

2017年7月12日 全7頁

中国：国内資本の海外流出が緩和

2017年1-3月期 国際収支統計結果と足元の資本流出入の動向

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、2017年1-3月期の金融収支（外貨準備等を除く）は368億ドルの流入超に転じた。
- 金融収支が流入超に転換したのは、対外直接投資と貿易信用を中心に国内資本の流出が大幅に縮小したことが主因となっている。
- 足元の資金流出入動向を示唆する外貨準備高は4ヶ月連続増加し、2017年5月末時点で3兆536億ドル（前月比+240億ドル）となった。外貨の空売りポジションの残高（同時点▲60億ドル）も縮小傾向にある。
- 資金流出が落ち着きを見せている背景には、米ドルの下落と資本規制における監督強化の2点がある。資本規制に関しては、当局は今後も監督強化に努めるとしているが、資本流出入が引き続き人民元の動向に左右されやすい傾向にあることは留意すべきであろう。

1. 国際収支統計から見る資金流出入状況

金融収支は資金流入超に転換、国内資本の流出額減少が主因

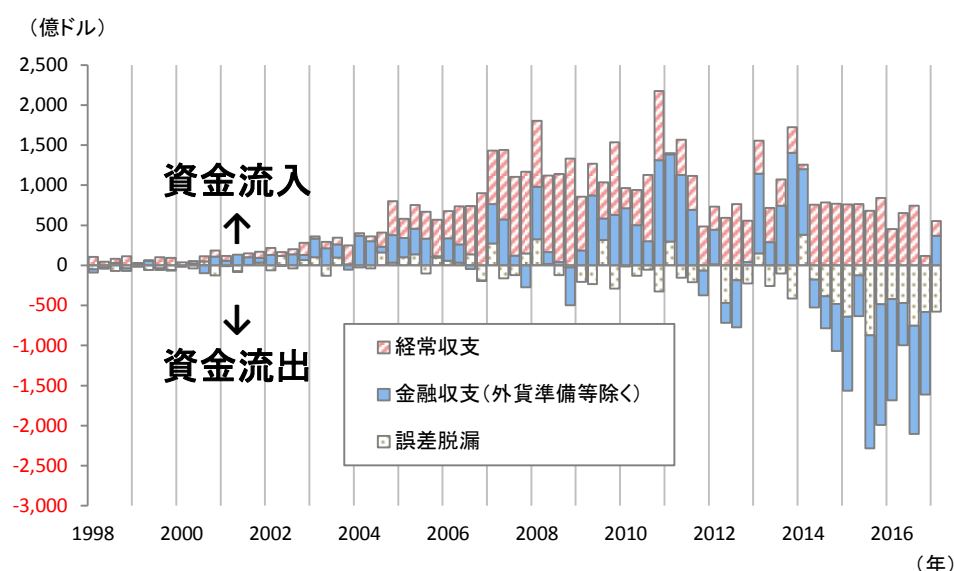
2017年6月29日に中国国家外貨管理局より2017年1-3月期の国際収支統計が公表された。図表1は国際収支統計を基に中国からの資金流出入状況を表したものである。プラスの場合は海外から中国本土への資金流入を、マイナスの場合は資金流出を意味する。2014年4-6月期より金融収支（外貨準備を除く）における資金流出超が継続していたが、2017年1-3月期は12四半期ぶりに368億ドルの資金流入超に転じた。

金融収支が流入超に転換したのは国内資本の流出（▲547億ドル、前期の27%）が大幅に縮小したことが主因となっている（図表2）。図表3の国内資本の内訳を見ると2016年10-12月期における資金流出の最大の要因であった貿易信用が2017年1-3月期には資金流入に転じており、同時に対外直接投資も減少している。この背景には資金移動を目的とした貿易信用や対外

直接投資への監督強化の影響があると考えられる。監督強化の動きとしては2017年1月26日に対外貿易における取引の正確性・規制適合性審査の強化が行われたことが挙げられる。また、対外直接投資に関しては新たな規制の導入等はなかったが、外貨管理局局長は2017年2月の記者会見にて既存の規制に則った管理業務を継続する一方で、対外直接投資における正確性・規制適合性の審査を強化するとの発言をしている。なお、貿易信用の減少に関しては監督強化の影響の他、春節等の影響により1-3月期は貿易量が減少する傾向があることも関連している可能性がある。

海外資本に関しては前期と全体額は大きく変わらず915億ドルの流入超となった。ただし、内訳には変化が見られ、直接投資(+331億ドル)は低水準となる一方、現預金(+477億ドル)が大幅な流入超となっている(図表4)。

図表1 国際収支統計概要(四半期別、2017年1-3月期時点まで)

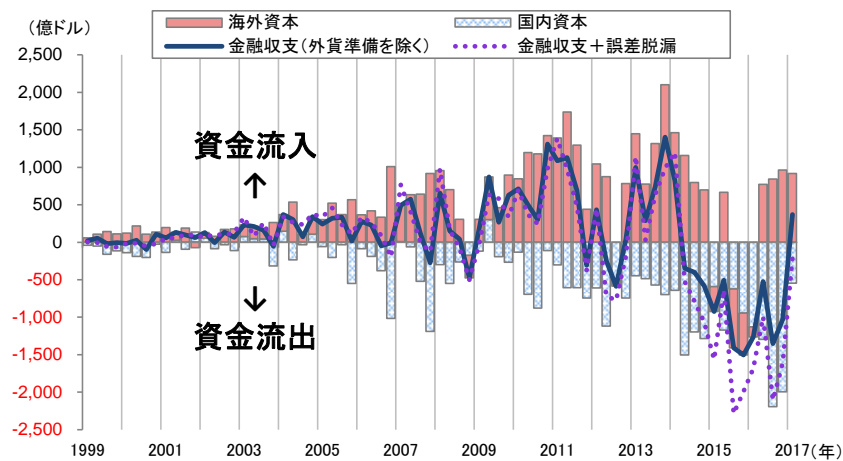


(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

(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。

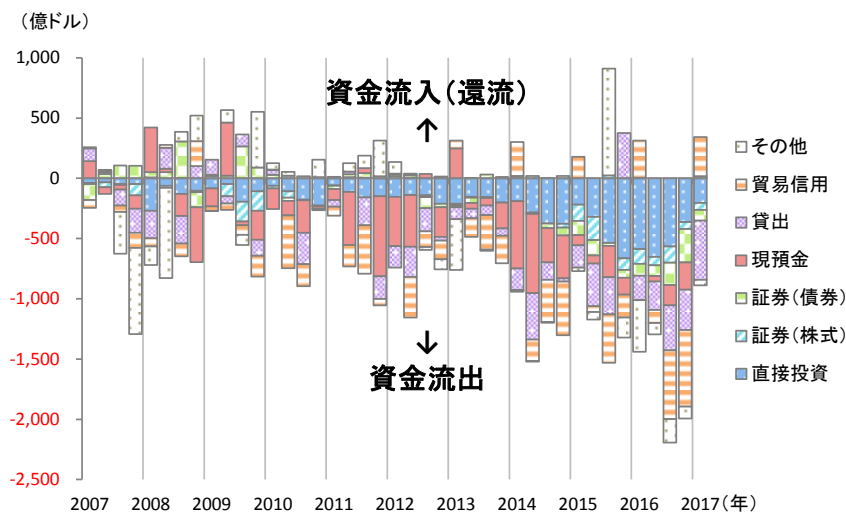
経常収支…金融収支に計上される取引以外の、国内居住者・非居住者間の取引収支。内訳には貿易・サービス収支、第一次所得収支、第二次所得収支が含まれる。

図表2 金融収支（外貨準備を除く）及び誤差脱漏（四半期別、2017年1-3月期時点まで）



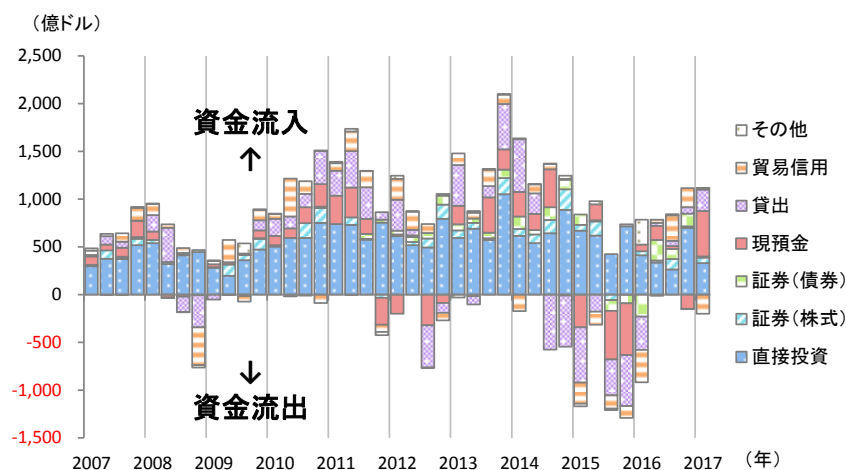
(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表3 国内資本の流出入（金融収支、外貨準備を除く、四半期別、2017年1-3月期時点まで）



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表4 海外資本の流出入（金融収支、四半期別、2017年1-3月期時点まで）



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

2. 足元の資金流出入動向

外貨準備は4カ月連続で残高増加、外貨の空売りポジションも縮小傾向

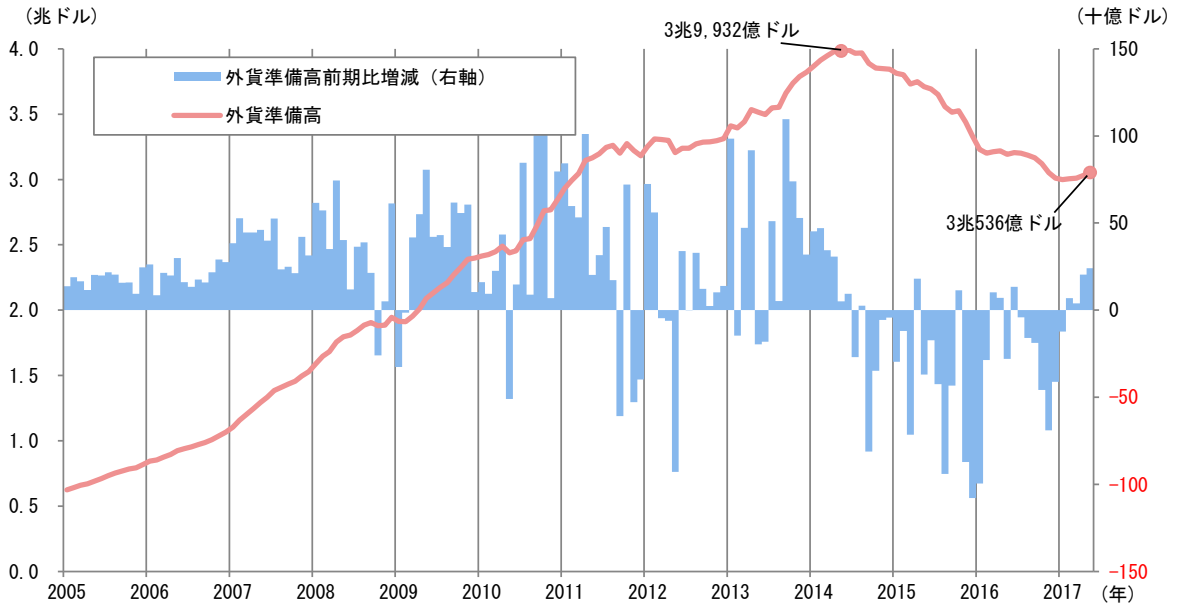
足元の資金流出入動向については人民元レートと外貨準備高の増減から示唆を得ることができ、資金流出が進んでいる際は、人民元は減価しやすく、またこれに伴い通貨防衛を実施する場合には外貨準備が減少することとなる。2016年中は人民元が対ドルで減価を続けていたことから、中国当局は通貨防衛のために外貨準備を使用し、結果、外貨準備高の減少が続いた。足元の動向を見ると、2017年5月末時点で外貨準備高は3兆536億ドル（前月比+240億ドル）となっている（図表5）。外貨準備高は4ヶ月連続で残高が増加しており、人民元が2017年1月より安定して1ドル=6.86~6.89元前後で推移したことにより、通貨防衛のための外貨準備の使用を抑えることができたのではないかと考えられる。なお、人民元の安定は主に米ドルに対してであり、対日本円や対ユーロで見ると人民元は年初より減価している（図表6）。なお、外貨準備高は資金流出や通貨安に対する耐性の目安となる。IMFが公表する外貨準備高の水準の適正判断の式¹に基づくと、2017年3月末時点における適正水準は2.7兆ドル~4.1兆ドルとなっている。現在の外貨準備高の水準はやや適正水準の下限に近いもののこのレンジ内に納まっているため資金流出等に対する耐性は保たれていると言えるであろう（図表7）。

2016年後半には、中国当局が外貨を空売りすることで、外貨準備高の見かけ上の減少を軽減していると指摘されていたが、足元では空売りポジションの残高は縮小傾向にあり、この懸念も後退しつつある。ピーク時には453億ドルあったショートポジションは2017年5月末時点で60億ドルまで縮小している（図表8）。

以上に述べた通り、足元では人民元レートは対ドルで安定して推移しており、外貨準備高も増加していることから、資金流出圧力は緩和した状況が継続していると推測される。

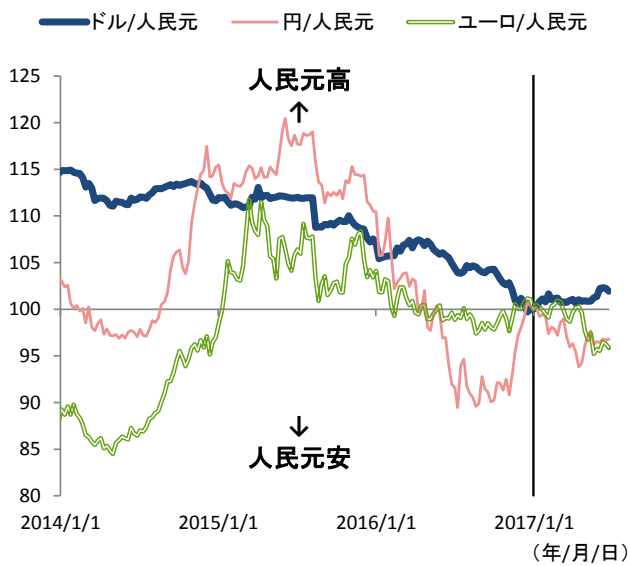
¹ IMFが公表する外貨準備高の水準の適正判断の式は資本規制の有無や通貨政策（変動相場・固定相場）により決定される。本レポートでは資本規制ありかつ固定相場であることを前提とした。計算式は次の通り。
ARA (Assessing Reserve Adequacy) Metric = 10% × Exports + 10% × Broad Money + 30% × Short-term Debt + 5% × Other Liabilities
この値の100~150%のレンジ内が適正水準とされる。輸出は外需の減少等による潜在的な損失のリスク、Broad Money（計算にはM2を使用）は国内居住者の資本逃避リスク、短期債務は借り換えリスク、その他債務は証券投資やその他投資（短期債務を除く借入等）における資金流出のリスクに対応している。なお、資本規制あり・変動相場制を前提として計算した場合適正水準は2.7兆ドル~4.0兆ドルとなる。

図表5 外貨準備高の推移（月次、2017年5月末時点まで）



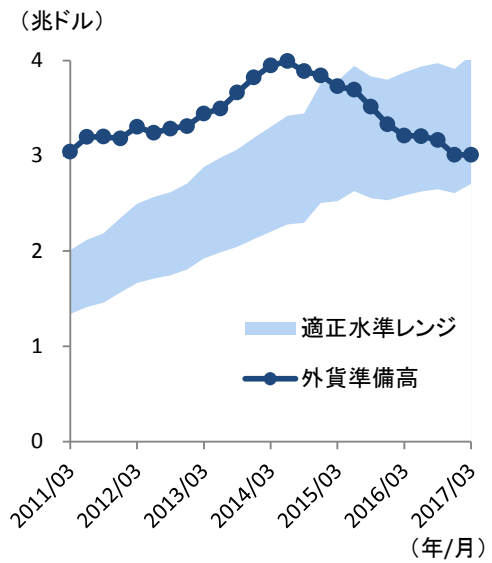
(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表6 人民元対ドル、円、ユーロ為替推移（2017年1月1日=100）



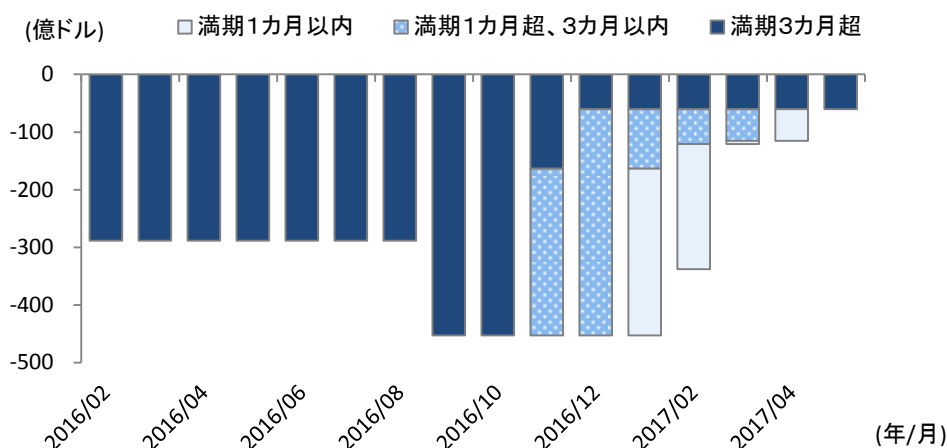
(注) 2017年1月1日の値を100として基準化
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表7 外貨準備高と適正水準レンジ（四半期別、2017年3月末時点まで）



(注) 適正水準レンジの算出方法は脚注1と同じ
(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

図表8 外貨準備資産における外貨ショートポジション残高 (月次、2017年5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

3. 当局の姿勢

引き続き資本流出入の監督を強化

中国当局は引き続き資本流出入に対する監督強化を行っている。年初来より、国家外貨管理局は銀行の外貨管理規定執行状況検査や貿易信用の実態調査、銀行カードによる対外取引の統計整備等を発表し、対外取引への監督強化が実施されている。一方で、債券市場の対外開放を進めることで、海外から国内への資金流入を促している。今秋には5年に一度の共産党大会が開催されるため、経済の安定運営を最優先したいといった思惑もあるのではないだろうか。

人民元基準レート算出方法変更の影響は限定的か

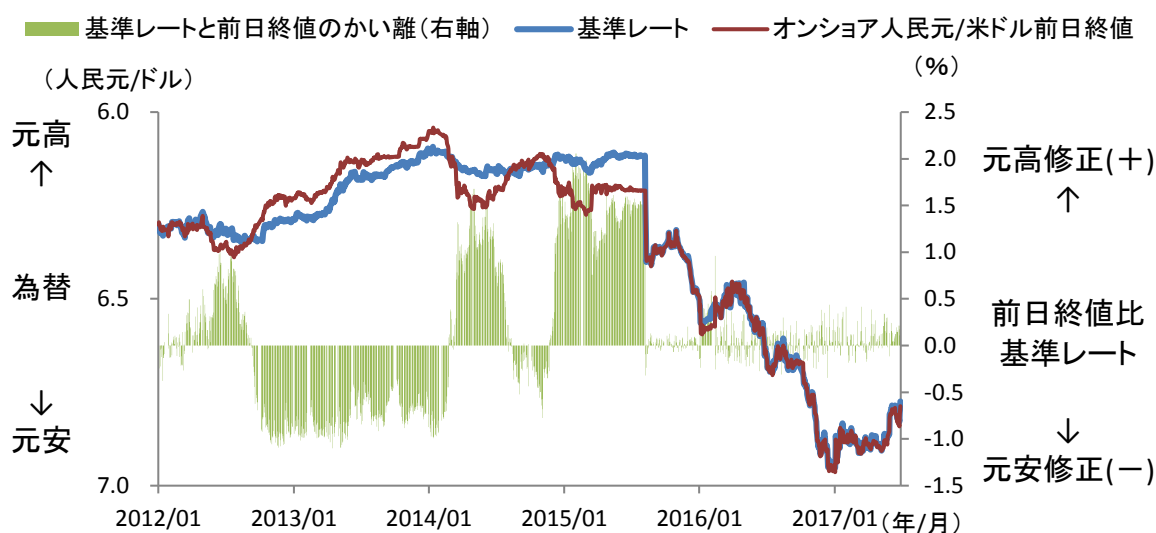
人民元の為替安定のために基準レートの算出方法の調整が行われたと発表された。基準レートとは中央銀行である中国人民銀行が発表する取引の初値であり、1営業日中の取引レートは基準レートから上下2%以内の範囲に限定されている。中国人民銀行の直属機関である外貨取引センターによると、新しい算出方法は「逆周期因子」を導入しており、2017年5月頃より適用を開始したとしている。現在の人民元の取引には経済的なファンダメンタルに基づかない、非理性的な予測に基づく一方向的なボラティリティが存在するとし、「逆周期因子」はこれを是正するとしている²。

では、実際に新しい算出方法の下ではどの程度、基準レートに前日終値からの修正がなされているか。2017年5月以降の対ドル人民元の為替レートの基準レートを前日終値と比較してみ

² 具体的な算出方法の変化については言及されていないが、2017年6月22日の日本経済新聞の報道に基づく新しい基準レートの算出方法では前日の為替レートの変動のうち実需に基づく値動きを算出し、その値動きに一定の係数をかけるとのことである。また、この係数は前日の値動きの方向と幅によって異なり、概ね元安時は基準レートへの反映を抑えるしくみになっているとのことである。

ると、基準レートの人民元高方向への修正は最大でも前日終値から0.34%³、平均では0.14%の修正に留まっている（図表9）。なお、人民元安方向への修正は平均で0.05%となっている。人民元の為替レートは基準レートから±2%変動することが許容されていることを考慮すると、新しい基準レートの算出方法は人民元の変動を一定程度制限するものの、現状のところ為替レートを人民元高方向に決定づけるような操作ではないといえるであろう。

図表9 人民元対米ドル基準レートと前日終値比較



(注) かい離の算出方法； $\{【基準レート（米ドル/人民元）】 \div 【前日終値（米ドル/人民元）】\} - 1$
 (出所) Bloomberg より大和総研作成

おわりに

2016 年中は、対ドルでの人民元安の進行や、経済成長の減速等を背景に国内資本の流出が増加していたが、2017 年 1-3 月期は国内資本の流出額が大幅に減少し、金融収支（外貨準備除く）全体も流入超へと転じた。資金流出が落ち着きを見せている背景には、米ドルの下落と資本規制における監督強化の 2 点がある。資本規制に関しては、当局は今後も監督強化に努めるとしているが、資本流出入が引き続き人民元の動向に左右されやすい傾向にあることは留意すべきであろう。

³ 算出方法： $\{【基準レート（米ドル/人民元）】 \div 【前日終値（米ドル/人民元）】\} - 1$