

2015年12月8日 全11頁

金融収支からみる中国の海外資金調達動向

海外からの短期借入依存、ドル建て債の増加といった傾向が顕著

金融調査部 研究員 矢作大祐

[要約]

- これまで中国の国際収支は経常収支黒字と金融収支（外貨準備の変動除く）黒字という双子の黒字の状態が続いてきたが、2014年第2四半期以降、金融収支赤字が恒常化している。中国企業の対外投資の拡大も赤字恒常化の要因の一つだが、対内投資（中国の海外からの資金調達）にも変化が起きている。
- 対内投資の変化として、第一に、海外金融機関等からの貸出の減少が著しい。中国向け貸出は短期のものが多く、満期が到来した貸出がロールオーバーされずに流出したものと考えられる。対内債券投資も減少している。他方で、中国企業等が海外で発行する国際債券は増加している。近年は、オフショア人民元債の発行が注目されるが、実際には中国籍企業がSPVを設立し、大量のドル建て債券を発行している傾向が見受けられる。また、新規投資や増資は堅調なものの、外資企業の事業清算に伴う資金流出や、対内再投資収益といった投資先の中国現地企業の資本減少を背景に、対内直接投資も減少している。
- 以上を概括すれば、足元の中国の海外資金調達の構造は、中国向け短期貸出が主因となり、今後も資金流出が発生しやすい構造といえる。また、対内再投資収益等が今後も低水準で推移する可能性もある。結果、資金不足の穴埋めをするため、国際債券の発行増加や、国内銀行貸出への依存を強める可能性も考えられる。中国の民間企業の対外純資産はマイナス（負債超過）となっていることもあり、国際金融市場でのドル供給が減少すれば、資金調達に困難が生じうる脆弱性を抱えていると言えよう。
- そのため、今後は上記のような海外からの資金調達構造が有するリスクをいかに軽減していくかが課題となろう。例えば、中国当局が、比較的長期の資金である対内直接投資を増やすために、自由貿易試験区でのネガティブリストの項目縮小や、投資の際の事務手続きの簡便化を全国レベルで適用するといった対応を継続できるかが試されよう。

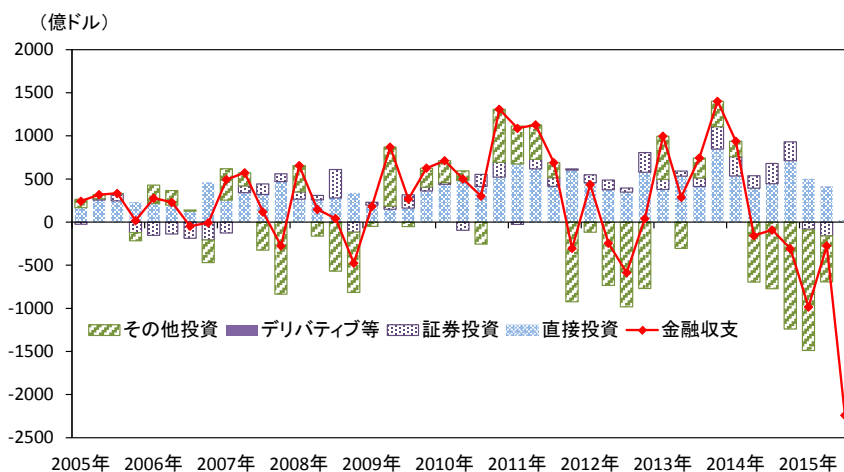
拡大する金融収支赤字

中国の国際収支は、経常収支黒字が継続する中で、金融収支（外貨準備の変動除く、以下特段の注記がないものは同様）も概ね黒字（流入超）で推移してきたことから、外貨準備が蓄積する構造となっていた（図表1）。しかし、2014年第2四半期以降は、その他投資の赤字（流出超）を主因に金融収支は赤字（流出超）へと転換した。特に金融収支の赤字額が大きかった2014年第4四半期と2015年第1四半期は外貨準備も大きく減少し、これまでの国際収支の構造から変化があったと言える。

そして、国際収支の構造変化は、6月以降の上海市場の株価暴落や8月の人民元レートの算出方法の変更に伴う人民元マーケットの騰落によって、より明確になった。2015年第3四半期の金融収支（外貨準備の変動除く、誤差脱漏を含む）は、▲2,239億ドルの赤字（流出超）となり、過去最大の赤字額となった。その内訳は、直接投資（+24億ドルの流入超）以外は公表されていないが、中国社会科学院によれば、その他投資が▲1,300億ドルの赤字（流出超）、証券投資が▲200億ドルの赤字、誤差脱漏が▲600～700億ドルの赤字と試算されている。2015年10月の外貨準備を見ると6ヵ月ぶりに微増へと転じており、足元では金融収支の赤字額も若干沈静化しつつあるとも考えられるが、2014年第1四半期以前のような経常収支と金融収支の双子の黒字へと戻るような勢いはないように見受けられる。

以上のような金融収支赤字は、中国企業による対外投資と中国企業への対内投資の要因に分けられる。中国の経済成長とともに進む中国企業の対外投資の拡大傾向の中で注目されにくいものの、対内投資に関しても変化が発生している可能性がある。本稿では、主に金融収支の対内投資の分析を通じて、中国の海外資金調達傾向を提示する。

図表1 中国の金融収支の内訳



2005年 2006年 2007年 2008年 2009年 2010年 2011年 2012年 2013年 2014年 2015年

（注）金融収支は外貨準備を除いたもの。なお、2015年第3四半期のみ誤差脱漏も含む。2015年第3四半期の金融収支の内訳は一部を除き、現時点で公表されていない

（出所）国家外為管理局より大和総研作成

その他投資：中国向け短期貸出が大幅な流出超へ

2014年の資金流出の主因であるその他投資についてみると、2014年前半にかけて流出額が大きかったのは対外その他投資であり、主に現預金の流出が大きい（図表2）。しかし、2014年後半以降に流出額が大きかったのは対内その他投資であり、主に海外主体による中国向け貸出（中国側から見れば借入だが、本稿では貸出という表現で統一）の減少が大きい（図表3）。

海外主体による中国向け貸出の動向について、BIS（Bank for International Settlements）の国際与信動向をもとに考察する¹。まず、マチュリティ別でみると、中国向けの与信は1年以内に返済期限が到来する短期のものが多く、2014年後半以降の貸出減少は短期与信の減少によるものだとわかる（図表4）。①度重なる利下げに伴う利鞘の減少、②中国経済の減速に伴う中国企業の収益悪化やデフォルトの発生といった信用リスクの上昇、③中国の不動産市場の低迷に伴う担保割れの発生、④人民元安に伴う為替差損が発生する可能性、といった中国が抱えるリスクを背景に、海外主体は保有する短期の中国向けの与信をロールオーバーせずに徐々に引き揚げたということが実態であろう。

次に国別でみると、欧州各国（英仏独）やアジア近隣国（日韓台）の中国に対する与信の減少が目立つ（図表5）。特に、台湾や韓国の国際与信合計に占める中国向け与信の割合は、他国に比べて高かったが（台湾：27.9%、韓国：18.3%、2014年第2四半期）、2015年第2四半期末までの一年間でそれぞれ約3%pt程度割合が低下しており、中国が抱えるリスクを回避する動きを積極化させていると言えよう。

セクター別でみると、銀行セクターによる与信が大きく減少している（図表6）。他方で、足元若干停滞しているものの、米国の非銀行セクターによる与信が増加した結果、非銀行セクターによる与信は銀行セクターによる与信を上回る水準に達している（図表7）。

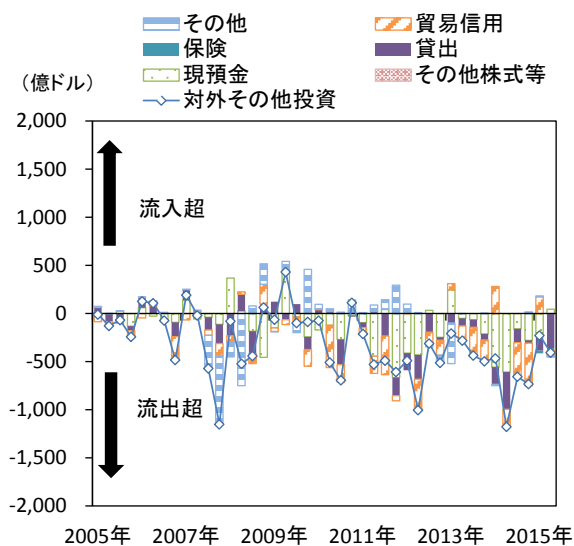
以上のような対内その他投資の傾向から、二点のインプリケーションが挙げられよう。第一に、対内その他投資の貸出を通じた資金調達低迷と中国の銀行セクターへの依存の強まりである。2010年以降、2012年を除き、対内その他投資の貸出を通じた資金調達は中国の銀行セクターの新規貸出額比で6%~9%の規模であったが、2014年は▲2%、2015年は▲7%となっている。中国の銀行セクターの不良債権比率の高まりに伴う銀行セクターの貸出余力の低下や、シャドバンキングで賄ってきた資金の穴埋め等を考えれば、対内その他投資の貸出による資金調達の増加が期待されるが、中国当局の預貸規制の緩和といった政策誘導も相まって、結果的には中国の銀行セクターが貸出を増やしており、中国の銀行セクターへのリスクの集中傾向が強まっていると言えよう。

第二に、海外主体による中国向け貸出構造が有する資金流出リスクである。中国向け与信は

¹ BISの国際与信統計には、immediate risk base（与信先の所在地に基づく）とultimate risk base（与信の最終的なリスクの所在地に基づく）という二つの分類がある。immediate risk baseでは、米国企業の英国支店向け与信は英国に分類するが、ultimate risk baseでは米国企業の英国支店向け与信は米国に分類する。本稿では、基本的にはultimate risk baseを用いているが、マチュリティ構成はultimate risk baseが公表されていないため、immediate risk baseを使用。

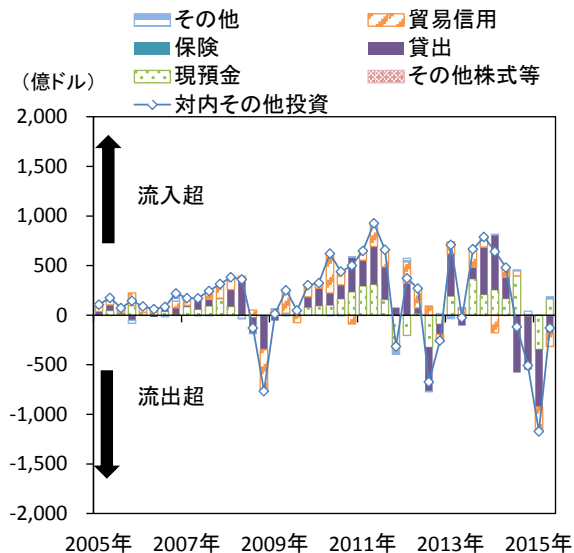
短期のものが多く、満期到来に伴う資金流出が発生しやすい構造となっている。また、多くの国の銀行セクターが中国向け与信を減らしている中で、米国の非銀行セクターによる与信が増えている点については、米国の利上げに伴う米国の非銀行セクターの資金調達環境の悪化等を契機に資金の巻き戻しが発生する可能性があることに留意が必要であろう。

図表2 中国の対外其他投資の内訳



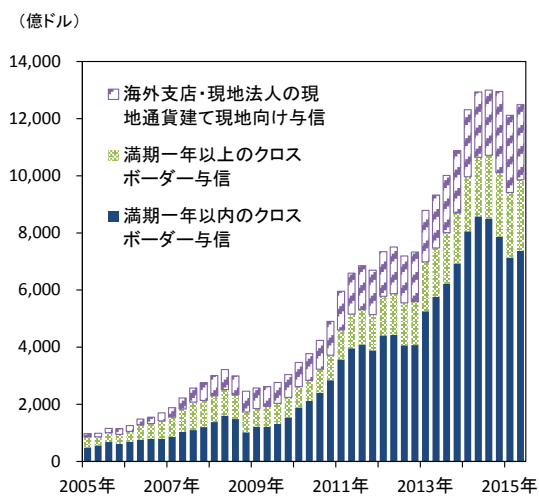
(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

図表3 中国の対内其他投資の内訳



(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

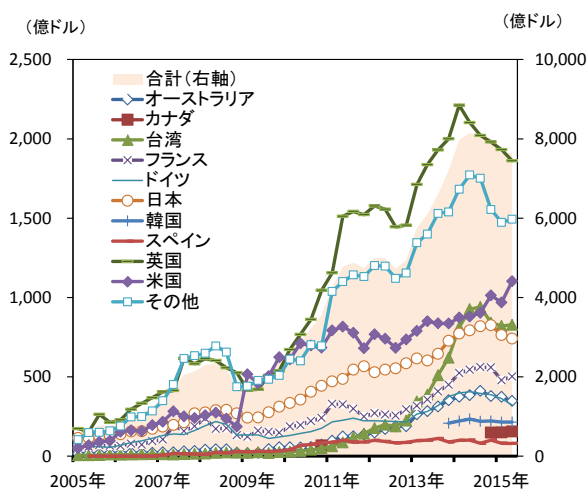
図表4 マチュリティ別の中国向け与信残高



(注) immediate risk base (与信先の所在地に基づく) を使用

(出所) BIS より大和総研作成

図表5 国別の中国向け与信残高

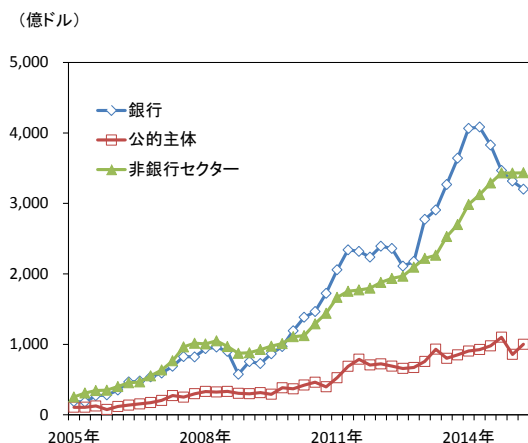


(注1) その他は、与信計から上位10カ国の与信を差し引いて算出

(注2) ultimate risk base (与信の最終的なリスクの所在地に基づく) を使用

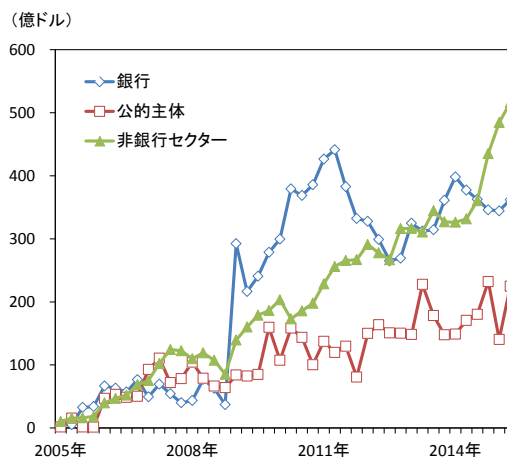
(出所) BIS より大和総研作成

図表6 セクター別の中国向け与信残高



(注) ultimate risk base (与信の最終的なリスクの所在地に基づく) を使用
(出所) BIS より大和総研作成

図表7 米国の中国向け与信残高



(注) ultimate risk base (与信の最終的なリスクの所在地に基づく) を使用
(出所) BIS より大和総研作成

証券投資：対内債券投資は減少するも、ドル建て債券残高は増加

全体の証券投資も2015年第一四半期以降流出超へと転換(図表1)したが、その内訳についてみてみると、対外証券投資の増加が流出超の主因である(図表8)。中国において海外の株式や債券への投資は当局によって厳格に管理されているが、QDII(適格国内機関投資家)として当局から認可された機関投資家は対外証券投資が可能である。2014年5月～11月にかけて、中国当局から許可されたQDII枠の増加が対外証券投資の増加の一因であろう(図表10)。また、2014年11月には上海香港ストックコネクトの始動によって、上海―香港間の投資が可能になったことも対外証券投資の増加の一因と考えられる。2014年11月～2015年11月の累計で上海→香港の投資は約946億元の買い越し超となっている(図表11)。なお、香港→上海の投資は、6月以降の上海市場の暴落に伴い、7月に大きく売り越し超になったこと等を背景に、2014年11月～2015年11月の累計は約892億元の買い越しとなっている。

また、対内証券投資に関しても2015年以降は第1四半期が対内株式投資の減少、第2四半期が対内債券投資の減少によって、2014年後半に比べて資金流入規模が縮小しており、全体の証券投資の流出超を助長していると言える(図表9)。特に2015年の第2四半期の対内債券投資に関しては、2011年第3四半期以降で最も少ない11億ドルとなった。対内債券投資の減少に関しては、中国当局の度重なる利下げによって利回りが低下したことが背景にはあると考えられる。

しかし、これは中国本土の債券への投資が減少したことを意味するだけであり、中国の企業等が国際的に発行した債券の動向に関しては把握することはできない。そのため、BISの国際証券統計をもとに中国企業等の国際債券の発行状況を確認する²。中国の国際債券の発行は、2013

² BISの国際証券統計で規定される国際債券とは、非居住者により発行された債券、居住者により発行された現地通貨建て債券(非居住者による投資を目的とした債券)、居住者により発行された外貨建て債券を指す。

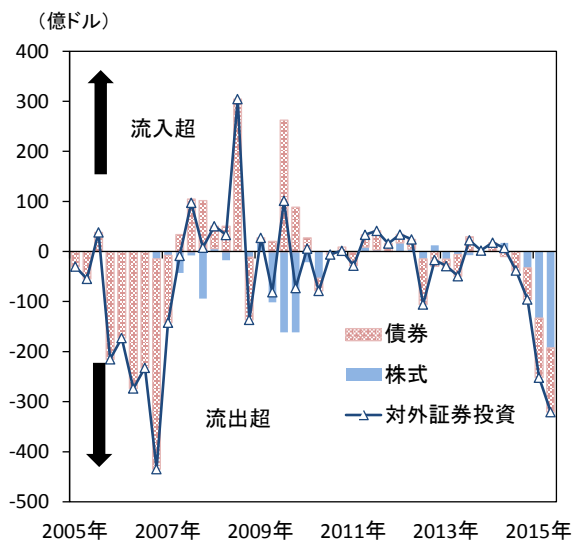
年第4四半期以降、四半期ベースで約200～500億ドルの発行が継続しており、発行残高は2013年第2四半期時点の2,250.9億ドルから2015年第2四半期時点には4,895.7億ドルと二年間で2倍の規模に達している（図表12）。また、国際債券の通貨構成に関しては、近年オフショア人民元建て債券の発行が注目されてはいるが、約70%以上がドル建てで発行された債券である（図表13）。

発行主体に関しては、特に留意が必要である。国際証券統計において、中国の国際債券残高は定義によって大きく異なる。たとえば、国際証券統計には、①発行会社の居住地・発行会社のセクター、②親会社の国籍・発行会社のセクター、③親会社の国籍・親会社のセクターという3種類があるが、①でみた場合の中国の国際債券残高は他の主要な新興国（ブラジル・韓国・メキシコ・ロシア）に比べて小さい（図表14）。しかし、②・③でみた場合の中国の国際債券残高は、①でみた場合の中国の国際債券残高の約7倍の規模に達しており、他の新興国に比べても大きい。これが意味するところは、中国の居住者が発行した国際債券は小さいものの、親会社が中国籍の企業（以下、中国籍企業）が海外市場で発行した国際債券は大きいということである。また、②でみた場合には、中国籍の非金融企業の国際債券の発行は小さいが、③でみた場合には、非金融企業の国際債券の発行は大きい。②・③の差異は、中国籍の非金融企業がSPV（特別目的事業体）を設立し資金調達を行っていたことから、②の統計では非金融企業として認識されなかったことに起因する。つまり、中国籍の非金融企業がSPVを設立し、海外市場で資金調達を行っていると考えられよう。

以上から、示唆されるインプリケーションとして二点挙げられる。第一に、中国当局の資金流出に対する危機感の強さである。SDRの構成通貨入りに向けて人民元の国際化を進めてきた中国当局は、中国本土への投資が可能となるQFII（適格海外機関投資家）やRQFII（人民元適格海外機関投資家）枠の新規賦与や増額を積極的に行っているが、これは中国向けの対内証券投資を増やそうとする努力の一環ともとらえられる（図表10）。他方で、2015年4月以降、QDIIの認可枠は増額していない。経済成長の鈍化や金融市場の混乱等への懸念を背景に、資金流出に伴う人民元安圧力が高まる中、中国当局としても対外証券投資が増加するQDIIの認可枠を増やすことは難しかったと考えられよう。

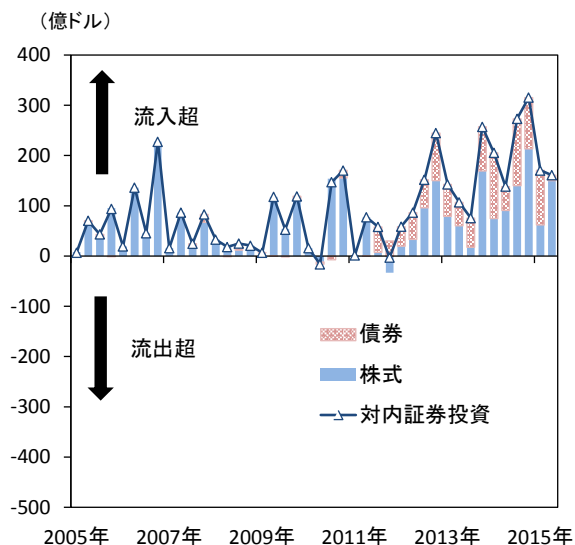
第二に、中国企業が発行した国際債券が抱えるリスクである。2013年第4四半期以降の国際債券の発行増加は、上述の対内その他投資の貸出減少等を背景に、中国企業が海外で外貨調達を行っているとも考えられる。ただし、ドル建て債券に関しては、人民元安の圧力がかかる中、人民元ベースでの元利払いの負担が増える可能性があることや、米国の利上げに伴うロールオーバーコストの上昇が中国企業の収益を圧迫する可能性があるだろう。また、本年4月・5月には中国企業のドル建て債券がデフォルトした事例や、11月には中国本土で発行された債券のデフォルトによってドル建て債券のクロスデフォルトが発生した事例が発生している。中国企業の信用低下を背景とした資金調達コストの上昇や、クロスデフォルト等による国際的な金融市場への伝播といった可能性に留意する必要があるだろう。

図表 8 中国の対外証券投資の内訳



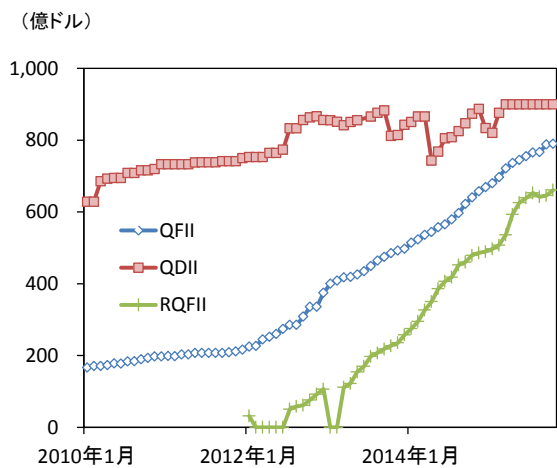
(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

図表 9 中国の対内証券投資の内訳



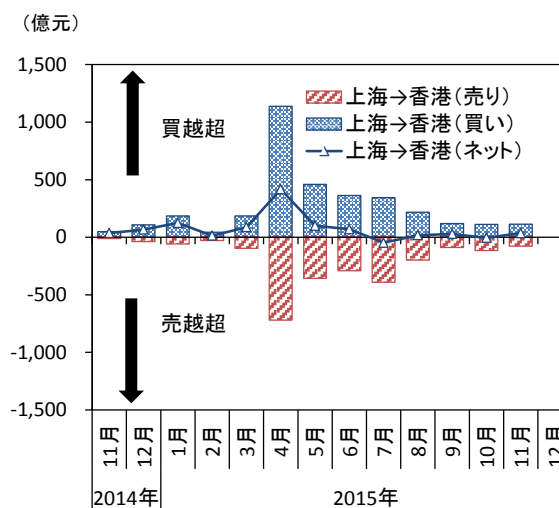
(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

図表 10 QFII、RQFII、QDII の認可額



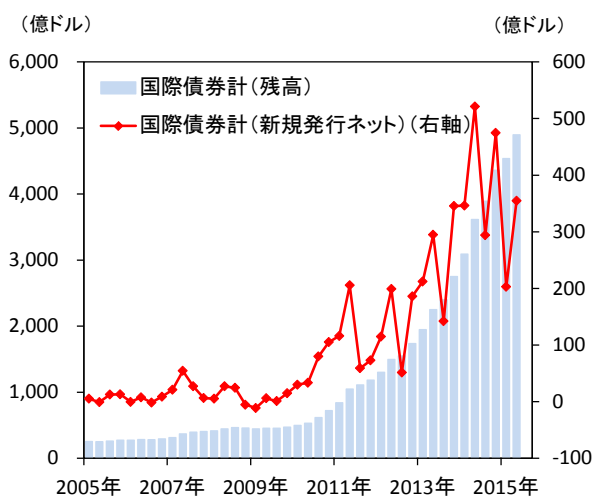
(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

図表 11 上海—香港ストックコネクト (上海→香港の投資)



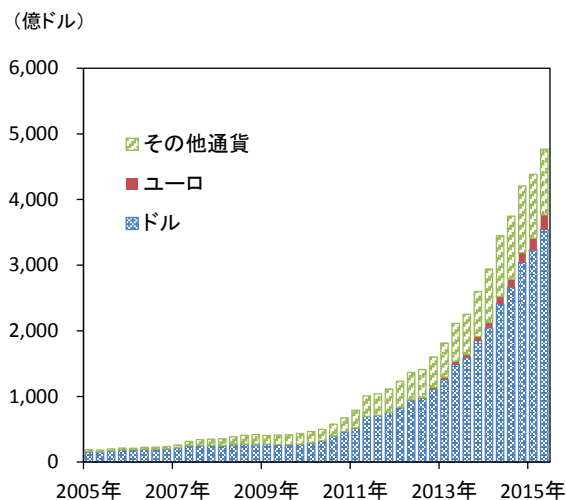
(出所) 香港証券取引所より大和総研作成

図表 12 中国籍企業の国際債券の発行状況



(注) 政府機関発行の国際債券も含む
(出所) BIS より大和総研作成

図表 13 中国籍企業の通貨別の国際債券残高



(注) 政府機関発行の国際債券は含まず
(出所) BIS より大和総研作成

図表 14 主要新興国の国際債券残高 (2015年第2四半期末時点、億ドル)

	発行会社の居住・発行会社のセクター			親会社の国籍・発行会社のセクター			親会社の国籍・親会社のセクター		
	金融機関	非金融企業	合計	金融機関	非金融企業	合計	金融機関	非金融企業	合計
中国	551	106	657	4,317	450	4,767	2,095	2,672	4,767
ブラジル	559	381	940	2,118	413	2,531	986	1,545	2,531
韓国	1,182	556	1,738	1,236	564	1,800	1,135	665	1,800
メキシコ	207	1,259	1,466	210	1,259	1,469	96	1,372	1,468
ロシア	438	348	786	1,654	385	2,039	1,013	1,025	2,038

(注) 政府機関発行の国際債券は含まず
(出所) BIS より大和総研作成

直接投資：対内再投資収益等は減少、流入先は製造業から非製造業へ

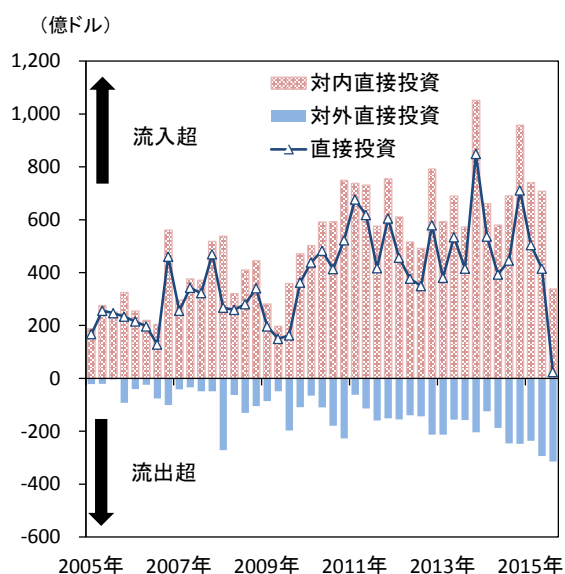
2009年第4四半期から2015年第2四半期まで400億ドル～1,000億ドル程度の堅調な対内直接投資を背景に、全体の直接投資も每期300億ドル～800億ドル程度の流入超で推移してきた(図表15)。しかし、2015年第3四半期の対内直接投資は339億ドルと減少し、全体の直接投資も24億ドルの流入超と流入規模が縮小した。国際収支統計ベースでは対内直接投資の詳細な内訳を分析することが難しいため、商務部が公表する外商直接投資(対内直接投資のうち、概ね新規投資、増資に該当)と併せて分析すると、以下の二点が指摘できる。

第一に、2015年の第3四半期の外商直接投資は対内直接投資に比べ、減少幅が小さい(図表16)。これが意味するところは、第3四半期も新規投資及び増資に関しては流入が続いている一方で、企業の事業清算に伴う資金流出や、再投資収益(投資先の内部留保等)といった投資先

の中国現地企業の資本が減少したということを示している。これは外資企業の減少や中国現地企業の企業活動の縮小（研究開発や設備投資の元手の減少）といった実体経済への悪影響の波及、或いは企業活動の維持・拡大のための資金を賄うために資金調達ニーズが増加する可能性が考えられる。第3四半期のような対内直接投資の傾向が一時的なものなのか、それとも今後も継続するのかが注目されよう。

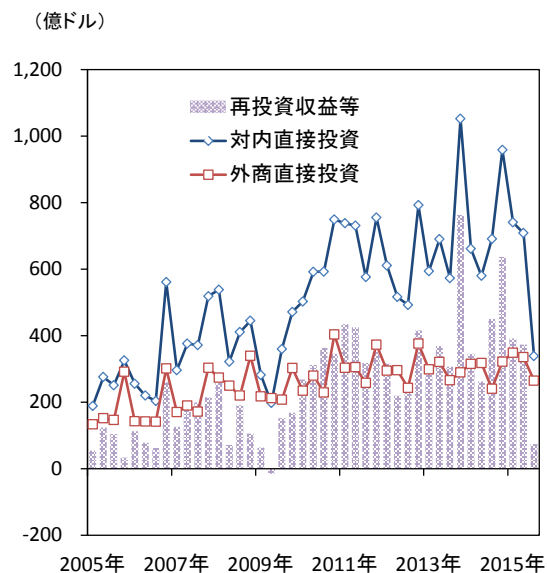
第二に、2015年（1月～9月）の外商直接投資（前年比）を見ると、+8.6%の増加となっており、2011年以来の高成長となっている（図表17）。資金の流入先は主に非製造業（+13.4%）であり、特に金融（+374.8%）や、科学研究・工業技術サービス（+62.2%）、ヘルスケア・社会保障・福祉（+50.2%）の伸びが大きい。鉱工業への外商直接投資に関しては、中国製造業の人的高騰や輸出の減少等に伴う企業収益の悪化を背景に、2012年から2014年にかけてマイナスが継続しており、2015年1月～9月も前年同期比+0.4%と若干のプラスにとどまる。新常态下で製造業主体からサービス業主体への産業構造の転換が進展している中、外商直接投資も同様の傾向を示していると言える。今後も同様の傾向は継続すると予想されるが、中国当局が「製造業2025」を提起し、製造業の競争力の強化を推進していることから理解できるように製造業の重要性は今後も変わらない。加えて、これまで中国の製造業の成長に貢献してきた対内直接投資の重要性も変わらず、引き続き対内直接投資を今後も取り込めることができるかが重要となる。

図表15 中国の対外・対内直接投資



(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

図表16 中国の対内直接投資と外商直接投資



(注) 再投資収益等は対内直接投資から外商直接投資を差し引いて計算

(出所) 国家外為管理局、中国商務部より大和総研作成

図表 17 セクター別の中国の外商投資（対前年比、％）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
合計	29.7	▲ 13.2	22.0	8.1	▲ 2.3	▲ 2.9	1.7	8.6
農業	28.9	20.0	33.8	5.1	2.7	▲ 12.7	▲ 15.4	▲ 7.4
鉱工業	22.0	▲ 6.3	6.4	4.9	▲ 5.8	▲ 7.5	▲ 11.8	0.4
鉱業	17.0	▲ 12.6	36.7	▲ 10.5	25.7	▲ 52.6	54.1	▲ 44.0
製造業	22.1	▲ 6.3	6.0	5.1	▲ 6.2	▲ 6.8	▲ 12.3	0.7
繊維	▲ 1.1	▲ 23.6	15.1	▲ 4.0	▲ 17.5	▲ 3.4	▲ 32.6	3.6
化学	42.9	▲ 3.2	▲ 13.9	8.7	4.4	0.7	▲ 19.1	▲ 8.4
医薬	9.8	43.7	8.8	14.5	▲ 20.1	10.2	▲ 7.8	11.9
一般機器	63.0	▲ 14.9	15.8	▲ 7.5	31.8	▲ 16.2	▲ 17.3	2.7
特殊機器	21.8	▲ 8.4	21.3	21.8	▲ 9.1	0.8	▲ 34.0	10.9
通信・コンピュータ・その他電気機器	10.0	▲ 15.1	17.5	▲ 13.3	▲ 9.9	▲ 2.7	▲ 4.0	12.6
非製造業	37.4	▲ 19.9	37.9	10.7	0.2	0.7	11.0	13.4
電気・ガス・水道	58.1	24.5	0.6	▲ 0.3	▲ 22.6	48.2	▲ 9.3	23.4
建設	151.6	▲ 36.7	111.2	▲ 37.2	28.9	3.2	1.6	24.7
輸送・倉庫・郵便	42.1	▲ 11.4	▲ 11.2	42.2	8.9	21.4	5.6	▲ 15.2
情報通信・コンピュータ・サービス	86.8	▲ 19.0	10.7	8.5	24.4	▲ 14.2	▲ 4.4	15.0
卸・小売り	65.6	21.6	22.4	27.7	12.3	21.7	▲ 17.8	24.2
ホテル・外食	▲ 9.9	▲ 10.1	10.8	▲ 9.8	▲ 16.8	10.0	▲ 15.8	▲ 28.4
金融	83.0	▲ 72.8	125.5	▲ 2.4	16.1	▲ 79.7	79.5	374.8
不動産	8.8	▲ 9.6	42.8	12.1	▲ 10.3	19.4	20.2	▲ 15.1
リース・商業サービス	25.9	20.1	17.3	17.6	▲ 2.0	26.2	20.5	▲ 18.3
科学研究・工業技術サービス	64.2	11.2	17.5	25.0	25.9	▲ 11.2	18.3	62.2
水利・環境・公共施設管理	24.7	63.4	63.4	▲ 4.9	▲ 1.6	21.8	▲ 44.6	9.0
住居管理サービス	▲ 21.1	178.3	29.4	▲ 8.2	▲ 38.2	▲ 43.6	9.3	▲ 1.5
教育	12.2	▲ 62.9	▲ 39.4	▲ 51.7	770.1	▲ 47.0	15.1	5.4
ヘルスケア・社会保障・福祉	63.1	127.0	110.5	▲ 14.0	▲ 17.0	0.1	20.5	50.2
文化・スポーツ・レクリエーション	▲ 42.8	23.0	37.3	45.5	▲ 15.4	53.0	0.3	4.0

（注）2015年は1月～9月の累積値の前年同期比

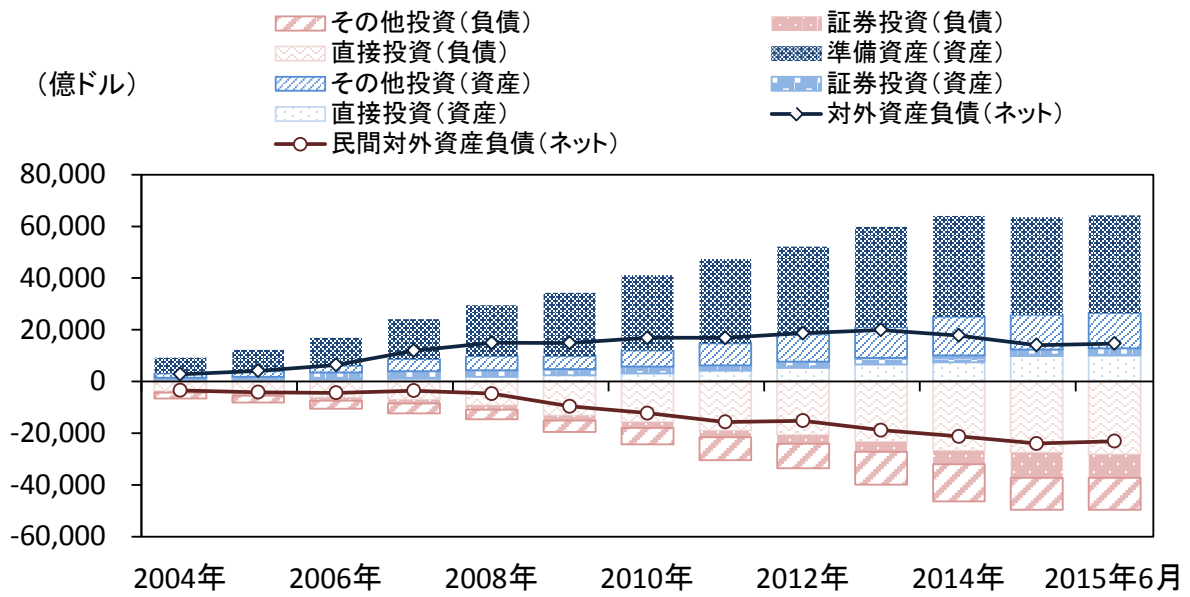
（出所）中国商務部より大和総研作成

今後の注目点：海外からの資金調達におけるリスクを軽減することは可能か

以上のように足元の金融収支の動向を通じて得られた、中国の海外からの資金調達の特徴をまとめれば、貸出における短期貸出のシェアが大きいこともあり、中国の抱えるリスクへの警戒が高まる度に、資金が流出しやすい構造にあると言えよう。加えて、再投資収益等や製造業に対する直接投資が今後も低調であれば、資金の穴埋めとして国際債券の更なる発行や、国内銀行貸出への依存に帰結するとも考えられる。特に、国際債券のうち、今後もドル建て債券の発行が増え続けた場合には注意が必要である。そもそも、中国の対外純資産は、継続的に対外プラス（資産超過）となつてはいるものの、資産の大半を占めるのは外貨準備であり、民間の対外純資産（直接投資、証券投資、その他投資の合計）はマイナス（負債超過）となっている（図表 18）。国際金融市場へのドル資金の供給が減少した場合には、資金調達が困難になるリスクを抱えていると言えよう。

今後は、上記のような海外からの資金調達構造のリスクをいかに軽減していくかが課題となろう。例えば、中国当局が、比較的長期の資金である対内直接投資を増やす上で、自由貿易試験区でのネガティブリストの項目縮小や、投資の際の事務手続きの簡便化を全国レベルで適用するといった対応を継続できるかが試されよう。

図表 18 中国の対外純資産



(注1) 民間の対外純資産は、直接投資、証券投資、その他投資の資産・負債の合計

(注2) 対外負債はマイナスで表記

(出所) 国家外為管理局より大和総研作成