
経済 TOPICS

No. 164

(2019年6月21日)

(金融・経済レポート)

米中が抱える重大なリスクと日本経済のリスク

1. 外貨準備は緊急時の対外支払い能力をあらわす指標として重視されている。しかし、たとえば民間部門の資産である直接投資、証券投資、貸出等が大幅なマイナス（債務が資産を超過）、あるいは大幅に悪化したときには対外支払い面で深刻な影響が生じる恐れがあるため、これらの動向も重要である。
2. 資産から負債を引いた米国の純資産はマイナス幅を拡大し続けている。原因は多額の貿易赤字が毎年続いていることにあるが、中国が1980年代初頭から1990年代前半にかけて人民元の対ドルレートを約6分の1に切り下げ、現在も対中赤字が続く大幅な元安水準にある。日本の貿易収支がここ10年間のほとんどの期間で赤字が続いているのも、また、日本経済が長年低成長を余儀なくされているのも主因は同じ元安にある。
3. 直接投資にも大きな問題がある。直接投資の最終的な資金の出し手は日本とドイツ、受け手は米国と中国であるが、日本から中国に直接投資されているのは4分の1で、残り4分の3は他国を経由したものである。しかも中国が発表している対内投資は民間分だけで、国有企業が受け入れていると考えられる約70兆円の直接投資は含まれていない。国有企業の多くは過剰設備で資本が毀損しているとみられるため、大きなリスクである。



京都銀行グループ

京都総合経済研究所

米中が抱える重大なリスクと日本経済のリスク

(1) 主要国の対外バランスの特徴

「外貨準備」は緊急時における対外支払い能力をあらわす指標として重視されている。しかし、重要な対外資産は「外貨準備」だけではない。民間部門の「直接投資」、「証券投資」、「貸付等（あるいは借入等）」も重要で、これらが大幅なマイナスの状態にある、あるいは大幅に悪化したときなどには対外支払い面に深刻な影響が生じる恐れがある。

そこで**図表1**では日本、**図表2**ではドイツの「外貨準備」、「直接投資」、「証券投資」、「貸付等（あるいは借入等）」の対外バランスを、資産から負債を引いたネットで表にしてみた。なぜ両建てではなくネットかということ、直接投資や証券投資などには資産と負債があり、それらを個別に表示すると項目数が多くなり過ぎて全体が捉えにくいからである。

日本の外貨準備は1兆2,650億ドル、ドイツの外貨準備は1,980億ドルであるから日本はドイツの6.4倍もある。しかし、ドイツは直接投資(6,940億ドル)や証券投資(6,160億ドル)などの民間部門の資産が2兆1,500億ドルあるため、資産から負債を引いた純資産は2兆3,480億ドルと、日本(3兆1,020億ドル)との差は24%に縮小する。なぜ日本は公的部門の資産である外貨準備が多く、ドイツは民間部門の資産が多いかというと、両国はともに輸出によって外貨を獲得してきたが、日本は円の対ドルレート的大幅な変動を防ぐため、外為市場で円を売りドルを買う為替介入をかつて積極的に行ってきたことが影響している。

とはいえ、純資産が非常に多いという点では日本とドイツは似ていて、日本の純資産3兆1,020億ドルは名目GDP(2018年)の62%に相当し、ドイツの純資産2兆3,480億ドルは同国の名目GDPの59%に相当する。

しかし、経済大国はどこも日本やドイツのような資産状態かということそうではない。米国は純資産が大きなマイナスで、しかも、その規模は絶望的なペースで拡大を続けている。中国の外貨準備は世界で最も多いが、直接投資と証券投資が

図表1 日本の対外バランス(ネット、2018年末、10億ドル)

(資産)		(負債)	
直接投資	1,385		
証券投資	912	借入等	460
外貨準備	1,265	純資産(=資産-負債)	3,102

(データ出所)IFS(International Investment Position、以下も同じ)

図表2 ドイツの対外バランス(ネット、2018年末、10億ドル)

(資産)		(負債)	
直接投資	694		
証券投資	616		
貸付等	840		
外貨準備	198	純資産(=資産-負債)	2,348

大きなマイナスで（負債の方が資産より多く）、不良化している可能性の高いグレーな負債を大量に抱えている。

図表3は米国、図表4は中国の対外バランスを示したものである。米国の外貨準備は4,490億ドルとドイツ（1,980億ドル）に比べれば多いが、日本（1兆2,650億ドル）との比較では35%に過ぎない。しかも負債勘定にある証券投資は▲7兆4,570億ドルに上り、直接投資も▲9,900億ドル、借入等も▲1兆7,190億ドルのマイナスと、いずれも負債が資産を超過している。

このため、資産から負債を引いた米国の純資産は▲9兆7,170億ドルのマイナスである。2018年の名目GDPは20兆4,940億ドルであるから債務超過比率は▲47%と、民間企業であれば資金面でいつ破綻しても不思議のない高い比率である。しかもその比率は平均すると年▲2.0%のペースで拡大し続けている。それにも拘らず米国が世界の経済大国として存在し続けているのは、米国が発行している大量の国債を他の国々が外貨準備や証券の形で保有し、また、直接投資や借入等の形で資金が流入し不足をカバーしているからである。

中国の対外バランスも日本やドイツと異なっている。外貨準備は3兆1,670億ドルと世界最大で、名目GDPとの対比では24%ある。しかし、直接投資が▲8,630億ドル、証券投資が▲5,990億ドルの負債超過のため、純資産は2兆1,300億ドルと日本（3兆1,020億ドル）やドイツ（2兆3,480億ドル）に比べると見劣りする。しかも、後で見るように直接投資の中には実態の良く分からない不良化した部分が相当程度含まれている可能性がある。

（2）対外バランスから分かる2つの大きな資金の流れ

このように対外バランスは、それぞれの国の信用力をあらわす指標であると同時に、強みや内包するリスクも発見できる指標である。また、以下のように、各国の対外バランスを組み合わせて突合すると、巨額の資金がどのように流れてバランスが保たれているか、さらには一般には知られていない重大なリスクの所在なども見えてくる。世界的視点で考えたときの重大なリスクは次の2点である。

第1点は、米国が大量の債務超過の状態にあり、不足資金が米国債の形で各国

図表3 米国の対外バランス(ネット、2018年末、10億ドル)

(資産)		(負債)	
		直接投資	990
		証券投資	7,457
		借入等	1,719
外貨準備	449	純資産(=資産-負債)	▲9,717

図表4 中国の対外バランス(ネット、2018年末、10億ドル)

(資産)		(負債)	
貸付等	425	直接投資	863
		証券投資	599
外貨準備	3,167	純資産(=資産-負債)	2,130

の証券投資や外貨準備の形で保有されているという点である。

図表5は、4か国の対外バランスを縦に並べたものである。米国の証券投資の残高は▲7兆4,570億ドルで、日本、ドイツ、中国の証券投資や外貨準備の合計6兆1,580億ドルと大体一致し、米国の証券投資の83%に相当する。また、最下段にある「その他の国々」の外貨準備と証券投資の合計は1兆4,490億ドルであるから、これを3か国の証券投資と外貨準備の合計額に加えると7兆6,070億ドルとなり、米国の証券投資(▲7兆4,570億ドル)とのギャップは2%に縮小する。

このことは、米国の証券の約8割を日本、ドイツ、中国が保有し、残り約2割を「その他の国々」が保有していることを意味している。

要するに、米国の純資産のマイナス(▲9兆7,170億ドル)の77%は米国債を中心とする証券投資(▲7兆4,570億ドル)で賄われており、そのうちの約8割を日本、ドイツ、中国が外貨準備や証券の形でファイナンスしているわけである。

近年米国の債券市場で金利が上下に振れるたびに各国の金融市場がナーバスになるのはこのような現実があるためである。米国債が各国の重要な価値の保存と決済手段になっているが、一方では非常に危うい信用力に基づいていることになる。

なお、「その他の国々」の対外バランスは、世界全体を合計すればそれぞれの項目がゼロになることを前提に計算してある。「その他の国々」の資産勘定にある貸付は9,140億ドルのプラス、外貨準備と証券投資の合計は1兆4,490億ドル、負債勘定にある直接投資は▲2,260億ドルで、その結果、純資産は2兆1,370億ドルという数字になる(外貨準備には金やSDRが入るため厳密には世界全体を合計してもゼロにならないが、金やSDRの割合は小さいためここでは無視した)。

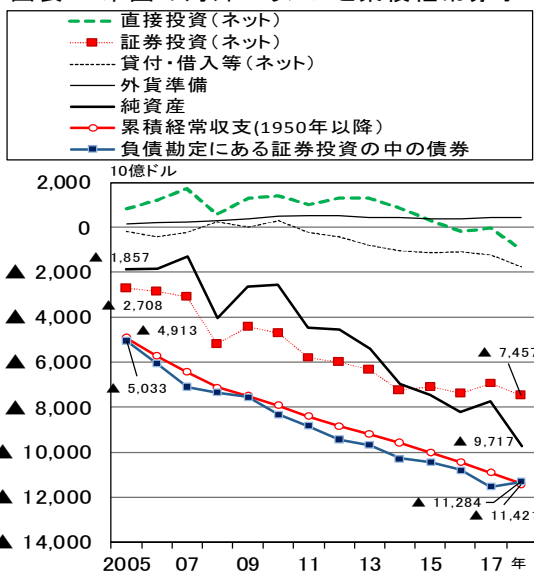
図表5 4か国等の対外バランス
(ネット、2018年末、10億ドル)

日 本			
(資産)		(負債)	
直接投資	1,385		
証券投資	912	借入等	460
外貨準備	1,265	純資産	3,102
ド イ ツ			
(資産)		(負債)	
直接投資	694		
証券投資	616		
貸付	840		
外貨準備	198	純資産	2,348
米 国			
(資産)		(負債)	
		直接投資	990
		証券投資	7,457
		借入等	1,719
外貨準備	449	純資産	▲9,717
中 国			
(資産)		(負債)	
貸付	425	直接投資	863
		証券投資	599
外貨準備	3,167	純資産	2,130
そ の 他 の 国 々			
(資産)		(負債)	
		直接投資	226
貸付	914		
外貨準備と証券投資の合計	1,449	純資産	2,137

(3) 証券投資が米国債の購入に向かっている関係

日本やドイツ等の各国の証券投資や外貨準備が米国の国債に向かっている関係から考えてみたい。**図表7**は、先にみた米国の対外バランスの内訳を過去に遡って図にしたものである。直接投資や貸付・借入等も緩やかに低下してきたが、最も大きく下方に変化してきたのは証券投資（ネット）と純資産である。証券投資（ネット）は2005年の▲2兆7,080億ドルから2018年には▲7兆4,570億ドルと13年間で▲4兆7,490億ドルもマイナス幅が拡大した。純資産は▲1兆8,570億ドルから▲9兆7,170億ドルと▲7兆8,600億ドルもマイナス幅が拡大した。

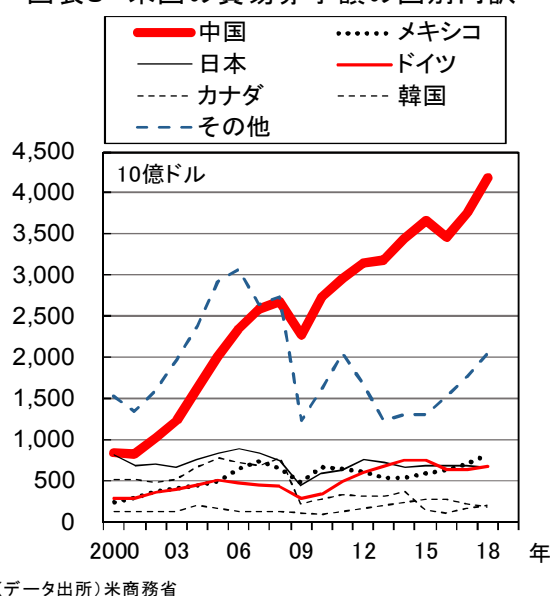
図表7 米国の対外バランスと累積経常赤字



なぜ証券投資や純資産がマイナス幅を大幅に拡大し続けたかという点、原因は多額の貿易赤字が毎年続いたことにある。1950年以降の経常収支(実際には常に赤字)を毎年累積した数値を、負債勘定にある証券投資の中の債券と並べてみるとほとんど同じ水準で変化してきたのが見て取れる。2005年の経常収支の累積赤字額は▲4兆9,130億ドル、債券は▲5兆330億ドル(債務のためマイナスで表示)と誤差は2.4%しかない。2018年はそれぞれ▲11兆4,210億ドル、▲11兆2,840億ドルと誤差は1.2%に過ぎない。米国では毎年多額の貿易赤字が続き、その結果として膨らんだ経常赤字が海外の公的部門や民間部門が米国債を買い続ける形で埋め合わせられてきたことになる。

米国の貿易赤字を国別にみると、**図表8**にあるように中国が突出し、赤字額は拡大の一途にある。2018年の米国の貿易赤字は▲8,787億ドルで、その47.7%に相当する▲4,192億ドルを中国が占めている。中国に次いで貿易赤字が大きいのはメキシコ▲815億ドル(9.3%)、ドイツ▲683億ドル(7.8%)、日本▲676億ドル(7.7%)の順であるが、中国が際立っている。トランプ米大統領が貿易赤字の縮小を中国に強く求めているのも心情的には理解できる。

図表8 米国の貿易赤字額の国別内訳



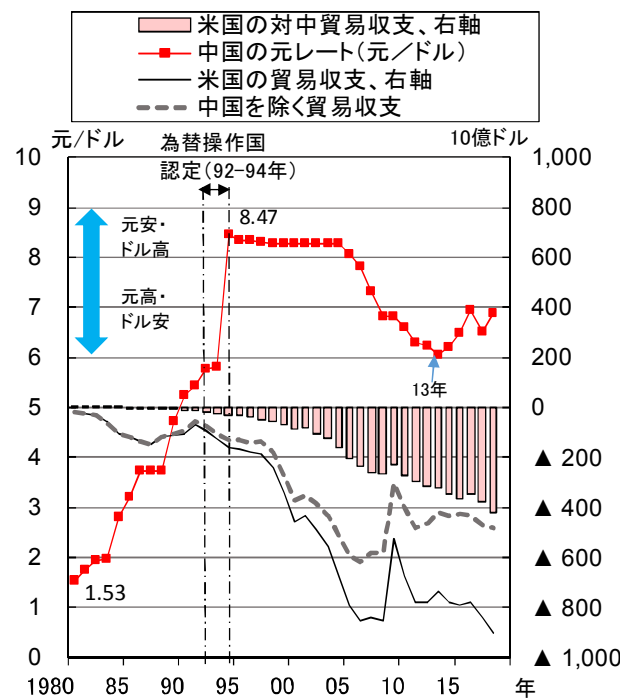
貿易赤字はその国の消費が強いために生じるものであるから、貿易赤字の削減を相手国に求めるのは正しい方法でないとの考え方が一部にある。貿易赤字が拡大すれば通貨が安くなるので輸入物価が上昇して輸入にブレーキがかかる。逆に輸出は手取り収入が増えるので増加し、その結果貿易赤字は縮小する（逆は逆）という為替レートの「自動調節機能」が期待できるからである。しかし、それは自国と相手国がともに変動相場制を採用している場合で、中国のように未だに元レートが政府によって強く支配されコントロールされ続けてきた場合には成り立たない。

図表 9 は、元の対ドルレートと、米国の対中貿易赤字等を描いたものである。米国の貿易収支はほぼ一貫してマイナスであるが、中国とそれ以外に分けてみると中国の赤字幅の拡大が際立っている。

他方、元の対ドルレートは、1980 年は 1.53 元/ドルであったが、その後ほぼ一貫して元安・ドル高方向に変化し、1994 年には 8.47 元/ドルと 5.5 分の 1 に低下した。元の対ドルレートが約 6 分の 1 に低下したわけであるから、中国からの輸入は当然のことながら大幅に増加し、米国からの輸出は苦戦した。

このため米国は 1992 年に中国を為替操作国に認定し、元レート的大幅な低下を問題視した。しかし、更なる元安の進行にストップをかけた程度で、1 ドル=約 8 元の状態を大幅に修正させることは求めず、2 年後の 1994 年には為替操作国の認定を取り消してしまった。理由は定かでないが、当時の米国の最大の関心は巨額に達していた日本の貿易赤字をいかに圧縮するかにあったため、むしろ中国の輸出競争力を強化すれば日本の競争力が弱まるのではないかと考えていたふしがある。そのときの大統領はトランプ大統領が大統領選で戦ったヒラリー・クリントンの夫のビル・クリントン(1993 年～2001 年)であった。民主党政権は、中国は共産主義の国ではあるが、国が豊かになればまともな国になると期待していたことが甘めの対応を続けた背景にあったと言われており、前オバマ政権までその方針が続けられ、今も元レートは 1980 年との対比では 4.5 分の 1 である（1 ドル=6.9 元、2018 年平均）。

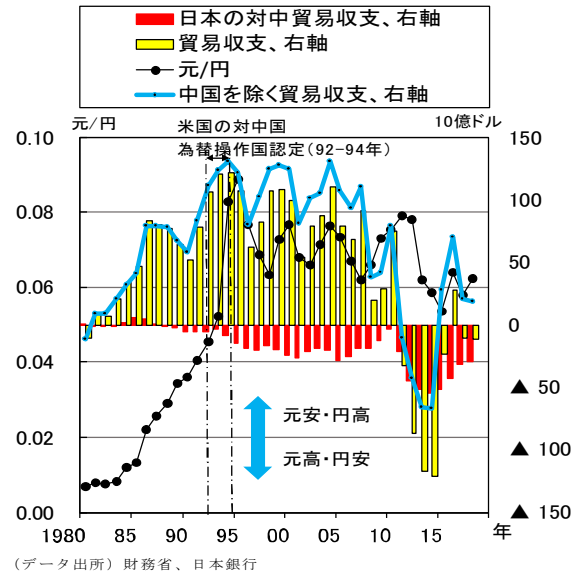
図表 9 元の対ドルレートと米国の対中国貿易収支等



(データ出所) 米商務省、IFS、FRB

もっとも、米中の貿易不均衡と元レートの問題は「対岸の火事」ではなく、わが国にも深刻な影響を与えてきた。**図表 10** は、元の対円レートと、日本の対中貿易赤字を描いたものである。元の対ドルレートが中国政府によって 1980 年から 1990 年代前半にかけて約 6 分の 1 に低下したため、円の対元レートも大幅に低下した。1980 年には 0.00675 元/円であったが、1995 年には 0.08865 元/円と 13 分の 1 になった。中国では輸出価格を 10 分の 1 に値下げしても日本で売れたわけであるから輸出が急増し、日本の対中赤字は拡大した。しかし、当時は中国の貿易ウェイトが小さかったこともあり元安の進行はあまり問題視されなかった。むしろ中国から安い商品が入ると消費者は歓迎した。元レートの異常な現状を問題視する声は残念ながら今もほとんど聞かれない。

図表10 元の対円レートと日本の対中国貿易収支

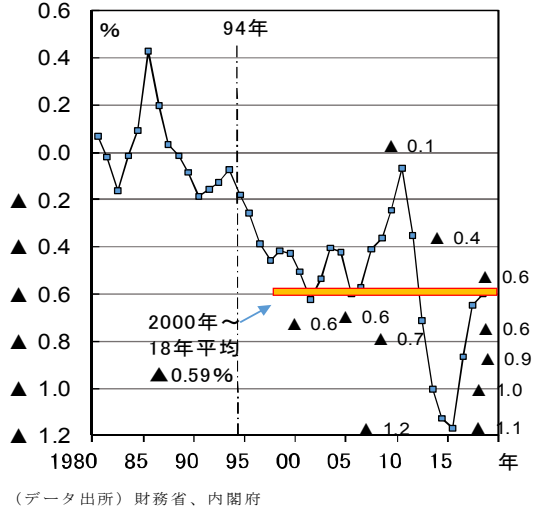


こうした元レートの需給実態を反映しない過度の低下（減価）がどのくらいの悪影響を日本に及ぼしてきたかは次の2つの数字が示している。

一つは、この図にもあるように、日本の貿易赤字に占める中国の割合が無視できない規模に達していることである。過去 10 年間の日本の貿易赤字は年平均▲271 億ドルである。そのうち中国貿易の赤字は▲344 億ドルであるから、中国の赤字がなければ日本は 73 億ドルの黒字を維持した計算になる。

もう一つは、対中貿易赤字がどれだけ日本の経済成長を押し下げてきたかという点である。**図表 11** は、日本の対中貿易赤字を名目 GDP で割った比率の推移である。1994 年頃までは最大でも▲0.2%程度であったが、その後マイナス幅が拡大し、2000 年以降の平均は▲0.59%である。GDP の潜在成長率が 1%前後（過去 10 年間の名目成長率の平均は+0.6%）の日本でその約 6 割に相当する部分が元安を主因とする中国の貿易赤字によって生じていたことになる。日本の輸入に占める中国のウェイトは約 25%であるが、中国と関係が深い韓国、台湾、タイ、マレーシア、インドネシア等の

図表11 日本の対中赤字の対名目GDP比率



アジア諸国からの輸入は中国とほぼ同じ程度ある。したがって、これらを含めれば押し下げ圧力は▲1%強である。米国では大幅な貿易赤字が問題視されているが、本当は日本も同様で、元レートは貿易赤字という所得流出の形で日本の成長率を大幅に押し下げているのである。

したがって、米国が中国に高率の輸入関税を課し貿易赤字の削減を求めているのは止むを得ないところがある。ただし、輸入関税を引き上げることが正しい解決策かというところではない。最も重要なことは、これまで述べてきた脈絡から明らかなように、「中国の元レートを変動相場制に移行させ、正常化させること」である。それは中国の輸出入を大きく変動させるものではあるが、変動相場制への移行なくして貿易不均衡は解決できないことに気付かなくてはならない。

(4) 日・独の直接投資が米国と中国への直接投資になっている関係

次に、日本とドイツの対外直接投資が結果としてみると米国と中国の対内直接投資につながっている関係などについて考えてみたい。

直接投資には大別すると2つのリスクが存在する。一つは、資産勘定の対外直接投資から負債勘定の対内直接投資を差し引いたネットの直接投資の大部分（約9割）が日本とドイツから米国と中国へ流れていることをどう解釈したらいいかという点である。

図表12は、日本の対外直接投資と中国の対内直接投資を比較したものである。片道ベースの日本の対外直接投資は1兆6,450億ドル、中国の対内直接投資は2兆7,620億ドルと中国の方が大きい。内訳を見ると日本の中国への投資が1,230億ドル、中国の日本からの受けは1,120億ドルと大体同じである（若干の違いは額面か時価かという点や、換算レートの計算方法の違いにあると考えられる）。それ

図表12 日本の対外投資と中国の対内投資の対応関係(2018年末)

日本の対外直接投資		中国の対内直接投資 (10億ドル)	
対外直接投資計	1,645	2,762	対内直接投資計
中国へ	123	112	日本から
香港へ	33	1,099	香港から
シンガポールへ	78	239	シンガポールから
タックスヘイブン地域・国へ	369	402	タックスヘイブン地域・国から
ケイマン諸島	47	42	ケイマン諸島
バージン諸島等	0	181	バージン諸島等
オランダ	132	43	オランダ
イギリス	163	68	イギリス
スイス	14	10	スイス
ルクセンブルク	13	58	ルクセンブルク
その他の国へ	1,042	280	その他の国から
		630	除く 商務部データ

注: 図表には、日本の中国への投資(123)と中国の日本からの受け(112)の間に黄色い矢印が、日本のその他の国への投資(1,042)と中国のその他の国からの投資(280)の間に赤い矢印が、そして中国の「除く 商務部データ」(630)の項目に赤い「?」が描かれている。

(データ出所)財務省、IMF、中国国家統計局

にも拘わらず前述のように日本とドイツの合計では約 6,600 億ドルが多国経由で中国に投下されている可能性があるとするれば、日本とドイツの残高の比率は 2 対 1 であるから日本からは約 4,400 億ドル(日本円換算で約 50 兆円)が中国に流れている計算になる。

国際間の資金はいわゆるタックスヘイブン(租税回避地あるいは低課税地域)が介在している可能性があり正確なところはよく分からない。タックスヘイブン地域・国としてはカリブ海の英領ケイマン諸島、バージン諸島などのほか、広い意味では低課税国であるオランダ、イギリス、スイス、ルクセンブルクなども考えられている。こうした国や地域への日本からの投資は 3,690 億ドルあり、中国のタックスヘイブン国や地域からの受入れも 4,020 億ドルと比較的似た数字になっている。中国の場合には香港やシンガポール経由で対内直接投資を大量に受け入れていて、それぞれ 1 兆 990 億ドル、2,390 億ドルある。これらのルートで中国に投下されている可能性もある。

信用リスクという点では、仮に出資先の企業に問題が生じて、間にいくつかの企業が介在していればそれがクッションになり日本企業に悪影響が及ぶ可能性は小さいかもしれないが、単なるトンネル会社の場合には影響は避けられない。いずれにしてもグレーな部分があることは否定できない。

しかも、中国の対内直接投資にはもう一つ別の、より大きな問題がある。

この表にもあるように、中国の場合には直接投資の金額が IMF の発表分と中国政府の発表分で大きな「乖離」があることである。IMF のデータでは、中国の負債勘定にある対内直接投資は 2 兆 7,620 億ドル、中国商務部のデータは 2 兆 1,320 億ドルと 6,300 億ドルも少ない。

IMF のデータは各国共通のルールに基づいて作成された各国のデータを集計し発表しているはずである。これに対し中国の直接投資データは商務部発表のものであるが、商務部は日本の旧通産省に当たる組織で、管轄しているのは民間企業である。商務部データはわが国でも業種別、企業形態別(合弁企業か独資企業かなど)、地域別などさまざまな観点から分析されているが、商務部データよりも金額の大きい IMF のデータは対象になっていない。両データの差 6,300 億ドルは日本円換算で約 70 兆円であるが、この部分の「乖離」については一般には問題視されていないようである。

繰り返しになるが、IMF にしても中国の商務部にしても虚偽のデータを発表していることは考えられない。大きな「乖離」があるとするれば、そこには何らかの理由がなければならない。

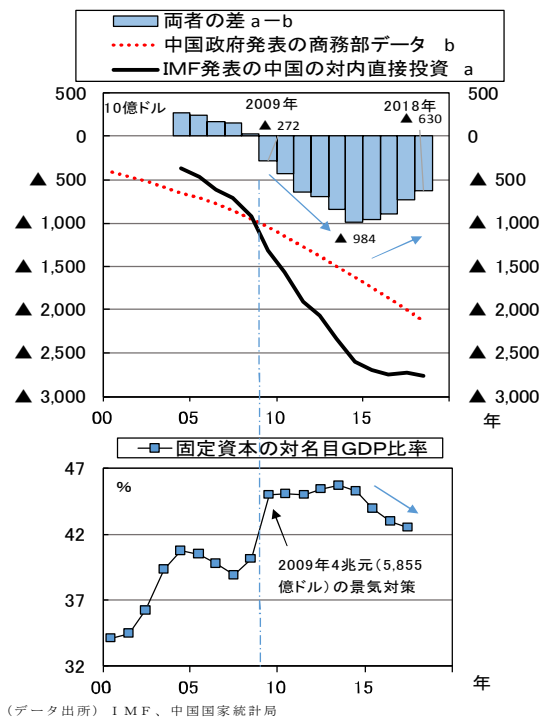
そこで図表 12 では、2つのデータとその乖離の度合いを図にしてみた。IMF のデータがあるのは 2004 年からで、当時はまだ大きな差はなかった。ところが 2009 年に▲2,720 億ドルのマイナス(受入れ超過)に転じ、2014 年には▲9,840 億ドルまで拡大した。その後減少に転じたが、2018 年には▲6,300 億ドルと日本円換算でなお 70 兆円近い残高がある。

考えられる乖離の理由は、両者の差は「国有企業」が資本を受け入れた部分ではないかということである。国有企業が海外から資金を得たのであれば、商務省は管轄外のため報告対象ではない。とはいえ中国政府としては IMF に全体の数字を報告しておかないと世界各国から報告された集計結果と食い違いが生じるため国有企業分を含めて報告しているのではないかと思われる。

この仮説が正しいのであれば、なぜ国有企業が海外から資金を対内直接投資として取り入れるようになったか説明が必要である。そこで下の図には中国の固定資本(設備投資)の名目 GDP に対する比率を付けておいた。両者の乖離がプラスからマイナスに転じた 2009 年は総額 4 兆元の大景気刺激策が講じられた年で、固定資産が大幅に増加した。4 兆元はドル換算で約 5,855 億ドルである。2009 年の IMF データと商務部データの乖離は 2,720 億ドルであるから 46% に相当する。景気対策に必要な資金の一部が海外から対内直接投資として流入した可能性がある。このときの中国の大胆な景気策はリーマンショックで落ち込んでいた世界経済が息を吹き返すきっかけになった。しかし、投資額が巨額であったため、中国は今でも深刻な過剰設備と過剰債務に苦しんでいる。当時の設備資金の一部がこの部分であるとする、このところ残高が縮小しているだけに残りの資本が不良化している可能性がある。そうした先への投下資金の最終的な出し手が日本やドイツであるとする事は穏やかでない。

以上

図表13 中国の2つの対内直接投資データとその差



本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、(株) 京都総合経済研究所が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。