

2019年11月1日
No.2019-012

国際収支に規定される中国の中期政策運営

— 経常黒字維持が主要な政策目標に —

理事 牧田 健

《要 点》

- ◆ 中国の経常黒字は2008年をピークに縮小している。背景には、所得水準の大幅上昇を受け、経済構造が輸出主導から内需主導に転換し始めていることがある。そもそも、中国の国際収支は、①対外資産の収益性が低く、②「誤差脱漏」という形で大規模な資金流出が生じているなど、経常黒字の持続は盤石といえない体質となっている。先行き経常収支が赤字化していけば、習近平政権下での様々な規制から海外からの円滑な資金流入は期待しにくく、ファイナンスに支障が生じる事態も想定される。財政健全化に取り組まないと、「双子の赤字」を抱えることになり、通貨危機や金融資本市場の大混乱をきたすリスクが膨らむことになる。
- ◆ 経常黒字という原資が乏しくなるなか、これまでのようなハイペースの対外投資は期待できず、それどころかファイナンスに窮する事態となれば、対外資産を取り崩す動きも生じかねない。直接投資の分野で中国の存在感は大きく、とりわけ中央アジアやアフリカは中国依存度が高い。中国の対外投資が停滞すれば、同地域の一部の国では経済開発が大きく遅れる可能性がある。証券投資でも、キューバやモンゴル、ネパール等の中国依存度が高く、それらの国では市場の混乱が生じる恐れがある。これらの投資は、中国の国家戦略と結びついており、当局は対外投資の圧縮にはつながらないよう政策運営を行っていくと推察される。
- ◆ 一方、中国はわが国と並ぶ米国債の大量保有主体であり、保有米国債が売却されれば、世界の金融資本市場に相当の悪影響を及ぼすとみられる。ただし、「米国債売却」は、中国政府にとって米国に対抗する有効な手段である一方、自らの保有資産価値の毀損を招きかねない劇薬でもある。中国が売却を余儀なくされるような局面では、有効な対米カードではなくなっている可能性が高い。
- ◆ 以上のように、中国の経常収支が赤字化すれば、中国は対外ファイナンス確保に向け、経済構造・金融市場を抜本的に変革していかざるを得ず、それができなければ、通貨危機・経済危機に陥りかねない。対外投資についても、これまで進めてきた重商主義的な対外戦略が水泡に帰す恐れがある。したがって、中国政府は

経常収支の赤字化を断固回避すべく、あらゆる手段を講じて経常黒字を確保することを主眼に政策運営を行っていく可能性が高い。

- ◆ 財・サービスの取引を資金面から捉えた資金循環勘定からみれば、企業の設備投資の増勢が鈍化、あるいは、輸出増加等により企業・家計の貯蓄が増加すれば、経常黒字が拡大しうる。前者は、バブル崩壊以降の日本の歩みと重なるものであり、中国が抱えている構造問題などを踏まえると、十分ありうるシナリオである。後者のシナリオ実現に向けては、米中対立の激化を受け、人民元安誘導という手段が事実上封じられるなか、輸出構造のさらなる高度化が不可欠となる。
- ◆ 中国が『中国製造 2025』に示すビジョンを実現して高付加価値な輸出大国に変身できれば、中速成長と経常黒字を同時に確保でき、現行の重商主義的な対外政策も強化できる。逆に、輸出競争力の向上に失敗すれば、デフインフレ色が強まるのは必至で中国経済の中期的な成長期待も消失するだろう。その意味で、『中国製造 2025』を推進しようとする中国と、それを封じ込めようとする米国との対立は長期化する可能性が高く、世界経済の先行き不透明感は容易には払拭されな

本件に関するご照会は、調査部・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

1. はじめに

国際通貨基金（IMF）が10月15日に公表した世界経済見通しによると、2018年に対GDP比+0.4%まで縮小した中国の経常黒字は、2019年に一旦同+1.0%まで持ち直すものの、その後は再び縮小に転じ、2024年には同+0.4%まで縮小していく（図表1）。この10年ほどのトレンドを踏まえると、2020年代後半には経常収支の赤字化も視野に入ることになる。

中国の経常収支が赤字に転じれば、ファイナンスを海外からの資金に依存せざるを得ず、専ら国内事情を優先したこれまでのような政策対応は今後困難になってくる可能性がある。また、「一帯一路」や資源の権益確保など、高水準の経常黒字を裏付けとした対外投資も相対的に細っていかざるをえない。

そこで、本稿では、中国の経常黒字縮小の背景を探り、中国の国際収支上の問題点等を浮き彫りにしたうえで、経常収支赤字転化の可能性、その内外経済・金融資本市場への影響について考察し、中国の今後の政策対応を検討していく。

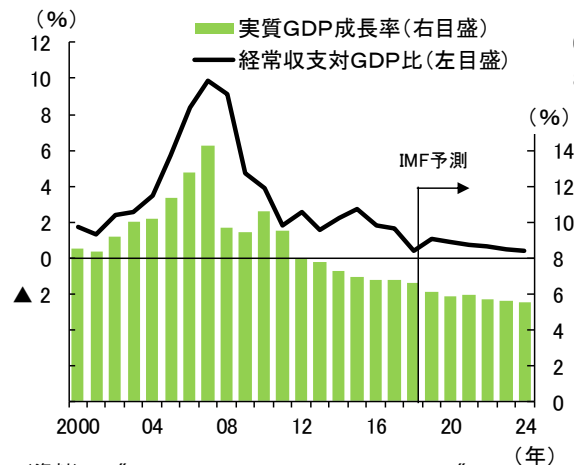
2. 中国の経常収支の現状と先行き

（1）経常黒字縮小の背景

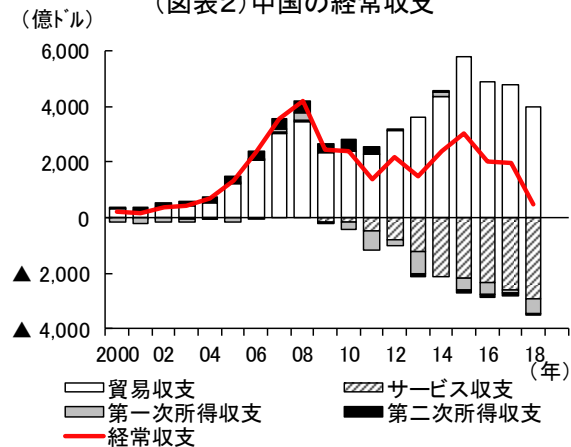
中国の経常黒字は2008年をピークに縮小している（図表2）。内訳をみると、貿易黒字は引き続き高水準ながら足元で縮小し始めているほか、2010年以降サービス収支の赤字が拡大し、経常黒字の縮小に作用している。一方、所得収支は第一次・第二次¹ともに小さく、現状経常収支に大きな影響は与えていない。

そこで、影響の大きい貿易サービス収支の各項目についてみていくと、輸出・輸入はともに、リーマンショック直後の2009年こそ減少したものの、2014年まで増加が続いた。その後、2015、2016年に減少した後、2017、2018年には再び増加してい

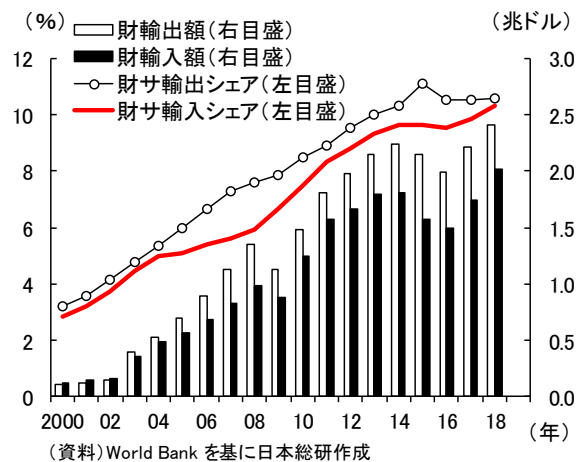
（図表1）中国の経常収支と成長率見通し



（図表2）中国の経常収支



（図表3）中国の輸出入額と世界シェア

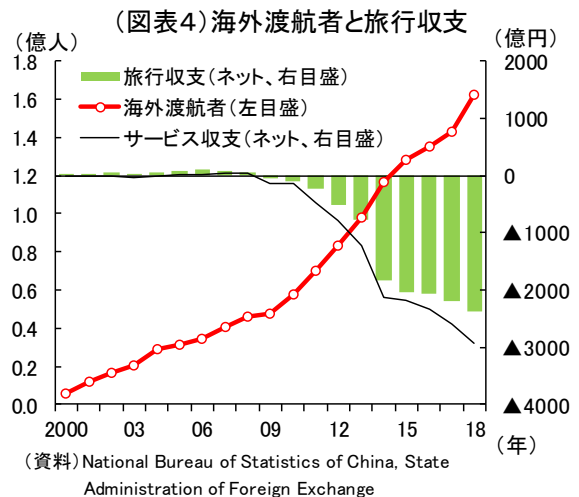


¹ 第一次所得収支は、生産過程に関連した所得および財産所得。「雇用人報酬」、「投資収益」、「その他第一次所得」に区分。第5版では「所得収支」として計上。第二次所得収支は、経常移転による所得の再配分。第5版では「経常移転収支」として計上。

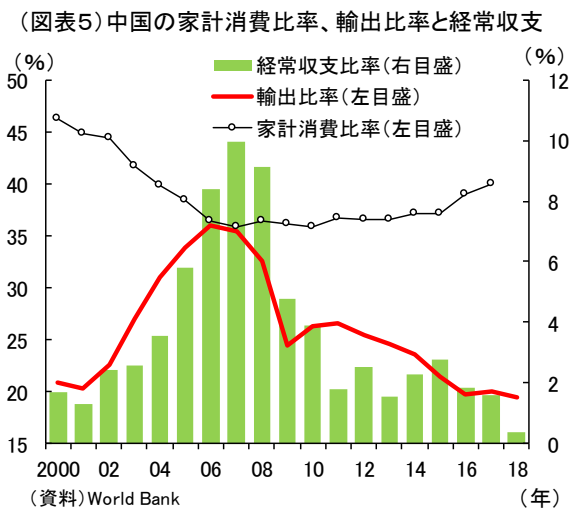
る。もともと、世界の輸出入に占める中国のシェアは、2015年以降輸出と輸入で異なる動きとなっている（前頁図表3）。すなわち、世界の輸出に占めるシェアは2015年に11%まで上昇したものの、その後同シェアが10%台半ばに小幅低下しており、中国の輸出拡大ペースは世界の輸出拡大ペースに比べ鈍化している。これに対し、世界の輸入に占める中国のシェアは、原油価格が大幅に下落した2014～16年にかけて小幅低下したものの、その後は輸出とは逆に上昇基調となっている。

この間の実効為替レートは、2015年初にかけて人民元高が進行したものの、その後は人民元高が是正され、ほぼ横ばいでの推移が続いていることから、輸出シェアの低下は、人件費の高騰などを受け、労働集約的な産業を中心に中国の輸出競争力が低下し、生産拠点の海外シフト等の動きが生じ始めた可能性を示唆している。同時に、人民元高が進んでいないなかでの輸入シェアの上昇は、中国の国民所得水準の上昇で購買力が増すなか、輸入構造が、資源や原材料を中心としたものから消費財を中心としたものにシフトし始めていることを示唆している。

一方、サービス収支の赤字については、その大半が旅行収支によってもたらされている。旅行収支の赤字拡大は、2010年頃から各国が個人観光ビザの発給を緩和し始めたことがきっかけながら、その後も年を追うごとに海外渡航者が増加しており、赤字拡大に寄与している（図表4）。



輸出の増勢鈍化、輸入の増加、および旅行収支赤字の拡大は、いずれも中国の所得水準が大幅に上昇したことに起因しており、経済構造が輸出主導から内需主導に転換し始めていることを示唆している。実際、家計消費比率の低下・輸出比率の上昇局面で経常黒字が拡大し、逆に、家計消費比率の上昇・輸出比率の低下とともに経常黒字は縮小に転じている（図表5）。したがって、足元の中国の経常黒字縮小は、停滞色が強まっている世界経済に需要をもたらしているという意味で、むしろプラスの影響を及ぼしていると評価することができるだろう。



(2) 中国国際収支の構造問題

もともと、中国の経常黒字の縮小、さらには経常収支の赤字化は、中国にとってプラスになるとは限らない。中国の国際収支にはさまざまな問題点があり、経常収支の赤字化はむしろ中国経済にマイナスの影響を及ぼす恐れがある。

第1に、中国の国際収支は対外資産の収益性の低さにより、一旦経常収支赤字が定着すると、赤

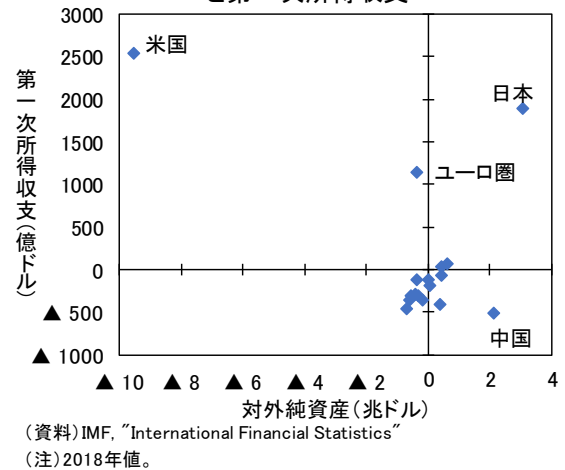
字が膨らみやすい構造になっている。すなわち、対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況を示す第一次所得収支は小幅ながらも赤字となっている。中国は、2018年において、日本、ドイツに次いで、世界第3位の対外純資産（対外資産残高－対外負債残高）を有している。にもかかわらず、その利子・配当金等で構成される第一所得収支が赤字であるということは、対外資産から得られるリターンが著しく低いことを意味している。これは、世界最大の対外純債務国である米国の第一次所得収支が黒字であることと対称的である（図表6）²。

そこで、米国、ユーロ圏、日本、中国の対外資産構成比をみると、中国では準備資産が4割強を占めている。外為当局が、管理通貨制度のもと、人民元高抑制に向け外貨建資産、とりわけリスクフリーで低利回りの米国債を大量に買い入れてきたことが背景にある（図表7）。加えて、準備資産以外においても、対外投資を行うに当たり、収益性よりも資源や先端技術の獲得といった側面が重視されていたことが、異様に低い投資リターン（第一次所得収支受取）の原因となっている。そもそも第一次所得収支は、対外純資産の大小と内外成長率格差によって決まってくる。世界の主要国で一番高い成長を遂げていた中国にとって、対外投資は本来経済合理性を欠いている。

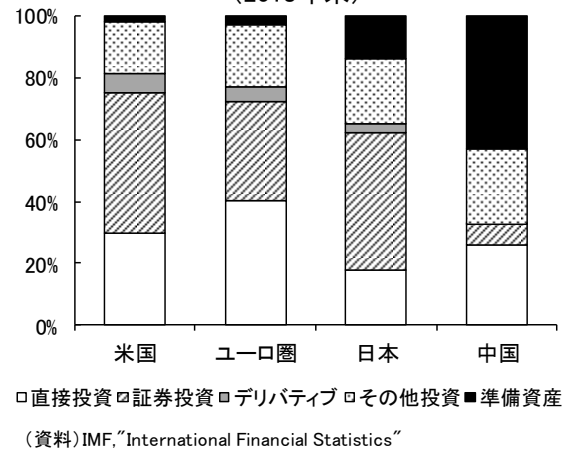
人民元高抑制に向けた大量のドル買い介入、資源や先端技術の獲得は、輸出主導による高成長を維持していくための必要コストであり、足元でそのツケを払っているとみることができる。そのツケを払い終わらないうちに経常収支が赤字に転じると、対外資産の蓄積ペースよりも、対外債務の拡大ペースが速まることになり、相対的な成長率の高さと相まって、第一次所得収支の赤字が一段と増加していくことになる。

第2に、政府当局によって補足できていない誤差脱漏が大規模に存在している。国際収支は、『一定期間における一国のあらゆる対外経済取引を体系的に記録したものであり、居住者と非居住者との間で行われた取引の内容に応じ、(1) 財貨・サービス・所得の取引や経常移転を記録する経常収支、(2) 対外金融資産・負債の増減に関する取引を記録する金融収支、(3) 生産資産（財貨、サービス）・金融資産以外の資産の取引や資本移転を記録する資本移転等収支』に分類される³。本来は、貸方、借方で合計が一致するが、カネの取引は十分に捕捉できないケースも多く、一致しない分は

（図表6）主要国の対外純資産と第一次所得収支



（図表7）米欧日中の対外資産構成比（2018年末）



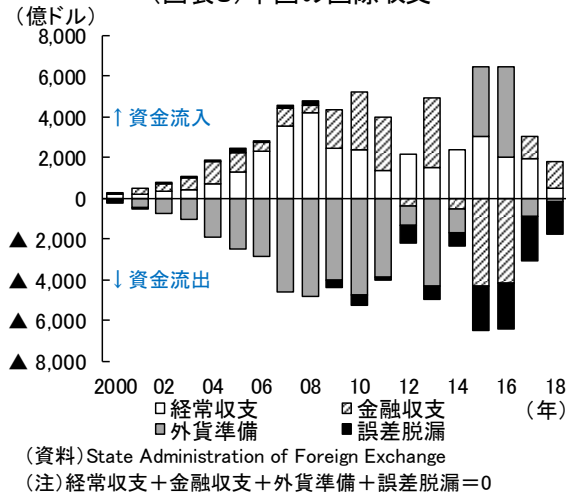
² これは、基軸通貨ドルを有する米国の特権であると同時に、対外資産において株式等リスク資産のウェイトが大きいことも第一次所得収支の黒字に寄与している。

³ 日本銀行「国際収支統計（IMF 国際収支マニュアル第6版ベース）の解説」を引用。

「誤差脱漏」として計上されている。この「誤差脱漏」は、その統計の性格上、資金流入・流出のどちらか一方に偏って発生するものではないが、中国では、2009年以降「資金流出超」のサイドで計上され続けており、とりわけ株価が暴落した2015年のチャイナショック以降は、ほぼ毎年2,000億ドル前後の「資金流出超」となっている（図表8）。

実際に同程度あるいはそれ以上の資金流出が生じている可能性があり、中国政府が資本規制を行うなかにあっても、人民元の先安観、私有財産保護に対する不信感などを背景に、富裕層や企業を中心に国外に資産を移そうという動機が根強いことが示唆される。こうした状況下での経常収支赤字化は、人民元の先安観を一段と煽り、富裕層による資金流出のさらなる増加を招く恐れがある。

（図表8）中国の国際収支



（3）経常収支赤字化で予想される中国経済への影響

経常収支が赤字化すれば、対外投資を行う分以上に海外からの資金流入を呼び込む必要性に迫られることになる。これについて、資金を呼び込める材料がないわけではない。すなわち、中国経済の規模が大きくなるなか、世界の投資家は、国際分散投資を行ううえで、中国株式市場・債券市場のウェイトを引き上げていかざるをえない。また、中国政府も、そうした資金の取り込みに向けて、2020年に証券会社・生命保険会社の外資出資比率の上限撤廃を行うなど、足元で金融市場の対外開放を進めている。実体経済面でも、2030年前後には米国を凌ぐ経済規模となるとみられ、かつ、消費主導型経済への転換を進めているなか、サービス業を中心に海外企業による直接投資も高水準での推移が続くと見込まれる。

もともと、資本規制をはじめ共産党政権下で様々な規制・慣行があるなか、海外からの円滑な資金流入を楽観視することはできない。具体的には、中国政府は、任期制限を廃止するなど権力基盤の強化を図る習近平国家主席のもとで、外資系企業に対しても内部に共産党組織の設置を要請しているほか、国家が情報提供を命じれば、企業・個人はあらゆる情報を開示せざるをえないという国家情報法を制定するなど、国家統制的な姿勢を強めている。こうした中国の政策・姿勢は、日米欧といった先進国、民主主義国家と比べ、対中投資のリスクプレミアムを著しく高めている。さらに、米中対立が激化するもとで、米国政府は対中投資を制限する方向で規制強化に動いており、わが国をはじめ安全保障面などで米国と歩調を合わせる国・地域では、これに一定程度追随せざるをえない事態も想定される。こうした状況下、リスクプレミアムを上回る成長が期待できなくなれば、海外から十分な資金を呼び込めず、中国は大幅な金利引き上げ、自国通貨安を余儀なくされ、結果として、国内での経済活動に支障が生じる恐れがある。

ここで注目されるのは、中国の経常黒字の縮小が財政赤字拡大と併存していることである。中国では、リーマンショック後に政府が打ち出した4兆元の景気対策を契機に膨らんだ過剰投資、過剰債務問題の本格的な調整を余儀なくされており、民間部門で投資が冷え込み始めている。中国政府

は、足元で景気下支えに向け、再び財政支出拡大に乗り出しており、IMFによると、2018年の基礎的財政収支は対GDP比▲3.8%と主要国のなかでは、日本(同▲2.9%)を凌駕し、サウジアラビアに次ぐ規模となっている。2018年の主要30カ国・地域の経常収支と基礎的財政収支をみると、経常収支、基礎的財政収支ともに赤字の国は、米国、アルゼンチン、トルコ、インド、ブラジル、フランス、カナダ、インドネシアの8カ国で、ともにGDP比▲1%超の国は、米国、アルゼンチン、トルコ、インドに限られる(図表9)。

このうち、米国は基軸通貨ドルを有していることから、安定的なファイナンスができているものの、アルゼンチンとトルコは、それぞれ規律を失った経済政策や中央銀行への政治介入等もあり、2018年に通貨危機に見舞われている。インドも、米国金利が上昇する局面で度々通貨安に見舞われており、マクロ経済の安定化に苦慮している。中国の基礎的財政収支は、民間部門の過剰投資・過剰債務問題が顕在化した2015年以降悪化しており、IMFの見通しによると、2020年には対GDP比で▲5.1%、その後も▲4%台後半での推移が続く。上記の過剰投資・過剰債務問題に早期にけりをつけ、財政赤字体質を改めないと、「双子の赤字」の蓋然性が高まることになる。中国がいわゆる「双子の赤字」となれば、人民元がドルに代わる、あるいは並立する基軸通貨にならない限り、通貨危機をはじめとした金融資本市場の混乱のリスクに晒される恐れがある⁴。

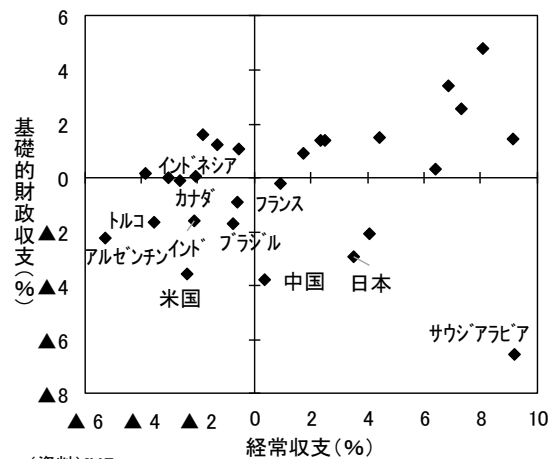
一方、経済規模の点でたとえ米国を追い越しても、①「法の支配」が確立していない、②規制が多く、自由な取引が行いにくい、等の欠点を抱えている以上、予見可能な将来において人民元が基軸通貨になる可能性は極めて乏しいとみざるをえない。事実、外貨準備における人民元の利用は、足元で増えているとはいえ、いまだ日本円には遠く及ばず、カナダドル・豪ドルと同程度に過ぎない(図表10)。

3. 中国の対外投資の現状と先行き

(1) 全体像

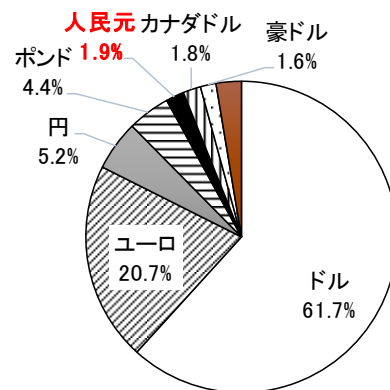
このように、中国の経常黒字が縮小していけば、対外ファイナンスが次第に困難化することが予想され、これまでのようなペースでの対外投資も期待できなくなる。それがさらに進んで、経常収

(図表9) GDP上位30カ国の経常収支と基礎的財政収支(対GDP比)



(資料) IMF
(注) 2018年値

(図表10) 外貨準備の通貨別構成比



(資料) IMF, "Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves"
(注) 2019年6月末値

⁴ 仮に中国が改革を進めた場合、世界の投資資金は、米国と中国に引き寄せられることになる。結果として、米国・中国以外の経常赤字国では、ファイナンス困難化が予想され、成長が大きく鈍化・停滞する可能性がある。

支が赤字化し、ファイナンスに一段と窮する事態となれば、対外資産を取り崩さざるを得なくなり、結果として世界経済や金融資本市場に悪影響を及ぼしかねない。そこで、中国の対外投資の動向を整理し、先行きの影響について考察する。

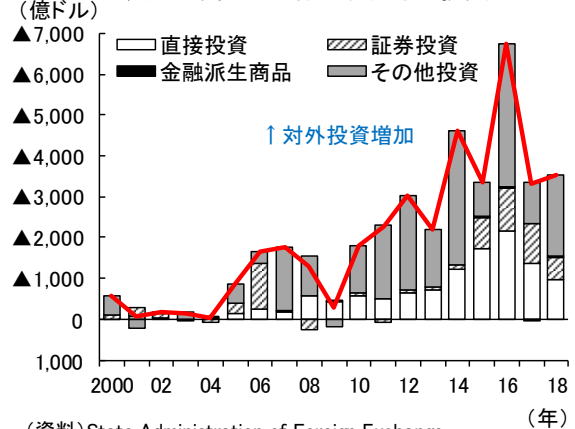
中国では、持続的な成長確保に向け、エネルギーを中心とした資源や先端技術を獲得していく必要に迫られていたため、新興国としては異例の積極的な対外投資政策（走出法）が行われている。第10次5ヵ年計画（2001～2005年）で「走出法」が提起された後、2005年以降、対外投資は増加基調をたどり、世界経済の動向により振れを伴いつつも、2016年には準備資産を除くベースで6,750億ドルにまで拡大した（図表11）。スリランカでの債務不履行に伴う港湾租借、先端技術を保有する先進国の有力企業買収などにより、中国の投資に対する警戒感が強まった2017年以降、対外投資は大幅に鈍化しているものの、依然3,000億ドル超の高水準で推移している。

準備資産を除いた対外投資の内訳をみると、直接投資と並んでその他投資のウエイトが大きい。その他投資は、通常は貸付が大きなウエイトを占めるが、中国では、現預金・貸付・貿易信用がほぼ同水準となっている（図表12）。貿易信用の大きさは、ファイナンス付きの貿易取引が行われていることを示しており、おそらくは「一帯一路」政策のもとで、発展途上国向けに対中輸入代金の貸し付けを行っているものと推察される。また、現預金の大きさは、海外に滞留している資金が大量にあることを示唆しており、中国国民・企業の間で「人民元の先安観」が根強いこと、あるいは、中国国内に資金をとどめておくことに対する信頼感が欠如していることがうかがわれる。

なお、ストックベース（対外資産）でみると、中国の対外投資が資源や先端技術の獲得といった性格を有しているため、他国対比直接投資のウエイトが大きいのが特徴である（前掲図表7）。また、前述の理由により、その他投資のウエイトも大きい。一方、証券投資のウエイトは小さいものの、準備資産のウエイトが大きいいため、その中心である米国債の取り扱いを通じて、金融資本市場にも大きな影響を及ぼしうる。

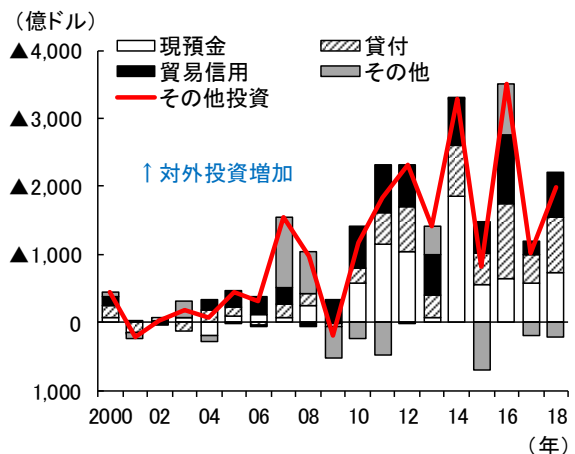
そこで、中国の対外投資の世界に占めるシェアを形態別に把握したうえで、投資受入れ国・地域への影響をみていく⁵。

（図表11）中国の金融収支（対外投資）



（資料）State Administration of Foreign Exchange
（注）除く準備資産

（図表12）中国のその他投資（資産）



（資料）State Administration of Foreign Exchange

⁵ 「その他投資」については、中国の投資動向を捉えるデータに制約があり、ここでは分析の対象外とする。ただし、「貿易信用」のウエイトが大きい、「現預金」の大きさから国外への資産移転の色彩が強い、等の特性を踏まえると、仮に中国の経常収支が赤字化しても、投資が縮小する、あるいは、資産が取り崩されるといった事態は生じ

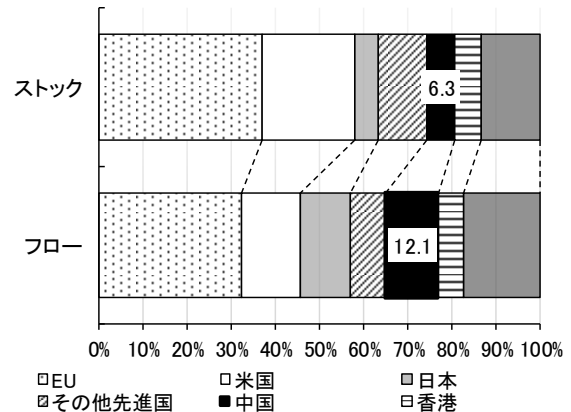
(2) 対外投資の形態別動向

① 対外直接投資

中国の対外投資は拡大しているものの、直接投資が本格化し始めたのは 2005 年以降であり、ストックベースで見ると 6%強と世界全体に占めるシェアは必ずしも大きくない。一方、フローベースでは、直近3年の平均で 12%とすでに日本を凌駕し、米国に匹敵する規模になっている(図表 13)。したがって、中国からの直接投資が細った場合には、世界経済に与える影響も相応に大きいとみざるを得ない。

ストックベースの 2017 年末時点における中国の投資先⁶をみると、その 6 割弱が香港向けであり、次いでシンガポール、米国、オランダ、オーストラリアとなっている(図表 14)。このほか、カザフスタン、ミャンマー、南アフリカなど、資源国向けも比較的大きくなっている。一方、中国からの投資の過半が向かっている香港では、中国向けが 8 割弱となっており、香港が世界の対中国向け投資、および、中国の対外投資の窓口となっていることが改めて確認される。ちなみに、世界全体で見ると、投資受け入れ国は上位から、オランダ、米国、ルクセンブルグ、中国、英国、香港の順となっている。世界のスタンダードでは、欧州のタックスヘイブンのウエイトが大きくなっているのに対し、中国の直接投資は資源産出国やタックスヘイブン以外のウエイトが大きく、異彩を放っている。

(図表 13) 国別対外直接投資(2018年)



(資料)UNCTAD
(注)フローは直近3年平均

(図表 14) 対外直接投資上位国

| 順位 | 中国 | | 香港 | | 世界 | |
|----|----------|-----------|----------|-----------|----------|-------------------|
| | 金額 (億ドル) | (シェア) (%) | 金額 (億ドル) | (シェア) (%) | 金額 (億ドル) | (シェア) (%) |
| 1 | 3,814.5 | (58.0) | 12,424.4 | (77.2) | オランダ | 50,053.5 (14.5) |
| 2 | 443.7 | (6.8) | 871.5 | (5.4) | 米国 | 40,254.9 (11.6) |
| 3 | 395.2 | (6.0) | 471.2 | (2.9) | ルクセンブルグ | 39,878.3 (11.5) |
| 4 | 348.5 | (5.3) | 444.2 | (2.8) | 中国 | 26,884.7 (7.8) |
| 5 | 317.4 | (4.8) | 275.7 | (1.7) | 英国 | 16,079.9 (4.7) |
| 6 | 130.5 | (2.0) | 202.6 | (1.3) | 香港 | 15,809.3 (4.6) |
| 7 | 94.6 | (1.4) | 150.9 | (0.9) | スイス | 11,548.0 (3.3) |
| 8 | 94.0 | (1.4) | 125.8 | (0.8) | シンガポール | 11,510.5 (3.3) |
| 9 | 87.3 | (1.3) | 110.2 | (0.7) | ドイツ | 9,508.4 (2.7) |
| 10 | 72.9 | (1.1) | 102.2 | (0.6) | アイルランド | 8,927.4 (2.6) |
| 計 | 6,572.9 | (100.0) | 16,100.2 | (100.0) | | 345,787.3 (100.0) |

(資料)IMF

(注)カリブのタックスヘイブンは除く。受入国では、スイスが対中国・対香港で非公表。アイルランドが対中国で非公表。

にくいと思料される。

⁶ IMFでは、中国の国別・地域別対外直接投資は公表されていないため、公表されている国別・地域別対内直接投資を基に算出している。

そのうち、対内直接投資において中国マネーへの依存度が高い国・地域についてみると、タジキスタン、キルギスタン（中央アジア）、ミャンマー、モンゴル、カンボジア（アジア）で著しく高く、ニジェール（アフリカ）などでも依存度が高くなっている（図表 15）。いずれも、ロシアの裏庭という地政学的な問題、あるいは人権問題を抱え、西側諸国が投資を手控えていた国・地域であり、そうした隙間を狙って中国がプレゼンスを高めていることがうかがえる。成長期待の高いミャンマーやカンボジアでは、先行き中国からの直接投資が細っても、日本等からそれを補うだけの投資増加が期待できるものの、投資採算が現状必ずしも高くない中央アジアやアフリカについては、中国以外からの大規模な投資は当面期待しにくく、中国マネーが途絶えれば資金不足により経済開発が大きく遅れる国・地域もでてくるだろう。これらの国で成長が鈍化すれば、中国はこれまでの投資の果実を十分に享受できない可能性がある。逆に、資金の出し手として新たな国が出現すれば、中国はこれまで獲得してきた同国・地域でのプレゼンスを失うことになりかねない。

(図表15) 対内直接投資における中国依存度 (2017年)

| | | (%) | |
|---------------|--------|------|------|
| | | 中国比率 | 香港比率 |
| 計 | | 1.9 | 4.7 |
| 先進国 | | 0.6 | 1.0 |
| 新興国 | | 5.0 | 13.5 |
| (除く中国・香港・マカオ) | | 2.1 | 2.0 |
| CIS | タジキスタン | 44.5 | 0.5 |
| | キルギスタン | 28.5 | 0.0 |
| | カザフスタン | 6.4 | 3.3 |
| アジア | ミャンマー | 33.1 | 2.5 |
| | モンゴル | 25.6 | 5.4 |
| | カンボジア | 22.8 | 12.5 |
| | スリランカ | 10.5 | 7.2 |
| | ネパール | 10.2 | 3.1 |
| | パキスタン | 7.0 | 1.8 |
| アフリカ | ニジェール | 39.5 | 0.0 |
| | ザンビア | 10.7 | 0.2 |

(資料) IMF

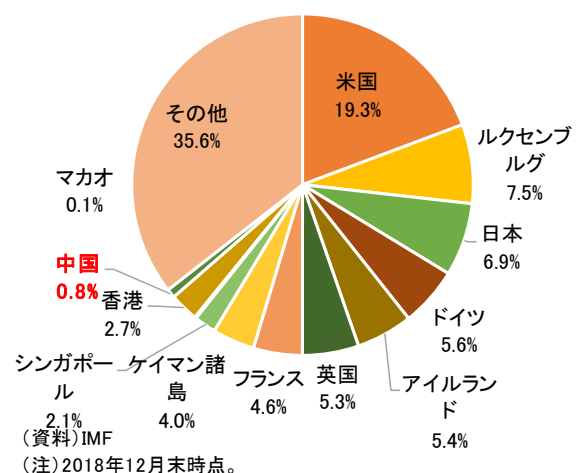
(注) 公表されている地域で中国比率が5%以上の国。

② 対外証券投資

前述の通り、中国の対外証券投資の規模は極めて小さい。このため、2018年12月末時点の世界の対外証券投資残高に占める中国マネーのシェアは、0.8%と1%にも満たない⁷（図表 16）。一部は香港やマカオ等を経由して対外投資が行われている可能性はあるものの、香港・マカオを合わせても4%弱にとどまっており、仮に中国マネーが細る、あるいは、中国が投資の回収を余儀なくされる事態が生じたとしても、世界の金融資本市場に及ぼす影響はさほど大きくない。

ただし、中国マネーに著しく依存している国は、当然その影響を受けざるを得ない。そこで、対内証券投資において中国・香港依存度の高い国・地域についてみると、中国依存度では、アフリカのチャド、キューバが顕著に高く、モンゴル、ネパール等も高くなっている（次頁図表 17）。香港マネーについては、すべてが中国マネーというわけではない

(図表16) 国別対外証券投資残高



⁷ 中国の国別対外証券投資動向（ストックベース）をみると、香港向けが3割強、米国向けが3割弱、次いでケイマン諸島、ヴァージン諸島といったタックスヘイブン向けがその半分となっている。

ものの、ネパールが著しく高く、バングラデシュ、モルディブ、サモア、リビア等も高い。キューバは米国の裏庭にくさびを打つ、モルディブはインド洋進出を、サモアは太平洋進出を図っていく、ネパールは対インドをにらんだものと推察され、いずれも国家戦略的な要素が強い。したがって、中国マネーが細った場合に、新たな投資家が現れるかは予断を許さない。後継投資家が現れなかった場合には、専ら中国が損失を被ることになる。

③準備資産

中国の準備資産は、その95%超が外貨準備で構成されている。米国との通商摩擦が激化した2019年以降、金準備の比率が高まっているものの、その規模は外貨準備の3%程度にとどまっている。

外貨準備は、第2位の日本の2倍をはるかに上回る規模を有しており、世界において圧倒的な存在となっている。

ここまで外貨準備の積み増された背景には、人民元のドルペッグ制度と積極的な対内直接投資受入れという1990年代からの中国の為替制度・対外開放政策がある。人民元は、2005年8月まで1ドル=8.28元の水準で固定され、その後も、管理通貨制度のもとで、中国人民銀行によって変動をコントロールされてきた。この間、膨大な経常黒字と対内直接投資に伴う人民元高圧力を、通貨当局が人民元売りドル買い介入という形で吸収していたため、中国の外貨準備は2014年6月には4兆ドルまで膨れ上がった(図表18)。2015年8月に人民元の対ドル基準レートの決定方式を一定の変動を許容する形に変更して以降は、通貨当局による人民元レート維持のためのドル買い圧力が弱まったほか、中国での過剰投資、過剰債務問題の顕在化を受けた中国からの資金流出圧力の高まりもあり、外貨準備が持続的に減る事態となった。それでも、資本規制が強化された2016年半ば以降は、外貨準備の減少にも歯止めがかかり、概ね3.1兆ドル前後という高水準での推移が続いている。

中国政府が外貨準備をどのように運用しているのか、内訳は公表されていない。しかし、米国財務省が発表している海外投資家による米国債保有残高をみると、中国の外貨準備と中国の米国債保有残高は強い相関を有しており、少なくともその3割程度は米国債で運用されているとみられる⁸。

先行きについては、前述のように資金流出圧力が根強いなか、中国人民銀行は人民元高よりも過

(図表17)対内証券投資における中国・香港依存度

| | 中国比率 | 香港比率 |
|---------|-------|------|
| 世界計 | 0.8 | 2.7 |
| 香港 | 24.6 | |
| マカオ | 25.7 | 52.9 |
| 中国 | | 29.1 |
| チャド | 100.0 | 0.0 |
| キューバ | 53.3 | 0.0 |
| モンゴル | 10.8 | 0.5 |
| ネパール | 9.5 | 78.3 |
| バングラデシュ | 4.2 | 20.1 |
| モルディブ | 0.5 | 11.9 |
| サモア | 0.0 | 9.6 |
| シンガポール | 1.9 | 8.7 |
| リビア | 0.0 | 6.9 |

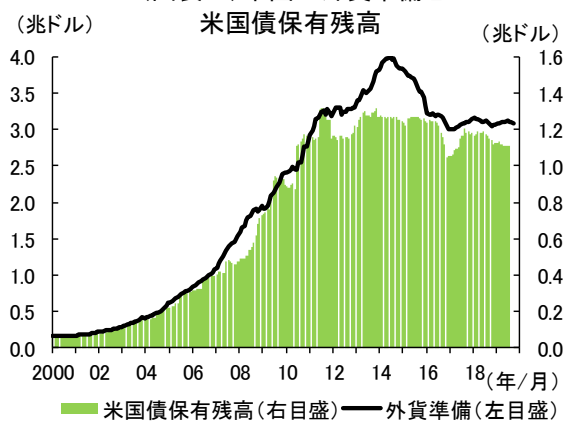
(資料)IMF

(注1)依存度が5%以上の国。

(注2)カリブオフショアを除く。

(注3)2018年12月末時点。

(図表18)中国の外貨準備と米国債保有残高



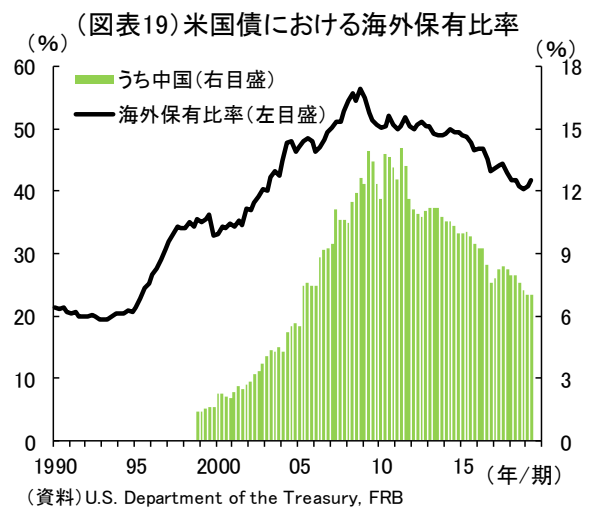
(資料)People's Bank of China, U.S. Department of the Treasury

⁸ 実際は、中国の米国債保有残高の増減に合わせ、欧州のマネーセンターである英国や国際決済機関「ユーロクリア」があるベルギーの保有残高も変動する傾向がみられており、それらの国を通じて中国に保有される分も合わせると、中国外貨準備に占める米国債の比率はもっと大きいと推察される。

度な人民元安を警戒していること、米国政府が中国を「為替操作国」に指定するなど、中国通貨当局の人民元安誘導について強く牽制していること、等を踏まえると、中国人民銀行が外貨準備を大きく積み増す可能性は小さく、通貨当局による米国債投資が今後大きく増えることはないだろう。米国債利回りは世界の金融資本市場のメルクマールとなっていることから、中国のビヘイビアで米国債利回りが大きく上昇する事態となれば、世界の金融資本市場にも混乱が及ぶことになるが、2015年以降中国当局から新規の買いが途絶えても、米国債の利回りが大幅に上昇する事態は生じていない。

一方、中国は日本と並ぶ巨額の米国債保有主体であることから、今後中国が対外ファイナンスの観点から大量の米国債売りを余儀なくされる場合には、相当の影響が及ぶ可能性がある（図表19）。

①米国の市場性国債に占める中国の保有比率は2011年の14%から足元では7%まで低下していること、②FRBがリーマンショック後のディスインフレに対処するため国債買入に舵を切ったこと、等から、中国の米国債売却による金利押し上げ効果、それに伴う世界の金融市場への悪影響はリーマンショック前後と比べると低下しているとみられる。それでも、仮に中国が保有している米国債をすべて売却せざるを得ない事態が生じた場合には一時的に金利上昇、世界の金融市場の混乱は避けられない⁹（具体的な影響は巻末補論参照）。



「米国債売却」は、中国政府にとって通商問題を

はじめとする米国からの様々な圧力に対する有効な対抗手段となる一方、自らの保有資産価値の毀損や自国通貨高を招くことから、最終的には実行困難とみられている。中国当局としては、「抜かざるの宝刀」にしておくのが最善であり、その宝刀を抜くかどうかを自ら選択できる環境を保持しておくことで初めて米国への対抗手段たりえる。そのため、現実的にはファイナンスに切迫するような事態を中国政府は断固として回避するだろう。

4. 中国の戦略と今後の世界経済・国際資金フロー

(1) 経常黒字維持は可能か

以上のように、中国の経常収支が赤字化に向かうとすれば、中国は対外ファイナンス確保に向け、企業・投資家からの信認を得るべく経済構造・金融市場を抜本的に変革していかざるを得ない（アメリカ型経常赤字国）。それができなければ、目先の景気を犠牲にしても、できるだけ早期に足元の構造問題を片付け、財政健全化に舵を切らなければならない（健全な新興国型経常赤字国）。さもなければ、通貨危機・経済危機に陥ることとなる（脆弱な新興国型経常赤字国）。

一方、中国マネーの対外投資も細ることになるが、「一帯一路」や「アフリカ」など、中国が国家戦略として投資している国・地域では資金不足により成長が大きく鈍化する可能性がある。これは、

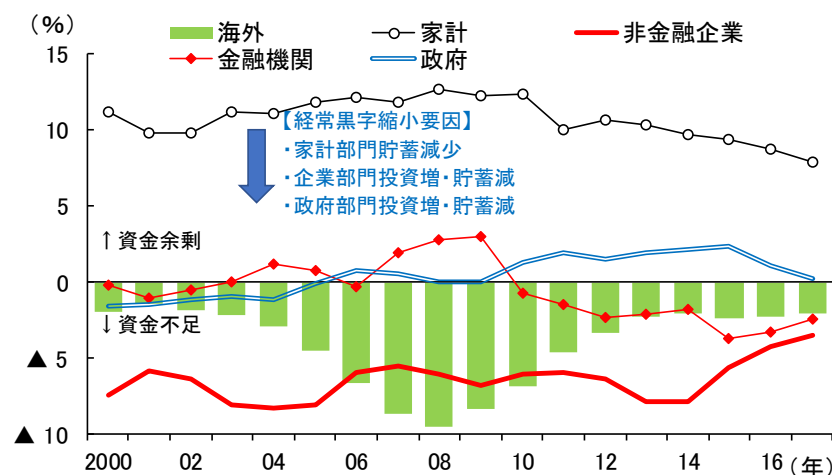
⁹ ただし、現実には中国が米国債を売却せざるを得ないような局面では、世界的にリスク回避の動きが生じ、むしろ米国債への投資需要が増大し、金利は低下する可能性が高い。

これまで中国が進めてきた重商主義的な対外戦略が水泡に帰すことを意味する。したがって、国家資本主義・重商主義的な対外・経済政策を放棄する考えがない限り、中国政府は経常収支の赤字化を容認することはできず、断固たる姿勢で経常黒字を確保することを主眼に政策運営を行っていく可能性が高い。そこで、経常黒字を政策的に維持することが果たしてできるのかについて、検討する。

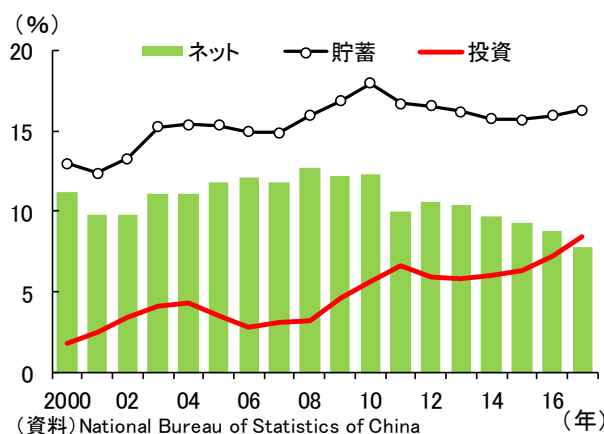
財・サービスの取引を資金面から捉えた資金循環勘定をみると、2009年以降の海外部門の資金不足縮小（＝経常黒字縮小）は、主に金融機関の投資増加、家計部門の貯蓄減少によってもたらされている（図表20）。このうち家計部門の資金過不足をみると、貯蓄に著しい変化はなく、投資の増加がネットでの貯蓄減少につながっている。家計の投資は通常その大部分が住宅投資であり、家計の所得増加を受けた持ち家比率上昇、さらには、住宅価格高騰がその主因とみられる。実際、主要70都市の住宅価格は2013年以降上昇ペースを速めている。

一方、過剰債務を抱える非金融企業は、引き続き資金不足にあるものの、その度合いは2014年をピークに緩和し始めている。内訳をみると、貯蓄は2011年以降減少傾向にあるものの、投資はそれを上回るペースで減少している。これは、民間部門の固定資産投資が、2015年以降増勢が大きく鈍化し始めたことと符合する。逆に、政府部門は、2015年以降政府が景気てこ入れに乗り出すなかで、資金余剰が縮小している。

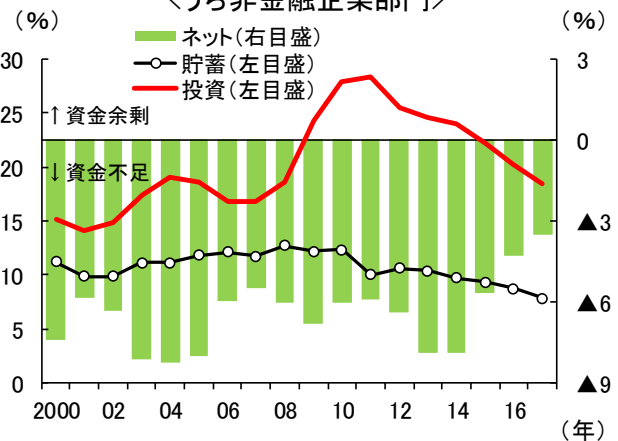
（図表20）中国の資金循環勘定（部門別資金過不足額の対GDP比）



＜うち家計部門＞



＜うち非金融企業部門＞



こうした観点で改めて、部門別の資金過不足をみていくと、長期的には高齢化に伴い、家計部門の資金余剰が減少傾向に転じ、それに伴い海外部門からの資金調達が必要になる事態（経常収支の赤字化）が到来する可能性は否定できない。しかし、少なくとも当面は、家計部門の住宅投資にブレーキがかかる、民間部門の投資が一段と冷え込む、あるいは、政府部門が景気刺激策を抑制する、すなわち、成長率の低下を甘受すれば、家計部門の資金余剰拡大、非金融企業・政府部門の資金不足縮小を通じて、海外部門の投資が拡大（経常黒字が拡大）しうることを示唆している。また、投資が大きく落ち込まなくても、輸出の増加等により企業や家計の貯蓄をさらに増やすことができれば、同様の結果となりうる。

（２）経常黒字確保に向けて

そこで、あらためて経常収支の黒字縮小を見込んでいるIMFの経済見通しをみると、中国の経済成長率は2020年で+5.8%、2024年にかけて+5.5%と、緩やかに減速するものの、+5%台後半での安定成長が続くと想定されている。もっとも、様々な問題を抱える中国経済が、このまま順調に消費主導で高い成長を維持できるのか、予断を許さない。中国が足元で抱えている問題、すなわち過剰投資・過剰債務、米国からの対米貿易黒字削減要請、生産年齢人口の減少は、まさにバブル崩壊後の1990年代に日本が対応を迫られた問題でもある。当時の日本では、バブル崩壊後の1990年代前半に米国から対米貿易黒字縮小に向けた市場開放を求められると同時に、円高圧力をかけられ、企業は人件費の大幅抑制を余儀なくされた。結果として、デフレに陥り、経済活力も失われた。中国政府はその轍を踏まないよう日本のバブル崩壊について研究しているとされており、また、日本と異なり、①中国の所得はいまだ中所得国の水準で伸びしろがあること、②農村人口が依然約半数を占めるなど、もう一段の都市化が見込まれること、③共産党独裁体制のもと、不良債権問題に対する金融機関への資本投入等も迅速に行えること、等の有利な要素もあることから、日本のような長期低迷に陥る可能性は小さい。しかし、内需が想定通りに拡大せず、それに対して中国政府も景気のある程度の下振れを甘受し、財政面の下支え策を抑制すれば、結果的に現行水準以上の経常黒字を確保することになるだろうが、それは日本に近い姿ともいえる（マイルドな日本型経常黒字国）。

これに対し、消費や投資を中心に中速成長を維持しながらも、輸出の増加を梃子に企業の貯蓄が上振れ、それを原資に家計の所得・貯蓄が一段と増加するというシナリオも想定しうる。ただし、米中対立が激化するなか、人民元安誘導という経常黒字確保の方策（近隣窮乏化型経常黒字国）は封じられている。そもそも、仮に人民元が減価しても、自国通貨安に依存した輸出増加を志向している限り、内需拡大・次の発展段階への移行は期待できず、単なる時間稼ぎでしかない。したがって、この中速成長を維持するというシナリオを実現していくためには、輸出構造のさらなる高度化を進めていく必要がある。これを目指したのが、米中対立の焦点となっている『中国製造2025』であり、中国政府はこれをベースに、産業の高度化を図り、輸出競争力を確保していく方針とみられる。

この点について、中国は国家主導で特定分野に集中して資源を投入することができる。それによって、現代の産業のコメといわれる半導体やすそ野の広い自動車、等の分野で抜きん出た輸出大国に変身できれば、中速成長と経常黒字を同時に確保できる可能性がある（中国理想型経常黒字国）。その場合は、同時に中央アジアやアフリカに対するこれまでの投資をさらに積み増し、いわゆる中国勢力圏を一段と拡張・強化していくことが可能になる。結果として、現在の米国を中心とした国

際秩序が、米国・中国が並立する国際秩序、あるいは、中国を中心とした国際秩序に変化していく可能性も否定できなくなるだろう（図表21）。

（図表21）中国経済の今後のシナリオ

| | | ① | ② | ③ | ④ | ⑤ | ⑥ |
|-------|------|--|--------------------------|------------------------------------|-------------------------|---------------------------------|------------------------|
| 景気 | | 内需主導型経済 | | | 輸出主導型 | 内外需バランス | 内需停滞 |
| 経常収支 | | 赤字化 | | | 黒字維持 | | |
| 政府の対応 | | 金融資本市場改革 | | 経済構造改革 財政赤字削減 | 通貨安誘導 | 「中国製造2025」推進 ⇒輸出競争力強化 | 低金利 |
| スタイル | | アメリカ型 | 脆弱新興国型 | 健全新興国型 | 近隣窮乏化 | 重商主義 | マイルドな日本型 |
| 先行き | 中国 | 消費主導 中速成長持続 | 消費主導 高成長と通貨危機・経済危機の併存 | 財政健全化の際に一時的な景気下振れ その後は消費主導で安定成長 | 短期的には中速成長も持続性なし | 輸出・投資主導で中速成長維持 | コスト削減強化からデフインフレーション |
| | 対外投資 | 継続 | 減少 資産取り崩し | 一時的に取り崩しも、その後は安定 | 継続 | 継続 | 継続 |
| | 世界 | ・緩やかな成長持続 ・米中以外の経常赤字国、中国投資国では景気悪化のリスク | ・中国依存の高い国・地域でブーム&バストへ | ・一時的に大幅悪化 ・その後は緩やかな成長へ | ・米国との貿易摩擦激化 ・アジア経済減速 | ・緩やかな成長持続 ・先進国(米国)の地盤沈下加速 | ・世界的な成長減速 ・「中国離れ」加速 |
| ネック | | 国家主導の経済運営が困難になるため、中国共産党は受け入れ不可 | | 不良債権問題処理などにより、一時的な景気悪化は不可避。 | 米国との対立激化 アジアで経済混乱リスク | 通信はじめ様々な分野で米国からの圧力 米中デカップリング | |

逆に、輸出競争力の向上に失敗すれば、国内需要の抑制などデフインフレを招くような対応でしか経常黒字を確保できず、中国経済への成長期待も消失していくだろう。そもそも国家主導の産業政策が万事うまくいくとも限らず、競争力の向上は保障されているわけではない。実際日本では、経済がキャッチアップ過程にあった1960年代、70年代こそ産業政策が有効に機能したものの、キャッチアップが一巡した1980年代以降は、必ずしも満足できるような結果を打ち出せていない。

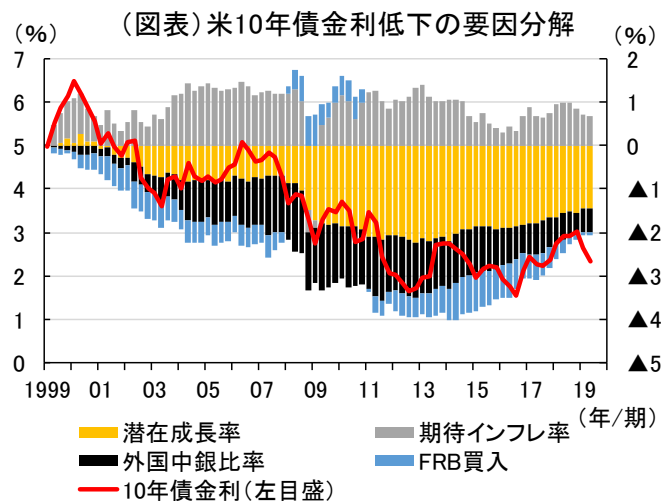
以上のように、中国の経済成長および対外投資の行方は、様々な展開が想定できるが、国家資本主義を押し進める中国政府にとっては、経常収支の赤字化・海外資本への依存という展開は受け入れにくく、経常黒字を確保しつつ、内需の拡大も目指すというのが一番好ましい選択肢となるだろう。それが実現できるかどうかは、中国が推進している『中国製造2025』の成否にかかっており、それによって、2020年代入り後の中国経済および世界経済の行方が左右され、国際秩序にも影響を及ぼし得る。こうした状況を踏まえると、『中国製造2025』を断固推進しようとする中国と、それを封じ込めようとする米国との対立は長期化する可能性が高く、世界経済の先行き不透明感は容易には払拭されないとと思われる。

以上

【補論：海外中銀の米国債投資が与える金利への影響】

中国の外貨準備の動向が米国10年債利回りにどの程度影響を及ぼしているのかを探るため、実際の10年債利回り（適正水準（潜在成長率+期待インフレ率（10年のブレイクイーブンインフレ率））との乖離を被説明変数、外国中銀による米国債保有比率、FRBによる米国債保有比率（国債買い入れ）を説明変数とする推計式を作成した。なお、外国中銀の米国債保有比率については、リーマンショック前に、ドルペッグを採用している中国や石油産出国の中銀による大量の米国債買いが長期金利の低位安定の一因といわれていたことから、また、FRBによる米国債保有比率については、リーマンショック後、FRBが金利の引き下げ余地が限られるなかで、国債買い入れといった非伝統的な金融政策を打ち出したころから、説明変数とした。

これによると、外国中銀の米国債保有比率の1%ポイントの低下は10年債利回りを約0.07%引き上げる（補論図表）。ちなみに、仮に中国が保有している米国債をすべて売却せざるをえない事態が生じた場合、一時的に金利が上昇し、世界の金融市場が混乱する可能性があるほか、中期的には金利を0.49%押し上げると試算される。



【推計式】

$$\text{10年債利回り} = \text{潜在成長率} - \text{期待インフレ率} \\ = 3.36 - 0.11 * \text{FRB保有比率} - 0.07 * \text{外国中銀保有比率}$$

(t値) (7.8) (-7.3) (-8.1)

R² = 0.5472

推計期間: 99/1Q~18/4Q

(資料) 米FRB、財務省、NY連銀、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注1) 潜在成長率はNY連銀公表のHolston, Laubach, and Williams モデルの推計値。期待インフレ率は10年物のブレイクイーブンインフレ率。外国中銀は財務省算出海外公的部門の米国債保有残高、FRBは資金循環勘定の金融当局保有分を分子とし、分母は資金循環勘定の市場性国債残高。

(注2) 要因分解は、各要因の1999/2Q以降の累積値。

【参考文献】

日本銀行「国際収支統計（IMF 国際収支マニュアル第6版ベース）」の解説」