

中国からの資本流出と人民元の国際化*

岩 本 武 和

(京都大学公共政策大学院教授／京都大学大学院経済学研究科教授／
アジア太平洋研究所〔APIR〕上席研究員)

【要約】

2008 年のリーマン・ショック後の「中国経済の減速」により、中国の経常収支黒字は大幅に減少した。それにかわって金融収支の黒字が、外貨準備の蓄積に寄与したが、2014 年以降は赤字に、すなわち資本の純流出に転じた。こうして、2014 年以降、経常収支黒字と資本収支黒字という「双子の黒字」が消滅し、外貨準備も大幅に減少した。他方、リーマン・ショック後、中国政府は「人民元の国際化」を急速に進めてきた。本稿では、中国からの資本流出(特にその他投資＝現預金の流出)が、「人民元の国際化」を急ぎ、その中核であった「オフショア人民元」(CNH)の創設が、時期尚早であったことに大きな原因があったことを実証的に分析する。そして香港での CNH 預金の取り崩しに直面したオフショア銀行は、中国本土から「オ

* 本稿は、「村田学術振興財団」による平成 29 年度研究助成「世界金融危機後の先進国および新興国の資本フローに関する研究」の研究成果の一部であることを記して感謝する。また「アジア太平洋研究所」における APIR フォーラム「アジア太平洋地域の経済連携と金融 Vehicle」(2017 年 10 月 24 日)、および日本経済研究センター(JCER)セミナー(APIR との共催)「トランプ時代のアジア太平洋を読む～経済連携・金融協力の行方～」(2018 年 11 月 6 日)における報告に対し、参加者から多くの貴重なコメントをいただいたことも記して感謝する。

ンシヨア人民元」(CNY)預金を引き出し、これが、国際収支表にも反映される中国からの資本の純流出の実態であったことを明らかにする。こうした事態に直面した中国政府は、資本規制の強化で対応しているが、それは人民元の国際化のペースを遅くすることになるう。

キーワード：国際収支、資本フロー、人民元の国際化、オフシヨア人民元、資本規制

一 はじめに

新興国への資本流入は、2010 年をピークとして減速し始め、主要 30 カ国の新興国への資本フローは、誤差脱漏を含めると 2014 年には 1,150 億米ドル、2015 年には 6,900 億米ドル、2016 年には 5,870 億米ドルのネットの資本流出を記録した。これらのうち、最大の流出国は中国であった¹。

これまで中国は、経常収支黒字と外貨準備の増加を背景に、中国投資有限責任公司（CIC）など政府系投資ファンド（SWF）を設立、政府主導の対外投資を進めてきた。また、2009 年からは「人民元の国際化」を進め、2016 年には、IMF の特別引き出し権（SDR）の 5 番目の構成通貨となり、構成比率だけから見ると、人民元は、英ポンドと日本円を抜いて、米ドルとユーロに次ぐ世界第 3 位の通貨となった。さらに、2013 年には、陸と海のシルクロードという 2 つの地域で、インフラストラクチャーを整備し貿易と投資を促進する「一帯一路」構想を提唱し、2016 年にはアジアインフラ投資銀行（AIIB）を開業させ、一帯一路構想に必要なインフラ資金を供給する体制を整えた。

このように一見すると順調に進んでいるように見える中国の対外的な経済戦略であるが、本稿では、これら全てが、2008 年のリーマン・ショック後の「中国経済の減速」に対応したものであり、とりわけ中国からの資本流出（特に「その他投資」、つまり現預金の流出）が、2014 年以降、経常収支黒字と資本収支黒字という「双子の黒字」が消滅したにもかかわらず、「人民元の国際化」を急ぎ、その中核であった「オフショア人民元」（CNH）の創設が、時期尚早であったこ

¹ Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Markets*, (October 2017).

とに大きな原因があったことを明らかにする。

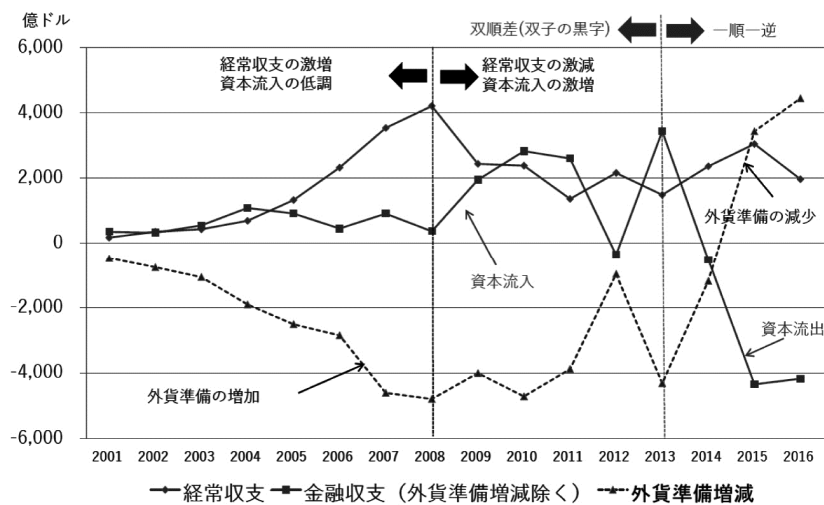
本稿は、以下のように構成される。二節では、2001年以降における国際収支の構造的変化と、それと密接に関係している人民元レートの変化に注目しながら、リーマン・ショック以降の「経常収支黒字の激減」と、2014年以降の「金融収支の赤字化」（資本流出）によって、外貨準備が激減し始めたことを考察する。三節では、金融収支の構造的変化に着目して、近年における中国からの資本流出が、対外直接投資（FDI）の拡大による以上に、その他投資＝現預金の流出であったことを明らかにし、それが「人民元の国際化」と関連があることを検討する。四節では、「人民元の国際化」の核心をなす「オフショア人民元」（Offshore renminbi in Hong Kong; CNH）の設立が時期尚早であったこと、とりわけ香港での非居住者 CNH 預金の取り崩しに直面したオフショア銀行が、中国本土からオンショア人民元（Onshore renminbi; CNY）預金を引き出したことが、中国からの資本の純流出の実態であったことを分析する。五節では本稿の結論が述べられる²。

² 一般に、国際的な資本フローを引き起こす要因（drivers of capital flows）は、「対外的なプッシュ要因」（external ‘push’ factors）と「国内的なプル要因」（internal ‘pull’ factors）とに分けられる（Calvo, et al. “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s.” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2, pp. 123~139, [1996]）。2014年以降の新興国からの資本流出の「対外的要因」としては、2013年後半頃から米連邦準備銀行（FRB）が、量的緩和やゼロ金利政策といった非伝統的金融政策の「出口政策」を検討し始めたことにある。2015年12月に利上げに踏み切ったFRB（2008年末から続いたゼロ金利政策を9年半ぶりに解除）は、その1年後の2016年12月、さらに2017年3月、6月と、「4回の利上げ」を実施した。本稿の分析対象である中国からの資金流出のきっかけも、この米国の利上げという「対外的要因」にあることは間違いないが、本稿では、中国からの資金流出における「国内的要因」に焦点を当てる。さらに、「国内的要因」も、「短期の景気循環的な要因」（short-run ‘cyclical’ determinants）と「長期の構造的な要因」（long-run ‘structural’ determinants）に分けられる。「短期の

二 「双子の黒字」の消失と人民元レートの推移

1 国際収支の構造的変化

図 1 中国の国際収支



(出典) 国家外貨管理局 (State Administration Foreign Exchange; SAFE) より作成。

図 1 に示されているように、2000 年以降、中国の国際収支構造は、以下の 3 段階に区別できる。第一に、リーマン・ショック以前の 2007 年までは、「經常収支黒字＋資本の純流入」という「双子の黒字」（双

景気循環的な要因」によれば、例えば、經常収支を国内貯蓄と国内投資の差額であるから、經常収支の動きも国内の景気循環の一環として把握できる。中国にもこうした景気循環的な側面があることは言うまでもないが、本稿では「構造的な要因」に焦点を当て、そのなかでも特に「人民元の国際化」を検討対象とする (Zhang, M and X. Tan, "Vanishing of China's Twin Surpluses and Its Policy Implications," *China & World Economy*, Volume 23, Issue 1, [2015], pp. 101~120.)。

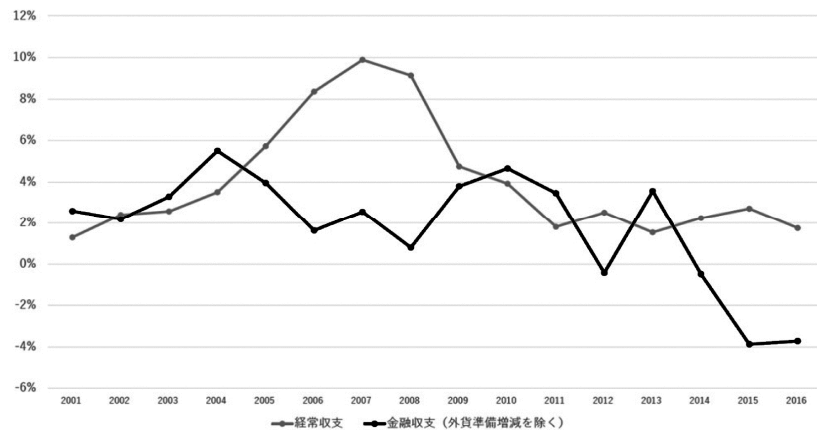
順差)が続いており、変動相場制ならば外貨(ドル)が外為市場で売られてドル安・元高となるはずである。しかし、固定相場制が採用されていたため、外貨(ドル)は市場ではなく通貨当局に売られ(ドル買い・元売りの市場介入)、膨大な外貨準備が蓄積されることになった。こうして、外貨準備高は、2001年の2,100億米ドルから、ピーク時である2014年の3.84兆ドルまで、15年間で18倍以上も増加した。

第二に、2008年のリーマン・ショック以降、同じ「双子の黒字」と言っても、「経常収支黒字の激減+資本流入の激増」という構造に変化した。米国をはじめとする先進国経済の景気後退は、中国の輸出を減少させ、同じく外貨準備の増加と言っても、それは資本フロー純流入によるものであった。

第三に、2014年以降、経常収支黒字はやや増加に転じたものの、資本流入は激減し、2015年にはついにネットで資本流出に転じた。「双順差」から「一順一逆」への大きな変化である。その結果、それまで増加を続けてきた外貨準備も減少しはじめた。

図2は、経常収支と金融収支の対GDP比を比較したものである。経常収支黒字は、リーマン・ショック直前の2007年にピークを迎え、その後は減少している。2010年以降は、黒字の主役は経常収支から金融収支に移ったものの、2014年以降は金融収支が赤字に転じ、ネットでの資本流出が続いている。

図 2 経常収支と金融収支（対 GDP 比）



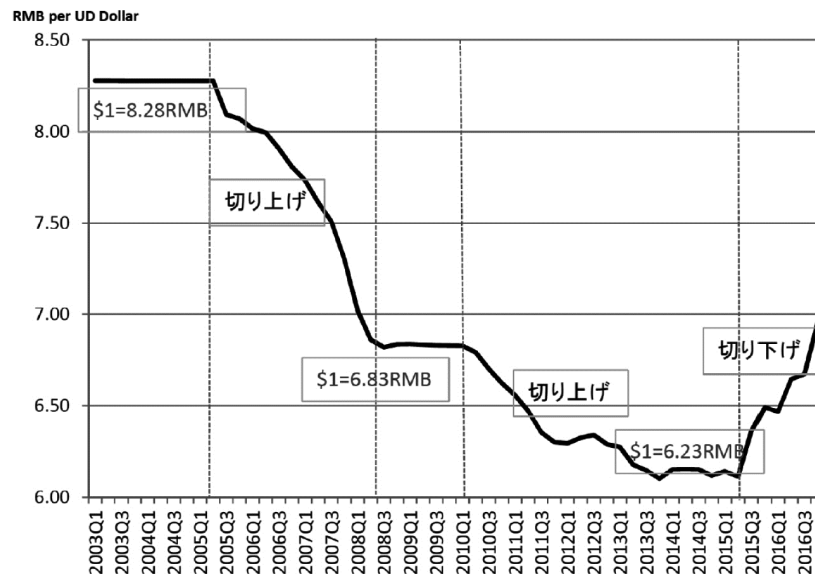
（出典）国家外貨管理局（State Administration Foreign Exchange; SAFE）より作成。

2 人民元レートと国際収支

次に、図 3 に示されている人民元の対米ドル相場の推移を確認しておこう。第一に、1997 年から 2005 年まで、人民元は 1 ドル＝8.28 円で完全に固定されていた。2005 年 7 月に通貨バスケットを参考に調整する管理変動相場制に移行して、参考固定レートが 1 ドル＝8.11 元まで切り上げられた。

第二に、管理変動相場制に移行してから、リーマン・ショック前までには、1 ドル＝6.83 元まで切り上がり、リーマン・ショックを契機に 2010 年 5 月まで、この水準で事実上再固定されていたが、2015 年 7 月には 1 ドル＝6.12 元まで切り上がった。

図 3 人民元の対米ドル相場の推移



(出典) International Monetary Fund (IMF), International Financial Statistics (IFS)より作成。

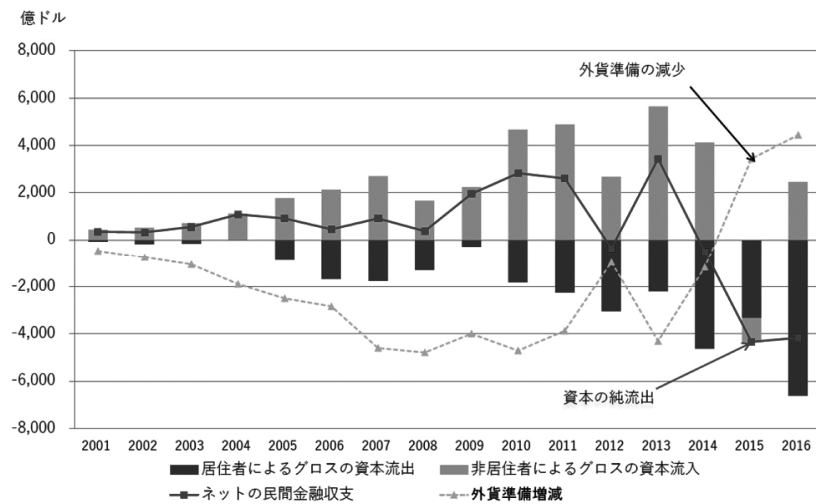
第三に、2015年8月11日に、「中国経済の減速」を「輸出の振興」によって補うべく、人民元の対米ドルでの基準値を対前日比1.8%の切り下げを実施し(8.11 匯改)、その後も元安で推移している。

このような元安は、さらなる資本流出を発生させ、人民銀行は元買い・ドル売りで対応せざるを得ず、外貨準備をはば3,000億ドル減少させ、民間部門のみならず外貨準備を含む資本フローも、ネットで流出超になった。景気回復のための元安が資本流出を招き、それに対応するためには金融を引き締めざるを得ず、当初の景気回復策を打ち消してしまうという意味で、中国は現在、典型的な「トリレンマ」に直面しているのである。

三 金融収支の構造的変化と「人民元の国際化」

1 金融収支の構造的変化

図 4 中国の国際資本フロー



(出典) 国家外貨管理局 (State Administration Foreign Exchange; SAFE) より作成。

図 4 は、グロスの資本フローを示している。第一に、リーマン・ショック時を除いて、中国の居住者は対外資産の購入を増加させており、これは中国の対外投資の増加として、グロスの資本流出は近年一貫して上昇傾向にある。それは、後述のように、居住者（中国企業）による M&A を含めた対外直接投資（FDI）の増加が大きく貢献している。しかし同時に、中国は、外国からの借り入れも大きく、リーマン・ショック時を除いて、外国人による中国資産の購入、すなわちグロスの資本流入の方が大きい（ネットで資本流入）

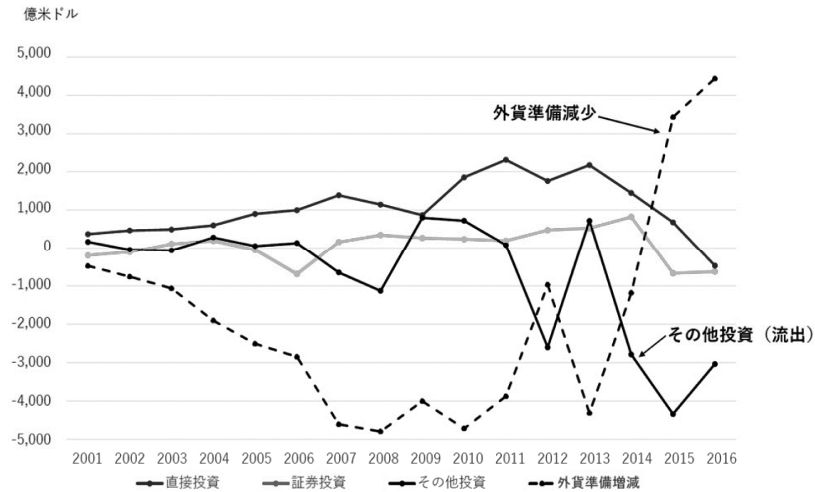
しかし第二に、2012年と2014年は、グロスの資本流入が対前年に比べて大きく減少し、逆にグロスの資本流出が対前年に比べて大きく増加したことから、ネットで資本流出となった。

しかも第三には、2015年には、通常はプラスであるべきグロスの資本流入さえマイナスとなり、ネットでの資本流出が大きく増加した³。2016年も、やや減ったとは言え、金融収支は4,170億ドルの純流出（2015年は4,360億ドルの純流出）が続いており、外貨準備も4,440億ドルと大幅な減少（2015年は3,230億ドルの減少）が続いている。

グロスの資本フローを項目別で見ると、グロスの「その他投資」は、2013年には2,142億ドルの流入だったのが、2014年には502億ドルの流入に激減し、2015年には3,515億ドルのマイナスの流入（現・預金の売却）2016年にはプラスに回復したものの301億ドルの流入にとどまっている。

³ 国際収支統計で「グロスの資本流入がマイナス」となり「ネットでも資本流出」が記録されるケースは、中国の場合を考えると、①非居住者（外国人投資家）が中国本土に保有していた資産を大量に売却するケース、②居住者（中国企業）がドル建て債務を返済するケースが考えられる。どちらかは、国際収支統計だけでは分からない。McCauley and Shu(2016)は、BISの銀行データにもとづく2015年Q3の1,750億ドルの対中銀行貸出しのネットでの減少（ネットでの資金流出）を対象に調査し、1,610億ドルは②に帰属するものとしている（McCauley, R. N. and C. Shu, “Dollars and Renminbi Flowed Out of China,” *BIS Quarterly Review* [March 2016] pp. 26~27. 中田理恵「中国資金流出の現状と当局による対応：国際収支統計確報の内訳及び足元の資金流出圧力と資本規制の動向」大和総研『金融市場』[2016年]）。本稿では、この問題には立ち入らない。

図 5 中国の金融収支の内訳



(出典) 国家外貨管理局 (State Administration Foreign Exchange; SAFE) より作成。

また、図 5 は、金融収支の推移を、直接投資、証券投資、その他投資の内訳で示している。ここから明らかなように、最も安定的に推移しているのは直接投資で、最も変動が大きいのがその他投資である。

まず直接投資 (FDI) について見てみると、中国では一貫して、グロスの対内 FDI が対外 FDI を上回り、ネットでは FDI の流入が続いていた。しかし、2014 年から FDI の純流入は減少し、2016 年からはグロスの対外 FDI が対内 FDI を上回り、現在 FDI はネットで流出に転じている。グロスの対内 FDI 減少の要因としては、①人民元高によって加工貿易の輸出拠点としての優位性が下がってきたこと、②これまで外国企業に対して与えられてきた税制や補助金等の優遇措置が取り除かれてきたことなどがあげられる。また、グロスの対外

FDI 増加の要因としては、①特に国有企業が、M&A を通じてエネルギーや原材料の安定的供給を確保する必要があったこと、②特に民間企業が、先進的な技術や高度な経営知識を獲得することで製品の付加価値を高め、また外国の保護主義を対外 FDI によって回避する必要があったこと、③外貨準備蓄積の減少化と分散化に対して、中国政府が積極的に国家外貨管理局を通じた外貨融資を行うことで、中国企業の対外 FDI を促進したことがあげられる⁴。

次に、「現預金」などの短期資本の動きを示す「その他投資」の動きを見てみよう。最もボラティルな「その他投資」は、2014 年からはネットで流出（2014 年で 2,788 億ドル、2015 年は 4,340 億ドル、2016 年では 3,035 億ドルの純流出）に転じている。

これが金融収支の赤字化と外貨準備の激減に直結しているものである。これまで資本規制によって中国は、資本フローの短期的変動による金融危機を経験してこなかった。しかし、すでに「人民元の国際化」を加速化している中国政府は、資本勘定の自由化を促進しており、今後は資本の流出入の短期的なボラティリティが大きくなることが予想される。例えば、人民元の国際化によって、本土の人民元（CNY）と香港のオフショア人民元（CNH）の為替裁定や金利裁定が盛んになり、資本フローがグロスで拡大することが考えられるのである。

2 人民元の国際化

人民元の国際化（Internationalization of RMB）の背景には、第一に、2008 年 9 月のリーマン・ショック以降のグローバルな金融危機を受けて、中国からの輸出は減速し、輸出企業が為替リスクにさらされ

⁴ Zhang, M and X. Tan, *op.cit.*

たことにある。人民元レートの為替リスクを回避するために、中国政府は、人民元建て貿易決済の導入を目指した。すなわち、「決済通貨」としての人民元の国際化、すなわち、人民元のクロスボーダー決済と、それを可能にするオフショア人民元の創設が目指された。こうして、人民元の国際化は「オンショア」（中国本土）ではなく、「オフショア」（中国国外、主として香港）での人民元の使用拡大が目指されたのである。

第二に、リーマン・ショック以降、ドルの国際通貨としての信認が問われるようになり、中国が外貨準備として蓄積したドル資産は、大きなリスクにさらされることになった。これをきっかけに、中国政府は、人民元の国際化を積極的に進めるようになった。これは、「資産通貨」および「準備通貨」としての人民元の国際化であり、具体的には人民元の SDR への組み込みが目指された。

まず「資産通貨」および「準備通貨」としての人民元の国際化についてみると、2009 年 3 月 23 日に、周小川・中国人民銀行（PBOC）行長「国際金融システム改革に関する思考」題する論文の中で、国際金融システムの安定の観点から、人民元の SDR 構成通貨入りの意向を表明した⁵。

こうして、2016 年 10 月 1 日より、人民元は IMF の特別引き出し権（SDR）の 5 番目の構成通貨に組み込まれることとなった。これによって、SDR バスケットの比率は、米ドル（41.9%→41.73%）、ユーロ（37.4%→30.93%）、英ポンド（11.3%→8.09%）、日本円（9.4%→8.33%）、中国元（0%→10.92%）となり、構成比率だけから見ると、英ポンドと日本円を抜いて、米ドルとユーロに次ぐ世界第 3

⁵ Zhou, X., “Reform the International Monetary System,” *BIS Review*, Vol. 41 (March 23, 2009).

位の通貨となった。

次に、より重要な「決済通貨」としての人民元の国際化についてみると、第一に、2009年7月1日から、上海と広東省の4都市（広州、深圳、珠海、東莞）で、クロスボーダー人民元建て貿易決済（Cross-Border RMB Settlement）が開始された。重要な画期は、2010年7月19日、中国人民銀行（PBC）と香港金融管理局（HKMA）の間で、人民元業務に関する協力の覚書を締結し、香港の銀行に人民元建てサービスを認めたことから、本格的にオフショア人民元（CNH）市場が立ち上がったことである。最大のCNH市場である香港をはじめ、マカオ・台湾に続き、2017年6月現在、シンガポール、ロンドン、フランクフルト、ソウル、パリ、ルクセンブルクなど23の国・地域においてオフショア人民元取引が行われている。

第二に、人民元建ての資本取引に関する規制緩和も、段階的に進められてきた。2011年1月には、中国企業が人民元建てで海外直接投資を行うことが認められ、10月には、外国企業による人民元建て対中直接投資が認められたことにより、直接投資に関する人民元の利用は原則自由化された。また対内証券投資に関しては、2011年12月には、「人民元建て適格外国機関投資家」（RMB Qualified Foreign Institutional Investor; RQFII）制度が発足し、投資上限も徐々に引き上げられている。また居住者による対外証券投資については、適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investors; QDII）制度が整備されている。さらに、2005年から「中国本土で非居住者が発行するオンショア人民元（CNY）建て債券」（パンダ債）が、2007年からは「中国本土以外（香港）で発行するオフショア人民元（CNH）建て債券」（点心債）が発行されている。

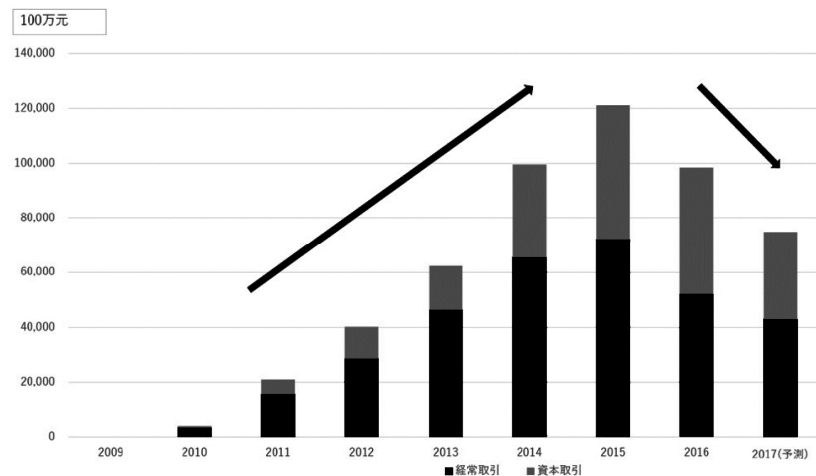
第三に、2015年10月8日には、中国人民銀行はクロスボーダー人民元決済システム（RMB Cross-Border Interbank Payment System;

CIPS)が導入され、人民元の即時グロス決済が可能となった。CIPS には、直接アクセスできる「直接参加行」にはオンショアにある 19 行、直接参加行を通して「間接参加行」とよばれるオフショアの 176 行がアクセスできる。

四 中国から資本流出と資本規制

1 オフショア人民元（CNH）とオンショア人民元（CNY）

図 6 クロスボーダー人民元決済



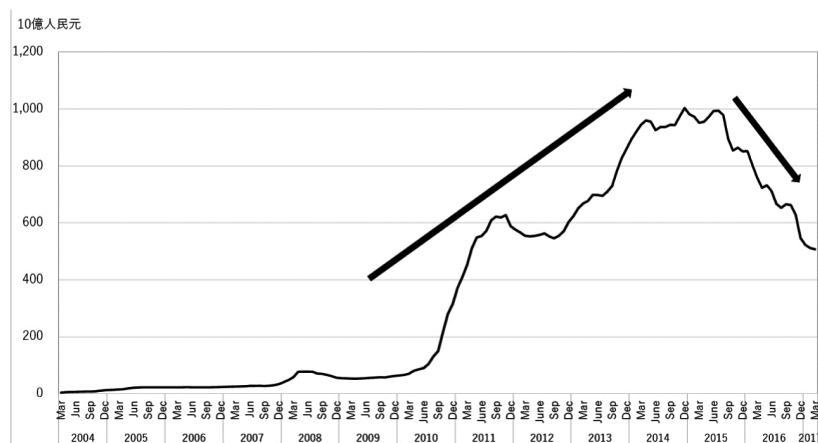
（出典）中国人民銀行（People's Bank of China; PBO）China Monetary Policy Report（各四半期毎）、および PBO, Annual Report（各年版）より作成。

図 6 は、2009 年に解禁された香港におけるクロスボーダー人民元建て決済の推移を示している。2009 年には 35.8 億元、2010 年には 5,063 億元だったクロスボーダー人民元建て決済は、2015 年には 12.1 兆元にまで増加し、対前年比で 22%増となった。そのうち、受取り

が 6.19 兆元、支払いが 5.91 兆元で、ネットでは 2,710 億円の資金流入となった。また、経常取引は 7.23 兆元で対前年比 10%増、資本取引は 4.87 兆元で対前年比 43%増であった。

しかし、2016 年には、一転して、9.85 兆元に減少し、対前年比で 18.6%減となった。そのうち、受取りが 3.79 兆元、支払いが 6.06 兆元で、ネットで 2.27 兆元の資金流出に転じた。また、経常取引は 5.23 兆元で対前年比 27.7%減、資本取引は 4.62 兆元で対前年比 5.13%減であった。さらに、2017 年前半では、3.74 兆元、年ベースで 22%の減少となった。そのうち、受取りが 1.70 兆元、支払いが 2.04 兆元で、ネットで 3,354 億円の資金流出が続いている。また、経常取引は 2.15 兆元、年ベースで対前年比 19%減、資本取引は 1.59 兆元、年ベースで対前年比 26%減であった。

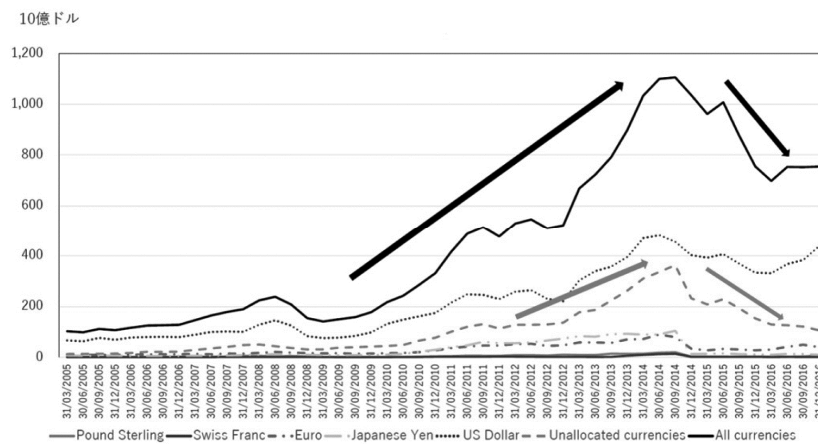
図 7 オフショア人民元預金の推移



(出典) 香港金融監督局 (Hong Kong Monetary Authority: HKMA) より作成。

図 7 は、オフショア人民元（CNH）預金の推移を示したものである。人民元の国際化が本格化する 2009 年 Q1 には、わずか 531 億元に過ぎなかった CNH 預金は、ピークの 2014 年 Q4 には、1 兆 36 億元へと、5 年間で 20 倍近く激増した⁶。

図 8 中国向けクロスボーダー非居住者債権



（出典）Bank for International Settlements; BIS の Locational Banking Statistics より作成。

⁶ 例えば、日本の A 銀行の香港支店がオフショア人民元（CNH）建ての預金業務が認可され、日本の X 企業が A 銀行香港支店に CNH 預金口座を開設したとしよう。こうして、X 企業の中国企業との取引によって生じた受取りと支払いは、A 銀行香港支店内の X 企業の CNH 預金口座で、全て人民元建て（RMB）建てで行われることになる。もし、日本の銀行が中国本土でオンショア人民元（CNY）預金業務を行い、日本の企業がそこに預金口座を開設し、中国の企業との RMB 建て取引がこの中国本土の CNY 口座で行われた場合、①日本の銀行が創造した預金は、中国のマネーサプライの一部となって、中国人民銀行（PBC）の金融政策に大きな影響を及ぼし、②日本をはじめ、外国の銀行が中国本土で預金業務を行うことで、中国の商業銀行は淘汰されるなど甚大な影響を及ぼしかねない。したがって、中国本土（オンショア）とは明確に分離された中国国外（オフショア）で、人民元（RMB）建ての取引が盛んになり、CNH 預金が急拡大したのである。

こうして急成長したオフショア人民元であるが、2017年Q1には、一気に5,072億ドルへと半減した。CNH預金の激減は、香港人民元銀行間貸出金利（Hong Kong Interbank BMB Offered Rate; CNY HIBOR）も急騰した（後述の図9も参照）。なぜだろう？

図8は、国際決済銀行（BIS）の国際資金取引統計（Locational Banking Statistics）から、「中国向けクロスボーダー債権」を「通貨構成別」で示したものである。全通貨建てで見ると、リーマン・ショック直後には2009年Q1にはわずか1,405億ドルに過ぎなかったのが、2014年Q3には1兆1,071億ドルへと、わずか5年間で7.6倍も激増した。逆に2016年Q1には、6,982億ドルへと、わずか2年足らずで37%も激減した。

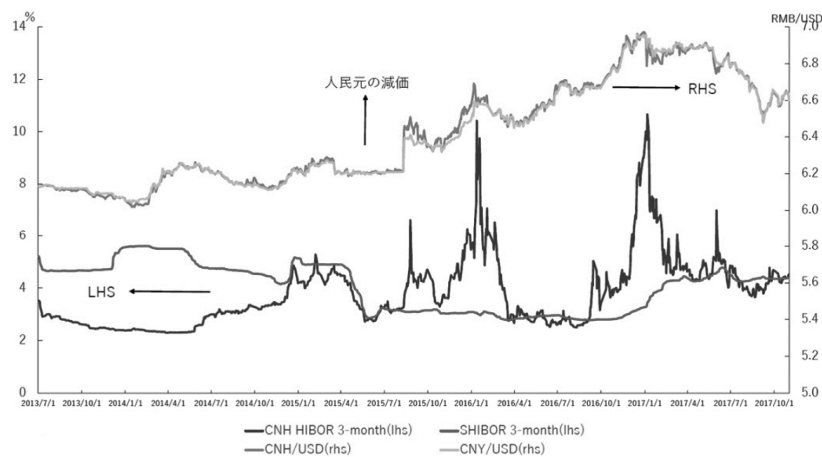
これらのうち、最も多いのはドル建て取引であるが、次に多いのは、ユーロ建てでも円建てでもなく、「分類不能」通貨建てである。これが中国本土における「非居住者によるオンショア人民元（CNY）建て債権」（中国側から見ると人民元建て債務）であり、国際収支表で最もボラタイルな動きを示している「その他投資」（現預金）を考慮しても、そう考えるのが自然であろう。

このCNY建て預金の推移を見ると、「人民元の国際化」が本格化する2009年Q1には、わずか310億ドルに過ぎなかったものが、ピークの2014年Q3には、3,624億ドルへと、わずか5年間で12倍近く激増した。しかし、2016年Q4には1,056億ドルへと1/3にまで減少した。

すなわち、オンショア人民元（CNY）とオフショア人民元（CNH）は密接に連動してはいたが、そのことが、2015年以降における中国からの資金流出と外貨準備減の大きな要因になった。つまり香港のオフショア銀行は、受け入れた非居住者による「オフショア人民元（CNH）」預金の深刻な運用難に直面した。これが「人民元の国際化」

が時期尚早であった所以の一つである。この隘路を打開したのが、非居住者による「オンショア人民元（CNY）」預金であった。低金利の CNH で借り、高金利の CNY で貸すという資金運用は魅力的であったのである（青木浩治、2017）⁷。つまり、香港での非居住者 CNH 預金の取り崩しに直面したオフショア銀行が、中国本土から CNY 預金を引き出したのである。これが、国際収支表にも反映される中国からの資本の純流出の実態であった。

図 9 CNY と CNH の為替レートおよび金利（SHIBOR と CNH HIBOR）



（出典）Thomson Reuters, Datastream より作成。

最後に図 9 は、「オンショア人民元（CNY）とオフショア人民元（CNH）の対ドルレート」（右軸）、および「上海銀行間取引金利

⁷ 青木浩治「大規模国際資本フローの変動に揺れるポスト・リーマン ショック期の中
国」『アジアの成長に資する開発金融研究報告書』（アジア太平洋研究所、2017 年）、
8~25 ページ。

（Shanghai Interbank Offered Rate; SHIOR）と香港人民元銀行間取引金利（Hong Kong Interbank RMB Offer rate; CNH HIBOR）」（左軸）の推移を表している。CNY と CNH の対ドルレートには、大きなスプレッドはないが、SHIOR と CNH HIBOR は、これまでの考察を裏付ける動きを示している。

CNH HIBOR は、2013 年 6 月より香港金融管理局（HKMA）が公表している香港におけるオフショア人民元の銀行間金利である。CNH HIBOR が設定された当初、2015 年 SIHIBOR は CNH HIBOR に対して、大凡 1.5 パーセント・ポイントのプラスのスプレッド（プレミアム）をつけており、2014 年に入ってからはこのプレミアムは、2 パーセント・ポイント以上にまで拡大した。つまり香港のオフショア銀行は、低金利のオフショア人民元（CNH）で預金を集め、それを高金利のオンショア人民元（CNY）預金で運用するという資金フロー（中国本土からみれば「その他投資＝現預金」の流入）が続いたのである。

ところが 2015 年に入ると、このスプレッドは急速に縮小し、SIHIBOR は CNH HIBOR に対してマイナスのスプレッド（ディスカウント）をつける場合さえあった。CNH HIBOR が SIHIBOR を大きく上回る逆転現象がおおよそ 2 回観察される。

第一は、2015 年 7 月以降であり、特に 2016 年 1 月には、CNH HIBOR が、10 パーセントを超える事態に至っている。同年の春には、この異常事態はいったん収束に向かうかに見えたが、第二の山が、2016 年 10 月以降にやってきて、2017 年 1 月には、再び CNH HIBOR が、10 パーセントを超える事態に至っている。

CNH HIBOR が SIHIBOR を大きく上回る 2 回の逆転現象（CNH HIBOR の急騰）では、巨額のオフショア人民元（CNH）預金を取り崩され、CNH にとっては一種の金融危機に陥ったといって過言では

なかろう。この CNH HIBOR が SIHIBOR の分析からも、香港での非居住者 CNH 預金の取り崩しに直面したオフショア銀行が、中国本土から CNY 預金を引き出し、それは図 8 と図 9 の時期ともびったりと一致する。やはりこれこそが、国際収支表にも反映される中国からの資本の純流出の実態であったのである。

2 強化される資本規制と後退する人民元の国際化

中国の資本規制は、2016 年初から年央にかけては、企業の外貨建て債務の繰り上げ返済を原則禁止することや、顧客企業の外貨両替計画を事前に提出するといった内容が中心であった。しかし、2016 年末から 17 年にかけて、企業や個人に対して一層強化された。

第一に、外資系企業は、中国に自由に投資できる（外貨を売って元を買い、中国国内に投資をする）が、他方で、稼いだ利益を送金したり、投資を回収する目的で売却代金を送金したりすること（元を売って外貨を買い、国外へ送金する）には制約がかかるようになった。人民銀行は国内商業銀行に通達した非公式のガイダンスで、海外送金で承認が必要な水準を、これまでの 5,000 万ドル以上相当から 500 万ドルに引き下げた。つまり企業は、これまで 5,000 万ドルまでは自由に国外送金できたのが、今後は 500 万ドルを超える海外送金には当局の事前審査が必要となった。

第二に、資本規制は、企業だけでなく個人にまで拡大している。個人は、年間で 5 万ドルまでの両替しか認められなくなった。外貨購入を希望する個人に対し、銀行の窓口で申請書を提出するよう義務づけた。申請書には「海外で不動産や証券、保険を購入してはならない」と明記されている。

こうした資本規制に対しては、さまざまな脱法行為が横行しているという。例えば、鉄道で移動できる深圳から香港へは、途中で手

荷物検査はあるが、リュック程度なら荷物の中身を調べられるリスクはほとんどないので、リュックを背負って深圳から香港へ資金を移動させる「水貨客」と呼ばれる運び屋が横行しているという。

また、年間5万ドルまでしか人民元を外貨に替えることができないという規制は、カードで保険を「買う」場合には、限度額に左右されない。深圳で募った見込み客を、香港のブローカーに紹介し、高額の外貨建て保険をカードで買い、ほどなく解約すれば、手数料はかかるが安全に資産を移転できるという。

さらに、上海には、中国語で「黄牛」と呼ばれる闇両替商が繁華街に多くたむろし、上限5万ドルを超えた両替や、2%の手数料で海外送金も可能だという。

こうした動きに対して、カリフォルニア大学サンタバーバラ校のベンジャミン・コーヘンは、「中国は、IMFが人民元をSDRに組み入れ（…資本規制を徐々に自由化するという…）18ヶ月前の約束を事実上反故にした」「中国政府の最近の動きは、ルールにしたがって行動する意思がないことを示している。…中国政府が人民元をSDRに組み入れることを主張したのは、時期尚早であった」⁸と中国政府を論難している。

五 おわりに

本稿の考察により以下の諸点が明らかとなった。

（1）2008年のリーマン・ショック以降、中国の国際収支は、「経常収支黒字の激減＋資本流入の激増」という構造に変化した。しかし、2014年以降、資本流入は激減し、2015年にはついにネットで資

⁸ Cohen, B., “Should China Be Ejected from the SDR?” *Project Syndicate*, May 30, 2017（「グローバル・オピニオン」『日本経済新聞』2017年6月7日）。

本流出に転じた。こうして中国の国際収支構造は、「双子の黒字」（「双順差」）から「一順一逆」へと大きく変化し、その結果それまで増加を続けてきた外貨準備も大幅に減少しはじめた。

（2）金融収支の推移を、直接投資、証券投資、その他投資の内訳でみると、最も安定的に推移しているのは直接投資で、最も変動が大きいのが「その他投資」（銀行部門の現預金）である。特に、「その他投資」2014 年からはネットで流出（2014 年で 2,788 億ドル、2015 年は 4,340 億ドル、2016 年では 3,035 億ドルの純流出）に転じている。これが金融収支の赤字化と外貨準備の激減に直結しているものである。すでに「人民元の国際化」を加速化している中国政府は、資本勘定の自由化を促進しており、今後は資本の流出入の短期的なボラティリティが大きくなることが予想される。

（3）「人民元の国際化」では、何よりも「決済通貨としての人民元」、すなわち、人民元のクロスボーダー決済と、それを可能にするオフショア人民元の創設が重要である。2010 年 7 月に、香港の銀行に人民元建てサービスを認めたことから、本格的にオフショア人民元（CNH）市場が立ち上がった。

（4）第一に、香港におけるクロスボーダー人民元建て決済の推移をみると、2009 年にはわずか 35.8 億元だったものが、2015 年には 12.1 兆元にまで増加し、ネットでは 2,710 億元の資金流入となった。しかし、2016 年のクロスボーダー人民元建て決済は、一転して、9.85 兆元に減少し、ネットで 2.27 兆元の資金流出に転じた。

第二に、オフショア人民元（CYH）預金の推移をみると、2009 年ではわずか 531 億元に過ぎなかったが、ピークの 2014 年 Q4 には、1 兆 36 億元へと 5 年間で 20 倍近く激増したものの、2017 年 Q1 には一気に 5,072 億ドルへと半減した。

第三に、非居住者によるオンショア人民元（CNY）建て預金の推

移をみると、2009年Q1には、わずか310億ドル（2,117億元）に過ぎなかったものが、ピークの2014年Q3には、3,624億ドル（2兆4,172億元）へと、わずか5年間で12倍近く激増したものの、2016年Q4には1,056億ドル（7,339億元）へと1/3にまで減少した。

（5）オンショア人民元（CNY）とオフショア人民元（CNH）は密接に連動してはいたが、香港のオフショア銀行は、受け入れた非居住者による「オフショア人民元（CNH）」預金の深刻な運用難に直面した。これが「人民元の国際化」が時期尚早であった所以の一つである。この隘路を打開したのが、非居住者による「オンショア人民元（CNY）」預金であった。香港での非居住者CNH預金の取り崩しに直面したオフショア銀行は、中国本土からCNY預金を引き出したのであり、これが、国際収支表にも反映される中国からの資本の純流出の実態であった。こうした事態に直面した中国政府は、資本規制の強化で対応しているが、それは人民元の国際化のペースを緩めることになろう。

（寄稿：2017年11月11日、採用：2017年12月8日）

中國的資本流出與人民幣的國際化

岩 本 武 和

（京都大學公共政策大學院教授／京都大學大學院經濟學研究科教授／
亞太研究所〔APIR〕高級研究員）

【摘要】

2008 年雷曼兄弟破產事件之後，由於中國的經濟成長趨緩，以致經常帳順差大幅減少。而其資本與金融帳盈餘，雖有助於累積外匯儲備，但也在 2014 年之後出現赤字，即轉為資本淨流出。如上述，在 2014 年後，中國國際收支中的經常帳黑字和資本與金融帳黑字的「雙順差」消失，外匯儲備也大幅減少。除此之外，於 2008 年的金融危機之後，中國政府加速推動「人民幣的國際化」。本文發現，中國的大量資本流出（尤其是其他投資：現金和存款的流出）加速了「人民幣國際化」，而造成前述現象的主因在於關鍵的「離岸人民幣」（CNH）創設過早所致。本文同時證實，面臨離岸人民幣在香港的存款擠兌，離岸銀行從中國大陸提領「在岸人民幣」（CNY）存款，這也讓中國資本淨流出的情形反映在國際收支平衡表當中。面對巨額的資本外流，中國政府雖加強資本管制措施來因應，卻也可能因而延遲了人民幣國際化的進程。

關鍵字：國際收支、資本流動、人民幣國際化、離岸人民幣、資本管制

Capital Outflows from China and Renminbi Internationalization

Takekazu Iwamoto

Professor, Graduate School of Public Policy, Kyoto University /
Professor, Graduate School of Economics, Kyoto University / Distinguished
Senior Research Fellow, the Asia Pacific Institute of Research (APIR)

[Abstract]

China's current account surplus sharply diminished as a result of its economic slowdown after the Lehman Brothers bankruptcy in 2008. Although China subsequently experienced a financial account surplus which contributed to the increase in its foreign exchange reserves, since 2014 this has reverted to a deficit, resulting in net capital outflow. Despite this, since the 2008 global financial crisis, the Chinese government has vigorously promoted renminbi (RMB) internationalization. This paper argues that the massive capital outflows from China — especially the outflow of cash and savings — that accelerated so-called 'RMB internationalization' were due to the premature establishment of 'offshore RMB' (CNH) in Hong Kong. Moreover, this paper finds that the outflow of Chinese capital was also reflected in China's international balance of payments, as a result of offshore banks withdrawing 'onshore RMB' (CNY) from mainland China in response to a run on offshore RMB in Hong Kong. Confronting these huge capital outflows, the Chinese government strengthened capital controls, delaying RMB internationalization plans.

Keywords: international balance of payments, capital flow, Renminbi
internationalization, offshore Renminbi, capital regulation

〈参考文献〉

- 青木浩治（2017）「大規模国際資本フローの変動に揺れるポスト・リーマン・ショック期の中国」『アジアの成長に資する開発金融研究報告書』アジア太平洋研究所、8～25 ページ。
- 猪又祐輔・大谷聡・杵渕輝・松永美幸（2016）「人民元国際化について—これまでの取り組みと評価を中心に—」BOJ Reports & Research Papers。
- 関志雄（2017）「資本規制下の人民元の国際化の限界—内外市場間の裁定取引によって歪められた資金の流れ」RIETI 中国経済新論：世界の中の中国、8 月 8 日。
- 中田理恵（2016）「中国資金流出入の現状と当局による対応：国際収支統計確報の内訳及び足元の資金流出圧力と資本規制の動向」大和総研『金融市場』。
- 清水聡（2015）「進展する人民元の国際化と今後の展望—資本取引の自由化との関係—」『環太平洋ビジネス情報』Vol. 15, No. 57。
- Byrne, J.P. and N. Fiess (2016), “International capital flows to emerging markets: National and global determinants,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 61, pp. 82~100.
- Calvo, G. L., Leiderman, and C. Reinhart. (1996). “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s.” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2, pp. 123~139.
- Cheung, Y., S. Steinkamp, and F. Westermann (2016), “China’s Capital Flight: Pre- and post-crisis Experiences,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 61, pp. 88~112.
- Cohen, B. (2017), “Should China Be Ejected from the SDR?” *Project Syndicate*, May 30, 2017. (「グローバル・オピニオン」『日本経済新聞』2017 年 6 月 7 日)。
- Feng, Y. and T. Zhang (2016) “Interest Rate Linkages between Offshore and Onshore Renminbi Markets,” *Australian Economic Papers*, Volume 55, Issue 4, pp. 434~450.
- Hannan, S. A. (2017) “The Drivers of Capital Flows in Emerging Markets Post Global Financial Crisis,” *IMF Working Paper*, WP/17/52.
- Institute of International Finance (2017), *Capital Flows to Emerging Markets*, October.
- Institute of International Finance (2016), *The Great Unwinding: Capital Outflows from China*, April.
- Maziad, S. and J. S. Kang (2012), “RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links,” *IMF Working Paper*, WP/12/133.
- McCauley, R. N. and C. Shu (2016), “Dollars and Renminbi Flowed Out of China,” *BIS Quarterly Review*, March, pp. 26~27.
- People's Bank of China (2017), *Annual Report*, 2016.
- Hong Kong Monetary Authority (2017), *Half-Yearly Monetary & Financial Stability Report*, September.
- Zhang, M and X. Tan (2015), “Vanishing of China’s Twin Surpluses and Its Policy Implications,” *China & World Economy*, Volume 23, Issue 1, pp. 101~120.
- Zhou, X. (2009), “Reform the International Monetary System,” *BIS Review* 41, 23 March.

