

# 中国の国際投資ポジションの 二つのパズル

青 木 浩 治

## 要旨

本稿は、中国の国際投資ポジション IIP をインカム・パズルとポジション・パズルという二つのパズルの視点から分析し、中国の IIP はアメリカのそれと対照的な状況にあることを明らかにする。具体的には(1)中国は日本、ドイツに次ぐ世界第三位の債権国であるにもかかわらず、その IIP の超過実質収益率は2005～2016年の11年間でマイナス5.76パーセントであり、その主因は「エクイティで債務を負い、デットで資産を運用」する中国 IIP の現有バランスシート構造にあること、(2)中国は同じ11年間で累計15兆4,192億元（日本円換算額225.8兆円）の対外純投資を行ったにもかかわらず、その34パーセントに相当する5兆2,163億元（日本円換算額74.6兆円）の評価損を被っていることを示す。

キーワード：国際投資ポジション、インカム・パズル、ポジション・パズル

JEL Classifications: F21, F31, F34

## 目次

- はじめに—国際投資ポジションの二つのパズル—
- I 中国・日本・アメリカの国際比較
- II IIP の超過収益率
- III 中国のポジション・パズル
- IV 蔵匯於民：中国 IIP のリバランス
- おわりに

## はじめに—国際投資ポジションの二つのパズル—

アメリカの国際投資ポジション (International Investment Position, 以下 IIP) には二つのパズルが存在することが知られている (図 1)。その第一は、アメリカが既に1980年代末から債務国化し、現在世界最大の債務国であるにもかかわらず、アメリカはその対外投資ポジションから正の超過収益を得ているという事実である。実際、図 1 が示しているように、アメリカの投資収益収支は慢性的に黒字であり、驚くべきことに対外純債務の拡大とはほぼ反比例してその黒字額が増加してきた。このアメリカが享受する IIP の超過収益は、当該分野のパイオニア文献である Gourinchas and Rey [2007] によって「法外な特権 (exorbitant privilege)」<sup>(1)</sup> と呼ばれ、債務国であるにもかかわらず超過収益を享受できる謎は広く「インカム・パズル (income puzzle)」として知られるところとなった。

第二のパズルは、通常「ポジション・パズル (position puzzle)」と呼ばれる現象である。具体的には、アメリカは慢性的な経常収支赤字国であり、経常収支赤字 (正確には金融収支赤字) に相当する対外純債務を毎年増加させているはずである。その経常収支赤字が1998年から再び拡大に転じ、その結果として1980年代の展開と同じように、アメリカの対外債務累増によりやがてはドル安によりその調整が行われるのではないかと懸念が、リーマン・ショック以前の2000年代において台頭した。<sup>(2)</sup>ところが、ストックベースで見

---

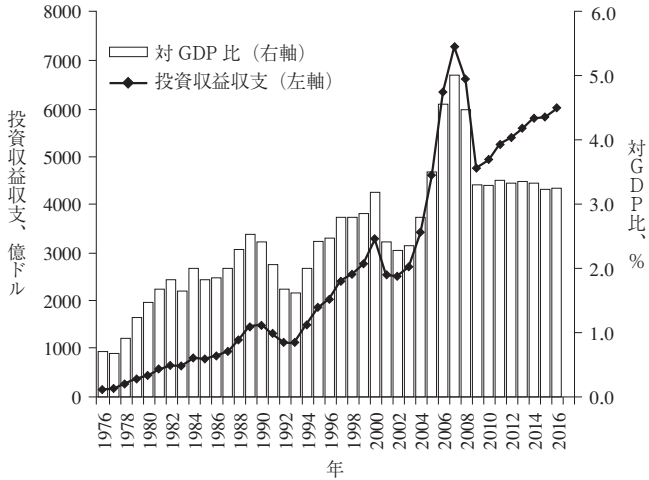
(1) 主要な国際通貨という米ドルの特権的地位を活用して、低利で負債を負い、外国企業資産などの高い収益を産む資産で運用することにより超過収益を享受しているという意味である。

(2) 当時は「グローバル・インバランス」として議論されていた。しかし、大方の予想と異なり、2007~2008年の世界金融・経済危機によってそれは「調整」され、逆に主要な国際通貨である米ドル不足が深刻化、米ドルは「増価」する結末となった。Saving glut 論のようなネットのフローではなく、アメリカと欧州を跨ぐクロス資本取引の拡大とその収縮 (国際次元でのレバレッジングとデイレバレッジング)

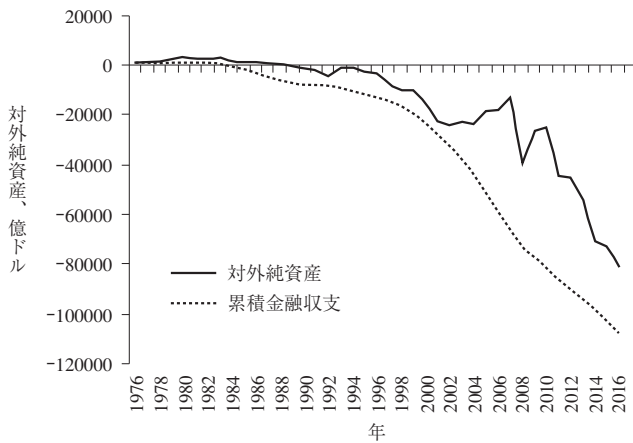
中国の国際投資ポジションの二つのパズル

図1 アメリカの投資収益収支と国際投資ポジション

a) 投資収益収支



b) 国際投資ポジション



資料) US Bureau of Economic Analysis, International Transactions and IIP, March 29, 2017.

たアメリカの IIP は、2000年代のドル安等に伴う莫大な評価益の存在によって金融収支赤字を積み上げた金額ほどには悪化しておらず、アメリカの経常収支赤字の持続可能性についての評価に大幅な修正を迫ることになったのである。このフローの積み上げ額とストックのギャップを巡る謎がポジション・パズルであり、国際経済調整における「評価損益」の重要性を指し示す現象として注目を集めてきた。<sup>(3)</sup>

では、他の国の状況はどのようになっているのであろうか？本稿の目的は、この国際金融における二つのパズルという視点から、新興経済の横綱格である中国の IIP 構造を分析してみることである。その主要動機は、中国が2000年代に日本を抜いて世界第一位の経常収支黒字国化し、現在日本、ドイツに次いで世界第三番目の債権国化したことにあり、世界第二位の経済大国の対外投資ポジションの重要性が増していることにある。中国経済の台頭は、その改革・開放後の展開からも明らかのように、アメリカの存在を抜きにしては語れないのであるが、興味深いことに中国はアメリカと全く逆の IIP パズルに直面している。Gourinchas et al. [2010] が示唆するように、法外の特権享受の裏側には「法外な負担 (exorbitant duty)」が潜んでいるが、中国は1990年代前半までの日本と同じように「法外な負担」を強いられていること、そしてその主因は「エクイティ (海外直接投資) で債務を負い、デット (外貨準備) で資産を運用する」というアメリカとは逆の対外バランスシート構造にあることを示唆する。そして、2008年のリーマン・ショック以降、中国は対外投資によりほぼ恒常的に評価損を被るようになっており、そのオーダーは最大で対外純投資累計額の50% (2014年計数)、日本円換算額114兆円とい

---

がその背後にある核心的問題であったことが、その後判明したのである。

(3) 図1に示されているように、2017年3月29日公表データでアメリカの実際を計算すると、2016年末時点で対外純債務8兆1,097億ドルに対し、1976年を基準とした累積金融収支合計はマイナス10兆7,480億ドルであり、その間2兆6,383億ドルのギャップが存在している。

う膨大な金額に達していたことを示す。

## I 中国・日本・アメリカの国際比較

中国は発展途上国としては稀な国際収支構造の履歴を持つ国である。1978年の第11期三中全会を転機に、中国は計画経済から次第に市場経済に移行する方向を歩むとともに、同時に自力更生路線を転換して国を世界に開く政策へ転じていった。よく知られた改革・開放政策がそれである。

当初は非常に不安定な歩みであったものの、1990年代初頭の社会主義市場経済路線の確定を受けて、1994年に第12期三中全会の決定に従った大規模な経済改革を実行した。そして非常に幸運なことに、この1994年に中国の経常収支が黒字化し、発展途上国がしばしば経験する慢性的な貿易赤字と外貨不足状態から比較的早期に決別することに成功するのである。計画生育政策（一人っ子政策）には多くの功罪が伴うものの、人口ボーナス局面を意図的に創り出す政策は、こと国際収支面からはきわめて好都合であったと言えよう。

その後は破竹の勢いであり、とりわけWTOに加盟した2001年以降に貿易が急拡大、2009年にドイツを抜いて輸出世界第一位、2013年にアメリカを抜いて貿易額世界第一位に上り詰める。そして2005年以降経常収支黒字が急拡大し、2008年にドイツを抜いて中国は日本に次ぐ世界第二番目の債権大国化<sup>(4)</sup>した。

しかし、債権国化したと言っても、その収益果実は必ずしも芳しいとは言

---

(4) ただし、2015年において再びドイツにその地位を譲り、現在、世界第三位の債権国となっている。なお、中国のIIPは2004年末より作成が開始されているが、2004年末時点では既に2,764億ドルの対外純資産が計上されている。このように、中国がいつの時点で債権国化したかは公式統計だけでは不明であるが、フローの金融収支を遡及して考えると、1990年代のどこかということになる。ちなみにPhilip R. Laneのデータセットによると、中国の債権国化は1999年である。

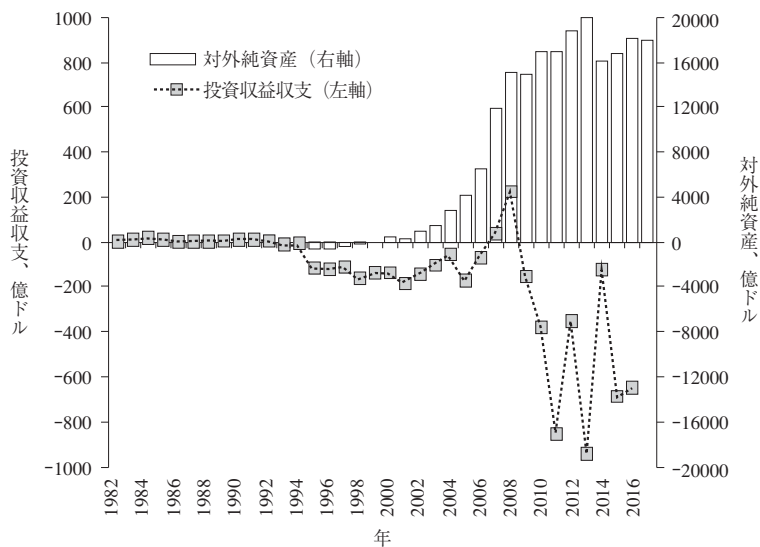
表1 2016年のIIPと投資収益収支

	対外純資産	投資収益収支
中国	208.8兆円 [ 16.8% ]	▲ 7.1兆円
日本	349.1兆円 [ 65.0% ]	18.2兆円
アメリカ	▲940.3兆円 [▲43.7%]	65.6兆円

注) アメリカの対外投資ポジションは市場価格表示, 日本・中国はFDIが簿価。各国通貨ベース計数を期末・期中平均為替レートで円換算した。[ ] 内の計数は対GDP比。

資料) 日本, 日本銀行ホームページ。中国, 外国為替管理局ホームページ。  
アメリカ, Bureau of Economic Analysis ホームページ。

図2 中国の対外純資産と投資収益収支



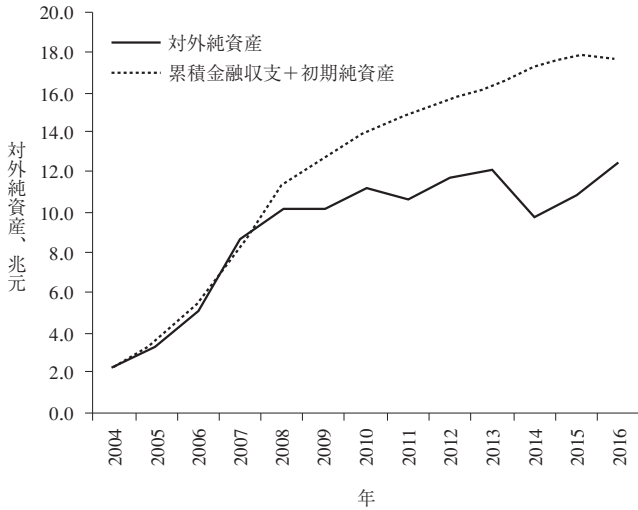
注) 2003年までの対外純資産は P. Lane dataset の計数, 2004年以降は公式統計。

資料) 国家外匯管理局「中国国際収支平衡表時間序列 (BPM6)」 「中国国際投資頭寸表 (時間序列数据)」 2017年3月30日。

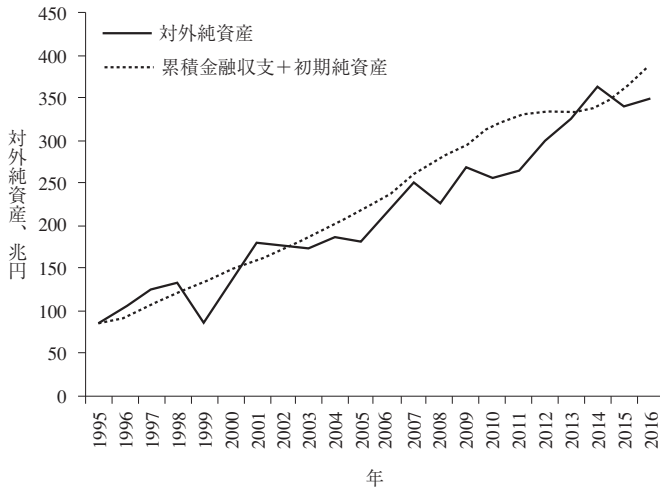
中国の国際投資ポジションの二つのパズル

図3 IIPのポジション・パズル：対外純資産と累積金融収支

a) 中国



b) 日本



資料) 中国は図2, 日本は表3と同じ。

えない。表1を観察しよう。この表は2016年時点における中国、日本、アメリカのIIPと投資収益収支を整理したものである。中国は2016年末時点で1兆8,005億ドル(円換算209兆円相当)の対外純資産を保有しており、この額は日本のその60パーセントに相当する額である。1960年代末から概ね50年をかけて蓄積した日本の対外純資産の6割弱を、中国はわずか20年足らずで積み上げたわけである。しかし、経常収支が黒字化した時期とほぼ軌を一にして、中国の投資収益収支は1995年より急速に悪化し、2007・2008年の一時期を除きほぼ慢性的に赤字を続けている(図2)。表に示されているように、米中はこの点で全く逆の立ち位置にあり、世界最大の債務国アメリカの投資収益収支は慢性的な黒字、世界第三位の債権国・中国のそれはほぼ慢性的な赤字という対照的な構図が出現している。

第二に、対外純資産の変動要因に着目しよう。まず、対外純資産  $NFA_t$  は、対外純資産  $NFA_t = \text{前年末対外純資産 } NFA_{t-1} + \text{金融収支 } FB_t + \text{評価損益等 } VC_t$  という関係に従って変動していく。それゆえ、過去の特定期点を初期時点に選択すると

$$\begin{aligned} \text{対外純資産 } NFA_t &= \text{初期対外純資産 } NFA_0 \\ &+ \text{累積金融収支 } \sum_{s=0}^t FB_s \\ &+ \text{累積評価損益 } \sum_{s=0}^t VC_s \end{aligned}$$

という関係が成立する。ここで、右辺第二項は近似的に累積経常収支に等しく、それは一国の累積貯蓄投資差額に一致する。したがって、この項は過去

---

(5) 正確には「経常収支+資本移転等収支=金融収支」である。しかし資本移転等収支は非常に少額であるので、金融収支は近似的に経常収支に等しい。なお、ここで言う金融収支は日本で使用されているそれを意味し、中国では日本と符号を換えて使用されている。また、中国の国際収支表の誤差脱漏が近年巨額になっており(2005~2016年累計7,019億ドルの流出)、金融収支・対外債権の過少評価の可能性



## 中国の国際投資ポジションの二つのパズル

の国民貯蓄のうち、国外で運用された残高という意味を持つ。

図3は、この関係を中国と日本について描いたものである（詳細な数字は後出表5を参照）。ただし、日本はIMF国際収支マニュアル第6版の基準による（遡及）統計が得られる1996年以降について図示した（1995年を基準年とした）。Rogoff and Tashiro [2015] によって指摘されているように、日本ではアメリカにおいて見られるポジション・パズルは観察されないのに対し、中国では近年アメリカとは逆の方向でのポジション・パズルが観察される。特に2008年のリーマン・ショック以降、それは顕著となり、2014年には累積純投資額の50パーセントに及ぶ7兆5,209億元（日本円換算額113.8兆円）の評価損を計上している。その後、人民元切り下げ等によりそのオーダーは縮減しているものの、中国は2005～2016年の11年間で累計15兆4,192億元の対外資産をネットで取得したにもかかわらず、実際の残高は12兆4,903億元でしかない。もちろんその差額5兆2,163億元は、この間に被った評価損である。このように中国国民は15.4兆元の貯蓄を対外投資に充当してきたものの、その34パーセント分を評価損により失うという、一見したところ暗澹たる投資実績に直面しているのである。

## II IIPの超過収益率

### 1 トータル・リターン<sup>(6)</sup>の計測

しかし、投資収益は評価損益だけでなく、利息・配当収入に相当するインカム・ゲインを含めて定義されるべきである。そこで、トータル・リターンがどのようなになっているかを計測してみよう<sup>(6)</sup>。

具体的には、

---

が高いが、本稿ではこの問題には立ち入らない。

(6) 国家外匯管理局国際収支分析小組 [2017] でも対外資産・負債名目収益率が示されているが、公式統計は評価損益を除外しているという意味で不完全である。

$$\text{トータル・リターン } R_t = \frac{IB_t}{NFA_{t-1}} + \frac{NFA_t - NFA_{t-1} - FB_t}{NFA_{t-1}}$$

という関係によりそれを計測する。ここで、上式右辺第一項の分子  $IB$  は国際収支の投資収益収支であり、それを前期末対外資産で割った比率はインカム・ゲインを意味している（イールドとも呼ぶ）。右辺第二項はキャピタル・ゲイン（もしくは評価損益）であり、IIPの資産増加から金融収支（資産取得額）を控除することによってそれを計測可能である。

表2は、データが得られる2005～2016年の11年間を対象に、以上の手順によって計測した結果を整理したものである。ここで、トータル・リターンはグロスの資産・負債別に計測し、消費者物価上昇率によって実質化している。そのため、ドルベース残高を期末時点為替レートで人民元表示額に変換し、ドルベース計数しか得られない2005～2009年金融収支を期間平均為替レートで人民元表示額に変換した。また、金融派生商品の評価損益はフロー統計とストック統計の齟齬を調整するための技術的な補正項に過ぎないので、トータル・リターンの計測から除外している。表から明らかなように、中国のIIP実質収益率は、資産がマイナス0.74パーセント、負債が5.02パーセントであり、その差である超過収益率はマイナス5.76パーセントであった。従来から言われているように中国の名目対外資産収益率は非常に低く、消費者物価上昇率にも届かない1.88パーセントである。その結果、資産サイドだけでも実質収益率はマイナスであるが、負債として負担する収益率をも加味すると、ネットのマイナス収益率はずっと大きいのである。その要因をインカム・ゲインとキャピタル・ゲインに区分した場合、資産サイドの低イールドに加え、年率2.41パーセントほどの評価損を被っている。

一方、同じ債権国である日本の超過収益率を計測した結果が表3に整理されている。日本のIIPの超過実質収益率は遡及データが得られる1996～2016

中国の国際投資ポジションの二つのパズル

表2 中国 IIP の超過収益率（2005～2016年）

	超過収益率			超過収益の要因	
		資産	負債	インカム・ゲイン	キャピタル・ゲイン
実質	▲5.76%	▲0.74%	5.02%	▲3.35%	▲2.41%
名目	▲5.87%	1.88%	7.75%	▲3.44%	▲2.43%

備考：名目収益率の要因別分解

資産		負債	
インカム・ゲイン	キャピタル・ゲイン	インカム・ゲイン	キャピタル・ゲイン
3.55%	▲1.66%	6.98%	0.77%

注) 実質収益率は  $(1+I+V)/(1+p)-1$  により計算した。ここで  $I$  は名目インカム・ゲイン、 $V$  は名目キャピタル・ゲイン、 $p$  は消費者物価上昇率である。実質超過収益率の要因分解は  $\text{インカム・ゲイン}=(I_t-I_t)/(1+p)$ 、 $\text{キャピタル・ゲイン}=(V_t-V_t)/(1+p)$  によって行っている（添え字は資産  $A$ 、負債  $L$  を意味する）。丸目誤差により、合計が全体に一致していない場合がある。

資料) 国家外匯管理局「中国国際収支平衡表時間序列 (BPM6)」 「中国国際投資頭寸表 (時間序列数据)」 2017年3月30日。

表3 IIP の超過収益率の国際比較

	超過収益率	内訳①		内訳②	
		インカム・ゲイン	キャピタル・ゲイン	資産	負債
中国[2005～2016年]	▲5.76%	▲3.35%	▲2.41%	▲0.74%	5.02%
日本[1996～2016年]	0.90%	1.39%	▲0.49%	4.08%	3.19%
アメリカ[1977～2016年]	3.46%	1.38%	2.08%	6.85%	3.39%
備考					
日本[1977～1995年]	▲4.38%	▲1.00%	▲4.28%	Rogoff and Tashiro [2015]	
日本[1981～1995年]	▲4.15%	0.16%	▲4.31%	Habib [2010]	

資料) 中国：表2と同じ。

日本：日本銀行「国際収支の状況・経常収支、金融収支」 「対外資産負債残高 (BPM6 遡及推計)」。

アメリカ：US Bureau of Economic Analysis, International Transactions and IIP, March 29, 2017.

年の21年間平均で0.90パーセントであり、オーダーそのものは比較的小さいものの、ポジティブな超過収益を実現しているという意味で、日本はアメリカと同じ「法外な特権」<sup>(7)</sup>を享受するポジションを確立している。

ただし、IIPのマイナス超過収益率はなにも中国に固有の現象ではなく、実は、1990年代前半までの日本も現在の中国と同じ状況にあったことは記憶されてよい。実際、同じ表3の備考欄に示されているように、Habib [2010]から逆算した1981～1995年の日本のIIP実質収益率はマイナス4.15パーセントであった。また、Rogoff and Tashiro [2015]では1977～1995年でマイナス4.38パーセントという推計結果が示されている。なお、その主因は円高等による評価損である。一方、第一次所得収支の中身の情報が欠如しているため詳細は不明であるが、慢性的な所得収支赤字およびそのIIP構造から推測して、中国と同じ債権国であるシンガポールのIIPの超過収益もマイナスである可能性が高い。いずれにしても、債権国のIIP超過収益がマイナスであることは決して例外的な現象ではなく、新しく台頭した若い債権国に見られる現象のようである。その意味で、近隣の台湾や最近債権国化した韓国のIIP超過収益率の計測は、残された興味深い研究課題であろう。

## 2 なぜ？

では、その原因は何であろうか？残念ながら、中国の公式統計では投資収益収支の詳細が不明であるため、その正確な要因分析を行うことは難しい。しかし、そのIIPの構造から間接的な推測を行うことは可能である。表4は、中国と日本、アメリカの三つの国のIIP構成比構造をグロスの資産・負債別に比較対照したものである。既に先行研究により日米の超過収益の源泉は分

---

(7) 公式統計から推計可能なアメリカの評価損益は純粋のキャピタル・ゲインだけでなく、統計不突合などの技術的理由による調整を多く含んでいるため、表3のアメリカの推計結果は参考程度と考えるべきである。

中国の国際投資ポジションの二つのパズル

かっており、日本は債券投資の超過収益が、アメリカは直接投資を中心とするエクイティ関連の超過収益がその法外な特権の源泉である<sup>(8)</sup>。このことを念頭に置いて表を観察すると、中国のIIP構造の特徴は次のようにまとめられよう。第一に、規制により中国の証券投資が資産・負債ともに相対的に不活発であり、わずかに2014年11月の規制緩和（滬港通）による対中株式投資ウェイトの上昇が目立つ程度である。第二に、中国の資産は外貨準備、負債は直接投資に偏在している。外貨準備資産の多くは米国連邦債・機関債等の債券投資で構成されているとみられるので、結局のところ中国は「エクイティで債務を負い、デットで資産を運用する」というバランスシート構造を構築していることになる。実際、外貨準備資産は総資産の48パーセント<sup>(9)</sup>、エクイティ

表4 中国・日本・アメリカのIIPの構成（2016年）

単位：%

項目	資 産			負 債		
	中国	日本	アメリカ	中国	日本	アメリカ
直接投資	20.4	16.0	31.0	61.4	4.3	23.2
証券投資	5.6	45.4	41.5	17.3	50.0	54.2
株式	3.3	16.3	29.5	12.7	28.0	20.4
債券	2.3	29.1	11.9	4.6	22.0	33.8
金融派生商品	0.1	4.3	9.2	0.1	7.0	6.7
その他投資	26.0	20.0	16.6	21.1	38.7	15.9
準備資産	47.9	14.3	1.7	—	—	—

資料) 表2, 3と同じ。

(8) アメリカについては Curcuro et al. [2013], Gourinchas and Rey [2014], 日本については青木 [2016], Rogoff and Tashiro [2015] を参照。なお、日本の1996～2016年実績は、後出表8に示されている。

(9) 2014年後半以降の大規模資本流出に伴う外国為替市場介入により外貨準備資産のウェイトは50パーセントを割ったが、それ以前では総資産の7割を占めていた(後出表7を参照)。

関連負債残高は株式を含めると総債務の74パーセントを占めている。一方、アメリカの主要資産は31パーセントが直接投資、30パーセントが株式であり、エクイティ関連資産は全体の6割を占めているのに対し、負債の最大項目は債券であり、全債務に対するシェアは34パーセントである。Gourinchas and Rey [2007] が指摘するように、アメリカはTB・国債等のデットで債務を負い、エクイティで運用することによりエクイティ・プレミアムに相当する超過収益を獲得しているのであり、これがアメリカの法外な特権の内実である。これに対し、中国はその逆のポートフォリオ・ポジションをとっており、「エクイティで債務を負い、デットで資産を運用する」ことによってエクイティ・プレミアムに相当するマイナスの超過収益を甘受している訳である<sup>(10)</sup>。

ただし、超過収益がマイナスという事実によって、中国が国際投資から損失を被っていると考えることは早計であろう。例えば直接投資は受け入れ国にとって非常に大きな経済的便益をもたらすが、投資収益収支が赤字であるからと言って損失を被っていると考えることは明らかに不合理である。収益還元額を上回る経済的便益がその本質だからである。むしろ中国のマイナスの超過収益は、その資本勘定取引の自由化に関する sequencing ルールを順守した帰結と考えた方がより素直な解釈であろう。実際、中国の資本規制緩和は対内直接投資から始まり、対外直接投資および対内株式投資へ、公的機関・銀行から企業、個人へと資本自由化の順序を強く意識して行われてきた(中国人民銀行 [2012])。こうした中で、2000年代、経常収支と資本収支の双子の黒字が長らく続き、その結果として為替レート安定化のための外国為

---

(10) 日本の法外な特権の源泉は、「安全資産としての円」という日本円の国際的ステータスにあると考えられる(青木 [2016], Rogoff and Tashiro [2015])。世界的な成長鈍化・不確実性増大期における円高(評価損)という「法外な負担」の代価として、外国投資家は日本に低金利プレミアムを供与している訳である。なお、より根源的な要因として、青木 [2016] は内外投資家のリスク回避度の差に着目した一つの理論仮説を示している。

中国の国際投資ポジションの二つのパズル

表5 中国の対外純資産と累積金融収支、評価損益

単位：億元

年	(a)対外純資産	(b)累積金融収支	(c)累積評価損益	累積評価損率[(c)/(b)]
2004年	22,875	—	—	—
2005年	32,900	13,062	▲ 3,037 [▲ 4.1]	▲23.2%
2006年	49,992	32,158	▲ 5,040 [▲ 7.0]	▲15.7%
2007年	86,787	60,273	3,639 [ 6.4]	6.0%
2008年	102,096	91,018	▲11,797 [▲ 16.5]	▲13.0%
2009年	101,775	105,071	▲26,170 [▲ 36.2]	▲24.9%
2010年	111,797	117,872	▲28,951 [▲ 39.8]	▲24.6%
2011年	106,385	126,118	▲42,607 [▲ 56.7]	▲33.8%
2012年	117,318	134,494	▲40,051 [▲ 53.5]	▲29.8%
2013年	121,692	140,016	▲41,198 [▲ 55.3]	▲29.4%
2014年	98,073	150,408	▲75,209 [▲113.8]	▲50.0%
2015年	108,592	156,080	▲70,363 [▲104.4]	▲45.1%
2016年	124,903	154,192	▲52,163 [▲ 74.6]	▲33.8%

注) (a)対外純資産はドルベース原計数を期末為替レートで人民元換算した額。累積金融収支は2005年をベンチマークとし、毎年の金融収支(対外資産純取得額)の累計額を積み上げた金額(2005～2009年はドルベース原計数を期中平均為替レートで人民元換算した)。累積評価損益率=100×累積評価損益÷累積金融収支により計算されている。(c)累積評価損益の[ ]内は日本円換算額(兆円)である。

資料) 筆者推計。

替市場介入により外貨準備資産が激増したのである。その帰結が現在のIIPのバランスシート構造であり、多分にそれは中国の資本取引規制政策(および為替レート政策)の反映と考えられる。

### III 中国のポジション・パズル

既に図3によって示したように、中国はアメリカとは逆のポジション・パズルに直面している。

表5は、その具体的数値をまとめたものである。中国は、データが得られる2005年以降でほぼ慢性的な評価損を被っており、そのオーダーは2008年の

表6 中国 IIP の累積評価損益内訳

単位：億元

年	評価損益総額	直接投資	証券投資		
			株式	債券	
2005年	▲ 3,037	731	▲ 78	133	▲ 211
2006年	▲ 5,040	669	2,509	367	2,142
2007年	3,639	9,219	2,558	831	1,727
2008年	▲11,797	10,244	694	431	264
2009年	▲26,170	▲ 6,918	355	263	93
2010年	▲28,951	▲ 4,299	556	523	33
2011年	▲42,607	242	▲ 3,158	2,547	▲ 5,705
2012年	▲40,051	8,200	▲ 3,369	4,139	▲ 7,508
2013年	▲41,198	16,360	▲ 1,903	5,478	▲ 7,381
2014年	▲75,209	22,093	▲21,696	▲12,585	▲ 9,111
2015年	▲70,363	27,404	▲29,274	▲12,389	▲16,885
2016年	▲52,163	20,879	▲28,100	▲11,649	▲16,451
年	金融派生商品	その他投資	外貨準備資産		
			現預金	借款	
2005年	—	1,410	602	567	▲ 5,100
2006年	—	1,826	62	511	▲10,044
2007年	—	8,327	5,893	1,633	▲16,464
2008年	—	5,694	4,287	1,948	▲28,429
2009年	—	3,031	3,590	▲ 2,162	▲22,638
2010年	—	3,766	3,827	▲ 1,772	▲28,974
2011年	—	2,373	▲ 121	786	▲42,064
2012年	—	▲ 4,531	▲ 4,235	▲ 680	▲40,351
2013年	—	▲12,194	▲ 7,414	▲ 6,765	▲43,461
2014年	—	▲26,950	▲19,083	▲ 9,929	▲48,656
2015年	▲ 240	▲23,645	▲24,561	▲ 2,834	▲44,609
2016年	▲ 532	▲23,212	▲24,452	▲ 3,463	▲21,198

注) 2005年以降の資産・負債別評価損益累積値の純額。国際収支原表における2010～2013年の金融派生商品・負債のマイナス3億元は、全体と個別項目合計との整合性を維持するためゼロに調整している。

資料) 筆者推計。



## 中国の国際投資ポジションの二つのパズル

リーマン・ショック以降非常に大きな金額に達していることが分かる（日本円換算した第4列の [ ] 内を参照されたい）。

具体的には2005～2016年の11年間で累計5兆2,163兆元の評価損を被っており、そのオーダーは特に2014年において7兆5,209億元（日本円換算113.8兆円）と巨額にのぼっていた。そこでその要因を明らかにするため、中国のIIPの評価損益を投資項目別に計測してみた（表6）。そこから読み取れるポイントは次の三点である。第一に、2013年までの評価損は外貨準備資産に集中しており、この通貨当局が被っていた評価損が中国のポジション・パズルの圧倒的要因と言ってよい。しかし第二に、2014年より証券投資とその他投資の評価損が急増した。そして第三に、人民元の切り下げが始まった2015年以降、評価損は部分的に緩和されている。

第一の特徴は、対外資産の7割を占めていた外貨準備資産がドル資産等で運用されているため、2008年9月～2010年6月の一時期を除く持続的な人民元切り上げにより評価損を被ってきたことを物語っている。また、第三の特徴はその逆であり、人民元切り下げにより、外貨建て資産に評価益が発生したことの反映であろう。

より複雑なのは、人民元の対米ドルレートが比較的安定していた2014年における巨額の評価損の発生要因である。その第一は、対外債券投資、およびその他投資中の現預金資産が被った巨額の評価損である。2014年は人民元を除く非ドル通貨がドルに対して減価した年であり、ユーロなどの非ドル通貨建て資産で運用されていた債券・預金資産が、人民元の米ドル連れ高によって評価損を被ったとみられる。また、2014年夏場から2015年6月にかけての急激な株高の中で、2014年11月に行われた規制緩和「滬港通（滬は上海の別称。上海と香港の株式相互売買制度）」により、中国の対外株式負債の評価額が急増した。ちなみに上海株価指数は2015年6月に5,000水準を達成した後急落したが、その後、株価上昇が始まった直前の水準2,000よりも高い

3,000の水準に落ち着いた。それゆえ、株価そのものは以前に比べて1,000ポイント程度上昇していることに注意する。この対外株式負債の評価額増加が評価損として計上されている訳である。

この展開は、日本の2015年のそれに酷似している。実際、2015年に日本は対ユーロでの円高による11兆円の資産評価損、および株高による19.1兆円の対外債務増加などにより、合計45.8兆円の評価損を被った。その結果、金融収支は21.6兆円の黒字（ネット資産取得）であったにも関わらず、日本の対外純資産は2014年の363.4兆円から2015年の339.2兆円へ逆に24.2兆円減少してしまったのである（日本銀行 [2016]）。

もっとも、2014年まで持続的に拡大した IIP の評価損は、2015年8月11日の為替レート改革（為替レートの基準値決定メカニズム改革）とその後の人民元の切り下げにより若干緩和されている。しかし、2014年後半以降の累計1.6兆ドルにおよぶ大規模資本流出にもかかわらず、人民元の切り下げ率は対米ドルレートで13パーセント、名目実効為替レートベースでもたかだか7パーセントでしかなく、累積対外純投資額と実際の残高の持続的なギャップという意味でのポジション・パズルは容易に解消できそうにない。

#### IV 蔵匯於民：中国 IIP のリバランス

以上の様に、中国は資本取引規制の sequencing ルールを順守してきた経緯により、その IIP の超過収益はマイナスとなっていることが分かった。特に資産が外貨準備資産で主として構成されてきたため（表7）、その低収益構造が強く意識され、対外資産を民間で運用する「蔵匯於民（外貨を民間で貯蔵する）」が急務とされてきた。こうした背景の中で進められてきた政策の一つが、「走出去（企業の海外進出）」である。

この走出去そのものは、国際収支黒字に伴う過剰流動性対策として2004年から推し進められてきたが、ここ数年は M&A を中心とする対外直接投資の

中国の国際投資ポジションの二つのパズル

表7 中国の国際投資ポジション構成

単位：%

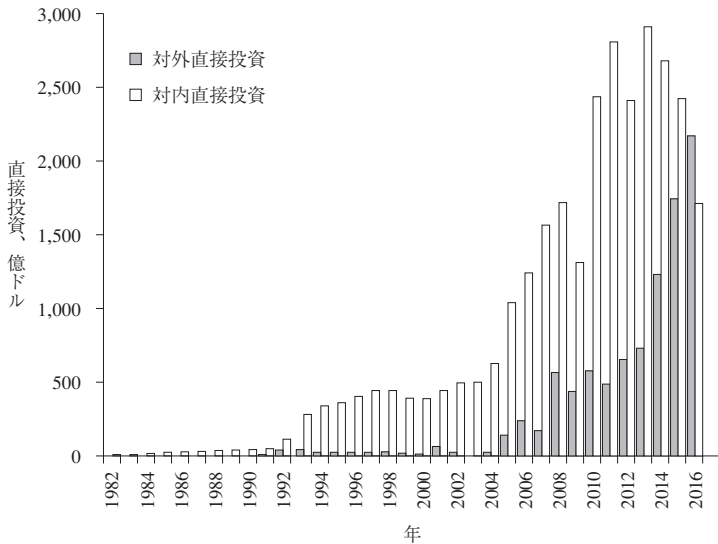
(1) 資産							
年末	直接投資	証券投資	株式		金融派生商品	その他投資	準備資産
			株式	債券			
2004	5.7	9.9	0.0	9.9	0.0	17.8	66.6
2005	5.3	9.5	0.0	9.5	0.0	17.7	67.5
2006	5.4	15.7	0.1	15.6	0.0	15.0	63.9
2007	4.8	11.8	0.8	11.0	0.0	19.4	64.0
2008	6.3	8.5	0.7	7.8	0.0	18.7	66.5
2009	7.2	7.1	1.6	5.5	0.0	14.4	71.4
2010	7.7	6.2	1.5	4.7	0.0	15.3	70.8
2011	9.0	4.3	1.8	2.5	0.0	17.9	68.8
2012	10.2	4.6	2.5	2.1	0.0	20.2	65.0
2013	11.0	4.3	2.6	1.8	0.0	19.8	64.8
2014	13.7	4.1	2.5	1.6	0.0	21.6	60.6
2015	17.8	4.2	2.6	1.6	0.1	22.6	55.3
2016	20.4	5.6	3.3	2.3	0.1	26.0	47.9

(2) 負債							
年末	直接投資	証券投資	株式		金融派生商品	その他投資	
			株式	債券			
2004	56.5	8.7	6.6	2.0	0.0	34.8	
2005	57.8	9.4	7.8	1.6	0.0	32.8	
2006	58.5	11.5	10.1	1.4	0.0	30.0	
2007	57.3	11.9	10.5	1.4	0.0	30.8	
2008	62.6	11.5	10.3	1.2	0.0	25.9	
2009	67.5	9.8	9.0	0.8	0.0	22.7	
2010	64.6	9.2	8.5	0.7	0.0	26.2	
2011	62.6	8.2	6.9	1.2	0.0	29.2	
2012	61.8	10.0	7.8	2.2	0.0	28.2	
2013	58.4	9.7	7.5	2.2	0.0	31.9	
2014	53.8	16.5	13.5	3.0	0.0	29.8	
2015	60.1	18.2	13.3	4.9	0.1	21.5	
2016	61.4	17.3	12.7	4.6	0.1	21.1	

資料) 図2と同じ。

図4 中国の内外直接投資



資料) 図2と同じ。

激増に結実している(図4)。中国企業の最大の優位性である「潤沢な内部留保資金」をテコにして、当初は金融危機により苦境に直面していた先進国企業の fire-sales や資源高を見越した資源権益参加などを中心に FDI が拡大してきたが、近年では新しい産業構造構築のための先進技術やブランド獲得を目的とした活発な M&A が展開されている。そして、近年における対内直接投資の頭打ち傾向の中で、2016年に国際収支ベースで初めて対外直接投資がそれを上回り、中国は一躍世界の主要投資国に躍り出たのである<sup>(11)</sup>。このように、対外証券投資が規制により依然不活発な中で、対外直接投資を軸としてその IIP 構造のリバランシングが始まっていると言えよう(表7)。

(11) 商務部・国家統計局・国家外匯管理局 [2016] によると、2015年にフローの実行ベース対外直接投資1,457億ドルが初めて対内直接投資1,356億ドルを上回り、中国はアメリカに次いで世界第二位の投資国になった。

中国の国際投資ポジションの二つのパズル

表8 日本の国際投資ポジションの収益率格差要因分解（1996～2016年）

	収益率格差	収益効果	構成効果
合計	0.90%	1.39%	▲0.49%
内訳			
直接投資	0.16%	▲0.35%	0.51%
株式・投資ファンド持ち分	▲0.24%	1.14%	▲1.38%
債券	1.62%	1.17%	0.45%
その他投資	▲0.64%	▲0.57%	▲0.07%

備考：日本の直接投資実質収益率（1996～2016年平均）

	資産	負債	ネット
収益率[①+②]	4.19%	9.36%	▲5.17%
①インカム・ゲイン	6.84%	8.66%	▲1.83%
②キャピタル・ゲイン	▲2.65%	0.70%	▲3.35%

注) 丸目誤差により、合計が全体に一致しない場合がある。  
資料) 筆者推計。

しかし、こうしたリバランシングによって、中国が被ってきた法外な負担を回避できるか否かは別の問題である。この点で、日本の経験は示唆的である。表8は、日本のIIP超過収益の源泉を①投資項目別（直接投資、株式投資、債券投資、その他投資）と、②収益効果と構成効果に分解した結果である。ここで、収益効果とは資産サイドと負債サイドの各投資項目別実質収益率格差がどの程度総収益率格差に寄与したかのオーダーを、また構成効果とは同投資項目の資産・負債における構成ウェイトの差が総収益率格差に寄与するオーダーを言う<sup>(12)</sup>。日本の対内FDIは2016年末時点で27.8兆円、総対外債

(12) いま、 $S_k^d (S_k^l)$  を、資産（負債）項目  $k$  の残高シェア、 $R_k^d (R_k^l)$  を資産（負債）項目  $k$  の名目収益率と定義する。このとき、名目収益率は  $R^j = \sum_k S_k^j R_k^j (j=A, L)$  と定義されるので、名目超過収益率は

$$R^d - R^l = \sum_k \bar{S}_k (R_k^d - R_k^l) + \sum_k \bar{R}_k (S_k^d - S_k^l)$$

務に占めるシェアはわずか4.3パーセントでしかないのに対し、対外 FDI はその5.7倍の159.2兆円、総対外資産に占めるシェアも16.0パーセントに上っている。ところが、表8の上段に示されているように、直接投資の超過収益に対する寄与はわずか0.16パーセントでしかなく、1.62パーセントという債券投資の寄与と比べてみれば明らかなように、日本の法外な特権の源泉としての直接投資の役割はきわめて小さい。

その原因は、同じ表に示されている収益効果にある。確かに資産に占める FDI のシェアが負債に占めるシェアに比べて高いため、日本の FDI は構成効果によって0.51パーセントの超過収益押し上げ要因となっているが、収益効果はマイナス0.35パーセントである。下の備考欄に示されているように、対内 FDI の収益率9.36パーセントに対し、対外 FDI の収益率はその半分以下の4.19パーセントしかないからである。主要先進国中最低水準の対内 FDI に比べて日本の対外 FDI は巨額であるにもかかわらず、その低収益性により、収益効果はマイナス0.35パーセント、その結果、トータルとしての FDI の収益貢献はわずか0.16パーセントに留まっているのである。

この日本の経験を所与とすると、単純に資産の中身をデットからエクイティに切り替えたらからといって、自動的に中国の現状が是正される保証は何もないことが分かる。海外直接投資の本質は、進出企業が組織内部で蓄積した「優れた経営資源」の企業内移転であるとされているが、潤沢な資金で外国企業を爆買する戦略によってシナジー効果はある程度期待できるとしても、対中 FDI の収益率を上回る高いリターンを実現できるか否かは不明である<sup>(13)</sup>。中国企業の稼ぐ力こそが問題を解く鍵なのである。

---


$$\text{where } \bar{S}_k = 0.5(S_k^A + S_k^L), \bar{R}_k = 0.5(R_k^A + R_k^L)$$

と分解できる ( $A$  は資産、 $L$  は負債を表す)。この上式右辺第一項が収益効果であり、第二項が構成効果である。また、実質収益率格差は辺々を  $1 + \text{インフレ率 } p$  で割ることにより計測されている。

## 中国の国際投資ポジションの二つのパズル

第二に、2014年後半から始まった中国からの大規模資本流出（2014年 Q2～2016年 Q4 で1.6兆ドル、円換算額191兆円）の質的変容と為替レート安定化へ向けた資本規制強化の影響がある。具体的には、2015年8月11日の「8.11 匯改（為替レート基準値算定方式改革）」に伴う人民元の切り下げにより中国からの資本流出が加速したが、その主要内容はポスト・リーマンショック期に集中した国際銀行の対中国債権（ドル建て債権と非居住者人民元預金）の逆流であった。しかし、それも2016年 Q1 には概ね底打ちし、中国からの大規模資本流出の本流は M&A を中心とする中国資本の対外投資に移った。中国国内の資本収益率低下と金融リスク拡大等を背景に人民元安予想が払拭されず、中国資本の海外流出圧力が形成され始めたのである<sup>(14)</sup>。しかし、2017年秋の党大会や近年急速に拡大した国内金融リスクの管理の必要上、中国は内外金融両面で規制強化の時代を迎えている。2016年11月から始まった500万ドル以上の海外直接投資に対する事前審査制導入はその一環と見られ、2017年前半において中国の海外直接投資は前年比半減した。「防風険（リスク防止）」の時代を迎えた今日、「藏匯於民」に対する逆風が吹き始めているのである。

---

(13) 本業とは直接関係しないスポーツ・クラブの所有権取得や、既に債務依存度が高い企業がさらに借入金で国際 M&A を推し進めるなど、中国企業による海外 M&A には多くの問題が指摘されている。また、M&A の EBITDA 倍率が他の国の M&A に比べて高水準に達するなど中国企業の高値掴み傾向は強く、のれん代の償却負担による収益低迷の可能性を排除できない。

(14) その他、人民元切り上げの基調を形成してきた経常収支・資本収支の「双順差（双子の黒字）」が経常収支黒字と資本収支赤字の「一順一逆」構造へ変化したにもかかわらず、人民元減価率そのものが比較的小さい（2010年7月～2015年8月の30パーセントに及ぶ人民元の実質実効為替レート増価にもかかわらず、その後の切り下げ率は2016年末まででも僅か6パーセント）という事実も、下げ止まり感が欠如する要因として指摘できよう。

## お わ り に

改革・開放後の中国は、発展途上国としては例外的に早い段階からその經常収支が黒字化し、既に2000年代において若い債権国に転換した。また中国は、「寛進厳出的資本管制（流入に寛容で流出に厳格な資本規制）」や「直接投資以外の資本流入抑制」などの一連のプルーデンシャル原則を忠実に守り、アジア危機のような金融危機を回避することにも成功してきた。しかしその一方で、中国の対外投資実績は必ずしも芳しいものとは言えない。本稿はその実態を IIP の二つのパズルという視点から包括的に捉える実証分析を行い、中国は過去11年間でマイナス5.76パーセントの法外な負担を余儀なくされてきたこと、そして近年、為替レート変動や株価変動により巨額の評価損を被るようになっており、そのオーダーは過去11年間にわたる累計対外純投資額の3分の1に相当する累計5兆2,163億元にのぼっていることを明らかにした。表向きの華々しい経済的躍進の背後で、中国が多くの隠れた負担を余儀なくされていることもまた確かなのである。

## 参 考 文 献

- 青木浩治, 2016. 「安全資産としての円と日本の法外な特権」『甲南経済論集』第57巻 第1・2号, 9月:1-39.
- 日本銀行国際局, 2016. 「2015年の国際収支統計および2015年末の本邦対外資産負債残高」*BOJ Reports&Research Papers*, 8月.
- 国家外匯管理局国際収支分析小組, 2017. 「2016年中国国際収支報告」, 3月30日.
- 中国人民銀行調査統計司課題組, 2012. 「我国開放資本賬戸条件基礎成熟」『中国証券報』2月23日(邦訳:植田賢司・五味佑子「中国人民銀行による人民元資本取引自由化に関する報告書」公益財団法人・国際通貨研究所 New Letter No.15, 2012年5月30日).
- 中国商務部・国家統計局・国家外匯管理局, 2016. 『2015年中国対外直接投資統計公報』9月.
- Curcu, S. E., Thomas, C. P. and Warnock, F. E. 2013. “On Return Differentials.” *Journal of International Money and Finance* 36, September: 1-25.



中国の国際投資ポジションの二つのパズル

- Gourinchas, P.-O. and Rey, H. 2007. "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege." In Clarida, R. H. (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press; Chicago: 11-55.
- Gourinchas, P.-O., Rey, H. and Givillot, N. 2010. "Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty." *Mimeo.*, December.
- Gourinchas, P.-O. and Rey, H. 2014. "External Adjustment, Global Imbalances, Valuation Effects." In Gopinath, G., Helpman, E. and Rogoff, K. (eds.), *Handbooks of International Economics*, Volume 4, North-Holland; Amsterdam and others: 585-645.
- Lane, P. R. "Update and Extended External Wealth of Nations Dataset, 1970-2011." (<http://www.philiplane.org/EWN.html>) 2017年2月16日アクセス.
- OECD, 2017. *OECD Economic Surveys China: Overview*. March.
- Rogoff, K. S. and Tashiro, T. 2015. "Japan's Exorbitant Privilege." *Journal of the Japanese and International Economies* 35: 43-61.