

2018年1月24日 全5頁

中国：国内資金需給ひっ迫により外債発行が急増

当局が進めるレバレッジ縮小政策の影響

経済調査部 研究員 中田 理恵

[要約]

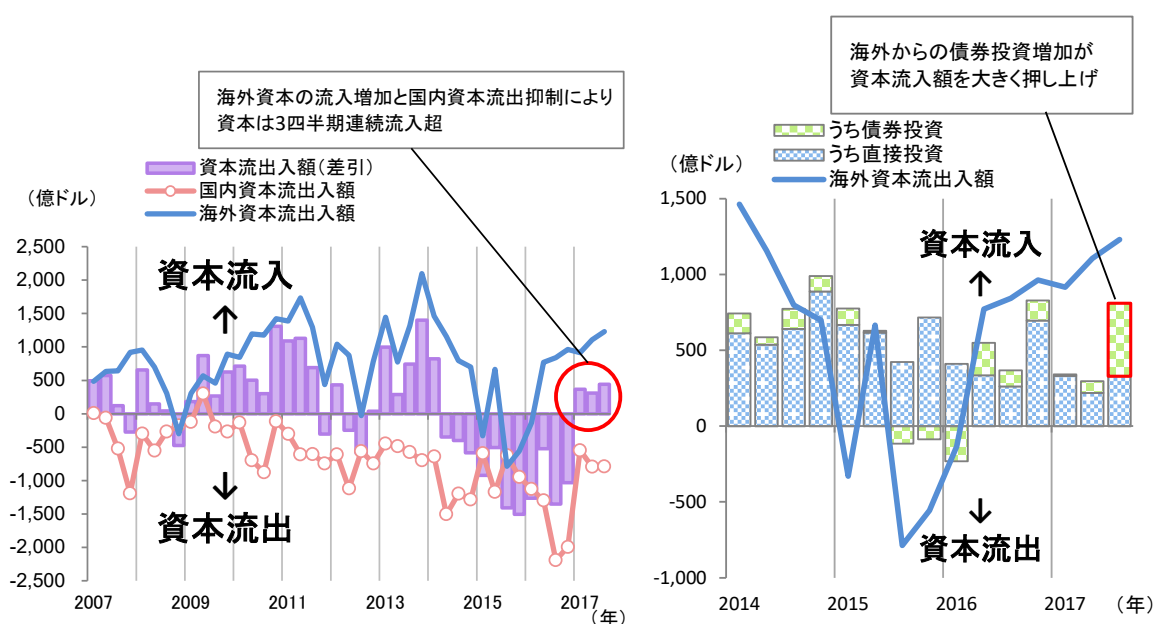
- 2017年7-9月期の中国国際収支統計によると、金融収支（外貨準備を除く）は3四半期連続の流入超となった。
- 国内資本の流出は規制強化等の影響もあり低水準に留まった。一方で、海外資本は債券投資の急増を背景に大幅な流入超となった。
- この背景には①中国当局によるレバレッジ縮小政策の結果として国内の資金需給がひっ迫し中国企業による外債発行が増加したこと、②海外投資家が香港を経由して中国本土内の債券市場に投資できるサービスであるボンドコネク（中国語では債券通）の開始等により海外投資家による債券購入が増加したことの2つがある。
- 人民元は対ドルで上昇基調、金利も高水準にあるため、昨年よりも資金流出圧力は弱まっていると考えられるが、当局は引き続き資本流出への規制を継続している。

1. 債券投資による資本流入が急増

中国国家外貨管理局が発表した国際収支統計によると、2017年7-9月期の金融収支（外貨準備を除く）は+441億ドルとなり、3四半期連続の流入超となった。国内資本の流出は規制強化等の影響もあり788億ドルと低水準に留まった一方で、海外資本の流入額は1,230億ドルとなり、2014年第2四半期以来の高水準となった。特に債券投資が増加しており、背景には①国内の資金需給ひっ迫と調達コスト上昇により中国企業による外債発行が増加したこと¹、②海外投資家が香港を経由して中国本土内の債券市場に投資できるサービスであるボンドコネク（中国語では債券通）開始等の資本市場の開放により海外投資家による債券購入が増加したことの2つがある。

¹中国の国際収支統計は国内資本の流出（対外資産は増加、資金は国内から海外へ流出）をマイナス、国内資本の流入（対外資産は減少、資金は海外から国内へ流入）をプラスで表記しており、本レポートもこれに従う。

図表 1 左図：資本流出入額推移 右図：海外資本流出入額の内訳



(注1) 四半期別、2017年7-9月期まで

(注2) 中国の国際収支統計は国内資本の流出(対外資産は増加、資金は国内から海外へ流出)をマイナス、国内資本の流入(対外資産は減少、資金は海外から国内へ流入)をプラスで表記しており、本レポートもこれに従う

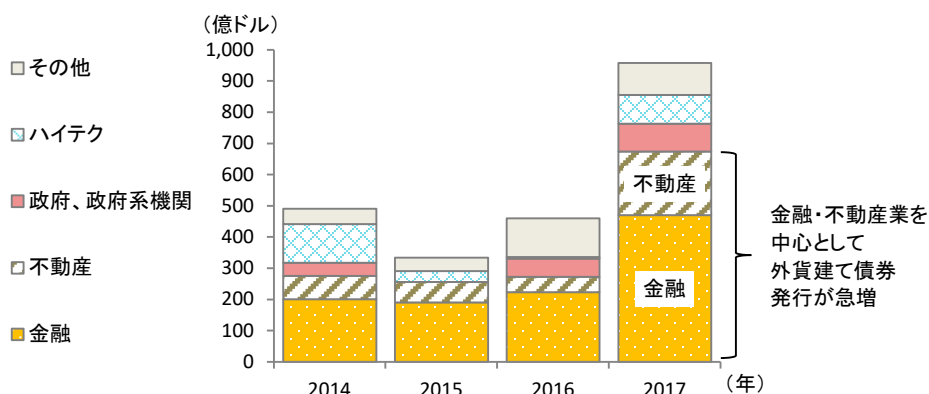
(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

①中国企業による外債発行の増加

外債発行の増加の背景には、中国当局によるレバレッジ縮小に向けた政策の結果として発生している中国国内の資金需給のひっ迫がある。2017年1月より中国当局は理財商品をマクロプルーデンス評価システム(MPA)における評価対象とし、理財商品の残高に対し自己資本の積み増しを要求した。これを受けて銀行は理財商品の規模の縮小を進めている。加えて、銀行の短期資金調達ルート及びレバレッジ増加の手段であったレポ取引も規制強化された。また、2017年以降、代替的な資金調達手段として譲渡性預金証書(CD)の発行が急増したが、2017年8月には、CDも2018年初よりMPAの評価対象となることが発表された。当局によるレバレッジ縮小政策により銀行の資金調達手段が狭められている状況である。

こうした一連の政策の結果、2017年以降、資金需給がひっ迫しており、国内の資金調達コストが上昇している。中国企業による外債発行増加は国内資金調達コストの上昇を受けたものとみられる。また、2017年以降は人民元が対ドルで上昇基調に転じたことも、外債発行を後押しした可能性がある。外債建て債務は人民元高基調の場合に、返済時の負担が人民元建てで見ると軽減される。

図表2 業種別中国企業の外貨建て債券発行額

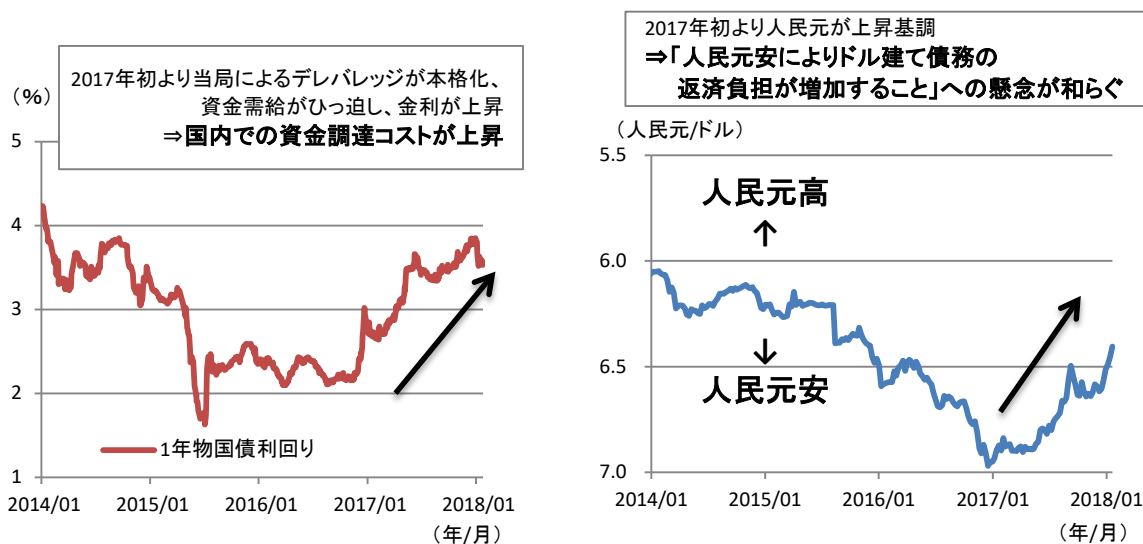


(注) 発行企業及びその最終親会社の所在国がともに中国本土内である外貨建て（人民元建て以外）の債券を集計、業種分類は最終親会社が所属する業種を基準とした

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

図表3 左図：1年物中国国債の利回り

右図：人民元の対ドルレート



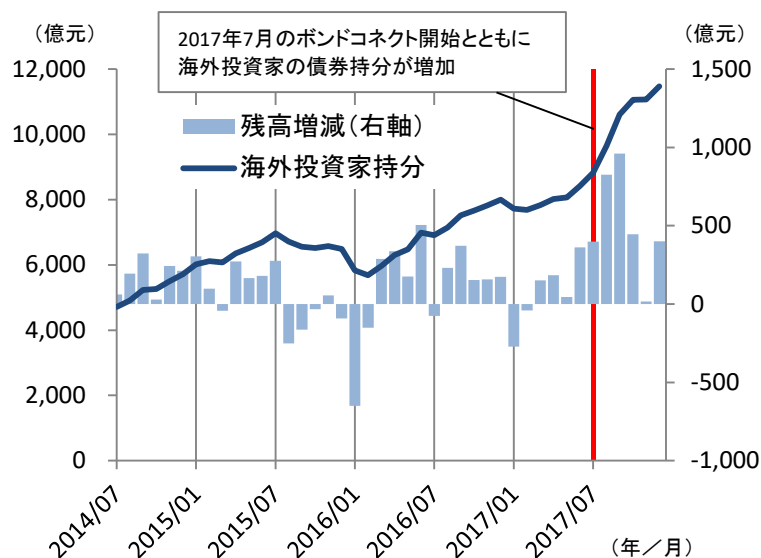
(注) 金利は日次データ、2018年1月22日時点まで 為替は週次データ、2018年1月19日時点まで

(出所) Bloomberg より大和総研作成

②海外投資家による債券投資の増加

2017年6月末時点と2017年12月末時点との比較で銀行間市場における海外投資家の債券保有残高は36%、金額にして約3,050億元増加した。海外投資家の債券保有残高の増加はボンドコネクタが2017年7月に開始した影響が大きいとみられる。債券の種類別にみると、国債とCDへの投資が特に増加している。2017年中で中国国債の1年物の利回りは米国債の1年物利回りを平均2%程上回る水準で推移しており、中国債券の比較的高い利回りが海外投資家を惹きつけたのではないだろうか。

図表4 海外投資家による中国債券の保有残高



(注) 銀行間債券市場の持ち分合計、CD・コマーシャルペーパー等も含む 月次、2017年12月まで
(出所) 中央国債登記決済有限責任公司、上海清算所より大和総研作成

2. 当局は引き続き資本流出への規制を強化

人民元が対ドルで下落へと転じた2014年頃から、人民元安の進行や金利水準の低下等を受けて、資金を海外へ移動させる動機が高まり、資本流出圧力が高まっていた。しかし、足元では一転して、人民元は対ドルで上昇基調にあり、また金利も高水準にあるため、昨年よりも資金流出圧力は弱まっていると考えられる。しかしながら、当局は引き続き資本流出を警戒しており、足元においても資本流出への規制強化が実施されている。当局は2017年9月から銀行カードによる海外での現金引き出し取引の報告を義務付け、2018年1月からは同取引による引き出しに対し年間1人当たり10万元までとする上限を設定した。

なぜ当局は資金流入局面に入った2017年以降も、資本流出に対する新たな規制を導入したのだろうか。考えられる理由としては2点挙げられる。

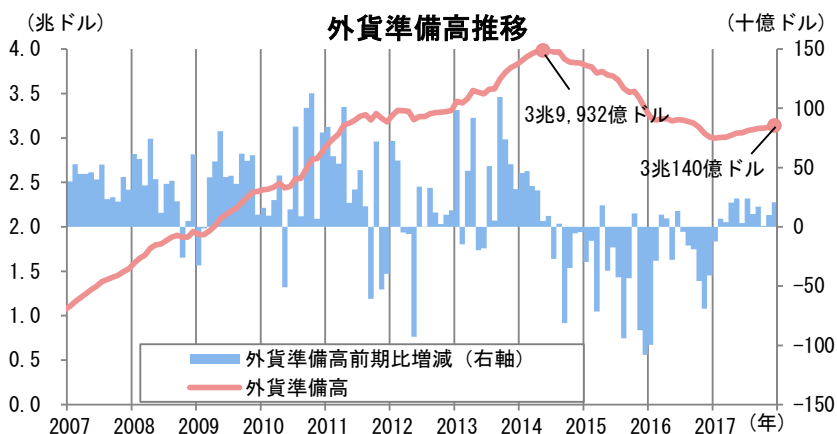
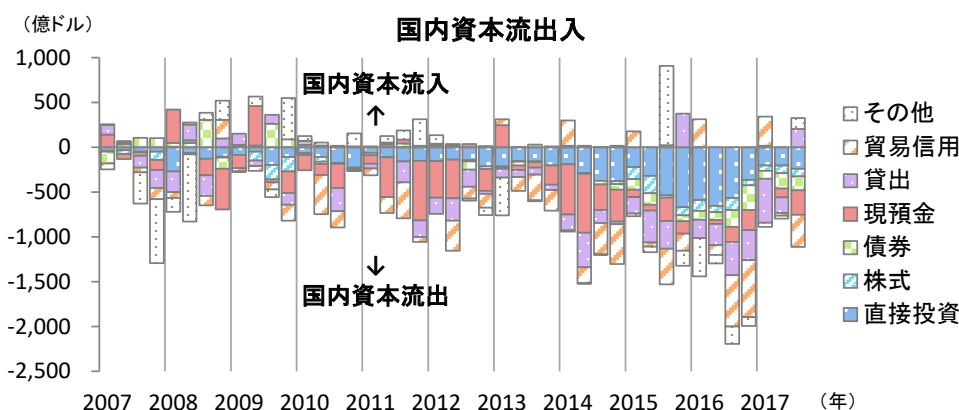
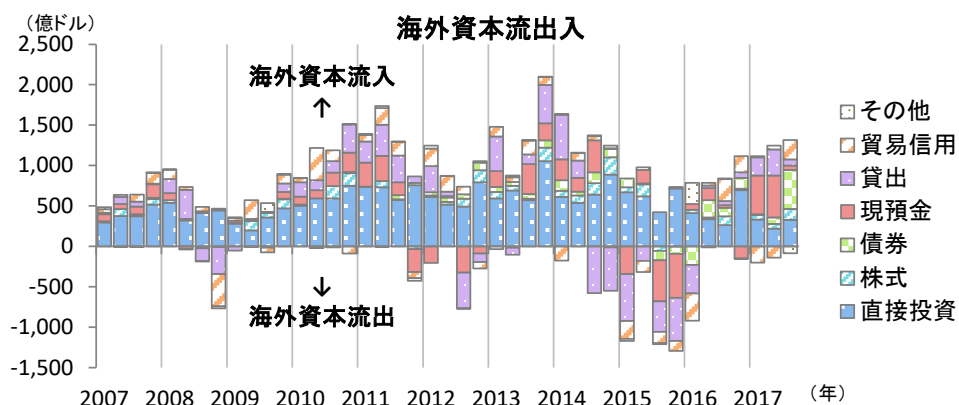
1点目に当局の資本規制が足元の資本流出圧力に対してだけではなく、中長期的な目標に基づくものである可能性が挙げられる。現在、中国は経済成長が減速する中で、債務がコントロール不能な規模で一斉に不良債権化するリスクを回避するべく、レバレッジの縮小を進めている。レバレッジ縮小政策の一環として、債務残高を膨らませる一因ともなった暗黙の政府保証を徐々に外していく予定であり、債券のデフォルトや企業の倒産の発生件数は今後さらに増えていく可能性がある。そうした中で、デフォルトや破綻の増加を受けて資本逃避が発生し、為替のコントロールができなくなるといった事態は避ける必要があるだろう。レバレッジ縮小政策を安定して実行するという中長期的目標のために、現在も資本規制を維持しているのではないだろうか。

2点目に現在の資本流入が比較的短期の資金であることが挙げられる。債券投資が資本流入の

支えとなった今期に限らず、2017年以降は金利や為替の上昇基調を受けて、債券投資や預金、貸出の増加による海外からの資金流入が続いている。しかしながら、長期的な安定した投資と言える直接投資はむしろ2014～2015年頃と比較して停滞気味である。証券投資や預金、貸出といった資金は直接投資に比べて短期間で流出入が可能な資金であるため、何らかのショックが生じた際に短期に引き揚げられる恐れがある。

こうして見ると、資本流入局面においても引き続き資本流出に対しては厳格な監督体制が維持される可能性があるだろう。

参考図表



(注) 国内資本・海外資本流出入は四半期別、2017年7-9月期まで 外貨準備高は月次、2017年12月末まで (出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成