

# 経済マンスリー

## [論文]

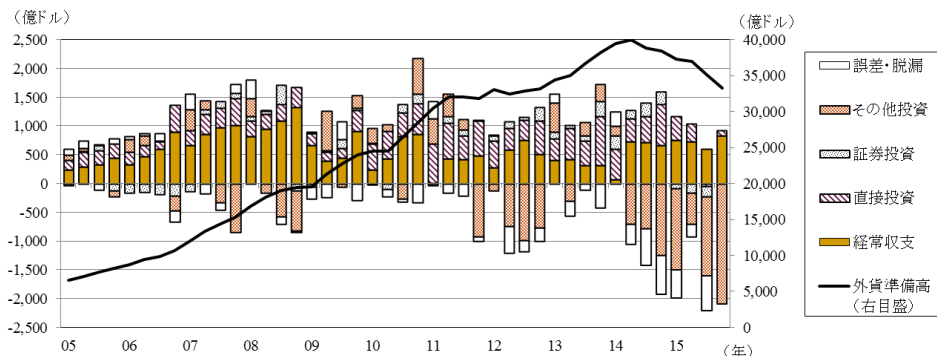
### 国際投資ポジションからみた中国を巡るマネー動向

#### 【要旨】

- ◇ 中国では長く経常収支および直接投資における資本流入に伴う人民元高圧力を介入により吸収してきたことから、外貨準備が積み上がったが、2014 年後半以降はその減少が目立ち、中国の資本流出リスクが喧伝されている。国際投資ポジションというストック面からみると、中国はすでに対外資産・負債ともに積み上げているため、リスク顕在化の際の世界的な影響力も拡大させていることとなり、その実態を確認しておく必要がある。
- ◇ 中国の対外資産は 2008 年まで外貨集中制度が採用されていたため、外貨準備への集中度が高い。その運用先は多様化しつつあるが、依然として中心は米国債の模様で、最近では第三国名義の保有分の減少が目立っている。なお、外貨準備を活用して国内・海外で運用する政府系投資ファンドは世界第 3 位の規模となり、活発な直接投資・証券投資を展開している。
- ◇ 対外負債においては改革・開放以来、中国経済の発展の原動力として寄与してきた直接投資のシェアが最も大きい。近年、対外資産においても直接投資が急増している。これを反映して、国際収支というフロー面では直接投資のネット黒字幅は急速に縮小しているが、その主因が対内投資の減少よりも対外投資の急増にあるため、懸念される状況ではない。
- ◇ 最近の資本流出は国際収支上、「その他投資」における流出拡大によるところが大きい。内訳をみると、海外からの借入の減少が目立ち、貸し手の不安による資金引き揚げとも考えられるが、米中の金利差縮小や為替差損を被るリスクを考慮すれば、むしろ、借り手の合理的判断に基づく返済が主因ではないかと思われる。
- ◇ 足元、政府は資本流出と外貨準備減少を抑制すべく、為替管理を強化した結果、人民元相場は安定の兆しをみせている。IMF も認めるとおり、中国は経常黒字基調で、対外純資産も GDP 比 20% 強、巨額の外貨準備の一方、対外負債は直接投資主体であることから、対外資産負債構造における脆弱性は低いと考えるとよいと思われる。

中国では長く「経常収支」および「直接投資」における資本流入に伴う人民元高圧力を介入により吸収してきたことから、外貨準備が最高で4兆ドル近くにまで積み上がった（第1図）。しかし、2014年後半以降、「その他投資」における資金流出に伴い外貨準備の減少が目立ち、中国の資本流出リスクを喧伝する向きが増えている。

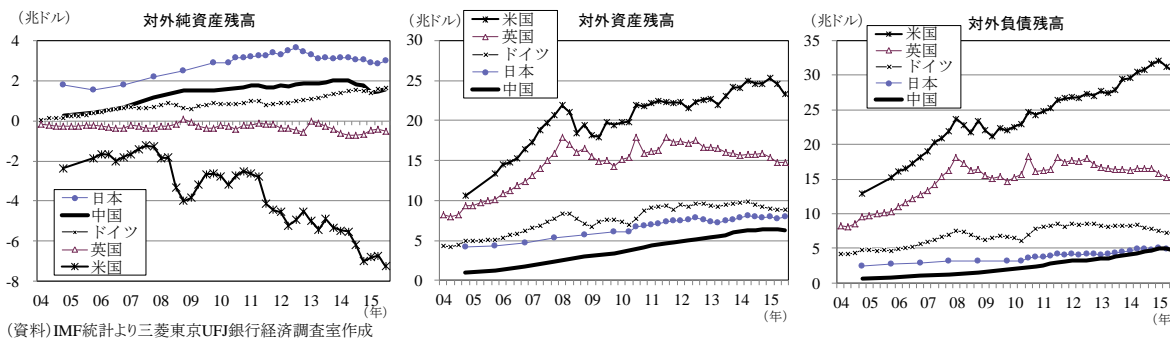
第1図：中国の国際収支と外貨準備増減



(注)2015年第四四半期の「証券投資」と「その他投資」の数値は未公表のため、計算上の両項目の合計を「その他投資」に計上。  
(資料)中国国家外為管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国際投資ポジションというストック面からみると、中国では対外資産・負債残高が2004年の公表以降の10年間で7倍に拡大し（第2図）、世界的に資金の運用者としても調達者としても存在感を高めており、仮に中国で大規模な金融リスクが顕在化した際の影響力も拡大していることになる。そこで、以下では、中国の国際投資ポジションを項目別に概観し、中国を巡るマネー動向を確認していきたい。

第2図：主要国の対外資産負債残高



(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 1. 外貨準備と政府系ファンド：運用多様化も把握困難な実態

### (1) 外貨準備の減少：ベルギー名義で目立つ米国債保有の減少

中国では2008年まで外貨集中制度が採用されていたため、対外資産は外貨準備への集中度が高い（第1表）。ただし、外貨準備高は2014年6月末の3兆9,932億ドルをピークに減少に転じ、2015年末には3兆3,304億ドルまで低下してきたため、対外資産全体に占めるシェアは従来の6~7割から5割台まで落ちてきている。この1年半で外貨準備高は6,628億ドルの減少となったが、同期間の国際収支（フロー）に基づく外貨準備減少、すなわち、介入のための準備資産処分は3,731億ドルなので、残り2,897億ドルは非ドル資

産の為替相場の変動による減少ということになる。ちなみに、この為替相場の変動による減少額は IMF に申告している新興国（中国は IMF に外貨準備の通貨別シェアを報告していない）の外貨準備の通貨別シェアを元に試算した水準に近い。

第 1 表：中国の対外資産負債残高

(単位: 億ドル)

	12	13				14				15			(参考) 14 Q4		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	日本	米国	英国
<b>純資産</b>	<b>18,665</b>	<b>18,855</b>	<b>18,571</b>	<b>19,103</b>	<b>19,960</b>	<b>19,915</b>	<b>19,921</b>	<b>17,962</b>	<b>17,764</b>	<b>14,038</b>	<b>14,640</b>	<b>15,399</b>	<b>30,410</b>	<b>▲ 70,197</b>	<b>▲ 6,735</b>
<b>対外資産</b>	<b>52,132</b>	<b>53,827</b>	<b>54,644</b>	<b>56,960</b>	<b>59,861</b>	<b>61,290</b>	<b>63,084</b>	<b>62,880</b>	<b>64,087</b>	<b>63,808</b>	<b>64,337</b>	<b>62,810</b>	<b>78,357</b>	<b>245,955</b>	<b>159,101</b>
直接投資	5,319	5,532	5,711	5,880	6,605	6,215	6,402	6,648	7,443	9,858	10,129	10,383	11,931	71,240	19,150
証券投資	2,406	2,438	2,411	2,491	2,585	2,665	2,612	2,593	2,625	2,487	2,760	2,575	33,990	95,725	39,750
株式投資	1,298	1,312	1,246	1,431	1,530	1,626	1,650	1,613	1,613	1,591	1,777	1,591	11,908	67,197	18,019
債券投資	1,108	1,125	1,165	1,060	1,055	1,039	961	980	1,012	896	983	984	22,082	28,529	21,730
その他投資	10,527	10,699	10,951	11,329	11,867	12,314	13,512	14,179	15,026	13,439	13,695	13,894	19,910	74,647	99,145
貿易信用	3,387	3,322	3,476	3,762	3,990	3,708	3,884	4,232	4,677	4,501	4,547	4,947	731	462	18
ローン	2,778	2,970	3,055	3,037	3,089	3,277	3,672	3,715	3,747	4,319	4,658	4,945	10,780	24,086	14,693
現預金	3,906	3,419	3,410	3,503	3,751	4,290	4,909	5,160	5,541	3,324	3,125	3,575	1,342	17,854	40,030
その他	457	988	1,011	1,027	1,038	1,039	1,046	1,072	1,061	1,124	1,165	248	7,057	32,245	44,404
準備資産	33,879	35,157	35,570	37,260	38,804	40,096	40,558	39,459	38,993	37,848	37,713	35,903	12,525	4,343	1,056
外貨準備	33,116	34,426	34,967	36,627	38,213	39,481	39,932	38,877	38,430	37,300	36,938	35,141	11,923	418	743
金	567	541	418	450	408	435	450	410	401	401	624	612	293	3,154	120
その他	195	189	185	184	182	180	176	173	161	147	151	150	309	771	193
<b>対外負債</b>	<b>33,467</b>	<b>34,971</b>	<b>36,072</b>	<b>37,857</b>	<b>39,901</b>	<b>41,374</b>	<b>43,163</b>	<b>44,918</b>	<b>46,323</b>	<b>49,769</b>	<b>49,697</b>	<b>47,411</b>	<b>47,947</b>	<b>316,152</b>	<b>165,836</b>
直接投資	20,680	21,418	21,972	22,666	23,312	24,154	24,748	25,454	26,779	27,515	28,274	28,521	1,935	62,288	21,460
証券投資	3,361	3,323	3,330	3,486	3,865	4,050	4,223	4,597	5,143	9,679	8,997	7,875	23,643	169,171	40,947
株式投資	2,619	2,682	2,655	2,756	2,977	2,970	3,054	3,251	3,693	7,396	6,727	5,541	14,021	66,652	15,840
債券投資	742	641	675	730	889	1,080	1,169	1,345	1,449	2,283	2,270	2,334	9,622	102,519	25,107
その他投資	9,426	10,231	10,770	11,705	12,724	13,170	14,192	14,868	14,402	12,424	12,318	10,896	22,369	84,693	103,428
貿易信用	2,915	3,036	3,095	3,268	3,365	3,190	3,282	3,335	3,344	3,123	2,987	2,847	322	1,629	16
ローン	3,680	4,076	4,832	5,107	5,642	6,411	6,775	6,274	5,720	4,581	4,341	3,867	12,991	22,670	17,147
現預金	2,446	2,766	2,576	3,061	3,466	3,290	3,861	4,983	5,030	4,365	4,611	3,831	1,230	28,376	41,849
その他	384	353	267	269	252	278	273	276	308	355	379	351	7,826	32,019	44,415

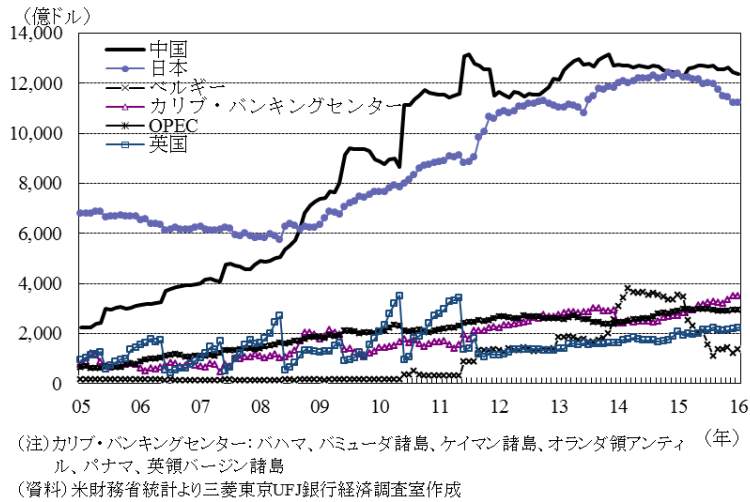
(注) 2015年に資産・負債の評価基準を取得原価から時価に変更したため、直接投資、現預金、証券投資などでかなりのブレが生じている。

(資料) 中国国家外為管理局、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国は過去 1 年半で 4,000 億ドル近い準備資産を売却したわけであるが、その詳細は明らかでない。2015 年から IMF のガイドラインに沿った外貨準備の内訳の公表を開始したが、当該ガイドラインは外貨準備の主要項目である「外貨証券」以上の細目を要求していないのである。このため、運用先の統計を参照するほかあるまい。

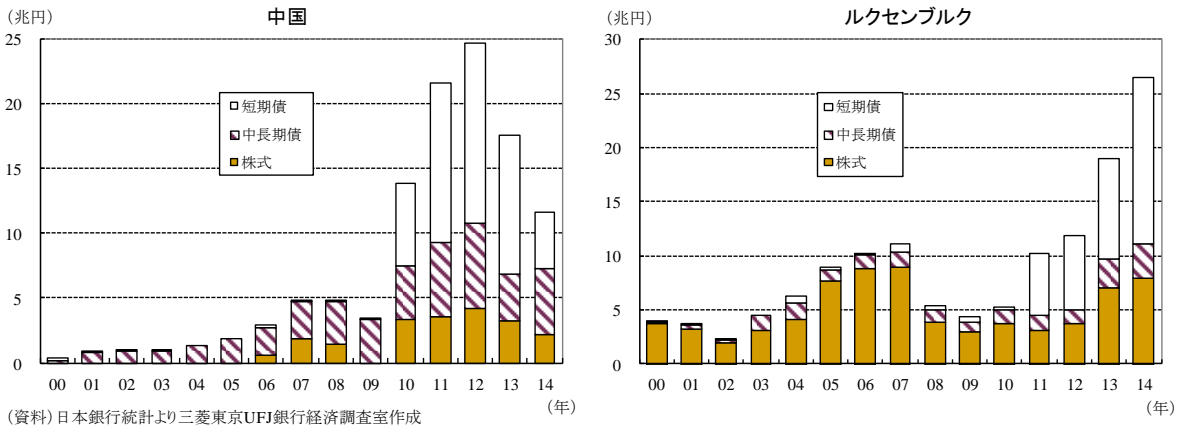
中国の外貨準備の運用については、残高の拡大に伴い、多様化が進みつつあるものの、依然として中心は米国債とみられている。そこで、米国統計に基づき、中国による米国債保有高をみると、2013 年以降、ほぼ 1 兆 2,000 億ドル台で安定推移している（第 3 図）。もっとも、中国については以前から第三国名義の保有が指摘され、かつては英国、近年はベルギーを通じた保有が多いと指摘されている。実際、過去 1 年半の米国債保有額の減少幅をみると、中国は▲223 億ドルにとどまっているのに対してベルギーは▲2,424 億ドルに達している。こうした中国の準備資産売却の動きがあっても、主要先進国でマイナス金利が広がるなかで相対的に金利が高い米国債のニーズは高かったため、金利上昇には至らなかった模様である。

第3図：主要保有国・地域の米国債保有残高



日本における動きもみておこう。中国の外貨準備運用の多様化に伴い、日本でも 2010～2012 年にかけて、中国の証券保有残高が急増した。2012 年末には米国に次ぐ第 2 位の対日証券投資国となり、債券保有に限定すれば、最大の投資国となった。しかし、2013 年から一転して証券保有残高を急減させ、円安進行に加え、日中関係悪化の影響が取り沙汰された（第 4 図）。もっとも、日本の証券についても 2013 年からルクセンブルクによる保有が急速に増え、中国の代行ではないかとの見方がある。実際、2014 年末と 2012 年末を比較すると、とくに債券については中国の保有減少額▲11 兆円に対してルクセンブルクの増加額は 10.3 兆円と近い水準となっている。

第4図：中国による日本の証券保有高

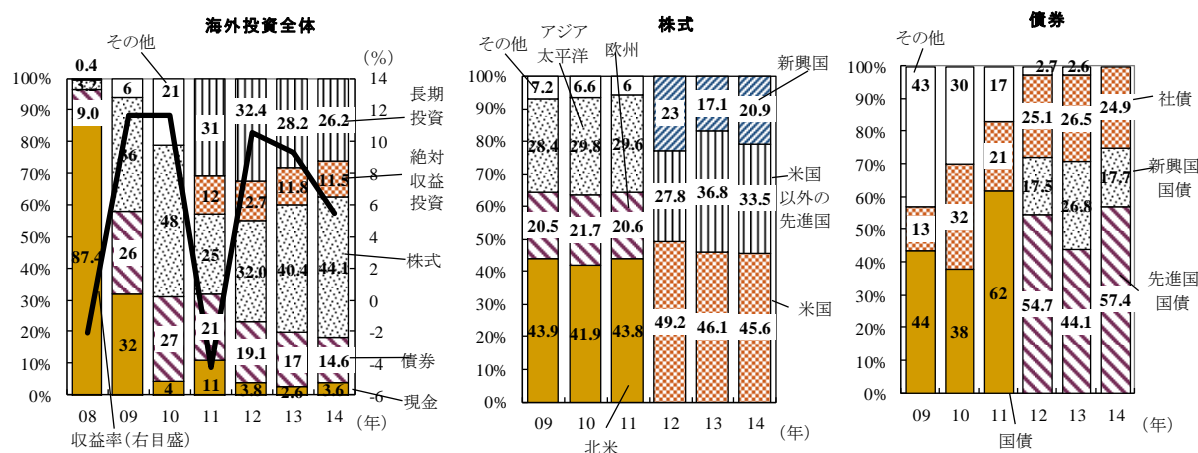


## (2) 政府系投資ファンド

外貨準備の一部を活用し、外貨準備本体とは切り離して国内・海外で効率運用を追求する政府系投資ファンド（SWF）として、2007 年に中国投資有限責任公司（CIC）が創設された。CIC は 2014 年時点で総資産 7,467 億ドルの世界第 3 位の SWF となっており、国内では子会社「中央匯金投資公司」を通じて国有大銀行株を政策保有し、海外では子会社

「中投国際有限責任公司」が分散投資を行っている（第5図、第2表）。国有銀行株の保有額から逆算すると海外投資は資産全体の3分の1程度と推測される。なお、CICの資産は中国の外貨準備高には含まれていないので、その動きは直接投資、証券投資、その他投資のなかに含まれていることになる。

第5図:CICの海外投資構成と収益率



(資料)CIC年報より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:CICの主な投資案件

海外						国内(2014年末)					
時期	投資先	国	業種	投資額	投資時の保有率	株式時価総額(A)	中央匯金保有率(B)	中央匯金保有株時価総額(A)*(B)	億元	%	億元
2007年5月	ブラックストーン	米国	金融	30億ドル	10%						
11月	モルガン・スタンレー	米国	金融	50億ドル	10%						
2009年7月	テック・リソーシーズ	カナダ	鉱業	15億ドル	17.20%						
	JSCカズムナイガス	カザフスタン	石油・天然ガス	9.4億ドル	10.60%						
2010年3月	AES	米国	電力	15.81億ドル	15%						
2011年10月	ホライズン・ローズ	オーストラリア	有料道路	3億豪ドル	13.84%						
2011年12月	アトランティックLNG	トリニダード・トバゴ	天然ガス	8.5億ドル	10%						
	GDFスエズ	フランス	石油・天然ガス	31.5億ドル	30%						
2012年1月	テムズ・ウォーター	英国	インフラ	2.76億ポンド	8.68%						
2012年11月	ヒースロー空港	英国	インフラ	4.5億ポンド	10%						
2013年9月	ウラルカリ	ロシア	農業	20.4億ドル	12.5%						
合計						60,181	48.20	29,006			

(資料)CIC年報等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

CICの年報によれば、2014年には海外投資では新興国の債券および資源向けの投資を減らし、株式投資を強化した。しかし、非ドル建て資産の評価損ならびに資源安の影響が払拭しきれず、収益率は低下した。なお、対日投資に関する情報は年報でもそれ以外でも乏しいが、2011~2012年には多くの大企業の株主として浮上した「OD05 オムニバス」の名称で投資しているとの推測が広がった。その後、「OD05 オムニバス」は株主名簿から姿を消し、売却か別名義での保有か見方が分かれている。

2015年の新たな動きにはCICの新たな子会社として海外直接投資を専門に担当する「中投海外直接投資有限責任公司(中投海外)」の設立がある。同子会社の新設は5月に発表された設備製造業の海外進出促進策に明記されたもので、これに伴い、「中投国際有限責任公司」は海外ポートフォリオ投資に集中することになった。中投海外は同年7月には業務を開始し、9月には国有港湾大手の招商局国際などと共同でトルコの港湾施設会社買収に漕ぎ着けるなど迅速な活動をみせている。



## 2. 非準備資産と負債における変化

中国の国際投資ポジションにおいては対外資産の多くを占める大規模な外貨準備が世界的にも注目を集めているが、外貨準備の増減は能動的なものではなく、企業・個人の活動に伴う資金の流出入による為替変動を調整するための介入という受動的な動きに過ぎない。以下で、外貨準備高に変化をもたらしている企業・個人による資金の動きをみていく。

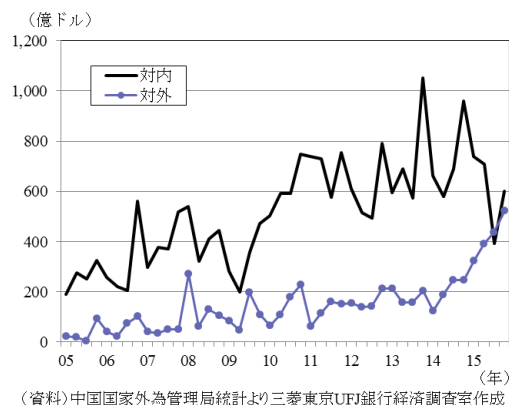
### (1) 直接投資：対外投資の急増

対外負債においては、改革・開放以来、中国経済の発展の原動力として寄与してきた直接投資のシェアが圧倒的に大きく、長期に亘り、全体の6割という水準が維持されている。一方、近年、対外資産においても直接投資が急増している。とくに2015年からの取得原価から時価評価へ変更<sup>(注1)</sup>の影響もあり、対外直接投資残高は2015年第3四半期には2012年末のほぼ倍となる1兆383億ドルに達し、日本の水準に一気に近づいてきた(前掲第1表)。

(注1) 統計発表元である中国国家外為管理局によれば、資産・負債の評価方法を従来の取得原価からIMFの「国際収支・国際投資ポジションマニュアル」に基づく時価評価へ変更したため、直接投資に加え、現預金、証券投資(後述)にも大きな変化が生じている。

国際収支というフローの面からみると、直接投資のネット黒字幅は急速に縮小しているが、第6図のとおり、対内投資が大幅に減少しているというよりは対外投資の急増によるところが大きいと懸念すべき状況とはいえない。中国の対外投資は先進国・新興国を問わず、また、業種についても、製造業、インフラを始め、多岐に亘り活発化しており、海外にとっては期待にも脅威にもなっている(第3表)。最近でも、日本では東芝の白物家電部門の売却先として中国家電大手の美的集団の名が上がり、米国ではすでに米マリOTT・インターナショナルが買収を発表していた大手ホテルチェーン、スターウッド・ホテルズ・アンド・リゾーツ・ワールドワイドに対して、新たに中国の保険大手、安邦保険率いる投資家グループが買収を提案し、大きな話題となっている。

第6図：中国の対内・対外直接投資(フロー)



第3表：2015年以降の大型対外投資案件

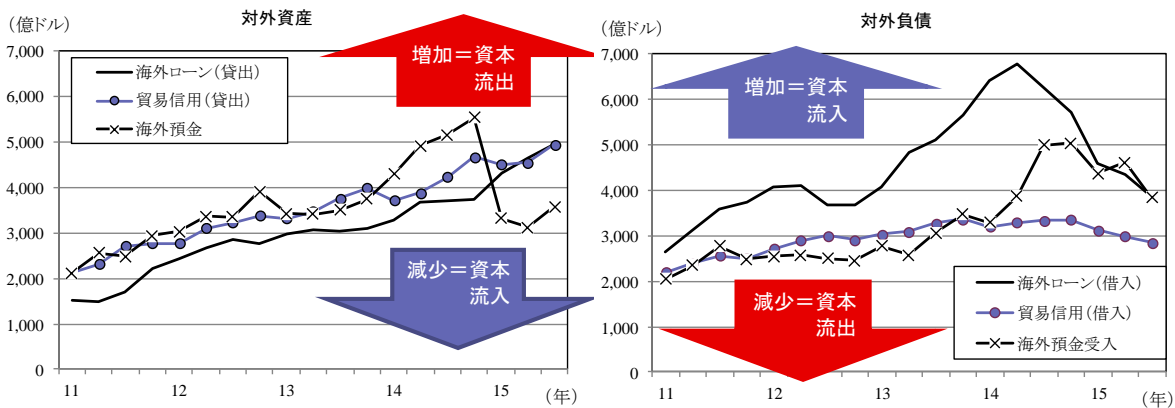
買収元企業	投資先		金額
	国	買収先企業	
中国化工	イタリア	タイヤ大手ピレリ	71億ユーロ
	スイス	農薬大手シンジェンタ	430億ドル
ハイアール	米国	電機大手GEの家電部門	54億ドル
海航	スイス	空港地上業務大手スイスポート	27億スイスフラン
	アイルランド	航空機リース大手アポロン	25.55億ドル
安邦保険	米国	高級ホテルウオルドーフ・アストリア	19.5億ドル
		中堅生保フィデリティ・アンド・ギャランティー・ライフ	15.7億ドル
国家電力投資	オーストラリア	水力発電大手パシフィック・ハイドロ	20億豪ドル
中国広核	マレーシア	政府系投資会社IMDBの発電部門 子会社保有の全発電資産	23億ドル

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) その他投資：借り手の合理的判断

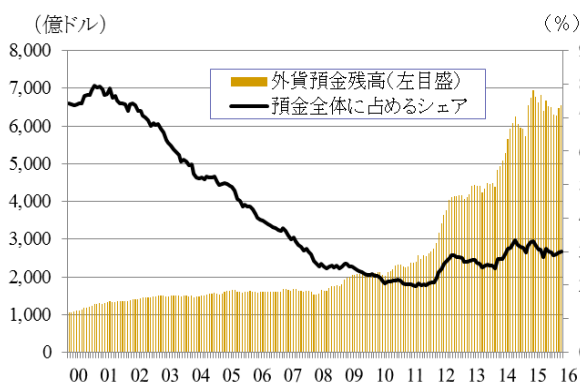
前掲第 1 図でも確認できる通り、最近の資本流出は国際収支上、「その他投資」における流出拡大によるところが大きい。これは対外負債の減少でも対外資産の増加でも起こり得る。詳細をみると、対外負債面では借入残高（海外ローン）の減少が目立ち、海外からの預金残高も減少傾向にある（第 7 図）。一方、対外資産面では貸出残高（海外ローン・貿易信用とも）が堅調な拡大基調を維持している。なお、対外資産における海外預金残高は 2015 年初に急減しているが、これは前述の通り、直接投資残高同様、評価基準の変更によるものと考えられる。ただ、中国内でも外貨預金が急速な盛り上がりを見せているわけではなく、外貨預金残高は直近 2016 年 2 月値で 6,552 億ドルと 2015 年 3 月の 6,940 億ドルのピークを下回っている（第 8 図）。

第 7 図：中国の対外貸出・海外預金残高



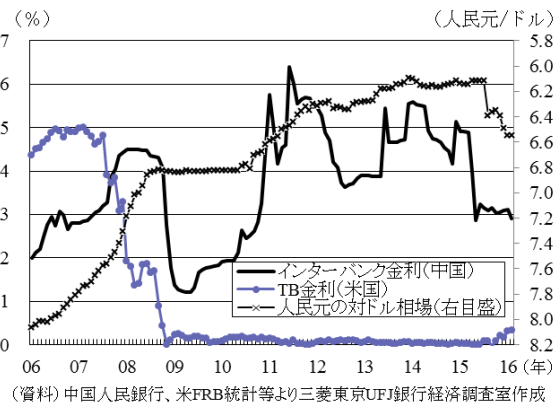
(資料) 中国国家外為管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：中国の外貨預金残高



(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第 9 図：米中の金利（3 カ月）と為替相場



(資料) 中国人民銀行、米FRB統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 7 図の通り、「その他投資」における資金流出の最大の要因は海外借入ローンの減少であることは明白である。これは貸し手の不安による資金引き揚げとも考えられるが、為替・金利情勢の変化に伴う借り手の合理的判断に基づく返済が主因ではないかと思われる。長期に亘る人民元高・ドル安基調が反転し、米中の金利差が縮小すればドル調達のメリットは薄れ、むしろ、為替差損を被るリスクが高まるからである（第 9 図）。

対外資産増加については、中国における高度成長期の終焉に伴う資金の海外シフトもあろう。例えば、貿易信用は投機マネーの流出入のために利用されることが少なくないと

の指摘がある。一方、海外貸出ローンについては一帯一路（アジアと欧州を結ぶ陸海シルクロード発展戦略）等で一段と拍車がかかる海外進出戦略支援や中国の銀行自体の海外展開の強化を反映した前向きの動きでもあり得る。さらに、中国では資源外交や援助外交の視点から、幅広く新興国およびリーマン・ショック以降の金融危機で苦境に陥った国々に資金を供給してもいる。

「その他投資」におけるネット資金流出には、以上の様々なファクターが含まれており、これらをどう解釈するかで中国リスクへの評価は異なってくるが、資本逃避と決め付けるのは悲観的過ぎるように思われる。

### (3) 証券投資：未だ規制多く影響力小

前掲第1表で明らかなように、中国の証券投資残高は資産・負債ともに主要先進国に比べ圧倒的に小さい。これは対外・対内証券投資規制が徐々に緩和されつつあるとはいえ、未だ投資ルートが限られていることを反映している。

規制緩和の流れを確認すると、対内投資が対外投資に先行して進み、90年代から国内でも海外でも外国投資家向けの株式発行が開始され、さらに2002年には海外機関投資家（QFII）に投資枠内での投資も解禁された（第4表）。その後、人民元国際化促進の意味合いから、オフショア人民元債券発行、国内銀行間債券市場の対外開放、上海・香港株式取引相互開放（滬港通）などが進められた。

第4表：クロスボーダー証券投資ルート

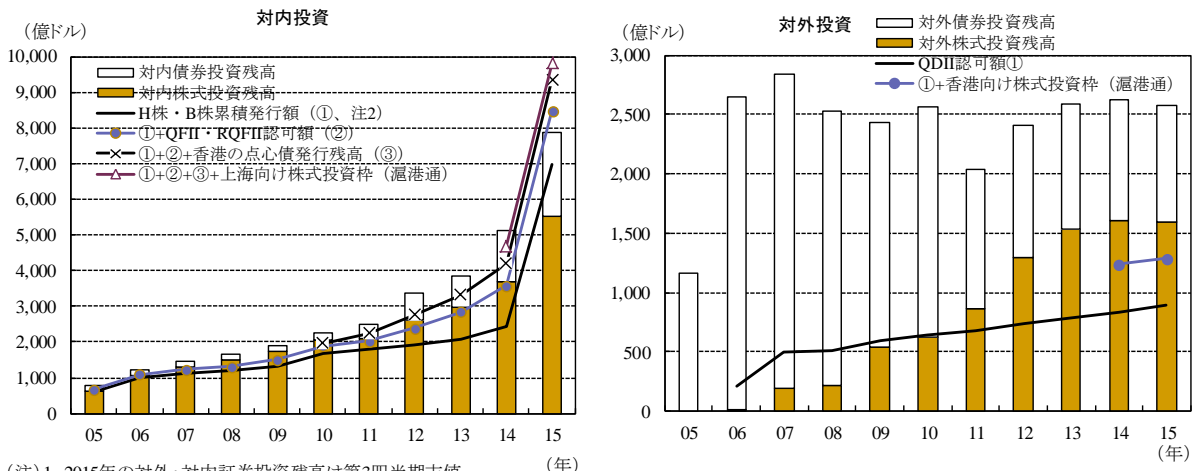
	対内証券投資	対外証券投資
外国投資家向けの株式発行	国内では1991年に外国投資家向けに外資建てのB株発行開始（国内投資家向けは人民元建てのA株、ただし、2001年から国内投資家も保有外貨によるB株投資可能）、海外では93年に香港（H株）で発行開始、以後、ニューヨーク（N株）、ロンドン（L株）、シンガポール（S株）でも発行。	
適格機関投資家制度	2002年に当局の認可を受けた海外適格機関投資家（QFII）が認可額の範囲で証券投資、2011年には保有人民元で投資するRQFIIも追加。	2006年に当局の認可を受けた国内適格機関投資家（QDII）が認可額の範囲で証券投資。それ以前は一部金融機関の自己勘定による投資に限定。
人民元国際化のための市場開放策	2009年、オフショア人民元債券発行本格化。2010年、①中央銀行、②香港・マカオの人民元決済銀行、③クロスボーダー貿易人民元決済への海外参加銀行——による銀行間債券市場への投資。	
上海・香港相互取引制度（滬港通、2014年）	投資限度額総額3,000億元、1日当たりのネット購入額130億元で主要大型株、香港との同時上場株計568銘柄へ投資、投資資格不要。	投資限度額総額2,500億元、1日当たりのネット購入額105億元で主要大型株、上海との同時上場株計263銘柄へ投資可能、投資者は投資機関投資家、及び、50万円の金融資産を口座に保有する個人投資家に限定。

（資料）各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、2015年第3四半期末で対内投資残高は株式で5,541億ドル、債券で2,334億ドルであるが、海外機関投資家（QFII・RQFII）向けの投資枠は約1,400億ドル、滬港通に基づく上海株式市場への投資枠は約500億ドルにとどまり、しかも、実際の投資額はさらに小さいとみられている（第10図）。ここからすれば、株式では時価総額が6,500億ドルにのぼる香港上場株投資、債券では①海外の中央銀行による公的準備資産用の中国債券への投資、および、②香港の人民元オフショア債券（発行残高約900億ドル）投資が主体と推測される。



第 10 図：証券投資残高と投資ルート



(注) 1. 2015年の対外・対内証券投資残高は第3四半期末値。  
 2. 2015年から対外資産負債残高の評価方法が取得原価から時価に変更されたのに合わせ、2015年のみ時価総額を使用。  
 (資料) 中国国家外為管理局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一方、対外投資は長く一部金融機関の自己勘定に限定され、2006年によようやく国内機関投資家（QDII）に対して投資が解禁された。また、上海・香港証券取引相互開放に伴い、2014年からは香港株式市場への投資も可能となった。ただし、QDIIの投資枠は900億ドル、香港株式市場への投資枠は約400億ドルであり、しかも、対内投資同様、実際の投資額は投資枠よりも小さいと考えられる。対外証券投資の実績をみると、2006～2008年頃の債券投資の活況が目立ち、これは2005～2006年にかけての国有大銀行3行の大型海外上場による資金が投入されたものと推測されるが、その後、サブプライムローン問題以降の世界的な金融危機により投資意欲は減退した模様である。また、株式投資ではCICによる投資が大きいと推測される。

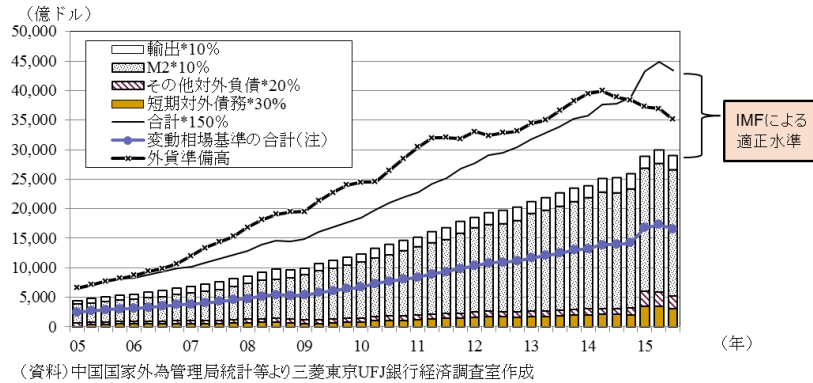
### 3. 対外資産負債構造における脆弱性は低いが、リスク発生時の拡散には要注意

中国の資本流出と外貨準備減少のリスクを強調する向きは少なくない。しかし、中国は比較的、最近までIMFの適正基準<sup>(注2)</sup>を大きく上回る外貨準備を保有し(第11図)、そのための変動リスクや国内へのインフレ圧力は、政府の政策運営上、大きな負担となっていた。このため、政府は外貨集中制度を廃止し、個人・企業の外貨保有を促してきた。政府は最近の外貨準備減少の理由の一つはこれら非政府主体による外貨保有の促進であると主張しており、そうであれば、政府の期待通りのIMFの適正水準に向けた正常化の動きということになる。

(注2) IMFは中国の為替相場制度を「クローリング型制度(crawl-like arrangement)」と分類し、固定相場制よりは柔軟性があるが、第11図では固定相場の基準を使用し、参考として変動相場基準の水準を加えた。

	短期対外債務	その他対外負債	M2	輸出	合計の
固定相場制	30%	20%	10%	10%	100～150%
変動相場制	30%	15%	5%	5%	

第 11 図：中国の外貨準備と IMF の適正基準



また、2015年版のIMFのサーベイランスでも、①堅調な経常黒字基調であること、②中期的に対外純資産がGDP比20%強であること（対外純資産は日本・ドイツに次ぎ世界第3位）、③巨額の外貨準備の一方、対外負債は直接投資主体であること——を勘案し、対外資産負債構造における脆弱性は低いとの判断を示している。

それでも中国の資本流出と外貨準備減少への警戒論はとくに海外で根強い。このため、政府は対抗策として窓口指導も含めた為替管理強化に乗り出し、その奏功により人民元相場安定の兆しが窺われる。中国の企業・個人が海外に大規模な資本逃避を行っているという明白な証左はないが、大幅な人民元下落が続くとの見方が定着すれば、そうなるリスクが高まる。巨大人口を有する新興国である中国が政治・経済・社会を問わず、安定を最優先するのは当然と考えられる。

以上

(平成28年4月20日 萩原陽子 youko\_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

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、金融商品の販売や投資など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、当室は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います。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。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。