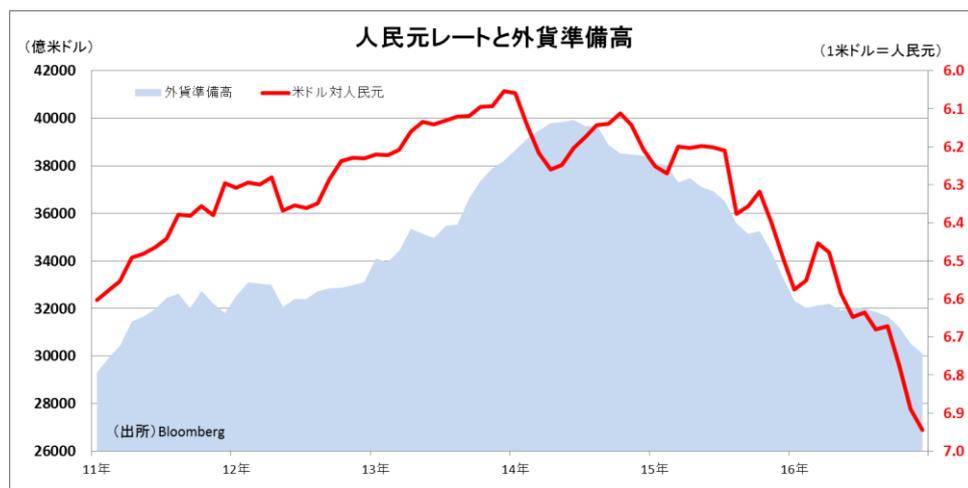


### 第359回:3兆ドルの攻防戦

年始の一ヶ月ゆっくりと静養し、この2月より再び東洋証券にて調査執筆等の活動を行うことになった。だから↑のコラムのタイトルも「巨龍のあくび リターンズ」と名付け、再出発することにした。そうは云っても、中身が改善するわけでもなし、相変わらずの駄文に変わりはない点は、どうかご海容賜りたい。

リターンズ第一作は、「アーノルド・シュワルツェネッガー、トランプ大統領に宣戦布告」、ないしは「米新国防長官は Mad Dog(狂犬)か、はたまた Warrior Monk(戦う修道士)か」にしようと思っていたのだが、せめて復帰第一作くらいはエコミストらしいコラムにしようと考え、標題にした。

今月7日に中国の外貨準備統計が公表される予定であり、節目の3兆米ドルを割り込む事態となるのか、世界中の投資家や金融機関が注目している。



中国の外貨準備は、近年高度成長に歩調を合わせるように急激に積み上がり、2006年には、当時トップだった日本を追い抜き1兆ドルに達し、13年には3兆ドルを突破、14年6月

には4兆ドルまであと一歩のところまで達した。ところが、これをピークに中国の外貨準備は下り坂に入り、年末ベースで、減少幅が14年後半に1500億ドル、15年に5100億ドル、16年には3200億ドルと、ピーク時から僅か2年半で、約25%、金額で約1兆ドルも減ってしまった。

昨年11月末の外貨準備は、3兆0516億ドル、12月末は3兆0105億ドルと、まるで綱渡り。節目の3兆ドルが危うい。だから2月7日に発表される、17年1月末の外貨準備が気になるのである。

もっとも外貨準備の総額自体は、ダントツの世界首位であり、第2位の日本の1.2兆ドルを大きく凌駕しており、中国の輸入の20か月分に相当する外貨準備に、まだまだ余裕はあるように見える。気に掛かるのは実額ではなく、減少のスピードとベクトルだ。

国際収支の恒等式で15年の中国を示すと、経常収支(+3306億ドル)+資本収支(▲4853)+誤差脱漏(▲1882)=外貨準備増減(▲3429)。となる。つまり貿易収支を主体とする中国の経常収支は相変わらず堅調だが、それを上回る資本の流出が発生し結果、外貨準備が大きく落ち込んでいるのが分かる。

外貨準備の変動には様々な要因が絡んでおり、全てを中国から資本の逃避が始まったと断定するわけ

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

には行かない。統計技術上の問題として、トランプショック以降、米長期金利が動き出し、中国が外貨準備で保有する米国債の価格が下落したことが挙げられる。もう一つの要因として、米ドル独歩高の状況において、ドルは元以外の円やユーロ等に対しても上昇しており、このため、中国が外貨準備で保有する円建てやユーロ建て債権が、ドル換算で目減りしたこと等が指摘される。

しかし最大の要因は中国経済が低迷するなか、市場に「人民元レートの先安観」が広がっており、これが中国からの資本流出のトリガーを引いたことは間違いない。人民元安は輸出大国の中国にとってメリットの一面もあるが、人民元の先安観が市場に定着すると、中国企業の海外からの資金調達が難しくなり、国内外の投資家や富裕層や金融機関が、中国からの資本逃避に向かうインセンティブを与えてしまう。そうなれば、これまで巨額の対外資本の流入を前提としてきた中国の金融環境が急激に悪化だろう。

そのような悪い流れを断ち切るためには、金利を上げるか、人民元レートを一気に切り下げればよいのだが、いまの中国経済で利上げは不可能だ。人民元の切り下げを断行すれば、トランプさんは「待ってました！」と中国を「為替操作国」に認定するだろう。やむなく中国は外貨準備を少しずつ切り崩し、市場介入により、人民元高方面に誘導しているのだが、効果は薄く外貨準備減少の悪循環に陥っている。

海外の中国語ニュースサイトは1月11日、ロイター電を引用し、「国家外貨管理局が中国国内の銀行に対し、資金の海外流出の規制を命じた指示を口外しないよう命じ、同時に銀行のアナリストに対し、人民元相場の見通しについて悲観的な予測を公表することを禁じた」と伝えている。藁にもすがりたい当局の気持ちは理解するが、報道に接した海外の投資家は「状況は予想以上に悪いのでは？ 外貨準備統計も人工的に操作されているのでは？」との疑心暗鬼に陥り、資本流出を加速させているようだ。

資本収支の赤字には、AIIB 銀行や、現代版シルクロード構想「一帯一路」に絡む中国の対外直接投資や国際的M&A等も含まれており、赤字イコール悪では決していないが、巨額の「誤差脱漏」が気にかかる。このなかに非合法の資本流出が含まれているのは間違いないことだ。

中国経済が好転すれば、潮目が再び元高の流れに戻るのは間違いないことであり、時代錯誤的な言論統制を命じるエネルギーがあるなら、ゾンビ企業の淘汰や、不動産バブルの処理に注力すべきだろう。

世界の主要国が最も嫌がるシナリオは、中国が苦しい紛れに人民元の大幅切り下げを断行し、これが発展途上国に波及し、為替ダンピングが起こることだ。これだけはやめて欲しい。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

平成29年2月6日

## 筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号  
日本証券業協会 加入  
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

## ご投資にあたっての注意事項

### 手数料等およびリスクについて

#### ① 株式の手数料等およびリスクについて

- ・ 国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2420% (税込み)、最低 3,240 円 (税込み) (売却約定代金が 3,240 円未満の場合、約定代金相当額) の手数料をいただきます。国内株式を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。
- ・ 外国株式等の売買取引には、売買金額 (現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額) に対して最大 0.8640% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。外国株式は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ② 債券の手数料等およびリスクについて

- ・ 非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスク及び為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

#### ③ 投資信託の手数料等およびリスクについて

- ・ 投資信託のお取引にあたっては、申込 (一部の投資信託は換金) 手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価格が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ④ 株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

- ・ 株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0864% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。
- ・ 株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.320% (税込み)、最低 2,700 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

3/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号  
日本証券業協会 加入  
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040