

顕在化した中国のアキレス腱、 外貨ひっ迫と人民元不安

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

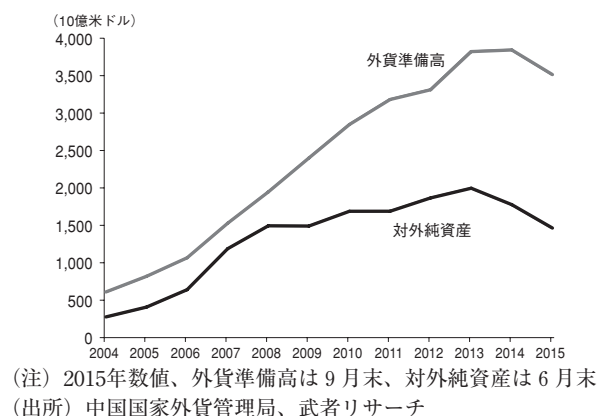
(1) 世界市場のアキレス腱、中国

世界経済と金融市場のアキレス腱が中国であることがはっきりしてきた。国際金融市場を不安にしている資源国やアセアン、アジアNIES諸国の通貨下落、経済悪化はひとえに中国経済の急減速を原因としている。鉄道貨物輸送量、粗鋼生産量、発電量、輸出・輸入額など中国の基本的なマイクロデータはいずれもゼロないしはマイナス圏にあり、7%成長という公式統計は実態を反映せず、中国の経済は失速したという観測も誤りとは言えないかもしれない。また安定していた金融市場も上海株式は6月のピーク以降4割の大暴落となり、8月には予想外の人民元の切り下げから元の暴落の懸念も顕在化した。そして、それまで中国情勢に対して超然としていた世界の株式市場も、中国発の第二のリーマンショック発の懸念からか、8月末以降急落した。

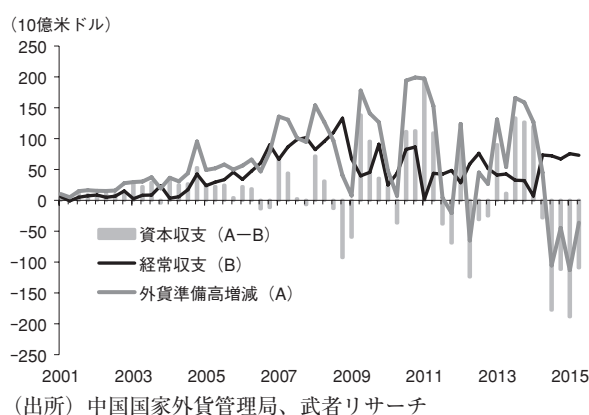
言うまでもなく米・日・欧先進国は経済拡大の途上にあり、世界リセッションの可能性は低い。また中国リスクの高まり、世界的株価下落に対しては各国では追加的政策、量的金融の増額、財政拡大が打ち出され、それも株価を支えるだろう。他方中国でも財政出動や金融緩和、資本取引規制や為替統制、市場価格操作などが打ち出され、一定の成長復元、市場の鎮静化がなされる公算もある。リーマンショックのようなスパイラル的悪循環の可能性は考えにくく、一方方向の株価下落にもならないだろう。

とはいえ、本当に中国経済はハードランディングを免れるのだろうか。仮に当局の強い

(図表 1) 中国の外貨準備高、対外純資産残高推移



(図表 2) 中国の外貨準備高増減と要因（経常収支と資本収支）推移



統制裁量力を超えてハードランディングとするなら、そのほころびはどこから来るだろうか。本稿ではそうしたほころびの最も大きな可能性が国際収支、対外バランスと為替にあると考え、その分析を試みる。

(2) 資本逃避激増を示唆する外貨準備と対外純資産の減少

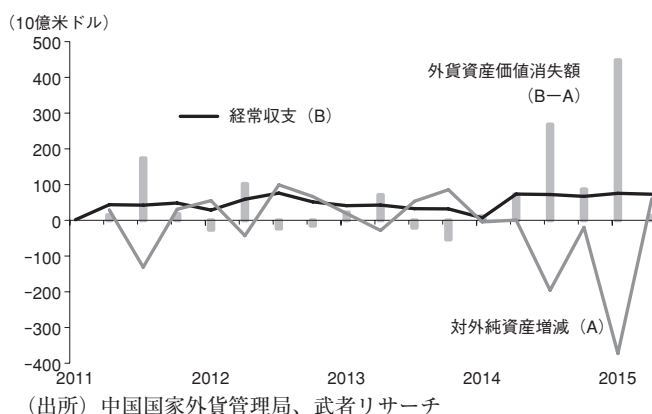
中国のアキレス腱はどこにあるかと言えば、それは対外資本収支であろう。中国の絶大な競争力に基づく貿易黒字・経常黒字が中国经济を牽引したのは2008年までであり、それ以降中国经济成長を牽引したのはもっぱら投資であったが、その投資を可能にしたのは巨額の対外純資本流入であった。この資本流入に大いなる変調が起きている、ここに中国の

(図表3) 中国の対外資産負債残高推移

Unit : in 100 million of US dollars

Item	31 Mar.11	30 Jun.11	30 Sep.11	End of 2011	31 Mar.12	30 Jun.12	30 Sep.12	End of 2012	31 Mar.13	30 Jun.13	30 Sep.13	End of 2013	31 Mar.14	30 Jun.14	30 Sep.14	End of 2014	31 Mar.15	30 Jun.15
Net international investment Position	17595	17888	16577	17435	17006	17999	18665	18855	18571	19103	19950	19950	17764	17962	17962	17764	14038	14640 (a-b)
Assets	43440	45607	45944	47345	49309	49677	50755	52132	53827	54644	55960	59861	61290	63084	62880	64087	63808	64337 (a)
1 Direct investment	3234	3347	3506	4248	4402	4541	4685	5319	5532	5711	5880	6605	6215	6402	6648	7443	9858	10128
1.1 Equity and investment fund shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8058	8309
1.2 Debt instruments	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1800	1820
2 Portfolio investment	2269	2224	1934	2044	2397	2405	2518	2406	2438	2411	2491	2585	2655	2612	2593	2625	2487	2760
2.1 Equity and investment fund shares	960	935	670	884	971	1006	1035	1298	1312	1246	1431	1530	1626	1650	1613	1613	1591	1777
2.2 Debt securities	1309	1289	1264	1180	1427	1398	1483	1108	1125	1165	1060	1055	1039	961	980	1012	896	983
3 Financial derivatives (other than reserves)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	175	39
4 Other investment	6781	7330	7726	8495	8678	9583	9898	10527	10699	10951	11329	11867	12314	13512	14179	15026	13439	13695
4.1 Other equity	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1	1
4.2 Currency and deposits	2122	2567	2484	2942	3026	3363	3345	3906	3419	3410	3503	3751	4290	4909	5160	5541	3324	3125
4.3 Loans	1508	1492	1687	2232	2428	2671	2852	2778	2970	3055	3037	3089	3277	3672	3715	3747	4319	4658
4.4 Insurance, pension, and standardized guarantees	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	170	200
4.5 Trade credit and advances	2135	2314	2716	2769	2765	3101	3232	3387	3322	3476	3762	3990	3708	3884	4232	4677	4501	4547
4.6 Other accounts receivable	1015	958	839	552	459	448	470	457	988	1011	1027	1038	1039	1046	1072	1061	1124	1165
5 Reserves assets	31156	32706	32779	32558	33831	33148	33653	33879	35157	35570	37260	38804	40096	40558	39459	38993	37848	37713
5.1 Monetary gold	485	508	550	530	565	542	600	567	541	418	450	408	435	450	410	401	401	624
5.2 Special drawing rights	126	125	120	119	122	118	115	114	111	110	112	112	113	112	107	105	100	105
5.3 Reserve position in the IMF	99	97	91	98	95	88	87	82	79	75	72	71	67	65	65	57	47	46
5.4 Foreign currency reserves	30447	31975	32017	31811	33050	32400	32851	33116	34426	34967	36627	38213	39481	39932	38877	38430	37300	36638
5.5 Other reserves assets	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0
Liabilities	25845	27720	28368	30461	31874	32672	32756	33467	34971	36072	37857	39901	41374	43163	44918	46323	48769	49697
1 Direct investment	16439	17142	17694	19069	19389	19732	20077	20680	21418	21972	22866	23312	24154	24748	25454	26779	27515	28274
1.1 Equity and investment fund shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25398	26027
1.2 Debt instruments	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2127	2247
2 Portfolio investment	2089	2424	2487	2485	2892	3008	3129	3361	3323	3330	3486	3885	4050	4223	4597	5143	9679	8997
2.1 Equity and investment fund shares	2063	2140	2148	2114	2447	2466	2516	2619	2682	2655	2756	2977	2970	3023	3251	3683	7396	6727
2.2 Debt securities	226	284	339	371	445	542	613	742	641	675	730	889	1080	1169	1345	1449	2283	2270
3 Financial derivatives (other than reserves)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	150	108
4 Other investment	7117	8154	9187	8907	9592	9932	9550	9426	10231	10770	11705	12724	13170	14192	14868	14402	12424	12318
4.1 Other equity	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0	0
4.2 Currency and deposits	2039	2350	2780	2477	2548	2580	2500	2446	2766	2576	3061	3466	3290	3861	4983	5030	4365	4611
4.3 Loans	2647	3138	3570	3724	4086	4110	3686	3680	4076	4832	5107	5642	6411	6775	6274	5720	4581	4341
4.4 Insurance, pension, and standardized guarantees	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	80	85
4.5 Trade credit and advances	2191	2387	2566	2492	2711	2901	2995	2915	3036	3095	3268	3385	3190	3282	3335	3344	3123	2987
4.6 Other accounts payable	129	158	163	106	139	235	261	278	248	162	162	144	170	165	172	207	179	195
4.7 Special drawing rights	111	112	108	107	108	106	108	107	105	105	107	108	108	108	104	101	96	98
Current account	2011:Q1	2011:Q2	2011:Q3	2011:Q4	2012:Q1	2012:Q2	2012:Q3	2012:Q4	2013:Q1	2013:Q2	2013:Q3	2013:Q4	2014:Q1	2014:Q2	2014:Q3	2014:Q4	2015:Q1	
term	15	437	424	484	286	590	762	516	410	427	326	320	70	734	722	670	796	730
100 dollar annually				1,361				2,154			1,482					2,197		整券收支
																		年間合計

(図表 4) 中国の対外純資産残高増減と経常収支および価値消失額推移



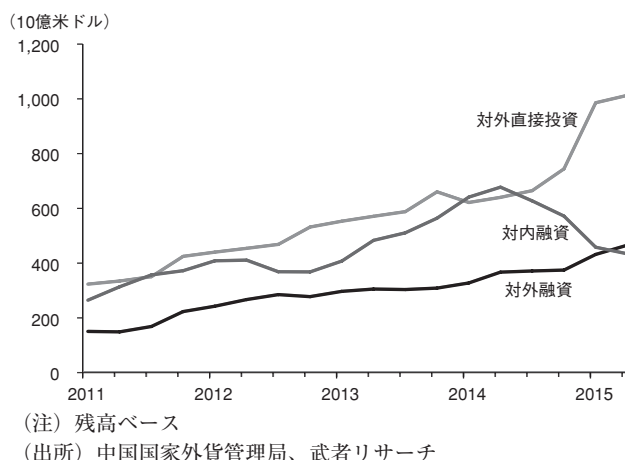
アキレス腱があると言える。

対外純資本流入の変調は、外貨準備高の減少に現われている。一貫して増加してきた中国の外貨準備高が、急減している。2014年6月の3.99兆ドルをピークに、12月末3.84兆ドル、2015年3月3.73兆ドルが7月では3.65兆ドル（前月比425億ドル減）、8月3.56億ドル（前月比935億ドル減）、9月3.51億ドル（前月比433億ドル）と減少ペースが速まっている。2014年7月から2015年6月までの経常収支は2,878億ドルの黒字、にもかかわらずこの間の外貨準備高が2,994億ドル（＝3兆9,932億ドル－3兆6,938億ドル）減少していたのであるから、この12ヶ月間だけで中国からの純資金流出（外貨準備以外の対外資本収支）が5,872億ドルに上っていたと計算される。

さらに問題なのはそうした統計で捕捉されているものに加えて、簿外の資金流出が起きているとみられることにある。それは2015年6月から初めて公表されたIMF基準にのった対外資産負債残高（International Investment Position）統計により明らかになった。

外貨準備高と同様に対外純資産残高も2013年末の1兆9,960億ドルをピークに2015年6月末には1兆4,640億ドルと5,320億ドルも激減していることが判明した。本来対外純資産残高は経常収支差額分だけ増加する計算なはずなのに逆に減っている。この6四半期（2014年1Qから2015年2Q）合計の経常黒字は3,682億ドルなので、純資産減少額と合わせて合計9,002億ドルの対外資産価値が消失したことになる。為替換算損、統計上の不突合などがあり得るとしても、この差額は極めて大きい。その原因として、①簿外の資金流出（＝資本逃避）が起きている、②帳簿上の資金流入が架空である、③対外資産において巨額の損失が発生した、④統計そのものが信用できない、の4つの可能性があるが、消失した

(図表 5) 急増続ける対外直接投資と対外融資、急減した対内融資



金額の巨額さを説明できるのは（統計を信頼するとすれば）、①の資本逃避だけであろう。それは深刻な通貨信認に対する懸念と言える。

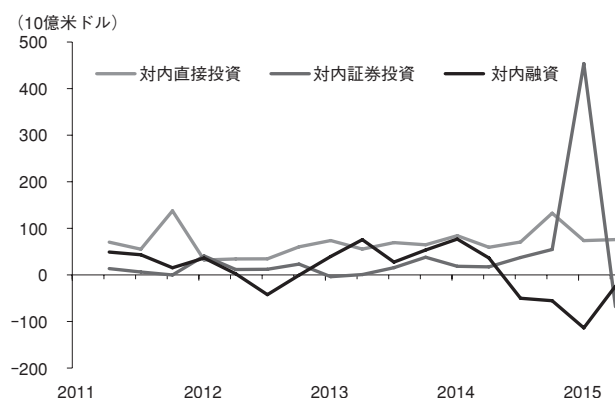
(3) 逼迫する中国の外貨事情、資本逃避、野放図の対外投資と流入資金の質の悪化

推測される資本逃避に加えて中国の外貨事情逼迫に拍車をかけているのが、①野放図と言えるほどの対外直接投資・融資と、②国際金融システム経由の資金流出、である。中国企業の旺盛な海外投資と企業買収、一帯一路構想の下での巨額の対外投資、対外融資は止まらない。中国の直接投資残高は2013年末6,605億ドルから2015年3月末9,858億ドル、6月末1兆129億ドルと、18か月で53%の急増となり、中国の対外プレゼンスを大きく高めている。また中国による対外ローンも同期間に3,089億ドルから4,658億ドルへと51%増加している。

しかし他方中国への国際金融システムを経由した資金流入は大きく減少に転じている。中国に対するローン残高は2014年6月末6,775億ドルをピークに2015年6月には4,341億ドルへと激減している。海外金融機関がバブルの崩壊や企業収益悪化などの懸念を強め、対中国与信に警戒を強め新規融資を減らし既存ローンの回収を強化しているとも考えられる。

とはいえ、中国への純資金流入は、2015年3月まで大幅な増加を続けてきた。中国の対外債務残高は、対外純資産が減少に転じた2013年12月末以降も、大幅な増加を続けている。

(図表 6) 対内直接投資、対内証券投資、対内融資の前期比増加額推移



(注) 前四半期比増減額

(出所) 中国国家外貨管理局、武者リサーチ

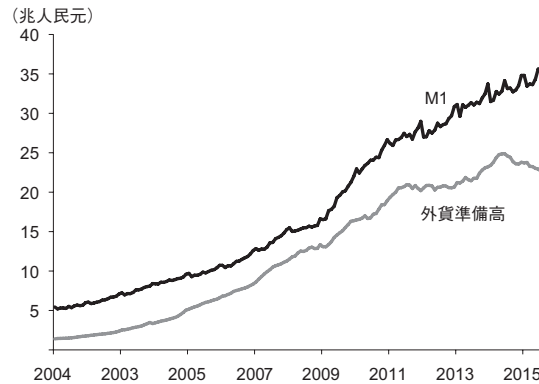
2013/12月末 3兆9,901億ドル、14/3月末 4兆1,374億ドル、14/6月末 4兆3,163億ドル、14/9月末 4兆4,918億ドル、14/12月末 4兆6,323億ドル、15/3月末 4兆9,769億ドルと、15か月で24.7%、9,868億ドルも急増したのである。ただし資金流入の経路が大きく変わっている。15か月間に9,868億ドル増加した対外債務増加の中身は直接投資4,203億ドル、証券投資（株式投資主体）5,811億ドルで、ローン減少1,061億ドルを大きくカバーしているのである。このように中国への資金流入の中心は直接投資、株式投資という名の、（厳正な審査を伴う）金融機関を介さない、またほとんどデューデリジェンスを経ない中国人や華僑系資本家による個人or家産資金と見られている。

もっとも直近2015年6月では対外債務残高4兆9,697億ドルと前四半期末比で初めて減少に転じたことが銘記される。対内ローンだけでなく、株価変動により対内証券投資が減少に転じたためである。

さて2015年3月末中国の対外債務残高の内訳は直接投資2兆7,515億ドル、証券投資9,676億ドルの2つで全体の75%に上っている。直接投資の内訳は香港経由が2兆ドル、他の先進国が7,000億ドルとなっており、いかに中国が不安定、不確かな海外資金に依存してきたかが分かる。ひとたび中国でのバブル崩壊が起こればそうした資産劣化が周辺国や中国人のリスクテイク能力を奪う悪連鎖の可能性は排除できなくなる。その過程では企業会計や統計に対する疑念、データの修正なども起きるだろう。6月の対内証券投資減少はその緒動とも考えられる。

問題は上述のデータは株価が上昇途上にあり中国経済の減速も強く意識されていなかった

(図表 7) 中国の外貨準備高とマネーサプライ



(注) 外貨準備高の人民元換算は武者リサーチ実施

(出所) 中国国家外貨管理局、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 8) 中国と日本の対外バランスシート比較、2014年末

日本

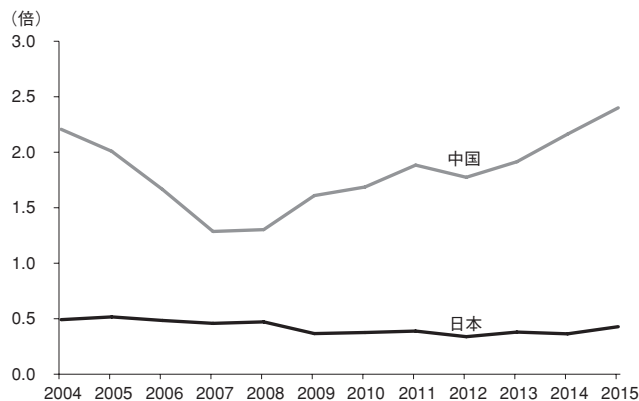
資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%
直接投資	1.20	15.3	直接投資	0.19	2.4
証券投資	3.89	49.3	証券投資	2.88	36.5
(内金融派生商品)	0.47	6.0	(内金融派生商品)	0.49	6.3
その他	1.53	19.4	その他	1.76	22.3
(内貸付)	1.09	13.9	(内借入)	1.31	16.6
			負債合計	4.83	61.3
外貨準備	1.26	16.0	純資産	3.06	38.8
資産合計	7.89	100.0	負債・純資産合計	7.89	100.0

中国

資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%
直接投資	0.74	11.6	直接投資	2.68	41.8
証券投資	0.26	4.1	証券投資	0.51	8.0
(内金融派生商品)			(内金融派生商品)		
その他	1.50	23.4	その他	1.44	22.5
(内貸付)	0.37	5.8	(内借入)	0.57	8.9
			負債合計	4.63	72.3
外貨準備	3.90	60.9	純資産	1.78	27.8
資産合計	6.41	100.0	負債・純資産合計	6.41	100.0

(出所) 財務省、中国国家外貨管理局、武者リサーチ

(図表 9) 日本と中国の対外純資産／外貨準備倍率推移



(注) 2015年各数値は各四半期発表値、日本対外純資産残高の米ドル換算は武者リサーチ実施

(出所) 財務省、中国国家外貨管理局、武者リサーチ

た2015年3月、および6月末までのものであることである。株価の暴落が始まり人民元切り下げが起こった以降の、9月末（12月末発表）、12月末（2016年3月末発表）でどのようなことになっているか、想像がつかない。株価が暴落しているのだから証券投資の激減は避けられず、直接投資も増加し続けられるか疑わしい。

（4）中国外貨事情の特徴、巨額の対外資金依存体質

何故突如中国の対外資金不安が高まったのだろうか。それは「中国は世界最大の貿易黒字国でありその結果外貨準備高は世界最大の4兆ドル弱、第二位の日本の3倍という巨額の規模となり、中国は世界最強の金融力を持っている」というコンセンサスの誤りが、露呈したからである。新たに発表されたIMF準拠の国際収支統計、対外資産統計により実態が白日の下にさらされたからである。そもそも中国の成長に貿易が大きく寄与したのは2008年までで、それ以降はもっぱら投資が成長を牽引してきたが、その投資資金は巨額の外貨流入、対外借入によって賄われた。その対外借入資金の増加が外貨準備の急増をもたらし、それを裏づけとしてなされたマネーの供給が空前の投資を可能にしたと言える。対外金融力の象徴とされている外貨準備高も実は過半が他国資本に依存したものであるとすれば、中国の金融力は相当に脆弱であると言わねばなるまい。

（5）日米の外貨準備の性格が大きく異なる

そもそも外貨準備高の性格が日本と中国ではまるで違うことに人々は気が付いてこなかったのではないか。外貨準備高とは対外決済や為替市場の安定のために当局が保有する資金であり、日本では日銀と財務省が保有する外貨の総額で、その大半はかつての外貨介入によって取得されたものであり、その源泉は全てが過去の経常黒字にある。また2015年7月末残高1.27兆ドルであり、その90%の1.12兆ドルが外国証券、大半は米国債である。それに対して中国の外貨準備高の源泉は、過去の経常黒字の積み上がりに加えて、海外からの借入が大きく寄与していると考えられる。中国は民間や外資企業の外貨保有を厳しく管理しているため貿易収入や対外借入などによって取得した外貨の過半は銀行に預託され、その預託額が外貨準備にカウントされていると考えられるのである。

だから日本の対外総資産額に対する外貨準備高の比率は16%に過ぎないが、中国の対外総資産額に占める外貨準備高の比率は59%と異常に高いのである（2015年3月末）。

また中国の外貨準備高が対外純資産の2.7倍に達するという奇妙なことが明らかになった。外貨準備高のうち自国資本の裏付けが37%に過ぎず、63%は外国資本によって支えら

れているのである。ちなみに日本の外貨準備高は対外純資産の41%であり、フルに自国資本によって裏付けられている。

だから日中間では外貨準備高に3倍の開きがあるのに、米国国債保有高は日本1.22兆ドル、中国1.26兆ドルとはほぼ拮抗している（2015年7月末）ということも起きるのである。

このように見てくると、中国の外貨準備高は対外金融力や外貨介入余力を示すものとは到底言えないことが分かる。真の金融力は対外純資産額なのであり、2015年3月末の対外純資産が日本は2.9兆ドル（349兆円）であるのに対して中国が1.4兆ドルと半分しかないということは、中国の対外金融余力は日本の半分に過ぎないというのが実態なのである。

日本の外貨準備はひも付きのない自由な資金だが、中国の外貨準備の過半は多大なる債務を負っている資金、つまり他国資本なのであり介入には投入できない。故に中国に投融資している華僑系の膨大な資本が回収に転じ始めたら、上げ底の過大表示がされている外貨準備高では到底足りなくなるという事態もあり得るのである。

（6）元高信仰の消滅が引き起こすもの

二律背反に追い込まれた中国の為替政策

以上のような外貨ひっ迫状況の下で実施された8月11日からの人民元切り下げは、元が上昇し続けると言う元高神話を碎いてしまった。それにより中国企業の国際資金調達は今後著しく困難化し、中国からの資本逃避にもはずみがかかる懸念を顕在化させたのである。

8月11日から13日までの元安誘導は、景気悪化に直面している中国経済に対しては整合的なものであった。中国の輸出は1～7月累計で前年比-0.3%、7月単月では前年比-8.3%と落ち込み、これまでとは打って変わって輸出が成長の足かせとなっていた。今では中国主要都市の賃金はアジア新興国で最高となり、価格競争力の減衰が顕著になってきた。元高が競争力を弱めているのである。また、今進行中の金融緩和を実効性のあるものにするためには、人民元安を容認せざるを得ないという因果関連がある。金融緩和により下落圧力を受ける人民元の価値を維持するためには元買いドル売り介入が必要だが、それは金融緩和を尻抜けにさせてしまう。やはり弱い経済実態には通貨安は必然なのである。

しかし他方では元高神話が碎かれたことで、巨額の対外資本流入を所与としてきた中国金融をさらにひっ迫させ一段の元安期待を醸成させたのである。景気対策のためには元安が必要、しかしそれは中国経済の命綱である対外資金流出を招くという二律背反に中国当局が追い込まれていることも示唆している。

(7) 10月以降の人民元安定化をどう見るか

もっとも10月に入って以降、人民元相場に安定化の兆しが見える。8月11日の人民元切り下げ以降急拡大していた人民元香港相場（オフショアレート）と中国国内相場（オンショアレート）の格差が急収縮している。中国政府による人民元相場死守の意図が如実に市場に現われたものと見られる。リマで開催されたG20において中国は、人民元下落は中国のファンダメンタルズに合致しない、と主張した。また9月以降外貨予約取引の制限、海外送金の制限など資本規制が大きく強化され、投機的な人民元売りが大きく抑制された。同時に先に確認した外貨準備高の減少ペースが鈍化した。これらは市場に混乱を与えた人民元問題が小康状態の局面に差し掛かったことを示している。当面中国の外貨事情の悪化、から人民元の暴落、世界金融危機に至る悪連鎖は一旦遮断されたと言えるだろう。

これは国際金融市場においてグッド・ニュースである。第一に懸念されていた中国発デフレの輸出が大きく抑制されることになる。著しい過剰能力に悩む中国が輸出価格ダンピングをする可能性が無くなった。第二に中国からの一気の資本流出、通貨と資産価格下落が国際金融不安を高める可能性もなくなった。

とはいえそれが中国経済の安定化と長期的な持続的成長をもたらすかは、疑問であろう。中国経済は著しい減速局面にあり、①需要のてこ入れ、②資産価格・特に不動産価格の下落回避、③輸出競争力回復（通貨安または賃下げによる）、は喫緊の課題である。そのためには、金融緩和と通貨切り下げが通常採用される対策となる。しかし人民元切り下げが政策オプションから外れたことが一連の政策で明らかになったのである。国家威信に重点を置く習近平政権は、通貨価値の毀損と対外資金流出は容認できないのであろう。

人民元の価値を維持する政策が中国経済にとってむしろ逆効果なのは、国際金融のトリレンマ、つまり①自由な金融政策、②自由な資本移動、③為替水準の安定、の3つを同時に満たすことはできない、という議論によって整理できる。かつてジョージ・ソロスが英ポンド売りを仕掛け、ポンドのERM（欧州通貨メカニズム）からの離脱、大幅切り下げを余儀なくさせたのも、このトリレンマに基づく。自由な資本移動が墨守されている環境下で、イギリスは景気対策の大幅な金融緩和をとるか、通貨切り下げ（ERM離脱）を取るかの二者択一を迫られ、（ソロスの読み通り）前者をとり後者を捨てたのである。

これに対して今の中国は、自由な金融政策（大幅な金融緩和）と為替水準の安定（強い人民元の維持）をとり、かつてイギリスが墨守した為替取引の自由を一段と規制し始めたと読める。それは米国やIMFが求める市場に依拠する弾力的為替相場とは対極にある反改革と言うべき政策である。中国政府と中央銀行は、改革による信認回復ではなく、統制強

化による信認回復の道を選択したと言える。

元価値維持を優先するとすれば、①（アジア新興国の中で最高の高賃金国となった）中国の対外競争力は抑制される、②不動産価格維持に必須の金融緩和が、資本流出圧力により相殺される、③資本移動規制は資源配分をゆがめ経済活力を損なう、等の副作用が大きくなる。かくして中国では財政出動への必要性が一段と大きく強まる。財政出動により中国の失速が回避されるかどうか、2016年の最大の焦点の1つは中国の新ポリシーミックスがどう機能するか、にシフトするだろう。

