

# 中国の対外資金循環と資本流出

張 南

## はじめに

米上院は2000年9月19日に中国への最恵国待遇(MFN)供与を恒久化する法案を賛成83, 反対15で可決した<sup>1)</sup>。中国の世界貿易機関(WTO)加盟をにらんだもので, 中国のWTOの加盟が確実に近づいてきた。この国際的な動きを受けて, 中国人民銀行は2000年9月21日に外貨貸出金利と大口外貨預金の金融を自由化し, 金融改革に一步を踏み出した<sup>2)</sup>。中国人民銀行は2000年4月から人民元の為替相場の変動幅も実質的に拡大している。WTOの加盟や将来の資本取引の自由化を視野に, 資金需給で金利が決まり, 金利裁定が働いて為替相場が決まる仕組みの導入に動き始めている。こうした中国国内外の経済情勢の動きによって, 中国の対外資金循環が激しく変化されている。1992年から1998年まで, 中国への国際資本流入は2,596.98億ドルで, 年平均伸び率が28.7%となった。また, 中国からの国内資本流出は3,296.86億ドルで, 年平均伸び率が28.8%となった<sup>3)</sup>。そこで, 中国の資金循環統計を使って, 広義金融市場という視野から, 90年代以来の中国対外資金循環の特徴と資本純流出の問題を中心にして, 大規模な資金流入・流出の現象を検証しながら, 90年代以来の日本, 米国及び東アジア諸国の資金循環を取上げ, 中国の国際収支のバランス関係, 国際資本移動の構造変化, 資本純流出の主な要因と問題を記述的に分析する。それによって, 近づいてきたWTO加盟をも絡んで, 21世紀に向ける中国対外資金循環のあり方及び取るべき対策を検討することを試みている。

## 1. 「広義金融市場」分析の枠組み

この「広義金融市場」の分析は, 実物経済の投資・貯蓄・経常収支バランスとの関係を結びつけて, 資金の金融的流通の特徴についての分析である。ここで広義金融市場(Financial Markets)とは, 広く資金の金融的流通の総過程あるいは資金の貸借が行なわれる場の全体をさす<sup>4)</sup>。広義金融市場の枠組みをみると, 資金調達面(資金流入)では, 国内貯蓄と銀行の信用創造による国内資金と海外資金の流入があり, 一方, 資金運用面(資金流出)では, 国内経済への資金供給と海外への資金流出がある。広義金融市場における資金の流れが国際収支と繋がってみると, 経常収支黒字であれば, 国内部門に対して市場サイドの資金流入超過となるが, 海外部門に

対しては逆に資金流出超過（資本純流出）となる。つまり、「経常収支黒字—資本収支赤字」というパターンの市場資金の貸借バランスとなる。ただし、これがネット・ベースのバランスでみた均衡関係である。また、実際の金融的流通としては、国内部門に対しては金融機関の資金調達と資金運用、海外部門にたいしては資金の流出と流入と、其々資産・負債の両建ての形で取引が行なわれており、グロス・ベースの分析も重要である。本研究はまずネット・ベースの結果をとり上げ、その次、グロス・ベースからの要因分析を展開する。

このように、広義金融市場の横の広がりを見た場合、国内の金融機関の預金・貸出取引、証券市場取引、金融派生商品取引、さらに海外市場取引との資金の流れまで含むものである。同時に、広義金融市場の縦の関係をみた場合、中央銀行を頂点とする各金融機関のネットワークによって立体的に構成され、資金の貸借関係を通じて、非金融法人企業、一般政府、家計及び海外部門に連結する構図である。従って、経済開放体制の下では、国内経済と海外の実物面を分析する場合、国内経済の貯蓄・投資バランスの差額は対外的には経常収支差額に対応し、国内経済と海外の金融面の関係を見る場合、国内の資金純流出・流入は資本収支（外貨準備を含まない）に見合うものになる。また、国内経済の実物取引と海外の金融取引の関係を見る場合、国内のみの貯蓄によって投資など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なう。そこで、国内貯蓄・投資差額、資金過不足、国際収支、国内経済部門の資金収支バランス、対外収支バランス、金融市場バランス及び、国内資本純流出・流入と資本収支の関係は、以下の関係式に示される。<sup>5)</sup>

1) 貯蓄・投資差額と資金過不足と経常収支

国内貯蓄超過＝資金余剰＝経常収支黒字

$$S-I=\Delta A-\Delta L=X-M$$

2) 対外収支バランス

経常黒字＝(資金流出－資金流入)＋外貨準備増

$$X-M=(FO-FI)+FA$$

3) 金融市場バランス

国内への資金供給＋海外への資金供給＋外貨準備

＝国内資金の流入＋海外資金の流入

$$FOd+FO+FA=FIId+FI$$

上式を変形し、

(海外への資金供給－海外資金の流入)＋外貨準備増

＝国内資金の流入－国内への資金供給

$$FO-FI+FA=FIId-FOd$$

したがって

4) 海外への資金純供給＋外貨準備増＝国内資金の純流入

(資本収支赤字)

(国内部門の金融資産増)

$$NFO+FA=NFId$$

以上の式から SI バランスと資金過不足と国民収支の理論的均衡関係、国内外部門の資金収支バランス及び広義金融市場のバランス関係が示され、対外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、90年代における中国経済の資金循環の概略、対外資金循環の構造変化及び中国の資本純流出などの問題を検討してみる。

## 2. 90年代における資金循環の全体図

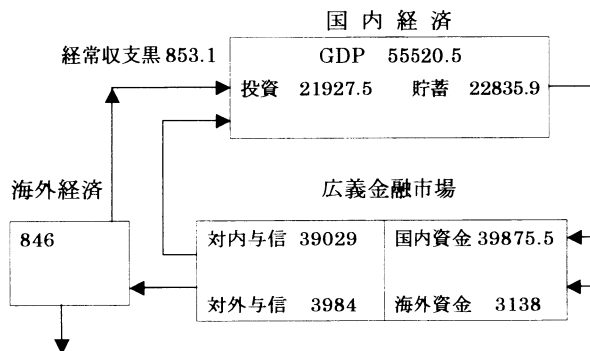
上記の分析の枠組みより、開放政策を段階的に実行してきた中国の広義金融市場を中心に国内経済部門、海外部門の3部門モデルの資金循環の全体図は、図1によって描かれている。この広義金融市場は国内貯蓄を源泉とする資金と海外からの資金流入をうけ、これを原資として国内支出部門への信用供与（金融機関貸出と証券投資）及び海外への資金供給（金融機関貸付と対外証券投資）を行なっている。

図1は1992年から1998年までの資金循環に関するマクロ変数の年間平均値であるが、市場資金の受入額は、国内資金39,875.5億元、海外からの資金流入3,138億元となる。これに対して市場からの資金供給が国内部門への与信39,029億元、海外部門への資金流出3,984億元である。これららの市場の資金流入と資金供給は、相手方である内外両部門サイドではそれぞれ資金の運用と調達となる。広義金融市場を中心にして、広義金融市場の相手部門別収支でみると、国内部門に対しては国内資金の流入39,875.5億元、対内与信39,029億元、両者の差引き受信超846.5億元となる。そして、海外部門に対しては海外資金の流入3,138億元、対外与信3,984億元、差引き与信超846億元となる（誤差0.5億元）。

一方、国内実物経済の生産・支出活動においては、1992～1998年平均名目GDPは55,520.5億元、投資は21,927.5億元、貯蓄は22,835.9億元である。国内貯蓄超過908.4億元は中国経常収支黒字853.1億元に見合う関係になる。ここで、貯蓄超過と経常収支の間に55.3億元のずれがあるのは、両者の貨幣単位が異なるからである（経常収支が米ドル、貯蓄超過が人民元、為替レートで換算する場合に誤差が出てくる）。また、国内実物取引の最終結果としての貯蓄投資差額は、理論的に国内金融取引の資金過不足と一致になるはずだが、統計誤差の関係で、貯蓄超過の908.4億元に対し、国内部門の資金余剰は846.5億元となっている。

なお、式(1)に示されたように、広義金融市場でみた国内資金過不足を国際収支との関係でいえ

図1 中国の資金循環（1992～1998年平均、億元）



ば、経常収支黒字（海外部門の資金不足）853.1億元に対して、資本収支（外貨準備を含む）は846億元の流出超過であり、広義金融市場の対外与信超846億元に相当する（経常収支黒字と海外部門資金不足との数字のずれも主に使われた貨幣単位の違いによるものである）。

このように、図1に描かれた90年代以来の中国経済の資金循環図は以上の4個のバランス式によって海外への資金純供給＋外貨準備増＝国内金融資産純増の式から

$$846 \doteq 846.5$$

という結果が得られる。したがって、92年から98年までの平均数で整理した結果としてはこの期間において中国経済の資金循環は「資金輸出型の資金循環図」である。それは、対外的には「経常収支黒字－資本収支赤字（資本純流出）」、国内経済では「貯蓄超過の発生－金融資産の純形成」の関係となる。

ところで、中国は世界最大の発展途上国として、国内の深刻な資金不足の問題で海外からの資金調達が積極に行なわれてきたが、上記の分析に得られた資金輸出型の資金循環図という結果は、標準的な新古典派モデルによる国際資本移動理論<sup>6)</sup>と矛盾になっているように見える。そこで、次に中国の対外資金循環の特徴と問題点を検討する。

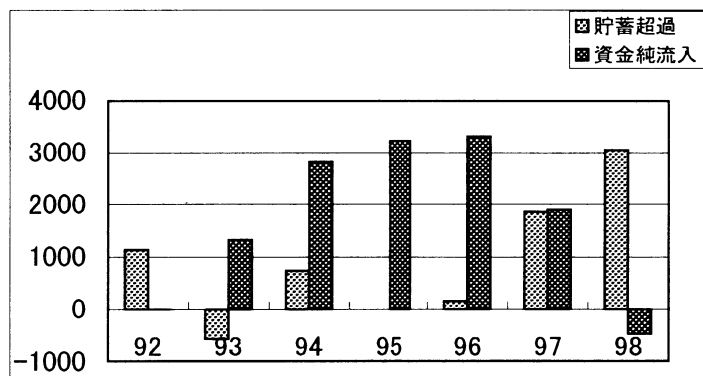
### 3. 対外資金循環の特徴

90年代以来、特に94～97年の間に中国の対外資金循環のパターンが大きく変化しており、三つの謎が生じている。即ち、国内貯蓄超過の増大と海外資金流入増大の同時存在、国際資本流入の増大と国内資本流出増大の同時存在及び、経常収支黒字と資本収支黒字（外貨準備を含まない）の同時存在という三つの矛盾な経済現象である。国際収支表と資金循環勘定により、1992年から1998年まで中国に流入した国際資本が2,596.98億ドル、年平均伸び率28.7%となるが、中国から国内資本流出（外貨準備を含む）も3,296.86億ドル、年平均伸び率28.8%であった。<sup>7)</sup>以下は、この三つの謎について、統計データを用いて検証してみる。

#### 3.1 国内貯蓄超過と海外資金流入の増大

発展途上国の経済発展は常に国内資金不足と外貨不足という二重の制限に受けられるが、中国の場合、90年代に入って投資と貯蓄が旺盛に伸びていた。93年を除いて常に貯蓄超過となっており、貯蓄超過額が90年の510億元から98年の3,000億元に達した。一方、90年代以来の中国は国内貯蓄超過となっていたと同時に、直接投資を主とする海外からの資金調達を積極的に行なった。外資利用額は世界でアメリカについて第二位となっており、海外資金の流入は92年の1,680.6億元から98年の3430.9億元まで増大してきた。そして、資金純流入は92年の場合に－13.9億元となったが、アジア金融危機が発生する直前の96年に最大値の3,313億元にも達した（図2）。即ち、国内貯蓄超過が増大しつつあると同時に、海外からの資金も大規模で入ってきた。この矛盾な経済現象は世界から見ても稀に見られないことである。国内貯蓄超過と海外から流入した資金はどこに流れたのか？ この行方不明となった資金の流れ（The missing money）を明らかにすべきである。

図2 貯蓄超過と資金純流入（億元）



出所：中国国家统计局：『中国統計年鑑』

表1 資金運用、経済成長及び資金循環規模の変動

時期	貯蓄率 S GDP 比	資本純流入率 NFI GDP 比	資金運用率 F=S+NFI GDP 比	経済成長 G (%)	限界資本 係数 FCOR=F/G	国内貯蓄の みの成長率 S/FCOR	資金循環 対 GDP 比 FOF/GDP
92	41.6	-0.05	<b>41.6</b>	14	2.97	14.0	65.4
93	41.9	3.84	<b>45.7</b>	13.1	3.49	12.0	67.9
94	42.8	6.02	<b>48.8</b>	12.6	3.87	11.1	67.2
95	40.8	5.52	<b>46.3</b>	9	5.14	7.9	55.1
96	39.5	4.85	<b>44.4</b>	9.8	4.53	8.7	70
97	40.5	2.53	<b>43.0</b>	8.5	5.06	8.0	86
98	41.9	-0.57	<b>41.3</b>	7.8	5.29	7.9	80.6

出所：中国国家统计局：『中国統計年鑑』，中国人民銀行統計司：『中国人民銀行統計季報』

この矛盾な経済現象が以下の3点に解釈される。

まず、資金運用の効果の低下はその矛盾な現象となった一因である。この時期に国内外からの資金調達はかなり潤沢といってもよいのだが、資金運用の面からみると、表1に示されたように、限界資本係数が92年の2.97から98年の5.29に上昇し、資本の限界生産性の低下を意味する。また、資金循環対GDPの比率をみると、アメリカ、ドイツ及び日本の80年代末ごろ其々の10.3%、23.7%及び21.8%に対して、中国は、92年の65.4%から98年の80.6%に伸びており、資金運用の効果が低下している傾向が分かる。

また、一部の貯蓄資金は不良債権として金融機関に溜まられている。表2からも分かるように、90年代において、資金の供給者は常に家計部門であり、資金の需要者は非金融企業部門と政府部門であった。国内貯蓄超過は増大しつつあるが、国内企業部門はいつも資金不足となっている。93年に企業部門の資金不足対GDP比率は最大値の-19%となり、其の以来、大体15%前後となった。こうした状況の中で、家計部門の資金余剰と非金融企業部門の資金不足は金融機関の仲介によって調整されるべきであるが、表2のデータに示されたように、一部の貯蓄資金は投資にも使用されずに企業部門にも融資せずに、不良債権として金融機関に溜まられている。特に94年と95年においては金融部門が資金不足となった。金融部門の資金不足というのは、金融機関が主に家計部門から調達してきた貯蓄資金を、再び金融資産として運用することができなかったことで、

表2 中国部門別の資金過不足

(単位：億元)

	家計	企業	政府	金融	海外
92	4,854.5	-3,955.9	-654.7	109.25	-353.1
93	5,242.1	-6,022.4	-227.3	349.58	658.08
94	7,634.8	-6,818.3	-49.27	-105.2	-662.04
95	8,513.2	-8,079.5	-88.63	-208.3	-136.8
96	10,902.4	-11,967.8	-403.8	2,081.1	-611.93
97	11,027.1	-8,637.4	-744.9	826.23	-2,471.1
98	11,626.2	-8,446.6	-1,097.9	277.15	-2,358.8

出所：中国人民銀行統計司：『中国人民銀行統計季報』

金融負債超過ということになる。中国の国有商業銀行（中国工商銀行、中国農業銀行、中国建設銀行、中国銀行）は中国の商業融資総額の七割を占めており、中国人民銀行によれば、その不良債権に比率は約25%に上る。問題の深刻さは、この部分の貯蓄資金が金融機関の資産残高表に「紛失」したが、決して消えていないということである。銀行などの金融機関が一方で一定期間の契約で貯蓄資金を調達し、他方をもっと長期の契約で融資しているといった場合、何らかの理由で銀行が急に多額の負債（預金や借入金）の返済を迫られると、金融不良債権がある以上、資産をそれに間に合うよう容易には回収・流動化できないので、金融危機に陥る。所謂資金調達・運用という満期上のマチュリテイ・ミスマッチ（Maturity Mismatch）による銀行の流動性危機が発生する。

なお、国内貯蓄超過がありながら、海外資金の流入も増大した理由は、90年代以来の良好なファンダメンタルズと中国が実施してきた限定的自由化政策とによるものと考えられる。中国経済のファダメンタルズ（経常収支、財政収支、インフレ率、産出量）からみると、97年の金融危機に巻き込まれた東南アジア諸国と比べて、中国の経常収支が93年を除いて殆ど黒字となっていた。財政収支の面からみると、財政赤字が91年の-237.14億元から98年の-922.21億元となったが、対GDPの比率は常に-1%前後で動いているので、<sup>8)</sup> 経済成長の規模に相応した財政収支と言えるであろう。インフレ率については94年消費者物価指数が90年代の最高水準の24.1%に達したが、96年後半に中国政策当局が94年から実施し始めたマクロ・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、インフレ率に低めに抑えることに成功し、当初のマクロ経済政策の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。そして、90年代に入って経済平均成長率が8%となってきている。こうした良好なファンダメンタルズの状況のなかで、直接投資を主にした海外からの資金は年平均28.7%の伸びで中国に流れてきた。

また、1996年4月より中国元の経済取引における交換性が実現された。それには経常取引（貿易取引とサービス取引）の決済、外貨の受入れ、外貨の支払いについて、基本的に制限を設けないことが盛り込まれた。更に同年の12月には中国がIMFの八条国となり、経常取引の完全自由化が達成された。しかしながら、外貨借入、対外投資などの資本取引については、資本市場の整備やマクロ調整手段の確立といった面での準備が不十分であったことなどを背景に、引き続き厳しく管理された。資本取引が厳しく規制されている以上、中国の金融市場に投機資金ないし短期資金が入り込む余地は殆どなく、投機資金などの海外の圧力によって、中国が通貨危機に陥る可能性は極めて限られていたのである。これが、直接投資の資金流入に対してかえって安全な投資環境が与えられた効果となる。それに中国の広い市場占有の動機を重ねて、海外資金が積極的に中

国への流入増大の一因と考えられる。

### 3. 2 海外資金の流入と中国資金の流出

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。表3は資金循環勘定に基づいて海外部門の立場からみた海外部門と中国の資金の流れを整理した統計表である。表の中の資金純流出は国際収支表の資本収支に対する項目であり、貨幣単位の異なることによって毎年数字が違うが、正負の符号は一致となっている。即ち、海外部門からの資金純流出は、自国に対して資金純流入となり、国際収支統計では、自国への資金純流入を資本収支黒字と定義する<sup>9)</sup>。これに対して、表3の海外部門の資金過不足は国際収支表の経常収支に対応するもので、同様貨幣単位によって毎年数字が異なるが、正負の符号が反対となる。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り、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、当該国の純債務が増となり、経常収支の赤字となる。

表3の数字に示されたように、同分析期間においては、海外から中国への資金流入は大規模で増大してきたが、アジア金融危機の影響で98年に資金流入の規模が前年度の5,004.54億元から2,976.48億元に下落した。一方、中国から海外への資金流出は、92年の1,680.6億元から98年の3,430.9億元まで引き続いて上昇の傾向となっていた。ただし、海外からの資金流入と中国から海外への資金流出の差額をみると、92年と98年を除いて、殆どは海外部門の資金純流出、つまり、中国への資金純流入となっていた。ここまでのデータ整理の結果は標準な新古典派の国際資本移動理論と一致しているように見える。即ち、資本の限界生産性が資本量とともに逡減していく生産技術を想定すれば、資本は先進国から発展途上国へ流れていくという説に合っているように思われる。

けれども、筆者の観察する中国の対外資金循環は新古典モデルの理論とは恐らくかけ離れている。表3の資金純流入に外貨準備を引いて誤差脱漏を加えて得られた資金過不足の推移をみると、93年を除いて、海外部門が殆ど資金不足で、つまり資金純流入となり、先進国と地域から中国国内に必ずしも順調に資本は流れていない。むしろ1994年以後、資金の流れは中国から先進国と地域への「還流」してしまう場合がよくあった。そして、その還流の額は94年の662億元から98年の2,363億元に達しており、特に97年に起きたアジア通貨危機の間で中国からの資金流出は激増したこともあった。このように、対外金融資産調達・運用の結果として、大規模な資金流入、外貨準備の増大及び大規模な資金純流出は、90年代における中国の対外資金循環の特徴と言え

表3 海外部門の資金の流れ

(単位：億元)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
中国への資金流入 (A)	1,666.7	2,928.76	5,325.72	5,654.46	5,901.07	5,004.54	2,976.48
中国からの資金流出 (B)	1,680.6	1,603.94	2,514.34	2,426.51	2,587.88	3,108.88	3,430.90
資金純流出 (A-B)	-13.9	1,324.82	2,811.38	3,227.95	3,313.19	1,895.66	-454.40
外貨準備 (C)	-117.0	101.83	2,631.01	1,877.41	2,631.52	2,961.42	532.01
誤差脱漏 (D)	-456.2	-564.91	-842.21	-1,487.34	-1,296.60	-1,405.30	-1,372.35
資金過不足 (E)	-353.1	658.08	-661.84	-136.80	-614.93	-2,471.06	-2,358.80

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

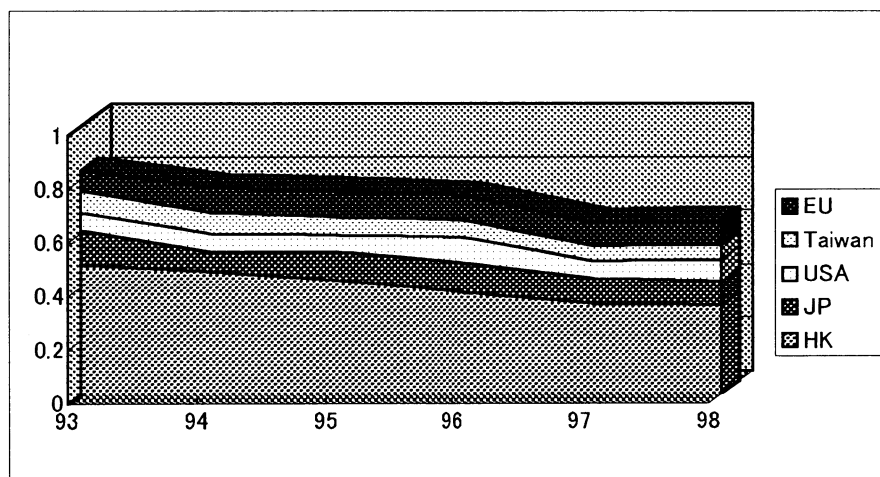
るであろう。

### 3. 3 中国の対外資金循環を巡る国際資本移動

90年代前半に中国を含めた発展途上国に大量の資金が流入した「エマージング（Emerging Markets）ブーム」の背景には、日米を始めとする先進諸国の不況による期待成長率と金利の低下ということがあった。先進国からの資本流出は活発化し、途上国の経済発展のための資金需要の増大もあったので、途上国への大量の資金流入の原因とされている。1989～1996年の7年間にアジアの発展途上国の資本流入額は、前の7年間（1982～1989）に比べてほぼ5倍の大きさであり、中国への資本流入は其の全体の50.5%を占めていた<sup>10)</sup>。其中、中国政策当局の実施してきた限定的な自由化政策と ASEAN 諸国より相対的良好なファンダメンタルズにより、香港、台湾、日本、米国及び EU から資金流入の約九割は直接投資であり、ポートフォリオ投資及び海外銀行からの借入などの割合はきわめて小さかった。主要な国と地域からの資金流入の構成をみると、図3に示されたように、香港からの資金流入は中国の海外資金流入の約半分を占めていたが、台湾からの資金流入は93年の11%から98年の6%に落ちこんでいた。日本と米国から資金流入は其々約8%で動いていたが、EUからの資金流入は93年の2%から98年の9%に上昇してきた。ところが、90年代後半から米国の成長率が高まり、金利が上昇するにつれて、米国の大幅な利上げで、米国国債の買付けなどで米国に資金が還流したという動きがあった。前世界銀行のステイグリッツ（Stiglitz）上級副総裁は、エマージング市場におけるすべての債務国の資産負債残高表をまとめてみると、高金利で先進国から借り入れた資金を、再び国債の買付けなどの低い投資収益率で先進国に貸付したという資金の還流が存在している現象を「怪しい循環（A doubtful circle）」になぞらえている<sup>11)</sup>。この資金の還流の「怪しい循環」は図4に示された東南アジア諸国の資本流出の数字に裏付けられている。

ところで、このような国際資金循環の中で中国にもこの「怪しい循環」が存在しており、中国の WTO 加盟の実現に従い、中国の対外資金循環が国際金融市場に急速に組み込まれることに

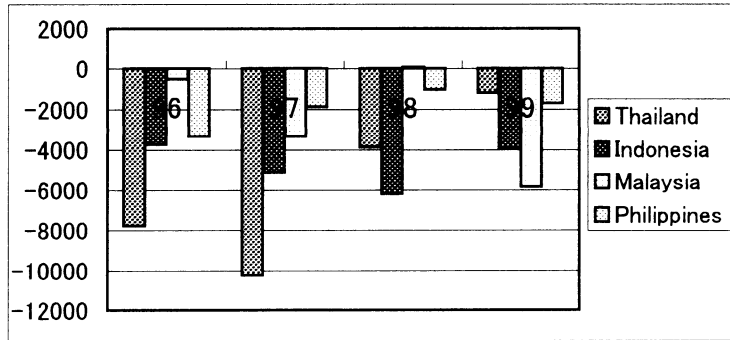
図3 海外資金流入の構成（%）



出所：中国国家統計局：『中国統計年鑑』



図4 東南アジア諸国の資本流出



出所：日本銀行調査統計局：『国際収支月報』

よって、こうしたコントロール不可能な外的要因により不意に大量の資金移動に直面する可能性が生じている。

#### 4. 国際収支の構造問題と資本純流出

中国の資本純流出という「怪しい循環」の解を解くため、中国の国際収支の構造変動を検討する必要がある。表4に示されたように、90年代において中国には常に経常収支黒字と資本収支黒字（外貨準備を含まない）の構造となっていた。そして、経常収支黒字の規模に対する資本の非対称的純流出もあった。中国の経常収支の動向を見ると、1993年を除いて黒字が定着した。資本収支は投資収支（直接投資と証券投資）、その他資本収支（資本移転とその他資産）から成り立つが、92年と98年を除いて殆ど黒字の状態であった。これが前述の海外部門の資金過不足と資金純流出と対照的な項目となっている。即ち、直接投資やその他資本収支などの形式で、中国への資本純流入となったが、外貨準備と誤差脱漏の要素を入れると、中国から海外への資本純流出となってしまった。そこで、外貨準備の適正規模と誤差脱漏による資本純流出の方式、構造及び要因を分析してみる。

##### 4.1 外貨準備の適正規模

外貨準備は自国の対外金融資産であるが、自国の在外金融投資にもなるものである。表4から分かるように、中国の外貨準備高は1992年の194億米ドルから1999年の1,549億ドルまでに大幅に

表4 中国の国際収支

(億 US\$)

	92	93	94	95	96	97	98	99
経常収支	64	-116	76.6	16.2	72.4	297.2	293	157
資本収支	-2.5	235	326	386.7	400	229.5	-63	76.4
誤差脱漏	-82	-101	-91	-178.1	-156	-170	-166	-148
外貨準備増減	22.7	-18	-305	-224.8	-317	-357	-51	-85
外貨準備高	194	212	516	736	1,050	1,400	1,450	1,549

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

増加してきた。外貨準備の増大は経済実力の向上を示す一方、資金資源の合理的配置の問題も問われる。外貨準備の適正レベルについて定説はないと思われるが、その規模が以下の要因に決定される。即ち、①一定期間輸入量の支払い能力；②外債の返済規模；③自国通貨の為替レートの安定と国内外市場の介入；④自国通貨の国際地位などが取り上げられる。

以上の4つの要因を纏めてみると、輸入額との対比で中国の外貨準備をみる場合、1999年の輸入額が1,585億ドルとなるが、1999年までの外貨準備がほぼ輸入1年分に見合っているので、一般に言われた「その国の輸入量の2～3ヶ月」という説と比べた意味では、中国が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。

また、外債返済と為替レートの安定については、外債の返済は長期債務にしても短期債務にしても返済が来る時期はすでに分かっているので、それほど不安定要因はないが、返済能力と返済時点の突発な為替レートの変動によるカレンシ・ミスマッチ（Currency Mismatch）が存在するので、通貨危機をもたらす可能性がある。即ち、外貨ドルで借り、それを現地通貨に交換して運用すると、負債がドル建て、資産が現地通貨建てという通貨上のミスマッチが生じる。ひとたび現地通貨の為替レートが弱くなると、一気に負債が現地通貨建てでは膨張し、借り手が負債超過に陥りやすくなる。そのため、ドル債務を早く返済しようとするれば、現地通貨売り・ドル買いとなり、現地通貨の価値は一層下落し、通貨危機を激しくする。それで、一定の外貨準備を貯めておけば、為替レートの変動による通貨危機に対応しやすくなる。ところが、1998年時点では、中国の外債残高が1,460.4億ドルとなるが、その構成からみると、政府間借款15.4%、国際金融組織融資15.7%、国際商業融資（International Commercial Loans）46.7%、その他22.2%となっていた。其中、国際商業融資のシェアがやや高いが、長期債務と短期債務の比率は其々88.1%と11.9%<sup>12)</sup>となっており、リスクの高い短期債務が低い水準に留まったので、危険性の低い外債構造となっている。そして、表5に示されたとおりに、外債リスク諸指標は何れも国際基準の安全ライン以内に抑えられているので、外債による危機発生の可能性は極めて小さい。従って、今後の継続的な外債規模を拡大しない限り、外債返済のための外貨準備規模の拡大必要性は見当たらないであろう。

なお、外貨準備の増大が常に貨幣供給の膨張に繋げてインフレ率の伸びを及ぼすが、中国の外貨準備の大幅な増大が貨幣供給の膨張を及ぼせずにインフレの材料にならなかったのは二つの原因が取り上げられる。ひとつは、外貨準備の大幅な増加は94年から以後のことである（表4参照）が、その同時に、94年から中国史上の最高のインフレ（全国消費者物価指数が24.1%）を抑制するため、3年間をかけてマクロ・コントロールを実施した。96年にはその効果が現れ、9.7%

表5 外債リスク指標

（%）

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
返済率	7.1	10.2	9.1	7.6	6.0	7.3	10.3
負債率	14.4	13.9	17.1	15.2	14.2	14.5	15.2
債務率	87.9	96.5	78.0	72.4	67.7	63.2	70.4

注：返済率＝返済外債元金と利息／その年貿易と非貿易収入（国際収支）

負債率＝外債残高／その年のGNP；債務率＝外債残高／その年貿易と非貿易収入（国際収支）

出所：中国国家統計局：「1999年中国統計年鑑」

の経済成長率を維持しながら、インフレを低めに抑えることに成功した。当初のマクロ・コントロールの実行は外貨準備の増大による貨幣供給の膨張を相殺した効果があるといえる。もうひとつは、このマクロ・コントロールはソフトランディングを実現した反面、相対的内需不足ももたらしたので、98年に-2.6%の物価上昇となり、外貨準備の増大がインフレの上昇につながる結果にならなかった。

ところで、WTO加盟を実現するにつれて、輸出入品の価格変動、外資流入の条件、資本市場規制の緩和及び、中国国内需要市場の変化などの要因によって、経常収支黒字の減少と資本収支黒字の増加の可能性が生じるので、中国の外貨準備の規模もある程度の減少となるであろう。けれども、予定の人民元の自由交換を実現した後、為替レート波動のリスクが以前より増大となるので、現規模の外貨準備の保有が必要と考えられるが、長期的にみると、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。中国がまだ発展途上国であり、過度な外貨準備は、人民元の値上げとインフレの圧力を及ぼし、資金運用の効果低下をもたらすことになるであろう。

#### 4. 2 資本純流出の方式と構造

表4からもう一つ注意しなければならない問題が誤差脱漏の増大である。特に98年以後、経常収支は増加しても外貨準備はそれほど増えていなかったもので、90年代以来の国際金融界でよく流行している資本逃避（Capital Flight）という言葉の思い出せざるを得なくなる。それで、更に資金純流出の方式と構造を調べるため、誤差脱漏の変動を資本流出に入れてより詳細な表6を作成した。

表6から分かるように、1992～1998年の間に中国の海外から調達してきた資金は2596.98億ドルであり、アメリカについて世界で第2位の外資利用国となっていた。中国への資本流入が主に貸出、債券及び直接投資という方式によって行なわれており、その中、直接投資が9割以上のシェアを占めている。直接投資は殆ど中長期で、契約履行の制限によって経済の波動に直接与える影響があまりない。銀行債務と短期債券のリスクは大きいですが、資本流入全体に占める比率が低く、株による資本流入も僅かなので、安全な資本流入構造となっていたと考えられる。

資本流出の総額からみると、同じ期間に中国からの資本流出額は3,296.86億ドルであり、93年を除いて年々資本流入より超えている。その内訳を調べると、貸出と債券による資本流出が僅かで、直接投資の資本流出に占める比率も92年の28.3%から98年4.1%に低下したが、外貨準備、その他及び誤差脱漏による資本流出はその資本流出の8割以上を占めていたことがわかる。

表6の資本流入総額から資本流出総額を取り除いて資本純流入の総額となるが、資本純流入がマイナスになれば、資本純流出となる。同期間に、資本純流出は700億ドルとなった。特に94年以後、中国が資本純流出国となり、アジア金融危機が発生した97年と98年に、中国の資本純流出が著しくなり、2年間だけで590億米ドルの資本純流出となった。より詳細な資本純流出の構成をみると、資本純流出の中に外貨準備などの正当な資本流出もあれば、企業部門の資金と海外部門から流入した資金の一部分は違法の資本移動、つまり資本逃避という形での資本流出もある。特に投資収支の「その他投資」と「誤差脱漏」という方式による資本流出の変化が目立っており、外貨準備以外に、資本純流出のルートは「その他投資」と「誤差脱漏」にあると考えられる。

表6 中国の資本流入・流出

(百万US\$)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
資本流入	7,742	32,583	38,860	40,900	44,013	60,370	35,230
貸出	-665	1,324	960	3,130	291	1,412	-3,267
債券	393	3,647	3,923	711	2,372	2,046	-668
株						5,657	765
直接投資	11,156	27,515	33,787	35,849	40,180	44,236	43,752
その他	-3,142	97	190	1,210	1,170	7,019	-5,352
資本流出	14,143	20,679	46,518	42,518	51,255	90,066	64,507
貸出	140	171	81	81	366	2,155	1,411
債券	450	597	380	-79	628	899	3,830
株							
直接投資	4,000	4,400	2,000	2,000	2,114	2,562	2,634
外貨準備	-2,102	1,767	30,527	22,463	31,662	35,724	6,426
その他	3,403	3,941	3,755	223	938	31,774	33,630
誤差脱漏	8,252	9,803	9,775	17,830	15,547	16,952	16,576
資本純流入	-6,401	11,904	-7,658	-1,618	-7,242	-29,696	-29,277
貸出	-805	1,153	879	3,049	-75	-743	-4,678
債券	-57	3,050	3,543	790	1,744	1,147	-4,498
株	0	0	0	0	0	5,657	765
直接投資	7,156	23,115	31,787	33,849	38,066	41,674	41,118
外貨準備	2,102	-1,767	-30,527	-22,463	-31,662	-35,724	-6,426
その他	-6,545	-3,844	-3,565	987	232	-24,755	-38,982
誤差脱漏	-8,252	-9,803	-9,775	-17,830	-15,547	-16,952	-16,576

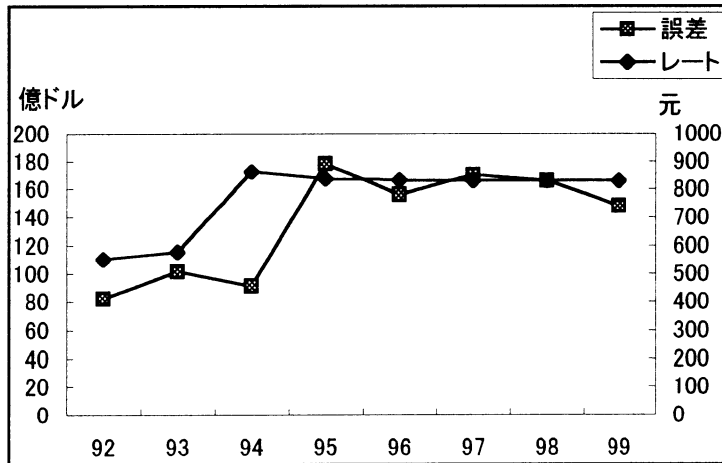
出所：中国国家統計局：『中国統計年鑑』，中国金融年鑑編集部：『中国金融年鑑』

投資収支の「その他投資」は「直接投資」，「証券投資」及び「外貨準備」にかかる取引以外のすべての国際金融取引が計上される。具体的に貿易信用，貸付・借入，現預金，雑投資に区分される。その中に，貿易信用については輸出入商品代金に関する長期延払信用と短期の輸出入ユーザンス（Usance）が含まれるが，現預金については政府・金融機関・企業が海外に預けている（預かっている）現預金の増減が計上される。

表6の「その他」の動きを見ると，アジア金融危機以後，「その他」を通じての資本純流出は激増となっており，特に98年の「その他投資（貿易信用や貸付・借入や現預金などの項目）」による資本純流出は389.82億ドル，同期の資本流入総額よりも大きかった。その中に，貿易信用面での資本逃避の方式が主に貨物輸出入価格の偽申告（Systematic Misinvoicing）によって実行された<sup>13)</sup>。輸出入品価格の偽申告に二種類がある。ひとつは輸入品価格の高く申告する（Import Overinvoicing）ことであり，もうひとつは輸出品価格の低く申告する（Export Underinvoicing）である。この貿易信用による資本逃避は主に企業部門を通じて発生したものである。

また，誤差脱漏の変動は，1992年の83億ドルから1998年の166億ドルまで倍増して通増という傾向であり，その変動の特徴が2つある。ひとつは，誤差脱漏の変動が1年ラグの人民元為替レートと一定の相関関係があり，相関係数が0.95である（図5参照）。つまり，人民元切下げの期待は高ければ，誤差脱漏の増大が高くなり，逆になれば，誤差脱漏の増大が低くなるという傾向が見える。もうひとつは，92～96年の間に毎年の誤差脱漏はその年の経常収支黒字よりも大きく，経常収支黒字の規模に対する資本の非対称的純流出も存在した。本来は国際収支統計の経常収支，資本収支及び外貨準備増減の合計はゼロとなるはずであるが，実際にはデータ収集上の限界から，

図5 国際収支の誤差と人民元為替レート



出所：中国国家统计局：『中国統計年鑑』

各収支の合計は必ずしもゼロにはならず、誤差が生じてしまうのが実状である。しかしながら、中国のような経常収支の規模より大きかった誤差脱漏の発生に対しては、その原因を究明すべきである。

#### 4.3 資本流出の原因

資金純流出の主体が非金融企業部門、金融部門及び政府部門となるが、アジア金融危機以後の企業部門からの資本流出が目立っている。中国の1998年の資金循環統計によると、非金融企業部門を通じて流出した資本が資本流出の83%を占めていた。企業部門の不良債権と資本流出の基本要因について、未発達な裁判制度、未熟な会計制度、銀行の審査能力の欠如に起因する金融制度の立ち遅れ及び、中国の国内外金利差の拡大とそれによって生じる資本逃避を引き起こすというメカニズムは、中国で発生している持続的な資本逃避に対して高い説明力をもつといえよう。具体的要因は主に以下の3点をあげることができる。

##### (i) 金融抑圧の環境

Mckinnon, R. I. と Edeard S. Shae の「金融抑圧 (Financial Repression)」に関する研究<sup>14)</sup>によると、発展途上国は常に金融抑圧の環境に置かれて、国内貯蓄が有効に利用されずに、貯蓄の低金利と先進国の資本市場の高金利と対照的なもので、国内外の金利差による国外への資金の流れを及ぼした。中国の場合にも同じ現象が起きており、資本市場がまだ開放されていないが、金利差は資本移動の方向に誘導的な役割を果たしている。96年以来、低迷した国内投資を刺激するため、中国人民銀行は7回金利の切下げをし、国内外の逆の金利差も出ており、資本の流出を招く一因ともなった。その上、資本取引に対する規制緩和に向けた準備段階にあり、金利などの金融資産価格の厳しい管理、市場参入の各種の規制を実施してきた。これらの規制は安定的な金融発展を促進した面もあるが、金融市場の本来果たすべき資金分配機能を歪め、金融市場の不完全性による持続的な資本逃避の原因となったとも考えられる。

##### (ii) 人民元切下げの期待

1987年から1994年まで人民元名目為替レートが6回切下げをした。その中5回切下げの幅が10%を超えた。97年のアジア金融危機以後、政策当局が常に人民元の切下げをしないと宣言しているが、中国の銀行業界の大量な不良債権の存在や、預金保険制度の不備などの要因で人民元切下げの期待が高かった。また、70～80年代のアルゼンチン、ブラジル、メキシコの通貨危機の影響及び、アジア金融危機後の東南アジア諸国の連鎖的な通貨安の進行によって、国内預金者、企業部門に人民元の割高感を与えた。人民元の切下げに備えて、ブラック・マーケットで人民元を外貨に交換する動きが強まっていたことを示すものと言える。図5が人民為替レートと国際収支の誤差脱漏の相関関係を示しており、人民元が安ければ、誤差脱漏も増大し、人民元切下げの期待は資本逃避の一因ともなったことを物語っている。

### (iii) 企業の内外待遇の格差

1997年の World Bank のまとめた報告によれば、海外から中国への直接投資の約20%が中国国内から海外に出て行って再び中国に流れてくる国内資本である<sup>15)</sup>。このような過渡的な資本逃避は中国企業の内外待遇の格差に関係する。国内企業と比べてみると、外資企業が所得税、関税、法人税、外貨管理、産業政策および市場参入などの面で「超国民待遇」を受けている。外資企業の政策的な優遇に対して、中国国内企業が不公平な競争状態にあり、実質上差別されていることになる。このように、国内企業や個人などが外資しか受けられない優遇を受けられるために、過渡的な資本逃避が生じた。中国の市場にこのような制度的な優遇と差別が存在する以上、過渡的な資本逃避が続いていくであろう。

## 5. 分析の結論と展望

上記の分析から、中国の対外資金循環における三つの謎について、即ち、国内貯蓄超過の増大と海外資金流入増大の同時存在、国際資本流入の増大と国内資本流出増大の同時存在及び、経常収支黒字と資本収支黒字（外貨準備を含まない）の同時存在という三つの矛盾な経済現象について、次のような結論が得られる。

### 5. 1 資本の限界生産性と外資利用効果の低下

90年代以来の金融抑圧の環境の下に、国内貯蓄が有効に利用されずに、その一部分が不良債権として金融機関に溜まられている。一方、中国の良好なファンダメンタルズと資本市場の限定的な自由化政策によって、国際資金循環の中に直接投資を主にした大規模な海外資金が中国市場に流れてきた。けれども、中国の資本限界生産性の低下によって、外資利用の効果低下が現れている。

### 5. 2 金融不良債権の影響と資本逃避の増大

資金不足で悩んでいた中国には国内貯蓄資金と海外から流入した資金の一部が行方不明となっており、失った資金（The missing money）の一部は不良債権として金融機関に留まっていたが、もう一部分は外貨準備の増大と誤差脱漏という形で海外に流出した。特にアジア金融危機後に国

際収支における投資収支中の「その他投資」と誤差脱漏を通じて、資本逃避の激変が目立っている。

### 5.3 金融制度の立ち遅れ

中国の巨額な資金は金融不良債権という形で金融機関の資産残高表に「紛失」したが、消えていないので、一定の条件の下にマチュリテイ・ミスマッチによる国有商業銀行危機に陥る可能性が存在する。金融不良債権と資本逃避の基本要因は未発達な裁判制度、未熟な会計制度、銀行の審査能力の欠如に起因する金融制度の立ち遅れにあると考えられる。アジア金融危機の発生を一つの教訓として、中国の国有商業銀行の不良債権問題をはじめとする金融システムの改革は、更に推進すべきである。

### 5.4 マクロ政策の一致性と良好な資本移動の環境作り

WTO加盟に向けて中国の対外資金循環の構造的な変化に臨んでいる。中国现阶段の経済発展水準と資本移動の危険性からみると、貨幣供給、財政収支及び安定的為替レートを総合的に調整しながら、マクロ政策の一致性を保つことが重要な問題である。そのため、開放的な経済条件の下では、資本流出が避けられないことであるが、極端な例を除いて資本の国際移動はすべての国と地域に対して差別が存在しなく、唯一な動機が低いリスクで高い利潤を儲けることと考えられるので、経済先進国の経過と経験を参考にし、金融改革の深化、現代金融制度の整備及び金融不良債権の処理によって、良好な資本移動の環境作りが不可欠である。

### 5.5 対外資金循環の展望

90年代の中国経済において、史上未曾有の対外資金循環の規模が見られ、大規模な資本流入に対して大規模な資本流出もあったが、中国経済の質と量も確実に成長してきた。そこで、大規模な資本移動は経済の成長に決してマイナスになることではないと考えられる。けれども、万全なリスク管理体制と健全な金融システムが未完備の现阶段では、巨大な国際資本の荒波から経済成長の安全を守るためには、資本の自由な移動の規制をやむを得ない。IMF協定の第六条も、經常取引の自由や既存契約の履行義務を妨げない範囲で加盟国が必要に応じて資本移動に規制をかけることを認めている。それで、具体的には、長期の資本移動より、リスクが大きい短期の資本移動を制限すべきである。また、資本移動規制には大きく分けて入口段階の流入規制と出口段階の流出規制がある。入口段階の規制は危機の未然防止が目的であり、規制により暴騰局面での短期資本・ホットマネーの流入を予め抑制しておけば、暴落局面で資本逃避が起きた場合のショックも小さくて済むという機能がある。そして、資本の流入に規制をかけることにより、国内の金融引締めによる内外金利差の拡大を及ぼし、それにホットマネーの流入という動きを食い止めることができるので、自国の通貨の過大評価を防ぐ効果も期待できる。したがって、现阶段では、短期資本の入口に的を絞って選別的な資本移動の規制をかけたほうが妥当であろう。ところで、長期的には、如何に資本移動を規制するかを考えることより、外資優遇の政策から市場誘導に移行し、金融法規と金融市場の整備によって、どのように効率的に資本移動を誘導するかを注目すべきである。そのためには、金融情報ネットワークの構築、良好な資本移動の環境作り、資本市

場の段階的開放及び他国との協調という国際視野での見方が必要になってくるであろう。

〔付記〕 恩師の鈴木登先生御退任にあたり、1990年以來の御指教に心から感謝申し上げる。先生には博士課程から今までの10年間にわたる多大なご指導、ご援助をいただいたことをここに記せずにはいられない。この場を借りて、厚くお礼を申し上げておきたい。

また本論文の作成にあたって、経済統計学会第44回全国総会の研究報告の際に、作間逸雄教授（専修大学）、松浦宏教授（東京家政学院大学）から貴重なコメントを頂き、心より感謝する。勿論、有りうる誤りはすべて筆者の責任である。なお、本研究は、広島修道大学総合研究所調査研究費による研究成果の一部である。

#### 注

- 1) 日本経済新聞, 2000年9月21日。
- 2) 日本経済新聞, 2000年9月22日。
- 3) 『中国金融年鑑』, 1993～1998年。
- 4) 石田定夫『日本経済の資金循環』 pp. 38, 東洋経済新報社, 1993年。
- 5) 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」, pp. 4-5, 『季刊国民経済計算』 Np. 98, 経済企画庁経済研究所, 1993年10月。  
石田定夫『日本経済の資金循環』 pp. 40, 東洋経済新報社, 1993年。
- 6) P. R. クルグマン等共著／石井菜穂子等共訳『国際経済—理論と政策』 p. 793-891, 新世社, 1995年。
- 7) 『中国金融年鑑』, 1993～1998年。
- 8) 経済企画庁調査局『アジア経済1999』。
- 9) 経済企画庁訳『1993年改訂国民経済計算の体系』 p. 231-239。
- 10) 日本貿易振興会『世界と日本の直接投資』。
- 11) Financial times, Apr., 25, 1998.
- 12) 『1999中国統計年鑑』。
- 13) 宋 文兵「中国的資本外逃問題研究：1987～1997」『経済研究』1999年5月号。
- 14) Edwar S. Shaw, 1989, “経済発展中の金融深化”（中国語訳本）中国社会科学出版社。
- 15) The World Bank (1997).

#### 参考文献

- [ 1 ] 中国人民銀行『資金流量表』1992～1998年。
- [ 2 ] 日本銀行『資金循環勘定』1990～1999年。
- [ 3 ] FRB, Flow of Funds Accounts of the United States, Annual Flow and Outstanding (1991-99).
- [ 4 ] Cohen, Jacob, The Flow of Funds in Theory and Practice, Kluwer Academic Publishers, 1987.
- [ 5 ] Stiglitz, J. “Boats, patnes and Capipal Flows,” Financial Times, March 25, 1998.
- [ 6 ] Krugman, P., “Saving Asia: It’s Time to Get Radical,” Fortune, September 7, 1998.
- [ 7 ] 石田定夫『日本経済の資金循環』東洋経済新報社, 1993年。
- [ 8 ] 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』1994年。
- [ 9 ] 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。
- [ 10 ] 内村広志・田中中和子・岡本敏男『国際収支の読み方・考え方』中央経済社, 1998年。
- [ 11 ] 宋 文兵「中国的資本外逃問題研究：1987～1997」『経済研究』1999年5月号。
- [ 12 ] 張 南「アジア金融危機と中国の国際資金循環」『経済科学研究』2000年3月。
- [ 13 ] 筒井義郎『金融分析の最先端』東洋経済, 2000年7月。
- [ 14 ] 児玉茂等『21世紀型金融危機とIMF』東洋経済新報社, 1999年7月。