

みずほマーケット・トピック (2019 年 4 月 18 日)

ドル高を容認できない中国の経常収支

IMF 春季世界経済見通しによれば、中国の経常収支が 2022 年には▲66 億ドルと赤字になると予想されている。「爆買い」は減速したと言われるものの、旅行収支赤字が貿易黒字を相殺する構図は大きく変わっていない。中国政府が最も警戒する事態は 2015 年 8 月以降に経験したような制御不能な資本流出とそれに伴う（人民元相場を含めた）国内資産価格の大幅な下落である。その意味で経常収支と同時に金融収支の状況にも注意を払っている。過去の経緯を踏まえれば、元安自体が資本流出を招きやすい面があるため、経常赤字が散発することで元安が進行するような事態には警戒が必要。こうして中国の経常赤字が「資本流出→元安」という懸念を呼び込みやすい状況において、FRB のタカ派化がドル高を招くような事態も看過できまい。その意味で我々は「中国の経常収支がドル高を容認しない」という世界に立っているとも言える。

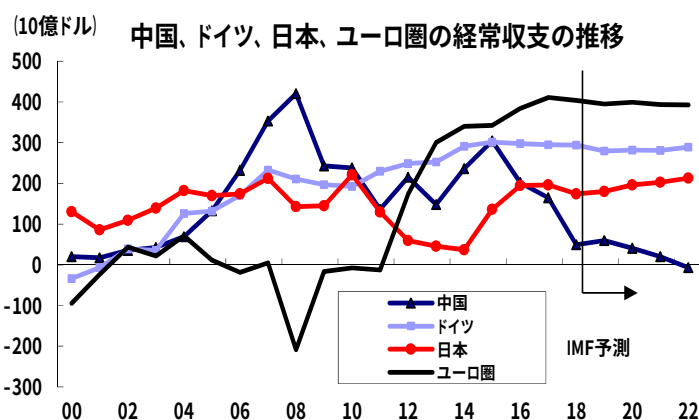
～2022 年、経常赤字予想となった中国～

あまり話題となっていないが 4 月 8 日に公表された IMF 春季世界経済見通し（WEO）によれば、中国の経常収支が 2022 年には▲66 億ドルと赤字になると予想されている。金融危機発生から 10 年あまりで世界最大の黒字が丸ごと消失するという変化の大きさには驚きを覚える。同じ期間に一貫して高水準を維持し、今や世界最大の経常黒字国としての地位を確立させたドイツとは対照的である。ランプ政権は通商政策上、相変わらず中

国を目の敵にしているが、これは貿易黒字（正確には対米黒字）の大きさを捉えたものである。巨大な経常黒字の減少は不均衡の是正の進展、言い方を換えれば中国が内需主導型経済へ移行している証左として前向きな評価を与えられるかもしれない。だが、金融危機後の外需減退を受けて中国政府が国内投資を中心とする大規模な内需刺激策を実施し、結果として過剰債務（不良債権）が積み上がったという評価もある。理論上、対外経済部門の収支尻が大きく変化する背景には対内経済部門の収支尻が大きく変化したという事実もあることは忘れてはならない。

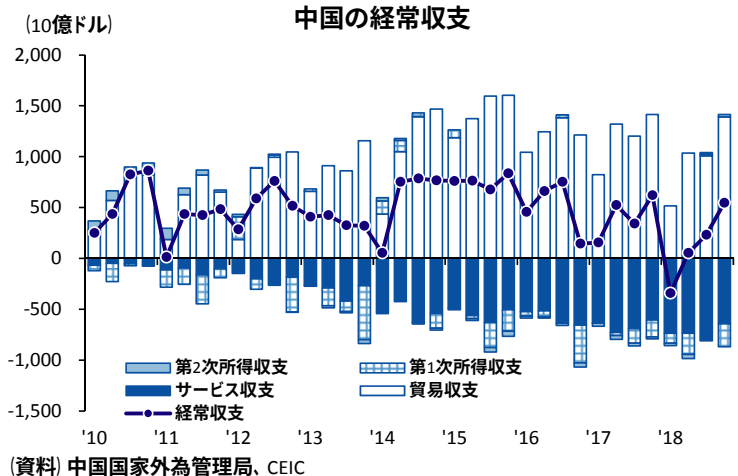
～旅行収支の赤字と貯蓄率の低下～

なお、中国の経常黒字が減少し始めたのは 2016 年後半以降である。具体的には貿易収支の黒



(資料) IMF, 『World Economic Outlook Apr, 2019』

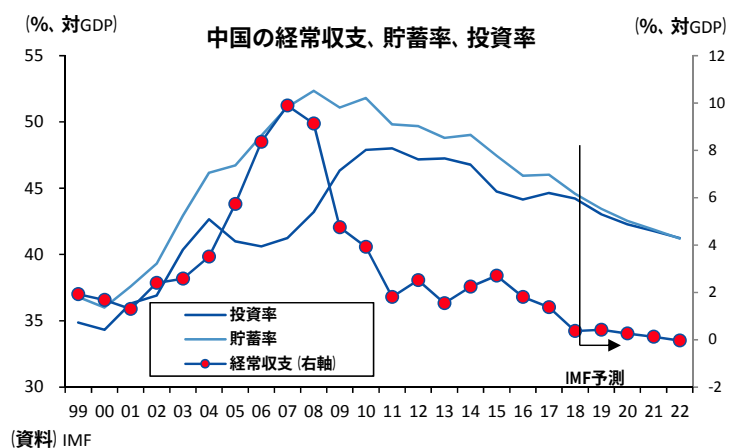
字が頭打ちになる一方、サービス収支赤字が着実に増えてきた事実が指摘できる(図)。こうした流れの中、昨年(2018年)は1~3月期の経常収支が▲341億ドルと2001年4~6月期以来の赤字を記録したことが話題となった。2011年以降、サービス収支赤字がじわじわ増えている一方、例年1~3月期は春節の影響で貿易黒字が縮小するため、遂に前者が後者を超える規模に至ったのである。しかし、こ



うした動きが常態化し、暦年ベースでも経常赤字に転落するという予想はまだ大きなものではない。そればかりか「中国の経常黒字が激減している」という事実すら未だ共通認識として薄いようにも感じられる。今回のIMF予測で暦年赤字が示されたことに驚きを覚える向きもあるかもしれない。

サービス収支は輸送収支・旅行収支・その他サービス収支の3つから構成される。周知の通り、中国のサービス収支赤字は旅行者が滞在先で取得した財貨・サービスの取引を反映する旅行収支の赤字に起因している。裕福になった中国人が頻繁に海外旅行に出かけるようになり、旅行先で旺盛な消費行動を取るようになった、いわゆる「爆買い」の結果である。散発的に報じられている通り、チャイナショック(2015年8月)を経て外貨流出に神経を尖らせるようになったこと、人民元の騰勢がかつてほどではなくなったこと、そもそも欲しいものがもうなくなったことなど、様々な要因を背景として「爆買い」それ自体は近年衰えが指摘されているが、依然としてサービス収支赤字の存在が経常収支の全体感を規定するほどの規模になっているのは事実である。国内税制の影響を踏まえば、輸入するのではなく海外旅行先で直接購入した方が安価で済むという財が多く存在することがその一因と言われてきた(もっとも、こうした転売を目的とする輸入も規制されつつある)。

また、より構造的かつ長期的な視座に立ち、貯蓄・投資(IS)バランスから中国の経常黒字縮小を解釈することも可能である。理論上、経常収支はISバランス(貯蓄-投資)の結果であるため、貯蓄を食い潰しやすい少子高齢化という人口動態の最中にある国では経常収支が赤字化に向かうことが想定される。過去10年余りに関して中国の貯蓄率および投資率の推移を見ると、リーマンショック後



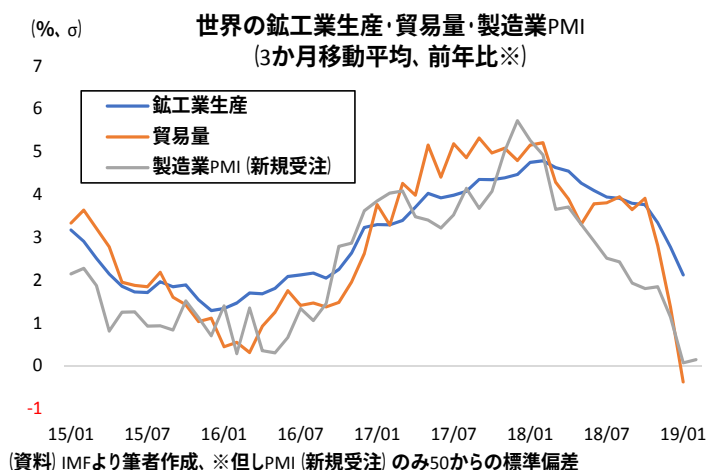
に投資率が急騰する一方、貯蓄率は徐々に低下し、その結果として経常黒字が急縮小してきたことが分かる。これは危機対応として大型投資が実行されたものの、その後に続く有効な需要に乏しかった様子を示している。過剰な投資によって過剰な供給能力(設備や雇用)を生んでしまったという言い方にもなる。IMF予測に従えば、今後、投資率は低下に向かうが、人口動態に応じた貯蓄

率がより早いペースで低下するため、経常収支の黒字も圧縮されることになる。

～貿易黒字が持ち直すような状況ではない～

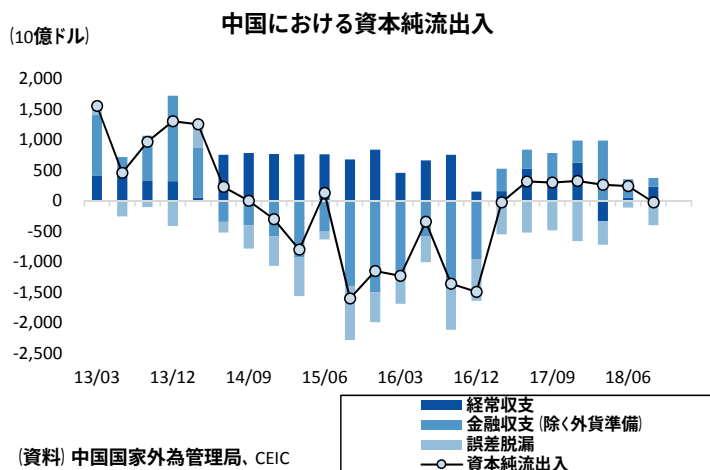
こうした現状に加え米中貿易戦争の影響も乗ってくることになる。周知の通り、トランプ政権の展開する保護主義政策ははっきりと企業心理を通じて世界の経済活動に影響を与え始めている。世界全体で生産も貿易も企業心理も悪化する中(図)、中国だけが輸出を再びを加速させ、貿易黒字が再拡大に向かうという想定には無理があろう。既に中国は交渉の中で大豆やトウモロコシ、小麦を含む米国の農産品について輸入拡大を約束している。真っ当に考えれば貿易収支は黒字の増加よりも減少の方がありそうな状況である。

サービス収支赤字が横ばいという前提に立てば、貿易黒字の縮小はそのまま断続的な経常赤字に直結する懸念となる。



～経常赤字が混乱のトリガーになる恐れは否めず～

中国政府が最も警戒する事態は 2015 年 8 月以降に経験したような制御不能な資本流出とそれに伴う(人民元相場を含めた)国内資産価格の大幅な下落である。その意味で経常収支と同時に金融収支(証券投資+直接投資+その他投資)の状況にも注意を払っている。人民元相場の安定という観点からは、経常収支と金融収支(および誤差脱漏)の合計としての資本フロー(図)が一方向的な流出に転じないように配慮しながら政策を運営する必要がある。この点、近年の中国で



は海外への資本流出を取り締まる一方、国内への資本流入を促すような施策が展開されている。具体策について本欄で仔細に扱うことはしないが、例えば前者については個人ないし機関投資家に対する投資規制が実施される一方、後者については A 株の主要ベンチマーク (MSCI) への組み入れを通じて株式市場への海外投資家参入を促す施策などが見られている。なお、対内投資については株式市場に関するものだけではなく、特定産業(自動車や金融業など)への外国資本に対する出資比率上限の引き上げなどを通じて直接投資を呼び込む努力も見られている。

だが、上で見てきたような状況を背景に経常収支の黒字が失われ、断続的に赤字に陥るような

事態となれば、資本フローの仕上がりはその分、純流出に傾きやすくなる。ここで主従関係としては金融収支における資本フローが「主」、人民元相場の動きが「従」であると考えるのが普通だろう。だが、人民元相場については政策当局の管理（意図）が残る分、現状の水準と市場の思惑との間に齟齬があった場合、人民元相場が「主」、資本フローの動きが「従」となりやすい面もある。つまり、人民元相場が「何らかの理由」で軟調地合いとなった場合、これを見て金融収支が流出超となる事態も考えられる。チャイナショック時は、その「何らかの理由」が基準値計算方法の変更だった。現在では米中貿易戦争を巡る懸念が「何らかの理由」に相当し、人民元相場を押し下げる場面も見られている。経常収支の赤字が散発するとなれば、それ自体が元安を正当化する真っ当な理由になるため、自己実現的に人民元相場が下落する恐れが出てくる。それが 2015 年 8 月ほどの震度に至るかどうかはさておき、金融市場にとっては大きなリスクイベントである。

ほかにも元売りを誘発する「何らかの理由」には色々な事態が考えられる。その中でも FRB が再び強気姿勢を取り戻し、利上げ路線に復帰するという展開は要注意である。そもそもチャイナショックの根底には「ドル高についていけなくなった人民元」という構図があった。ドル相場見通しを展望する際、どうしても当該国である米国の経済・金融情勢に目が奪われがちだが、中国の経常収支やこれに付随する通貨政策の実情を踏まえると、継続的なドル高を予想するのはやはり無理があるというのが引き続き筆者の基本認識となる。過去の本欄¹ではドル建て債務が世界で積み上がる状況を捉え、「ドル化した世界でドル高は容認されない」という趣旨の議論をしたが、中国の経常赤字が「資本流出→元安」という懸念を呼び込みやすい実情を踏まえると、ドル高はその懸念を増幅させてしまう可能性があるだろう。その意味で我々は「中国の経常収支がドル高を容認しない」という世界に立っているとも言えるかもしれない。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ 本欄 2019 年 3 月 5 日号『米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	パリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～5つの不安～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCPI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～