

2017年10月25日 全15頁

高まり続けている中国の国際収支リスク

増加傾向に転じない経常収支黒字と減少傾向の続く対内直接投資

経済調査部 主席研究員 金子 実
研究員 永井 寛之
研究員 中田 理恵

[要約]

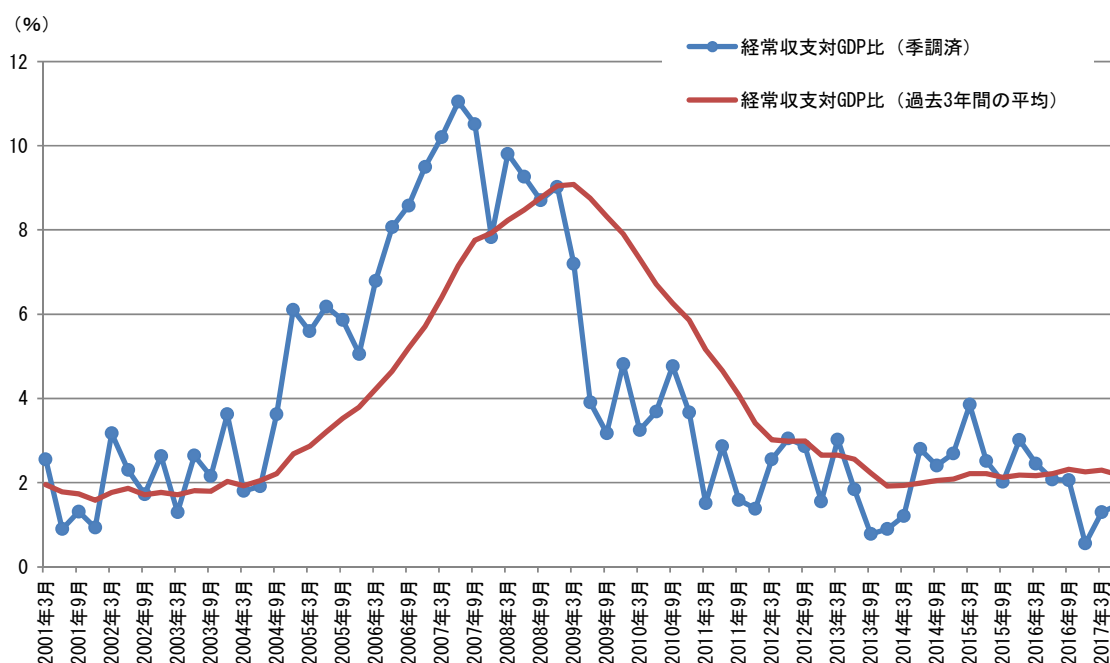
- リーマン・ショック以降、中国の経常収支黒字の対 GDP 比は、大幅に低下した後、ほぼ横ばいで推移している。その背景には、リーマン・ショック直後の中国の貿易相手国の景気減速のみならず、人民元の実質実効為替レートの上昇や、中国の全要素生産性(TFP) (GDP の増加のうち労働や資本の投入によらない部分、技術進歩等) の上昇率の鈍化があるとみられる。
- リーマン・ショック後、中国政府は投資中心の内需拡大策をとり、資本蓄積が促進された。発展途上国の先進国へのキャッチ・アップの過程では、資本蓄積が進むことが一般的であるが、中国に先んじて先進国にキャッチ・アップしてきた他のアジアの国・地域(台湾、韓国、マレーシア、タイ)と中国の資本蓄積を、一人当たり実質 GDP が同程度の期間について比較すると、中国でより急速に資本蓄積が進んでおり、中国の資本装備率は、他のアジアの国・地域と同程度にまで上昇している。中国の急速な資本蓄積の背景には、中国の高い貯蓄率があると考えられる。
- 資本装備率の上昇は、全要素生産性(TFP)の上昇率の鈍化とあいまって、資本の収益性を低下させているとみられる。このことは、中国への対内直接投資が減少傾向となる要因にもなっていると考えられる。
- このまま対内直接投資の減少傾向が続くと、対外直接投資に対する規制の執行を強化しても、直接投資収支が流入超にならなくなる可能性がある。また、経常収支の対 GDP 比は、外的要因等によって赤字になる可能性がないとは言えない水準と考えられる。
- 経常収支と直接投資収支は、比較的安定した外貨準備高の増減要因であると考えられる。従って、両者が資金流出超になると、本格的な緊縮的マクロ経済政策をとらざるを得なくなったり、変動相場制に移行せざるを得なくなったりして、中国の経済社会が混乱する危険性が高まる。中国政府が、投資中心の経済成長促進策を修正する等により、そのような国際収支リスクを低下させられるか否かを注視する必要がある。

1. はじめに

政府が外貨準備を使って為替レートを固定したり管理したりしている場合、政府はそのために必要な外貨準備高を維持する必要がある、經常収支赤字等により外貨準備高が減少し過ぎた場合には、緊縮的マクロ経済政策により輸入を減少させる等により、外貨準備高の減少を止める必要がある。第二次世界大戦後のブレトン・ウッズ体制と呼ばれた固定相場制の下において、日本政府は、1960年代前半まで、外貨準備高の減少を止めるために、緊縮的マクロ経済政策をとることを余儀なくされることがあった。当時の日本では景気が過熱しがちであったため、景気の拡大局面を外貨準備高の減少を止めるための緊縮的マクロ経済政策により終わらせることにより景気循環が起り、国際収支の天井の制約による景気循環と呼ばれた。

1990年代半ば以降の中国では、2014年半ばまでは外貨準備高が増加傾向で推移し、2014年以降の外貨準備高の減少傾向も、対外直接投資に対する規制の執行強化等により何とか反転したため¹、これまでのところ、外貨準備高の減少を止めるための緊縮的マクロ経済政策は、本格的にはとられていない。しかし、リーマン・ショック以降經常収支黒字の対GDP比は2%前後で推移しており、リーマン・ショックの際に同比率が6%pt程度低下したことを考えると、国際経済情勢が再び悪化した場合今後も經常収支が黒字であり続けるとは必ずしも言えない水準であると考えられる（図表1）。

図表1 中国の經常収支対GDP比（季調済、過去3年平均）（四半期）



（注）過去3年間の平均は原系列の3年間平均。

（出所）Haver Analytics より大和総研作成

¹ 対外直接投資に対する規制の執行強化等により、2017年に入って中国の外貨準備高が増加に転じた経緯については、以下の大和総研レポートを参照されたい。

「上昇に転じた中国人民元と資本取引規制」（金子実/永井寛之/中田理恵）[2017年10月3日]

http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20171003_012344.html

また、資本収支の中で急速な流出入が比較的起きにくい直接投資では、2016 年末以降、対外直接投資に対する規制の執行強化により収支は流入超に転じたものの、対内直接投資は減少傾向が続いている。²

中国政府が人民元を変動相場制に移行させ資本取引を自由化すれば、経常収支の赤字や直接投資の流出超は、短期資本やポートフォリオ投資の流入によりファイナンスされ得るため、必ずしも外貨準備を使ってファイナンスする必要がない。しかしながら、中国政府は、2014 年以降始まった外貨準備高の減少や人民元レートの下落を、資本取引規制の執行を強化して反転させており、少なくとも当面は、変動相場制に移行したり資本取引を自由化したりする考えがないように見受けられる。ただ、中国政府が、外貨準備高の減少を止めるために、資本取引規制の執行を強化するのみならず、緊縮的なマクロ経済政策までとらざるを得なくなると、失業が増加して社会が不安定化したり、高水準の債務残高が不良債権化して金融危機が発生したりする恐れがある。

従って、中国の国際収支リスクは、一旦外貨準備高が減少し始めて顕在化すると、中国の経済社会を混乱させる危険性をはらんでいる。本稿では、近年、中国の経常収支黒字の対 GDP 比が比較的低下水準で推移したり、対内直接投資が減少傾向で推移したりしている背景を検討することにより、中国の国際収支リスクについて考える一助とする。

2. リーマン・ショック後の中国の経常収支黒字の減少

2.1 人民元の実質実効為替レートの上昇

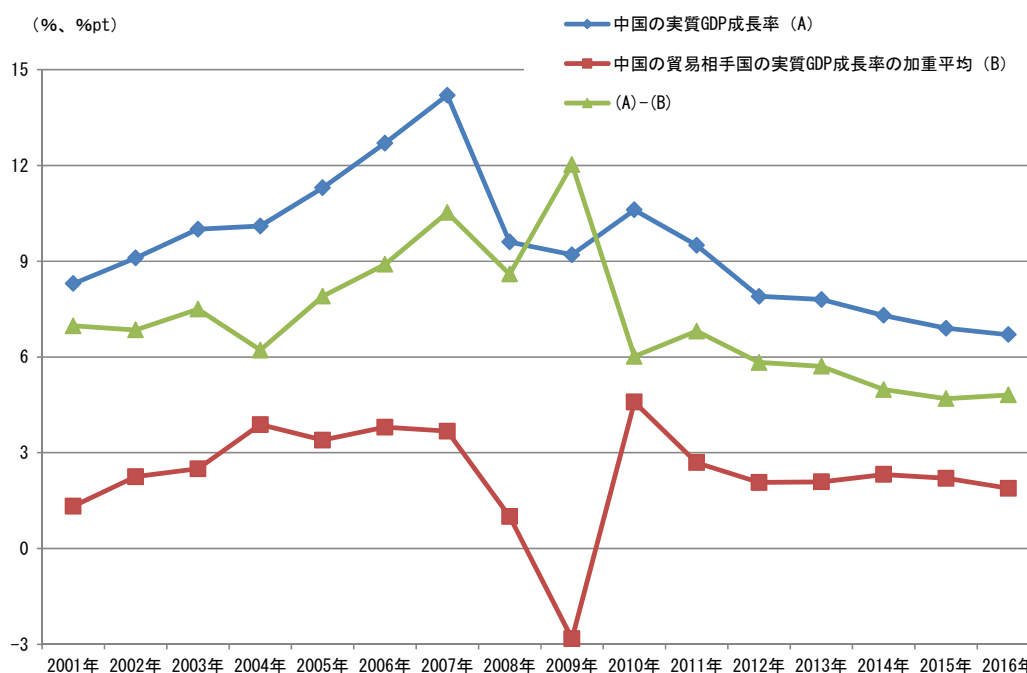
2008 年のリーマン・ショック以降、米国をはじめとする中国の輸出先の国々の経済成長率が低下したために、中国経済は輸出主導型から内需主導型に移行したと言われることがある。そこで、中国の経常収支黒字の対 GDP 比が、リーマン・ショック以降、低下した後ほぼ横ばいで推移しているのはこのような理由によるのか否かをみるために、2001 年以降の中国の実質 GDP 成長率と、中国の貿易相手国の実質 GDP 成長率の加重平均（BIS（国際決済銀行）による実効為替レートの算出に使われているウェイトによる加重平均）と、両者の差の推移を見たものが、図表 2 である。

この図表 2 を見ると、確かにリーマン・ショック直後の 2009 年には、中国の貿易相手国の実質 GDP 成長率の加重平均が大幅に低下し、中国の実質 GDP 成長率との差が拡大した。しかしながら、2011 年以降は、中国の貿易相手国の実質 GDP 成長率がある程度回復した一方、中国の実質 GDP 成長率は低下傾向となったことから、前者と後者の差は縮小傾向となっており、その差はリーマン・ショック前と比較して小さくなっている。従って、リーマン・ショック直後に中国の経常収支黒字の対 GDP 比が低下したのは、中国の貿易相手国の経済成長率の低下によるとは言えても、その後それがほぼ横ばいで推移していることは、中国の貿易相手国の経済成長率

² 脚注 1 レポート の P.3 の図表 2 参照。

の低下によるとは言えない。

図表2 中国と中国の貿易相手国の実質 GDP 成長率（年次）



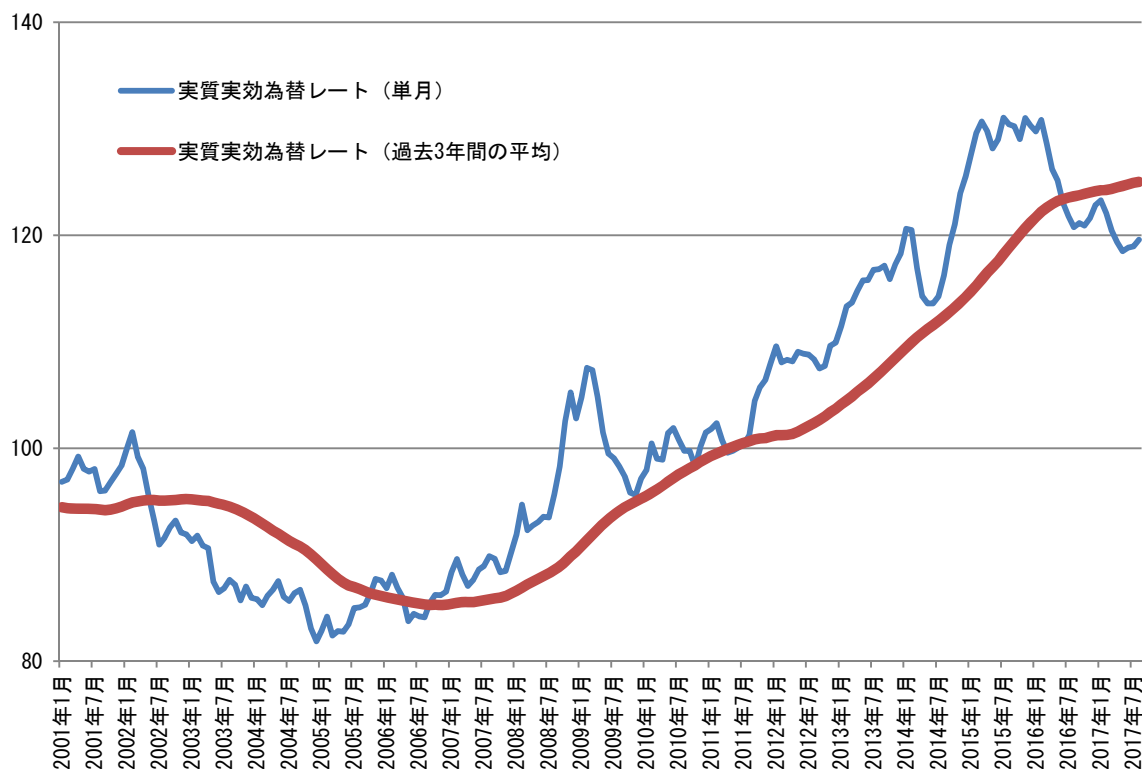
(注) 中国の貿易相手国の実質 GDP 成長率の加重平均は、BIS の実効為替レート of 算出に使われているウエイトによる加重平均。

(出所) IMF、BIS より大和総研作成

それでは、中国の貿易相手国の経済成長率が回復して中国との経済成長率の差が縮小しても、なお中国の経常収支黒字の対 GDP 比が上昇に転じない理由としては、どのような理由が考えられるのだろうか。第一に考えられるのは、人民元の実質実効為替レートの上昇である。実質実効為替レートは、各国の貿易相手国との貿易量等に応じて為替レートを加重平均するとともに、貿易相手国との物価上昇率の差も勘案して BIS 等により算出されており、為替レートや物価の変動が各国の財・サービスの国際的な価格競争力に与える影響を示している。

図表3は、BISにより算出されている人民元の月次の実質実効為替レートと、その過去3年間の平均の推移を見たものである。この図表3を見ると、リーマン・ショックの後、2010年から2015年まで、両者とも上昇傾向が続いている。月次の実質実効為替レートは2016年から下落基調となったが、過去3年間の平均は、この月次レートの下落が部分的にしか反映されていないため、まだ下落に転じていない。

図表3 人民元の実質実効為替レート（月次）

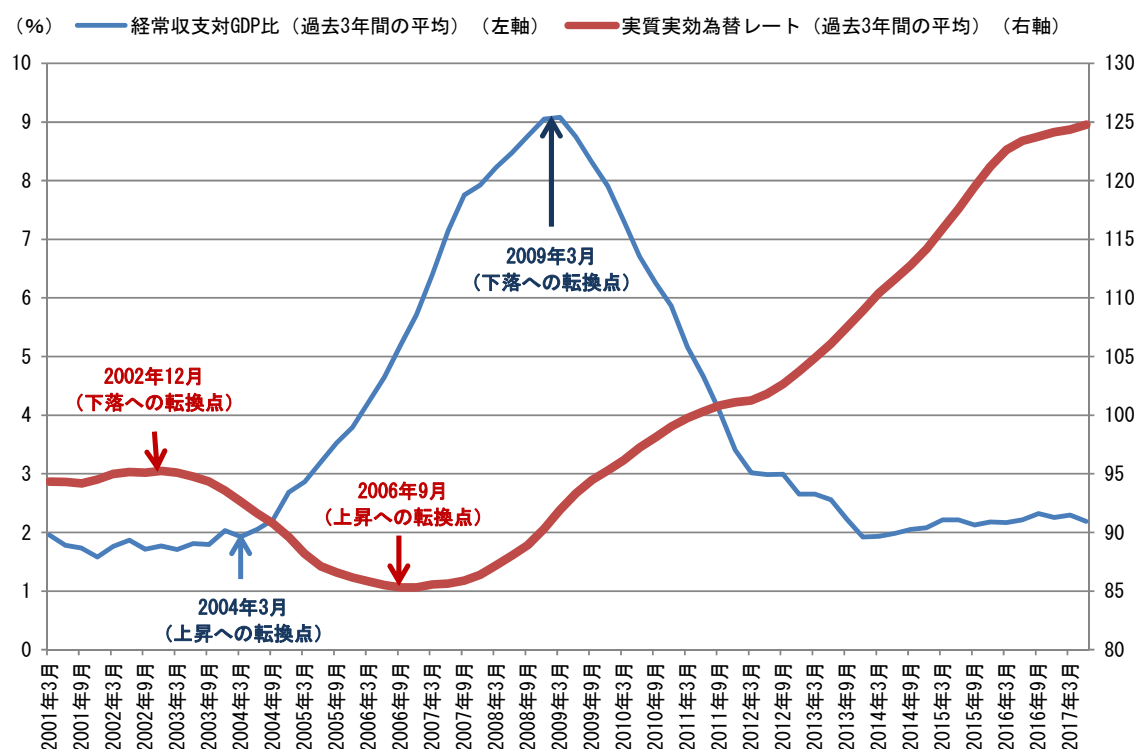


（出所）BIS より大和総研作成

実質実効為替レートで示される価格競争力の変化が財・サービスの輸出入に与える影響が観察されるのは、ある程度時間がたってからになることが多い。また、ある程度以上価格競争力が変化しないと、価格競争力の変化が財・サービスの輸出入に与える影響は観察されないことが多い。その理由としては、割高になった輸入品の代替品を探してその供給者と新たな契約を結ぶためには、ある程度時間やコストがかかることが考えられる。

以上の傾向が近年の中国にあてはまっているか否かを見るため、中国の経常収支対 GDP 比と人民元の実質実効為替レートの過去3年間の平均の2001年以降の推移を見たものが、図表4である。この図表4を見ると、両者に1回ずつの大きな上昇への転換点と下落への転換点が見られ、実質実効為替レートの下落への大きな転換点の約1.25年後に、経常収支対 GDP 比が上昇に転じており、また実質実効為替レートの上昇への大きな転換点の約2.5年後に、経常収支対 GDP 比が下落に転じている。従って、実質実効為替レートが大きく変化してから一定期間たった後に経常収支の対 GDP 比が変化することが多いという上記の傾向は、近年の中国についてもある程度あてはまっていると考えられる。

図表4 中国の経常収支対GDP比と人民元の実質実効為替レート（過去3年平均）（四半期）

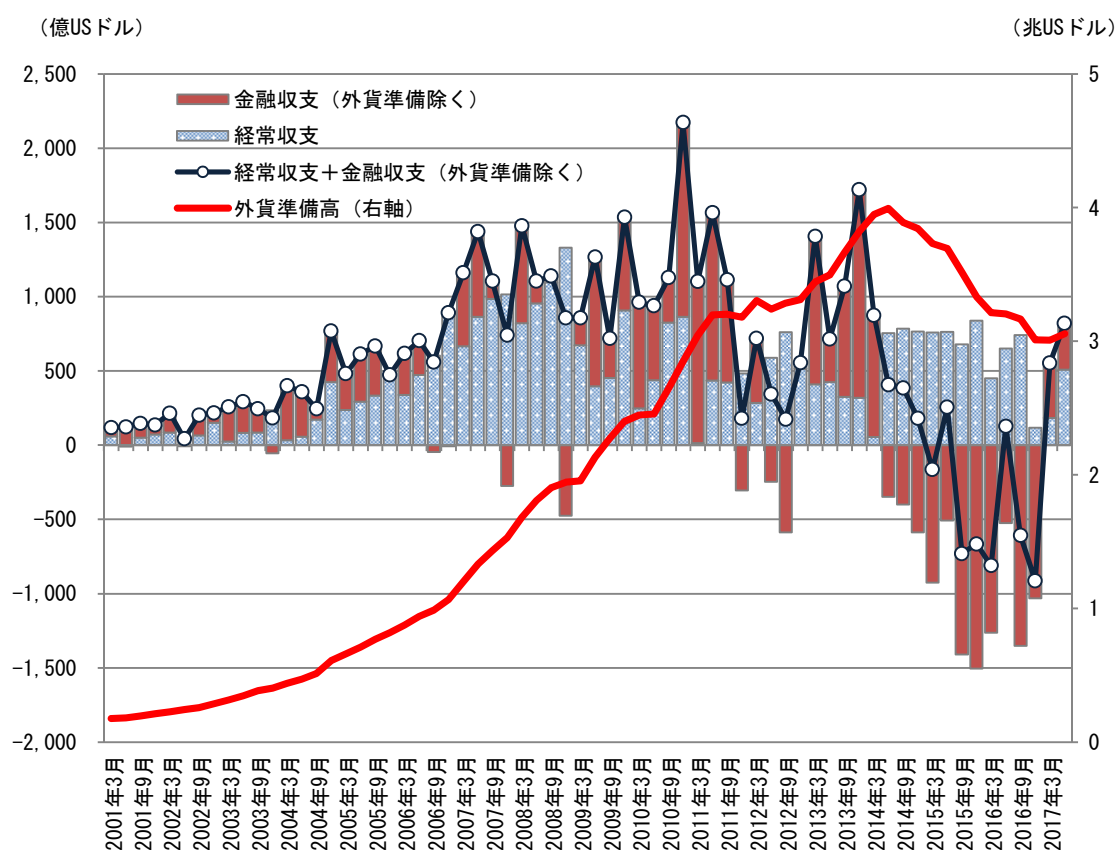


(出所) BIS、Haver Analytics より大和総研作成

そして、人民元の実質実効為替レートは、2006年の上昇への転換点の後には、リーマン・ショックの後も、2015年頃までほぼ上昇傾向が続いている。この長期にわたる実質実効為替レートの上昇傾向は、中国の財・サービスの国際的な価格競争力を低下させる方向に働いたと考えられ、中国の貿易相手国の実質GDP成長率がリーマン・ショック直後の大幅な低下からある程度回復して中国の実質GDP成長率との差が縮小傾向となった後も、中国の経常収支黒字の対GDP比がほぼ横ばいで推移した理由の一つになったと考えられる。

リーマン・ショックの後、中国の経常収支黒字の対GDP比が低下したにもかかわらず、人民元の実質実効為替レートの上昇のスピードがほとんど変わらなかったのは、中国政府が資本取引を規制しているにもかかわらず、人民元の実質実効為替レートは、資本の流出入の影響を受けているためと考えられる。図表5は、この影響を見るために、中国の経常収支と外貨準備高を除く金融収支の推移を、外貨準備高とあわせて2001年以降について見たものである。この図表5を見ると、リーマン・ショックの後、中国政府が人民元の国際化を推進したこともあって、外貨準備を除く金融収支の流入超が経常収支黒字の減少を補った期間が、かなりあったことがわかる。2014年からは、外貨準備を除く金融収支が大幅な流出超に転じ、外貨準備高が減少に転じたが、2017年に入って、対外直接投資に対する規制の執行強化等により、外貨準備を除く金融収支が再び流入超に転じており、今後の推移が注目される。

図表5 中国の国際収支における金融収支、経常収支と外貨準備高の推移（四半期）



(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

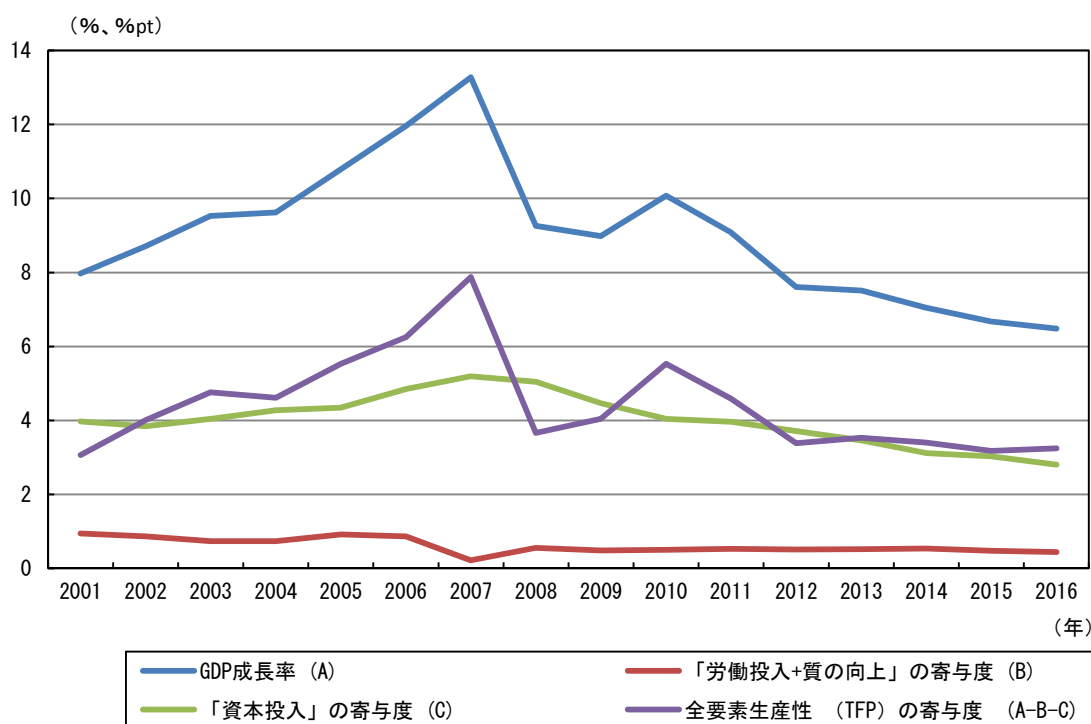
2.2 中国の全要素生産性（TFP）の上昇率の鈍化

中国と中国の貿易相手国の経済成長率の差が縮小しても、なお中国の経常収支黒字の対 GDP 比が上昇に転じない第二の理由として、全要素生産性（TFP (Total Factor Productivity の略)）の上昇率について、貿易相手国に対する中国の優位性が縮小していることが考えられる。ある国の全要素生産性（TFP）は、当該国の生産（実質 GDP）から生産のために投入された労働と資本（生産要素）を差し引いた残差により算出される生産性で、全要素生産性（TFP）が上昇すると、単位当たりの生産のために投入された労働と資本のコストが低下し、コスト競争力が上昇する。

図表6は、The Conference Board が中国の公式統計を使って作成している、中国の GDP 成長率と、それに対する労働投入及び労働の質の向上の寄与度、資本投入の寄与度、及びその両者では説明されない全要素生産性（TFP）の寄与度のデータの、2001年から2016年までの推移をみたものである。この図表6を見ると、2008年のリーマン・ショックの後、GDP 成長率が低下したにもかかわらず、それに対する労働の投入及び労働の質の向上の寄与度、資本投入の寄与度は同じだけ低下していないため、全要素生産性（TFP）の寄与度が低下していることがわかる。GDP 成長率が低下した直後については、以前から計画していた労働や資本の投入計画はすぐには変更できないので、全要素生産性（TFP）の寄与度が一時的に低下したともみられるかもしれな

い。しかし、リーマン・ショックが発生してから5年以上経過しても、全要素生産性（TFP）の寄与度は回復しておらず、労働及び資本を投入して行われる生産活動の効率性が、リーマン・ショック以前ほどは高くない状態が定着してしまっているとみられる。

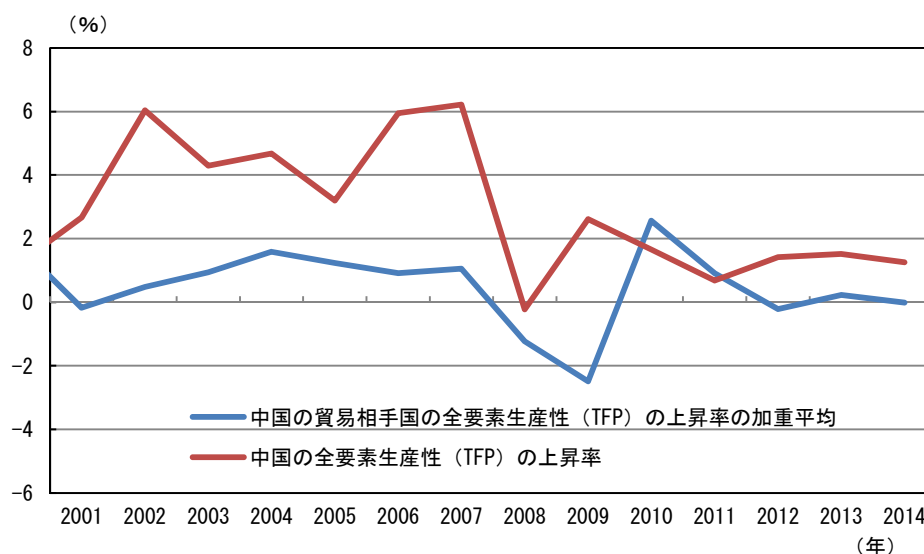
図表6 中国における全要素生産性（TFP）のGDP成長率に対する寄与度



(出所) The Conference Board より大和総研作成

全要素生産性（TFP）の推移を、GDP 成長率への寄与度の形ではなく、その上昇率の形で見ることができる Penn World Table のデータを使って、中国の全要素生産性（TFP）の上昇率と中国の貿易相手国の全要素生産性の増加率の加重平均（BIS による実質実効為替レート of 算出に使われているウェイトによる加重平均）の推移を、2001 年以降について見たものが、図表 7 である。この図表 7 を見ると、リーマン・ショック後も、中国の全要素生産性（TFP）の上昇率は、中国の貿易相手国の全要素生産性（TFP）の増加率の加重平均を上回っているものの、前者が後者を上回る差は、リーマン・ショック以降縮小している。全要素生産性（TFP）は、実質 GDP のデータを使って算出されるが、中国の実質 GDP の公式統計は実態よりかさ上げされているのではないかという見方もある。実態ベースの中国の実質 GDP を公式統計よりも低い水準であると推計して、それに基づいて中国の全要素生産性（TFP）をより低く推計しているデータもあり（The Conference Board の Alternative のデータなど）、中国の全要素生産性（TFP）の上昇率が中国の貿易相手国の全要素生産性（TFP）の上昇率の加重平均を上回っている差は、Penn World Table のデータを使って算出された図表 7 の差より小さい可能性もある。

図表7 中国と中国の貿易相手国における全要素生産性（TFP）の上昇率の推移



(注) 中国の貿易相手国の全要素生産性（TFP）の上昇率の加重平均は、BISの実効為替レートの算出に使われているウェイトによる加重平均。

(出所) Penn World Table、BISより大和総研作成

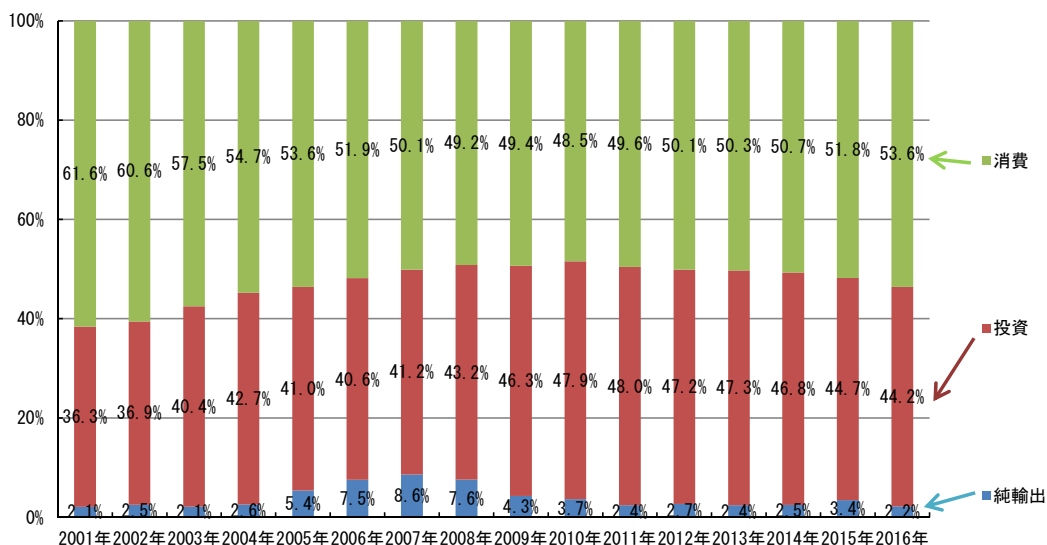
3. リーマン・ショック後の中国の対内直接投資の減少傾向

3.1 リーマン・ショック後の投資主導の経済成長

リーマン・ショック以降、中国の経常収支黒字の対 GDP 比は低下したままの状態が続いていることを既に見たが、この傾向は、支出項目別 GDP においては、輸出から輸入を差し引いた純輸出の比率が低下した状態が続いているという形で表れる。図表8は、中国の GDP の支出項目別のシェアの2001年からの推移を見たものであるが、2008年のリーマン・ショック以降、純輸出の比率は、低下した状態が続いている。

外需を示す純輸出の比率が低下した分、内需を構成する消費又は投資の比率が上昇するが、輸出の減少による経済成長の減速を緩和するための内需拡大策が中国政府によりとられ、消費より投資を重点的に拡大させたため、投資の比率が特に増加した。投資の比率は、2014年頃から低下傾向になり始めたものの、直近年の2016年でも、まだリーマン・ショックの前の比率にまでは低下していない。

図表8 中国の GDP の支出項目別のシェアの推移



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

3.2 リーマン・ショックの前から高かった総需要に占める投資比率と貯蓄率

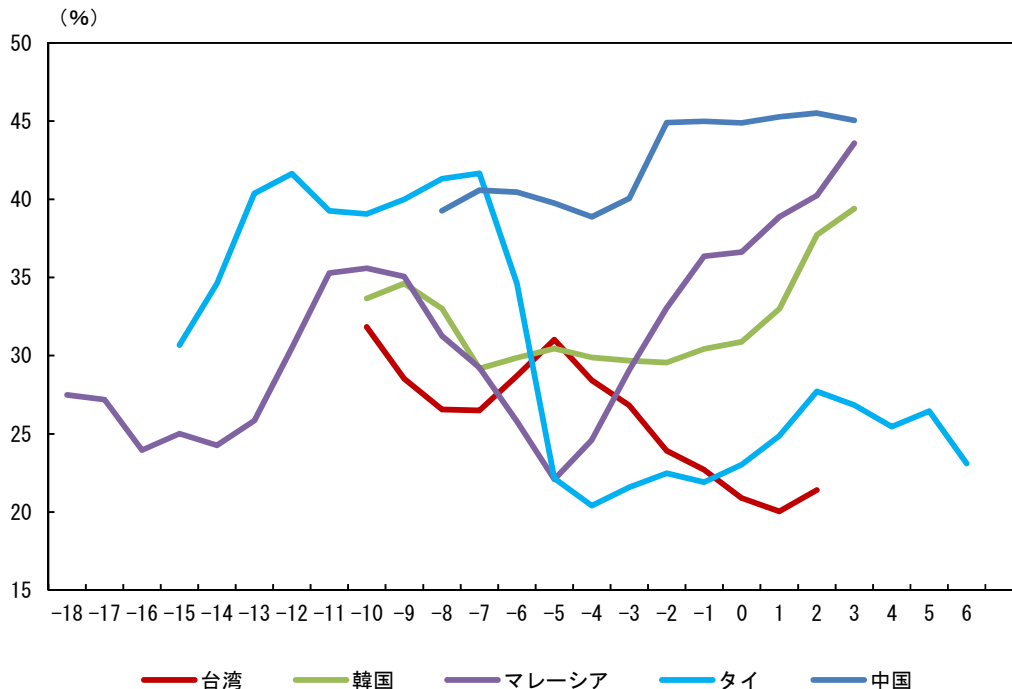
発展途上国の経済は、一般に先進国に比べ労働集約的で、労働に対する資本の割合である資本装備率が低い。そして、発展途上国における資本装備率は、先進国にキャッチ・アップする過程で高まっていくことが一般的である。リーマン・ショック後、中国の支出項目別の GDP に占める投資の比率が上昇したことは、中国における資本蓄積を促進し、資本装備率の上昇を加速したと考えられる。それでは中国における資本蓄積や資本装備率は、中国に先んじて先進国にキャッチ・アップしてきた他のアジアの国・地域との比較においては、どのような状況にあるのだろうか。

以下では、中国に先んじて先進国にキャッチ・アップしてきたアジアの国・地域として、台湾、韓国、マレーシア、タイを取り上げ、Penn World Table の 2011 年 US ドルベースの一人当たり実質 GDP (2011 年時点の購買力平価を基準としているため、US ドル/人民元レートで換算した US ドルベースの実質 GDP より大きい。) が、5,000US ドルから 10,000US ドルに増加する期間と、10,000US ドルから 13,000US ドルに増加する期間について、中国との比較を行う。中国では、リーマン・ショック発生直後までの 2003 年から 2010 年が、一人当たり実質 GDP が 5,000US ドルから 10,000US ドルに増加した期間で、リーマン・ショック発生直後の混乱がある程度収束した 2011 年から 2014 年が、一人当たり実質 GDP が 10,000US ドルから 13,000US ドルに増加した期間にあたる。

図表 9 は、中国に先んじて先進国にキャッチ・アップしてきたアジアの国・地域と中国の支出項目別の GDP に占める投資の比率の、該当期間における推移を比較したものである。この図表 9 を見ると、中国の GDP に占める投資の比率は、リーマン・ショック前から他のアジアの国・地域に比べて総じて高かった上に、リーマン・ショック後更に上昇したことがわかる。すなわ

ち、中国における資本の蓄積は、リーマン・ショック前後を通じて、他のアジアの国・地域において経験されたより急速に進んできたと考えられる。

図表 9 中国より先行したアジアの国・地域と中国の支出項目別の GDP に占める投資の比率



(注) 横軸の目盛は、各国・地域において、一人当たり実質 GDP (2011 年 US ドルベース) が 10,000US ドルを超えた年を 0 とし、各国・地域において一人当たり実質 GDP が 5,000US ドル以上、10,000US ドル未満の期間については年をマイナスの目盛で示し、一人当たり実質 GDP が 10,000US ドル以上、13,000US ドル未満で推移した期間については年を 0 及びプラスの目盛で示す。

<各国・地域の一人当たり実質 GDP (2011 年 US ドルベース) が、**Ⓐ**5,000US ドル以上 10,000US ドル未満の期間と、**Ⓑ**10,000US ドル以上 13,000US ドル未満の期間における、年と目盛の対応関係>

台湾：Ⓐ1975 年～1984 年に目盛の-10～-1 が対応、Ⓑ1985 年～1987 年に目盛の 0～2 が対応

韓国：Ⓐ1978 年～1987 年に目盛の-10～-1 が対応、Ⓑ1988 年～1991 年に目盛の 0～3 が対応

マレーシア：Ⓐ1974 年～1991 年に目盛の-18～-1 が対応、Ⓑ1992 年～1995 年に目盛の 0～3 が対応

タイ：Ⓐ1988 年～2002 年に目盛の-15～-1 が対応、Ⓑ2003 年～2009 年に目盛の 0～6 が対応

中国：Ⓐ2003 年～2010 年に目盛の-8～-1 が対応、Ⓑ2011 年～2014 年に目盛の 0～3 が対応

(図表 10、11、12 も同様)

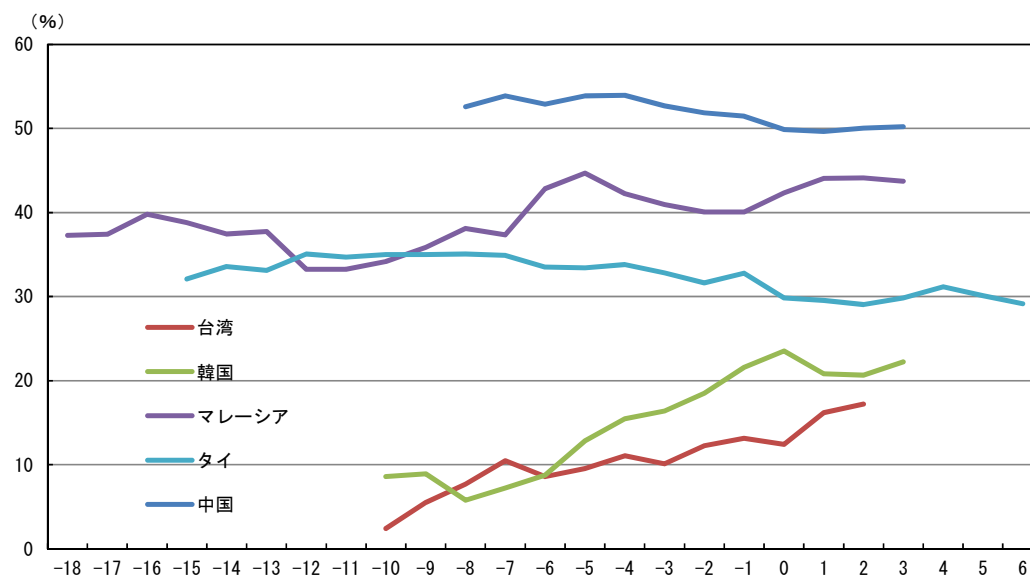
(出所) Haver Analytics、Penn World Table より大和総研作成

それでは、何故中国では、他のアジアの国・地域で経験されたよりも急速な資本蓄積が、可能となったのだろうか。その理由の一つとして、中国の貯蓄率は、他のアジアの国・地域に比べて高いことが考えられる。図表 10 は、中国に先んじて先進国にキャッチ・アップしてきたアジアの国・地域と中国の貯蓄率の、該当期間における推移を比較したものである。この図表 10 を見ると、中国の貯蓄率は、中国より先行したアジアの国・地域に比べて、一貫して高いことがわかる。

国内の貯蓄率が高ければ、投資のための資金や資本を調達する際、国内で調達できる可能性が高まり、外国から調達するよりも金利等の条件がより緩やかとなる傾向があると考えられる。外国からの資金や資本の調達には、為替リスクやカントリーリスクのプレミアムが上乗せされることが考えられるからである。さらに、中国の場合、資本取引規制が続いているため、国内

の貯蓄を使った外国への投資は、自由に行えない。そのため、国内の貯蓄は、国内で投資されざるを得ない傾向があり、このことも、国内で資金や資本を調達する条件を緩やかにする要因になっていると考えられる。

図表 10 中国より先行したアジアの国・地域と中国における貯蓄率



(注) 横軸の目盛については、図表9の注を参照。

(出所) Penn World Table より大和総研作成

図表9と図表10の両者を見ると、タイでは、中国に比べて貯蓄率が低いにもかかわらず、GDPに占める投資の比率が中国よりも高かった時期が、短期間あったことがわかる。しかし、タイのGDPに占める投資の比率は、その後急落しており、中国のみならず他のアジアの国・地域に比べても低くなっている。タイにおけるGDPに占める投資の比率の急落は、1997年からタイで始まったアジア通貨危機によるものである。アジア通貨危機の前には、外国からの資金や資本を大規模に導入して急速に資本を蓄積した結果、対外債務が増加し、為替リスクやカントリーリスクが高まり過ぎたと見做されて資金や資本が急速に流出して、資本蓄積を減速せざるを得なくなったと考えられる。

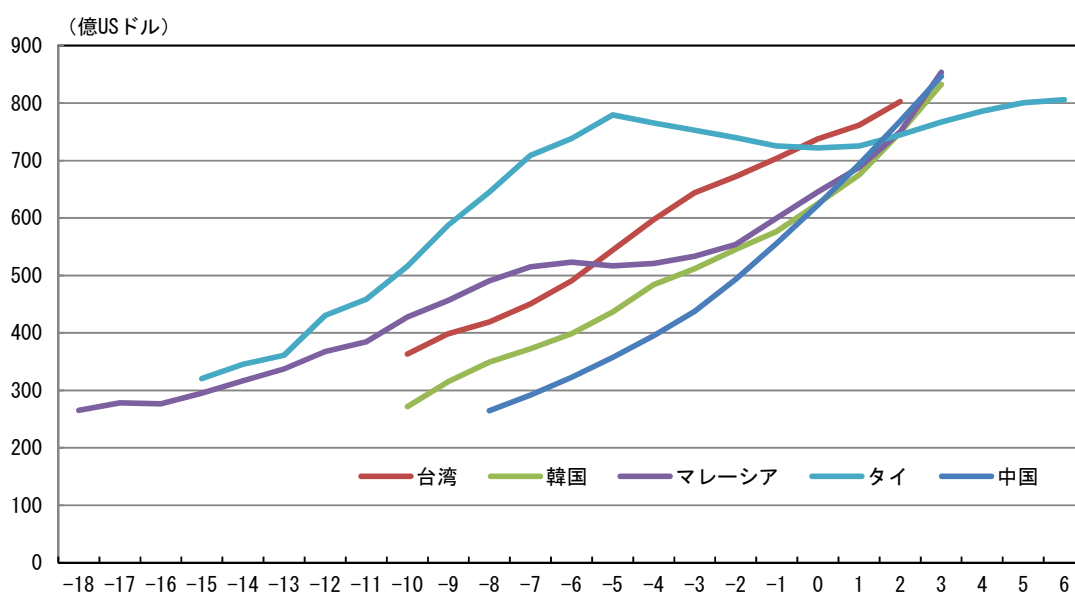
3.3 資本装備率の高まりと対内直接投資の減少

資本蓄積の結果、中国の経済における資本装備率がどの程度高まったかをみるためには、就業者一人当たりの資本蓄積を見る必要がある。図表11は、中国に先んじて先進国にキャッチ・アップしてきたアジアの国・地域と中国の資本装備率（就業者一人当たりの資本蓄積）の、該当期間における推移を比較したものである。この図表11を見ると、中国における資本装備率は、リーマン・ショックの前には中国より先行したアジアの国・地域に比べて低かったが、リーマン・ショック後中国の資本蓄積が加速した後は、中国より先行した国・地域にキャッチ・アップしている。

中国の就業者数は、該当期間の台湾、韓国、マレーシア、タイの就業者数の合計の10倍程度

にも上る。従って、資本装備率においてキャッチ・アップしたということは、該当期間において台湾、韓国、マレーシア、タイが蓄積した資本の合計の約 10 倍の規模の資本を中国が蓄積したことを意味している。中国のような人口の多い国において、それに見合った資本の蓄積が実現されたことは、中国のこれまでの経済発展が、世界に類を見ない規模で順調に進んできたことを意味しているとも考えられるが、資本装備率が上昇すると人件費が上昇する一方で資本の収益率は低下する傾向があることから、中国では更なる収益率の高い投資の余地が縮小していることも意味している可能性がある。

図表 1 1 中国より先行したアジアの国・地域と中国における資本装備率



(注 1) 資本装備率は、就業者一人当たりの資本蓄積額 (2011 年 US ドル¹⁰⁰⁰年)。)

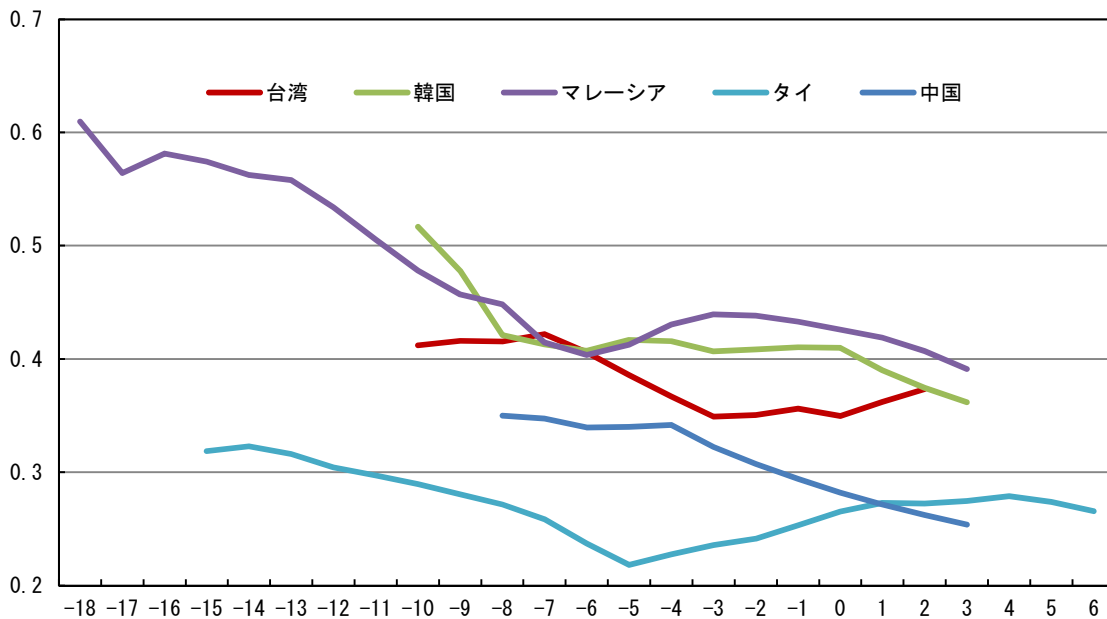
(注 2) 横軸の目盛については、図表 9 の注を参照。

(出所) Penn World Table より大和総研作成

図表 1 2 は、中国より先んじて先進国にキャッチ・アップしてきたアジアの国・地域と中国における資本蓄積 1 単位当たりの GDP の、該当期間における推移を比較したものである。この図表 1 2 を見ると、中国における資本蓄積 1 単位当たりの GDP は、資本装備率が急速に上昇し続けたことに加え、リーマン・ショック以降は全要素生産性 (TFP) の上昇率が鈍化したこともあって、減少傾向が続き、直近では、中国より先行した他のアジアの国・地域のすべてに比べて低くなっている。

このデータは、中国における資本の収益率は低下し続けており、他のアジアの国・地域の先進国へのキャッチ・アップの過程と比較しても低い水準になっている可能性を示している。また、このデータは Penn World Table が公表している 2014 年までのデータであるが、2014 年以降外貨準備高が減少し始め、2016 年頃から、中国政府は、対外直接投資についての規制の執行を強化したとみられている。このことは、中国国内の貯蓄が中国国内の投資機会に向かわざるを得ない傾向を強め、中国国内の貯蓄を使うことにより収益率の低い投資でも実施可能となる傾向を強めている可能性がある。

図表 1 2 中国より先行したアジアの国・地域と中国の GDP/資本蓄積



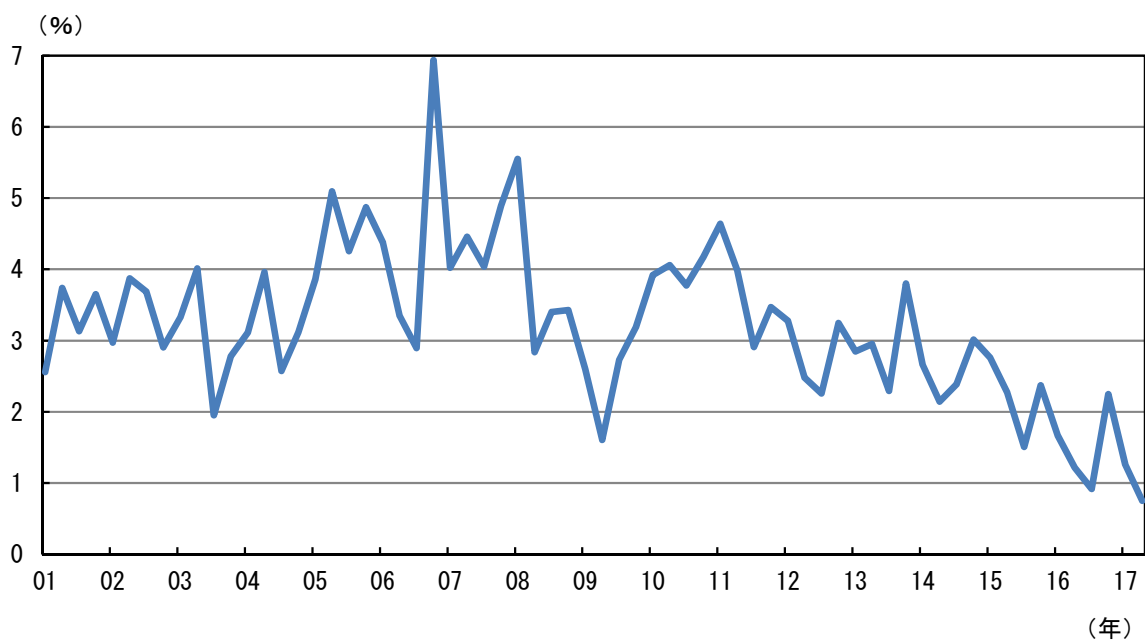
(注 1) GDP/資本蓄積は、2011 年 USドルベースのデータにより算出。

(注 2) 横軸の目盛については、図表 9 の注を参照。

(出所) Penn World Table より大和総研作成

これらのことは、中国における外国からの新たな対内直接投資については、より収益率の低い投資機会しか残されていない傾向を強める要因になっていることが考えられる。図表 1 3 は、中国への対内直接投資の対 GDP 比の 2001 年以降の推移を見たものであるが、2011 年以降低下傾向が続いており、リーマン・ショックの前に比べるとかなり低い水準となっている。

図表 1 3 中国への対内直接投資の対 GDP 比



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

直接投資は、資本収支の中では急速な流出入が比較的起きにくい項目であり、直接投資収支は、経常収支と並んで、比較的安定した外貨準備高の増減要因であると考えられる。2014年以降中国の外貨準備高が減少した期間においては、対内直接投資の対GDP比は、低下傾向になっていたとはいえ、まだ1~2%の水準で推移していたため、対外直接投資に対する規制の執行を強化することにより、直接投資収支を流出超から流入超に反転させることができた。また、経常収支の対GDP比も、リーマン・ショック後大幅に低下して以降、上昇傾向に転じていないとはいえ、なお2%前後の黒字で推移していた。

今後、対内直接投資の対GDP比の低下傾向がこれまで通り続くと、外貨準備高が減少し始めて対外直接投資に対する規制の執行を更に強化しても、直接投資収支を流入超に反転させることは、もうできなくなる可能性がある。また、経常収支の対GDP比は、実質実効為替レートの上昇や全要素生産性（TFP）の上昇率の鈍化による中国の財・サービスの更なる競争力の低下がなくても、例えば米国との貿易摩擦の激化などの外的要因により、赤字に転じる可能性がないとは言えない水準と考えられる。

仮に、それらのことが同時に起こり、経常収支が赤字化するとともに、直接投資収支が流出超になると、中国政府は、外貨準備高の減少を止めるための緊縮的マクロ経済政策を、本格的にとらざるを得なくなると考えられる。しかし、そうなると、失業が増加して社会が不安定化したり、不良債権が急増して金融危機が発生したりして、中国の経済社会が混乱する危険性が高まる。また、そのような状況になってから、外貨準備高の減少を止めるために管理フロー制を放棄して変動相場制に移行しても、かなりの期間混乱を収束させられない恐れがある。

中国政府は、そのようなことが起こるリスクを低下させるために、投資に頼った経済成長促進策を修正し、全要素生産性（TFP）の引き上げや投資の収益性の吟味により力を入れるべきであると考えられる。また、中国に関係する外国の企業や投資家は、中国政府がこれまでの投資に頼った経済成長政策を修正しない場合には、将来中国のカントリーリスクが不連続的に一気に高まる危険性もあることを考慮に入れて、中国政府の政策や中国经济全体の動向を見守りつつ、中国関係のビジネスや投資を進めるべきであると思われる。