

2016年2月17日 全9頁

中国からの資金流出の現状と潜在リスク規模

貸出、現預金を中心に海外への資金流出が進行

金融調査部
研究員 中田 理恵

[要約]

- ここもと、中国からの海外資金の流出に対し懸念が高まっている。本レポートでは、中国からの資金流出の現状を把握するとともに、海外による対中国投資残高から、中国の実体経済及び株式市場が抱える資金流出リスクの規模について検証する。
- 2015年1月～9月における外貨準備を除いた金融収支は、▲3,047億ドル（流出超）となった。特に海外資金に関しては貸出と現預金を中心に資金が流出している。
- 海外資金が中国国内の銀行から急速に引き揚げられた場合、銀行がこれまで貸出をしていた企業に対しロールオーバーを拒否する事例が増加する可能性もある。中国国内の企業は資金調達における貸出への依存度が高いため、企業の資金繰り悪化が経営の悪化を招き実体経済に負の影響を与える恐れがある。
- 海外部門が証券投資として保有する株式は中国国内の株式の時価総額の約8.4%と一定の割合を占める。また、海外資金の引揚げが企業の資金繰りを悪化させた場合には、企業の業績悪化という形で株式市場に影響を与える可能性も考えられる。

1. はじめに

ここもと、中国の景気減速や米国の利上げ、人民元の対米ドル価値の下落を起因として、中国¹から海外資本が流出することに対し懸念が高まっている。しかし、実際にどのような資本が流出しているのか、また海外資本による対中国投資残高や貸出残高、及びそれが中国の金融市場に占める割合等について語られることは少ないように見受けられる。

本レポートでは、中国からの資本流出の現状を把握するとともに、中国が抱える対外債務及び海外部門からの株式投資残高から、中国の実体経済及び株式市場が抱える資本流出リスクの規模について検証する。

¹ 本文における中国は中国本土内を指すものとする。

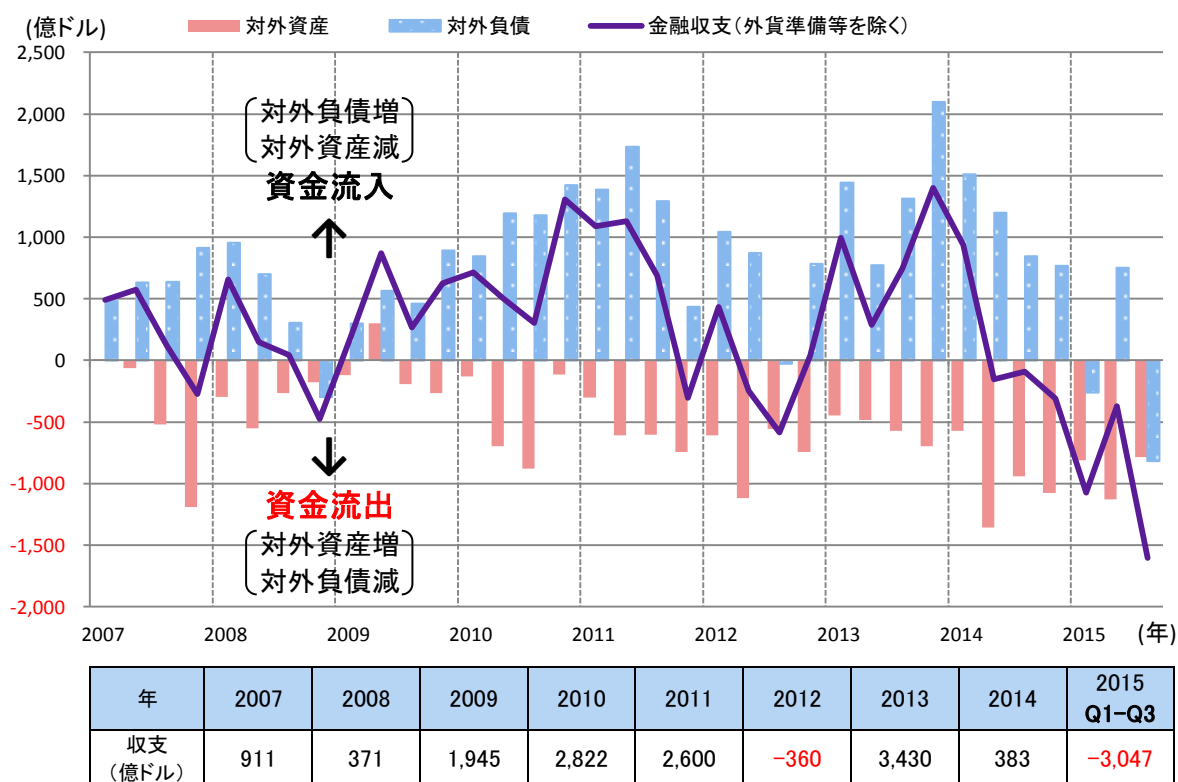
2. 中国からの資本流出の現状

(1) 金融収支（外貨準備等除く）の推移

2015年第1～3四半期には3,047億ドルが海外へ流出

図表1は中国の国際収支統計における外貨準備等の準備性資産を除いた金融収支（対外資産、負債の差額）の推移を示したものである。正の値は海外から中国への資金流入（対外資産の減少、対外負債の増加）を、負の値は資金流出（対外資産の増加、対外負債の減少）を意味する²。2015年1月～9月における外貨準備等を除いた金融収支は▲3,047億ドル（流出超）となっている。過去2012年にも年間の金融収支（外貨準備等を除く）が赤字（資金流出）となる局面があったが、対外負債の減少（海外資本の流出）は小幅であった。しかし、2015年第1及び第3四半期は対外負債の大幅な減少を伴う資金流出が発生している。特に2015年第3四半期における対外負債の流出額は同一統計により記録を遡ることができる1998年以降で最大の流出額であった。

図表1 外貨準備等を除く金融収支の四半期別推移と年間収支



(注) RQFII、QFII、QDII等は証券投資に含まれる。

(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

² 中国の国際収支統計は新基準（BPM6）を採用しているが、符号表記は旧基準（BPM5）に従っており、本文もこれに従う。

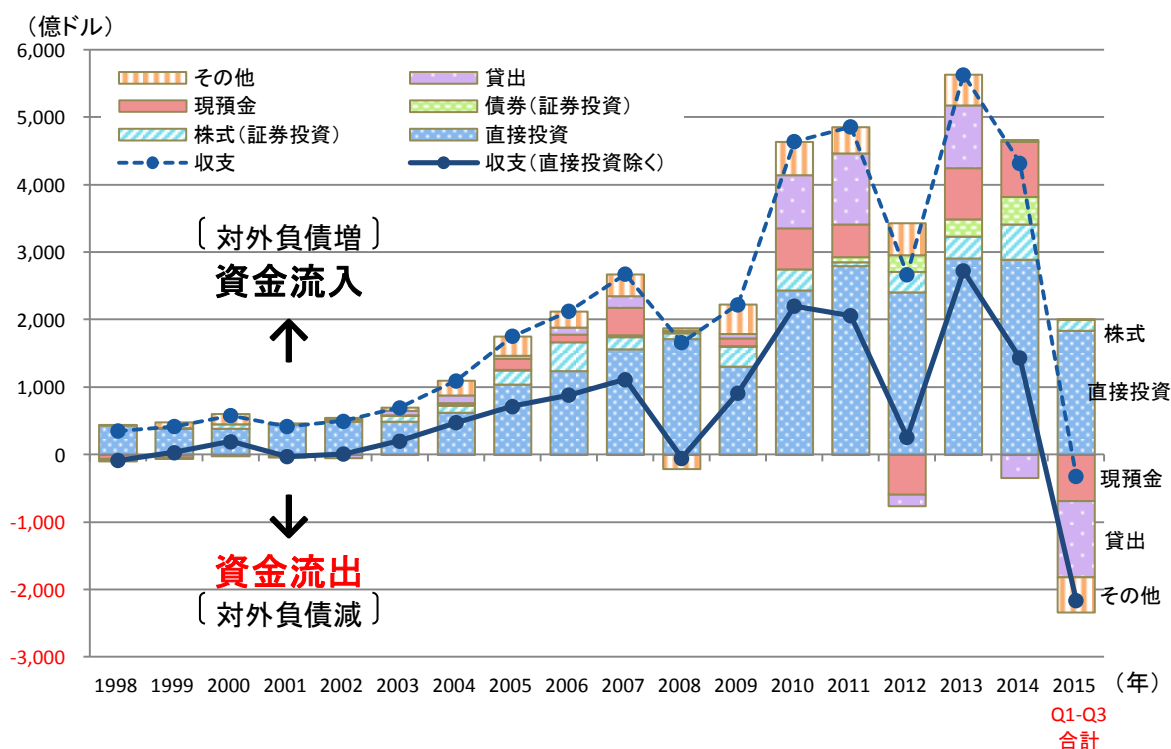
(2) 外国資本の中国国外への流出状況

貸出、現預金を中心に流出が進行

では、具体的にどのような項目で資金が海外へ流出しているのか。図表2-(1)及び図表2-(2)は中国の負債側の収支の推移を項目別に示したものである。図表1と同様に正の値の場合は海外から中国への資金流入（対外負債の増加）を、負の値は資金流出（対外負債の減少）を意味する。2015年1～9月の直接投資はこれまで通り流入が続いているものの、現預金、貸出を中心に資金流出に転じている。特に、貸出は四半期別でみると5四半期連続の流出超となっている。

なお、貸出における資金流出超（海外から中国に貸し出されていた資金の引揚げ）の原因としては、貸し手側がロールオーバーや新規貸出の実施を減らした場合と、借り手側が返済を進めた場合の2つの可能性がある。統計上からはどちらを原因としたものか把握できない。米国の利上げに伴い人民元が対ドルで減価する前に、借り手側がドル建て負債の返済を積極的に進めた可能性もある。このため、貸出項目における資金流出は、海外部門が主体的に資金を引き揚げているとは断定できない点に留意が必要であろう。

図表2-(1) 対外負債増減（外国資金流入）の年次推移

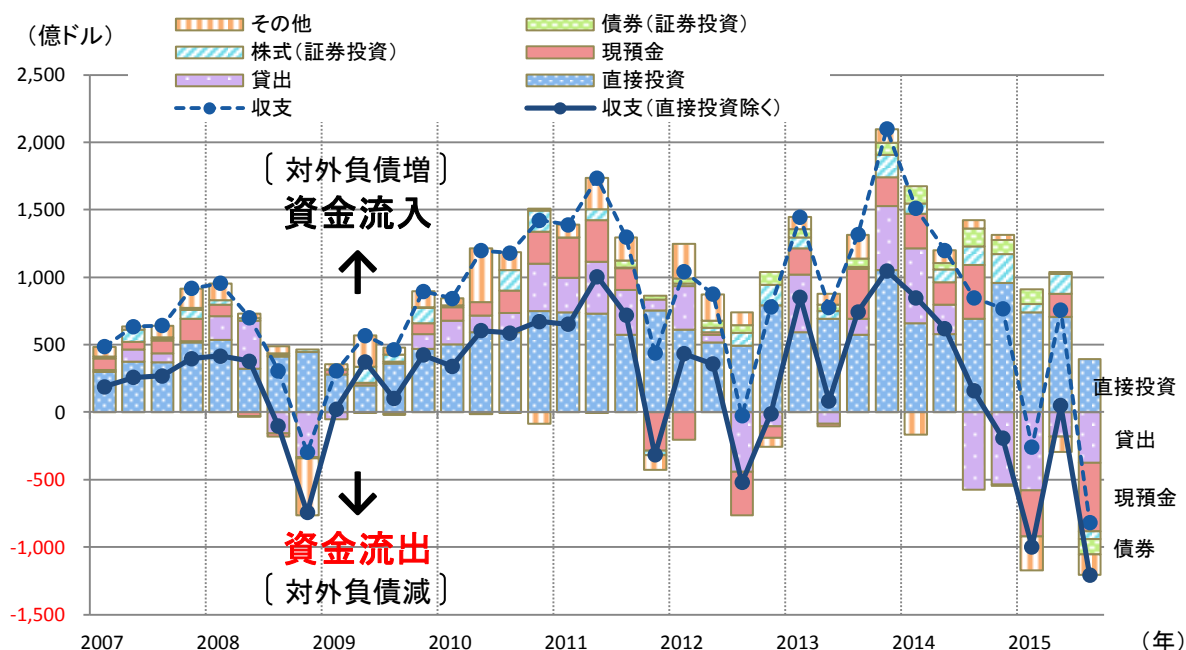


(注1) RQFII、QFII等は証券投資に含まれる。

(注2) その他にはデリバティブ、保険・年金、貿易信用などが含まれる。

(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表 2-(2) 対外負債増減（外国資金流入）の四半期別推移



(注 1) RQFII、QFII 等は証券投資に含まれる。

(注 2) その他にはデリバティブ、保険・年金、貿易信用などが含まれる。

(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

3. 中国国内における海外資本の規模

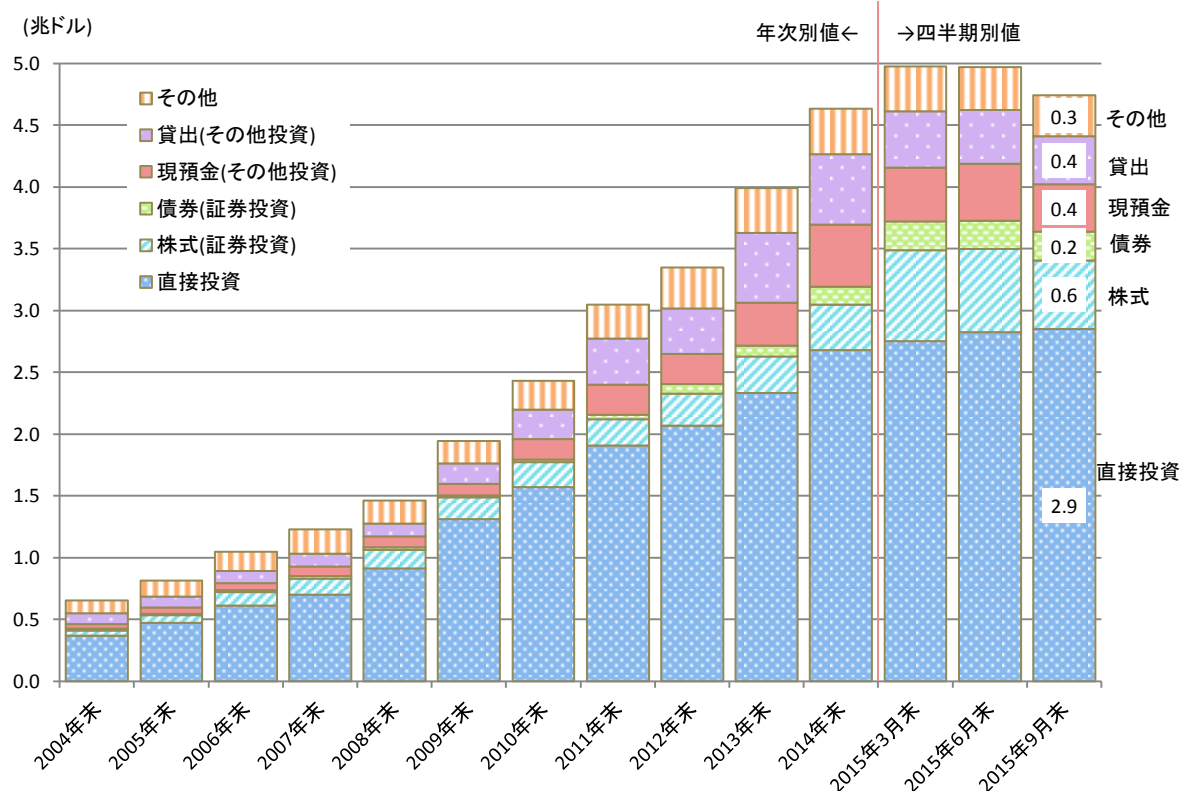
(1) 対外負債（＝対内投資）残高の内訳

では、中国国内に投資されている海外資金の額は現状でどの程度あるのか。今後も資金流出が継続して起こる場合に実体経済及び株式市場などに及ぼし得る影響の規模を考える上で参考になるであろう。

図表 3 は中国の対外負債残高を項目別に示している。2015 年 9 月末時点で対外負債総額は 4 兆 7,411 億ドルとなっており、主な内訳は次の通りである。直接投資：2 兆 8,521 億ドル（対外負債総額の 60%）、株式（証券投資分）：5,541 億ドル（同 12%）、債券（証券投資分）：2,334 億ドル（同 5%）、現預金：3,831 億ドル（同 8%）、貸出（海外からの借入金）：3,867 億ドル（同 8%）。

対外負債のうち直接投資は短期的に急速な資金流出が起こることは考えにくいいため、以下では直接投資を除いた対外負債について、株式以外の負債（以下、債務とする）と株式に分けて述べる。

図表3 対外負債（＝対内投資）残高推移



(注) 図中の債券、株式の値は証券投資分のみ（直接投資分は含めず）

(注2) その他にはデリバティブ、保険・年金、貿易信用などが含まれる。

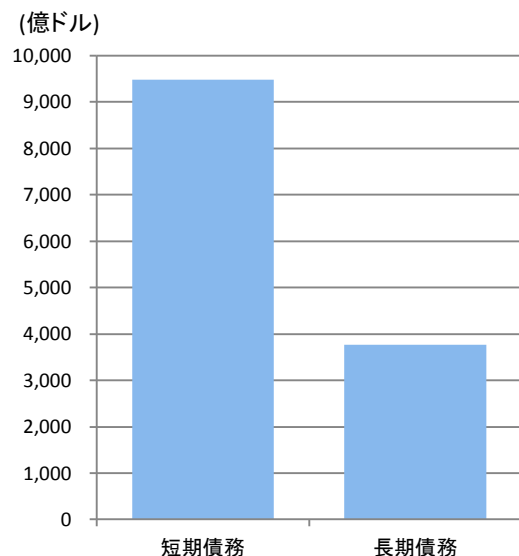
(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

(2) 対外債務（直接投資及び株式を除く）

図表4は中国の部門別対外債務統計からみた際の2015年9月末時点の中国の対外債務を短期・長期別に示したものである。総債務は1兆3,246億ドルあり、期間別に見ると短期債務が9,476億ドル、長期債務が3,770億ドルとなっている。総債務のうち72%を短期債務が占めており、やや短期債務に偏った資金調達となっている。

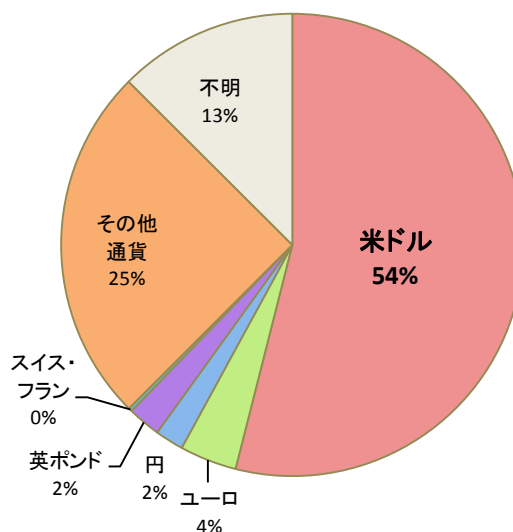
また、債務の建て通貨に関しては、異なる統計であるが国際決済銀行の統計が発表されている。同統計に基づくと同時点の中国の対外債務（預金、貸出、債券など）のうち54%は米ドル建てとなっている。このため今後も人民元が対ドルで減価を継続した場合には、人民元建てで換算した対外債務の負担が増加していくことになるだろう。

図表 4 期間別債務残高 2015 年 9 月末時点



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表 5 通貨別債務残高 2015 年 9 月末時点

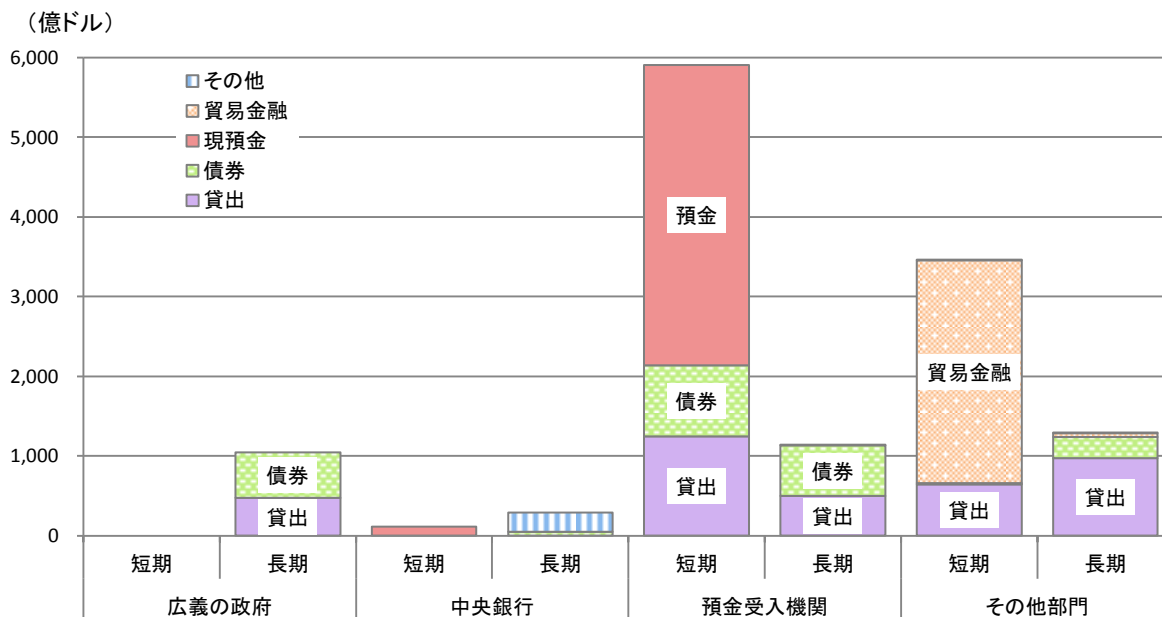


(出所) 国際決済銀行より大和総研作成

部門別では預金受入機関（中央銀行を除く）が最も多く、7,035 億ドルの対外債務を抱えている（図表 6）。しかしながら、銀行の総資産や、預金受入機関の運用額及び貸出額などといった統計と比較すると、対外債務額はさほど大きくはないと言える。中国銀行業監督管理委員会の統計によれば、中国国内の銀行の総資産は 2015 年 9 月末時点で合計 188 兆元、約 29 兆 5,566 億ドル（1 元＝0.15732 ドル換算、以下 2015 年 9 月末時点の換算レート全てに適用）であり、預金受入機関の対外債務額対中国国内銀行の総資産額の比は約 2.4%である。また、中国国内の預金受入機関の資金運用額（貸出や投資等）は中国人民銀行の統計によると同時点で 129 兆元、約 20 兆 2,588 億ドル、うち貸出は 98 兆元、15 兆 3,688 億ドルであるため、対外債務が運用額に対する割合は 3.5%、貸出額に対する割合は 4.6%である。

ただし、預金受入機関の主な貸出先となっている非金融企業が資金調達において貸出に大きく依存している点には留意すべきであろう。中国の非金融企業部門の債務額の名目 GDP に対する比率は 2015 年 6 月末時点で 163%に達している。対 GDP 比 163%という数値に鑑みると、企業の負債比率は高いと思われる。海外資金が中国国内の銀行から急速に引き揚げられた場合、銀行がこれまで貸出をしていた企業に対しロールオーバーを拒否する事例が増加する可能性もある。そうした場合に企業の資金繰り悪化が経営の悪化を招き実体経済に負の影響を与える恐れもあるであろう。

図表6 部門別対外債務残高 2015年9月末時点

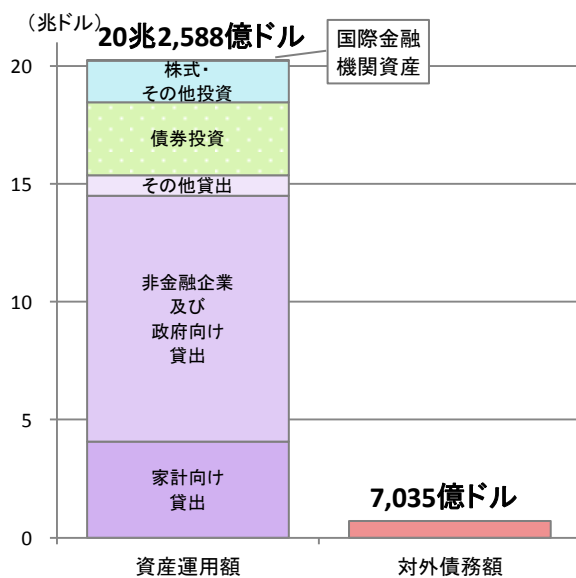


(注1) 広義の政府に中央銀行は含まない。

(注2) 各項目の残高合計は対内投資残高統計の同時点の残高と一定の差がある。

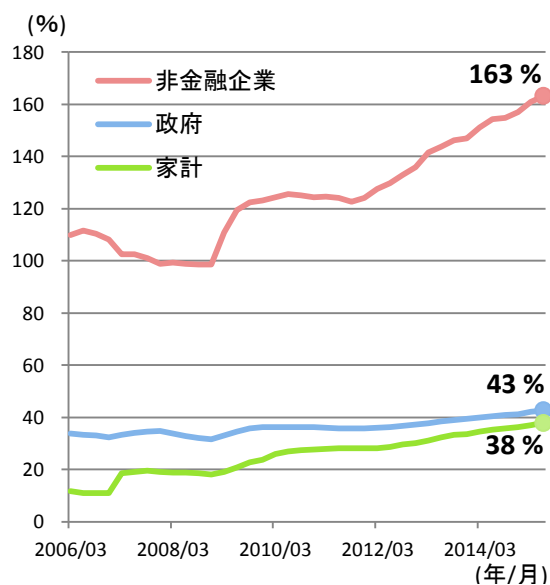
(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表7 預金受入機関の運用額と対外債務額 2015年9月末時点



(出所) 中国人民銀行、中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表8 部門別債務残高のGDPに対する比率



(注) 直近の値は2015年6月末

(出所) 国際決済銀行より大和総研作成

(3) 株式

海外部門が証券投資として保有する中国株式の残高は2015年9月末時点で5,541億ドルとなっている。同時期の国内株式時価総額（上海・深セン証券取引所合計）は41兆9,528億元、約6兆6,000億ドルである。海外部門の証券投資としての保有株式が全て時価評価されていると仮定した場合、海外部門は中国国内の株式の約8.4%³という一定の割合を証券投資分として保有していることとなる。

また、海外部門による株式市場からの投資資金の引揚げといった直接的影響の他にも、上述のように海外資金の引揚げが企業の資金繰りを悪化させた場合には、企業の業績悪化という形で株式市場に負の影響を与える可能性も考えられる。

4. おわりに

中国の外貨管理を担う政府機関である中国国家外貨管理局の資本項目管理司・司長は2016年2月2日に2016年において中国は一定程度の資金流出圧力に直面しているとし、国際収支のバランスの維持が重要な任務となると述べている⁴。実際に米国の利上げや人民元の対ドルでの価値の下落が今後も進行するとすれば、中国からの資金流出は更に進行していく恐れがある。また、それは外国から投資されていた資金の流出のみならず、国内の資金の逃避を伴う可能性もある。一部の団体からは2016年における中国からの資金の純流出が5,520億ドルになると予測が発表されているようである⁵。

資金流出に対応するための原資となり得る外貨準備は依然として世界最大の額を誇っているが、その額はここもと減少を続けている。外貨準備高は2014年6月末時点の3兆9,932億ドルのピークから1年7カ月の間に19%減少し、2016年1月末時点で3兆2,309億ドルとなっている。残高減少の主因は人民元の下落に対抗するために外貨準備を原資として為替介入を行ったことにあると推測される。また、仮に急激な資金流出に対応するために米国債の売却を膨らませた場合⁶、米国債価格の下落によっても外貨準備高が目減りする可能性がある。また、同時にそれは世界市場にも混乱をもたらしかねない。中国の資本流出の動向は今後も注視していく必要があるだろう。

なお、本レポートでは主に国際収支統計に基づき、統計上に反映される資金流出を捉えたが、

³ 分子の部分である国際収支統計から得られる海外部門の中国株式保有額には、H株などの中国本土外にて上場しており中国本土にて登記している企業の株式も一部含まれる。このため、分子部分には上海・深セン取引所上場株式以外の株式も含まれていることに留意されたい。

⁴ 中国外貨網の2016年2月2日発表記事より。中国外貨網は中国国家外貨管理局の下部組織である中国外貨管理雑誌社により運営されている。同社は中国政府の外貨管理政策の広報を担う。

⁵ 日本経済新聞「中国からの資金純流出、16年は65兆円に I I F 予測」2016年1月27日付電子版

⁶ 米国財務省の統計に基づくと2015年11月末時点で中国が直接保有している米国債の残高は1兆2,645億ドルであり、外貨準備高と比較して大きく差がある。ただし、外国機関を介して間接的に保有している可能性がある。中国政府は保有する外貨準備の内訳を公表していないため、中国の外貨準備のうち米国債が占める割合は不明である。

統計上に反映されていない資金流出については捕捉できていないことに留意されたい。

図表9 中国の外貨準備残高と人民元対ドルレート推移

