

国際収支の変遷が映し出す中国のジレンマ

～経済の高度化に伴う対外規制の限界～

<要旨>

足元の米中摩擦の激化により、中国の対外収支が注目されているが、経常黒字はかなり前から縮小傾向にある。経常黒字の縮小は、輸入増加による貿易黒字の減少や海外旅行者急増によるサービス収支の赤字拡大など、同国の経済発展に伴うものである。他方、為替コントロールをはじめ独自の対外規制を維持するため、巨額な対外純資産を抱えながらも所得収支が赤字であるなど、同国は国際収支構造に大きな歪みがある。

貿易・サービス収支の黒字縮小が見込まれる中で、所得収支の黒字転換がなければ、遠くない将来に、中国が経常赤字国に転落する懸念がある。そのため、当局は海外へのマネー流出を抑制しつつ、海外からのマネー流入を促すため、国内証券市場を開放するという「出口を絞りながら、入口を広げる」対策を採っているが、出口が不自由な市場への持続的かつ本格的なマネー流入は見込み難い。

国際収支の悪化を抜本的に食い止めるためには、殆どの先進国が辿ってきた道である、為替・資本規制の完全自由化が避けられない。この先の米中協議においては、貿易不均衡や自国企業を過度に優遇する産業政策、不透明な規制ルールにとどまらず、中長期的には中国の資本取引の自由化や人民元為替の変動相場制への移行問題が採り上げられる可能性もあり、今後の行方を注視していく必要がある。

2019年5月に入り事態が急変し、再び激化した米中摩擦を背景に、中国が抱える巨額の対米貿易黒字に注目が集まっている。もともと、モノの取引を通じ大規模の貿易黒字を計上してきた中国の国際収支は、近年、大きく変貌している。本稿では、「国際収支発展段階説」の経済理論に照らし合わせながら、中国の国際収支に関する特殊事情を考察する。

1. 中国の国際収支状況

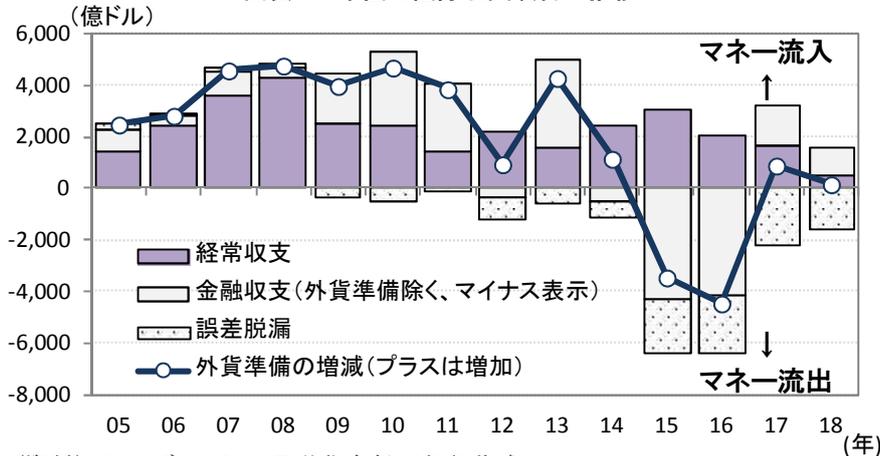
一国の国境を跨ぐマネーフローは、「経常収支」や「金融収支」などの勘定に分類され、国際収支表に計上される。経常収支は、モノの輸出入を表す「貿易収支」、旅行などサービス取引を表す「サービス収支」、そして海外投資収益の受け払い等を表す「所得収支」¹などで構成される。他方、金融収支には、企業の海外進出や海外企業の買収などの「直接投資」や、株式・債券の売買といった「証券投資」などが含まれる。

また、経常収支や金融収支に伴うマネーの流出入の結果、「外貨準備」が蓄積・消耗される。なお、アンダーグラウンドマネーを含め、公式統計上に捉えることが出来ないマネーの流出入は、「誤差脱漏」の項目に計上される。

¹ 所得収支は、海外投資に伴う利息・配当の受け払いを表す「第一次所得収支」と、政府間の無償援助を表す「第二次所得収支」に細分される。本稿では便宜上、両方を合わせて所得収支として考える。

近年における中国の国際収支状況は、図表1の通り、2015年から16年にかけて大規模なマネー流出が発生したことが見て取れる。2015年8月には、いわゆる「チャイナ・ショック」²が発生し、金融収支や誤差脱漏を通じマネーが急激に流出した。その後、当局による資本流出規制や為替コントロールの効果などから、2017年からは金融収支が流入超に転じ、誤差脱漏のマイナスも縮小するなど、急激なマネー流出は食い止められた。但し、誤差脱漏のマイナスが続いていることから、海外へのマネー流出圧力は依然として残存している可能性がある。

図表1 中国の国際収支項目の推移

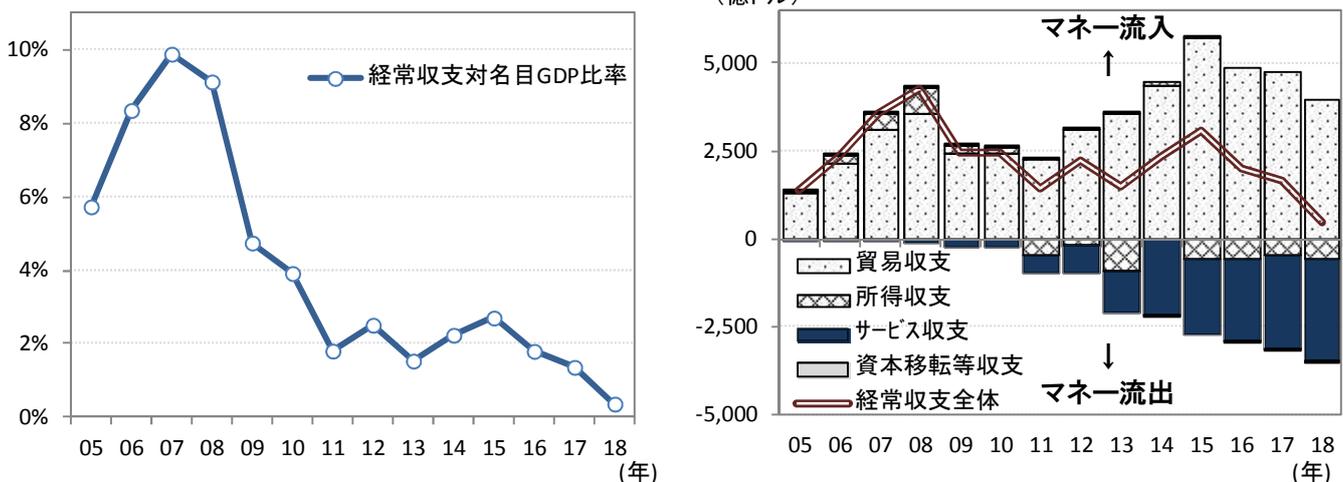


(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成。

他方、黒字基調を維持してきた経常収支は、近年大きく縮小し、経常黒字対名目 GDP の比率は2007年の10%から18年の0.4%に急低下している(図表2左図)。この経常収支の変調は、米中摩擦が勃発する前から始まっており、その原因は、中国自身の経済発展にあると考える。

経常収支の各細目の推移を確認すると、貿易収支は依然として大幅な黒字であるものの、徐々に減少しているとともに、所得水準の向上を背景に海外に向かう旅行者の急増を受け、サービス収支の赤字が拡大している。また、所得収支は2010年以降、概ね赤字で推移していることが見て取れる³(図表2右図)。

図表2 中国の経常収支対名目 GDP 比率、経常収支の各細目の推移 (億ドル)



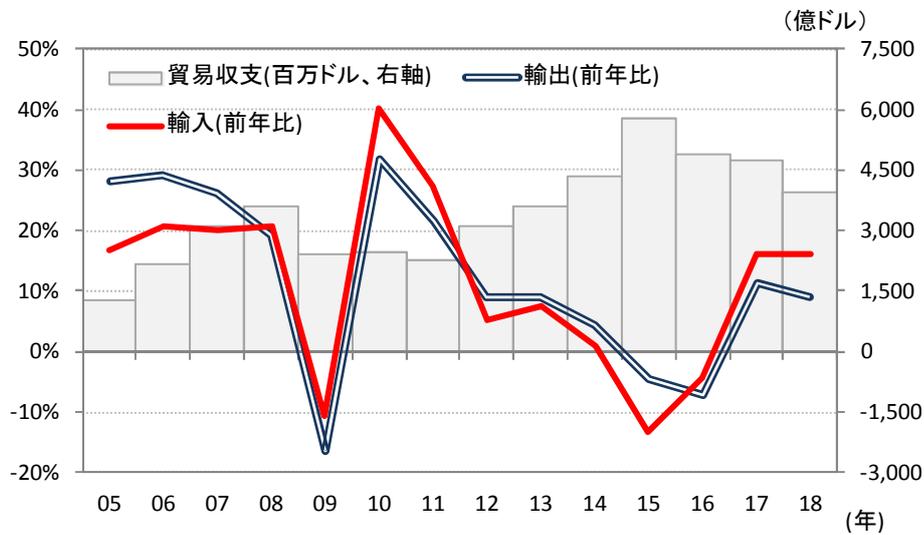
(資料)IMF データ、CEIC データより、三井住友信託銀行作成。

² 2015年8月に行われた人民元の切り下げをきっかけに、中国経済に対する悲観的な見方が台頭し、人民元をはじめ新興国通貨が大きく売られ、世界の株式相場が連鎖的に急落する事態が発生した。

³ 2010年以前、中国の所得収支がプラスとなっていたが、その主因は第2次所得収支のプラス、つまり他国からの政府援助受け入れなどによるものである。

黒字を維持している貿易収支について確認すると、近年では国民所得の向上に伴う民間消費の増加等を背景に、輸入が輸出以上に拡大し、貿易黒字の規模は縮小してきている(図表3)。

図表3 中国の貿易収支各項目の推移



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成。

2. クローサーによる「国際収支発展段階説」

イギリス経済学者クローサーが提唱した「国際収支発展段階説」は、国際収支と対外純資産の構造的変遷に基づき、一国の経済発展過程を6段階に分け、経常収支、貿易収支、所得収支、そして対外純資産は、それぞれの段階において、マイナスからプラス、プラスからマイナスに変化する、という経済理論である(図表4)。

図表4 国際収支発展段階説

	I 未成熟債務国	II 成熟債務国	III 債務返済国	IV 未成熟債権国	V 成熟債権国	VI 債権取崩国
貿易・サービス収支	-	+	++	★ +	-	-
所得収支	-	-	★ -	+	++	+
経常収支	-	-	+	++	★ +	-
対外純資産	-	-	-	+	★ ++	+
所得水準	<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: space-between;"> 低 ←————→ 高 </div>					

(注)「★」は中国の現状を示す。

(資料)各種資料より、三井住友信託銀行作成。

この理論に基づくと、日本は現在、第V段階の「成熟債権国」に該当し、米国は既に第VI段階の「債権取崩国」になっているというのが一般的な見方である。

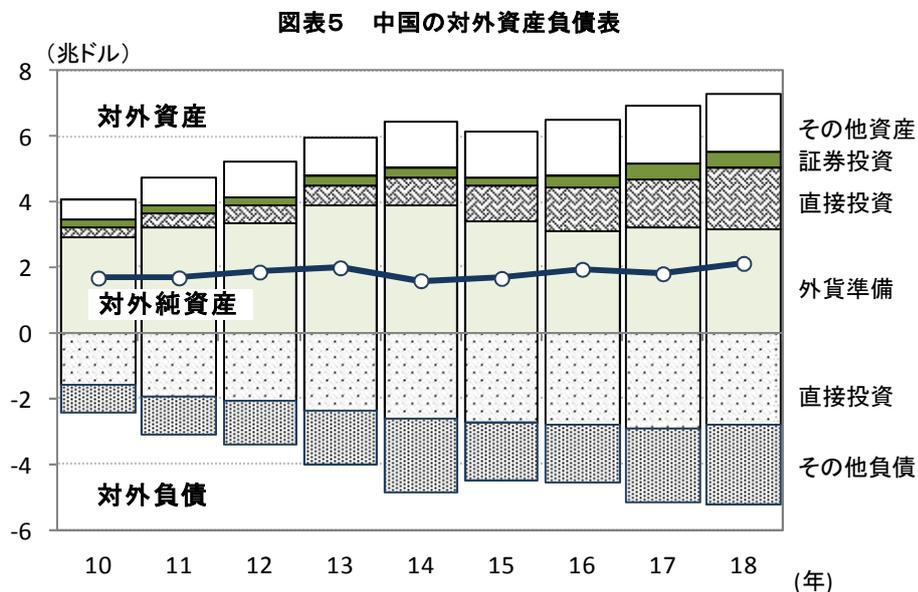
では、中国は現在、どの段階に当たるのだろうか。まず、貿易・サービス収支については、黒字幅が縮小しはじめていることから、第IV段階に入っているとと言える。また、依然として赤字の状態

推移する所得収支は、第Ⅲ段階からは抜け出せていない。そして、黒字幅が縮小する経常収支、巨額に積み上がっている対外純資産は、第Ⅴ段階に該当すると考えられる。

このように、中国の国際収支状況は、国際収支発展段階説の第Ⅲ段階「債務返済国」から、第Ⅴ段階「成熟債権国」に跨っており、全体としてどの段階に当て嵌まるのか、判断は難しいと言わざるを得ない。

3. 特殊な国際収支状況の背景

「世界の工場」と称される中国は長年、貿易黒字を計上し、2018年末時点で2.1兆ドルの対外純資産を蓄積し、その規模は日本・ドイツに続く世界第3位に上る。図表5を用いて、中国の対外資産・負債の状況を確認すると、米国債中心で運用される外貨準備⁴が対外資産の最大項目である一方、対外負債の大半は海外企業の対中直接投資が占めている。これは、民間による直接投資や証券投資が対外資産の大半を占める日本を始めとする先進国の状況と対照的である。



その結果、中国は、米国債などの比較的低い利回りの投資収益を受け取る一方、外資企業に対し中国の成長に見合った高利回りの投資収益を支払ってきた。これが、巨額の対外純資産を保有しながらも、所得収支が赤字のまま、前掲図表4の第Ⅲ段階から抜け出せないでいることの大きな理由である。

なぜ、中国は巨額の外貨準備を維持し、その大半を利回りの低い米国債に投資してきたのか、その背景には、為替を始めとする中国独自の対外規制がある。中国は管理フロート相場制を採っており、人民元為替レートは毎朝発表される基準レートの上下一定のレンジ内で変動しているが、当局は自らの意思をその基準レートに反映していると言われている。当局は、輸出産業に打撃を及ぼしかねない急激な元高も、金融不安につながりかねない急激なマネー流出による元安のいずれをも回避すべく、人民元相場が大きく動揺する(動揺しそうな)場合、市場介入を行ってきた。人

⁴ 同国の外貨準備の詳細は非公開であるが、これまでの高官発言等から、大半は米国債で運用していると推測される。

民元相場に対するコントロール能力を保持するため、民間セクターによる海外へのマネー流出を規制する必要があり、結果として巨額な外貨準備が蓄積され、その大半を流動性の高い米国債に投資してきたわけである。

対外資産の内、より高収益が期待される対外直接投資は、中国企業による海外進出の拡大を背景に、これまで順調に拡大しているように見える。しかし、近年におけるマネー流出圧力の高まりを受け、当局は2017年以降、対外直接投資を含め海外に向かう中国資本に対し厳格な規制を導入しているため、対外直接投資残高は今後、伸び悩む虞がある。

このように、中国当局は独自の対外規制により、人民元相場や国境を跨ぐマネーフローの安定を維持してきた。しかし、その代償として、所得収支の赤字を許容した。

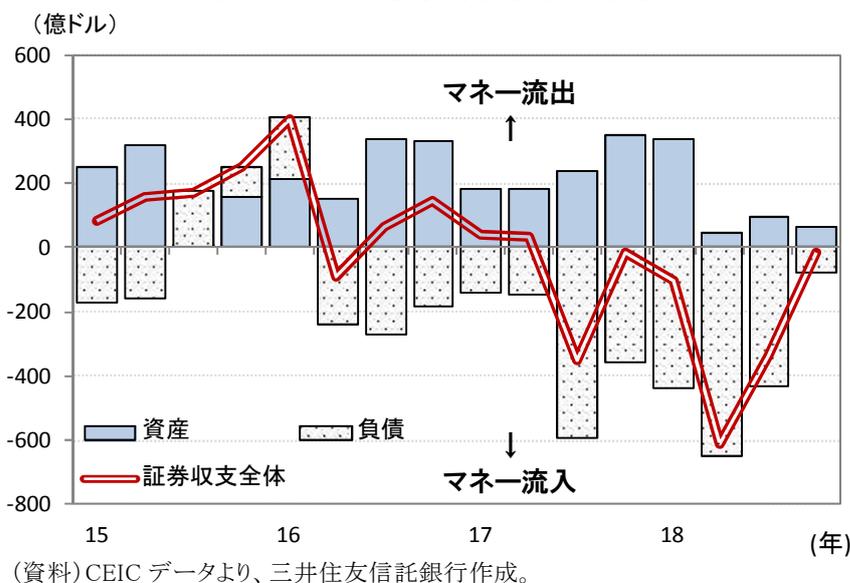
日本はかつて、貿易・サービス黒字の縮小(マイナス転換)を所得収支の黒字で補うことで、「成熟債権国」への変身を果たしたが、中国は独自の対外規制を諦めなければ、所得収支のプラス転換は難しいと言わざるを得ない。

4. 今後の見通し、留意点

所得収支のプラス転換が果たせないまま、今後予想される貿易・サービス収支の赤字転換局面に突入すると、中国の経常収支全体が赤字に転落することも現実的になってくる。

かかる状況に備えるべく、中国当局は、経常黒字の縮小に伴うマネー流入の減少を金融収支に伴うマネー流入の拡大で補う対策に乗り出している。企業の海外投資や個人の外貨転換に対する規制強化を行い、中国から出て行くマネーを抑制しながら、海外投資家に対し国内証券市場の開放を行い、中国へのマネー流入を促した。その結果、2017年後半より対中証券投資が拡大し、一連の施策はある程度奏功したように見える(図表6)。

図表6 中国の証券収支の推移(四半期)



但し、直近2018年10～12月期の証券収支に伴うマネー流入が再び縮小したことから、この「出口を絞りながら、入口を広げる」ような施策は、短期的に一定の効果はあったものの、持続可能性

には疑問が残る。海外投資家にとって、中国に投じた資金は、当局の規制次第では即時の回収が出来なくなるという懸念が払拭されない限り、海外からの本格的且つ持続的な証券投資拡大は期待できないと考える。

海外からの証券投資が今後、当局の狙い通り拡大しない場合、経常収支の悪化に伴うマネーの流入減少(或いは流出)を、金融収支に伴うマネー流入で補い切れない虞がある。その状況が長期化すれば、外貨準備の減少や対外純資産の縮小・消滅につながり、最悪の場合、貿易・サービス収支、所得収支、経常収支、それに対外純資産のいずれもマイナスに転落し、前掲図表4の第I段階「未成熟債務国」に逆戻りしかねない。

この先の国際収支状況の悪化を抜本的に食い止めるためには、殆どの先進国が辿ってきた道として、為替・資本規制の完全自由化に踏み切ることは避けられないと考える。しかし、現時点では完全自由化に移行する目処は立っておらず、当面、「規制がもたらす弊害に対し、別の規制を導入し補おうとする」ような対応が続く可能性が高いといわざるを得ない。今後、国際収支状況の悪化に伴うマネー流出を食い止めるべく、当局は自国民の海外旅行を抑制するような対策に踏み切るリスクすらも排除できず、その場合、インバウンド需要の低下により日本経済に悪影響を及ぼす懸念もある。

足元で激化している米中摩擦においては、既に俎上に上がっているような貿易を通じたモノの取引に加え、自国企業を過度に優遇する中国の産業政策、不透明な規制ルールにとどまらず、中長期的には、中国の資本取引の自由化や人民元為替の変動相場制への移行問題が採り上げられる可能性もあり、今後の行方を注視していく必要がある。

シェン ショウイー

(海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。