

## 中国の国際収支の変化

中国経済の「新常态」については経済成長のシフトダウンが注目されるが、国際収支にも従来とは異なる動きが見られる。一方、「一带一路」戦略により人民元経済圏構築の方向が一段と明確になった。

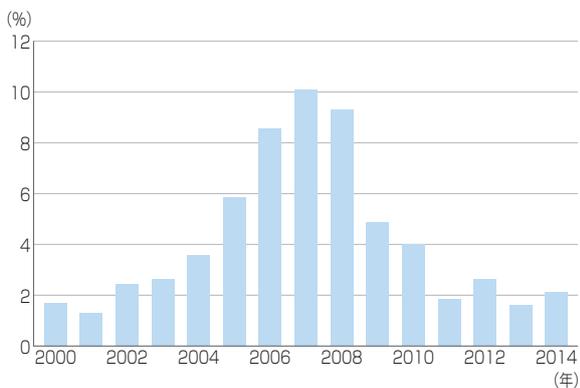
### 縮小トレンドの経常黒字、 昨年の資本収支は赤字

中国経済の「新常态<sup>1)</sup>」に関しては主に経済成長のシフトダウンが注目されるが、国際収支を巡る状況にもこれまでとは異なる動きが見られる。

2014年の中国の経常収支は2,197億米ドルの黒字となった。経常収支黒字は2013年の1,482億ドルから拡大したが、長期的には2008年の4,206億ドルをピークにしており、対名目GDP比で見ても2007年の約10%から2014年は2.1%へと縮小している(図表1)。

一方、2014年の資本収支は382億ドルの黒字であるが、誤差脱漏を含むと1,019億ドルの赤字である。外貨準備を含む準備資産は通年で1,178億ドル増加したが、資本が流出した年後半には301億ドルの減少を見た(図表2)。2014年第2四半期(Q2)以降、資本収支は赤字であり、90年代後半のアジア通貨危機の時期を脱した2000年以降続いてきた経常・資本収支の双子の黒字の状況に変化が見られる<sup>2)</sup>。

図表1 経常収支の対GDP比



(出所) 中国統計局、外貨管理局統計より野村総合研究所作成

### 金融調節・人民元為替レートへの影響

こうした状況変化は、第一に人民銀行の金融調整の方法に変化を与える。従来は、主に経常黒字等で流入してきた外貨を人民銀行が吸い上げる際に、その対価として市中に人民元資金(マネタリーベース)を放出してきた。経常黒字が大きい時期にはこのルートを通して流動性が過剰に供給される傾向にあったため、流動性を吸収するために預金準備率が20%前後という高水準まで引上げられた。今後、昨年後半のように外貨準備が増えない状況が続き、さらに金融調整上の必要から市中に流動性を供給する場合、これまでとは逆に預金準備率が引下げられることになろう。既に2015年2月に預金準備率が19.5%から19.0%に引下げられている。

図表2 中国の国際収支表

項目	2013	2014	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
経常収支	1,482	2,197	70	734	722	670
資本・金融収支(－は流出)	3,461	382	940	-162	-90	-305
直接投資	2,180	2,087	537	393	445	712
証券投資	529	824	223	146	235	220
その他投資	722	-2,528	178	-695	-772	-1,239
資産	-1,420	-3,030	-465	-1,176	-656	-733
貿易信用	-603	-688	282	-176	-348	-445
貸付	-319	-738	-179	-387	-145	-27
現預金	-74	-1,597	-555	-607	-156	-279
その他投資	-423	-8	-13	-6	-6	18
負債	2,142	502	643	481	-116	-506
貿易信用	449	-21	-174	92	52	9
貸付	934	-343	553	216	-576	-537
現預金	758	814	257	169	398	-10
その他投資	0	52	8	3	8	32
準備資産増減(－は増加)	-4,314	-1,178	-1,255	-224	1	300
誤差脱漏(－は流出)	-629	-1,401	245	-348	-632	-666

(出所) 中国外貨管理局統計より野村総合研究所作成

## NOTE

- 1) 中国経済の「新常态」とは、中国の経済成長率が、潜在成長率が低下する中で高速成長から中高速成長へ移行する一方、経済の質の面では、産業構造（資源浪費型産業からサービス業へ）・需要構造（個人消費へ）・地域（都市と農村）構造・所得分配構造などが改善してゆく状況。2014年5月に習近平総書記が言及し、8月に官製メディアが大きく報道した。
- 2) 2012年の資本収支も赤字である。また、2001年以降、「資本収支+誤差脱漏」が赤字となったのは2012年と2014年である。
- 3) マネタリーベースを中期的に供給する金融政策ツール。取引対象機関は商業銀行・政策性銀行。国債・中央銀行手形・政策性金融債・優良な債券等を適格担保とする。
- 4) 2014年3月17日より、変動幅を中間値の上下1%から2%へ拡大。
- 5) 2015年3月に預金金利の上限が「基準金利×1.3」に引上げられた（銀行間市場金利、貸出金利等は自由化済み）。2015年5月に預金保険制度が実施されることになり、（預金）金利の完全自由化の条件は整った。無論、国内の経済主体がより金利に敏感となって、金利を通じた金融調整が可能になるまでにはなお時間を要すると見られる。
- 6) 米ドルベースでは約1.1兆ドル。ちなみに2014年の対外貿易総額は約4.3兆ドル。

また、中期的に資金を市中に注入する手段として、2014年9月にMLF（Medium-term Lending Facility、中期貸出ファシリティー）が導入された<sup>3)</sup>。

第二に、長年にわたった人民元安の修正過程が終わりに近づいていることが示唆される。人民元の対米ドル均衡レートといった場合、中国の金融当局は経常収支の均衡を意識してきた。経常黒字が縮小し対GDP比で約2%程度となった足元の状況は、ほぼ経常収支均衡とみなせるとの考えもある。実際、2014年の人民元の対ドルレートは上下に変動し、ほぼ一本調子で人民元高となったこれまでのパターンと異なる動きを見せた。

人民元為替レートの形成メカニズムへの影響も考えられる。今後は、市場メカニズムをより動かせる為替レート形成に向かうことになる。2014年3月以降、対ドル人民元レートの一日の変動幅が拡大されたが<sup>4)</sup>、そもそも外為管理局が毎日発表する、変動幅の基準となる「中間値」が市場の需給を反映しているとは言えず、変動幅拡大と並行して、「中間値」が市場の動きを反映するようになるかも注目点である。

第三は、資本自由化に対する含意である。2014年に資本流出が見られた背景には、米国景気の回復等により新興国が資本流出の影響を受けやすかったことがある。人民元高期待が変化する中で中国企業等のドル保有動機が強まるといった要因が働いた可能性がある。「その他投資」の資産側で見られる資本流出の背景には、輸出代金が両替されないといった形で、対外資産が政府（外貨準備）ではなく民間企業により保有されるようになったことがあろう。一方、「その他投資」の負債側を見ると前半は資本が流入したものの、後半に622億ドル流出している。

2015年のリスクの一つは資本の流出であろう。中国経

済成長の鈍化とそれを受けた緩和的な金融政策、米国景気のゼロ金利政策解除の可能性といった経済要因に加えて、中国国内には不動産市場の調節を背景とする不良債権問題や金融システムの潜在的な不安定性の問題がある。

金利自由化が最終段階を迎える中で資本自由化への期待は高まるが<sup>5)</sup>、以上の状況を考慮すると、当面のところ本格的な資本自由化について当局は慎重な姿勢を示すのではないかと考えられる。

## 人民元圏の形成に向けた動き

一方、長期的観点からは国家戦略である「一帯一路」（「シルクロード経済ベルト（帯）」、「21世紀海上シルクロード（路）」）が注目される。同戦略の経済面の狙いの一つは、周辺諸国へのインフラ建設関連の設備等の輸出（中国の過剰生産能力問題の緩和を兼ねる）と周辺諸国からのエネルギー・資源の開発輸入である。また、2015年中の業務開始を目指すアジアインフラ投資銀行は資金面での支援によって、戦略を後押しすると予想される。

さらに、これらの取引において人民元を使用することで人民元の国際化をさらに推進する意図もあろう。貿易におけるクロスボーダー人民元決済額は2014年に6.55兆元となり前年比41.8%増となった<sup>6)</sup>。そうした中、貿易・資本取引を人民元で行う人民元経済圏を構築する方向が一段と明確になったと言える。

## Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu  
NRI北京  
金融システム研究部長  
専門は中国経済・金融資本市場  
focus@nri.co.jp