

中国経済の資金循環

——1988-1994年の高度成長期におけるマクロ統計分析——

張 南

目 次

1. 本研究の目的と分析手法
2. 金融経済と実物経済の構造変化
 2. 1 貨幣供給と国内総生産の依存関係
 2. 2 マーシャルのkに関する分析
3. 資金調達・運用の構造変化
 3. 1 資金調達・運用の構成変化
 3. 2 金融資産の構造分析
 3. 3 近年の資金循環変動の統計観測
4. 中国経済における資金循環の問題点と展望
 4. 1 問題点
 4. 2 政策提案及び展望

1. 本研究の目的と分析手法

80年から実施されている経済改革の進展と共に、中国の資金循環のあり方は大きく変化してきている。中国の経済体制から見れば、市場経済化への動きは、それまでの計画経済中心のあり方より、資金の流れを一層多様化し、複雑にさせた。すなわち、公的資金の単一的流れから、株式、収益配当、債券調達、民間信用貸出など民間部門における資金の流れが多様化して、資金流通経路が多くなることによって、社会的に流通する資金需給の制度・構造は変化し、国家予算外の資金と銀行信用貸出金は増加し、貨幣循環速度は緩慢化し、貨幣供給量は年々増えている。このように、経済改革を契機として、中国の資金循環のパターンは、以前の資金集中管理型から現在の資金分散型に変わっている。この分散型は社会主義市場経済下における市場体系を形成させることに対しては、好ましい環境であるが、マクロ経済のコントロールということになれば、そのことは逆に様々な困難をもたらすことになる。一連の経済改革を通じて、企業の資金不足問題は益々顕著となっている。固定資産もしくは流動資産それぞれへの投資は、以前の政府の直接分配型から銀行を始めとした金融諸機関を通じての貸出に変わって、資金の源泉は広くなり、投資方向は多元化の傾向にある。ところが、国家財政がコントロールできる資金の範囲は狭くなっていくのに対して、国家財政の予算以外の資金は漸増している。市場経済の移行により、中央政府が資金をコントロールする能力は弱まっていると言えよう。1988—1994年においては、名目国内総

生産（GDP）の平均成長率は20.8%に達したが、貨幣供給量（M2）の平均成長率も29.2%に達しており、それによってインフレ率は18.8%（1988年）ないし24.1%（1994年）に達した¹⁾。そのため、中国政府は1989年から経済引き締め政策を繰り返して実施してきたが、その効果はあまり期待されたほどではなかった。高いインフレを起こした主な原因の一つとしては、経済改革の発展にしたがい、資金の流れが複雑になったが、資金の流れに対する数量的な研究が不足していて、社会資金のフローとストックという方面の情報が稀薄で、社会資金の管理に幾分の盲目性が現れているのである。市場経済への移行に対して、それを補完する金融制度・政策はどのように策定されるべきか、経済改革における資金循環はどのように金融市場のメカニズムを利用して実物経済の動きに対応させるか、資金循環に関する分析は極めて重要な意義を持ってきている。

本研究では、日本の経済安定成長期における資金循環の構造と比較しながら、経済改革の進展に伴う中国の資金循環の構造変化を分析することを目的とする。

まず、1988年以來の資金集中管理型から資金分散化の方法へ体制改革を実行してきた動きに基づき、1988—1994年の中国金融統計を用い、貨幣の流通と実物経済の依存関係を分析する。その次、その分析の視角を貨幣、貸出信用、証券を含む金融市場まで拡大し、各経済主体の金融資産・負債の構造変化、資金循環のあり方を分析する。それらの分析によって、経済改革時期における資金循環の特徴および、それが経済成長に与える影響を説明することを試みている。

中国では、国連のSNA体系（A System of National Accounts）に対応する資金循環勘定（Flow of Funds Accounts）は、1995年正式に公表する予定である。資金循環勘定の作成は、1986年から中国国家统计局、中国人民銀行及び大学研究機関の共同作業で、資金循環勘定を含む新しい国民経済計算体系の試算を続けてきたが、1994年にその計算の勘定体系を完成した。時系列のデータがないので、本研究の分析手法としては、従来の公表した中国金融統計年報などの金融統計を使用し、資金循環勘定の基本構造に従って経済主体別の金融資産負債残高表を組替え、記述分析を中心にして行ったものである。

2. 金融経済と実物経済の構造変化

資金循環分析は、2つのステップに分けられる。一つは通貨の産業的流通の分析である。つまり、生産物の取引を媒介し、生産諸因子への所得の支払を媒介する通貨の流れに関する分析である。この段階に通貨と実物の依存関係を分析の重点とする。もう一つは、通貨の金融的流通の分析である。つまり、通貨がモノとの交換を離れ、金融商品として金融市場に入って、貸出市場、証券市場などの金融市場の取引に伴う通貨の流れに関する分析である。この段階では金融市場における資金循環が実物経済および経済全体に与える影響を分析の目的とする。本節では、まず、貨幣の産業的流通の分析を行うことにする。分析の主な対象として、貨幣（現金と銀行預金、今日的表現ではM2）の需給関係及び受払いの流れを追求して、それと実物面つまりGDPの動向との関係、そのファイナンスの状態など、貨幣の側面から実物経済の様態を解明しようという点にある。

2. 1 貨幣供給と国内総生産の依存関係

中国の経済改革の進行にしたがい、貨幣及び他の金融資産の国内総生産に対する比率はますます上昇している。これは、それ以前の実物交換と計画分配制度と異なり、社会取引活動及び投資行為は貨幣或は各金融資産を通じて実現したことを意味している。そして、貨幣供給量（M2）と名目国内総生産（GDP）の相関係数を計算すると、1988—1994年の両者の相関係数は0.99となっており、かなり高い相関関係が存在していたことがわかる。この強い相関関係の中に、貨幣供給はどのように実物の生産に影響を与えてきたのか、この7年間の両者の依存関係が表2-1に示されている。

表2-1から1988-1994年における中国の実物経済の成長、貨幣供給の伸び、物価の上昇および、貨幣供給と実物生産の依存関係が分かる。

表2-1 貨幣供給と国内総生産の推移*

各経済指標	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
実質GDP成長率%	11.3	4.3	3.9	8.0	13.6	13.4	11.8
M2伸び率%	22.4	18.3	28.0	26.5	31.3	24.1	34.5
物価上昇率%	18.8	18.0	3.1	3.4	6.4	14.7	24.1
マーシャルのK%	71.8	74.7	86.4	95.8	104.3	100.4	107.1

* 出所：「中国統計年鑑1995」，「中国金融年報1994」

まず、実物経済の成長からみると、高い成長率で発展してきたが、その経済の高い成長はあまりにも不安定であった。1984年から経済過熱の様相が現れ、88年の成長率の11.3%まで、二桁の高い成長を続けてきたが、翌年の89年から90年まで3.9%に急落した。その激しい変化の中、一つの主要要因としては、経済過熱に従い、新しい固定資産投資、証券及び、不動産への投資は一層ブームになってきた。これに対して、政府経済管理部門としては、計画経済型の管理体制を中止したが、市場経済に対応できる資金運営体制がまだ整備されていなく、加えて証券、貸出及び企業間信用など新しい資金調達手段も登場した事情もあり、金融政策としての貨幣供給にある程度以上の盲目性が現れたのである。その直接の結果として、88年において建国以来の18.8%という高いインフレ率（全国消費者物価指数）をもたらした。この高いインフレ率に対し、政府はやむをえず89年から経済引き締め政策を実施した。強い行政管理の下で、物価の上昇は3.1%まで下がったが、89年と90年の経済成長も4.3%と3.9%に留まった。1992年中国最高の実力者鄧小平氏の南方視察談話を発表して以後、経済成長率はまた2桁水準になり、再び過熱状態となってきた。94年において、経済成長率は11.8%となったが、貨幣供給の伸び率は34.5%で、物価上昇率は24.1%で、いずれも史上最高の記録となった。

経済改革政策を実行してから90年代まで、常に存在した経済過熱の現象に対し、貨幣供給M2は、ほとんど超過供給の状態を続けた。これは、金融政策の有効性として検討する必要がある。中国人民銀行は中央銀行としての貨幣政策の面において3つの柱を立てている。第1は、中央銀行として、ハイパワード・マネーをコントロールすることである。ハイパワード・マネーのストック構造と支払準備率の調整を通じ、社会貨幣供給総量と金融機関の貸出規模に間接に影響を与え、それによって貨幣政策の伸介目標を実現させる。第2は、貨幣供給M2（現金+普通預金+定期預金—財政預金）とM1（現金+普通預金）をコントロールすることである。社会貸出信用総

量の計画を立て、金融機関の貸出規模及び融資ルートの指導を通じて、貨幣供給の源泉をコントロールする。第3は、現金発行を指令性計画によって管理することである。中央銀行としては、企業部門と公共部門の銀行における現金収支活動に対し、日常的管理を行い、現金発行をコントロールする。貨幣政策の3つの柱の中、経済の実体面に直接関連して最も重要なのは、貨幣供給の問題である。しかし、表2-1に示されたように、貨幣供給M2の伸びは、経済引き締めの89年を除き、GDPの成長率より10ポイントから20ポイントまで上回って大体22-31%という伸び率で年々激しく上昇している傾向であり、1994年においては、M2の伸び率は最高レベルの34.5%にも達し、その年の物価上昇率も最高の24.1%となり、実物経済の成長に対し、深刻な貨幣供給超過の問題が存在している。けれども、その問題が存在する一方で、交通運送、エネルギーなどの基礎産業としての国有企業及び民間中小企業が資金不足の問題にずっと悩んでいた。超過供給の貨幣は高いインフレ率をもたらした以外に、必要以上の新しい固定資産投資への流用、個人収入などの消費基金の増加、開発区での不動産への投資などのルートに沿って流れていた。

また、GDPの成長、貨幣供給の伸び及びインフレ率の上昇を総合的に比べてみると、この経済変動期における三者関係の一つの特徴として、各時期においてインフレ率が貨幣供給伸び率より小さく、実質貨幣供給は増加している。貨幣供給の増加が一時的には国内総生産量を増加させるものの、その後、政府の引き締め政策の影響で90年から92年まで低物価水準を経て最終的には高率のインフレーションを招くという傾向が目立っている。これは、体制改革による金融問題を含む経済秩序の面において一時的な混乱があり、市場経済に対応する金融政策の操作はまだ未熟であったと言える。それ以外、前述したように、中国人民銀行は1984年から中央銀行の機能を果たすことになったが、政府からの行政影響がまだ残っていたので、実際の経済情勢を判断し、貨幣供給を正確に決めることが困難であったことを意味する。

2.2 マーシャルのKに関する分析

さらに、金融経済と実物経済の依存関係を把握するため、マーシャルのKという指標を使って両者の数量関係を図ってみる。マーシャルのKはマネーサプライと名目GDPの比率と定義され、貨幣供給の適正水準と時期的な変化を分析するときよく使われる指標である。表2-1に示されているように、1988-1994年における中国のマーシャルのKは70%から107%まで増進的に上昇している。日本の経済安定成長期におけるマーシャルのKに比べると、中国のその指標の変動はかなり激しかった。

表2-2 日本のマーシャルのKの推移（%）

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
M2 + CD / GDP	82.0	84.0	87.0	90.0	91.0	92.0	96.0

出所：日本銀行『経済統計年報』、経済企画庁『国民経済計算年報』

80年代の前半は、日本経済にとって「第二次石油危機を乗り越えた安定成長期」であった。そのマーシャルのKの変化からみれば、非常に緩やか且つ安定的推移しており、その7年間の変化の幅はわずか1ポイントから3ポイントまで動いたにすぎない。しかし、急激な円高となった1986年においてそのK値も急に4ポイント上昇し、経済の不安定化を反映した。従って、マー

シャルの K は、貨幣経済と実物経済の適正水準及び、経済成長の安定性を測る指標としては、かなり敏感な指標である。

中国のマーシャルの K の推移をみると、その年々の変化の幅はかなり大きくなっており、91-92年の間、その増加の幅は9ポイントに、93-94年の間でも、7ポイントに達した。このような大幅な増加から、二つのことが言える。ひとつは、中国の経済は高い成長率で発展してきたと同時に、かなりの不安定性を持っていることが示唆されている。マーシャルの K 値が大きければ、経済活動中での貯蓄と投資の分離も大きくなり、そして、経済の実体から遊離していく資金の流れが大きければ大きいほど、経済成長に対するリスクも大きくなるわけである。もうひとつは、金融制度改革に従い、金融経済の規模も大きくなり、それからする影響も相対的に強くなっている。中国の経済はまだ成熟的な市場状態に至っていないが、この過度期において政府として、金融面でのマクロ経済のコントロールが不可欠である。このマクロ経済のコントロールの中、経済の実体面と金融面を両方から把握する場合、マーシャルの K に対する分析は必要である。歴年のマーシャルの K の動きによって経済の実体と金融面での時期的な構造変化が明かとなる。もしマーシャル K が傾向的に安定して上昇するのであれば、名目 GDP を適切にコントロールすることができるので、その調整の分をあらかじめ考慮し、金融政策の操作として、マネーサプライの増加量を調整することができるはずである。逆に、マーシャルの K が異常に変化した場合、経済の成長も異常な状態に入ったと考えられ、マクロ経済政策の変更も必要となる。

3. 資金調達・運用の構造変化

中国の経済改革及び金融制度改革は、金融資産総額の増加と、金融経済と実物経済の比率の増大をもたらすだけでなく、各経済主体の資金調達・運用の構造を大きく変化させた。ここで、資金調達・運用の構造というのは、二つの意味を持っている。すなわち、ひとつには、金融資産総額中での各種金融資産の比例関係、もうひとつには、各経済主体自身の資金調達・運用及び、各取引項目の構成関係である。他国の先進経験を手に入れようと思えば、自国の実情と他国の基本状況がよく分からなければならない。日本の金融政策の特徴をまとめて中国にとって参考とすべき点を見つけようとするれば、まず両国の基本的な資金循環構造を解明すべきである。この考えに従って、以下は日本と中国の統計資料を用いて日本と中国の資金循環の基本構造を分析する。なお、中国の金融統計に時系列のデータはないので、全面的な比較ができないが、ここで、統計資料の可能な限り、日本の経済安定成長期における金融資産構造と比較しながら、88-94年における中国全社会の資金調達・運用の構造変化を分析したうえで、中央銀行、家計、企業、政府部門の金融資産・負債の構造変化を検討してみる。

3.1 資金調達・運用の構成変化

経済改革の進行と共に、中国の金融資産残高の変化は表3-1に示されている。表3-1から分かるように、1988年から1994年まで、中国の金融資産の総額は3.74倍に増大している。その資金運用の面からみると、金融資産の変動の中に、間接金融（88年の92.8%→94年の82.8%）が圧倒的

表3-1 中国の資金調達・運用の推移*

単位：億元（人民幣）

項目	資金調達・運用の残高			構成比%		
	1988	1991	1994	1988	1991	1994
1. 現金通貨	2,134.0	3,177.8	7,288.6	16.2	13.3	14.8
2. 各種預金	8,885.6	18,079.0	40,472.5	67.5	75.4	82.1
(1) 家計部門預金	4,160.4	9,891.2	22,582.0	46.8	54.7	55.8
(2) 企業部門預金	3,000.8	5,051.1	13,175.9	33.8	27.9	32.5
(3) 公共部門預金	392.7	752.8	853.5	4.4	4.2	2.1
(4) 財政預金	270.9	485.8	833.3	3.1	2.6	2.1
(5) その他の預金	1,060.8	1,899.1	3,027.8	11.9	10.5	7.5
3. 債券発行	88.7	168.7	845.0	0.7	0.7	1.7
4. 対外金融負債	148.6	184.7	217.3	1.1	0.8	0.4
5. 銀行自己資金	1,279.0	1,830.4	3,605.0	9.7	7.6	7.3
6. その他	630.9	532.4	-3,163.9	4.8	2.2	-6.4
資金調達合計(1-6)	13,166.8	23,973.0	49,264.5	100	100	100
8. 金融機関貸出金	12,219.5	21,337.8	40,810.1	92.8	89.0	82.8
(1) 銀行貸出金	10,516.4	18,001.9	33,054.9	86.1	84.4	81.0
(2) 信用組合貸出金	1,042.5	2,124.9	5,492.2	8.5	9.9	13.5
(3) 信託機関貸出金	660.6	1,211.0	2,263.0	5.4	5.7	5.5
9. 債券購入	13.3	65.3	1,858.7	0.1	0.27	3.8
10. 金	12.0	12.0	12.0	0.09	0.05	0.02
11. 外貨	158.4	1,228.1	4,503.9	1.2	5.1	9.1
12. 対外金融資産	187.1	262.0	392.7	1.4	1.1	0.8
13. 財政借款	576.5	1,067.8	1,687.1	4.4	4.5	3.4
資金運用合計(8-13)	13,166.8	23,973.0	49,264.5	100	100	100

* 出所：中国人民銀行『中国金融展望1995』、『中国人民銀行1994年報』

なシェアを占めているが、直接金融（88年の0.1%→94年の3.8%）も漸増している。そして、この7年間に6種類の新しい金融取引が登場した。つまり、金融信託投資、信用組合の貸出、金融債券、政府債券、企業債券及び株式の発行などである。この時期において、金融資産の大幅の増加、新しい金融取引の登場、金融機構の多様化及び金融市場の誕生などは、中国金融の構造変化の主な特徴である。

資金調達の面からみると、各経済部門から集めた預金は、資金調達の主要な源である。各部門から集める預金の中で、家計部門の預金は大幅増加しており、その構成比は88年の46.8%から、94年の55.8%に増大している。家計部門の預金額からみると、1994年の預金額は、1988年のその5.4倍に増大し、毎年、平均32.6%という伸び率で上昇している。家計部門の預金額だけで、全社会の資金調達額の中の45.8%（94年）を占められている。この巨大な預金額は、経済成長の重要なパワーになるが、経済不安定の場合、大きなリスクにもなるであろう。高いインフレが起こった場合、最も損をするのは、家計部門の預金者である。これは、中国の貨幣政策の一つの警戒線とも言え、重要な政治的背景をもつ問題である。

家計部門の預金の急増に対して、企業部門のそれは、逆に低下しており、その構成比は、88年の33.8%から94年の32.5%となっている。従って、企業部門の資金不足の問題は益々拡大している。企業部門の資金調達は、殆ど銀行機関の融資であるが、近年来、企業債券、株式発行などの形で資金調達を行っている。その資金調達の特徴をまとめると、つぎの3点が指摘できる。

ひとつには、経済改革以来、中国企業の生産経営活動は、外部融資への依頼度が高くなっている。外部融資の中、直接金融（債券と株）と間接金融のバランスがあまり取れていなかった。88

年以来、直接金融の道が開かれたが、資金調達総額中での比率はわずか1.7%（94年）である。日本のそれは31.2%となっている。²⁾直接金融のリスクは、直接投資者に分担されるが、企業は直接的な圧力を受け、負債の拘束力も強く、資金使用の効果がもっとも重視されるわけである。けれども、これに対し、間接金融のすべてのリスクは銀行側に集中する。特に中国の場合、資産所有権の区分が明確にされていないので、国有企業と国有銀行との間の債務返還は、それほどの拘束力を持たないので、銀行機関として、銀行の立場からみると、さらに大きいリスクを受けざるをえない。極端な場合、銀行の倒産は、社会危機につながることもなるであろう。

もう一つには、近年来、中国国有企業の赤字経営が続いており、一定の生産を維持するため、企業が銀行からの借入れの増加以外には経営ができない状態となっている。そうなると、工業成長及び経済成長は銀行貸出の増加との依存関係が強まる。企業部門への超過貸出は、国有銀行の中央銀行からの超過融資をもたらす。このような単一的貸出の資金循環の結果として、間接金融としての金融機関の貸出は、金融総資産でのシェアがずっと高い水準に留まっており、このような資金循環の逆転を困難にしている。これは、多様化の金融市場の育成に対し、不利な条件を与えている。

また、低貸出金利政策とあまり拘束力のない貸出信用の下では、調達した資金供給（各種預金）は企業の貸出需要をなかなか満足できない。表3-1に示されたように、1988-1994年において、資金調達面としての各種預金の金額及びその全体中での比率は、資金供給としての貸出と比べると、目立って不足している。その間のギャップを超過の貨幣発行によって埋めあわせられることになる。この貸出の需給問題を解決するため、貸出の計画分配体制が強化された。1988年から現在まで、指令性計画は、生産、流通の分野から退出したが、銀行の信用貸出の面で強化し、国有銀行と非銀行金融機関の貸出総額及び用途は、すべて指令性計画に管理されている。これは、企業の超過金融負債と、経済成長に伴う資金需要の急増による措置だと考えられるが、この措置の反面として、社会資金の流れは市場誘導の方向に乗らなくなり、資源の有効配置もできなくなる点も指摘できるであろう。

中国の高度成長期において政府の財政状況も大きな変化があった。まず、財政収支がGDPに占めるシェアは通減しているので、財政資金の総需要に対しての影響度も低下した。そして、80年代の半ばから財政赤字予算を編成し始めたが、近年来の予算外の資金増加は予算内の資金を上回っている。また、財政性資金が投資中でのシェアも急激に低下したので、財政はすでに生産分野から退出しつつある。このような背景の下で、政府部門の資産・負債構造に深刻な変化が起こった。

中国の財政は1982年から年度収支平衡原則を放棄し、財政赤字予算を作り始めた。現在、政府の負債は主に二つの部分から成立っており、つまり、ひとつは中央銀行の借款、もうひとつは未償却国債残高である。1988年の政府の純財政借款は305.6億元であったが、1994年のそれが853.8億元となり、2.8倍に増大した（表3-1による）。政府の資産負債の構造変化は、全社会の金融資産構造に大きな影響を与えた。

政府の負債は、他の部門の資産となる。1994年の年末においては、政府純債務の中に、中央銀行が55.1%、国有銀行が24.5%、他の商業銀行が0.75%、非銀行金融機関が5.6%、家計部門が14.05%それぞれ占めている。³⁾その中、政府純負債の55.1%が、中央銀行からの借款であるのは、

金融面での改革がまだ遅れていること、つまり、政府がインフレ税¹⁾で資金調達を行っていることを意味する。1994年の年末に中央財政の中央銀行からの純借款は853.8億元となり、同時期の現金通貨の11.7%を占めている。全体の貸出規模が計画によって制限された体制のもとで、インフレの要因がコントロールされるが、銀行の預金が十分貸出できないということを代価とした。これは、政府が国債発行で資金調達と資金使用とのバランスを取れなくし、中央銀行の超過借款に向けられる場合、中国の金融改革に対し、非常に不利なことになる。

一方、中国財政の国債への依頼度は漸増している。国債は政府発行の証券として、リスクが小さく、収益性が高く、流動性が高いという特徴を持つ金融資産として、金融資産総額中でのシェアは少し上昇している（88年の0.7%→94年の1.7%）。90年代に入ってから、国債の発行は、毎年大体300億元から400億元までの間で動いており、各経済部門の資金取引、証券投資の主な金融商品となっている。これは、最終的に中央銀行が国債市場への介入を行い、公開市場操作をもたらすことになり、金融市場の発展に対し、深い意味と影響力を持つことになる。

3. 2 金融資産の構造分析

この節では、日本の金融資産構造と比較しながら、中国の金融資産の構造変化を分析することにする。まず、日本の比較時期を経済発展のパターンによって二つの時期に分け、つまり経済安定成長期（1980—1986年）とバブル経済形成・膨張・崩壊期（1988-1994年）に分けて、異なるそれぞれ二つの経済時期の金融資産の構造を比較し、中国の金融資産の構造変化を解明する。

1980-1994年における日中の金融資産構造は次の表3-2のとおりである。

表3-2 日中の金融資産構造比較

	日本金融資産構造%				中国金融資産構造%			
	企業	家計	公共	金融	企業	家計	公共	金融
80-86	23.9	32.2	0.7	44.8	29.8	16.4	6.0	11.8
87-94	24.9	33.1	1.0	50.4	25.3	26.3	4.0	28.7

表3-2における日本の金融資産構造というのは、資金循環勘定（残高表）を用いて法人企業、家計、公社公団および金融部門（日本銀行+民間金融+公的金融）の各金融資産額と全国金融資産合計の比率である。中国の金融資産構造は、中国金融統計年報の「国有銀行資産負債残高表」、²⁾「商業銀行資産負債残高表」及び、「信用組合資産負債残高表」を用いた企業、家計（城郷居民）、公共（政府機関及び非営利団体）及び銀行部門保有資金量と全国金融資産総額との比率である。

経済実情によってこの15年間は2つの調査期間に分けられる。すなわち、80-86年と87-94年である。前述のように、日本の場合、80-86年の間は、第2次石油ショックから円高不況までの経済安定成長期と言われる時期である。87-94年の間は、円高不況によるバブル経済の形成→膨張→崩壊という時期である。中国の場合、80-86年の間は、生産請負制による経済改革の好況期であったが、87-94の間は、インフレ上昇率が高く、経済過熱の状態、経済引き締めを経て高度成長に入っていた時期である。

日本の全体の金融資産構造の変化をみると、80—94年の間で、非金融部門の金融資産の構造比は安定的に推移してきたが、金融部門における金融資産のシェアは上昇している（44.8%→

50.4%)。各経済部門の金融資産構造を分析すると、次のような特徴が言える。第1は、各経済部門の金融資産の構造をみると、日本の金融部門が最も金融資産を持っている部門であり、全体の金融資産の半分くらいを占めている。これは、86年の円高によるバブル経済の膨張と関連すると考えられる。第2は、日本の家計部門は資金余剰部門であり、その金融資産の残高が全体の金融資産のシェアの32%である。第3は、家計と法人部門の金融資産構造は、この調査期間であまり大きく変わっていなかったが、法人の金融資産残高のシェアがやや上昇しているため、日本の法人部門の資金不足は徐々に解消していることが言える。第4は、日本の公共部門の金融資産シェアは非常に低いが、その調査期間における上昇の幅(0.7%→1%)も大きくないので、経済全体に対する調整能力が強いとは言えないであろう。

日本の金融資産構造に比べると、中国の金融資産構造の変化はあまり安定的ではなかった。まず、中国の金融資産部門の金融資産は、日本ほどそんなに高いシェアを占めていないが、その上昇の幅は大きかった(11.8%→28.7%)。このことは、中国人民銀行の役割が以前の財政部(日本の大蔵省に相当する)の附属機関という地位から現在の中央銀行に転換され、その機能が強化されてきたことを意味している。次に、中国における家計部門の金融資産のシェアは日本の家計部門ほど高くないが、その上昇の幅は大きかった(16.4%→26.3%)。このことは、中国の経済改革の進行に伴って家計部門の所得が大幅に増えたとも言える。また、企業部門の金融資産残高の推移をみると、その全体の金融資産に占めるシェアは高いが、低下する傾向が明らかになっている(29.8%→25.3%)。このことは、経済市場化に伴って企業の生産条件が変わったが、金融市場が完全に形成されていないので、(日本企業の間接金融は資金調達総額の49%に対して、中国企業の間接金融のシェアは80%である。)金融資金不足の問題はますます深刻になっていると考えられる。その他、公共部門の金融資産のシェアも低下している(6%→4%)。これは、経済改革の進行に伴って一部分の国家機関及び社会公共団体は民間化したので、公共部門の金融資産残高の減少をもたらしたのである。

金融資産の全体の構造変化を分析すると、80—86年の間、日本の安定的な金融資産構造に比べると、中国の金融資産の構造変化はやや大きかった。80-86年の間、企業の金融資産シェアは、最も高かったが、88年に入ってから94年までに金融部門の金融資産が第一位となった。つまり、経済改革の進行に伴い、中国の金融資産構造が変わったとも言える。金融資産構造が変わったという意味は、即ち、現在の基本的な金融構造をみると、中国の金融構造が日本のそれと同じ構造で、傾向的に接近している。法人部門がいつも資金不足部門であり、家計部門がいつも資金余剰部門となっていることが明らかになっている。すでに市場経済に移行している各経済部門が、この経済不安定の成長期において特に短期間の経済激変によってどのように社会全体の資金循環に影響を与えるかはさらに検討すべき課題である。

3.3 近年の資金循環変動の統計観測

近年来、GDPの高度成長に伴い、中国の金融資産の構造も大きく変化している。この短期的激変は社会全体の資金循環をどのように誘導していくか、また、これからの経済成長に対し、どのような影響を与えるかを検討してみよう。

短期分析の場合は、表3-3に示されたように、日本と中国の92-93年金融統計を使い、それぞ

表3-3 日中金融資産の寄与変動

	金融純資産伸び率%(92-93)						金融資産の寄与率%(92-93)					
	金融	政府	公共	企業	家計	海外	金融	政府	公共	企業	家計	海外
日本	3.2	7.4	1.1	0.3	5.5	-10.5	51.6	9.8	0.4	2.0	55.6	-19
中国	317	37.1	-65	-54	12.9	286.4	45.8	21.2	-5.8	-35	28.8	45

出所：日本銀行調査統計局「資金循環勘定1992-1993年」

中国人民銀行調査統計司「中国人民銀行年報1992-1993年」

れの金融純資産伸び率と金融資産の寄与率を統計資料の比較可能な限りで計算した。金融純資産というのは、各部門の金融資産と金融負債を相殺した後の残高を指す。金融資産の寄与率というのは、各部門の金融純資産の伸びが金融総資産の増加に対して与える影響度を意味する。

まず、金融資産の伸び率から分析してみる。1992-1993年においては日本の経済低迷の時期である。各部門の金融資産は緩やかに上昇しているが、海外部門の金融資産は-10.5%に低下した。海外部門の資産は自国の負債になるので、海外部門の金融資産の低下は自国の金融負債の減少となる。これは、92年からの円高によって日本の金融資産の増大をもたらしたことが考えられる。日本国内全体の状況をみれば、一つの特徴として、実物経済の成長と同じように、金融総資産の増加も2.8%という低い率で、安定的に動いている。

経済発展の段階が違うので、その上昇の1%の重さが異なることもあるが、日本の金融資産の伸びに比べると、中国の各部門の金融資産の変動は非常に不安定である。92-93年においては金融、政府、家計部門の金融資産は大幅に上昇したが、公共、企業部門は激減しており、そして、中国の海外部門の金融純資産は286.45%に増大した。前述したように、海外部門の金融資産は自国の負債になるので、この2年間、中国の対外負債は2.9倍に増加した。各経済部門の金融資産と負債が相殺され、全体からみれば、金融総資産は13.3%の増となった。これは、実物経済面でのGDPの成長がほぼ同じであるが、金融資産の構造変化はかなり激しく、実物経済の成長に影響を与えている。

表3-3に示された伸び率に対照して、中国部門別の資金過不足（金融純資産）の絶対値を表3-4に入れておこう。

表3-4 中国経済主体部門別の資金過不足

（単位：億元）

	金融	政府	公共	企業	家計	海外
1992年	109.25	-879.65	224.86	-4042.6	4941.01	-352.97
1993年	456.14	-553.29	77.56	-6221.79	5583.3	658.08
増加額	346.89	326.36	-147.4	-2179.19	642.29	1011.05

出所：中国人民銀行調査統計司「中国人民銀行年報1992-1993年」

表3-3と表3-4を併せて、部門別の分析結果は次のとおりである。

まず、金融部門の資金増大は続き、93年の金融純資産が456.14億元、92年のそれが109.25億元で、3倍増加した。その内訳は、企業部門向けの貸出が31%の増加、財政借款が96.8%の増及び、国際収支の準備資産が187%の増である。それによって、金融部門の金融資産の寄与率は45.8%となった。

政府部門の資金不足は縮小しており、93年の資金不足が553.29億元、92年のそれが879.65億元で、資金不足の額は326.4億元に減少し、それで、金融純資産の伸び率は37.1%となった。その

変化の主な理由は、政府部門の財政預金が93年において343.9億元と大幅増加したからである。それによって、金融資産の寄与率は21.2%に上昇した。

公共部門の金融資産の規模はあまり大きくないが、前年度に比べると、93年において147.4億元減少したので、金融純資産の伸び率は-65%となった。

企業部門の資金不足は続けて拡大している。93年の資金不足は6221.8億元となり、92年のそれと比べ、2179.2億元増加した。その融資の構造からみると、銀行機関への依頼度が依然高く、銀行からの貸出は76.2%、家計部門への債券発行の融資は6.3%、国際融資は17.5%となった。この大幅な資金不足は、金融総資産に大きな影響を与え、-35%の金融資産の寄与率をもたらした。

家計部門は社会資金の最大の供給者としてその金融資産を13%増加している。その中、人民幣預金の伸び率は35.6%、外貨預金の伸び率は88.4%に達したが、債券資産の伸びは80.3%に低下した。これは、93年の年初から政府が社会上の混乱の資金調達に対し、厳しく取り締まったことによって、家計部門の債券市場への投資が減少したのである。家計部門の金融資産の変化によって金融総資産の寄与率は28.8%となった。

前述のように、海外部門の金融純資産、つまり外国に対する国内の金融純負債は大幅増加した。92年の場合、国内の資金純流出は353億元になったが、93年において純流入の資金は658.1億元になり、前年に比べると、国内への純流入の資金は1011億元に達した。流入した資金の使途からみると、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。海外部門の金融純資産の全社会の金融資産への寄与率は45%となっており、このことは海外資金への依存度が益々増大していることを意味する。

この短期分析においては、各経済部門の資金循環が激しく変化した。特に、金融部門、企業部門及び海外部門の金融資産は異常な変化を示している。この意味で言えば、中国経済の行方、特に金融経済の成長には不安定化の要因が無視できない問題となっている。

4. 中国の資金循環の問題点と展望

以上の長期分析と短期統計観測の問題をまとめて整理してみれば、次のように指摘できる。

4.1 問題点

90年代に入ってから中国の経済は高度成長を歩んできた。実物経済、貨幣供給、物価上昇及び資金循環の構造変化からみると、これからの経済発展は、高度成長から安定成長の方向を一層重視すべきである。中国のような経済改革の過渡期において、一定の速度を保つ成長が必要であるが、日本の安定成長期における各経済指標の変動に比べると、中国の経済成長は、大きくゆれ動いてきた。これが、1988年からの高度成長に伴い、各方面からの潜在的な危機をもたらしていると考えられる。

1) インフレの危機

1988年の史上の最高のインフレ率（18.8%）は、89年以後連続3年間の実物経済の低下をもたらした。天安門事件を起こさせる経済面での要因にもなった。けれども、1994年のインフレ率

(24.1%)は1988年の記録を更新した。これは、巨大な預金額を持ち、社会金融資産の半分を占めている家計部門に対し、大きなリスクとなり、政治の面からみても、社会の安定に対し、非常に危険なことであろう。

2) バブル経済の危機

1988年以降、貨幣超過供給の状態が続いており、94年において、最高水準の34.5%に達した。一方、企業部門の深刻な資金不足が存在すると同時に、金融部門の金融資産が317%という高い伸びを示しており、バブル経済の基本条件をすでに備えていると言える。日本経済の高度成長期（60年代後半）からバブル経済の崩壊（90年代の初期）まで、その間、十何年の安定成長を経ることによって、経済のインフラをきちんと整備した。それにしても、バブル経済の崩壊が日本経済への衝撃はけっして小さくはなかった。日本の情勢に比べ、経済の基盤条件をまた十分築いていない段階の中国経済に対し、バブル経済の危機は、この十何年の経済改革の成果を全部潰してしまう可能性がある。

3) 資金循環の急激変化

資金循環構造の激変は、金融政策操作の誤りによるものであり、実物経済の成長に悪い影響を与えた。前述したように、中国の資金循環の短期的な変化には盲目性が現れている。長期的な経済発展の計画が建てられたのであるが、短期的にみると、マクロ経済政策や金融操作の効果があまり効かなかった。それによって、金融部門の317%の資金膨張や企業部門の-54%資金不足などの問題は益々厳しくなっている。

4) 外資依存度の増大

過度の外資利用は、自国の経済管理自主権を失わせ、金融恐慌をもたらす危機につながる。1994年の年末、メキシコでは、インフレの膨張、株と債券の暴落などによって、深刻な金融恐慌が起きた。主な原因の一つとしては、外資への依存が大き過ぎたことである。近年来、中国での海外資金の全社会金融資産の寄与率も45%に達しており、もう限界に近づいたと考えられる。特に、国内の金融市場が完全に整備されていない段階で、過度の資金流入により、海外市場での国際資本移動の不安定化要因が一挙に入ってくると、なかなかコントロールできなくなり、過度なインフレの更新及び、その反動としての経済恐慌及び社会危機が起こりうる。

4. 2 政策提案及び展望

1) マーシャルの K に関する分析の重視

以上の分析での一つの留意点としては、中国の実物経済と貨幣経済の動きには短期的な不安定が存在するので、短期的な経済変化の把握は特に重要な意味を持っているということである。しかし、マネーサプライの適正水準と時期的な変化をどのように見るか、以上のそれぞれの指標に見た推移による記述分析だけでは、判断できない。したがって、マーシャルの K の分析が必要である。これを通じてマネーサプライの伸びと経済成長パターンとの関係を短期急変の相互関係としてより直載に分析し得ることになる。マーシャルの K の変動は経済の実質水準変化との対応が数値的に明示かつ確定でき、そのコントロールに対して非常に参考になる意味を持っているということである。

2) 経済改革の過度期において政府主導体制の強化

この7年間の長期分析を通じ、社会金融資産中での政府部門のシェアが低下しつつ、そして政府の資金をコントロールする能力も弱くなっていることが分かった。これは、以前の計画経済時代の中央集権型に対し、現在の市場メカニズムを利用し、資金の流れを合理的に誘導できるという画期的な進歩と言える。そして、いま銀行の貸出の面に残された指令性計画も一時的な措置だと考えられる。しかし、市場メカニズムの利用と言っても、政府の役割を放棄するわけにはいかない。むしろ、市場経済へ移行する過度期においては、政府の役割はもっと強化されるべきである。ここで、強化というのは、市場メカニズムの下で、政府の経済コントロール能力を強化することである。社会全体の資金量が増加した場合、政府部門の金融資産のシェアも高めるべきである。そうしなければ、市場調整の能力が弱くなる。そこで、政府資金の財源として、国債の適度発行と税収制度の完備を図るべきである。

3) 金融制度の整備と「窓口指導」政策手段の導入

いままでの中国の金融改革は、財・サービス市場の改革より随分遅れている。国家銀行を主体とする金融体制は、金融操作の責任、金融資産の所有権および金融経営の利益などの方面で明確に区分されていなく、経済市場化の進行を拘束する機能を果たしている。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。経済先進国のその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、金融制度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。いまの段階で、日本の高度成長期によく利用された「窓口指導」という政策手段は、現在の中国経済発展の過度期においても、有効な方法だと考えられる。

4) 直接金融市場の拡大

現在の中国の金融構造は、家計部門が資金余剰、法人部門が資金不足、そして金融部門の金融資産シェアは上昇する傾向となっており、その各部門の金融資産の構造は、日本の高度成長期以来の金融構造によく似ている。また、中国の全体の金融市場の構造からみると、間接金融は80%を占めているが、直接金融のシェアをもっと拡大すべきである。金融構造の変換期において、政府主導型の下に、各金融制度と秩序を完備させ、市場のメカニズムを利用し、実物経済の動きに対応できるような資金の流れを誘導することを通じ、資金循環の急激な変化が避けられるであろう。

- 1) 『中国統計年鑑1995』、『中国金融年報1994』
- 2) 日本銀行『資金循環勘定』1994年
- 3) 『中国人民銀行年報1994』

【参考文献】

1. Cohen, Jacob. The Flow of Funds in Theory and Practice, Kluwer Academic Publishers, 1987
2. 日本銀行調査統計局『昭和62年—平成6年の資金循環』
3. 経済企画庁国民所得部『国民経済計算年報』大蔵省印刷局平成6年
4. 古川顕『現代日本の金融分析—金融政策の理論と実証—』東洋経済新報
5. 堀内昭義『金融論』東京大学出版会 1990
6. J. R. ヒックス著、花輪俊哉/小川英治訳『貨幣と市場経済』東洋経済新報社1993
7. 石田定夫『日本経済の資金循環』東洋経済新報社 1993
8. 斉藤光雄「資金循環の計量分析」『経済研究』第28巻、2号 1977

9. 堀内昭義「内生的マナー・サプライとマネタリー・ターゲット」『理論経済学』1980. NO 1
10. 塩沢修平「金融政策の有効性と資金循環」『三田学会雑誌』1990年 3月
11. 周正慶「中国マクロ金融コントロールに関する研究」『金融研究』1992年 第11号
12. 中国人民銀行『中国金融年鑑1994』
13. 中国人民銀行『中国人民銀行1994年年報』
14. 中国人民銀行『中国金融展望』1995

付記：この小論は筆者の博士学位論文（『資金循環分析の理論及び応用』）の続きであり，そこでは，これまで日本経済の資金循環の特徴と資金循環分析の手法を検討した。しかし，この論文では，それと対比を企図しつつ，同じような分析手法で中国経済における資金循環の問題点及び将来の展望を視野に入れて，中国の資金循環の変動を把握することを狙いとしたものである。ここで，上記の学位論文の指導教授である鈴木登教授にあらためて感謝の意を申しあげる。