

2017年1月12日 全7頁

中国：国内資本流出が拡大、外貨準備は十分か

2016年7-9月期 国際収支統計結果

金融調査部
研究員 中田理恵

[要約]

- 中国国家外貨管理局より公表された国際収支統計によると、2016年7-9月期の金融収支（外貨準備等を除く）は1,310.6億ドルの流出超、誤差脱漏は743.1億ドルの流出超となった。
- 2015年後半の資金流出は貸出や現預金における海外資本の流出拡大が主な要因であったが、2016年7-9月期は海外資本が流入超である一方、国内資本の流出が顕著に拡大した。
- 2016年12月末時点で外貨準備高は3兆105億ドル（前月比▲411億ドル）となった。依然として外貨準備高はIMFが試算する適正水準のレンジ内にあるが、下限に近づきつつある。

1. はじめに

2016年12月30日に中国国家外貨管理局より2016年7-9月期の国際収支統計が公表された。本稿では当該統計等をもとに中国の資金流出状況における変化を把握すると共に、足元の動向や当局の姿勢、現在の外貨準備高の水準の適切性等について述べる。

2. 国際収支統計から見る資金流出入状況

(1) 資金流出入の概要

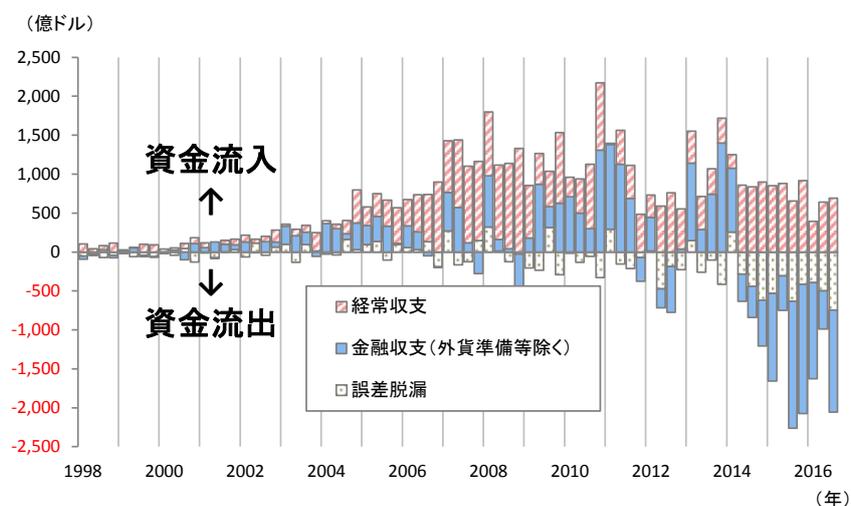
金融収支赤字が再び拡大、国内資本における流出が主因

2015年後半の大幅な資金流出の後、流出額は縮小傾向にあったが、2016年7-9月期では再び資金流出が拡大している。図表1は国際収支統計を基に中国からの資金流出入状況を表したものである。プラスの場合は海外から中国本土への資金流入を、マイナスの場合は資金流出を意味する。経常収支は依然として黒字（資金は流入超）が継続しているが、金融収支は2014年第2四半期以降、赤字（流出超）が継続している。また誤差脱漏における流出超の幅も2014年第

2 四半期以降拡大傾向にある。直近に発表された 2016 年 7-9 月期では経常収支が 692.5 億ドルの黒字（資金は流入超）、金融収支が 1,310.6 億ドルの流出超、誤差脱漏が 743.1 億ドルの流出超となった。

また 7-9 月期の金融収支においては国内資本の流出が顕著に拡大した。図表 2 は金融収支を海外資本・国内資本別に示したものである。赤い棒グラフが海外資本、青い棒グラフが国内資本を示している。2015 年末の資金流出の拡大は貸出や現預金における海外資本の流出拡大が主因となっていたが、2016 年 7-9 月期の海外資本は 2 期連続で流入超となった。一方で国内資本の流出が拡大した。

図表 1 国際収支統計概要（四半期別、2016 年 7-9 月時点まで）



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

(参考)

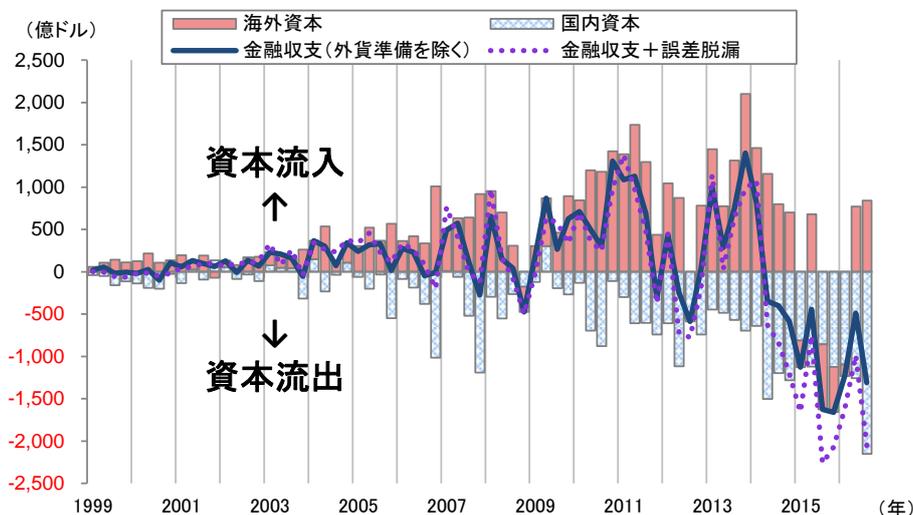
金融収支…直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資及び外貨準備の合計。

なお図中では外貨準備を除外して示している。

経常収支…金融収支に計上される取引以外の、国内居住者・非居住者間の取引収支。

内訳には貿易・サービス収支、第一次所得収支、第二次所得収支が含まれる。

図表 2 金融収支（外貨準備を除く）及び誤差脱漏（四半期別、2016 年 7-9 月時点まで）



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

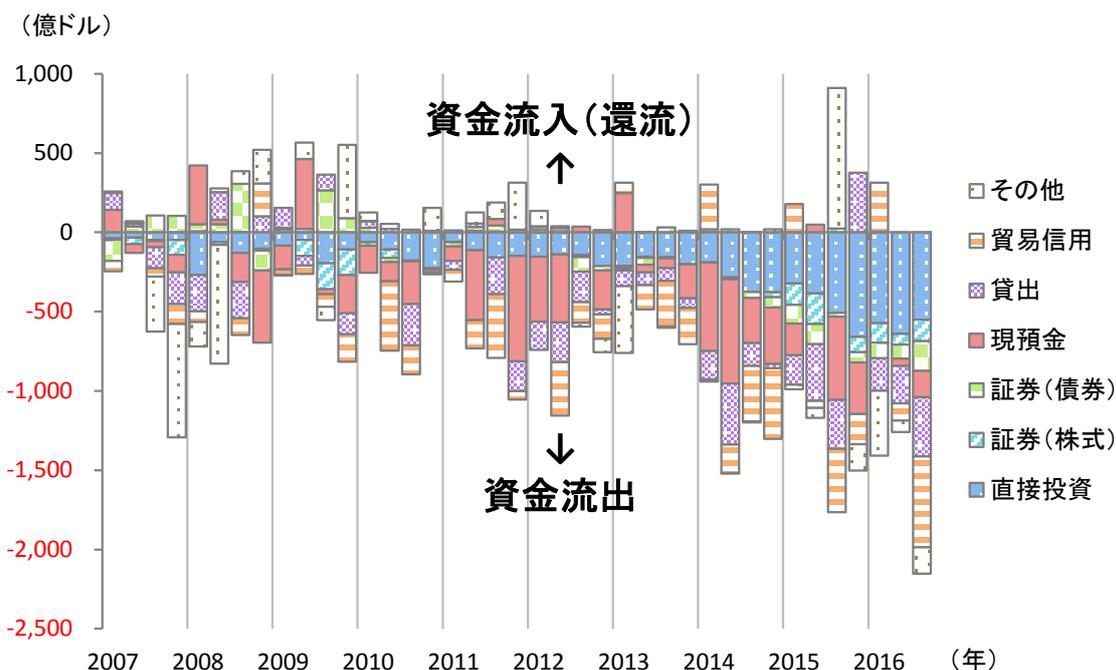
(2) 金融収支における資金流入の内訳

国内資本は対外直投や貿易信用における流出が主、海外資本は流入超だが直投は低調

金融収支における資金流出はどのような項目によって発生しているのか。図表3は国内資本の金融収支における資金流入を項目別に示したものである。中国政府が中国企業の対外投資を奨励したこと（走出去戦略）もあり、2014年頃より対外直接投資が拡大しており、これが資金流出拡大の主な要因の一つとなっている。この他、2016年7-9月期においては貸出や貿易信用における資金流出も拡大した。中国企業の直接投資拡大を原因とした資金流出は、中国企業の成長の結果としてプラスに捉えることもできる。ただし、こうした項目は必ずしも全てがその本来の目的に従って使用されているとは限らない。中国は海外への資本取引に規制を設けているため、そうした規制を回避するために貿易信用や直接投資が海外への資金移動の手段として利用されている可能性も否定できない。

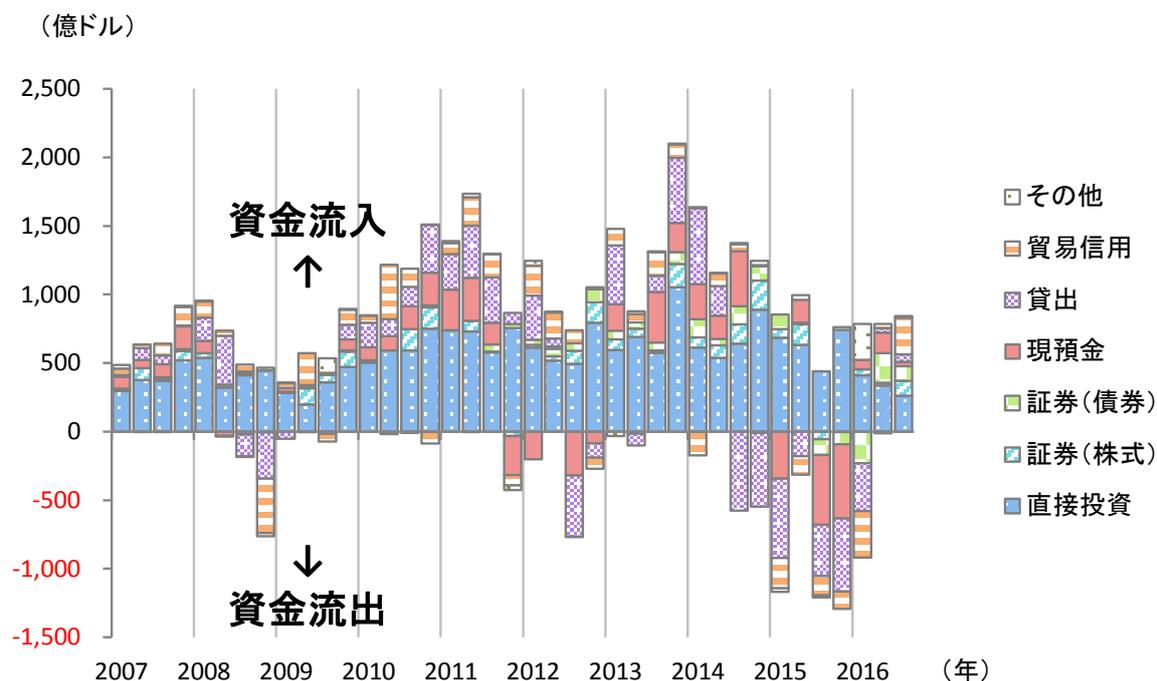
海外資本に関しては841.7億ドルの流入超となったが、直接投資（261.9億ドルの流入超）は2009年4-6月期以来の低水準となった（図表4）。

図表3 国内資本の流入（金融収支、外貨準備を除く、四半期別、2016年7-9月時点まで）



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表4 海外資本流出入（金融収支、四半期別、2016年7-9月時点まで）



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

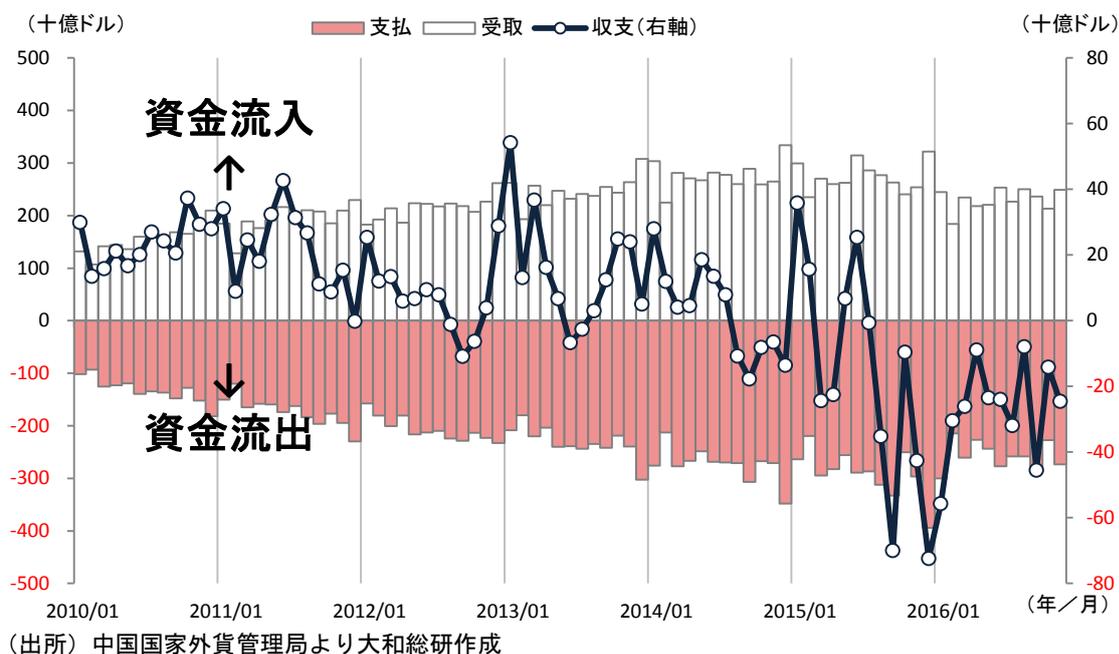
3. 足元における資金流出入状況と当局の姿勢

当局は従来規制の実施を徹底し監督強化

2016年末時点までの段階では、人民元の対ドルでの下落は継続していた¹が、2016年11月の銀行の決済から見る資金流出は246億ドルに留まっている(図表5)。こうした背景には同時点の対ドルでの人民元安が主にドル高主導で進んだ(対ユーロ・対円では人民元が上昇)ことに加えて、当局による為替管理に対する監督強化が影響していると考えられる。昨年、2016年10月末頃には銀聯カードによる香港での保険購入の管理が強化された。また2016年12月31日には国家外貨管理局より個人の外国為替取引について更なる監督強化を行うことが発表された。現状では、当局は資金流出に対して監督強化を中心とした政策対応を行っている。目立った規制強化が人民元の国際化を阻害しないようにとの配慮があると考えられる。しかしながら、将来的には規制強化による対応に踏み切る可能性も否定できない。

¹ なお、2017年初に人民元が対ドルで急騰する動きがあった。これは人民元のオフショアにおける銀行間貸出レートが急騰したことにより人民元の需給がひっ迫したためとされる。香港のオフショア人民元の翌日物銀行間貸出金利(HIBOR)の2017年1月6日終値は61.3%に達した(2016年の年間平均は2.9%)。報道ではこうした背景には中国当局による介入があったのではないかとされている。

図表5 中国非金融部門による本土内銀行を介した本土外との資金受取、支払状況



4. 外貨準備は十分か

2016年12月末時点で外貨準備高は3兆105億ドル(前月比▲411億ドル)となった(図表6)。依然として世界の外貨準備を誇るが、その水準は為替介入への利用等により減少を続けており、先行きに対する懸念を指摘する声もある。

IMFは新興国の外貨準備の適正水準の目安として、外貨準備の対輸入額(推奨基準3ヶ月分以上)、対短期債務残高(推奨基準100%以上)、対マネーサプライ(推奨基準5~20%、為替制度による)を挙げている。これらの基準は輸入額への支払いが行えるか、短期債務の返済ができるか、資本逃避への耐性等といった観点に基づくものである。図表7は以上の3つの基準を基に、中国の水準と推奨基準値を比較したものである。中国の外貨準備高は対輸入額で23ヶ月分²、対短期債務残高でも354%³と十分に条件を満たしている。しかし、対マネーサプライ(M2)を見ると、比率は14%⁴であり、変動為替制度を採用している場合の基準値(5%)以上、固定為替制度を採用している場合の基準値(20%)以下となっている。中国は完全な変動相場制を採用しておらず、為替はある程度の幅をもって管理されているため、いずれが適正な基準か一概には言い難い。しかし他の基準(対輸入額、対短期債務)と異なり、対マネーサプライで見ただけでは、外貨準備が十分であるかに疑問が残るといえる。IMFは以上の3つの基準等を合わせた外貨準備高の適正水準レンジ⁵及び中国の2016年における水準(予測値)を公表している。こ

² 外貨準備高は11月末時点、輸入額は2015年12月~2016年11月の12ヶ月平均の値

³ 外貨準備高、短期債務額ともに9月末時点の値

⁴ 外貨準備高は11月末時点、M2は11月末時点の人民元建ての値を同時点の為替レートで米ドル換算した値

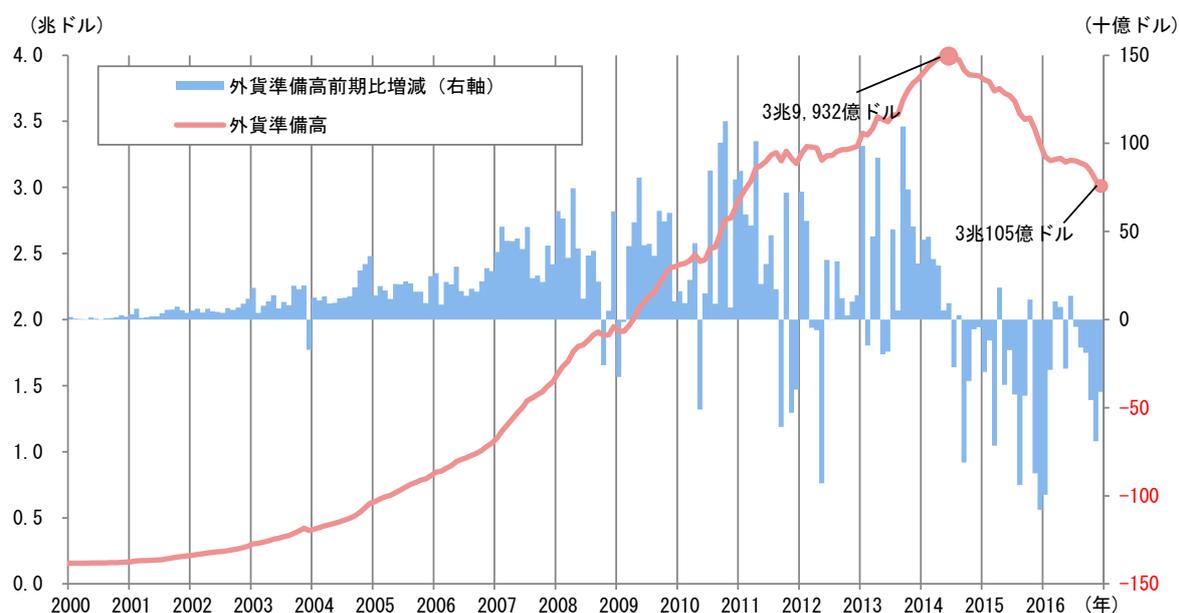
⁵ IMFが公表する外貨準備高の水準の適正判断の式は次の通り。ARA(Assessing Reserve Adequacy) Metric = 10% × Exports + 10% × Broad Money + 30% × Short-term Debt + 20% × Other Liabilities この値が100~150%

れに基づけば 2016 年末時点の外貨準備高⁶は既に適正水準のレンジの下限に近付いている状況である。こうした背景からか、中国当局は為替介入の際に先物売りなども合わせて行っているようだ。

外貨準備高が既に適正水準の下限付近にあるとすれば、外貨準備を原資とした為替介入は限界が近づいているということとなる。しかしながら、為替介入を放棄することにより人民元が更に急速に対ドルで下落した場合、更なる資金流出を招く可能性がある。こうした結果を避ける方法としては、利上げによる人民元高への誘導も選択肢として考えられる。この場合、中国国内の金融を引き締めることとなる。しかしながら、金融の引き締めは不良債権問題の顕在化や、これに伴う銀行経営の圧迫等といったマクロ経済への負の影響をもたらす可能性がある。

依然として外貨準備高は適正水準内にあるものの、今後の先行きを担う人民元の動向は引き続き注視していく必要がある。また、仮に中国が利上げを実施する場合はマクロ経済への2次的な影響を考慮せねばならない。

図表6 外貨準備高の推移（月次、2016年12月末時点まで）

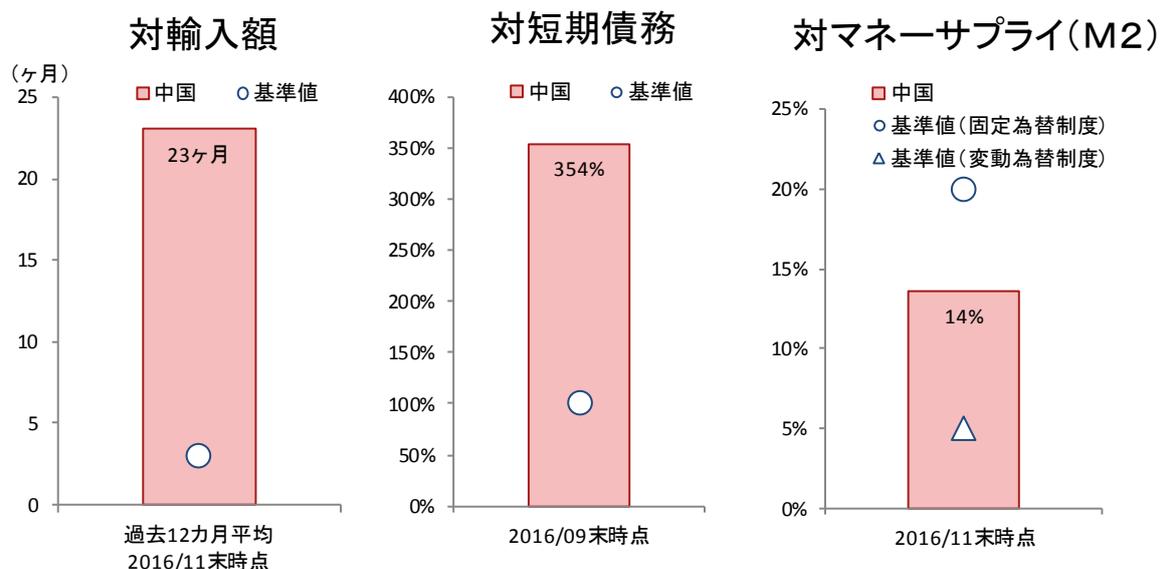


(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

にあれば適正水準のレンジ内とされる。

⁶ 通常、中国の外貨準備高について言及する場合は統計上の外貨準備高のみを指すことが多いが、IMF が使用する外貨準備高には IMF リザーブポジションや SDR、金などを含めた政府の準備資産(中国語では「官方储备资产」と表記されるもの)の値が使用されている。

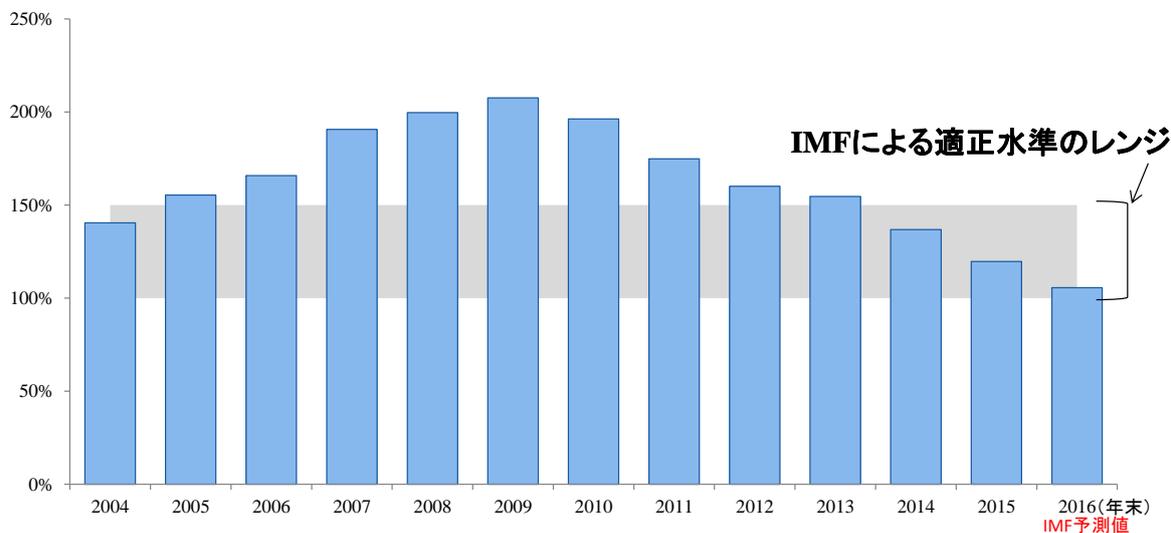
図表7 外貨準備の適正基準と中国の水準



(出所) 中国国家外貨管理局、中国人民銀行、中国税関総署より大和総研作成

図表8 IMF が公表する外貨準備高の適正レンジと中国の水準

適正水準に対する外貨準備高の比率



(注1) IMF が公表する外貨準備高の水準の適正判断の式は次の通り。ARA (Assessing Reserve Adequacy) Metric = $10\% \times \text{Exports} + 10\% \times \text{Broad Money} + 30\% \times \text{Short-term Debt} + 20\% \times \text{Other Liabilities}$ この値が 100 ~ 150% にあれば適正水準のレンジ内とされる。

(注2) 通常、中国の外貨準備高について言及する場合は統計上の外貨準備高のみを指すことが多いが、IMF が使用する外貨準備高には IMF リザーブポジションや SDR、金などを含めた政府の準備資産 (中国語では「官方储备资产」と表記されるもの) の値が使用されている。

(出所) IMF より大和総研作成