

中国投資収益問題の再検討¹

—対外資産構造分析および対外直接投資収益率の推計に基づいて—

薛 軍

要 旨

本稿は、国際収支発展段階論の枠組みに基づき、中日米など13カ国の比較分析を行い、現在中国の国際収支構造における主な構造的問題が、投資収益の持続的な赤字にあることを明らかにする。2015年から2024年に中国の対外投資総収益率および対外直接投資・株式投資・債券投資・その他投資・準備資産の年間収益率を推計した結果、長期的な投資収益赤字の根本的原因は、対外資産構造の不合理性にあり、中国の対外投資収益率の低さにはないことが判明した。さらに、本稿では対外資産の中で最も注目される対外直接投資の収益率を重点的に検証したうえで、主要先進国との比較を通じて、中国の対外直接投資の収益率は比較的良好であり、また対外直接投資のストックは中国経済のボリュームに対して依然として上昇の余地があることが示している。

キーワード：投資収益赤字，対外資産構造，対外直接投資収益率，国際収支発展段階

目 次

- | | |
|--|------------------------------|
| 1. はじめに | 手順 |
| 2. 国際収支発展段階論の国際比較からみた中国の国際収支の構造的問題 | 3.2 中国の対外投資収入および収益率の推計結果 |
| 2.1 Crowther の国際収支発展段階論の視点 | 3.3 推計における潜在的な問題点と議論 |
| 2.2 21世紀以降における中国・米国・日本など13カ国の国際収支構造の推移分析 | 4. 対外投資総収益率および対外直接投資収益率の国際比較 |
| 3. 中国対外資産構造における各項目の収益率推計および誤差に関する検討 | 4.1 中国の投資総収益率と国際比較 |
| 3.1 対外直接投資からの投資収入の推定方法と | 4.2 中国の対外直接投資収益率と国際比較 |

¹ 本稿の一部内容およびデータ収集と計算などは、中国北京大学光華管理学院博士前期の王潤東氏、中国南開大学グローバル経済研究センター特約研究員の薛婷堯氏の協力を得た。

1. はじめに

国際収支発展段階論および国際的な経験から見ると、ある国の国際収支構造は、その時点での経済状況や国際競争力を反映するものであり、同時にその構造も絶えず発展・変化していく。中国では「二重の黒字」の終わり、国際収支が新たな常態に入っているに伴い、現在の特徴としては、経常収支が黒字である一方で、資本・金融収支が赤字であり、さらに近年では直接投資の純流出が見られ、基礎国際収支²にも赤字傾向が現れている。また、貿易摩擦の激化や高齢化の進行に伴い、将来的に貿易黒字が縮小するリスクがある。さらに、中国の純国際投資ポジション（NIIP）はプラスであり、世界の他国に対して純債権国となっている。この状況からすれば、中国は他国から受け取る利子や配当などの投資収益が、他国へ支払を上回ると予想されるのが自然である。しかし実際には、中国は持続的な投資収益赤字に直面しており、近年ではその赤字幅が拡大傾向にある³。

純債権国でありながら投資収益赤字という国際収支構造は、持続可能とは言えない。特にトランプ政権2.0以来、関税の引き上げなど、中国の貿易はさらに厳しい状況に直面している。過去には多額の貿易黒字が大量な経常収支の黒字を生み、このような黒字国である中国が赤字国である米国を穴埋めするという現象も持続可能ではない。中国の貿易黒字は適時調整を必要とし、「基本的にバランスが取れ、わずかな黒字が望ましい」という認識も徐々に受け入れら

れてきている。中国は世界の製造業生産能力の約30%を占めており、もはや輸出のみで経済を支えることは限界に近い。その変化に対応するために、中国政府は2020年に「双循環戦略」を打ち出した⁴。中国の国際収支構造および国際情勢を踏まえると、将来的に貿易黒字が縮小、あるいは赤字化する可能性がある。その場合、対外投資からの純収益が外部均衡達成の重要な手段となる。しかし、純債権国でありながら投資収益が赤字であるという現状は、中国の国際収支における主要な課題となっている。

2004年から国家外為管理局が国際投資ポジション表を公表して以来にわかったのは、中国の対外資産が急速に拡大し、特に直接投資と準備資産が大きく増加していることである。その構成から見れば、準備資産の比率は一時66%から71%へと上昇し、その後35%程度まで低下した一方、直接投資は6%から約30%へと増加している。対照的に、証券投資は対外資産全体に占める比率が相対的に低く、2023年末時点でわずか11%に過ぎない（米国は44%、日本は41%、ドイツは31%）。これは中国の対外資産構造が合理的でないことを示している。

その継続的な投資収益赤字に関して、余永定（2017）は、中国の対外負債が外国直接投資（Foreign Direct Investment, FDI と称する）に偏っている一方、対外資産は準備資産に集中しており、この二者間の収益率の大きな乖離が投資収益赤字の原因であると指摘したことがある。一般的に、対外直接投資（Outward Foreign Direct Investment, OFDI と称する）は海外資産の実効支配を最もよく反映し、その

2 基礎国際収支の差額 = 経常収支の差額 + 直接投資の差額

3 2000年から2024年の間に、黒字だったのは2007年と2008年の2年のみ。

4 国内の大循環を主体とし、国内と国際の双循環が相互に促進する新たな発展パターンを目指す。

収益は総投資収益の重要な部分を占めている。しかし理解しにくいのは、純国際投資ポジションの増加、OFDI比率の上昇および準備資産の比率の低下に伴い、中国の投資収益赤字はむしろ逆に拡大する傾向があることである。このことは「中国の投資収益赤字は、対外投資の総収益率とOFDI収益率が良くないためではないか」という疑問を生じさせかねない。

現在のところ、中国対外直接投資の収益率、とりわけその推計や分析に関する研究は依然として少ない。賀仁龍・趙曉康(2017)は米中OFDIの収益を比較し、中国の対外直接投資がハイリスク・ハイリターン地域に集中しているが、その収益率は米国と大きな差があると指摘している。陳越(2016)は中米OFDIの資産収支を比較した。陳氏は中国の対外投資構造があまりにも単一的であり、主要な準備資産の収益率が低いと指摘したが、直接投資の当期収益を具体的に計算してない。欧陽志勇・黄文杰(2020)は逆算法を用いて中国の2014年から2018年にかけての投資収益率を推計したが、その中の準備資産の収益率が国家外貨管理局の公表する値を大きく下回ったため、OFDIの収益率が過大評価された可能性がある。本稿では、国家外為管理局が公表する準備資産の平均収益率を基準とし、Lane and Milesi-Ferretti(2007)の方法を参考にして、逆算法を用い、2015年から2024年間の中国OFDIの収益率を算出した。また、主要先進国との比較を通じて、中国の投資収益赤字は、中国の対外投資総収益率と直接投資収益率の低さによるものではないという結論に至った。

本稿では、国際収支発展段階という視点から、21世紀以降の中国の国際収支動向を他国と比較し、中国の国際収支構造における問題点を指摘

した。投資収益赤字という切り口から出発し、2015年以降における中国の対外投資に含まれる直接投資、株式投資、債券投資、その他投資および準備資産の各収益率を推計し、主要な先進国との比較を行った。その中でも特に、対外直接投資の収益率に焦点を当て、「中国の投資収益赤字は、中国の対外直接投資収益率が低いわけではないか」という疑問を否定することができた。

2. 国際収支発展段階論の国際比較からみた中国の国際収支の構造的問題

2.1 Crowtherの国際収支発展段階論の視点

Crowtherは、経常収支の財とサービスのネット、純投資収益および資本移動の3つの項目間の変化に基づいて、国際収支の推移を6つの段階、即ち、未成熟債務・借入国(imature debtor-borrowers)、成熟債務・借入国(mature debtor-borrowers)、債務・貸付国と債務・償還国(debtor-lenders and debtor-rePAYERS)、未成熟債権・貸付国(imature creditor-lenders)、成熟債権・貸付国(mature creditor-lenders)と債権貸付国(creditor-borrowers)にまとめた。そして、一国の経済が発展するにつれて、国際収支の段階が未成熟債務国から成熟債権国まで明らかに異なってくると考えられる。通常、Crowtherの国際収支発展段階論によれば、一国の国際収支構造はおおむねⅠ)未成熟債務国、Ⅱ)成熟債務国、Ⅲ)債務返済国、Ⅳ)未成熟債権国、Ⅴ)成熟債権国、Ⅵ)債権取り崩し国との6段階に分類できる。本稿では2001年以降、中

国、アメリカ、日本、ドイツ、イギリス、韓国、インドなど13カ国について、5年ごとの各国の指標（GDP比）を用い、国際収支構造の変遷を分析した。分析では、各国が現在どの段階にあるかだけでなく、各指標の時間的な推移にも着目している。

これら6段階において、各国の国際収支は特有の特徴を示す。たとえば、「未成熟債務国」段階では、当該国は工業化の初期段階にあり、国内総所得は低く、貯蓄も不足している。このため資本財や技術の輸入に依存し、経常収支赤字、貿易赤字、投資収益赤字、対外純資産マイナス、金融収支黒字といった特徴を示す。現在のインドはこの段階の典型例である。また、この6段階は循環可能であり、たとえばイギリスのように「債権取り崩し国」から再び「未成熟債務国」へ戻るケースも存在する。

「成熟債務国」段階では、外国資本の導入によって多額の債務を抱えているが、経済成長は安定期に入り、工業化も一段落している。輸出も始まり、国民所得の増加により貯蓄率も上昇する。この段階の特徴は、経常収支赤字、貿易黒字、投資収益赤字、対外純資産マイナス、金融収支黒字である。2011～2020年のインドネシアがこれに該当する。

第3段階「債務返済国」では、輸出の増加により貿易黒字が拡大し、経常収支が改善する。同時に国民所得も上昇し、外国からの資本流入と並行して対外投資が始まり、対外債務の返済が行われる。この段階の特徴は、経常収支黒字、貿易黒字、投資収益赤字、対外純資産マイナス、金融収支赤字である。現在のインドネシアがその一例である。

さらに経済成長と対外債務の返済が進むと「未成熟債権国」段階に入る。この段階では外

貨準備や資本が蓄積され、対外投資も活発化し、投資収益は赤字から黒字へと転換する。貿易黒字は維持されるが、その規模は縮小する。特徴は、経常収支黒字、貿易黒字、投資収益黒字、金融収支赤字であり、現在のドイツや韓国が該当する。

「成熟債権国」段階に至ると、当該国は高度に発展し、資本・技術の供給国となる。労働コストの上昇により貿易収支が赤字化しても、海外資産からの投資収益でそれを補う。特徴は、経常収支黒字、貿易赤字、投資収益黒字、金融収支赤字であり、現在の日本がこの段階にある。

最後の「債権取り崩し国」段階では、貿易赤字が拡大し、資本流出から資本流入へと転じる。海外投資からの収益は低下し、経常収支が赤字化し、対外純資産が減少する。この段階の特徴は、経常収支赤字、貿易赤字、投資収益黒字、金融収支黒字であり、現在のフランスが該当する。

2.2 21世紀以降における中国・米国・日本など13カ国の国際収支構造の推移分析

2021年から2024年の4年間のデータを例に分析すると、各国における主要な指標の詳細は図表1のとおりである。

まず、先進国の状況を考察する。2021～2024年の米国は経常収支赤字・貿易赤字・投資収益黒字・金融収支黒字という特徴を示した。Crowtherの分類に完全に一致する段階は存在しないが、本稿では米国を「債権取り崩し国（VI）」とみなし、未成熟債務国への移行が始まっていると評価する。一方、フランスも米国と似た構造を有しているが、貿易赤字が投資収益黒字を若干上回る程度であり、経常収支赤字の対

図表1 直近4年間各国の国際収支構造発展段階 (2021~2024年)

(単位: 各指標の GDP 比 %)

	発展段階	経常収支 差額	貿易ネット	投資収入 ネット	金融収支 差額	国際投資純 ポジション
中国	未成熟債権国 (IV)	2.05	2.72	-0.79	-1.47	14.89
米国	債権取り崩し国 (VI → I)	-4.97	-4.43	0.46	4.93	-76.16
日本	成熟債権国 (V)	3.64	-1.68	5.91	-3.15	77.85
ドイツ	未成熟債権国 (IV)	5.55	5.22	3.21	-6.65	72.21
イギリス	未成熟債務国 (I)	-2.26	-1.08	-0.39	2.22	-11.75
フランス	債権取り崩し国 (VI → I)	-0.37	-1.24	1.51	0.81	-26.30
韓国	未成熟債権国 (IV)	3.43	2.35	1.39	-3.29	48.03
シンガポール	未成熟債権国 (IV)	18.80	37.50	--	-18.60	180.93
インド	未成熟債務国 (I)	-1.26	-2.83	-1.49	1.27	-10.66
ベトナム	債務返済国 (III)	3.04	4.99	--	2.39	--
インドネシア	債務返済国 (III)	0.16	3.15	-3.44	-0.01	-26.59
フィリピン	未成熟債務国 (I)	-1.02	-11.47	-1.49	3.14	-10.93
マレーシア	未成熟債権国 (IV)	3.44	8.40	-3.48	-1.90	5.03

(出所) IFS, 世界銀行

GDP 比も米国よりはるかに小さい。

日本は、投資収益黒字が貿易赤字を上回っているため、経常収支は黒字である。純国際投資ポジションはプラスで、GDP 比75%以上を占め、膨大な海外資産を保有している。このため、日本は「成熟債権国 (V)」に分類される。ドイツや韓国は「未成熟債権国 (IV)」, イギリスは「未成熟債務国 (I)」に該当する。

続いて中国の状況を分析する。2021年から2024年の4年間に、中国は経常収支黒字、貿易収支黒字、投資収益赤字、金融収支赤字、そして純国際投資ポジションもプラスであった。この結果は、国際収支発展段階論が予測する典型的なパターンとは一致しないように見える。中国は純国際投資ポジションがプラスであり、世界に対する純債権国であるにもかかわらず、投資収益は持続的にマイナスとなっている。余永定・王信 (2007) は、中国の国際収支構造は国際収支発展段階論のいかなる段階にも適合しな

いと述べている。本稿では、投資収益赤字を除けば、中国のその他の指標は「未成熟債権国 (IV)」の特徴を備えているため、引き続き中国を未成熟債権国に分類する。ただし、投資収益赤字は中国の国際収支構造におけるコア的な問題であり、今後の課題となる。国際経済環境の変化や高齢少子化の加速により、今後中国が貿易赤字に転じた場合、日本のように海外資産による投資収益黒字を確保し、貿易赤字を補填することができなければ、対外債務が蓄積され、経済成長に深刻な影響を及ぼす可能性がある。

純債権国であるマレーシアも投資収益赤字を抱えて、中国と類似した困難に直面している。貿易収支が黒字であり、経常収支の黒字幅が貿易黒字幅よりも小さい。純国際投資ポジションがプラスであるにもかかわらず、投資収益が赤字である。

都市国家であるシンガポールはすでに先進国の仲間入りを果たして、貿易・経常収支ともに

高水準の黒字を維持している。また、金融収支の黒字は、シンガポールの対外投資が全面的に高い投資収益を上げていることを反映している。総じて、シンガポールの国際収支構造は未成熟債権国の特徴を顕著に示している。

最後に、アジアのその他の新興国について見ていく。インドは特異な事例である。同国では多くの国民が海外で就労あるいはオフショア業務を受託しているため、貿易・投資収益のいずれも赤字であるにもかかわらず、多額の第二次所得（例え、海外就労者の送金、国際援助、無償移転など）により、経常収支赤字の規模は貿易赤字と投資収益赤字の合計額を大きく下回っている。このような構造的な特徴から、本稿ではインドを「未成熟債務国（Ⅰ）」段階にあると分類する。なお、インドの第二次所得黒字は、主に湾岸諸国、北米、欧州に出稼ぎに行っている多数の労働者が本国に仕送りをしていることに起因し、これが貿易・投資収益赤字の補填要因となっている。これはフィリピンと共通する特徴である。フィリピンもまた大量の第二次所得が、経常収支赤字が貿易赤字と投資収益赤字の合計額よりも小さくなっており、同様に「未成熟債務国（Ⅰ）」と位置づけられる。

ベトナムの国際収支の現状は、2000年代初頭の中国の構造と類似し、顕著な貿易黒字がある一方で、経常収支黒字は貿易黒字よりも小さい。投資収益および純国際投資ポジションに関する具体的な統計は得られていないが、貿易黒字と経常収支黒字の差額から、ベトナムには投資収益赤字が存在すると推定される。このことから、本稿ではベトナムを「債務返済国（Ⅲ）」と判断する。

インドネシアも類似した特徴を示している。従来、同国は石油や天然ガスの輸出国として知られていたが、近年は農産物、鉱物資源、繊維製品、電子機器など多様な輸出品目を持つようになってきている。とはいえ、経常収支黒字が貿易黒字よりもかなり小さいという事実は、外国直接投資の流入が多く、対外債務に対する利子や配当の支払いが多いことを反映している。したがって、インドネシアも「債務返済国（Ⅲ）」段階にあると分類される。

図表1と同様の計算方法に基づき、2001～2024年の24年間に、13カ国の国際収支構造の変遷については、5年を1つの時間単位として整理して、以下の図表2で示す。

試算結果によれば（図表2を参照）、21世紀以降、中国・米国・ドイツ・インドの4カ国は国際収支構造の発展段階に顕著な変化が見られなかった。そのうち、中国とドイツは一貫して経常収支が黒字であり、米国とインドは一貫して経常収支が赤字である。ドイツは輸出および対外投資の大国として、貿易黒字を通じて純国際投資ポジションを蓄積すると同時に対外投資からも潤沢な投資収益を得て、また経常収支のGDP比は13カ国中最も高かった。

Schmitt-Grohé et al. (2016) の理論によれば、国際金利が一定である限り、初期段階で純国際投資ポジションがマイナスの国は、永続的に貿易赤字を維持することは不可能である⁵。ただし、同国が毎年の貿易黒字によって対外債務を徐々に返済し、かつGDP成長率が一定条件を満たすのであれば、経常収支の赤字を持続可能とすることは理論上可能である。

この理論モデルは米国の実態を完全に説明す

5 このモデルでは、資本は完全に自由流動であり、外生的な国際金利が存在し、すべての国が均衡状態にあるとき、金利は国際金利に等しいと仮定している。

図表2 2001～2024年における各国の国際収支構造の変遷

	2001-2005	2006-2010	2011-2015	2016-2020	2021-2024
中国	未成熟債権国 (IV)				
米国	債権取り崩し国 (VI → I)				
日本	未成熟債権国 (IV)	未成熟債権国 (IV)	成熟債権国 (V)	未成熟債権国 (IV)	成熟債権国 (V)
ドイツ	未成熟債権国 (IV)				
イギリス	債権取り崩し国 (VI → I)	未成熟債務国 (I)	未成熟債務国 (I)	未成熟債務国 (I)	未成熟債務国 (I)
フランス	未成熟債権国 (IV)	債権取り崩し国 (VI → I)	債権取り崩し国 (VI → I)	債権取り崩し国 (VI → I)	債権取り崩し国 (VI → I)
韓国	債務返済国 (III)	債務返済国 (III)	未成熟債権国 (IV)	未成熟債権国 (IV)	未成熟債権国 (IV)
シンガポール	未成熟債権国 (IV)				
インド	未成熟債務国 (I)				
ベトナム	未成熟債務国 (I)	未成熟債務国 (I)	債務返済国 (III)	債務返済国 (III)	債務返済国 (III)
インドネシア	債務返済国 (III)	債務返済国 (III)	成熟債務国 (II)	成熟債務国 (II)	債務返済国 (III)
フィリピン	債務返済国 (III)	債務返済国 (III)	債務返済国 (III)	未成熟債務国 (I)	未成熟債務国 (I)
マレーシア	債務返済国 (III)	未成熟債権国 (IV)	未成熟債権国 (IV)	未成熟債権国 (IV)	未成熟債権国 (IV)

(注) IMF データベースにおける中国の純国際投資ポジションデータは2004年から始まるため、2001年～2005年中国のデータは2004年と2005年のデータを用いて平均化したものである。

(出所) IFS, 世界銀行

るものではないが、少なくとも米国の国際収支の不均衡が構造的に持続困難であることを示している。米国は貿易赤字が続いており、経常収支の赤字は拡大傾向にあり、純国際投資ポジションによる対外国純債務も拡大傾向にある。また投資収益は黒字を維持しているが、近年の投資収益が減少傾向にある一方、純対外債務が拡大している。債務ストックの構造が変わらない場合、対外債務の継続的な蓄積に伴い、米国は「ポンジ詐欺」がない横の制約 (Non-Ponzi game and transversality constraints) に直面するかもしれない。米国が貿易保護主義に向かい、中国との貿易戦争を始める背景の一つとなっている。

中国は経常収支黒字、貿易収支黒字、投資収

益赤字、金融収支赤字、純国際投資ポジションプラスという構造を基本的に維持しており、これは「未成熟債権国 (IV)」の特徴を表している。しかしながら、中国の問題は米国とは正反対である。一方では、経常黒字を通じて多額の対外資産を蓄積し、純国際投資ポジションも増加傾向にあるが、他方では対外債権が増加する一方で、投資収益赤字がむしろ拡大しているという現象がある。これは米国と中国のミラー関係を反映している。即ち、中国は米国に安価な資本を供給し、米国はその資本を使って中国製品を購入している。将来的に貿易黒字が維持できず、赤字に転じた場合、あるいは貿易黒字が投資収益赤字を下回るような事態になれば、中国の経常収支は赤字に転落する可能性がある。そうな

ると、外債の罫に陥るリスクがある。一方で、仮に貿易黒字で投資収益赤字を補填し続ける場合、中国は他国によって「利子で蝕まれる」状況、すなわち他国が中国国内で得た投資収益で長期的に中国製品を購入し続ける構造に置かれることになり、これは中国の経済発展にとって不利な要因である。中国の対外投資における総収益および対外直接投資の収益性に関する問題は、次節においてさらに詳しく検討を行う。

国際収支発展段階論によれば、ある国の国民所得が増加すれば、労働コストが上昇し、それに伴い貿易収支が赤字に転じる傾向がある。しかし、日本のケースはこの理論と必ずしも一致していない。日本貿易の黒字から赤字に転じたのは、経済構造の自然な変化によるものではなく、外部からの衝撃によって引き起こされたものである。2010年以前、日本は貿易黒字と投資収益黒字を両方とも維持していた。ところが、2011年の「3.11東日本大震災」により、福島第一原子力発電所が事故を起こし、その後すべての原発が停止された。これにより、日本は大量のエネルギーを輸入する必要に迫られ、貿易収支が赤字に転じた。しかし、日本は依然として莫大な海外資産を保有し、投資収益が貿易赤字を補って経常収支黒字を維持している。こうした構造により、日本は現在も「成熟債権国」の特徴を有している。

また、国際収支発展段階論によれば、国が「債権取り崩し国（Ⅵ）」段階に達した後も、その発展は終了するわけではなく、大量の対外債務が貯められたために、再び「未成熟債務国（Ⅰ）」段階に戻っていく。図表2で示したイギリスの国際収支構造の変化は、まさにこの仮説を裏付けるものである。フランスは2001年から2005年にかけて、貿易黒字、投資収益黒字、純国際投

資ポジションプラスであるため、未成熟債権国の特徴を備えていた。しかしその後、経常収支および純国際投資ポジションが悪化し、短期間で未成熟債権国から直接債権取り崩し国（Ⅵ）へと転落した。

韓国の国際収支構造の変化は、国際収支発展段階論におけるダイナミックな発展過程をよく表している。2001年から2010年にかけて、韓国は経常黒字および貿易黒字を維持していたが、純国際投資ポジションはマイナスであり、投資収益も赤字であった。これは、対外債務の返済を進めている過程、すなわち「債務返済国（Ⅲ）」段階にあったことを示している。2014年以降、韓国の純国際投資ポジションはプラスに転じ、対外純債権国となった。その後も純国際投資ポジションおよび投資収益はともに増加し、「未成熟債権国（Ⅳ）」の特徴を示している。この変化プロセスは、理論上の予測とよく一致している。

シンガポールは「未成熟債権国（Ⅳ）」に位置づけられるが、独特の国際収支構造を示している。経常収支および貿易収支の黒字はGDP比で他国を大きく上回っており、これは同国の輸出依存型経済に起因している。また、金融収支の大幅な赤字は、対外投資の急速な拡大を反映している。しかし、2022年に米国の金利上げのため、シンガポールドルは米ドルに対して大幅に下落し、金融収支の赤字が拡大すると同時に、純国際投資ポジションが減少した。それも資本逃避の圧力がある程度反映されている。

ベトナムは2001年以降、貿易収支赤字、経常収支赤字から貿易収支黒字、経常収支黒字への転換を経験して、その改革と開放は目覚ましい成果を収めている。Kien（2014）の研究によれば、ベトナムは2010年前後にルイスの転換点に

到達したとされ、中国と同様の構造的課題に直面している可能性がある。ただし、ベトナムの製造業部門における雇用比率は現在も上昇を続けて、今後も貿易黒字を維持しながら、「債務返済国（Ⅲ）」から「未成熟債権国（Ⅳ）」へと移行していくと考えられる。

インドネシアは現在「債務返済国（Ⅲ）」に位置づけられる。同国の純国際投資ポジションとGDP比は減少傾向にあり、これは貿易黒字を通じて対外債務を返済していることを示している。ただし、依然として大きな投資収益赤字を抱えて、国際収支の健全化には時間を要する現状である。

フィリピンは長年にわたり、貿易収支および投資収益において、大幅な赤字を計上してきた。しかし、2003年から2015年の間は、第二次所得の黒字によって経常収支が黒字を維持されていた。このような第二次所得による経常黒字は、純国際投資ポジションのGDP比を一定程度改善する要因となっていた。しかし、こうした第二次所得に依存した経常黒字は、持続可能性に乏しい。2016年以降、貿易赤字が拡大するにつれて、フィリピンの経常収支は持続的な赤字に転じ、その赤字幅も拡大傾向にある。これは、同国が依然として債務返済の過程にあり、克服すべき課題が多いことを示している。

マレーシアは、半導体、電子機器、液化天然ガスなどの資源輸出に優位性を持ち、また政府が外国資本を誘致する政策を推進した結果、輸出主導型産業やハイテク分野へのFDIが促進され、「債務返済国（Ⅲ）」から「未成熟債権国（Ⅳ）」への移行に成功した。2008年には純国際投資ポジションが初めてプラスとなり、純債権国となった。2001年以降、マレーシアは高い貿易黒字を維持しているが、中国と同様に、投資

収益は一貫して赤字であり、経常収支黒字は貿易黒字を下回っている。また、純国際投資ポジションは年によって変動が大きく、ある年には再び純債務国に戻ることもあった。このことは、マレーシアが依然として「中所得国の罠」から完全には脱していないことを示唆している。

3. 中国対外資産構造における各項目の収益率推計および誤差に関する検討

前節の計算と分析によれば、21世紀以降、中国は一貫して未成熟債権国の段階にあり、しかも中国の国際収支構造における主要な問題は、純国際投資ポジションがプラスであるにもかかわらず、投資収益が赤字であるという点にある。現在、国家外貨管理局は、投資収益の内訳として、直接投資・証券投資・その他投資・準備資産ごとの具体的な収益を公表していないため、対外投資の各項目について詳細な分析を行うことが難しい。長期的に見れば、このような投資収益の赤字状態は持続可能ではなく、適時の調整と対応が必要である。そのためには、まず中国の対外資産の各項目における収益率を推計することが求められ、これに基づいて原因を分析し、対応策を行う必要がある。

しかし、IMFのIFSデータベースおよび中国国家外貨管理局が提供しているのは、中国の投資収益の総額および純投資収益に関するデータのみであり、直接投資・証券投資・その他投資・準備資産といった細分類ごとの投資収入データは公表されていないため、これまで中国では投資収益率の視点から中国の投資収益赤字の問題を分析した研究は極めて少ない。また、国内の主要学術誌（コアジャーナル）において

も、各資産項目の投資収入を推計する成熟した方法論は明確されていない。そこで本稿では、Lane and Milesi-Ferretti (2007) の推計手法を参考にし、逆算法（バックソルブ法）を用いて、中国の対外直接投資の収益率を推計する。さらに、直接投資による総収入を、資本損益と当期収入の二つに分けて考察し、そのうち当期収入は国際収支統計表における直接投資からの投資収入項目に対応する。

3.1 対外直接投資からの投資収入の推定方法と手順

本稿では、対外投資を対外の株式投資、債券投資、その他投資、準備資産、及び対外直接投資という5つの部分に分類する。

対外直接投資の年間収益を推計するには、まず株式投資収益、債券投資収益、その他投資収益、および準備資産収益をそれぞれ個別に推計し、これら4項目の資産に対する当年の収益額を求める必要がある。そのうえで、対外投資全体の年間総投資収入からこの4項目の収益総額を差し引くことで、対外直接投資によるその年の収益額を得ることができる。さらに、この年の収益額を対外直接投資の年末時点の資産残高で除することで、その年の直接投資収益率を算出することができる。

ここでの「その年の収益率」とは、国際収支統計における対外直接投資収入項目に対応する値である。次に、対外投資資産ポジションおよび対外直接投資のフローに基づいて、その年の対外直接投資の資本損益を計算し、これによりその年の資本利得率（キャピタルゲイン率）を得る。さらに、その年の対外直接投資の収入と

資本損益を足し合わせると、その年の対外直接投資の総収益額が得られ、これを用いて対外直接投資の総収益率を導出する。

3.1.1 株式・債券とその他投資および準備資産の投資収益率の推計

(1) 株式投資の収益率：中国の対外証券投資資産は主に、米国、香港、英領ケイマン諸島、イギリス、日本、ルクセンブルクなどの地域に分布している。国家外貨管理局が公表した「中国対外証券投資資産（国・地域別）」によれば、中国が各年に最も多く投資している上位5地域の株式証券資産の年末残高が、全体の75%以上を占めるため、それらの地域別年末残高の比率をウェイト（加重）として用いる。ケイマン諸島に関するデータは欠落したため、その他の地域の平均収益率をケイマン諸島の収益率を代替する。最後に、各地域の主要株価指数の年間株価リターンを乗数要因（乗率）として加重平均することで、当年の株式投資収益率を算出する⁶。

(2) 債券投資の収益率：中国が各主要地域に投資している債券型証券資産の年間ストック比率をウェイト（加重）として用いる。米国、英国、オーストラリアについては、それぞれの10年国債のその年平均利回りの平均値を重み付けに用い、その他の地域については、5年満期の高格付け市場（HQM）社債のスポット金利のその年平均利回りの平均値を重み付けとして採用する。この方法を採用する理由は、中国が米国、英国、オーストラリアに投資する債券は主に長期政府債で、香港、ケイマン諸島、バージン諸島に投資する債券は主

6 選定された株価指数は、アメリカのS&P500指数、香港のハンセン指数、イギリスのFTSE100指数、日本の日経225指数、ルクセンブルクのLUXXリターン指数である。

に企業債である。

- (3) その他投資の収益率：その他の投資には、その他の株式、通貨と預金、貸付金、保険と年金、貿易信用、およびその他の項目が含まれる。第一に、短期金利の差は国際的な資本移動に影響を与える。投資家はより高いリターンを得るために、低金利国から高金利国へと資金を移動させる傾向がある。そのため、貸付、預金、貿易信用などは、流動性ニーズがあるため、短期金利とより密接に関連している。第二に、香港を除き、中国の預金は主に欧米先進国に集中して、さらに貿易信用が中国の主な貿易相手国に集中していると考えれば、本稿では、米国、日本、ドイツ、英国、韓国、フランスの短期金利の年平均値⁷を用いて、中国のその他投資の収益率とする。なお、中国のその他の投資の具体的な分布状況のデータが不足しているため、本稿ではこれらの基準金利の年平均値を単純平均（算術平均）し、中国の対外その他投資における年間平均収益率を得るものとする。

- (4) 準備資産の収益率：中国の準備資産の主要な形態は外貨準備である。国家外貨管理局年次報告書（2023）によれば、2009年～2019年の外貨準備の平均収益率は3.19%であった。最新のデータが存在しないため、本稿では2019年から2023年の間についても、引き続き3.19%を準備資産の収益率として採用する。

3.1.2 対外直接投資収入と収益率の推定方法

- (1) 対外直接投資の収入：株式、債券、その他投資、準備資産の年間収益率をそれぞれ推計した後、各資産の年間収益率を対応する資産の年末ポジションと乗算して、4つの資産の

当該年度の投資収入を算出する。その後、対外投資全体の年間総収入から、これら4項目の収入合計を差し引くことにより、対外直接投資のその年収入を得ることができる。 t 年における対外直接投資の当該年度の収入を I_t と表す。

- (2) 対外直接投資の資本損益：資本損益 (Capital Gain or Loss) は、以下の式により定義される。

$$C_t = A_t - A_{t-1} - OFDI_t$$

ここで、 C_t は当年の資本損益、 A_t および A_{t-1} は、それぞれ t 年度末および $t-1$ 年度末時点の対外直接投資資産のポジションを表す。 $OFDI_t$ は当年度に対外直接投資の新規投資を表し、これは国際収支表の金融勘定における直接投資項目（貸方）に相当する。

- (3) 対外直接投資の総収益率および当期収益率：各年の対外直接投資の総収益は、資本損益 C_t と対外直接投資 I_t の当期収益の合計として計算される。この総収益を年末の対外直接投資資産のポジションで割って毎年の対外直接投資総収益率を得る。即ち、

$$r_t = \frac{I_t + C_t}{A_t}$$

一方、対外直接投資の当期収益率は、次の式で表される。

$$R_t = \frac{I_t}{A_t}$$

これは、国際収支統計表における対外直接投資項目に対応する収益率である。

7 データ出典：OECD データベース

3.2 中国の対外投資収入および収益率の推計結果

3.2.1 中国の対外投資における各資産項目の収入

前節で示した方法に基づき、中国の2015年から2023年までの各資産項目の投資収益率を推計した。図表3は、中国の対外投資における各資産項目の収入データを表したものである。ここ

での直接投資の収益率には資本損益が含まれず、他国との比較可能性が保たれている。

3.2.2 中国の対外直接投資における各収入項目

図表4で計算したのは、資本損益を含めた中国の対外直接投資収入の各種データである。国際収支表の直接投資の収入は、ここでの「当期収入」と同じ意味である。直接投資の総収益率

図表3 中国の対外投資における各資産項目の収入

(単位：10億米ドル)

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
海外投資総収益	1898.85	1992.10	2673.03	2482.95	2574.64	2279.41	3068.14	2457.21	2128.29	2797.59
総資産ポジション	62231.85	65788.47	71915.23	74327.34	78464.18	88790.79	95216.38	92155.33	95816.83	102167.05
海外投資総収益率%	3.05	3.03	3.72	3.34	3.28	2.57	3.22	2.67	2.22	2.74
直接投資収入	739.36	727.34	411.39	1635.99	492.01	971.63	1861.19	2428.23	278.87	216.20
直接投資ポジション	11560.46	14237.37	18449.90	20015.48	22366.41	25806.58	27851.52	27548.10	29391.09	31328.83
直接投資収益率%	6.53	5.76	4.74	7.50	3.94	4.12	6.87	6.73	2.90	0.64
株式投資収入	-26.14	96.23	664.64	-200.27	499.06	88.81	0.55	-815.91	-105.69	1307.51
株式投資ポジション	1692.05	2206.71	3043.95	2786.08	3853.28	6048.06	6476.60	5831.10	6224.59	8598.38
株式投資平均収益率%	-1.54	4.36	21.83	-7.19	12.95	1.47	0.01	-13.99	-1.70	15.21
債券投資収入	20.48	25.87	38.61	55.12	50.23	29.12	35.41	104.95	153.75	164.01
債券投資ポジション	993.08	1517.54	1948.11	2279.42	2722.01	2981.66	3314.40	4450.55	4743.04	5574.87
債券投資平均収益率%	2.06	1.70	1.98	2.42	1.85	0.98	1.07	2.36	3.24	2.94
その他投資収入	62.50	61.03	62.88	117.28	115.70	28.59	26.61	258.81	716.39	765.36
その他投資ポジション	13888.74	16796.71	16055.04	17504.53	17225.98	20183.70	23139.29	21098.29	20754.88	21867.48
その他投資収益率%	0.45	0.36	0.39	0.67	0.67	0.14	0.12	1.23	3.45	3.52
外貨準備投資収入	1117.20	1016.09	1061.37	1039.10	1057.12	1100.94	1124.03	1084.54	1131.50	1102.32
外貨準備投資ポジション	34061.12	30978.45	32358.95	31679.92	32229.33	33565.29	34269.08	33065.29	34496.91	1102.32
外貨準備投資収益率%	3.19	3.19	3.19	3.19	3.19	3.19	3.19	3.19	3.19	3.19

(出所) 中国外貨管理局, IFS

図表4 中国対外直接投資収入の各項目データ

(単位:10億米ドル)

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
資本損益	591.74	512.67	2829.61	135.31	981.83	1902.97	256.96	-2403.9	-413.70	215.29
当期収入 (BOP 直接 投資収入)	739.36	727.34	411.39	1635.99	492.01	971.63	1861.19	2428.23	278.87	216.20
直接投資総 収益	1347.20	1333.42	3704.26	1635.55	1863.37	2965.12	2169.34	-549.34	442.81	431.49
直接投資試 算ポジション	11560.46	14237.37	18449.90	20015.48	22366.41	25806.58	27851.52	27548.10	29391.09	31328.83
直接投資総 収益率%	11.65	9.37	20.08	8.17	8.33	11.49	7.79	-1.99	1.50	1.38
直接投資当 期収益率%	6.53	5.76	4.74	7.50	3.94	4.12	6.87	6.73	2.90	0.64

(出所) IFS

は、当期収益率に資本利得率を加えたものである。

3.3 推計における潜在的な問題点と議論

3.3.1 逆算法による直接投資収益率の変動および誤差

避けがたいことではあるが、関連データの不足により、本稿では各資産項目の収益率の計算に推計的手法を用い、その中に逆算法(バックソルブ法)によって直接投資の収益を算出している。その結果として、推計値には一定の変動性および比較的大きな誤差が生じる可能性がある。

3.3.2 株式投資収益率の推計結果における変動幅の大きさ

中国には、対外直接投資、証券投資、その他投資に関する収入の統計データが存在せず、近年の投資収入に関する学術的な推計や調査もあまり行われていない。本稿では逆算法を用いて直接投資の収入を算出するため、その値は証券投資およびその他投資の収益率に影響されやすい構造となっている。他の先進国と比較して、図表3に示された計算結果によれば、中国の対

外株式投資の平均収益率の変動幅が大きいことが分かった。このような大きな変動は、直接投資収入の推計精度を低下させる。たとえば、株式投資の平均収益率が正の年には、直接投資収益率が系統的に過大推計され、逆に負の年には過小推計される傾向がある。にもかかわらず、中国の株式投資総額はそれほど小さくなく、平均構成比は5.27%であるため、この要因によって直接投資収入推計に大規模な偏差が生じる可能性は低いと考えられる。

3.3.3 2009～2018年の準備資産平均収益率を準備資産収益率として採用した影響

中国の直接投資収入の推計において最も重要なのは、準備資産の収益率である。というのも、中国の対外資産の大部分は、準備資産の中の外貨準備で構成されているため、逆算法で推計を行う際、この項目の収益率にわずかな変動が生じただけでも、直接投資収入の推計結果に大きな影響が及ぶ可能性がある。しかしながら、国家外貨管理局は2019年以降の外貨準備の収益率を公表していないため、本稿では、2009年から2019年の平均収益率である3.19%を、2019年以

降の準備資産収益率の近似値として採用している。この観点から見ると、2015年から2018年の直接投資収入の推計値の方が、より正確である可能性が高く、一方で、2019年以降の直接投資収入の推計精度については、確証が得られない。

4. 対外投資総収益率および対外直接投資収益率の国際比較

第3節では中国の対外投資総収益率および対外直接投資収益率を推計した。本節では、まずその結果に基づき、中国の投資収益赤字の要因

を分析したうえで、国際比較を行う。また、他の主要先進国との比較を通じて、本稿は「中国の投資収益赤字の原因は、対外投資収益率、特に直接投資収益率の低さによって引き起こされている」という見解を否定する。さらに、中国の対外直接投資のストックと収益率は、米国や日本に比べて依然として成長余地が大きいことを指摘する。

4.1 中国の投資総収益率と国際比較

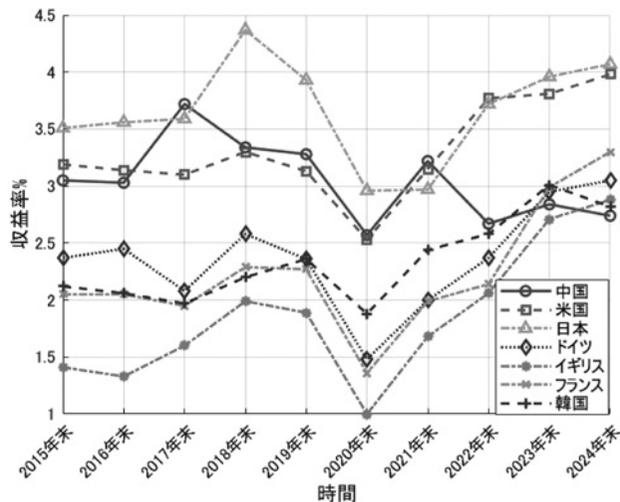
各国の対外投資総収益率の変動傾向および相対的な水準をより明確に示すため、図表5の

図表5 各国の対外投資総収益率 (%)

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
中国	3.05	3.03	3.72	3.34	3.28	2.57	3.22	2.67	2.84	2.74
米国	3.19	3.14	3.10	3.30	3.13	2.53	3.15	3.77	3.81	3.98
日本	3.51	3.56	3.59	4.37	3.93	2.96	2.97	3.72	3.96	4.07
ドイツ	2.37	2.45	2.08	2.58	2.36	1.48	2.00	2.37	2.95	3.05
イギリス	1.41	1.33	1.60	1.99	1.89	1.00	1.68	2.06	2.71	2.88
フランス	2.05	2.05	1.95	2.29	2.27	1.36	1.99	2.14	2.99	3.30
韓国	2.12	2.06	1.97	2.20	2.36	1.88	2.44	2.58	3.01	2.82

(データ出典) IFS

図表6 各国の対外投資総収益率



データを折れ線グラフに可視化したものが図表6である。

まず、中国の対外投資総収益率は先進国と顕著な差がなく、逆に多くの年においてドイツ、イギリス、フランス、韓国を上回っていることが分かった。このことは、中国の「黒字の純国際投資ポジションを持ちながらも、投資収益ネットが赤字」という問題が、対外投資の総収益率が低いからではないことを示している。

注目すべきは、海外資産総収益率が高い米国の投資収益の特徴は中国とちょうど逆で、いわゆる負の純国際投資ポジションを持ちながらも投資収益が黒字という現象である。米国のこの特徴に対して、現在主に2つの解釈がある。1つは「ダークマター仮説」(Hausmann and Sturzenegger, 2006)、もう1つは「リターン格差仮説」(Curcuro et al., 2013)である。とりわけ「リターン格差仮説」では、米国の国際資産と負債は異なる種類の金融商品で構成されており、外国投資家は主に米国債などの低リスク資産を保有し、低い利回りしか得られない一方、米国の投資家はリスクの高い外国株式や対外直接投資を多く保有し、相対的に高い収益を得ているとされている。

これを中国に当てはめて考察すると、本稿では「リターン格差仮説」は中国の現象を一定程度説明し得ると考える。中国の対外資産および負債も異なる金融商品の構成となって、その資産の多くは準備資産である。国際投資ポジションの増加に伴って、準備資産が海外資産全体に占める割合は徐々に低下しているものの、依然として準備資産は海外資産のコアの構成要素である。この準備資産の多くは外貨準備であり、流動性の確保を目的として中国は大量の米国債を保有している。中国国家外貨管理局が公表し

た『国家外貨管理局年報(2023)』によれば、2009年から2019年にかけての中国の外貨準備の平均収益率は3.19%である。もし準備資産収益率だけを見れば、アメリカ、イギリス、フランスをはるかに上回る数字だが、注意すべきは、中国の対外負債の大部分が導入された外国直接投資で構成されている点である。したがって、この外国から導入された外国直接投資の収益率に対する推計・比較が必要がある。中国国家外貨管理局の2023年の推計によれば、直近5年間に外資系企業の対中直接投資の収益率は9.1%である。この値は、中国の準備資産の平均収益率を大きく上回っており、中国が純債権国であるにもかかわらず、投資収益ネットが赤字となっている理由が説明できる。

2020年以降、中国の投資収益赤字はさらに拡大している。長期的な視点に立てば、中国が純債権国でありながら、投資収益が継続的に赤字となることは本来あるべき姿ではなく、米国を長期的に事実上補助している構図は避けるべきである。今後、中国の貿易黒字が人口の高齢化や国際環境の変化等によって縮小して、しかも貿易赤字あるいは貿易収支の黒字が投資収支の赤字より少ない場合が発生すれば、経常収支の恒常的な赤字が発生し、対外債務の罠に陥るリスクを抱えることになり、経済成長が停滞する可能性も否定できない。また、仮に貿易黒字によって投資収益赤字を補填し続ける場合でも、他国に利益が吸い取られるという「利蝕」の状態に陥り、長期的発展は困難になる。現在の中国は、中高所得国の段階に入っており、「中所得国の罠」からは未だ完全には脱していない。このような不利な経済状況をいかに回避するかは、まさに中国の知恵が試される課題である。

4.2 中国の対外直接投資収益率と国際比較

近年激化する貿易摩擦や中長期的に深刻な人口高齢化などの問題を考慮すれば、中国の経常収支における投資収益の重要性は一層高まっている。

しかし、投資収益赤字が拡大を続ける一方で、中国の対外直接投資の資産ポジションは急速に増加しており、2015年末の1兆1560億ドルから2024年末には3兆1328億ドルにまで拡大している。このような状況は、「中国の投資収益赤字は、

対外直接投資の収益率が低いためではないか」という疑問を生じさせる。

各国の対外直接投資収益率の変動傾向と相対的な水準をより明確に可視化するため、図表7を折れ線グラフ図表8を作成した。

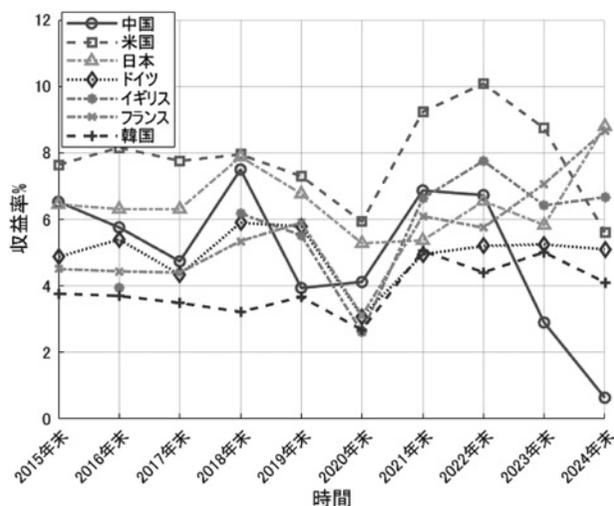
図表8に示されたように、2015年以降の中国の対外直接投資収益率（2024年が例外）は、米国と日本を除けば、ほかの主要な先進国と比べて顕著に低くない。これは、中国が投資収益赤字を継続している一方で、対外直接投資収益率自体は依然として良好であることを示している。対外直接投資資産が急速に増加する中で

図表7 各国の対外直接投資収益率 (%)

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
中国	6.53	5.76	4.74	7.50	3.94	4.12	6.87	6.73	2.90	0.64
米国	7.64	8.16	7.76	7.95	7.30	5.93	9.23	10.08	8.74	5.61
日本	6.45	6.31	6.31	7.88	6.77	5.28	5.37	6.55	5.83	8.80
ドイツ	4.87	5.40	4.34	5.90	5.79	3.08	4.95	5.20	5.25	5.10
イギリス	—	3.94	—	6.18	5.52	2.61	6.63	7.76	6.42	6.67
フランス	4.51	4.44	4.40	5.35	5.90	3.11	6.10	5.75	7.07	8.66
韓国	3.77	3.70	3.49	3.22	3.67	2.68	5.06	4.41	5.01	4.11

(データ出典) IFS 及び筆者計算整理

図表8 各国の対外直接投資収益率



も、その収益率が明らかに低下することはなく、これは中国企業の国際化の進展が深刻な障害を受けていないことを示している。したがって、「中国の投資収益赤字は、対外直接投資の収益率の低さによるものである」との見解は成立しない。

同時に、中国の対外直接投資収益率は比較的大きな変動が見られるが、これは推計する際に、準備資産の平均収益率を使用したことに起因している可能性がある。計算によれば、2015年～2024年に中国、日本、米国の対外直接投資の平均収益率は、それぞれ4.69%、8.22%、6.15%である。この結果から、中国の収益率は日米に依然として大きな差がある一方、中国の収益率は、前述の外国企業による対中直接投資収益率（平均約9.1%）を大きく下回っていることも明らかである。

また図表8の推計結果を見れば、2024年の直接投資収益率が大幅に低下している点については、2024年の中国の対外総投資収益率が最も低かったこと、さらに2009～2019年の準備資産平均収益率を2024年に適用したことが原因であると考えられる。中国の準備資産の残高が最大規模であることを考えれば、2024年の準備資産の実質収益率が2009-2018年の準備資産の平均収益率を下回れば、2024年対外直接投資の推計結果は下方バイアスを生じた可能性が高い。

これまでの中国企業は、グローバル戦略およびローカリゼーションの水準も、まだ経験蓄積の段階であり、ブランドや技術などの所有権優位性も弱みを抱えている。そのため、現時点に中国の対外直接投資の収益率は日米に比べて低いが、将来的には依然として成長潜在力と成長の余地は大きい。

参 考 文 献

- 賀仁龍・趙曉康 (2017) 「中米対外直接投資パフォーマンスの比較：2008-2015年の実証分析」『河南社会科学』第25巻5号、50-56頁。
- 薛軍ほか (2017-2023) 『中国民营企业対外直接投資指数年次報告』人民出版社。
- 陳越 (2016) 「中米対外投資収益格差の比較研究」『經營与管理』第12号、79-82頁。
- 張斌・賀冰 (2006) 「高額な外貨準備から中国経済発展の内外不均衡を再考する」『国際経済評論』第3号、17-18頁。
- 張斌 (2011) 「中国対外金融の政策優先順位——国家対外貸借対照表に基づく分析」『国際経済評論』第2号、58-63頁。
- 李揚 (2014) 「不均衡と再均衡」『国際金融研究』第3号、3-6頁。
- 余永定 (2007) 「グローバル・インバランスの条件下における中国経済成長モデルの調整」『国際経済評論』第1号、5-11頁。
- 余永定 (2017) 「中国の国際収支結構と資本の海外逃避の状況分析」『武漢金融』第12号、4-9頁。
- Curcuro, S. E., Thomas, C. P., and Warnock, F. E. (2013). "On returns differentials". *Journal of International Money and Finance*, 36, 1-25.
- Hausmann, R. and Sturzenegger, F. (2007). "The missing dark matter in the wealth of nations and its implications for global imbalances". *Economic Policy*, 22 (51), 470-518.
- Kien, N. T. (2014). "Employment Transformation in the Vietnamese Economy in Light of the Lewis-Fei-Ranis Growth Model of A Labor-Abundant Economy". *Journal of Economics and Development*.
- Koyama, K. (2013). "Japan's Post-Fukushima Energy Policy Challenges". *Asian Economic Policy Review*, 8(2), 274-293.
- Lane, P. R., and Milesi-Ferretti, G. M. (2007). "The

中国投資収益問題の再検討—対外資産構造分析および対外直接投資収益率の推計に基づいて—

external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”. *Journal of International Economics*, 73, 223–250.

Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., and Woodford, M.

(2022). *International macroeconomics: A modern approach*. Princeton University Press.

(中国南開大学経済学院教授,
当研究所客員研究員)