

**本資料は、第7回研究会(2015年12月4日)において、
齋藤尚登・大和総研主席研究員が使用したものである。**

自由貿易試験区と中国の金融改革 (補足資料)

株式会社 大和総研
主席研究員 齋藤 尚登
2015年12月4日

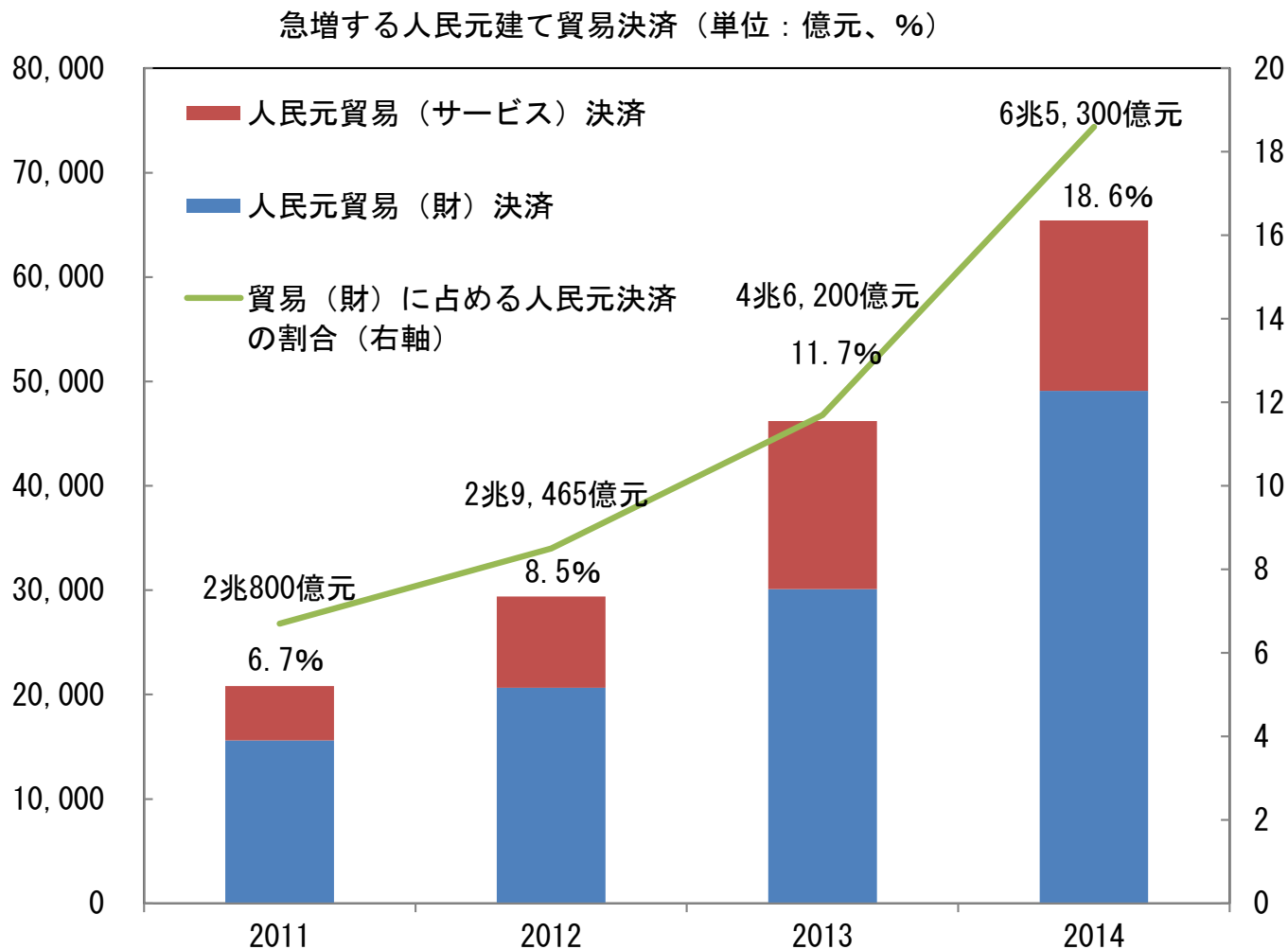
1.人民元の国際化

2.人民元に対米ドル中間レート算出方法の変更

3.株価急騰・暴落への対応にみるマーケット機能軽視

4.金利は自由化したというが…

急増する人民元建て貿易決済



（出所）中国人民銀行、中国税関統計より大和総研作成

相次ぐ通貨スワップ協定締結の目的

◎中国人民銀行は、2015年11月末時点で29ヵ国・地域の中央銀行・通貨当局との間で2兆9,822億元の通貨スワップ協定を締結

◎貿易・直接投資の相互促進を通じた経済発展、貿易・投資の人民元決済や人民元の外貨準備への採用など、人民元の国際化を強く意識

中国人民銀行が締結した通貨スワップ協定一覧

年月	締結相手	金額（億元）	備考
2008年12月	韓国銀行	1,800	2011年10月に3,600億元に拡大
2009年1月	香港通貨管理局	2,000	2011年11月に4,000億元に拡大
2009年2月	マレーシア国立銀行	800	2012年2月に1,800億元に拡大
2009年3月	ベラルーシ中央銀行	200	終了
2009年3月	インドネシア銀行	1,000	2013年10月に1,000億元
2009年3月	アルゼンチン中央銀行	700	終了
2010年6月	アイスランド中央銀行	35	2013年9月に35億元
2010年7月	シンガポール通貨庁	1,500	2013年3月に3,000億元に拡大
2011年4月	ニュージーランド準備銀行	250	
2011年4月	ウズベキスタン共和国中央銀行	7	
2011年5月	モンゴル銀行	50	2012年3月に100億元に拡大
2011年6月	カザフスタン国立銀行	70	
2011年12月	タイランド銀行	700	
2011年12月	パキスタン国立銀行	100	
2012年1月	アラブ首長国連邦中央銀行	350	
2012年2月	トルコ中央銀行	100	2015年11月に120億元に拡大
2012年3月	オーストラリア準備銀行	2,000	
2012年6月	ウクライナ国立銀行	150	
2013年3月	ブラジル中央銀行	1,900	
2013年6月	イングランド銀行	2,000	2015年10月に3500億元に拡大
2013年9月	ハンガリー国立銀行	100	
2013年9月	アルバニア銀行	20	
2013年10月	欧州中央銀行	3,500	
2014年7月	スイス国立銀行	1,500	
2014年9月	スリランカ中央銀行	100	
2014年10月	ロシア連邦中央銀行	1,500	
2015年3月	スリナム中央銀行	10	
2015年3月	アルメニア中央銀行	10	
2015年4月	南アフリカ準備銀行	300	
2015年5月	ベラルーシ中央銀行	70	
2015年9月	タジキスタン中央銀行	30	

(注1) 通貨スワップ協定の期間は3年間

(注2) 韓国、香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチン、アイスランドとの通貨スワップ協定は1期目が終了。

韓国、香港、マレーシアは規模を拡大した上で2期目が開始。インドネシア、アイスランドは同規模で2期目が開始

ベラルーシは規模を縮小して2期目が開始

(注3) モンゴルは通貨スワップ規模を50億元から100億元に、シンガポールは1,500億元から3,000億元に拡大

(注4) 中国人民銀行は2014年5月30日に、中国と韓国の通貨スワップ協定に基づき、4億ウォン（約240万円）を中国貿易企業に融資したと発表。中韓通貨スワップ協定のもとでウォンを使用したのは初めて

(出所) 中国人民銀行資料より大和総研作成

資金決済における通貨別シェア

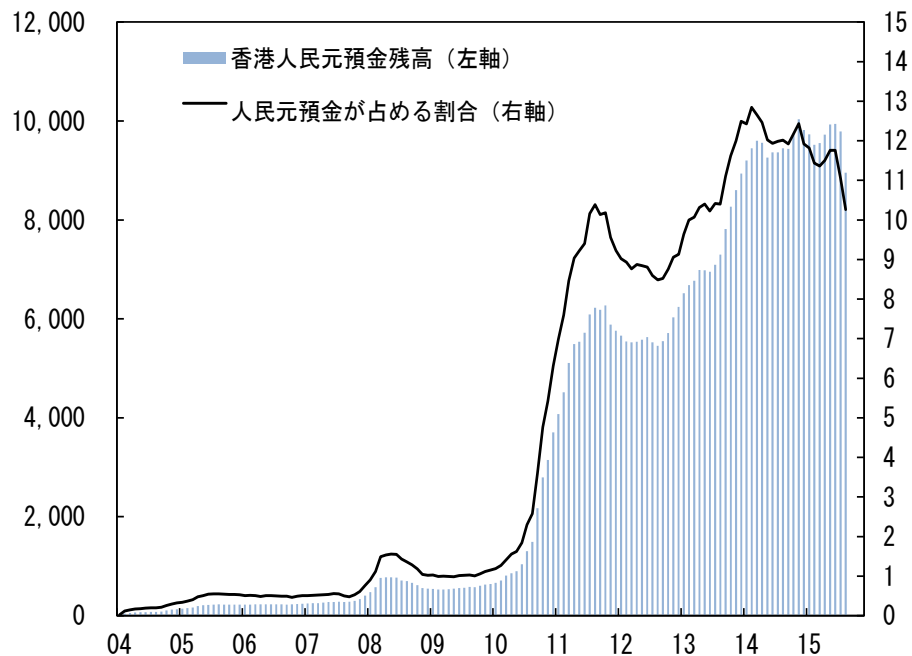
資金決済における通貨別シェア（単位：％）

	2012年1月	(%)	2013年1月	(%)	2014年1月	(%)	2015年1月	(%)	2015年9月	(%)
1	ユーロ	44.04	ユーロ	40.17	米ドル	38.75	米ドル	43.41	米ドル	43.27
2	米ドル	29.73	米ドル	33.48	ユーロ	33.51	ユーロ	28.75	ユーロ	28.63
3	英ポンド	9.00	英ポンド	8.55	英ポンド	9.38	英ポンド	8.24	英ポンド	9.02
4	日本円	2.48	日本円	2.56	日本円	2.49	日本円	2.79	日本円	2.88
5	豪ドル	2.08	豪ドル	1.85	加ドル	1.80	人民元	2.06	人民元	2.45
6	加ドル	1.81	スイスフラン	1.83	豪ドル	1.75	加ドル	1.91	加ドル	1.81
7	スイスフラン	1.36	加ドル	1.60	人民元	1.39	スイスフラン	1.91	スイスフラン	1.62
8	スウェーデンクローナ	1.05	シンガポールドル	1.05	スイスフラン	1.38	豪ドル	1.74	豪ドル	1.54
9	シンガポールドル	1.03	香港ドル	1.02	香港ドル	1.09	香港ドル	1.28	香港ドル	1.12
10	香港ドル	0.95	タイバーツ	0.97	タイバーツ	0.98	タイバーツ	0.98	タイバーツ	0.94
11	ノルウェークローネ	0.93	スウェーデンクローナ	0.96	スウェーデンクローナ	0.97	シンガポールドル	0.89	スウェーデンクローナ	0.93
12	タイバーツ	0.82	ノルウェークローネ	0.80	シンガポールドル	0.88	スウェーデンクローナ	0.80	シンガポールドル	0.90
13	デンマーククローネ	0.54	人民元	0.63	ノルウェークローネ	0.80	ノルウェークローネ	0.68	ノルウェークローネ	0.69
14	ロシアルーブル	0.52	デンマーククローネ	0.58	デンマーククローネ	0.60	デンマーククローネ	0.56	ポーランドズロチ	0.53
15	南アランド	0.48	ロシアルーブル	0.56	ポーランドズロチ	0.59	ポーランドズロチ	0.55	南アランド	0.45
16	ハンガリーフォリント	0.34	南アランド	0.42	南アランド	0.41	南アランド	0.43	デンマーククローネ	0.43
17	ニュージーランドドル	0.33	ニュージーランドドル	0.35	ロシアルーブル	0.40	ニュージーランドドル	0.41	ニュージーランドドル	0.40
18	メキシコペソ	0.31	メキシコペソ	0.34	メキシコペソ	0.39	トルコリラ	0.36	メキシコペソ	0.36
19	トルコリラ	0.27	トルコリラ	0.29	ニュージーランドドル	0.35	メキシコペソ	0.35	トルコリラ	0.22
20	人民元	0.25	ハンガリーフォリント	0.25	トルコリラ	0.34	ロシアルーブル	0.21	ハンガリーフォリント	0.21

（出所）SWIFTより大和総研作成

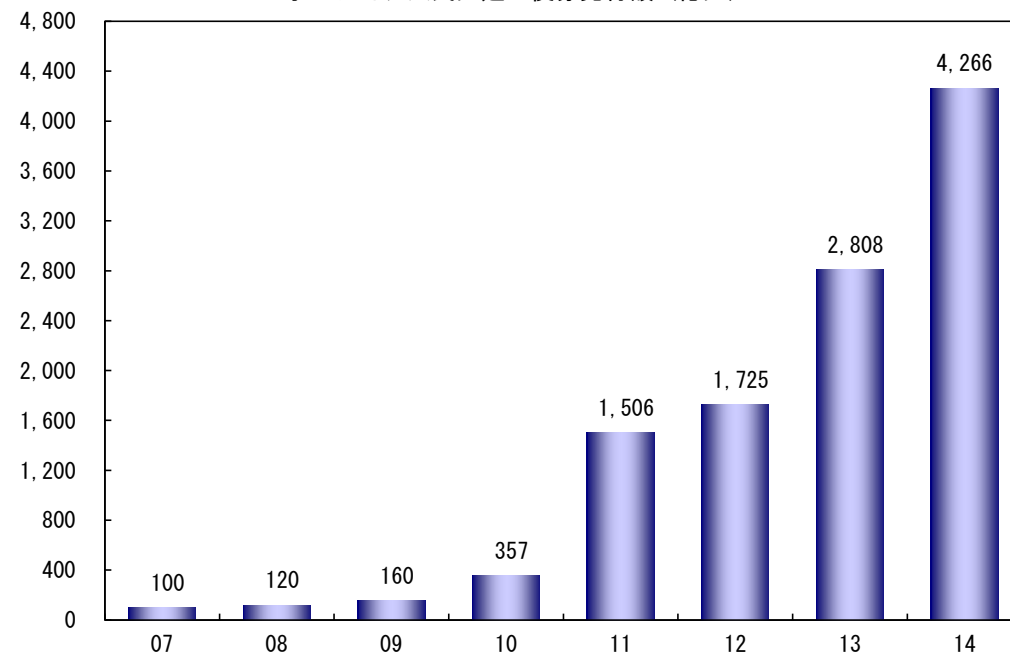
オフショア人民元の運用

香港の人民元預金残高と香港の全預金に占める割合
(単位: 億元、%)



(出所) 香港金融管理局より大和総研作成

オフショア人民元建て債券発行額 (億元)



(出所) ブルームバーグより大和総研作成

RQFIIによる中国本土への金融・証券投資

RQFIIの投資枠とRQFIIの利用額（単位：億元）

	合意時期	RQFIIの投資枠	RQFIIの利用額
香港	2011年12月	2,700	2,700
台湾	2013年7月	1,000	台湾からハンガリーまでの投資枠は9,400億元。2015年11月末時点の利用額は1,665.25億元
シンガポール	2013年7月	1,000	
イギリス	2013年7月	800	
フランス	2014年6月	800	
韓国	2014年7月	1,200	
ドイツ	2014年7月	800	
カタール	2014年11月	300	
カナダ	2014年11月	500	
オーストラリア	2014年11月	500	
スイス	2015年1月	500	
ルクセンブルク	2015年4月	500	
チリ	2015年5月	500	
ハンガリー	2015年6月	500	
マレーシア	2015年11月	500	
合計	—	12,100	4,365.25

(注1) RQFIIは2011年12月にスタート、当初は香港に限定され、投資枠は200億元。

2012年4月に700億元、2012年11月に2,700億元へ拡大

(注2) シンガポールは投資枠が最初500億元、2015年11月に1,000億元へ拡大。

韓国は投資枠が最初800億元、2015年11月に1,200億元へ拡大。

(出所) 中国人民銀行、各種報道より大和総研作成

◎RQFIIは中国域外保有の人民元を中国の金融証券市場に投資

◎当初は80%を債券など固定収益商品に投資するとされたが、既に大幅な規制緩和を実施。現在は上場株式、上場債券、証券投資ファンド、上場ワラントなどに投資が可能

◎香港は2014年9月末までに、2,700億元のRQFII枠の全てを使い切る

⇒上海－香港ストックコネク(滬港通)と

呼ばれる上海・香港双方向の株式投資が2014年11月7日にスタート

⇒新たなステージへ

上海－香港ストックコネクト(滬港通)とは？

- ◎中国の投資家が香港上場株を、香港の投資家が上海上場A株を売買する、双方向の株式投資のテスト
- ・中国の投資家は香港証券取引所のハンセン総合大型株指数、ハンセン総合中型株指数の構成銘柄、ならびにA株とH株を同時上場している銘柄のH株の売買を行う。上海から香港市場への投資はネットの買いで1日当たり105億元、残高総額2,500億元が上限。香港側は香港市場に投資する中国本土の投資家について、機関投資家(QDII)と、口座残高50万元以上の個人投資家(QDII2)に限定
- ・香港の投資家は上海証券取引所の「上証180指数」と「上証380指数」の構成銘柄、ならびにA株とH株を同時上場している銘柄のA株の売買を行う。香港から上海市場への投資はネットの買いで1日当たり130億元、残高総額3,000億元が上限。上海市場に投資する香港の投資家についての制限はない
- ・香港の投資家の上海株投資は、①単一の投資家が単一の上場会社の株式を保有する場合、持分比率は当該会社の株式総数の10%を超えてはならない、②複数の投資家が単一の上場会社の株式を保有する場合、合計の持分比率は当該会社の株式総数の30%を超えてはならない、との持分比率制限がある

■ 日本と人民元の国際化①

◎人民元ビジネスで先陣を切った日本

- 2011年12月の日中首脳会談で、両国は金融協力の促進で合意
- 日本政府による中国国債購入について、中国は2012年3月に650億元の運用枠を認可
- 2012年6月1日には、東京と上海の銀行間外国為替市場で、円と人民元の直接取引が開始

◎しかし、その後、人民元にかかわる取り組みは停滞

- 日本政府による中国国債購入はいまだ実現せず
- 上海の外国為替取引センターでの円・人民元取引は、2012年1月～3月の77億元から、直接取引開始後に急増。2013年1月～3月に3,774億元のピークを付けたが、その後は減少。2015年7月～9月は807億元
- 東京市場における人民元決済銀行も指定されず
- RQFIIの投資枠も設定されていない

日本と人民元の国際化②

◎2014年11月のAPEC(北京)で日中首脳会談が実現。2015年6月に3年2ヵ月ぶりに日中財務対話再開

・三菱東京UFJ銀行は6月24日、日本国内で日本企業初となる人民元建て社債3.5億元(約70億円)を機関投資家向けに発行

・みずほ銀行は7月9日、東証の機関投資家向け債券市場で人民元建て債券を2.5億元(約50億円)発行

⇒発行額は小規模で試験的な位置付けであるが、急拡大するオフショア人民元ビジネスを日本が取り込んでいく一歩としての意義は大きい

・日中の貿易・投資関係を鑑みるに、円・人民元建ての決済はまだまだ大きく拡大する余地。今後想定される通貨スワップ協定締結や日本での人民元決済銀行の指定、RQFIIの投資認可枠の設定などがこれに拍車

⇒日本国内で人民元取引が拡大すれば、国内金融市場の活性化、東京の国際金融センターとしての地位向上につながる可能性があり、要注目

各国・地域に設立された人民元決済銀行

各国・地域に設立された人民元決済銀行

香港	2003年	中国銀行
マカオ	2004年	中国銀行
ラオス・ヴィエンチャン	2012年6月	中国工商銀行
台湾	2012年8月	中国銀行
シンガポール	2013年2月	中国工商銀行
ドイツ・フランクフルト	2014年3月	中国銀行
カンボジア・プノンペン	2014年3月	中国工商銀行
イギリス・ロンドン	2014年6月	中国建設銀行
フランス・パリ	2014年6月	中国銀行
ルクセンブルク	2014年6月	中国銀行
韓国・ソウル	2014年7月	中国交通銀行
カタール・ドーハ	2014年11月	中国工商銀行
豪州・シドニー	2014年11月	中国銀行
カナダ・トロント	2014年11月	中国工商銀行
マレーシア・クアラルンプール	2014年11月	中国銀行
タイ・バンコク	2014年12月	中国工商銀行
チリ・サンティアゴ	2015年5月	中国建設銀行
南アフリカ・ヨハネスブルグ	2015年7月	中国銀行
アルゼンチン	2015年9月	中国工商銀行
ザンビア	2015年9月	中国銀行

(注) 期日は決済銀行としての協力MOUの締結時点

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

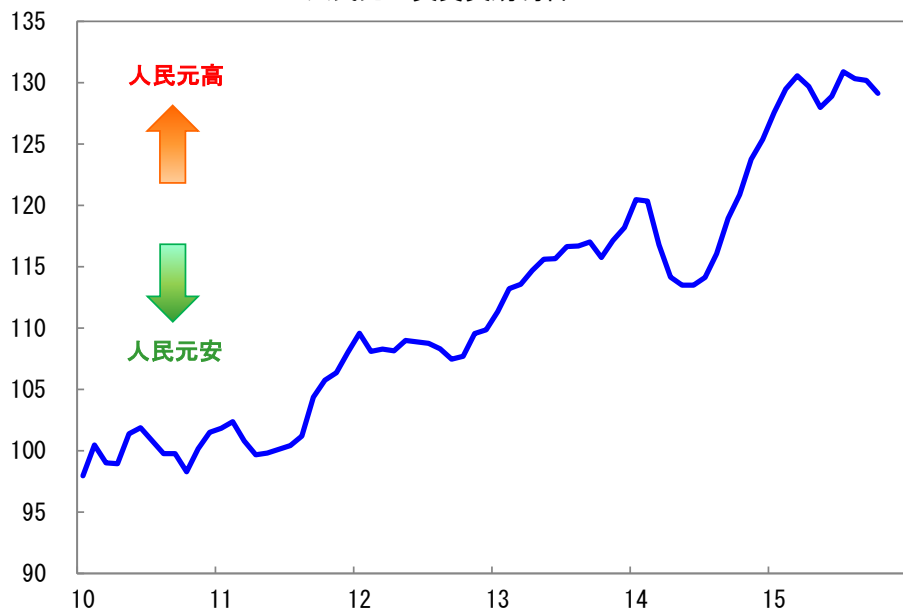
◎人民元の国際決済システム(CIPS)は、2015年10月に19行がテスト運用を開始。うち8行が外国銀行だが、邦銀は入っていない

人民元対米ドル中間レート算出方法の変更

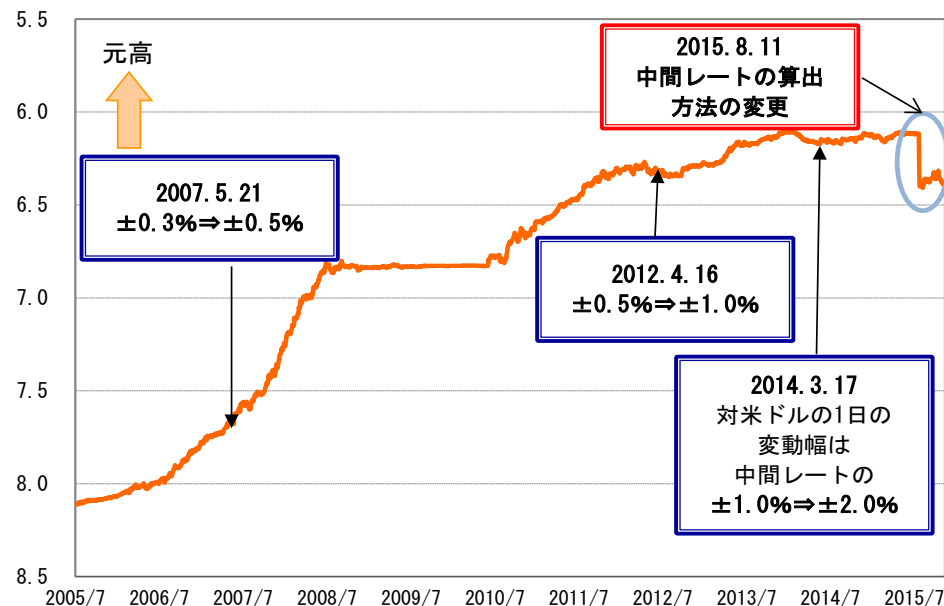
- 中国人民銀行は8月11日、人民元対米ドル中間レートの算出方法の変更を発表。マーケットメイカーは、銀行間外為市場が始まる前に、前日のマーケット終値を参考に、外貨需給と国際主要通貨の為替レートの変化を総合的に考慮したうえで、外国為替取引センターに対ドルレートを提示。
従来、為替市場のレートと中国人民銀行が発表する中間レートは断絶。表面的には為替レートの自由化が進展したかのように見えるが…。当局は市場介入により市場をコントロールしており、「管理された」変動相場制という本質は何ら変わらず。
- 人民元為替制度は「市場の需給を基礎に、バスケット通貨を参考に調節を行う、管理された変動相場制」だが、実際はドルとの安定性のみを重要視。ドル高に伴い実質実効レートは大幅な元高
- 対ドル中間レートは8月10日の6.1162元⇒8月13日に6.4010元へと4.7%切り下げ。8月13日の中国人民銀行の記者会見「従来、人民元の間接レートと市場レートには3%程度の乖離があった」が、「この乖離の是正は既に基本的に完了した」と明言
- 輸出改善効果は極めて限定的。元安が続けば、為替差損を嫌気して中国からの資金流出懸念も高まったであろうが、それも限定的。訪日中国人の「爆買い」への悪影響も杞憂

人民元の対ドルレートと実質実効為替レートの推移

人民元の実質実効為替レート



人民元の対米ドル中間レートの推移 (単位：元)

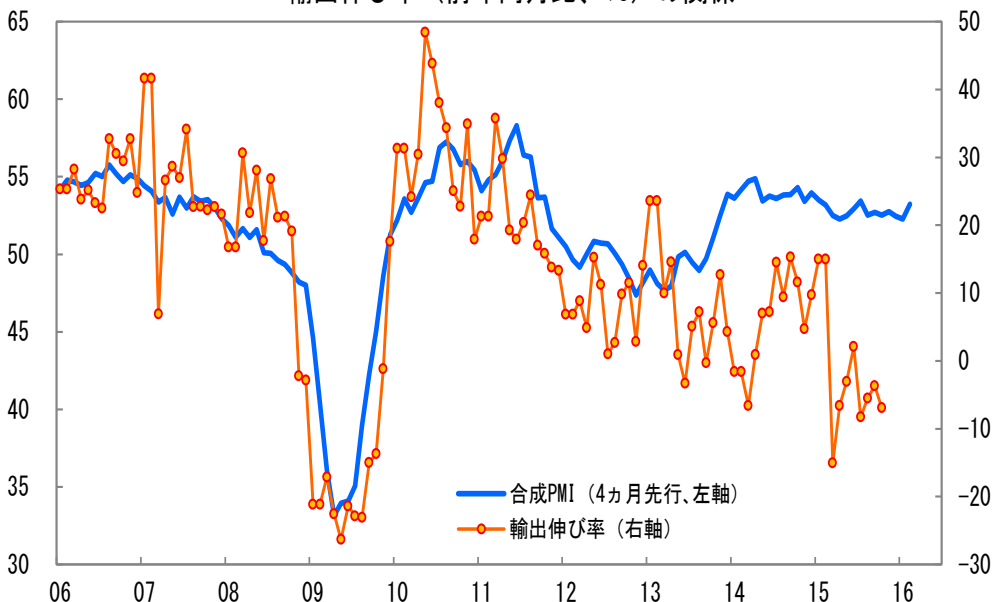


(注) 2010年=100
(出所) 国際決済銀行[BIS]より大和総研作成

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

輸出不振の背景は？外国為替資金残高急減の背景は？

主要先進国の製造業合成PMI（4ヵ月先行）と
輸出伸び率（前年同月比、%）の関係

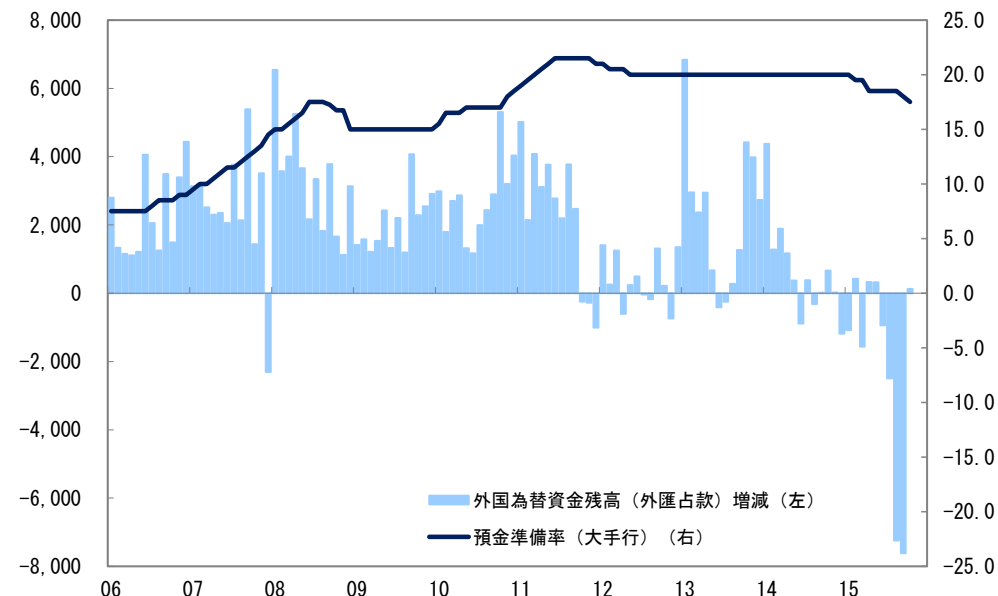


(注1) 1-2月の輸出伸び率は平均。

(注2) 合成PMIは米国・ユーロ圏・日本・英国の製造業PMIを2014年の中国からの輸出額で加重平均

(出所) Markit、財新、中国通関統計より大和総研作成

外匯占款（外国為替資金残高）前月比増減と
預金準備率（大手行）の推移（単位：億元、%）



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

株価暴落。なりふり構わない株価対策は水泡に帰す

上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



(出所) Bloombergより大和総研作成

◎上海総合株価指数は6月12日に5,166ポイント、年初来59.7%高(13年末比144.2%高)の高値

- ・2014年夏の「改革プレミアム」
- ・2014年11月の利下げ以降の「金融相場」
- ・2015年春以降の「買うから上がる、上がるから買う」的な急騰、新規口座開設が急増
- ・[レバレッジは2倍？10倍？](#)

◎7月8日は3,507ポイント、高値から32.1%急落
⇒その前後になりふり構わない株価下支え策を発表

- ☆CSRC(中国証券監督管理委員会)は信用取引制度を変更して株価調整圧力を軽減
- ・CSRCは株式需給悪化を避けるべくIPOを抑制
- ・中国の大手証券21社は1,200億元を拠出し、株価を下支えすることを発表
- ・政府系ファンドの中央匯金はETF買い増し。保険会社、各種ファンドは株式市場への投資を増額。国有企業は自社株買いを実施

☆一時、取引所上場会社の半分が売買を停止

☆CSRCは大株主(保有比率5%以上)等の株式売却を6ヵ月間停止することを発表

☆「悪意のある」空売りを禁止、公安部による調査

○一時4,100ポイント台に反発も長続きせず。

8月21日発表の財新・マークイット製造業PMIは47.1と6年5ヵ月ぶりの低水準、株価は7月8日と同水準の3,507ポイントへ下落

しかし、中国政府の景気に対するコントロールが機能不全に陥っているわけではない

○週末(8月22日、23日)に、期待された追加金融緩和は発表されず

⇒「お上(中国政府)が何とかしてくれる」との期待は打ち砕かれ、「株価対策が水泡に帰しただけでなく、これまでの景気下支え策さえも効かないのではないか?」との疑心暗鬼

⇒株価は下げ足を速め、上海総合株価指数は8月26日には2,927ポイントまで下落。

6月12日の年初来高値5,166ポイントからは43.3%の暴落

○中国人民銀行による追加金融緩和策が発表されたのは8月25日夜

・8月26日より貸出基準金利と預金基準金利を引き下げ。引き下げ幅はともに0.25%で1年物貸出基準金利は4.6%、1年物預金基準金利は1.75%。1年超の定期預金金利の上限を撤廃(当座預金と1年以下の定期預金金利の上限は基準金利の1.5倍で変わらない)

・9月6日より金融機関の預金準備率を0.5%引き下げ。大手行の預金準備率は18.5%⇒18.0%へ引き下げ

※もちろん、これが株価反発の特効薬になるとは思えない

※しかし、中国政府の景気に対するコントロールが機能不全に陥っているとの見方には与しない

※これから懸念されるのは、株価が下げ止まらないことでセンチメントが悪化し、实体经济に悪影響を及ぼすこと。市場に直接的に関与する株価対策が短期的にはともかく持続的には効かないことは過去の株価調整局面で既に経験済み。それにコストを費やすのではなく、株価下落のマイナスの影響を相殺する景気対策の強化に専念することの重要度が増す

金利は自由化したというが…

貸出金利、預金金利の自由化進展度合い

	貸出金利		預金金利	
	上限	下限	下限	上限
1998年10月	1.1倍⇒1.2倍			
1999年9月	1.2倍⇒1.3倍			
2000年				
2001年				
2002年				
2003年				
2004年1月	1.3倍⇒1.7倍			
2004年10月	上限撤廃		下限撤廃	
2005年				
2006年				
2007年				
2008年				
2009年				
2010年				
2011年				
2012年6月		0.9倍⇒0.8倍		1.0倍⇒1.1倍
2012年7月		0.8倍⇒0.7倍		
2013年7月		下限撤廃		
2014年11月				1.1倍⇒1.2倍
2015年3月				1.2倍⇒1.3倍
2015年5月				1.3倍⇒1.5倍
2015年8月				1年超は上限撤廃
2015年10月				上限撤廃

(注) 基準金利に対する倍数

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

利下げについて (単位: %, 倍)

	利下げ前	14/11/22	15/3/1	15/5/11	15/6/28	15/8/26	15/10/24
1年物貸出基準金利 (A)	6.00	5.60	5.35	5.10	4.85	4.60	4.35
1年物預金基準金利 (B)	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
1年物預金金利上限倍率	1.1	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5	上限撤廃
1年物預金金利上限金利 (C)	3.30	3.30	3.25	3.375	3.00	2.625	-
預貸スプレッド (A-B)	3.00	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85
預貸スプレッド (A-C)	2.70	2.30	2.10	1.725	1.85	1.975	-

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

○2015年3月12日に行われた中国人民銀行の記者会見で、周小川総裁は「今年、機会があれば預金金利の上限は撤廃される」とコメント

⇒10月24日に最後まで残されていた預金金利の上限は撤廃

◎銀行は自主的に金利を決定できるようになるのか？ 答えはNO！

⇒3月13日の現地紙は、「銀行の調達コストを抑制し、貸出金利の引き上げを回避するために、中国人民銀行は一部の中小銀行に対して、預金金利の上限(当時は預金基準金利の1.3倍が上限)を適用しないよう、窓口指導を実施した」旨の報道

⇒貸出・預金金利の設定に、「窓口指導(当局の意向)」が大きな影響を与える状況に変化はない

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。