

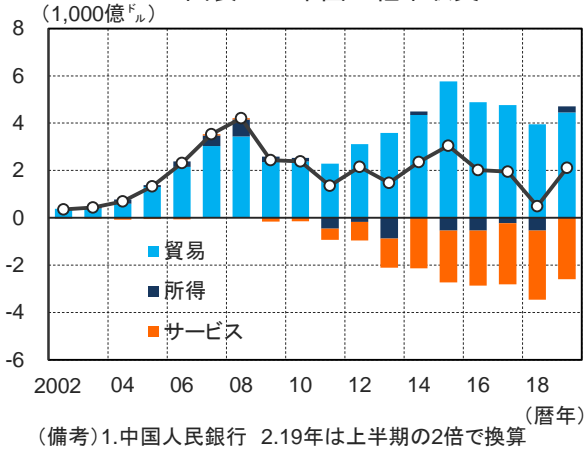
## 縮小する中国の経常黒字

経済調査室 岳 梁  
政投銀投資諮詢(北京)有限公司  
(現地調査協力)

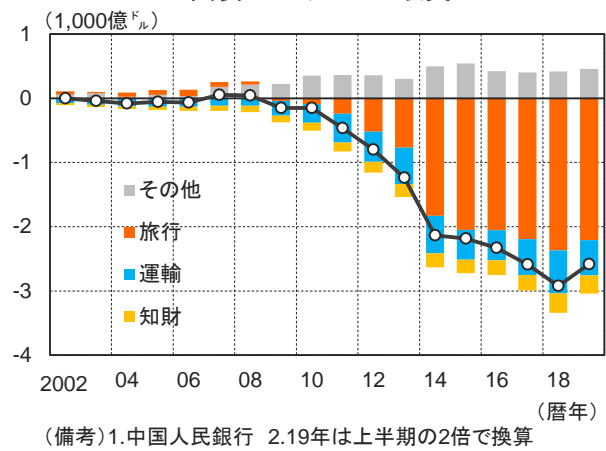
### 1. 中国の経常黒字は縮小傾向

- 2018年の中国の経常黒字は03年以来の低水準に縮小した。19年にはやや盛り返したものの、経常収支は国内資金の過不足を意味し、赤字になれば、海外からの資金調達に頼らざるを得なくなる。これがスムーズにできなければ、経済が混乱し、長期的にも経済成長を阻害しかねない。世界第2位の規模を誇る中国経済だが、新常态(ニューノーマル)における新たな成長段階への移行過程においては、製造業主導の成長、人民元や金融市場の国際化など、経常収支と密接に絡む論点を抱える。本稿では、中国の経常収支について、その背景にある経済構造の変化や米中貿易摩擦の影響などを踏まえて、検討を行う。
- 中国の経常黒字は、01年のWTO加盟後に貿易黒字の増加によって急速に拡大し、リーマンショック後も年間2,000億ドル程度を維持していたが、貿易黒字の縮小とサービス収支の悪化により16年以降縮小傾向にある(図表1-1)。サービス収支の赤字拡大の最大の原因は旅行収支の悪化であり、中国人の海外渡航が急増し、世界中で「爆買い」したことによる。また、海外渡航客の増加に加えて、貿易規模が高水準なことから、運輸サービスも赤字が続いている(図表1-2)。
- 一方、貿易収支は、15年には原油など資源価格の下落や景気減速によって輸入が減少し、黒字が拡大したが、その後は資源価格の回復と景気の持ち直しにより輸入が増加し、黒字が縮小した。19年は、米中貿易摩擦の激化により米国向けを中心に輸出が伸び悩んでいるものの、輸入が国内の景気減速や対米関税の引き上げにより減少し、貿易黒字、ひいては経常黒字は再び拡大した(図表1-3、1-4)。ただし、中長期的には所得の向上や内需拡大によって輸入は拡大するとみられ、経常黒字は再び縮小傾向となる可能性が高いとみられる。

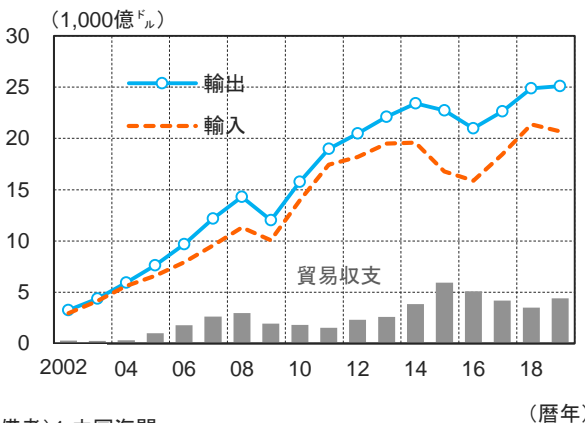
図表1-1 中国の経常収支



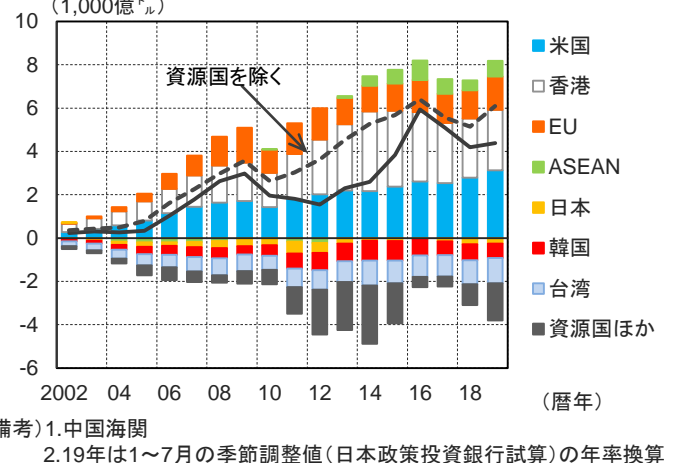
図表1-2 サービス収支



図表1-3 輸出入と貿易収支



図表1-4 地域別貿易収支



## 2. 中国のこれまでの国際収支の特徴

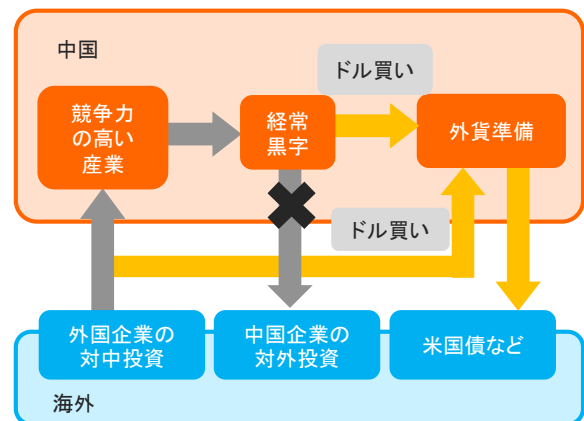
- 国際収支においては、「①経常収支＝②金融収支(除く外貨準備)＋③外貨準備」の関係にある。日本では経常収支が黒字であり、獲得した外貨は主に企業の対外直接投資や証券投資により運用され、対外資産の増加により金融収支(除く外貨準備)がプラスとなっている。一方、米国では、膨大な貿易赤字を背景に経常収支は赤字となっており、資金不足を外国からの対米投資で賄い、金融収支(除く外貨準備)はマイナスとなっている。日米で対称的な姿となっているが、先進国の両国では、外貨準備は大きく変動せず、経常収支と金融収支(除く外貨準備)がほぼ連動している(図表2-1)。
- これに対して中国では、為替管理の下で企業の対外投資が規制される一方、中国の成長期待で海外からの投資資金が流入し、経常収支は黒字であるにもかかわらず、金融収支(除く外貨準備)はマイナスとなっている。人民銀行は、人民元レートの安定を維持すべく、人民元を売って、米ドルなどの外貨を買う為替介入を行ったため、膨大な外貨準備が積み上がった(図表2-2)。15年頃からの中国经济減速で、中国企業と個人の海外資金流出が急増し、人民元安の進行とともに金融収支(除く外貨準備)は大幅なプラスとなったが、政府は16年秋から対外投資規制を強化し、再び赤字に戻っている(図表2-3)。
- なお、15年以降、経常収支と金融収支(含む外貨準備)との乖離である誤差脱漏が拡大している。人民銀行は、海外上場する中国企業株式の評価方法が、14年末に簿価ベースから時価ベースに変更されたことが一因としている。実際の資金流出が伴わないものの、時価ベースでの企業価値増加が海外での資金調達とみなされ、対外金融負債の増加により金融収支が押し下げられた。また、15年から対外債務について、人民元建て外債も計上されるようになり、金融収支の悪化につながったとも指摘している。

図表2-1 これまでの日米中の国際収支の構造

項目	日本	米国	中国
①経常収支	+(黒字)	▲(赤字)	+(黒字)
貿易収支	+	▲	+
サービス収支	▲	+	▲
所得収支	+	+	▲
②金融収支(除く外貨準備)	+(資産増)	▲(資産減)	▲(資産減)
直接投資	+	▲	▲
証券投資	+	▲	▲
③外貨準備	横ばい	横ばい	+(増加)

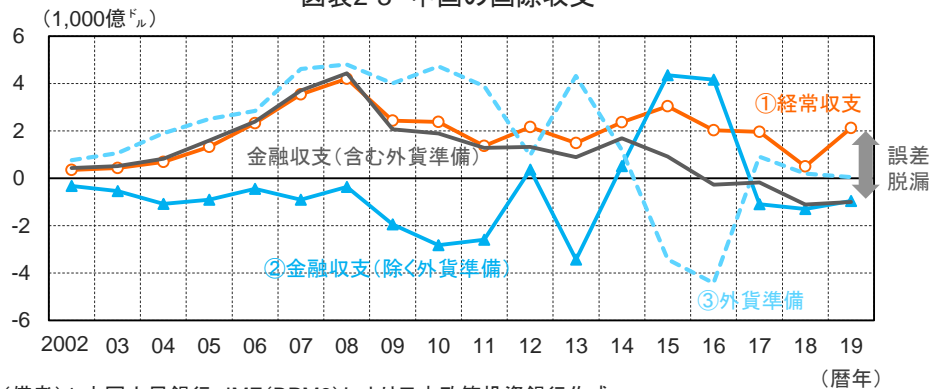
(備考) 1. 各国中銀により日本政策投資銀行作成  
 2. 誤差脱漏と資本移転等収支を省略  
 3. IMF国際収支マニュアル第6版(BPM6)では外貨準備は金融収支の中に含まれるが、ここでは分けて示した

図表2-2 為替管理の下での中国国際収支の特徴



(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-3 中国の国際収支

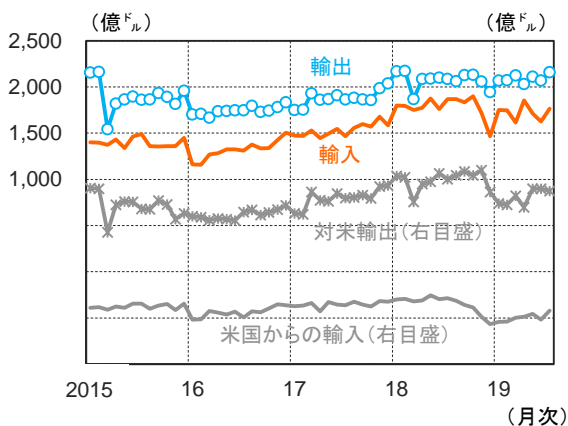


(備考) 1. 中国人民銀行、IMF(BPM6)により日本政策投資銀行作成  
 2. 誤差脱漏と資本移転等収支を省略、19年は上半期のデータに基づき試算  
 3. 経常収支と金融収支(含む外貨準備)の乖離は主に誤差脱漏

### 3. 米中貿易協議や国内消費拡大などを受けて貿易黒字は縮小へ

- ・トランプ米大統領は、対中貿易赤字の是正を掲げ、18年3月に対中関税の大幅引き上げを宣言し、米中貿易摩擦が始まった。中国の対米輸出は、関税引き上げ前に一時的に駆け込み増加がみられたものの、基調としては減少し、輸出全体も伸び悩んでいる。一方、輸入は輸出以上に減少している。中国の報復関税により、中国の米国からの輸入が大豆などで減少したほか、輸出の減少で中間財の輸入も減少しており、中国国内の景気減速も影響している(図表3-1)。
- ・米国は関税第4弾として、9月の1,100億ドルに続き、12月には1,600億ドルの中国製品に制裁関税を発動する予定であり、これにより、中国の対米輸出のほぼすべてに制裁関税がかかることになる(図表3-2)。中国も報復関税で対抗するが、中国の米国からの輸入は約1,500億ドルと、対米輸出の約5,000億ドルを大きく下回る。輸出に比べて、輸入の減少余地は小さく、対米関税を大きく引き上げない限り、対米貿易黒字が縮小する可能性が高い。一方、米中貿易協議が合意に至った場合、米国からの輸入枠拡大は他の地域からの輸入減で相殺されるが、関税の引き下げや市場開放などの措置を取るため、米国以外からの輸入も増加する可能性がある。
- ・中国では経済発展に伴い、工場労働者の賃金が上昇しているが、企業は、産業の高度化による輸出品の高付加価値化でこれに対処している。多くの地方政府は依然輸出振興を重視し、土地や税金などの優遇策で支援している。輸入については、所得向上による消費の拡大は消費財の輸入増をもたらす。中間財については、産業高度化で国産化が進めば輸入は減少するが、国際分業の深化で増加する可能性もある。また、中国は米国のみならず、ASEANやEUなど多くの地域に対して貿易黒字となっており、政府は18年秋に上海で第1回輸入博覧会を開催したほか、自動車をはじめとする関税引き下げなどで、貿易不均衡を是正する姿勢を示している。中長期的にみると輸入は拡大し貿易黒字は縮小の方向に向かうと考えられる(図表3-3)。

図表3-1 中国の輸出入と対米輸出入



(備考) 1.中国海関 2.季節調整値(日本政策投資銀行試算)

図表3-2 米中間の関税引き上げの応酬

発動時期	米国の対中関税		中国の対米関税	
	規模(億ドル)	主な財	規模(億ドル)	主な財
18年7月	340	自動車、電気機器、電子部品	340	大豆、牛肉、自動車
8月	160	半導体、プラスチック、鉄道車両	160	自動車、石油製品
9月	2,000	中間財、家具や食料品などの消費財	600	LNG、航空機
19年9月	1,100	消費財	750	農産品、原油、化学製品、自動車
12月	1,600	パソコン、スマートフォンなどの消費財		

(備考) 1.米商務省、米通商代表部により日本政策投資銀行作成

2.中国の750億ドルは過去に関税をかけた製品への追加関税も含む

図表3-3 中国の輸出入に影響する要因

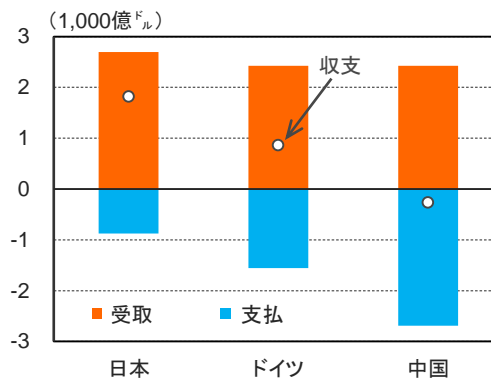
		輸出:増加要因は限定的	輸入:増加要因が多い	貿易黒字の縮小
国内要因	経済成長要因	賃金上昇による競争力低下(▲) 産業高度化に伴う高付加価値化(+)	所得の向上、消費の拡大(+) 製品の内製化(▲) 新常态による成長鈍化(▲)	
	政策要因	地方政府の中小民営輸出企業に対する重視や支援という従来の習慣(+)	投資から消費への構造転換(+) 財やサービスの市場の開放(+)	
米中貿易摩擦	関税引き上げ	中国の輸出に米国が関税(▲) 現下、約2,500億ドルに制裁関税。年末にかけて、すべての対米輸出(約5,000億ドル)に制裁関税	中国が米国からの輸入に報復関税、代わりに第三国からの輸入増(輸入総額に影響なし)	
	通商合意の場合	関税撤廃(従来の輸出に戻る)	エネルギーなどの輸入の米国シフト(輸入総額に影響なし) 関税引き下げ、市場開放、知財保護(+)	

(備考) 1.日本政策投資銀行作成 2.+は増加要因、▲は減少要因

#### 4. 所得収支の改善が求められる

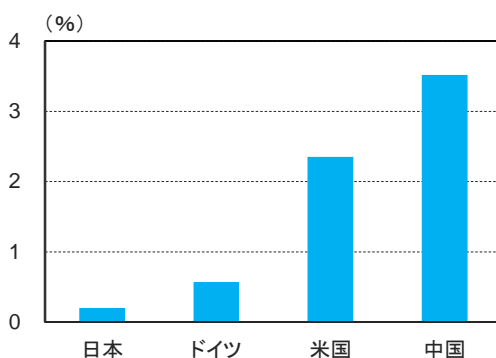
- 中国は日本、ドイツに続き、世界3位の対外純資産国であるにもかかわらず、経常収支を支えるはずの第一次所得収支(直接投資や国債・社債・株式投資などによる投資収益と、雇用者報酬)は恒常的な赤字となっている(図表4-1)。
- この原因としては、①経済成長率が高い中国では、国債利回りなどの投資収益率が高く、対外支払いが大きいこと(図表4-2)、②中国の対外資産の多くが外貨準備であり、相対的に収益率の低い米国債などで運用されていること、③収益率が高い直接投資や証券投資だけを見ると、中国の対外投資よりも外国からの受け入れ残高の方が大きいこと(図表4-3)の三点が考えられる。
- 貿易黒字が縮小し、サービス赤字が拡大する中、経常収支の黒字を維持するには、所得収支の黒字化が必要となる。中国では経済成長ペースの鈍化に伴い、投資収益率も低下が見込まれるが、いずれも先進国より高い水準を維持すると考えられる。外国企業の対中投資が継続し、投資残高が拡大することもあり、高水準の支払が続くとみられる。一方、受取については、国内金融市場の安定を優先するために為替管理はむしろ強化されており、中国企業は自由に海外投資を行えない。日本やドイツのように、民間企業の積極的な海外投資により所得収支の黒字化を達成するには、数年単位の時間では足りないと思われる。

図表4-1 第一次所得収支(14~18年平均)



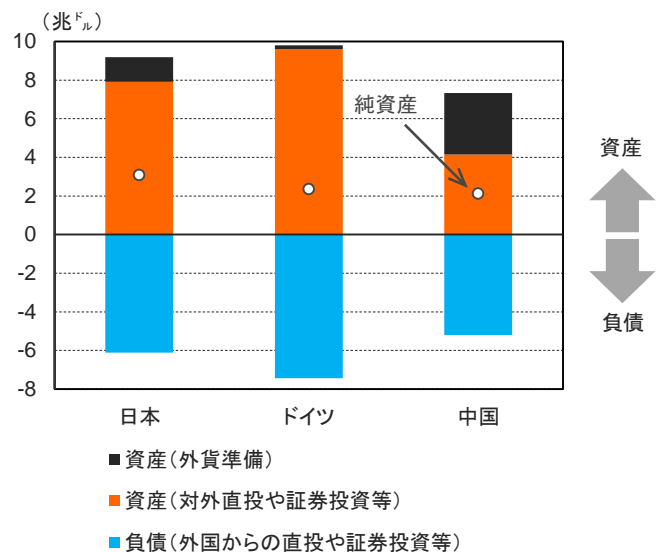
(備考)IMF

図表4-2 10年国債利回り(14~18年平均)



(備考)Wind

図表4-3 対外純資産残高(18年末)



(備考)IMF

## 5. 経常黒字の縮小は、国内資金余剰の減少を反映

- 国内の貯蓄投資(IS)バランスは経常収支に一致する(図表5-1)。経常収支が黒字の中国では国内ISバランスが貯蓄超過となっており、部門別にみると、企業部門の大幅な資金不足が家計部門の大幅な資金余剰(経常黒字)で賄われている。高水準の企業債務や、過小消費・高貯蓄率など、中国のマクロ経済の特徴を表している(図表5-2)。
- 家計の資金余剰は一貫して高水準となっているが、16年には理財商品の規制強化などで投資が抑えられたことから、一層増加した。しかし、政府部門はインフラ投資の拡大に伴って資金不足に転じたほか、企業部門でも、過剰生産能力削減の一服により鉱工業の投資が16年後半から持ち直したことに加え、不動産投資も増加し、資金不足が拡大した。結果として、経常黒字の縮小と歩調を合わせて、国内全体の資金余剰も縮小する動きとなっていた(図表5-3)。
- 今後については、デレバレッジ(債務削減)政策の推進により、企業の資金不足の拡大には歯止めがかかるものの、家計部門は、消費拡大や住宅などの負債の増加、さらには少子高齢化も加わって資金余剰が縮小する一方、政府の資金不足はインフラ投資の拡大や社会保障負担増などにより拡大するとみられる。国内の資金余剰は徐々に縮小し、資金不足に転じる可能性があり、経常赤字の定着を意識せざるを得ない。

図表5-1 貯蓄投資(IS)バランス

$$\text{GDP} = \text{消費} + \text{投資} + \text{政府支出} + (\text{輸出} - \text{輸入})$$

$$(\text{GDP} - \text{消費} - \text{租税}) + (\text{租税} - \text{政府支出}) + \text{投資} = \text{輸出} - \text{輸入}$$

$$\text{民間貯蓄} + \text{政府貯蓄} - \text{投資} = \text{経常収支}$$

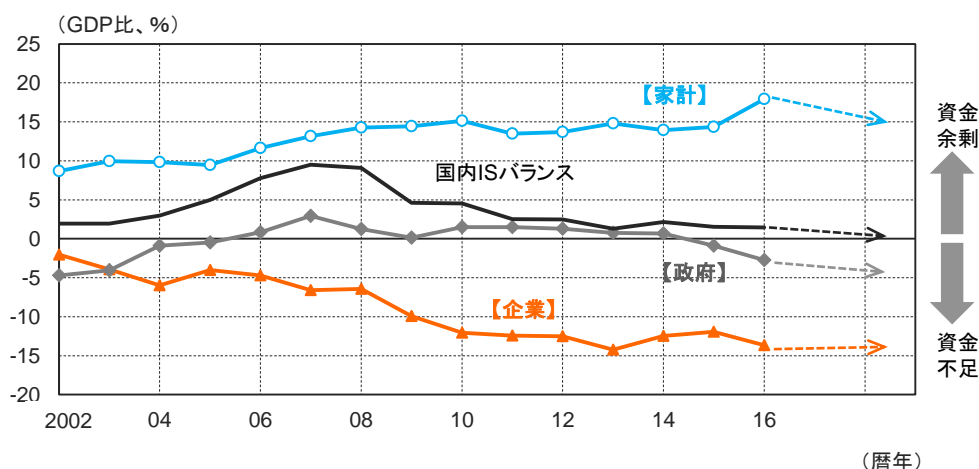
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表5-2 部門別ISバランスの比較(GDP比、%)

	中	米	日	独
国内計	1.8	▲1.3	1.9	7.7
家計	14.9	3.4	1.2	5.0
企業	▲12.9	1.1	6.2	2.4
政府	▲0.2	▲5.8	▲5.7	0.4
経常収支	黒字	赤字	黒字	黒字

(備考) 1.OECDにより日本政策投資銀行作成、12~16年平均  
2.▲は資金不足

図表5-3 中国の部門別ISバランス



(備考) 1.OECD、2.矢印による動向は日本政策投資銀行の想定

## 6. 新興国における経常収支の悪化は、通貨の不安定化などにより経済成長を阻害

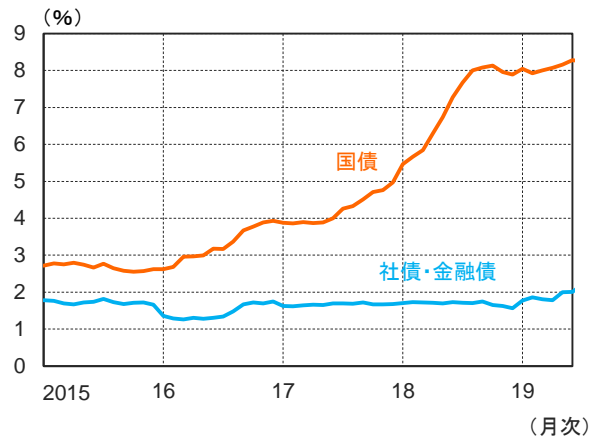
- 米国は1982年に経常赤字に転じたが、製造業の労働生産性は高く、産業構造はサービス化を終えていた。これと比べると、現在の中国は未だ新興国の特徴が色濃く、金融資本市場が成熟しないうちに経常赤字に転落する場合、これをファイナンス(資金調達)するための資金が安定的に流入するかが重要になる(図表6-1)。
- 近年、債券市場の参入規制の緩和に伴い、国債を中心に中国の債券の外国人保有比率は急速に上昇した。18年後半には、景気減速や米中貿易摩擦の激化などにより横ばいとなっているが、上昇基調は続くと考えられる(図表6-2)。国債の海外投資家による保有比率は米国の約3割、日本の1割強に比べれば依然低く、経常収支の赤字が恒常化した場合には、外国人の国債保有比率はさらに高まると考えられる。外国資金への依存はそれ自体が問題ではないが、急激な資金流出による経済へのショックが生じかねず、資金流入の安定性が問題となる。
- 新興国では、経常収支が悪化するほど為替変動が大きくなる傾向がある(図表6-3)。為替の不安定化は、金融市場の混乱や資金流出などを通じ、経済成長を阻害する可能性が高い。今後、経常黒字の縮小、更に赤字転落となれば、人民元は投機資金の攻撃対象になりやすくなり、ボラティリティが大きくなる可能性がある。当局は、資本規制によってこれを抑え込むことは可能であるが、人民元の流動性などに対する信頼が損なわれ、中長期的に外国資金の流入が阻害される副作用が生じる。

図表6-1 経常赤字に転じた時の米国と現下の中国

	米国(1982年、 経常赤字化)	中国 (2017年)
製造業の 労働生産性	48,000ドル	25,000ドル
サービス産業の GDPウエート	65.5%	45.7%
一人当たりGDP	28,000ドル	7,300ドル
発展段階	先進国	新興国
通貨の信頼性	ドルは世界の基軸通貨	人民元の国際化はまだ 途中

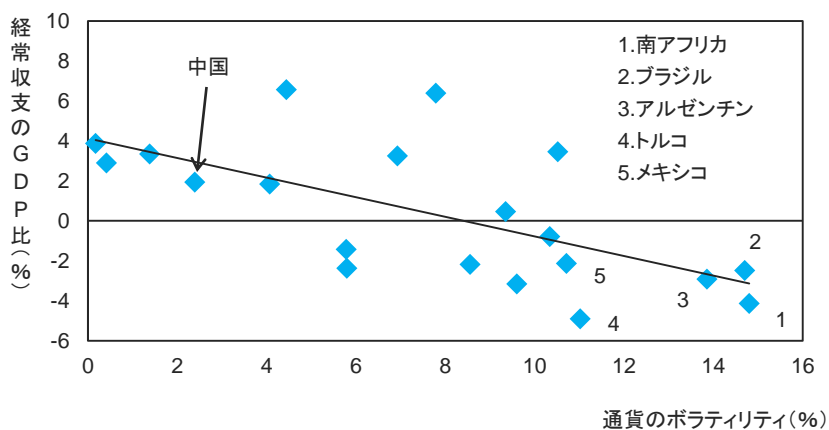
(備考) 1.世銀、国連、各国統計機関により日本政策投資銀行作成  
2.2010年ドルベース

図表6-2 中国の債券の海外保有比率



(備考) Windにより日本政策投資銀行作成

図表6-3 新興国の経常収支と通貨(13~17年平均)



(備考) 世銀、Thomson Reuters Datastreamにより日本政策投資銀行作成

## 7. 経常赤字化をにらんだ通貨・資本の国際化が課題

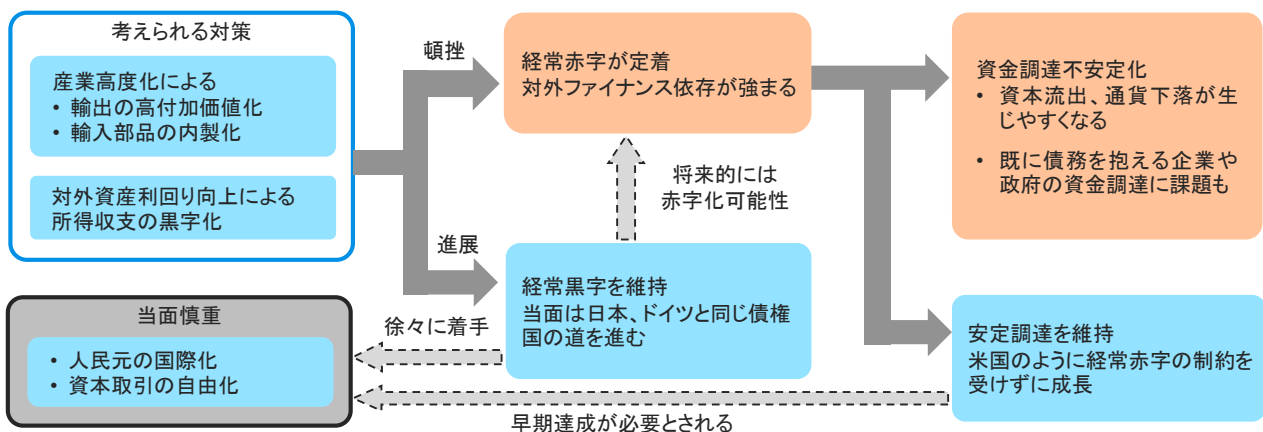
- 経済の発展段階とともに、国際収支の構造が変化すると経験則が知られており、現在の中国は第IVステージの未成熟債権国に向かう途上とみられる(図表7-1)。中国では産業高度化などにより、当面、一定の経済成長と輸出競争力が保たれるほか、所得収支を改善する余地もあり、経常黒字が縮小するものの、現段階では赤字の恒常化を回避する方策も残っている。しかし、国際収支の発展段階説に沿えば、人口の高齢化や内需拡大などが見込まれる中で、将来的には経常赤字が定着することになる。
- 特に、米中貿易摩擦などにより産業発展が阻害されて輸出が減速し、高齢化がより早いペースで進展して家計の資金余剰が縮小すれば、より早期に経常赤字に転落し、第IIIや第IIステージに逆行する恐れがある。新興国のままで経常赤字国となれば、通貨の信頼性の不十分などで海外からのファイナンスには難しさを伴うと考えられる。
- 米国のように経常赤字の制約を受けずに成長するには、人民元の国際化や資本取引の自由化を通じて人民元建て資産の魅力を高め、安定した資金流入を確保することが重要である。他方で、金融市場の開放を進めた場合には、資金の流出入に対するコントロールが難しくなり、国内の金融・財政の不安定化につながるリスクが高まる。現在では当局は後者を重視し、人民元の国際化と資本取引の自由化を慎重に進めているが、早期の経常赤字転落となれば、その進捗ペースを加速させる必要性が高まってこよう(図表7-2)。

図表7-1 国際収支の発展段階説

	貿易・サービス収支	経常収支	投資収益(所得収支)	対外純資産残高	国例(対外純資産は2017年末、収支は13~17年平均)
I 未成熟債務国	-	-	-	-	インド、トルコ、ミャンマー
II 成熟債務国	+	-	--	-	ブラジル、インドネシア
III 債務返済国	++	+	-	-	タイ、マレーシア、スペイン
IV 未成熟債権国	+	++	+	+	中国(所得収支はまだ赤字) 日本、ドイツ
V 成熟債権国	-	+	++	++	主要国なし
VI 債権取崩国	--	-	+	+	主要国なし
VII ニューステージ	-	-	-	-	米国(所得収支はまだ黒字) 英国、豪州

(備考) Crowther (1957) "Balances and Imbalances of Payments"、財務省、IMFほかにより日本政策投資銀行作成

図表7-2 中国の経常収支およびその対策に対する展望



(備考) 日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc. 2019

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail (産業調査部) : report@dbj.jp