

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

中国を巡る資本フロー ～安定と対外開放のバランスを模索～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員
福地 亜希
aki_fukuchi@iima.or.jp

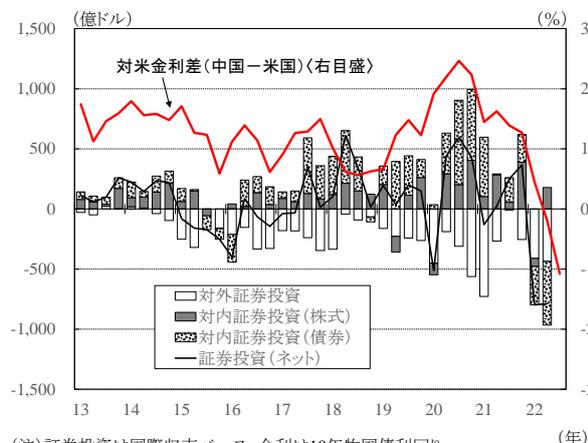
米連邦準備理事会（FRB）の大幅な利上げによりドル高が進む中、新興国では対米金利差の縮小に伴う資本流出を背景に通貨が軟調に推移するなど逆風が続いている。

主要新興国の中でも証券投資の流出が目立つ中国においては¹、2022年1-3月期に証券投資（ネット）が▲798億ドルと過去最大の流出超となり、4-6月期も債券を中心に同規模の流出超となった（第1図）。厳格な「ゼロ・コロナ」政策や不動産市場の不調などによる景気減速に配慮し、中国人民銀行（中銀）が金融面から景気の下支えを強化しており、対米金利差が縮小・逆転した影響が大きいとみられる。月次の証券取引統計上、7月以降の資本流出幅は縮小しつつあるとみられるものの、内外金融政策格差が意識される中、予断は許さない。足元にかけて人民元安基調が続いており、9月末には、一時1ドル＝7.25元台と、2008年以来の安値水準まで下落した（第2図）。もっとも、中国人民銀行傘下の中国外貨取引センター（CFETS）が公表する人民元指数²は高止まりしており、急激な為替変動は回避しつつも、緩やかな通貨安をある程度容認する余地はあるとみられる。

¹ 福地[2022]

² 2015年12月から公表開始。主要貿易相手国・地域通貨で構成される通貨バスケットに対する人民元相場の変動を示す。CFETSバスケットの構成は、当初の13通貨ペアから2017年1月から24通貨ペアに拡大。

第1図：中国の証券投資と対米金利差の推移



(注)証券投資は国際収支ベース。金利は10年物国債利回り。
 (資料)中国国家外貨管理局、Bloomberg統計より国際通貨研究所作成

第2図：人民元相場の推移



(資料)IMF、中国外貨取引センター(CFETS)統計より国際通貨研究所作成

こうした中、金融当局は、景気に配慮し金融緩和政策を維持する一方、急激な人民元安を抑制するための措置を相次いで打ち出している。CFETS が毎営業日公表する対ドル基準値の元高方向への設定³や外貨預金準備率の引き下げ（9月15日～、8%→6%）に加えて、通貨空売りのコスト増を狙い、外国為替フォワード取引の際の外貨リスク準備金率を引き上げた（9月28日～、0%→20%）。また、9月16日には、中国外為管理局（SAFE）の「企業は投機的な為替取引を行うべきではない」とするコメントが報じられたほか、9月27日に開催された外為市場自主規制枠組み⁴のオンライン会議では、一部の企業による投機や金融機関の間の違法な取引に対してガイダンスが強化されるとともに、「人民元の中心値の権威を遵守すること」が求められるなど⁵、投機的な取引への警戒も窺われる。

中国における資本流出の加速と人民元安圧力の強まりという点では、2015年～2016年のいわゆる「人民元ショック」を想起させる。当時、国際収支統計の資産サイドでは、人民元安を睨んだ企業や個人のドル資産保有の動きなどを背景に、現預金を中心とする「その他投資」でのマイナス幅が拡大したが、それ以上に負債サイドでの現預金および貸出を中心とする「その他投資」でのマイナス転換（資金流出）が目立った（第3図）。中国経済の減速や不動産市場の調整（担保価値低下）に伴う海外金融機関の対中與信姿勢の慎重化に加え、中国企業が人民元安を睨み、自主的に外貨建て借入への依存を低下

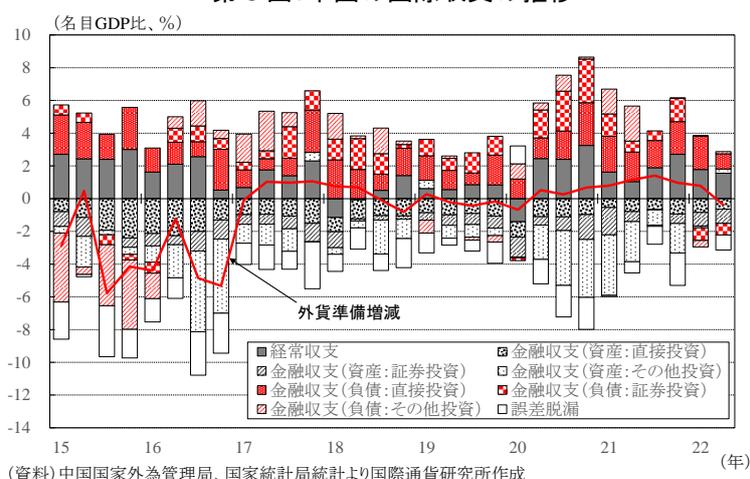
³ CFETS の基準値を設定方法に「反循環的要因 (Counter-Cyclical Factor: CCF)」と呼ばれる調整要素が再導入されたとみられる。CCF は、前日の為替レートと逆方向に動くように調整される。2017年5月～2018年1月、2018年8月～2020年10月にも導入された。

⁴ 中国人民銀行やSAFEのほか金融機関14行などが参加。

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4670840/index.html>

させるといふ資金調達構造の見直しの動きも影響したとみられる。このほか、「誤差脱漏」でのマイナス幅も拡大し、個人・企業による「地下銀行」を通じた海外送金をはじめ、非公式ルートでの資本逃避の可能性が指摘されていた。このため当局は、企業の外貨購入計画・実績の定期報告、外貨建て債務の繰り上げ返済の原則禁止、個人の外貨両替に関する申請書提出といった外貨取引のモニタリング強化や投機・違法取引の取り締まり強化などで対応した。

第3図：中国の国際収支の推移



こうした資本流出を経験し、中国政府の資本取引の自由化に対するスタンスはやや慎重化したとみられるものの、資本流入の促進に資する規制緩和については優先して進められた⁶。2014年11月の「上海・香港株式市場取引相互接続制度（ストックコネクト）」や2016年12月の「深圳・香港ストックコネクト」に続き、2017年7月には、中国・香港間の債券相互取引制度「債券通（ボンドコネクト）」が導入された。当初、中国本土の債券を売買する「北向通（ノースバウンド）」に加えて、2021年9月には本土投資家による香港市場での売買「南向通（サウスバウンド）」も始動した。国際分散投資を手掛ける機関投資家の多くがベンチマークに採用する主要株式・債券インデックス⁷に中国株や債券が相次いで採用され、ソブリン格付け⁸や相対的な利回りの高さなども相俟

⁶ 福本[2022b]

⁷ 主要株式インデックスによる中国株の組み入れは、MSCI 新興国株指数(2018年6月～、中国本土人民元建て株式(A株))、FTSE(2019年6月～)、S&Pダウ・ジョーンズ(2019年9月～)、債券インデックスによる中国国債・政策銀行証券の組み入れは、Bloomberg-Barclays グローバル総合インデックス(2019年4月～)、JPMorgan GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド(GD)インデックス(2020年2月～)、FTSE 世界国債インデックス(WGBI)(2021年10月末～)など。

⁸ 主要格付け会社による中国国債の格付けは、S&P およびフィッチが「A+」、Moody's が「A1」。

って対中証券投資を後押しした。中国国債の外国人投資家による保有比率は 2014 年時点の 2%から 2021 年には 10%程度まで拡大した。

国際収支統計上、足元の証券投資を通じた資本流出は 2015 年～2017 年初を大きく上回る一方、「その他投資」や「誤差脱漏」のマイナスは相対的に小幅にとどまっている。当局は、2022 年上期の資本フローについて、証券投資等を通じた一部の資金は外部環境の変化を受けたものの、変動は概ね管理可能な範囲にとどまり、直接投資をはじめとする中長期的な資本流入が続いたと評価している⁹。また、クロスボーダーの証券投資については、これまでの対外開放政策に伴う海外からの資本流入拡大や証券市場の活性化などを前向きに捉える一方、現状、他の新興国市場に比べて外国人投資家の割合が相対的に低く、ダイナミズムがまだ限られる点などについては、今後、改善すべき課題として指摘している。目先、5 年に一度の共産党大会をはじめとする重要行事を控え、経済・金融面での安定確保に向けて難しい舵取りが求められている。同時に、今後、資本取引のさらなる自由化については、不安定リスクの増大を伴う対外投資を含めて如何に前進させていくかが注目される。

以上

<主な参考文献>

曾根康雄 [2020]、「中国の国際収支と金融の対外開放」亜細亜大学アジア研究所『アジア研究シリーズ』No.104、2020 年 3 月 (<https://www.asia-u.ac.jp/uploads/files/20200807151700.pdf>)

中国国家外匯管理局[2022]、「2022 年上半年中国国際収支報告」2022 年 9 月 29 日 (<http://www.safe.gov.cn/safe/2022/0929/21481.html>)

福地亜希[2022]、「米金融引き締め下でのアジアを巡る資本フロー」国際通貨研究所『II MA コメンタリー』ei2022.21、2022 年 9 月 6 日 (<https://www.iima.or.jp/docs/column/2022/ei2022.21.pdf>)

福本智之[2022a]、「中国減速の深層『共同富裕』時代のリスクとチャンス」日経 BP・日本経済新聞出版、2022 年 6 月 17 日

----- [2022b]、「人民元の国際化の重石となる中国の「管理された」資本自由化」東京財団政策研究所、2022 年 7 月 27 日 (<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4034>)

⁹ 中国国家外匯管理局[2022]

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>