうち、国家発展改革委員会と財政部は、産業政策、外資の対外債務状況、マクロ経済及び国際収支状況の観点から、パンダ債の発行規模と資金用途を審査する。中国人民銀行は、パンダ債の発行金利に対する管理を行うとともに、発行体が開設す

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144959/2818300/index.html>

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144959/2848292/index.html>

⁷ パンダ債に関する発行管理暫行弁法の 2005 年版の内容については、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 年夏号を参照。

る人民元口座とクロスボーダー取引を監督する。財政部や国家外為管理局等は、調達資金を用いた投融資を管理する。

3) 格付け

国際開発機関のパンダ債発行に当たっては、2社以上による格付けが必要で、そのうち少なくとも1社は中国国内で登録され、かつ人民元建て債券に対する格付け能力を有する格付け会社である必要がある。また、パンダ債の格付けはAA以上であることが求められる。

利用する格付け会社については、発行管理暫行弁法の2005年版では、中国国内登録の格付け会社による格付けしか想定されていなかったが、2010年改正版では、海外の格付け会社による格付けも容認している点が特徴である。

4) 資金使途

国際開発機関がパンダ債で調達した資金は、中国国内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提供されるものでなければならない。また、対象プロジェクトは、中国の産業政策、外資政策、設備投資規定に符合する必要がある。

中国の外資導入政策は、国家発展改革委員会と商務部が定める「外商投資産業指導目録」に沿って、業界毎に細則が出ており、パンダ債発行による調達資金の使途も、外資一般に対するルールが適当されるものと解釈される。

5) 財務諸表

パンダ債を発行する国際開発機関は、直近3年間の監査済みの財務諸表を申請時に提出することが義務付けられている。提出する財務諸表は、国際開発機関が採用している会計基準で、財政部が中国の会計基準（中国企業会計準則）と同等と認めた場合を除き、中国の会計基準に従って財務諸表を作成する必要がある。また、国際開発機関が所在する国（または地域）の当局と財政部の間で、会計士の監査に対する管理監督面での同等性の合意がある場合を除き、パンダ債を発行する国際開発機関の財務諸表は、中国国内で証券・先物資格を有する会計事務所による監査を得ることが求められている。

財務諸表については、発行管理暫行弁法の2005年版では、中国国内で登録した会計士による財務諸表の監査を受ける必要がある旨の規定しかなかったが、2010年改正版では、例外規定を設けることで、IFRSを採用する国際開発機関の財務諸表作成の実務上の負担を軽減した。同時に監査面でも、当局間の合意により国際開発機関の所在地で受けている監査結果をそのまま適用できることとなり、今回の日系発行体のパンダ債の発行も、この規定が準用できたことにより実現に至ったものである。

6) 為替・送金規制

国際開発機関が、パンダ債を発行して調達した人民元を海外に送金して使用する場合、中国人民銀行の定める関連規定に従わなければならない。また、調達した人民元を外貨に交換して海外で使用する場合、資金使途を説明して国家外為管理局の認可を取得する必要がある、定期的に同局に報告することが義務付けられている。発行管理暫定弁法の 2005 年版では、調達した人民元を国内使用に限定し、外貨交換後の対外送金を禁止していたが、2010 年改正版では規制緩和が行われている。

また、発行したパンダ債の元利払いのために、国家外為管理局の認可を経て、海外で外貨を調達して中国国内で人民元に転換することは、2005 年版でも 2010 年改正版でも変更は無い。なお、2010 年改正版では、元利払いのために海外で人民元を調達するケースが新たに追加されている。このケースでは、中国人民銀行への届出が必要である。

3. 過去の発行実績

2005 年のパンダ債の発行解禁は、国内債券市場の自由化や発展の促進、海外での債券発行の先進的な経験と管理技術の導入を目的に、国際開発機関を対象に行われた。同年 10 月に、ADB と IFC が銀行間債券市場で第一号債券を同時に発行している（図表 2）。

その後、中国では、2009 年の人民元建て貿易決済解禁を皮切りに人民元の国際化が進められてきており、海外の金融機関が保有する人民元の中国本土での運用ルートの開拓を念頭に、中国政府はパンダ債の発行体の多様化や銘柄数の増加を進め始めた。その第一号は独タイムラーで、2014 年 3 月に、銀行間債券市場の自主規制機関である中国銀行間市場交易商協会を通じた登録方式で発行している。

また中国政府は、2015 年秋に、5 年に 1 回の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）

図表 2 主なパンダ債の発行実績

目的	発行体	発行額	発行時期	期間	金利	主幹事	認可(または登録)機関
国内債券市場の自由化	アジア開発銀行(ADB)	10億元	2005年10月	10年	3.34%	中銀国際証券	中国政府(中国財政部)
	国際金融公社(IFC)	11.3億元	2005年10月	10年	3.40%	中国国際金融、中信証券	同上
	国際金融公社(IFC)	8.7億元	2006年11月	7年	3.20%	中国国際金融、中信証券	同上
	アジア開発銀行(ADB)	10億元	2009年12月	10年	4.20%	中国国際金融	同上
人民元国際化の推進 (IMF・SDR構成通貨への人民元の採用)	独タイムラー	5億元	2014年3月	1年	5.20%	中国銀行	中国銀行間市場交易商協会
	独タイムラー	30億元	2015年4月	1年	4.80%	中国銀行	同上
	HSBC(香港)	10億元	2015年9月	3年	3.50%	中信証券	n/a
	スタンダードチャータード銀行(香港)	10億元	2015年12月	n/a	3.50%	中国銀行	n/a
	韓国政府	30億元	2015年12月	3年	3.00%	交通銀行、シティバンク(中国)、高盛高華証券(ゴールドマン・サックス系)、HSBC(中国)、スタンダードチャータード銀行(中国)	中国銀行間市場交易商協会
	カナダ・プリティッシュコロニア州政府	30億元	2016年1月	3年	2.95%	中国銀行、HSBC(中国)	同上
	フィリピン政府	14.6億元	2018年3月	3年	5.00%	中国銀行、スタンダードチャータード銀行(中国)	同上
証券取引所での発行	越秀交通基建有限公司(香港)	3億元	2016年3月	5年	2.85%	広州証券	上海証券取引所
	越秀交通基建有限公司(香港)	7億元	2016年3月	7年	3.38%	広州証券	同上
「一帯一路」構想の支援	露UCルサル	10億元	2017年3月	3年	5.50%	中国国際金融	同上
	マレーシア・メイバンク	10億元	2017年7月	3年	4.60%	国家開発銀行、HSBC(中国)	中国銀行間市場交易商協会
	ハンガリー政府	10億元	2017年7月	3年	4.85%	中国銀行、HSBC(中国)	同上
	lowa China Offshore Holdings(香港)	12億元	2018年2月	9年	5.65%	招商証券	深圳証券取引所
	招商局港口(香港)	5億元	2018年2月	3年	5.15%	招商証券	同上

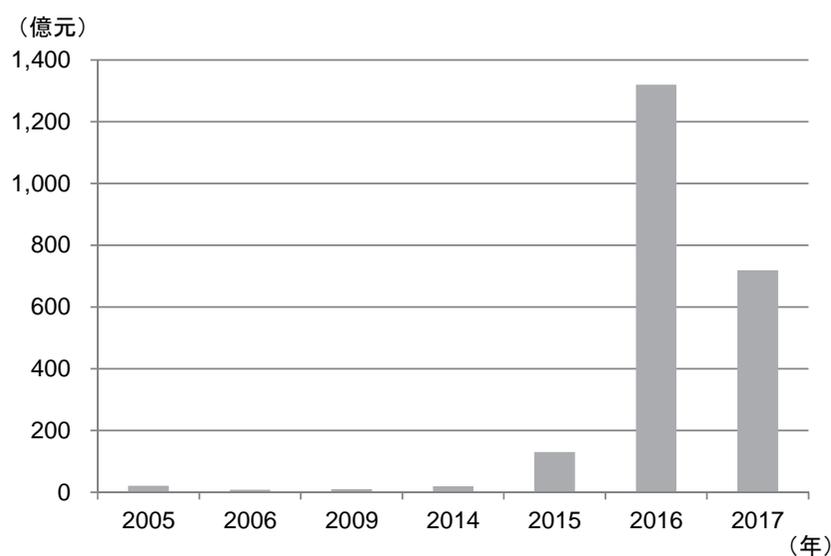
(出所) Wind 資訊、各種資料より野村資本市場研究所作成

の構成通貨の見直しが行われた前後には、SDR に人民元を採用させるため、人民元の国際化をより一層進めた。パンダ債では、この年に外国の事業会社だけでなく、外国金融機関（HSBC、スタンダードチャータード銀行）や外国政府（韓国政府）にも発行体が拡大された。2016年3月には、香港の上場会社が初めて上海証券取引所でパンダ債を試験的に発行した（公募方式）。この結果、パンダ債の発行金額は、2014年の20億元（2本）から、2015年には130億元（11本）、2016年には1,320億元（66本）と一挙に拡大した（図表3）。

さらに、パンダ債は、2013年に習近平国家主席が打ち出した「一帯一路」構想⁸に基づき、沿線国・地域との金融協力的手段として位置付けられることとなった。政策としては、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「シルクロード経済ベルトと21世紀海上シルクロードの共同建設推進のビジョンとアクション」があり、この中で、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いる⁹。この方針を受け、2017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ている。一帯一路の他の沿線国・地域では、2017年7月にマレーシアのメイバンクとハンガリー政府が銀行間債券市場でパンダ債を発行している。

2017年のパンダ債の発行金額は、中国本土の金融セクターの脱レバレッジの動きや、

図表3 パンダ債の発行金額の推移



(注) 2007～2008年、2010～2013年は発行実績なし。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

⁸ 中国の「周辺国・地域のインフラとの相互接続・相互交通建設を加速しシルクロード経済ベルト（帯）及び海上シルクロード（路）の建設を推進し、全方位開放の新局面を形成する」構想。英文呼称は One Belt and One Road、その後 2015 年 9 月に Belt & Road に変更されている。

⁹ http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201503/t20150328_669091.html

米国の利上げ等の影響を受け、発行コストが上昇した結果、719 億元（35 本）に留まった。しかしながら、その後も一帯一路関連の発行体によるパンダ債発行の試みは続いており、2018 年には、深圳証券取引所でも発行実績が出始めた（前掲図表 2）。なお、上海証券取引所は、2017 年 10 月 27 日に一帯一路建設を同取引所として支援するためのビジョン・アクションプランを既に公表している¹⁰。また、2018 年 3 月 2 日に、上海と深圳の両証券取引所は「“一帯一路”債券テスト実施に関する通知」を公布し、証券取引所で発行・上場する社債（公司債）の発行銘柄を、①一帯一路の沿線国・地域の政府系機関が発行するソブリン債、②沿線国・地域の企業や金融機関が発行する社債、③一帯一路建設を資金使途とする中国の国内外の企業が发行する社債、の 3 つに整理し、沿線国・地域の発行体によるパンダ債の発行を促進しようとしている¹¹。

個別の案件では、2018 年 3 月 13 日、中国の大手格付け会社（China Lianhe Credit Rating）が、フィリピン政府及び同政府が発行するパンダ債に対して AAA の格付けを付与し、同年 3 月 20 日に発行が実現した（前掲図表 2）。アジアにおける外国政府では、韓国政府に続く 2 番目のパンダ債の発行となる。

III 日中債券市場の双方向の開放

1. 中国発行体によるサムライ債の発行

今回、日中両国の当局間で交わされた書簡は、日本で起債する中国の発行体いわゆるサムライ債に投資を行う日本の投資家の保護に資することも目的としており、日中双方で自国市場での起債のための環境整備を行っている。同書簡交換後、中国の発行体の中では事業会社として初めての中国東方航空が、2018 年 2 月 2 日に、東京証券取引所の「東京プロボンド市場」で、500 億円の発行プログラムを登録し、開示している（図表 4）¹²。中

図表 4 東京プロボンド市場における中国発行体のサムライ債発行概要

発行体	プログラム登録日	プログラム登録期間	登録金額	アレンジャー及びリードマネージャー
中国工商银行（東京支店）	2016年2月29日	2016年2月29日～2017年2月28日	40億ドル	みずほセキュリティーズアジア
	2017年3月1日	2017年3月1日～2018年2月28日	40億ドル	みずほセキュリティーズアジア、英SMBC日興キャピタル・マーケット会社、大和証券キャピタル・マーケットツシンガポールリミテッド
	2018年3月1日	2018年3月1日～2019年2月28日	40億ドル	みずほセキュリティーズアジア、英SMBC日興キャピタル・マーケット会社、大和証券キャピタル・マーケットツシンガポールリミテッド
中国東方航空株式有限公司	2018年2月2日	2018年2月2日～2019年2月1日	500億円	英SMBC日興キャピタル・マーケット会社、DBJ証券、中国銀行（BOC）、みずほセキュリティーズアジア、大和証券キャピタル・マーケットツシンガポールリミテッド、モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・インターナショナル、ノムラ・インターナショナルplc

（出所）東京証券取引所より野村資本市場研究所作成

¹⁰ http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20171027_4408390.shtml

¹¹ http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/bond/c/c_20180302_4468353.shtml

¹² 日本取引所グループ「新規プログラムの承認（TOKYO PRO-BOND Market）：China Eastern Airlines Corporation Limited（中国東方航空）」（2018年2月2日）参照。

国の発行体の同市場での発行プログラムの登録は、2016年2月の中国工商银行東京支店（40億ドル）に続いて第2号となる。今回の中国東方航空に先立って、2016年10月には、CITICグループが合計1,000億円のサムライ債を発行している。これは、2000年の中国の財務部の発行以来、中国発行体にとって16年ぶりの発行となった。

中国の債券市場にとって、国内市場と海外市場を通じた双方向での起債は、2013年10月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議で決定された習近平指導部第一期の改革プランのうち、「資本市場の双方向の開放の促進」という方針に基づくものでもある。同時に、前述の2015年3月の一帯一路構想の政策では、「条件を満たした中国国内の金融機関や企業は、海外で人民元建て債券や外貨建て債券を発行することが可能で、調達した資金を沿線国で使用することを奨励する」としており、中国政府の経済外交の方向性にも沿ったものである。資本市場の双方向の開放は、一帯一路構想という名目によって更に強化されていくことが予想される。

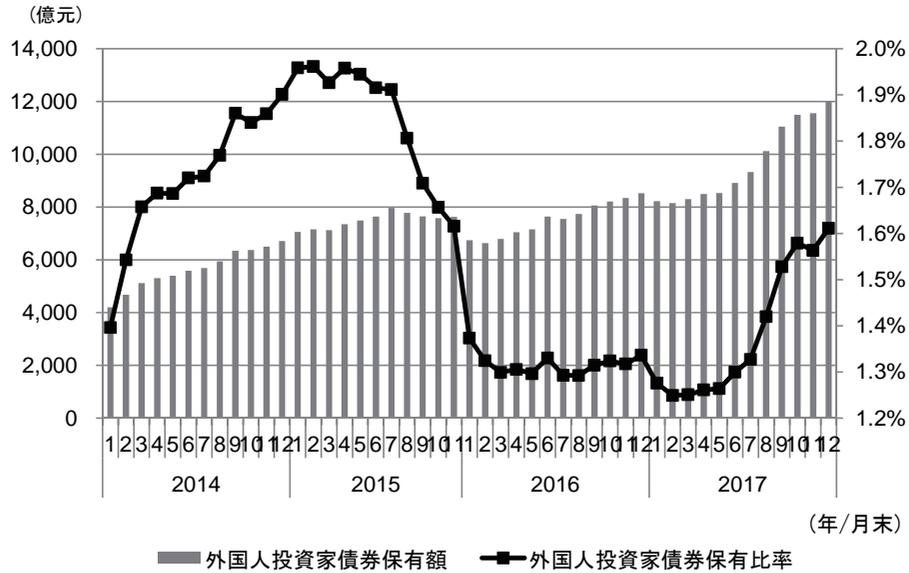
2. 外国人投資家にとってのパンダ債

発行条件や市況次第ではあるが、発行規模が近年急速に拡大しているパンダ債を、中国国外の外国人投資家が購入しようとする場合、中国政府が設定している投資ルートを経由すれば可能である。具体的な投資ルートの一つ目が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）制度であり、二つ目が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である。また、2017年7月からは、海外の機関投資家を対象に、中国本土の銀行間債券市場に香港経由で売買を行う新たな制度としてボンドコネクト（債券通）が始まっている¹³。ボンドコネクトは、中国本土向けの債券売買（ノースバウンド）が先行しており、海外からはQFIIやRQFII、銀行間債券市場の投資ライセンスを有した機関投資家が参加可能な仕組みとなっている。

中国国内の債券市場に参加できる投資家は、一定のライセンス等を取得する必要があるものの、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（図表5）。2017年12月末時点の中国本土の債券発行残高74兆4,104億元のうち、外国人投資家の保有金額は1兆1,988億元、保有比率は1.6%となっている。中国人民銀行は、2018年2月5日～6日にかけて開催した年度業務会議で、2018年の金融政策・金融市場の運営方針の一つとして、金融リスクの防止・解消と同時に、債券市場の双方向の開放の拡大や、人民元の国際化の着実な推進を掲げている。

¹³ 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。

図表5 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

3. 結びにかえて

発行市場であれ流通市場であれ、中国の債券市場の双方向の開放が東京市場との間でも進められていくことは、日中両国政府間の金融協力の推進とも関わってくるものである。2017年5月6日、横浜市でのADB総会の機会に、第6回日中財務対話が両財務省及び中央銀行幹部の参加を得て開催されており、金融分野の実務協力を拡大することで合意している¹⁴。本稿の冒頭で取り上げた監査監督上の協力についても、第6回日中財務対話での合意内容の延長線上にあるものである。

日中の発行体によるパンダ債やサムライ債の発行に向けた環境整備が続く中で、今後の具体的な案件が引き続き注目される。

¹⁴ 財務省「第6回日中財務対話 共同プレスリリース 於：横浜」(2017年5月6日)参照。