

# 中国の外貨準備減少をどうみるか 適正外貨準備高の推計と今後の為替政策の見通し

アジア調査部中国室主任エコノミスト  
玉井芳野  
03-3591-1367  
yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

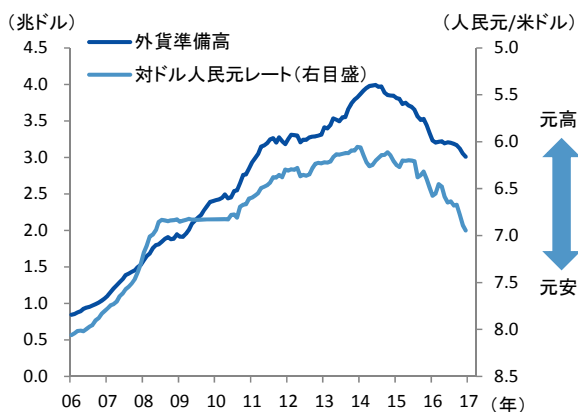
- 中国の外貨準備高は、元安ペースの緩和を狙った為替介入の結果、この2年半に約1兆ドル減少。心理的節目とされる3兆ドルを割り込めば元安が加速するのではとの懸念も聞かれる
- IMFの基準に基づき推計した中国の外貨準備高の適正水準は、2016年7～9月期時点で約1.7兆～2.8兆ドル。資本取引が自由化されていないことなどを踏まえると実際の適正水準はレンジ下限に近い
- 当面は、米国の利上げ期待を背景に対ドルでの元安傾向が続き資本流出圧力が残存する見通し。中国当局は介入規模抑制の一方、外貨管理を強化しつつ大幅な元安を回避する可能性大

## 1. はじめに

中国の外貨準備高は2016年末時点で3兆105億ドルと、2014年6月につけたピークの3兆9,932億ドルから約1兆ドル減少し、心理的節目と言われる3兆ドルに近づいた（図表1）。とりわけ、2015年夏場以降に進行した対ドル人民元レートの減価ペースを緩やかなものにするため、当局が為替介入を継続的に実施したことが外貨準備高の大幅な減少の主因になったと考えられる。国家外貨管理局も、2016年の外貨準備高減少の主因は「人民元レートの安定のため」と発表している<sup>1</sup>。

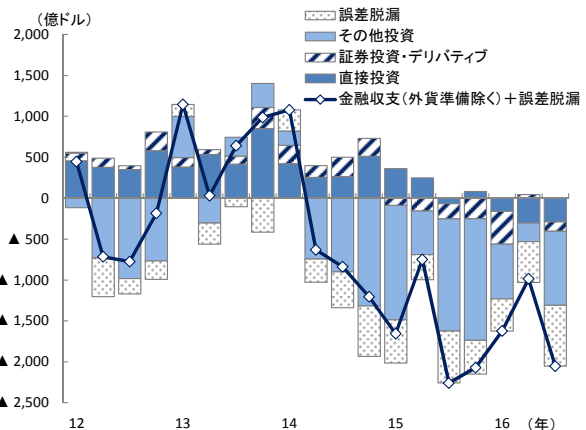
人民元安が加速した要因として、根強い元安期待を背景とした資本流出の拡大がある。2016年7～9月期までの資本流出の状況を確認すると、経常収支は黒字を維持する一方、金融収支の赤字幅が拡大しており、特に「その他投資」の部分が大きくなっている（図表2）。資本流出が顕著に拡大した2014年後半から2016年4～6月期までの「その他投資」の赤字の主因は、中国国内居住者の海外での現預金

図表1 外貨準備高と対ドル人民元レート



(資料) 中国人民銀行、Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表2 金融収支と誤差脱漏



(資料) 国家外貨管理局より、みずほ総合研究所作成

の増加や中国非居住者の中国での現預金減少、中国企業の対外債務返済などだった。いずれも、人民元安・米ドル高を見込んだ企業や個人の行動に起因するものと考えられる。一方、2016年7～9月期の「その他投資」の赤字は貿易信用や対外貸付によるところが大きかった。本来の目的に沿った取引であれば問題ないが、後述するように、投資を偽装した資本流出を阻止するための政策も昨年末以来導入されているため、この中には統計上報告されている用途とは異なる形で資金が流出している可能性がある。また、統計上の不突合であり、用途が不明な資金の流れを表す「誤差脱漏」の赤字幅も拡大している。中国当局が最近外貨購入の申告管理を強化していることから、政府が統計上把握しきれないような資本流出が増加している可能性がある。こうした資金流出が、元安期待をより一層高めていると考えられる。

今後、米国の利上げが予定されていることなどから、対ドル人民元安の進行、ならびに中国からのさらなる資本流出が続くと考えられるため、外貨準備が3兆ドルを割り込む公算は大きい。これまでと同様のペースで外貨準備が減少を続ければ、いずれ枯渇しかねないとの懸念も聞かれる。そこで、本稿では中国が維持すべき適正な外貨準備高水準に関する推計を示すとともに、今後とられうる為替政策について展望する。

## 2. 中国が維持すべき外貨準備高の水準とは

まず、IMF (2015) の基準に基づいて、中国が維持すべき外貨準備高の水準を推計する<sup>2)</sup>。IMF (2015) は、新興国にとって十分な外貨準備高を算出するために考慮すべき要素として、①輸出、②マネーサプライ、③短期対外債務、④その他負債（債券、株式）の4つを挙げている。①は外需減少や貿易ショックによる外貨獲得力の低下リスク、②は国内居住者が現預金など流動性の高い資産を取り崩し外貨建て資産に転換することによる資本流出リスク、③は対外債務の借り換えリスク、④は債券・株式な

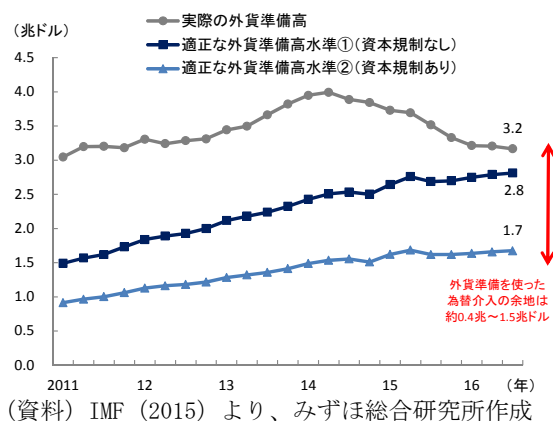
図表3 外貨準備高の適正水準の推計

	(a)金額 (兆ドル)	(b)ウエイト(%)	(a)×(b) (兆ドル)
①輸出額	2.17	10	0.22
②マネーサプライ(M2)	22.73	資本取引規制あり:5 資本取引規制なし:10	資本取引規制あり:1.14 資本取引規制なし:2.27
③短期対外債務	0.54	30	0.16
④その他負債	0.79	20	0.16
合計(①～④)			資本取引規制あり:1.7 資本取引規制なし:2.8

(注) 輸出額は2015年10月～2016年9月の合計。M2、短期対外債務、その他負債は2016年9月末の残高。短期対外債務は外貨建て。外貨建て短期対外債務のデータは2015年から入手できないため、短期対外債務額×対外債務全体に占める外貨建て債務の割合で算出。その他負債は、対外証券投資残高の負債を使用。

(資料) IMF (2015)、中国海関総署、中国人民銀行、国家外貨管理局より、みずほ総合研究所作成

図表4 外貨準備高の適正水準の推移



ど証券投資資金の流出リスクに対応している。それぞれの要素にウエイトを掛け合わせて合計したものが、上述のリスクを防ぐために最低限必要な外貨準備高となる<sup>3</sup>。ウエイトは、過去に新興国でみられた為替市場の変動による資本流出に基づいて算出されており、分析対象となる国の為替制度（固定相場制または変動相場制）や資本取引規制の有無に応じて調整が加えられている。例えば、国内居住者を対象とした資本取引規制が敷かれている国では、国内居住者の資本流出圧力が資本取引規制がない国よりも小さいため、②のマネーサプライのウエイトが低くなり、その分必要とされる外貨準備の規模も縮小する。

上述の方法に基づいて、中国の外貨準備高の適正水準を推計すると、2016年7～9月期で資本取引規制ありの場合は約1.7兆ドル、資本取引規制なしの場合は約2.8兆ドルが適正な外貨準備高の水準という結果となった（前頁、図表3）。過去からの推移をみると、外貨準備高の適正水準は上昇している一方、実際の外貨準備高は先に見たように減少傾向をたどっており（前頁、図表4）、適正水準との乖離から算出される為替介入の余地も縮小していることが示唆される。2016年9月末時点では、外貨準備を使った為替介入の余地は0.4～1.5兆ドルということになる。仮に2015年12月に実施されたような0.1兆ドルの大幅な外貨準備減少が毎月続いたとすると、約4～15カ月で外貨準備が適正水準を割り込む計算となる。

問題は、1.7～2.8兆ドルの適正水準の範囲の中でどのあたりを妥当とみなすかという点だが、中国では資本取引が完全には自由化されていないため、「資本取引規制あり」の場合の1.7兆ドルに近いと考えられる。したがって、現在の外貨準備高は、外貨準備を用いた為替介入の余地を有している水準とはいえ、大規模な介入を続ければ1年ほどで適正水準を割り込む可能性もあると評価できよう。

### 3. 今後の為替政策の先行き

では今後、中国当局はどのような為替政策をとり、人民元レートはどのように推移するのだろうか。

中国政府の人民元に関する中長期方針は「人民元国際化の推進」である。2014年12月の中央経済工作会議で「安定的な人民元国際化の推進」を政策方針として明記しており<sup>4</sup>、中国人民銀行の周小川総

図表5 最近の外貨管理強化等に関する政策・観測報道

	発表元	政策の内容	詳細
2016年11月23日	中国人民銀行	上海自由貿易試験区のクロスボーダー取引に対する監督強化	投資を偽造した資本流出阻止のため、自由貿易試験区を通じて行われる全ての高額取引について、使途や資金の出所に関する審査と評価の実施を要求
2016年11月26日	Wall Street Journalによる報道	海外資産取得に対する監視強化	①中国企業による1案件当たり100億ドル以上の海外買収案件、②国営企業による10億ドル以上の海外不動産取引、③国内企業による中核事業と無関係の海外企業への10億ドル以上の投資について、中国國務院が監視を強化する模様と報道
	人民日報による報道	海外子会社に対する融資額制限	中国に拠点を置く非金融企業の海外子会社に対する人民元建て融資は、国家外貨管理局への登録が求められ、融資額上限を株主資本の30%以下に制限するという人民銀行の通告を報道
2016年11月29日	国家外貨管理局	虚偽の対外投資に対する監視強化	海外の投資関係管理機関と協力し、虚偽の対外投資行為を取り締まると発表
	ロイター通信による報道	外貨海外送金に対する検査厳格化	海外送金時に国家外貨管理局への届出が必要な水準を5,000万ドル以上から500万ドル以上に引き下げたと報道
2016年12月1日	Financial Timesによる報道	金の輸入制限	中国政府が資本流出阻止のため、金の輸入に対する制限を実施したと報道
2016年12月6日	国家発展改革委員会、中国商務部、中国人民銀行、国家外貨管理局	対外投資に関する監督強化	「最近の不動産、ホテル、映画スタジオ、娯楽業、スポーツクラブなどの分野でみられる非理性的な対外投資の傾向や多額の非本業投資、パートナー企業の対外投資などにおける隠れたリスクを注視し、関係企業に対し慎重に方針を定めるよう提案している」と発表
2016年12月30日	中国人民銀行	国内外の現金取引の報告義務強化	「金融機関の高額取引および疑わしい取引に関する管理弁法」を発表（実施は2017年7月1日から）。中国で取引を行う銀行・金融機関に課している国内外の現金取引の報告義務に関し、報告が求められる取引の上限を20万元から5万元に引き下げ
2016年12月31日	国家外貨管理局	個人の海外購入の申告管理強化	外貨購入の際、申請書に外貨購入の目的や時期などの詳細な報告や、購入した外貨を海外の不動産・証券・生命保険・投資型保険などの購入に使わないと誓約することなどを要求。違反した場合は、マネーロンダリング操作の対象となり、3年間は外貨取得枠を認められず、違法な外貨取得額の30%の罰金が科される

（資料）中国人民銀行、国家外貨管理局、国家発展改革委員会、中国商務部、各種報道より、みずほ総合研究所作成

裁も2020年までに人民元を国際通貨の一つにすると発言している<sup>5</sup>。また、人民元国際化のために必要な資本取引の自由化や為替・金利の自由化も推進する姿勢も示している。

ただし、当面は米国の利上げが継続的に行われる見込みであることや、中国経済減速に対する根強い懸念が存在することを踏まえると、短期的には対ドルでの人民元安傾向が続き、資本流出圧力も残存すると考えられる。市場経済化を推し進め、上述の人民元国際化という目標を達成するためには、完全な変動相場制への移行が必要だが、元安期待が強い状況下で変動相場制に移行すれば人民元の急落は避けられず、中国のみならず世界の金融市場の不安定化を招きかねない。2015年8月に急激な人民元安が進行した際のように、「元安に誘導しなければならないほど中国の景気が悪化しているのでは」との観測が広がり、中国政府の経済運営能力に対する懸念が広がる可能性もある。

そうした事態を避けるためには、中国当局は為替の自由化に対して慎重な姿勢をとらざるをえない。したがって、中国は為替介入を継続しながら大幅な元安を回避するスタンスを当面とり続けると考えられる<sup>6</sup>。IMFも、金融自由化は慎重に推進すべきとしており<sup>7</sup>、中国当局の方針にも一定の理解を示すとみられる。

もともと、2で分析したように、外貨準備の適正水準を考慮すると為替介入には限界があるため、介入の規模は抑制気味となるだろう。そのため、外貨管理の強化も併用され、資本流出を抑制することで大幅な元安の進行を回避するとみられる。実際に、2016年11月以降、外貨管理強化策が次々と導入されていると報じられている（前頁、図表5）。特に2016年12月31日に発表された外貨購入の厳格化は、1人当たり年間5万ドルの外貨購入限度額は変更されなかったものの、購入した外貨の用途や使用時期についての詳細な報告が求められ、定められた用途以外（例えば海外での不動産や証券の購入など）に使われた場合や他の個人との間で外貨購入枠を貸借した場合などには、通貨当局による監視リストに掲載され3年間は外貨取得枠が認められないなど、厳しい内容となっている。このような外貨管理の強化が今後も継続されるだろう。

なお、ドナルド・トランプ氏の米国大統領就任後、同氏が元安進行を問題視し、何らかの対抗策を講じた場合、対ドルレートが元高に振れる可能性もあるが、一時的なものにとどまるだろう<sup>8</sup>。米国が利上げを続ける一方、中国では景気への配慮から利上げに対して慎重な姿勢が維持される見込みで、人民元の対ドルレートには下落圧力がかかりやすいと考えられるからだ。ただし、米国が中国製品に対して高税率をかけるなど極端な手段をとり、中国も対抗措置をとるなど米中経済関係が著しく悪化すれば、対ドル人民元レートのボラティリティが高まる恐れがあることには注視を要する。

---

<sup>1</sup> 国家外汇管理局「国家外汇管理局负责人就2016年12月份外汇储备规模变动情况答记者问」2017年1月7日。人民元レート安定のための為替介入に加えて、米国以外の通貨の対米ドルでの減価や資産価格の変化も外貨準備高減少の原因になったと国家外貨管理局は指摘している。ここでいう「資産価格の変化」とは、主に米国債の価格低下を指していると考えられる。

<sup>2</sup> IMF (2015) *Assessing Reserve Adequacy Specific Proposals*, April 2015

<sup>3</sup> IMFは、この計算で算出される基準の1~1.5倍を適正な外貨準備高の水準としているが、本稿では最低限必要となる適正な外貨準備高水準を推計することを目的としているため、1倍という基準を採用した。

<sup>4</sup> 「中央经济工作会议在北京举行 习近平李克强作重要讲话 张德江俞正声刘云山王岐山张高丽出席会议」『新华网』2014年12月11日。

<sup>5</sup> 「周小川解説“十三五”：深化金融体制改革」『財新网』2015年11月9日。

<sup>6</sup> 中国人民銀行の元安容認のスタンスについては、多田出健太・玉井芳野「緩やかな下落が続く人民元相場」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年7月19日）を参照。

---

<sup>7</sup> IMF (2016) *People's Republic of China: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation*, July 7

<sup>8</sup> 伊藤信悟・多田出健太「中国為替操作国認定問題の行方」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年12月27日)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。