

アジア金融危機と中国の国際資金循環分析

張 南

(受付 1999年11月1日)

はじめに

1997年7月のタイ・バーツ危機に端を発するアジア通貨・金融危機はアジア経済だけでなく、世界経済にとって極めて大きな歴史的出来事であった。これまでアジア通貨・金融危機の要因について様々な角度から分析されてきたが、指摘されてきた要因で特に重要なものとしては、次の3点が挙げられる。

- (1) 実質的な対ドル固定為替相場制の維持
- (2) 大幅な経常収支の赤字と短期資本流入の急増
- (3) 金融システムの脆弱性

以上のような要因が危機を引き起こしたとする考え方が現在ほぼコンセンサスを得ていると考えられる。

また、危機と経済のファンダメンタルズ（経常収支、財政収支、インフレ率、産出量などのマクロ経済諸変数）の関係からみると、今回のアジア通貨・金融危機において、資本の流入、流出とマクロ経済ファンダメンタルズの関係はそれほど強くなく、実質的なドルペッグ下での資本移動の危険性が示されたといえる。しかし、通常のマクロ指標のみならず金融システムや企業財務の問題に目を向けると、そこに脆弱性や非効率性が存在している国ほど危機の程度が深刻であったことは実証分析によって指摘されている¹⁾。

97年中頃以来、アジアにおいては、中国を除いた地域について殆どマイナス成長あるいはゼロ成長に陥った。99年に入ってIMFの支援を受けたタイ、韓国、インドネシアの3カ国はいずれも経常収支が黒字に転換しており、日本経済もようやくプラスの成長に転じ、アジアの金融危機も収束してきたようである。しかしながら、よくみると今回危機の引き金となった金融システム不安、不良債権問題などはまだ解消しておらず、いずれの国も不良債権比率が30%あるいはそれ以上という状態で、その処理に腐心しているところである。そうした状況の中で、中国経済の動きと資金循環の構造変化は、今回の危機回復とアジア経済の行方を読むための重要な鍵となる。

1) 経済企画庁調査局「アジア経済1999」p. 33-51 大蔵省印刷局 1999年6月

なお、国際通用の資金循環統計は、中国国家統計局、中国人民銀行調査統計局及び関係研究者の12年間に及ぶ研究・試作作業を経て、世界銀行、OECD及び日本銀行の技術援助を得て、98年10月によりやく公表されるに至った。そこで、本稿はアジア通貨・金融危機の発生要因を取上げ、危機前後の中国国内外経済情勢と結びつけて、資金循環の視角にみた中国经济全体と各経済主体部門の資金過不足、資金循環勘定における海外部門にみた経常収支と資本収支のバランス関係などを記述的に分析する。それによって、アジア通貨・金融危機が中国の経済成長に与える影響と対策について検討することを試みている。

1. 国際資金循環分析の枠組み

資金循環勘定はSNA (System of National Accounts) 体系の中核的な存在である。国際資金循環分析とは、SNAの資金循環勘定における国内部門全体の資金過不足は国際収支と関連する海外部門(海外勘定)との間での金融取引によって調節されることから、両者の資金循環を国際資金循環と称し分析することである。ある期間(1年間また四半期)に新しく作られた付加価値は支出面からみると、最終消費支出、総資本形成及び財貨・サービスの純輸出に分けられる。国内のみの貯蓄によって投資等の資金需要を満たせない資金不足が出た場合、必ず海外から資金調達を行う。そこで国際資本の移動が生じることになる。SNA体系の定義によれば、貯蓄投資差額、資金過不足、国際収支の間、次の関係式の成り立つことがわかる²⁾。

$$\textcircled{1} \quad S-I = \Delta A - \Delta L = X - M \quad (\text{SI バランス} = \text{資金過不足} = \text{経常収支})$$

ただし、貯蓄投資差額のS-Iを民間と公的、資金過不足の $\Delta A - \Delta L$ を国内金融取引部分($\Delta Ad - \Delta Ld$)と対外金融取引部分($\Delta Af - \Delta Lf$)に分けると、

$$\textcircled{2} \quad (Sp - Ip) + (Sg - Ig) = (\Delta Ad - \Delta Ld) + (\Delta Af - \Delta Lf) = X - M$$

となる。つまり、

民間貯蓄投資差額+財政収支差額=国内資金過不足+対外資金過不足=経常収支
という関係となる。その内、($\Delta Ad - \Delta Ld$)は国内部門間で相殺されるため、以下の国際収支表が得られる。

$$\textcircled{3} \quad X - M = \Delta Af - \Delta Lf \quad (\text{経常収支} = \text{資本収支})$$

また、国際収支の誤差脱漏=0とした場合、

$$\begin{aligned} \textcircled{4} \quad \text{海外部門の資金過不足} &= \text{対外債権増加} - \text{対外債務増加} \\ &= \text{経常収支} + \text{その他資本収支} \\ &= -(\text{投資収支} + \text{外貨準備増減}) \end{aligned}$$

2) 松浦 宏「改定SNAと現行SNAにおける資本、金融及び海外勘定に関する変更点と問題点」, p. 4-5『季刊国民経済計算』No. 98 経済企画庁経済研究所, 1993年10月

で捉えられる³⁾。

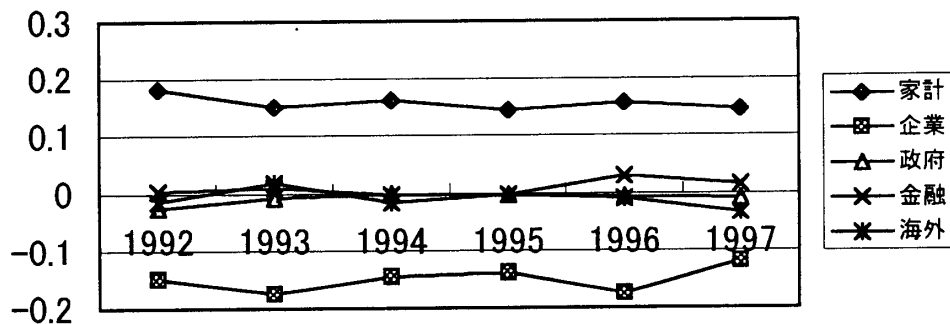
以上の式から SI バランスと資金過不足と国際収支の理論的均衡関係が示され、国際資金循環分析の枠組みが得られる。

上記の分析の枠組みに基づき、アジア通貨・金融危機と結びつけて、90年代以来の中国経済の資金過不足、資本移動及び国際資金循環の構造変化の問題点を検討してみる。

2. 国内非金融部門の資金過不足

資金循環分析で最初に注目されるのは、部門別資金過不足である。つまり、各部門の資産増減（資金運用額）から負債増減（資金調達額）を差し引いた値で、それがプラスのときは資金余剰（実物面の貯蓄超過に対応）、マイナスのときは資金不足（実物面の投資超過に対応）と定義される。国内部門の資金過不足を合計すると、国内部門間で相殺されない対外資産増減と対外負債増減の差額が残り、それを外国側からみたのが海外部門の資金過不足にほかならない。この部門別資金過不足の対 GDP 比率をみると、ある期間での資金循環のパターンと特色が分かる。90年代以来中国部門別資金過不足の対 GDP 比率の動きが図 1 に示されている。

図 1 部門別資金過不足の推移（対名目の GDP 比率）



出所：中国人民銀行『中国人民銀行統計季報1998年1-4』

2.1 個人部門

図 1 から分かるように、個人部門の資金過不足の特色としては、資金余剰部門、巨大な貯蓄リスク及び金融資産運用の構造変化などが取上げられる。90年代以来、個人部門が資金余剰部門であり、また、最大の資金供給部門であった。92年から97年にかけて個人部門の資金余剰の対 GDP 比率は約17%で動いており、その純金融資産が1.57倍の増となった。98年末

3) 日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』pp. 12, 1999年6月, 日本銀行国際局『国際収支統計月報』

には個人部門の貯蓄は53407.5億元で、91年の約6倍となる⁴⁾。経済改革の進展に従い、個人部門の貨幣所得が大幅な増となり、その貯蓄資金が経済発展の大きなエネルギーになると同時に、社会経済を安定させる重要な安定要因の一つにもなる。

90年代における個人部門の資金運用の構成からみると、銀行貯金は80%に上り、現金通貨は約10%、有価証券は約10%となったが、個人部門の証券投資額は96年の1566.07億元から97年の2188.63億元に上昇し、広義金融市場における規模はあまり大きくないが、拡大している傾向であり、個人部門の金融資産運用の構造変化が見られる。

図1に示された経済の実物面と金融面の関係を分析するために、個人、企業、政府部門の資金過不足と貯蓄投資差額との因果関係が下記の3式によって与えられ、そして、それによる計算結果の関連数値を表1に纏めている。

- ⑤ 個人部門資金余剰率： $F_s/Y = S/Y \cdot Sh/S \cdot (Sh-I_h)/Sh$
 ⑥ 企業部門資金不足率： $F_d/Y = I/Y \cdot I_f/I \cdot (S_f-I_f)/I_f$
 ⑦ 政府部門資金不足率： $F_d/Y = G/Y \cdot (S_g-I_g)/G$

表1 個人・企業・政府部門の資金過不足 (%)

時期	個人				企業				政府		
	F _s /Y	S/Y	Sh/S	(Sh-I _h)/Sh	F _d /Y	I/Y	I _f /I	(S _f -I _f)/I _f	F _d /Y	G/Y	(S _g -I _g)/G
92	17.8	41.6	56.2	76.0	-14.0	36.2	66.9	-58.0	-1.7	13.5	-12.9
93	16.7	42.3	54.0	73.2	-19.1	43.3	70.8	-62.3	-1.3	13.0	-9.9
94	16.6	42.2	51.4	76.4	-17.3	41.2	74.2	-56.5	-0.4	12.7	-2.9
95	14.9	39.2	49.1	77.6	-17.5	40.8	76.6	-55.9	0.1	11.3	0.6
96	15.7	38.7	52.7	77.1	-15.9	39.6	72.1	-55.7	-0.4	11.3	-3.8
97	16.2	39.4	52.7	78.2	-14.7	38.2	72.1	-53.4	-0.1	11.4	-1.2

出所：国家統計局『統計年鑑1998』，中国人民銀行『中国人民銀行統計季報1998年1-4』

(注) F_d：資金不足，F_s：資金余剰，Y，I，S，G：支出法に計算された国内総生産，投資，貯蓄及び財政支出

⑤式から分かるように、個人部門の資金過不足に影響を与える要因としては、貯蓄率、個人部門貯蓄対総貯蓄の比率及び、個人部門の貯蓄超過率が挙げられる。90年代以来、総貯蓄率が40%の水準を辿ってきた状況の下で、個人部門貯蓄がその総貯蓄の半分以上を占めて、個人部門の住宅投資などを取り除くと、貯蓄超過率は75%以上に達しており、97年には78%に上がった。そして、その貯蓄超過の金額は92年の4590億元から97年の12344.41億元に上昇してきた⁵⁾。この銀行に預ける巨大な貯蓄は銀行にとって熱い炭のような存在となり、預金利息を払わなければならないので、早く貸し出さなければ、銀行体系のリスクが大きくなり、

4) 中国人民銀行統計司『中国人民銀行統計季報』Vol. 14, No. 2, 中国人民銀行1999年7月

5) 中国国家统计局『中国統計年鑑』中国統計出版社，1998年9月

社会の安定に影響する深刻な要因となる。また、この巨大な貯蓄は市場原理の動きによっていつかどこかへ流れていく可能性も十分あるので、個人部門の過剰な貯蓄の量と流れの方向に対する把握は重要なことである。

2.2 非金融企業部門

90年代以来、中国経済の資金循環に企業主導型マネーフローが現れてきた。企業部門の旺盛な固定資産投資にもとづく大幅な資金不足を銀行の金融仲介により個人部門の資金余剰が埋める形をとり、所謂投資拡張をテコに高度経済成長が実現した。

企業部門資金不足の対 GDP 比率の変動をみると、経済循環の動きが読み取れる。93年に投資の対 GDP の寄与率が最大値の62%に達したのに対し、企業部門の資金不足対 GDP 比率も最大値の-19%となった。また、97年に投資の対 GDP の寄与率は最小値の25%となったが、企業部門の資金不足対 GDP 比率も最低値の-14.7%に縮小した。すなわち、経済過熱の状態となった場合、企業部門の資金過不足の対 GDP 比率は上昇するが、経済成長の低下となると、企業部門の資金過不足の対 GDP 比率は縮小するということになる。

企業部門の資金調達形態からみると、間接金融（銀行借入れ）の比重が70%以上となっていたが、証券市場からの直接融資が近年来増えており、企業部門の融資総額の10%にも達していない。また、企業部門の国際資本市場からの融資の比重は93年で2.6%、94年以後では大幅に増加し、95年に最高値の37%になったほか、97年にも28%となり、企業部門の国際融資の依存度が高くなっている傾向である。

表1に示されたように、企業部門資金不足の対 GDP 比率に3つの影響要因が取上げられている。その中で、企業の投資比率の影響は最も大きく、経済全体の投資率が40%前後という条件の元で、企業投資が投資全体の70%以上を占めており、また、企業の投資超過比率（55%前後）も高いこと（逆に言えば自己金融比率が低いこと）が複合的に働いて、企業主導型マネーフローの特徴が現れてくる。ところが、97年からそれぞれの要因がともに反対の方向に動いた関係が見られ、経済のデフレ現象が生じている。

2.3 政府部門

政府部門も常に資金不足となっているが、他の部門と比べてそのシェアが低いいため、政策調整の水準向上が問われている。90年代以来、政府部門の資金不足対 GDP 比率は少しずつ低下している傾向にあり、92年の-1.7%から97年の-0.1%に低下した。政府部門における資金不足の対 GDP 比率の二つ影響要因をみると、財政支出比率は92年以後緩やかな低下の傾向がみえており、政府の投資超過対財政支出の比率も92年の-12.9%から97年の-1.2%の僅少値に大幅低下した。政府部門の資金過不足の動きを通じて、中国経済の二つの変化を指摘す

ることができる。一つは、政府の金融資産運用の市場経済における比重の低下が中国経済市場化の一つの結果であり、財政資金の投資に占めるシェアが急激に低下したため、財政はすでに生産分野から退きつつあり、資金循環面からみた経済構造の変化とも言える。もう一つは、92年から97年までの政府投資超過の比率の低下によって、政府の金融資産運用・調達政策的な変化も読みとれ、政府部門の資産・負債構造に深刻な変化が見られるようになったことである。

90年代初頭、公的投資の拡張をテコにした高成長が達成したと同時に、経済の過熱とインフレの高騰をもたらした。しかし、94年から中国政府が金融の引き締めを含めたマクロ政策を実施し始めた為、95年にはインフレ率を17%に抑えることができた。そして、96年から貸出金利の切り下げと通貨緊縮政策を打ち出し、96年の後半にはそのマクロ・コントロールの効果が現れ、9.6%の成長率を維持するとともに、インフレ率に低め（97年12月時点で0.4%）に抑えることに成功した。当初のマクロ・コントロール目標であるいわゆるソフトランディングを実現したということである。

また、90年以来、政府部門の資金調達面に政策的な変化が見える。93年において、政府の負債構造には証券融資が30%、国際資本融資が30%、銀行の貸出しが40%という形となったが、94年以後に政府が財政借款を停止させ、証券などの直接融資のシェアを拡大し、国際融資の増大という政策を打ち出した。97年の政府部門の負債構造には国債などの直接融資が97.5%、国際資本融資が2.5%となっていたが、銀行からの貸出しは僅か0.02%となった。国債発行額は90年の197.23億元から97年の2412億元に上昇し、12倍の増となった。政府部門融資の構造的な変化は社会資金の運用と調達に大きな影響を与えて、政府金融の社会資金循環におけるシェアの低下に従い、経済の市場化に対応する政府の経済政策決定の意識更新と政策操作の水準向上が問われている。

政府部門の金融資産・負債の構造的な変化及び政府部門資金不足率の傾向的低下は、政府の以前の投資主役から現在のマクロ経済の調整役への変更を意味する。政府の国民経済における役割は、政府の金融資産運用の規模より、経済秩序の整備と健全な金融システムの構築が要求されている。

3. 海外部門の資金循環

3.1 海外部門の資金過不足

資金循環勘定における海外部門は外国の立場から設けた部門である。④式から分かるように、海外部門の資金過不足が国際収支表の経常収支に対応するものであり、貨幣単位の異なることによって毎年の数字が違うが、正負の符号は反対となっている。つまり、海外部門の

資金不足となったとき、当該国の純債権は増となって経常収支の黒字となるが、逆に海外部門の資金余剰が出た場合、当該国の純債務は増となり、経常収支の赤字となる。

表2の資金過不足欄の数字に示されたように、93を除いて海外部門は資金不足となっていた。つまり、数字だけを見ている限り、92年以来、中国はいつも言われる資金不足でなく、殆ど資金余剰の状態となってきた。

表2 海外部門の資本移動

(単位：億元)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
国際資本流出 (A)	1666.7	2928.76	5325.72	5654.46	5901.07	5004.54
国際資本流入 (B)	1680.6	1603.94	2514.34	2426.51	2587.88	3108.88
差額 (純流出) (A-B)	-13.9	1324.82	2811.38	3227.95	3313.19	1895.66
外貨準備 (C)	-117	101.83	2631.01	1877.41	2631.52	2961.42
誤差脱漏 (D)	-456.2	-564.91	-842.21	-1487.34	-1296.6	-1405.3
資金過不足 (E)	-353.1	658.08	-661.84	-136.8	-614.93	-2471.06

出所：中国人民銀行調査統計司『資金流量表』

注：資本純流出-外貨準備+誤差脱漏=資金過不足，即ち (A-B)-C+D=E

海外部門の金融資産・負債のバランス関係を全体的にみると、中国の通貨当局は90年代以来、外資利用を積極的に進んできた。そして国際資本移動のリスクをも最小限に抑えるように力を入れてきた。外貨準備、短期債務の比率及び外債の対GDP比率などの諸経済指標は、中国の場合、いずれも安全ライン以内にコントロールされている。98年までには、外債残高は1460.4億ドルになったが、外貨準備残高も1,449億ドル（表3参照）に達しており、国際収支のバランスが取れたと言える。また、97年7月、タイの通貨下落がきっかけとなったアジア金融危機に中国が巻き込まれなかったのは、中国の資本市場がまだ開放されていなかったことが原因の一つといわれるが、中国の国際資本の移動に関するコントロールの政策が功を奏したということも原因の一つと考えられる。

3.2 資本移動と国際収支の構造問題

ところで、表2に示された各項目の変動を分析すると、海外部門の資本移動に構造的な問題が存在することを指摘できる。

まず、93年から97年まで、海外部門が純資本流出（中国の資本純流入）という傾向になりつつあった。92年に海外部門の国際資本純流入は13.9億元になったが、93年において国際資本の純流出（中国国内への純流入）は1324.82億元になり、前年に比べると、国内への純流入の資金は1338.72億元に達した。そして、96年には最大値の3313.19億元に上った。流入した

資金の用途からみると、企業部門が76.8%に、金融部門が18.7%に、政府部門が4.5%に示されている。中国への純資本流入の増大は実物経済面の景気上昇と投資の拡大を反映するが、海外部門の金融純資産の全社会金融資産への寄与率は45%となっているので、時期によって中国経済の海外資金への依存度がかなり大きく、国際資本市場からの不安定要因も存在することを意味する。

また、表2の外貨準備資産（reserve assets）は海外部門の負債側の項目なので、中国の金融資産となり、貨幣用金、外貨準備、SDR、IMF準備金から構成される。92年を除いて中国の外貨準備資産が大幅な増となっており、97年においては最大値の2961.42億元に達した。

上記のように、海外部門の中国に対する純資本流入は、かなりの規模で増加して海外部門の資金余剰にプラスの働きをするが、外貨準備資産の巨大な増加は海外部門の資金不足の大幅な増を及ぼすことにもなっている。そして、中国の場合、誤差脱漏がかなりの額になっているので、92年以来、93年を除いた海外部門は殆ど資金不足となってきている。

実物経済の面からもこの現象を説明するため、また、計数面でも、海外部門の資金過不足は、国際収支統計における経常収支とその他資本収支の合計額と一致するので、90年以来国際収支統計が表3に取上げられる。

表3 中国の国際収支 (億 US \$)

	90	91	92	93	94	95	96	97	98
経常収支	120	132.7	64	-116	76.6	16.2	72.43	297.2	293
資本収支	32.6	80	-2.5	234.7	326.4	386.7	399.7	229.5	-63.2
誤差遺漏	-31.3	-68	-82	-101	-91	-178.1	-155.6	-170	-166
外貨準備増減	-121.3	-140.9	22.7	-17.7	-305.3	-224.8	-316.5	-357	-64
外貨準備高	111	217	194	212	516	736	1050	1400	1449

出所：IMF 'BALANCE OF PAYMENTS STATISTICS'（注：外貨準備の増加がマイナスで表示）

表3に示されているように、90年代において、中国の国際収支の経常・資本収支とも黒字になった時期は多かったが、基本的には、この黒字が外貨準備に積み上がっているという形である。しかし、国際貿易収支の黒字から生じる余剰外貨と、直接投資あるいは対外借款から生じる外貨を、国が外貨準備として保有することは質的な違いがあると考えられる。前者は実収入の増加となるが、後者は外債の増加にほかならない。国際収支統計の均衡関係からみれば、

$$\textcircled{8} \quad \text{経常収支} + \text{資本収支} + \text{外貨準備増減} + \text{誤差脱漏} = 0$$

という均衡式になるはずであるが、90年以来、中国の経常収支は93年を除いて殆ど黒字の状態となり、個人部門の貯蓄率40%の水準で、巨大な貯蓄超過（98年末時点の貯蓄残高がすでに53407.5億元に達した）状況の下では、依然として大量の外資導入の政策で、この経常・資

本収支の「双子の黒字」（海外からの資金純流入を資本収支黒字とする）という国際収支不均衡の構造的な問題に波及した。

96年より中国元の經常取引における交換性は実現したが、99年の現在まで、中国の資本市場はまだ開放されていない。こうした非規範的且つ非市場メカニズムによる国際収支体制の下では、当然經常収支と資本収支の不均衡が生じる。通常の世界原理によれば、実物経済面の貿易・サービスの輸出が輸入より大きくなると、經常収支の黒字に見合う貯蓄超過が発生し、金融面では金融資産が純増加する関係になる。「広義金融市場」(financial markets)は内外両部門からの資金の流入を受け、同時に両部門に資金の供給を行っている。經常収支の黒字となった「広義金融市場」の資金貸借バランスでは、国内部門に対しては貯蓄超過見合いに資金の純流入、海外部門に対しては經常黒字に対応して資金の純流出（外貨準備の増加も含む）となる。しかしながら、90年代においては中国の經常収支の黒字に対して、資本収支の黒字も連続的に生じ、中国への大規模な国際資本流入は市場原理によるものでなく、高い投資の伸びによる高度成長志向のマクロ政策を実施してきた結果といえる。これは、経済改革の段階で資本移動のリクスを防止し、高度成長の維持の面からみると、意味があるものであるが、長期発展の面からみると、40%の貯蓄率と經常黒字の伸びによって経済成長の資金需要を十分満足させる状況下では、過度な外資導入は目前の利益を追求する短期的行為であり、現在の経済デフレの一因にもなり、非効率的な政策と考えられる。

3.3 「双子の黒字」による資金運用効果の低下

この「双子の黒字」の発生が国内の外貨市場の供給超過となり、中国人民銀行が人民元為替レートの安定のため、米国債券などの吸収を通じて常に市場公開操作を行い、外貨準備増加要因の一つとなっている⁶⁾。一方、この「双子の黒字」が非効率な資金調達をもたらす上に、資金運用の効果低下にもなっている。

99年6月末に中国の外貨準備はすでに1470億ドル⁷⁾に達しており、日本のそれに次いで世界の第2位となっている。外貨準備の適正レベルについては定説はないと思われるが、一般に言われている「その国の輸入量の2-3ヶ月」という説がある。輸入額との対比で中国の外貨準備をみると、ほぼ輸入1年分に見合っているの、その意味では世界でもかなり外貨準備が潤沢といってもよいであろう。しかし、世界の最大の貿易国である日本の外貨準備が輸入の約8ヶ月分に過ぎないので（因みに日本の外貨準備残高は99年10月まで2727億ドルとなっている⁸⁾）、中国の外貨準備の適正とその使用の効率性が問われている。確かに、十分な

6) 中国人民銀行『中国金融展望'97』pp. 54, 1997年

7) 香港「明報」1999年10月29日

8) 『日本経済新聞』1999年11月2日

外貨準備が通貨・金融危機を防止するために有利であるが、経済持続安定の成長のため、大規模な外貨準備で金融危機を防ぐより、もっと重要なのは経済発展の基礎条件（Infrastructure）の整備である。つまり、健全な金融システムの構築と企業財務の資金使用効率性の向上である。中国がまだ発展途上国であり、過度な外貨準備、特に必要以上の外資利用は、資金利用の効果低下をもたらし、たとえ十分な国内貯蓄があっても、常に資金不足の現象を及ぼし、非効率な外資調達を行うという悪循環になる。表4に与えられた数字がすでに中国の資金使用効率の低下を示している。

表4 資金調達、経済成長、経常収支及び資金循環の変動

時期	貯蓄率 S S/GDP	資本流入 F F/GDP	金融比率 L=S+F L/GDP	経済 成長率 G	限界資本 係数 LCOR=L/G	国内貯蓄のみ の伸び率 S/LCOR	経常収支 CA CA/GDP	資金循環 FOF FOF/GDP
92	39.1	5.7	44.8	14.0	3.2	12.2	1.3	65.4
93	43.6	8.4	51.9	13.1	4.0	11.0	-1.9	67.9
94	41.5	11.0	52.6	12.6	4.2	10.0	1.4	67.2
95	40.8	9.4	50.3	9.0	5.6	7.3	0.2	55.1
96	42.8	8.5	51.3	9.8	5.2	8.2	0.1	70.0
97	42.2	5.9	48.1	8.5	5.7	7.5	3.3	86.0
98	41.5	4.6	46.1	7.8	5.9	7.0	3.1	80.8

出所：国家統計局『統計年鑑1999』，中国人民銀行『中国人民銀行統計季報1999年1-4』

表4の数字から中国の国際資金循環の特徴について次の4点指摘できる。

(1) 高い貯蓄率と資本流入率が金融比率の伸びをもたらし、それによって90年代の投資拡張をテコに経済の高度成長に達成した。

90年代以来、中国の貯蓄率が40%水準で動いていると同時に、海外からの長期資本流入対GDPの比率も94年の最大値の11%から98年の4.6%となっていた。それによって、金融比率は50%前後にも達した。この高い金融比率は投資拡張の経済成長モデルの発展に実行可能な資金供給面の保証を提供してきた。ただし、この投資拡張型の経済成長モデルの限界も現れている。

(2) 限界資本係数の上昇は投資効率の悪化を意味し、資金の利用効果が問われている。

90年には経済の高度成長を維持してきたが、限界資本係数も92年の3.2から、98年の5.9に上昇してきた。すなわち、90年代初期のGDP 1%増加のため、3.2%の追加投資に対して、98年においては5.9%の追加投資の必要となっており、投資効率の悪化は90年代以来の一つの傾向となっている。従って、国内貯蓄資金の使用効果と、外資導入の適正規模及び利用効率などは検討すべきである。

(3) 資本流入が完全に止まり、国内貯蓄のみで、7%の成長は依然期待できる。

表4の国内貯蓄のみの成長率の数字から分かるように、外資流入が完全に止まっても国内貯蓄のみで最低7%の成長が依然期待できる。これが国内貯蓄のみで、7%の経済成長に対する国内の資金需要が満足できることを意味する。そして、潜在成長率は92年の1.9%（14%－12.1%）から、98年の0.8（7.8%－7.0%）に下がっており、外資利用の効果にはすでに低下の傾向が現れている。

3.4 適正な外資導入の規模と合理的技術構造の調整

上記の分析から分かるように、中国経済全体に対して貯蓄と外資の不足という問題が存在せず、常に資金不足という現象が生じた理由については、資金調達チャンネルの不整備と資金利用効率の悪化などが取り上げられる。表4の資金循環対GDPの比率をみると（内外の資金循環の規模として、国内の資金運用と海外部門の資金運用の合計をとりあげている）、97年には中国が86%となったが、表5の先進諸国の関係数字と比べると、中国の単位GDPあたりの使用資金のコストが高くなりすぎることは分かる。

表5 米、独、日本の経常収支と資金循環対GDP比率 (%)

	米		独		日本	
	86～89年	90～91年	86～89年	90～91年	86～89年	90～91年
経常収支	-2.8	-0.8	4.4	0.8	3.1	1.7
資金循環	16.7	10.3	16.2	23.7	36.3	21.8

出所：OECD Economic Outlook No. 52

資金循環対GDPに比率はある時期における当該国の金融引き締め政策あるいは金融緩和策の実施に関わるが、中国がアメリカとドイツより70ポイント高く、日本より50ポイントを超えているのは、生産技術の面からにしても、資金運用の面からにしても、資金利用効率の改善余地を十分残していることを示唆する。従って、よく言われた資金不足の問題の解決は、外資導入によって賄われることなく、健全な国内金融市場の改善、資金流通チャンネルの整理、国際金融取引に関する法律・制度の整備、資金利用効率の向上に力を入れるべきである。特にデフレ気味な現在の中国にとって必要なのは多ければ多いほどの外資の量ではなく、高水準な技術、先進的な設備及び現代金融システムの導入であり、外資導入に関する合理的技術構造の調整を行うべきである。

4. 分析の主な結論

この分析においては、アジア金融危機の発生要因を結びつけて、90年代以来中国経済にお

ける国際資金循環の特徴と構造変化の把握を目的とした。実物経済の成長に伴い、金融経済の影響も通増的に拡大している。全体的にみると、身体の血液のような経済における資金循環は市場のメカニズムに乗り始めて動いてきており、構造的な変化が見られた。特に海外部門の国際資金循環からみれば、中国経済の行方、特に資本流入、資金使用効率には不安定化の要因が存在することが言うまでもない。

以上の中長期分析の問題をまとめて整理してみると、次のように指摘できる。

4.1 経済秩序と金融構造の整備

90年代以来中国経済に企業主導型のマネーフローが現れており、旺盛な住宅・整備投資から生じた大幅な資金不足を、銀行の金融仲介によって、個人部門の資金余剰と外資導入が埋める形をとり、所謂投資拡張をテコに高度経済成長を実現してきた。ただし、98年の後半に入ってアジア金融危機の影響もあり、中国経済のデフレが発生しており、投資拡張の経済成長モデルの限界が現れている。資金供給システムや経済循環構造を特徴づけるものとしての技術的、経済的諸条件からみれば、中国の市場形成に関する諸条件はまだ整備されていない。経済先進国における経過と経験を踏まえて経済成長のインフラとして、市場経済の秩序の形成、金融構造の整備を段階的に展開する必要があることを考慮すべきである。

4.2 適正な外資利用と資金利用効率の向上

マクロの面からみると、過剰投資と非効率的な資金調達で、90年代以来、経常収支と資本収支の「双子の黒字」をもたらし、外資利用効果は低下した。国際収支のバランスと資金運用効率の向上のため、国内の巨大な民間貯蓄を活用し、外資利用の技術経済的な構造調整が必要である。90年代の中国経済にとっては、資金不足の解消ではなく、資金利用の効率アップが重要な問題である。また、ミクロ政策改善の一環として、健全な金融システムの構築と企業財務の資金使用効率性の向上は、通貨・金融危機を防止する基礎条件となる。

4.3 中国経済のジレンマとマクロ政策の調整

非効率的な外資利用によって非金融部門の資金流動性は低下した。そして、アジア通貨・金融危機の発生は中国経済の外部環境に影響を与えている。外需の縮小と内需の相対的な不足に従い、中国経済には未曾有のデフレ現象が起きており、対外金融ポジションの構造も変化している。相対的供給過剰の解消に向けるストックの調整が進めば、経済成長の減速が募る構図の中に、中国経済が抱える最大のジレンマがある。WTO加盟の実現に当たって、マクロ政策と金融政策の戦略的な調整が必要である。

4.4 「量」の追求より、「質」への成長を長期政策の目標とすべき

アジア金融危機の影響をきっかけとして、21世紀に向けた中国経済の「量」の成長より、これからは「質」の成長、即ち持続できる安定な経済成長を長期政策目標とすべきである。

長期目標の達成のため、社会資本ともいわれる経済発展の基礎条件 (Infrastructure) の整備、産業構造の調整、内需の拡大と合理的な外資導入、金融政策と財政政策の併用などの政策手段の見直しが問われている。

アジア金融危機と国際的金融制度のビックバンなどは、世界経済が新しい局面に臨んでいることを意味する。国際資本の過激な移動の中、中国経済の資金循環は、国内だけではその行き先が完全に見られなく、その限界もあるので、他国と協調しながら、21世紀に向けて国際視野での見方も必要になってくるであろう。

(付記)

本論文は1999年度広島修道大学総合研究所調査研究費による成果の一部である。本論文の作成にあたり、国民経済計算研究会 (1998年11月21日, 東京), 中国人民銀行調査統計局資金循環ワークショップ (1998年12月26日, 北京), 金融研究会 (1999年7月24日, 広島), 日中経済統計シンポジウム (1999年10月10日, 中国・嘉興) の報告の際にコメントを頂いた松浦宏教授 (東京家政学院大学), 作間逸雄教授 (専修大学), 王小奕局長 (中国人民銀行調査統計局), 小村衆統教授 (広島修道大学), 北岡考義教授 (広島大学), 大西広教授 (京都大学) に対して、心より感謝致します。なお、有りうる誤りはすべて筆者の責任です。

参 考 文 献

- Cohen, Jacob, *The Flow of Funds in Theory and Practice*, Kluwer Academic Publishers, 1987
John C. Dawson, *Flow of Funds Analysis, A Handbook for Practitioners*, M. E. Sharpe, Inc., Armonk, New York, London, England 1996, pp. 595-686
石田定夫『日本経済の資金循環』東洋経済新報社, 1993年
石田定夫他国際資金循環研究委員会『世界経済の構造変化と資金循環に関する研究』財団法人統計研究会, 1994年
松浦 宏「マネーフローの仕組みと日本経済」『季刊兵庫経済』1997年4月
松浦 宏「金融変革下のマネーフローの分析」『INFORMATION』Vol. 2, No. 3, July 1999
中国人民銀行『中国金融展望』1994年-1997年
中国人民銀行調査統計司『中国人民銀行統計年報』1993年-1997年
中国人民銀行調査統計司『中国人民銀行統計季報1996.1-1998.1』
吉富 勝『日本経済の真実 (第5章アジアを襲った「資金収支危機」)』東洋経済新報社 1998年12月
経済企画庁調査局「アジア経済1999」p. 33-51 大蔵省印刷局 1999年6月
張 南「90年代における中国経済の資金循環」『日中経協ジャーナル』No. 55, 1998年5月
張 南「中国の国際収支と資金循環」『INFORMATION』Vol. 2, No. 3, July 1999