

アジア太平洋研究所資料

17-09

アジアの成長に資する開発金融

研究報告書

(2016年度)

2017年3月

一般財団法人アジア太平洋研究所

〈アブストラクト〉

本報告書は、一般財団法人アジア太平洋研究所（APIR）の2016年度研究プロジェクト「アジアの成長に資する開発金融」の研究成果を纏めたものです。世界経済を牽引しつつある同地域を、実体経済に大きな影響を及ぼす金融経済の側面から考察しました。2016年に米国・英国などの先進国が内向きの経済政策に舵を切ったこととは対照的に、経済力を増す中国は、2013年頃からの「一帯一路」構想や、2015年からのアジアインフラ投資銀行（AIIB）など、大経済圏を構築させようとしております。一方、国際化を急いだ「人民元」では、国際資金フローにおいても興味深い事象が見受けられました。世界経済が構造的転換を遂げつつある今、アジア地域、特に人口大国である中国の大きな金融の動きに注目した本報告書からアジア経済の現状を感じ取っていただきたいと思っております。

2017年3月

〈キーワード〉

国際資金フロー、AIIB、「一帯一路」構想、アジア債券市場、人民元

〈研究体制〉

研究統括	林 敏彦	アジア太平洋研究所 研究統括
リサーチリーダー	岩本 武和	京都大学 経済学研究科 教授
リサーチャー	青木 浩治	甲南大学 経済学部教授
リサーチャー	三重野 文晴	京都大学 東南アジア地域研究研究所 教授
リサーチャー	矢野 剛	京都大学 経済学研究科教授
研究協力者	北野 尚夫	国際協力機構 JICA 研究所 所長
研究協力者	榊 茂樹	野村アセットマネジメント 運用調査本部 チーフストラテジスト
研究協力者	伊藤 亜聖	東京大学 社会科学研究所 講師
事務局	辻 俊晴	アジア太平洋研究所 総括調査役

〈執筆者〉

- 第1章 岩本武和 総括・アジア新興国における国際資金フロー
：中国を中心として
- 第2章 青木浩治 大規模国際資本フローの変動に揺れる
ポスト・リーマンショック期の中国
- 第3章 矢野 剛 GDP 統計にみる中国経済の35年と近年の動向
- 第4章 三重野 文晴 東南アジアの金融メカニズムと政策的取り組み

概要（エグゼクティブ・サマリー）

2016年度に開催された5回の研究会では、「アジア新興国における国際資金フロー」について、特に「中国からの資本の純流出と外貨準備の減少」に焦点を当て、「アジアインフラ投資銀行」(AIIB)と「一帯一路」構想についても考察した。

第一に、人民元の推移を見ると、2005年7月に、通貨バスケット制(管理変動相場制)に移行して以降、切り上がった人民元が、2015年8月に、20年ぶりに、切り下げられた。

第二に、リーマン・ショック以前の2008年までは、経常収支と資本収支がともに黒字という「双順差」構造であったが、金融危機後は、同じ双順差と言っても、経常収支黒字が縮小し、資本収支の大幅な流入超によって、外貨準備は著しく増加した。しかし、2014年の第2四半期以降、経常収支黒字幅のさらなる縮減に加え、資本収支の流出超という「一順一逆」構造に大きく転換し、ついに外貨準備の減少に転じるに至った。

すなわち、景気回復のための元安が資本流出を招き、それに対応するためには金融を引き締めざるを得ず、当初の景気回復策を打ち消してしまうという意味で、中国は現在、典型的なトリレンマに直面しているのである。

中国経済では、「生産能力の過剰」「不動産在庫の過剰」および「債務の過剰」という3つの過剰問題を抱えており、AIIBにせよ「一帯一路」構想にせよ、これら3つの過剰問題の捌け口という側面を無視することはできない。また中国の対外援助の最大の原資たる外貨準備は、2015年以降減少に転じている。また、中国から資本流出を「人民元の国際化の失敗」という興味深い視点からの考察もなされた。

第2章(青木)は、上記の「人民元の国際化」について中国の国際収支・国際投資ポジションを軸に、中国金融不安の背景を整理した。何故、2014年6月からの僅かな人民元切り下げ

で、大規模な資本流出となったのか。中国は日本・ドイツに次ぐ世界第三位の債権国であるにもかかわらず、国際投資の実質収益率はマイナス。この中国の国際投資の現状と原因を、「国際投資ポジションの二つのパズル」という視点から解明した。「人民元の国際化」を目指していたが人民元が下がり、金利が下がり人民元キャリーのコントロールをできずに失速。ポスト・リーマンショック期の大規模な資本流出そのものによって、深刻な通貨危機が起きる可能性は低いとしながらも、資本自由化・変動相場制への移行を模索する段階には時間を要す実態について纏めている。

第3章（矢野）では、中国経済の特質と近年の変化をGDP統計（国民経済計算）における投資を切り口として考察した。改革開放開始以来、中国経済は高度成長を成し遂げてきたが、特に企業主体の内部留保（貯蓄）を財源とする投資率は世界の経済史上でも前例がない程。しかし高投資率と経済改革による成長モデルは、リーマン・ショック以降の大規模な財政支出により、上手く機能していない。本来、淘汰されるべき、いわゆるゾンビ企業も救ってしまうなど投資効率も低下し改革がスローダウンしている。中国政府が現在掲げる中速度の成長を達成するためには、リーディングセクターへの経済改革の速度を早める必要があることを述べている。詳細なデータにより、時系列、地域別に中国経済を分析している。

第4章（三重野）は、アジアの金融協力にも注目し、アジア通貨危機から20年経過する東南アジアの政策取組みと実物経済の変容を考察している。2001年頃からはじまるASEAN+3内の「アジア金融協力」の取り組みは、道半ばと言わざるを得ない。東南アジアでは企業の投資は、金融仲介や資本市場を利用した資金ではなく、自己資本で行われる傾向が強く、金融システムと工業化の過程である実物経済の間に深刻な乖離がある基底的構造の中、同地域で求められる金融協力ありかたを主張している。「金融協力」は、次年度に掘り下げて研究していく計画である。中国を中心としたアジアにおける国際資本フローの研究を継続する一方で、中国のみならず広く「金融協力」という側面から、アジアの成長に資する開発金融のあり方を検討する予定である。

この研究会を遂行するに当っては、多くの方々にご助力いただいた。研究協力者としてご講演いただいた野村アセトケジミト運用調査本部の榊 茂樹チーフ・ストラテジスト、東京大学社会科学研究所の伊藤 亜聖講師、JICA研究所の北野 尚宏所長に感謝の意を表したい。

2017年3月

一般財団法人 アジア太平洋研究所

「アジアの成長に資する開発金融」研究会

リサーチリーダー 岩本武和
(京都大学 経済学研究科教授)

「アジアの成長に資する開発金融」研究報告書 目次

第1章 総括・アジア新興国における国際資金フロー：中国を中心として	
はじめに.....	2
1. アジア新興国と中国からの資本流出.....	2
2. 人民元の動向と中国経済のトリレンマ.....	5
3. 「一帯一路」構想と「アジアインフラ投資銀行」(AIIB)の行方.....	6
おわりに.....	7
参考文献.....	7
第2章 大規模国際資本フローの変動に揺れるポスト・リーマンショック期の中国	
はじめに.....	8
1. 人民元の切り下げと大規模資本流出.....	9
2. 大規模景気対策の後遺症.....	14
3. グローバル要因：ドル高とIMF勧告.....	19
4. 「人民元の国際化」の躓き.....	14
おわりに.....	23
参考文献.....	24
第3章 GDP統計にみる中国経済の35年と近年の動向	
はじめに.....	26
1. GDP統計を仔細にみる.....	27
2. 第三次産業は中国のリーディングセクターになったのか.....	36
おわりにかえて.....	39
参考文献.....	40
第4章 東南アジアの金融メカニズムと政策的取り組み	41
附録(1～3).....	43
研究会記録.....	45

第1章 アジア新興国における国際資金フロー：中国を中心として

京都大学経済学研究科 岩本 武和

はじめに

本プロジェクト1年目の2016年度に開催された以下の5回の研究会では、「アジア新興国における国際資金フロー」について、特に「中国からの資本の純流出と外貨準備の減少」に焦点を当て、中国政府による「一帯一路」構想や、2015年に設立された「アジアインフラ投資銀行」(AIIB)も、このような文脈において考察した。

(1) 2016年6月20日(月)

「国際資金フローとアジア新興国の経済成長」

野村アセットマネジメント運用調査本部 チーフ・ストラテジスト 榎茂樹 (附録1参照)

(2) 2016年8月1日(月)

「中国の「一帯一路」構想」

東京大学社会科学研究所講師 伊藤 亜聖 (附録2参照)

(3) 2016年10月17日(月)

「中国の対外援助動向：アジアにおけるインフラ開発を中心に」

JICA 研究所所長 北野 尚宏 (附録3参照)

(4) 2016年11月21日(月)

「国際資本フローの変動に揺れるポスト・リーマン・ショック期の中国」

甲南大学経済学部教授 青木 浩治 (第2章参照)

(5) 2017年2月13日(月)

「Chinese Economy and Lessons from it (中国経済とそれからの教訓)」

京都大学経済学研究科教授 矢野 剛 (第3章参照)

本章では、これらの研究会での成果を踏まえ、アジア新興国における国際資金フローについて、特に中国に焦点を当てて考察する。

1. アジア新興国と中国からの資本流出

これまで東アジアの新興国は、世界の成長センターとして、日米欧などからマネーを誘引することで高成長を続けてきた。しかし、主要30の新興国への資本流入は2015年に前年から50%減少し、ネットで5400億ドルの流出超となった。国別では、後述するように、中国が過去最大で、韓国(740億ドル)、マレーシア(330億ドル)、タイ(220億ドル)が続いた(IIF, 2016a, IMF, 2016)。

流出超は1988年以来、27年ぶりのことであり、一見すると、アジア通貨危機直前の様相を呈しているが、新興国の外貨準備高は過去15年で11倍に増えた。

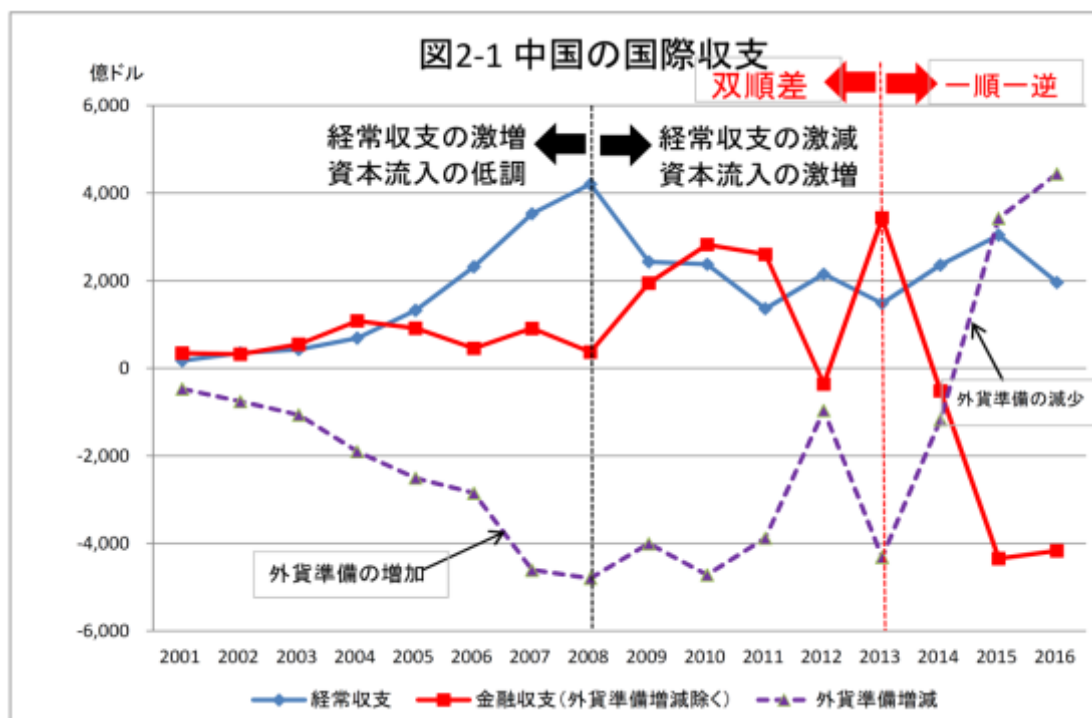
企業の借り入れも期間の長い融資比率が増え安定性が増しており、1997年のような通貨危機には至らないだろう。

さて、中国について見ると、長年ネットで資本の流入国であったのが、2014年後半以降、ネットで流出国となり、2015年には4350億ドルの流出超となった。もう少し詳しく見ておこう。

図2-1に示されているように、2000年以降、中国の国際収支構造は、以下の3段階に区別できる。第一に、リーマン・ショック以前の2007年までは、「経常収支黒字+資本の純流入」という「双順差」（双子の黒字）が続いており、変動相場制ならば外貨（ドル）が外為市場で売られてドル安・元高となるはずである。しかし、当時はドルペッグ制が採用されていたので、外貨（ドル）は市場ではなく通貨当局に売られ（いわゆるドル買い・元売りの市場介入）、膨大な外貨準備が蓄積されることになった。

第二に、2008年のリーマン・ショック以降、同じ「双順差」と言っても、「経常収支黒字の激減+資本流入の激増」という構造に変化した。米国を初めとする先進国経済の景気後退は、中国の輸出を減少させ、同じく外貨準備の増加と言っても、それは資本フロー純流入によるものであった。

第三に、2014年以降、経常収支黒字はやや増加に転じたものの、資本流入は激減し、2015年にはついにネットで資本流出に転じた。「双順差」から「一順一逆」への大きな変化だ。それは、中国に投資してきた非居住者が投資を引き揚げたことが大きな要因と考えられる。その結果、それまで増加を続けてきた外貨準備も減少しはじめた。



(資料) State Administration of Foreign Exchange(SAFE:国家外貨管理局)

このことを、図 2-2 の中国の国際資本フローで確認しておこう。その前に、グロスとネットの資本フローとは、以下のように定義される。

グロスの資本流入(+)=対外債務の増加

=非居住者による自国資産のネットの購入

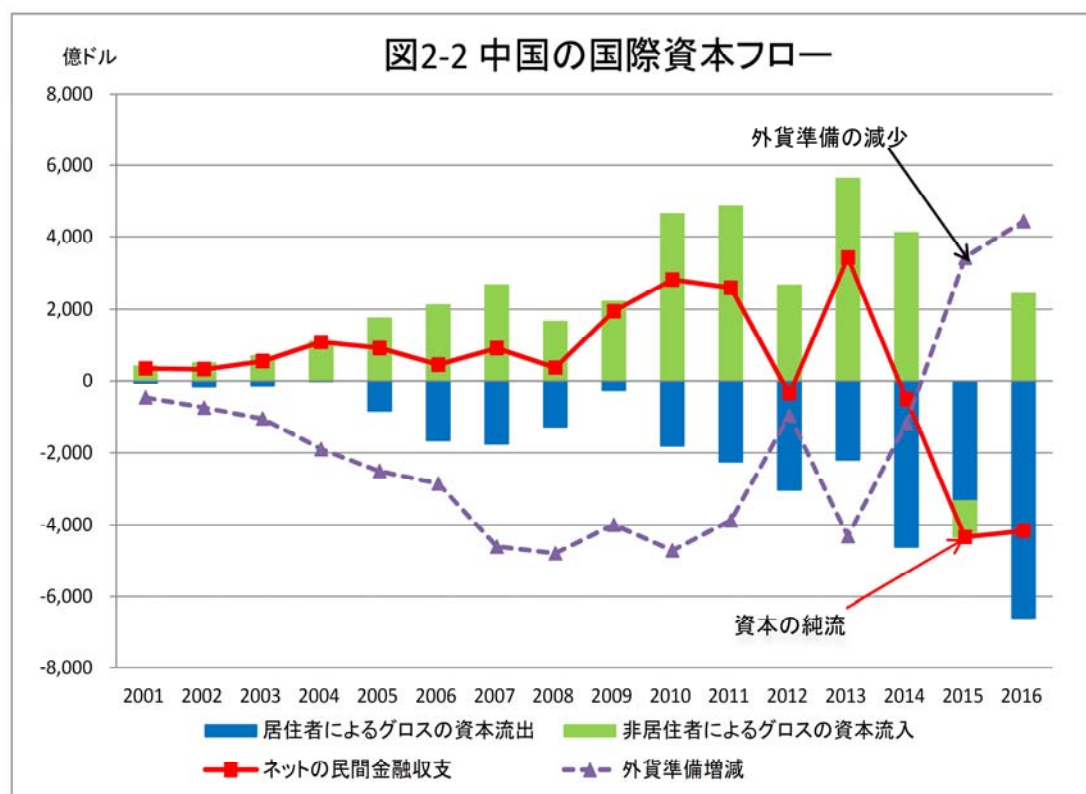
=非居住者による自国資産の購入－非居住者による自国資産の売却

グロスの資本流出(-)=対外資産の増加

=居住者による外国資産のネットの購入

=居住者による外国資産の購入－居住者による外国資産の売却

ネットの資本フロー=グロスの資本流入+グロスの資本流出¹



(資料) State Administration of Foreign Exchange(SAFE:国家外貨管理局)

まず、リーマン・ショック時を除いて、中国の居住者は対外資産の購入を増やしており、これは中国からの対外投資の増加として、グロスの資本流出は増加傾向にある。しかし、中国のようなエマージング諸国は、外国からの借り入れが大きく、中国の場合も、やはりリーマン・ショック時を除いて、外国人による中国資産の購入が増加し、グロスの資本流入の方が大きい。ただし、近年では、2012年と2014年は、グロスの資本流入が対前年に比べて大きく減少し、逆にグロスの資本流出が対前年に比べて大きく増加し

¹ IMFの国際収支マニュアル第6版では、グロスの資本流入および資本流出を、ともに貸方の「プラス」項目として計上し、ネットの資本収支は「グロスの資本流入－資本流出」で定義されるようになったが、ここではグラフ上の見やすさを考慮に入れ、IMFの国際収支マニュアル第5版までで定義されていたように、グロスの資本流出を「マイナス」で定義している。

たことから、ネットで資本流出となった。しかも、2015年には、グロスの資本流入さえマイナスとなり、ネットでの資本流出が大きく増加した。グロスの資本流入がマイナスとなるのは、外国人による中国資産の購入より、その売却の方が大きいことを意味している。これは、明らかな資本逃避を意味しており、自国経済が危機に陥っている状況以外はあまり起こりえない事態である。

2016年も、やや減ったとは言え、金融収支は4170億ドルの純流出(2015年は4360億ドルの純流出)が続いており、外貨準備も4440億ドルと大幅な減少(2015年は3230億ドルの減少)が続いている²。

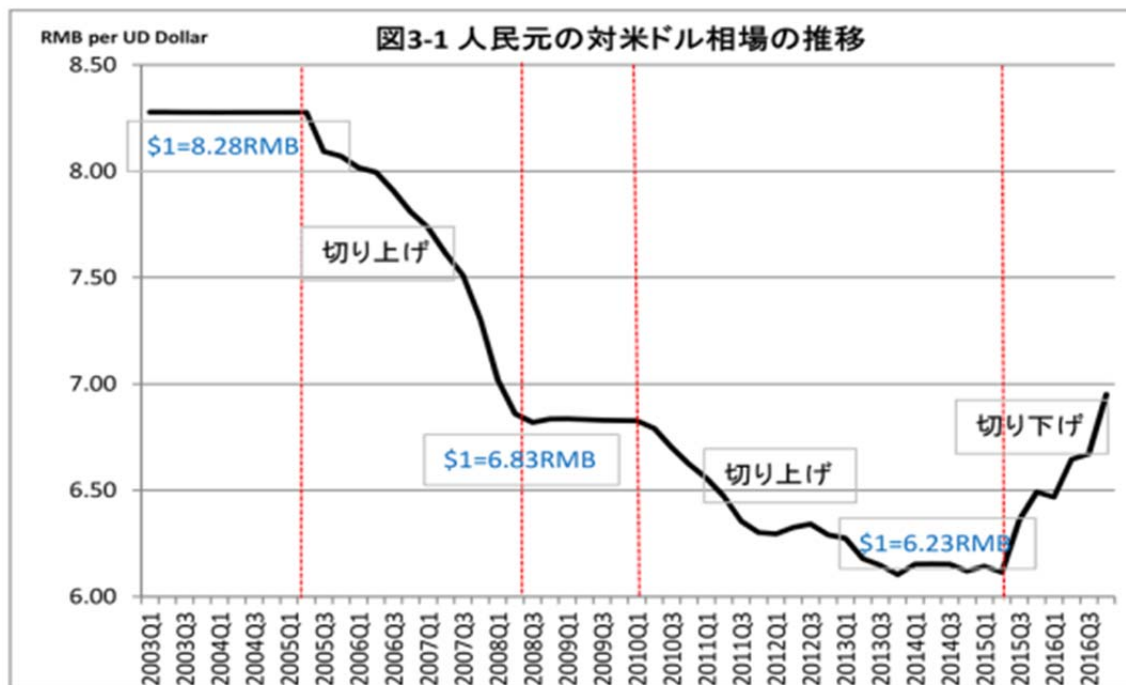
2. 人民元の動向と中国経済のトリレンマ

次に、図3-1に示されている人民元の対米ドル相場の推移を確認しておこう(Yoshino, et al., 2014)。

第一に、2005年7月に通貨バスケットを参考に調整する管理変動相場制に移行するまで、人民元は1ドル=8.28円で事実上固定されていた。

第二に、管理変動相場制に移行してから、リーマン・ショック前までは、1ドル=6.83元まで切り上がり、リーマン・ショックを契機に2010年5月まで、この水準で事実上再固定されていたが、その後はさらに1ドル=6.23元まで切り上がった。

第三に、2015年8月11日に、「中国経済の減速」を「輸出の振興」によって補うべく、人民元の対米ドルでの基準値を対前日比1.8%の切り下げを実施し、その後も元安で推移している。



(資料) IMF, IFS

² 近年における中国からの資本の純流出の背景には、人民元の国際化の失敗（オフショア人民元の拡大）にあるという興味深い指摘については、本報告書第2章の青木論文を参照。

このような元安は、さらなる資本流出を発生させ、人民銀行は元買い・ドル売りで対応せざるを得ず、外貨準備高をほぼ 3000 億ドル減少させ、2015 年の資本フローは、ネットで流出超になった。景気回復のための元安が資本流出を招き、それに対応するためには金融を引き締めざるを得ず、当初の景気回復策を打ち消してしまうという意味で、中国は現在、典型的な「トリレンマ」に直面しているのである(Kawai and Liu, 2015)。そのため、中国の通貨当局は当面の間、対米ドルでの基準値の元安誘導と、資本流出規制を継続せざるを得ないであろう³。

3. 「一帯一路」構想と「アジアインフラ投資銀行」(AIIB)の行方

2013 年頃から中国政府が打ち出している「一帯一路」構想と、および 2015 年に設立されたアジアインフラ投資銀行(AIIB)と、および上記の論点(中国が現在直面しているトリレンマ)は、どのような関連を持っているのであろうか。

「一帯一路」構想は、中央アジアからヨーロッパへ繋がる「陸のシルクロード」と、東南アジアから中東を経て北アフリカへ繋がる「海のシルクロード」におけるインフラ建設を通じて、経済・外交ルートを拡大する戦略であるが、中国の過剰な生産能力の輸出先(捌け口)を確保するという側面もある。AIIB は、こうした一帯一路におけるインフラ建設のための資金調達という役割を担っている。

さて、1966 年設立に設立され、それ以降ずっと日本が主導し、主として貧困削減を目的としてきたアジア開発銀行(ADB)は、インフラ建設のための資金調達という役割を担う AIIB と補完的な関係にあると言える。

AIIB の最大の原資は、これまで蓄積されてきた中国の外貨準備である。これまで中国が外貨準備を蓄積してきたのは、「黒字⇒ドルペッグの維持⇒通貨当局のドル買い」という為替制度があったからである。しかし、仮に徐々にではあれ、フロート制に近い為替レート制度に移行するのであれば、黒字は外貨準備の蓄積に直結せず、元高で調整されることになる。また、現行制度の下でも、本省で考察したように、外貨準備は近年大幅な減少傾向に転じている。その場合、中国の外貨準備を原資とする AIIB を、長期的に持続可能な国際援助機関とするためには、他の加盟国からの出資金や、自らの債券発行による資金調達も視野に入れなければならないであろう。

³ 2016 年はじめからの中国の資本規制は、企業の外貨建て債務の繰り上げ返済を原則禁止することや、顧客企業の外貨両替計画を事前に提出するといった内容が中心であった。また従来から銀行には、顧客への外貨売却額が購入額を上回る「逆差」にならないよう指導してきたが、2016 年末には、これに加えて、元の国外流出に対して指導を強化し、北京では流出額を流入額の 8 割までに制限した。規制の多くは銀行への窓口指導の形で課されているが、顧客企業や外部に対しては、規制内容を連絡しないよう口止めしている。個人に対しても 2017 年に入り、外貨両替の際に申請書の提出を求めるなど規制を強化している(『日本経済新聞』2017 年 3 月 18 日)。

おわりに

近年における中国をはじめとするアジアの新興国からの資本の純流出は、海外からの資金を引き付け、それを減資として工業品の輸出で稼ぐ成長モデルが転換点を迎えていることを意味するかもしれない。また、アジアにおけるインフラ金融を担う役割で設立された AIIB の資金調達も、その多くを中国の外貨準備に依存するはずであったが、2015 年以降の金融収支における資本の純流出とそれに伴う外貨準備の大幅減少により、当初の見込みを見直さざるを得ないかもしれない。

もう少し長いタイムスパンで見ると、1997 年のアジア通貨・金融危機以降、ASEAN + 3（日・中・韓）の枠組みで、2つの金融協力を構築してきた(本報告書第4章の三重野論文を参照)。第一は、チェンマイ・イニシアティブであり、これは危機が発生した際に流動性を供給し合う2国間スワップ協定であり、2014年にマルチ化が発効して、資金額は2400億ドルに倍増された。第二は、アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)であり、アジア通貨危機の原因の一つとされた「通貨と期間のダブルミスマッチ」(短期のドル借りを行って、長期で自国通貨建て融資を行う)を解消する目的で、「アジアの貯蓄をアジアの投資へ」というスローガンの下に、アジアにおいて自国通貨建てで流動性の高い債券市場を育成するというものである。またアジア・ボンド・ファンド(ABF)は、「投資家の立場」(需要サイド)からの取組みであり、「発行体の立場」(供給サイド)からの取組みである ABMI とは相互補完的な関係にある。ABF1の投資対象となる債券が米ドル建てであるのに対し、ABF2は現地通貨建てであるので、将来的には、ABF2の負債側で「アジア共通通貨」の発行を視野に入れることは、理論的にはあり得る。

このように、アジアにおける広い意味での(政府部門や政府機関のみならず民間部門)資金調達や、人民元の国際化やアジア共通通貨などアジアにおける通貨・為替制度は、新しい視点からの再検討が必要と言えるであろう。

参考文献

青木浩治(2017)「国際資本フローの変動に揺れるポスト・リーマンショック期の中国」
本報告書第2章。

三重野文晴(2017)「東南アジアの金融メカニズムと政策的取り組み」本報告書第4章。

Institute of International Finance (2016a), *Capital Flows to Emerging Markets*, April.

Institute of International Finance (2016b), *The Great Unwinding: Capital Outflow from China*, April.

International Monetary Fund (2016), Understanding the Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets (2016), *World Economic Outlook*, ch.2, April, pp.62-99.

Kawai, M. and Li-Gang Liu (2015), Trilemma Challenges for the People's Republic of China, *ADB Working Paper Series*, No. 513, February.

Yoshino, N., S. Kaji, and T. Asonuma (2014), Dynamic Transition of Exchange Rate Regime in China, *China and World Economy*, Vol. 22(3), pp. 36-55.

第2章 大規模国際資本フローの変動に揺れる ポスト・リーマン ショック期の中国

甲南大学経済学部 青木 浩治

はじめに

「2016年の人民元の対ドル下落率は6%超となり、大規模な切り下げがあった1994年以来の大きさになった。」（日本経済新聞2016年12月31日（土）付け朝刊）この新聞報道は、6月のイギリス国民投票によるEU離脱選択、11月のアメリカ大統領選挙トランプ氏勝利という世界経済の大転換を予兆させる大波乱の2016年を締めくくる記事である。イギリス・アメリカにおいて起こった政治的サプライズが「反グローバル化」の動きであるとしたら、中国はその対極に位置している国である。その急速な台頭は「グローバル化」という追い風を抜きにしては語れないのであり、中国こそがグローバル化の寵児だからである。後知恵で見たとき、2016年は中国、EU、アメリカの世界三大経済での対照的な変化を映し出した年であったと歴史に刻まれるのかもしれない。

同年はまず、前年から続く中国の株式・外為市場の混乱から出発した。しかし、株価はともかく、人民元レートのトレンド変化の予兆は既に2014年から見られていたと言えてよい。経常収支・資本収支の「双子の黒字」という長らく続いてきた中国の国際収支構造が、同年より明らかに変容したからである。同時に、2005年以降の約10年間、リーマン・ショック後の一時期を除いてほぼ一貫して増価してきた人民元の対米ドル（および実効為替）レートのトレンドが、にわかに逆転し始めている。2012年以降の中国の中高速経済への移行は「新常态」と呼ばれるようになったが、一本調子の人民元切り上げの時代の終焉という意味で、「人民元レートの新常态」が出現したかに見える。実際、あれほど歓呼の中で進められてきた「人民元の国際化」も、2015年8月を転機に明らかに失速してしまった。2016年10月の人民元のSDR構成通貨化は、こうした変調の渦中における出来事であったことは記憶されてよい。なにが変わったのであろうか？

本章の目的は、こうした中国経済の明らかな変調を為替レート・国際収支構造面から整理し、若干の眺望を示すことである。まず、中国経済の変容を国際収支構造の変化という視点から説明し、人民元の減価トレンドがすでに2014年から始まっていたことを示唆する（1節）。その後、リーマン・ショック後の人民元レートの切り上げから切り下げへのトレンド変化の原因を「人民元キャリーとその巻き戻し(unwinding)」という視点から捉え⁴、三つの要因に焦点を当てて整理する。まず2節では、国内要因としての「大型景気対策の後遺症」というポイントに焦点を当てる。続く3節では、グローバルな要因である2014年6月以降のドル高とその影響に言及する。そして4節では、2009年7月

⁴ 低金利通貨で資金を調達し、高金利通で運用する取引は広く「キャリー取引(carry trade)」と呼ばれている。

にスタートした「人民元の国際化」に焦点を当て、その展開と影響について概説する。最終節は本章のまとめである。

1. 人民元の切り下げと大規模資本流出

1.1 1994年以来の最大の人民元切り下げ

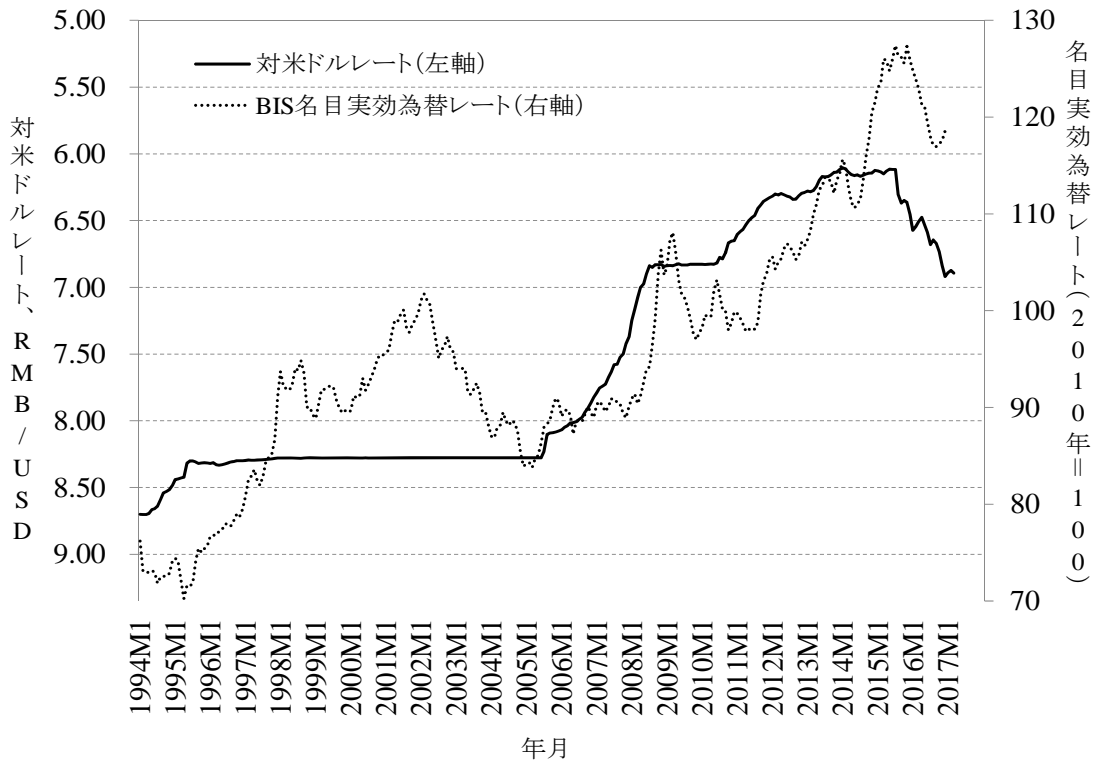
改革・開放後、公定為替レート、外貨調整センター・レート、闇レートの三つの為替レートがしばらく併存する時期を経て、中国は1994年1月1日より統一為替レート制度に移行した。これにより10年以上続いた人民元の切り下げ（もしくは現実化）フェーズが終わり、いよいよ対米ドル・ペッグの時代が到来する（図1）。幸運なことに、同じ年、中国は発展途上国としては例外的に早い段階で経常収支黒字国化し、1996年において経常勘定の通貨交換性を確立することになる。日本は1960年に円の国際決済利用を開始した後の4年後（つまり1964年）に経常勘定の通貨交換性を確立したが、この先例から見れば、中国のIMF8条国化はかなり早い段階で実現されたと言えよう。

その後、中国は輸出と投資の二つのエンジンを両輪に、大方の予想をはるかに上回るペースで成長することになる。外資導入による加工貿易進展と都市化を軸とする1994年以降の成長は、2001年12月のWTO加盟により一層加速化し、3年で倍増という驚異的なペースで拡大する輸出を軸に、2ケタ成長の時代を迎えることになったのである。そして、急速な国際収支黒字拡大を背景に、2005年7月より人民元の対米ドル為替レート切り上げを開始、その後、中間レートの周りの変動幅を当初の上下0.3パーセントから2014年3月の上下2パーセントへと合計4回にわたって拡大してきた。また、リーマン・ショック直後の2008年～2010年にわたって緊急避難的に1ドル=6.83元前後の米ドル・ペッグ制に後退したものの、その後の国際収支黒字の持続を背景に、2010年7月より再び切り上げに転じることになった。持続的な人民元の増価と変動幅の拡大が10年間にわたって実現してきたのである。

ところが、事態はにわかに変転する。2012年にユーロ危機がとうりあえず鎮静化し、国際金融不安が漂う局面を乗り越えたかに見えた直後、2013年5月のテーパー・タントラム(taper tantrum)を手始めとして世界が恐れていた「新興国からの資本流出」の波が、今度は中国に押し寄せたからである。後述するようにその予兆は既に2014年に現れていたが、直接的な契機はやはり2015年8月11日の中間レート決定メカニズム改革（中国語では「8.11 匯改」）に伴う人民元の切り下げであろう⁵。

⁵ 「完善人民幣兌美元匯率中間價形成機制」と中国語では表現されるように、前日終値に連動した中間レート設定とすることにより、市場需給をより反映した為替レート制度にする改革が行われた。

図1 人民元の対米ドルレートと実効為替レート



注) 2005年7月を基準にして、二つの為替レートが同じ指数ベース水準となるように名目為替レートの尺度を調整している。

資料) IMF, International Financial Statistics. BIS, Nominal Effective Exchange Rate Index.

1994年当時における人民元の対米ドル為替レートは、同年1月14日に人民元最高値を記録した後、人民元がやや弱含み気味で推移していた。しかし、2月以降は中間レートと市場レートのギャップが顕著となり、IMFによって、人民元のSDR構成通貨化の「自由可能使用通貨(freely usable currency) 基準における運営上の問題を指摘される⁶。そのため、人民銀行は2015年8月11日に中間レートを前日の6.1162元/ドルから6.2298元/ドルへ、8月12日には6.3306元/ドルへ、そして3日後の8月13日には6.4010元/ドルへと累計4.4パーセント切り下げた。こうした人民銀行の行動が、前年からの全国ベースで

⁶5年ごとに見直されるSDR構成通貨の参加要件は、①輸出基準(世界貿易における輸出金額の大きさ)、②自由使用可能通貨の二つであるが、2010年の前回見直しの際には、人民元は①を満たすものの、②の基準を満たさないとしてそのSDR構成通貨化は見送られた。しかし、5年後の2015年7月のレビューでは、自由使用可能通貨基準充足に向けた多くの改善がみられるものの、運営上の問題(operational issues)の一つとして、SDRの価値評価に際しての中間レートと市場レートのギャップによる「人民元の代表的な市場ベース対米ドル為替レート確定問題」が指摘された(IMF, 2015a, pp.31-32)。そして、この7月レポートに基づいて、当時のSDR4通貨体制(米ドル、ユーロ、日本円、イギリス・ポンド)を2015年12月31日から2016年9月末までの9ヶ月間延期して維持する提案を行うことが、同年8月4日のIMFレポートによりリリースされた(IMF, 2015b)。

の住宅価格下落、2015年6月の株価暴落、そして購買担当者景気動向指数に見られる中国景気の減速傾向の中で採られたため、マーケットには「人民元切り下げによる景気下支え」と受け止められたようであり、その後人民元は続落していく。そのピークが2016年初からの株価暴落と1月4日のサーキットブレーカー発動、わずか4日後の1月8日における中断、そしてそれと連動した人民元の減価であった。

その一方で、オフショア金利 HIBOR が中国本土オンショア金利 SHIBOR を上回って急騰する局面が頻繁に出現するようになる。例えば、HIBOR 翌日物レートは、2016年1月12日に66.815パーセントに、同様に2016年9月19日の国慶節直前において23.684パーセントに、そして2017年1月6日にも61.333パーセントに急騰した。2017年入り後も、オフショアでは依然人民元安予想が根強く残り、その圧力を外国為替市場介入ではなく、外為規制強化化やオフショア市場でのショート・スクイーズ（人民元の売り投機行動を、流動性供給を絞ることで締め出すこと）等でかわしているのが実情なのである。そして人民銀行は、景気が回復し始めた2016年Q3以降金融政策を引き締め基調に転換するとともに、2017年2月3日より公開市場操作の誘導金利であるリバース・レポレートを0.1パーセント、さらに米連銀利上げが決定された同3月16日にもう0.1パーセント引き上げて対応するに至っている。

ただし、人民元の切り下げ幅そのものは、日本の感覚からすればそれほど大きいとは言えない。実際、人民元の対米ドルレート最高値（CNY 終値ベース）は2014年1月14日の6.0412元/ドル、その後の最安値は2016年12月16日の6.9603元/ドルであり、IMF方式による人民元減価率は13.2%である⁷。ドル円レートに引き直してみると、100円/ドルから115.21円/ドルへの円安ドル高に相当するオーダーであり、2016年11月のトランプ氏大統領選挙勝利後のわずか1ヶ月で起こった出来事に相当する。むしろ、驚きなのはたかだか10パーセント強の切り下げにもかかわらず、わずか2年半で1兆6千億ドル（日本円換算額約182兆円）もの巨額の資本が中国から流出したという事実である。いったいどのような展開になっていたのであろうか？

1.2 リーマン・ショック後の中国の国際収支

a. 双子の黒字から大規模資本流出へ

1994年に経常収支黒字国に転換して以来、中国の国際収支は長らく「双子の黒字（中国語では「双順差」）」によって特徴付けられてきた。ここで双子の黒字とは、経常収支黒字と（外貨準備増減を除く）資本収支黒字を指す⁸。図2は、1998年以降の中国の国際収支構造の基調を図示したものである。なお、短期的な変動を均し中期的なトレンド変化を明らかにするため、四半期ベース原データを季節調整・半年単位で集計した後、

⁷ 実効為替レートベースではさらに小さく、2015年7月～2016年12月のBIS実効名目為替レート指数（61通貨ベース）は7.0パーセント、実質実効為替レート指数は6.2パーセントの減価であった。

⁸ ここで言う資本収支とは、「資本移転等収支」、「外貨準備増減を除く金融勘定収支」、および「誤差脱漏」の三者の合計であり、外貨準備の増減を「総合収支」と呼ぶことにする。なお、誤差脱漏を資本収支にカウントするのは、この収支尻に多くの違法・脱法資本取引が紛れ込んでいる可能性が高いからである。

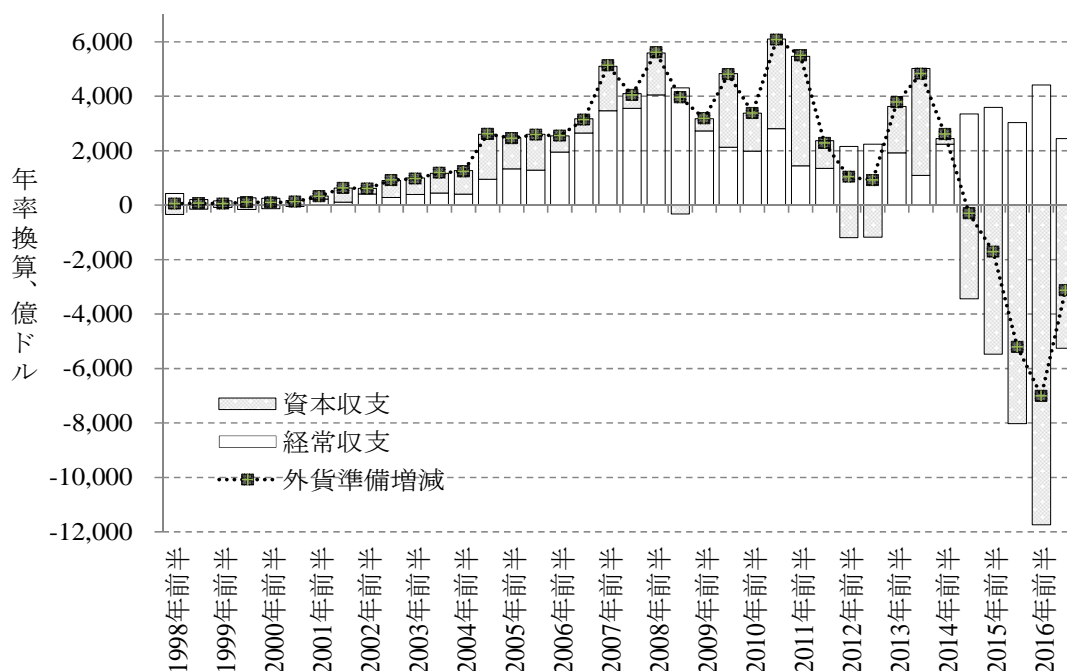
それを年率換算している。リーマン・ショック以前において注目を集めたグローバル・インバランスは1998年以降に見られた現象であるが、それは2001年12月の中国のWTO加盟以降において一層顕著となった。そこで期間を2002年～2008年前半、2009年～2014年前半、そして2014年後半～2016年の三つの期間に区分して中国の国際収支構造の特徴を押さえておこう。

中国がWTO加盟ブームに沸く第1期は、外資系企業が牽引した加工貿易の急増、2004年の貿易権廃止と民間企業貿易参入活発化などを背景とした「輸出主導経済成長期」と言ってよい。この間、対内直接投資（以下、FDI）を中心に累計6,189億ドルの純資本流入がみられたが、経常収支黒字は累計1兆425億ドルに達し、総合収支は累計1兆6,614億ドルの黒字（＝外貨準備増加）となった。このように、2000年代前半のWTO加盟ブーム期における双子の黒字は経常収支黒字を主軸とするものであり、この間の累積経常収支は累積総合収支の63パーセントを占めていた。

しかし、リーマン・ショック後では、双子の黒字に質的变化が現れた。具体的には2009年～2014年前半期において、経常収支黒字が対GDP比で2007年の10パーセントから2～3パーセントに、絶対額でも年間4千億ドル規模から2千億ドル規模へと半減する。その一方で、双子の黒字の主役は資本収支黒字の拡大に転じた。実際、ユーロ危機が深刻化した2012年を除く同期間の累積経常収支が8,689億ドルであったのに対し、誤差脱漏を含む累積資本収支は9,702億ドルに増加し、後者は同期間の累積総合収支1兆8,392億ドルの53パーセントに相当する額であった。その結果、同期間における中国の外準備は2兆ドルから4兆ドル弱に激増し、世界第二位の日本のそれを大きく上回る額となった。このように、第2期の最大の特徴は「大規模資本流入による国際収支黒字拡大」と言うことができよう。

しかし、2014年後半（正確には2014年第2四半期）より事態がにわかに変化する。図に示されているように、巨額の資本流出が出現し始めたからである。表向きは「一順一差」と呼ばれ、経常収支黒字と資本収支の赤字という日本の国際収支と同じ構造に転じたわけであるが、為替レートを安定化させるための累計7,942億ドル（日本円換算額91兆円）もの外国為替市場介入と外貨準備減少を伴う資本収支赤字であった。しかも、その中身が重要である。

図2 中国の国際収支（半年・年率換算値）



注) 四半期データに季節調整を行い、半年データ（年率換算値）に変換した。

資料) 国家外匯管理局「中国国際収支平衡表時間序列（BPM6）」2016年12月30日、および2017年2月8日公表速報値。

b. グロスの資本流出とポスト・リーマンショック期の国際信用循環

中国の国際収支を観察すると、奇妙な事実直面する。ポスト・リーマンショック期の中国の国際収支を、資本流出が顕在化した2014年第2四半期を区切りとして整理すると、2014年Q1までの資本収支黒字の太宗はFDIの純流入であり、規制の厳しい証券投資やその他投資は、「ネット」で見ると重要ではなかった。しかし、大規模資本流出が出現し始めた2014年Q2以降では、2014Q2～2016年Q4のわずか2年半強で累計1兆5,950億ドルの純資本流出が発生している。そして、その太宗は銀行部門の現預金・借款からなる「その他投資」の流出超過であった。このように、中国の「その他投資」を主力とする大規模資本流出は、ネットの国際収支統計だけを見ていたのでは見逃されやすい性格のものである⁹。実際、2009年Q1～2014年Q1におけるその他投資は90億ドルの赤字に過ぎなかった。ネットではなくgrossでの観察が必要である。そこで、中国のもう一つの資本フローの主役と考えられる銀行を介在した国際金融取引に注目する。

国際収支統計に対応するBIS報告銀行の対中国クロスボーダー債権残高とその通貨構成を観察すると、まず驚かされるのは、中国向けクロスボーダー債権残高が爆発的に増

⁹ グローバル・インバランスが中国の過剰貯蓄(saving glut)の調整ではなく、アメリカとヨーロッパの住宅関連ファイナンスを巡るgrossの金融取引の急激な収縮(サブプライム危機からリーマン・ショックに繋がる世界金融危機)によって調整されたことと類似の現象である。

加したことであり、リーマン・ショック直後の2009年Q1末時点では1,405億ドルでしかなかったものが、5年後の2014年Q2末時点において7.8倍の1兆1,010億ドルに激増していた事実である。そして発展途上国向けクロスボーダー債権残高の変化を見ると、銀行経由クロスボーダー取引の主役はリーマン・ショックを契機にヨーロッパおよび（中国を除く）アジア太平洋地域から中国へシフトしており、後者は全体の6割を占める規模に至っていた。ポスト・リーマンショック期において、中国を仕向け地とする国際信用循環が起こっていたのである。

その中国向けクロスボーダー与信はきわめて特徴的である。第一に、中国の資本取引規制を反映して、クロスボーダー取引は銀行部門に集中していた。そして第二に、中国向けクロスボーダー債権は、他の発展途上国と異なってドル（およびユーロ）依存度が相対的に低く、逆にその他および分類不明の比重が非常に高い。後述するようにこの第二の特徴は、「人民元建て取引」を反映するものと考えられる。このように、ポスト・リーマンショック期における銀行クロスボーダー取引の主役は中国であり、大規模流入、借り手の銀行部門集中、非ドル通貨債権の多さの三つがその特徴と言えよう。そしてこの銀行クロスボーダー与信の逆流が、2014年後半以降の中国からの大規模資本流出の主役なのである。

1.3 まとめと問題提起

以上のように、ポスト・リーマンショック期における中国の為替レート・国際収支面から見た最大の特徴は、資本収支黒字を主軸とする双子の黒字持続と人民元の持続的増価であり、この基調が2014年後半から逆転し始めたということである。ではなぜこうしたことが起こったのであろうか？この基調変化の底流には、ネットの資本フローではなく、銀行部門を仲介としたグロスの資本流出入があることをこれまで示唆してきた。80年代の中南米、90年代の東アジア、2000年代の東欧と舞台を代えて世界的に展開する新興国向け信用循環の波が、ポスト・リーマンショック期に中国に押し寄せたと判断される。人民元キャリーの波でありその巻き戻しである。以下ではこうした視点から、(1)ポスト・リーマンショック期における中国国内の要因、(2)アメリカの金融政策転換の影響（国際的要因）、(3)ポスト・リーマンショック期に進められた人民元の国際化の影響、の三つに焦点を絞って、大規模資本流出入の背後にある要因を素描してみよう。

2. 大規模景気対策の後遺症

2.1 マクロ経済政策運営の反省

2013年3月からスタートした習近平政権第1期は、「稳增长（安定した経済成長）」「調結構（構造調整）」の二つをマクロ基本政策としてスタートした。2002～2012年の胡錦濤政権時代のマクロ経済は振幅が大きくかつ不安定であったとの反省がそこにはある。実際、中国の実質経済成長率と消費者物価上昇率を観察すると、2003～2004年、2007年、そして2009～2011年の三回の上振れに見られるように、前政権期における両者の振れの大きさは明らかである。その結果、2012年3月の前政権最後の年より「保八

(8パーセント成長の維持)」といった高めの成長率目標が後退し¹⁰、減速気味としても安定した経済成長と2パーセント程度の安定した物価上昇率が実現している。しかし、表面上は安定成長へ移行したかに見える中国であるが、前政権のマクロ経済政策の行き過ぎの影響をいまだに引きずっていることは周知の事実であろう。2009～2010年の総額4兆円規模の大型景気対策とその後遺症がそれである。

2.2 中国経済の新しい二元構造¹¹

a. 大規模景気対策と規制緩和

中国では「中央（政府）が宴会を催し、地方（政府）が費用を負担する」ということをよく耳にする。北京の中央政府は多くの政策を発出するものの、中央・地方政府間の財政制度の不備により、地方への財源担保が十分でないからであろう。2009～2010年の2年間を目標期間とした総額4兆元規模（当時の1元＝15円レート換算で60兆円）の大型景気対策も、その典型的事例であった。予算段階でも中央政府負担額は1.18兆元と報道されていたが、実際の財政負担割合は4分の1の1兆元ほどであった模様である。表向きの財政赤字の拡大を避けるため、中央政府は残りの財源3兆元を地方政府の自力調達に委ねた訳である。

しかし、障害が存在した。中国は1995年予算法により地方政府による直接借入れを禁止していたからである。1980年に始まる財政請負制、1984年の中央銀行制度導入に伴い、中国経済はしばらく混乱を極めていた。マネーの管理が政治干渉により歪められていたのである。こうした経緯を踏まえ、1994年分税制改革と1995年予算法により、財政ファイナンス面からの行き過ぎを未然に防ぐ制度改革を行った。そして、政治干渉の直接的対象であった銀行部門も、1994年金融改革によりマネーの中央管理が強化される一方で、1997・98年の地域支店網統合により改革がさらに補強された。改革・開放後の政府間関係は、「分級管理」の掛け声の下、多くの権限を委譲することによって地方政府が地域の発展に責任を持つ仕組みに進化した。地方の暴走を抑制するための財源面からの制約強化・規範化が同時に進められてきたのである。

こうした諸制約の中での大型景気対策であった。何らかの打開策が必要であり、中央政府は2009年3月の規制緩和によってそれに答える¹²。具体的には中央政府の投資計画を実現するために土地使用権譲渡収入の活用や、地方政府傘下の融資プラットフォーム経由の債券発行等を可能にすることによって、地方政府の直接借入れを回避しつつ、景気対策の資金調達を予算外で行うルートを切り開いたのである。この効果は劇的であり、社会融資規模残高が2009年より急増していく。その主力は銀行

¹⁰ 政府目標成長率は2012年3月に8パーセントから7.5パーセントに、2015年3月より7.5パーセントから7パーセントに、2016年3月には6.5～7.0パーセントに、そして2017年3月には6.5パーセント前後へとそれぞれ段階的に引き下げられている。

¹¹ 伝統的な都市・農村二元構造に対比される「新しい二元構造（新的二元結構）」という用語は白(2016, 2017), Bai et al. (2016)によっており、厳密に一致するわけではないが、近年多くの場で議論されてきた「国進民退」論、あるいは「国家資本主義論」の想定する中国経済の特徴に対応しよう。

¹² 財政部「關於加強擴大內需投資財政財務管理有關問題的通知」財建[2009]133号, 2009年3月23日公布。

融資であるものの、同時に信託貸し付け・委託貸し付け等を主軸とするいわゆる影の銀行経由信用も著しく増加した。

こうした地方政府借り入れの行き過ぎを懸念して、中央政府も2010年6月から融資平台経由の借り入れ抑制と規範化に動き、人民銀行も引き締め気味の金融政策運営を開始する。しかし、その中央コントロールの実効性は限られたものであり、2011年、2013年に日本の会計検査院に相当する審計署による地方政府債務の精査結果が公表されて注意が喚起されたものの、その爆発的借り入れ増加は止まらなかった。リーマン・ショック後の景気対策を皮切りに、中国はいわば「負債に依存した成長」に局面転換したのである。

こうした中、2014年8月末の「予算法」改正によりようやく地方の行き過ぎに対する歯止め構築の第一歩が着手された。省政府の管理下で地方政府債の発行容認と地方政府債務の地方債への切り替え、融資平台などの企業単位の借り入れ禁止等がそれである¹³。しかし、それでも激変緩和措置が繰り返され、既存の契約済み融資案件等の実行や城投債とよばれる債券発行が継続して認められている¹⁴。中国では「放即乱」とともに、「管即停」（管理すると活動が停止してしまうこと）ということもまたよく知られた経験則である。急激な管理強化による締め付けは、しばしば沈滞を生む。慎重な対応が模索されてきたと言えよう。

b. 行き過ぎの顕在化

しかし、こうした地方政府およびそれとの関係を密にする国有企業等の政府関係企業の借り入れに依存した投資の行き過ぎの帰結がやがて明らかとなった。言うまでもなく2016年度の「三去、一降、一補（三つの過剰削減、企業コスト引き下げ、社会発展・民政上の弱点補正）」政策が念頭に置く「三つの過剰」がそれである。

第一に、公共事業や都市再開発が中心の投資ブームであったため、エネルギーを含む資源・建設資材産業での過剰生産能力が顕在化した。その兆候は2012年以降の石炭・建設資材を中心とする生産者物価の持続的下落に既に現れていたが、過剰生産能力は2014年時点でセメントが日本の年間生産量の17年分、平板ガラスが同5年分、粗鋼が同3年分、電解アルミが同4年分といった具合であった。明らかに過剰生産能力は、広く知られた石炭・鉄鋼に留まらない現象である。

第二に、住宅在庫が累増し、東京都23区の面積を上回る規模に達した。ただし、2015年後半以降、北京・上海・深圳などの1線級大都市や南京・合肥・厦門といった2線級都市をも巻き込んだ住宅ブーム再熱もあり、これら住宅在庫は地方の中小都市に集中している模様である。しかし、新型都市化政策の下で今後の農村部その他からの移住者を見込んで、こうした地方都市での住宅価格も意外に底堅く推移している。

そして第三に、中国はリーマン・ショックを転機として、負債依存経済に変容した。明らかに中国の非政府部門の負債（対GDP比）依存度は2009・10年の景気対策以降、

¹³ 国務院「關於深化预算管理体制改革的決定」 国發[2014]45号、2014年10月8日發布。

¹⁴ 国務院弁公庁転發財政部・人民銀行・銀行業監督管理委員会「關於妥善解決地方政府融資平台公司在建項目后續融資問題意見的通知」 国弁發[2015]40号、2015年5月15日發布。

それまでのトレンドを上回って急増し、特に非金融企業部門のそれは約 170 パーセントに達している。

c. 非国有部門へのシワ寄せ

しかし、より重要な点は、この地方政府および国有企業の借り入れ急増をテコにした投資ブームが、非国有企業に対して事実上の民業圧迫（経済学の用語で言う「クラウドイング・アウト効果」）を伴ったということであった。

第一に、2009～2010年の大幅な金融緩和と信用拡大は爆発的な投資ブームをもたらしたが、それは銀行信用にアクセスが容易な地方政府およびそれと関係の深い国有企業等の企業に集中して起こった。しかしその一方で、非国有部門は拡張的財政のクラウドイング・アウト効果（高金利）に直面しており、例えば国有工業企業の負債・資産比率が2007年の56.5パーセントから2016年の61.4パーセントに急増したのに対し、非国有工業企業のそれは58.3パーセントから52.3パーセントへ逆に低下している。つまり、負債依存の成長は中国企業全体の共通する特徴ではなく、主として地方政府・国有企業（および一部大手民間企業）に顕著な特徴なのである(Bai et al. 2016; Lian et al, 2016)。

第二に、景気対策は、ちょうど農村部の若者の労働供給払底という環境下で推し進められた。この内陸部を中心とするインフラ投資等の加速は、出稼ぎ労働者の地域分布パターンを一変させ、全国ベースでの労働力不足を出現させる。投資効率の低さを甘受しつつも遅れた内陸部開発を重視した政策投資が、最低賃金の政策的引上げや2008年からの労働関連法強化による「収入分配改革」を、雇用面から側面支援する格好になったのである。2009～2014年の5年で賃金は倍増、1998～2008年では低迷していた出稼ぎ労働者（そしておそらく間違いなく非正規労働者の多くが就業する私営企業）の賃金ですら正規部門のそれを上回るペースで上昇し、中国の都市内部格差の是正に若干の光明が見え始めたのもこの時期である。実際、就業者一人当たり実質GDP伸び率と一人当たり実質雇用者報酬伸び率の関係は2008年を境に逆転し、2002～2007年では労働生産性伸び率10.6パーセントに対する実質賃金伸び率9.0%であったものが、2008～2012年では9.4パーセントと12.9パーセント、さらに景気対策が終了した後の2012～2015年でも7.1パーセントと8.8パーセントというように、生産性を上回って実質賃金が上昇した（労働分配率が改善した）。

そして第三に、スロー・トレード(slow trade)と呼ばれるリーマン・ショック後の世界的な貿易停滞期における人民元切り上げである。中国の経済的躍進の原動力は、1990年代初頭における世界的なIT革命と米ソ冷戦終結に伴う中国参入機会出現であり、アメリカを起点とする世界的な工程間分業(fragmentation)の波に中国が世界の工場としてその一翼を担ったことであるが、そのグローバル化の波がリーマン・ショックならびにユーロ危機によって一時休止を余儀なくされた。こうした中での2010年7月以降の人民元切り

上げにより、人民元実質実効為替レートは2015年8月までに30パーセント増価し、外資を含む民間企業に対して大きなボディーブローとなったのである¹⁵。

2.3 人民元キャリー機会の出現とその消失

その人民元切り上げの主因がポスト・リーマンショック期の資本収支黒字を牽引車とする国際収支黒字、そしてその背後に位置するアメリカと中国の対照的な金利動向であった。事実、米中間の金利動向を観察すると、2000年代初頭のアメリカの超金融緩和政策期の一時期を例外として、中国の金利はアメリカのそれをほぼ慢性的に下回っていたが、リーマン・ショック後にそれが逆転し、いわば格好の「人民元キャリー取引」の機会が出現していたことが分かる。

その帰結は開放経済マクロ経済学の教科書的世界を絵に描いた展開であり（岩本, 2012, pp.163-170）、(1)投資ブームによる好調な国内経済と経常収支黒字の縮小、(2)それを上回る大幅な資本収支黒字拡大と総合収支改善であった。中国は2009Q1～2014Q2の5年間に外貨準備を2兆ドルから4兆ドル弱へ大幅に増加させたが、この外貨準備増加は実はこの間のマクロ経済環境を反映したものである。その結果として、外国為替市場介入に伴うマネーサプライ増加圧力は大部分預金準備率の引き上げで不胎化されたものの、ガス抜きとして2010年7月より人民元レートの切り上げが再開されることとなった。このように、2010～2015年の人民元切り上げは、2005～2008年のそれと異なり、基本的に中国のマクロ経済政策展開に誘発された「大規模資本流入」を主因とする現象と考えられる。

しかし、このキャリー取引機会も2014年より消失していく。その第一の要因は、既説の中国の大規模景気対策の後遺症が顕在化してきたことである。具体的には(1)地方政府および国有企業による借りに依存した非効率的な投資により国有部門収益率が大幅に低下しただけでなく、(2)景気対策により一時的に上昇した非国有部門の収益率も、2010年をピークに、その後低下しはじめた¹⁶。借りに依存した非効率的投資のクラウドディング・アウト効果が働き始めたからである。その結果として、2014年8月末の改定予算法成立によって地方政府債務問題の解決に道筋が付けられるのとほぼ同じタイミングで、同年11月より人民銀行は金融緩和政策に転じていった。後述のアメリカ金融政策の転換とともに、中国をターゲットとした国際信用循環が逆回転しはじめるのである。このように、グローバル化という中国躍進の追い風が消失した局面での非効率部門を動員した成長維持政策は、当座は好況を演出したものの、効率的な民間経済、特にリーデ

¹⁵ 中国の輸出は国内民間企業と外資系企業が各4割、残り2割弱が国有企業によってそれぞれ占められており、実質為替レート増価は国有部門ではなく非国有部門に大きく影響する。ちなみに、中国の輸出は2015・16年の2年連続減、財・サービス輸出の対GDP比は2007年の35.4パーセントから2016年には20.3パーセントに低下している。

¹⁶ 国有工業企業の資産収益率ROAは2007年の8.0パーセントから2016年には3.0パーセントに持続的に低下しており、非国有工業企業のそれは2010年の13.8パーセントをピークにその後低下し、2016年には9.1パーセントとなっている。ちなみに2016年時点における1年物基準貸出金利（一般平均貸出金利）は4.35パーセント（5.6パーセント）である。

ィング・セクターの工業部門のダイナミズムを犠牲にしてしまったのである。中国を巡る国際信用循環の波は、こうした中国経済の特徴の中で理解すべき現象であろう。

3. グローバル要因：ドル高とIMF 勧告

3.1 ドル高と国際信用循環の逆回転

キャリー取引機会消滅の第二の要因は、言うまでもなく2014年後半以降のアメリカの金融政策転換とドル高・資源安である。事実、BIS 報告銀行のクロスボーダー債権残高を観察すると、中国をエピセンターとした国際信用循環のピークは2014年Q2であり、ドル高・資源安への転換のタイミングに一致する。ドル高により、借り手・貸し手双方のインセンティブからドル建て債権の返済が加速し始める訳である。

また、中国を含む世界の主要新興国17ヶ国の対米ドル為替レート変動率を、2014年6月～2015年7月と2015年7月～2016年3月の二つの時期に区分して調べてみると、2014年後半から中国人民元（およびカレンシー・ボード制度を採用している香港ドル）を除いて、程度の差はあれすべての新興国通貨が米ドルに対して減価していた。換言すれば、人民元は外国銀行のドル貸出抑制を通じて、2014年6月から既に減価局面にさしかかっていたと判断できるのである。

3.2 実質ドル・ペッグ制の陥穽と実効為替レート連動型為替レート管理への移行

しかし、2014年6月のECBゼロ金利政策導入に伴うユーロ安、同年10月末の日銀QQE2に伴う円安加速、そして6月以降のエネルギー・資源価格下落に伴うロシア・ルーブル、ブラジル・レアル、南ア・ランドなどの商品通貨下落に加え、中国と密接な貿易関係を持つ近隣アジア諸国の通貨でさえ米ドルに対して減価する局面であった。それにもかかわらず、ドル高が始まった2014年6月から一年以上にわたり、当時の中国は実質的なドル・ペッグ状態にあった。その結果、2014年5月より全国ベースでの不動産市場悪化が始まる最中に、人民元の名目・実質実効為替レートが逆に増価する。人民元の「連れ高」である（図1を参照）。

このわずか1年余りにおける人民元の実質切り上げサイズは結構大きい。例えば、BIS実効為替レート指数で見ると、人民元の切り上げが再開された2010年7月から2015年7月までの人民元の増価率は、名目実効レートで25.4%、実質実効レートで29.9%であるのに対し、2014年5月～2015年7月の人民元増価率は名目実効レートが15.2%、実質実効レートが15.3%であった。2014年6月以降のドル高に連動した人民元の連れ高は、ポスト・リーマンショック期の人民元増価の5～6割を演出していたことになる。

このように、人民元の減価はもはや時間の問題であったと考えられる。その兆候は既に2014年2月頃より現れていたものの、特に2015年入りするとそれは顕著となった。人民元市場レートがオフショア・オンショア市場共に減価する中で、人民銀行が設定す

る中間レートとのギャップが拡大し始めたことがそれである。そしてこのギャップの拡大がIMF 是正勧告を呼び、2015年8月11日の中間レート決定メカニズム改革と人民元切り下げに繋がったことは既に触れた通りである。このように、皮肉なことにIMF 勧告が人民銀行の背中を押した格好になったのである。

こうした明らかな齟齬に直面して、人民銀行は新しい為替レート決定メカニズムに移行した。まず2015年12月11日に、13通貨からなる上海外匯交易中心CFETS 実効為替レート指数の公表を開始し¹⁷、翌2016年2月の春節明けより中間レートの決定を前日終値プラス実効レート調整分に変更する。その結果、対米ドル二国間為替レートの浮動性(volatility)は高まったものの、実効為替レートのそれはわずかとはいえ低下した。

しかし、こうした為替レート変動の弾力化改革にもかかわらず、2015年7月～2016年12月の人民元の実効為替レート減価率は名目で7.0%、実質で6.2%であり、2014年7月水準には戻っていない。「なかなか下げ止まらない人民元」の背後には、(1)中国投資の期待収益低下と金融リスク増大、(2)アメリカ金融引き締め転換という既述の要因とともに、(3)この人民元の対米ドル二国間為替レートと実効為替レートのギャップがあるように思われる。

4. 「人民元の国際化」の躓き

4.1 意外に多い人民元建て資本流出

最後に、2009年から国策として始まった「人民元の国際化」政策が、中国からの資本流出を増幅させた可能性が高いことを指摘しておきたい。

まず、事実を確認しておこう。既に説明した中国の国際収支が示唆するように、中国からの資本流出は主として銀行部門の短期対外債務の減少という形をとっている。そして、その主要部分は短期対外借り入れの返済とともに、現預金残高の減少であった。そこで、中国本土における非居住者人民元建て資産（中国サイドから見ると負債）を観察すると、預金流出の内実は「非居住者人民元預金」の流出であることが分かる。短期資本流出の一方の主役は外貨建て借り入れの返済と考えられるが、もう一方の主役は人民元預金残高の引き出しなのである（同様の指摘については、McCauley and Shi(2016)を参照）。

4.2 人民元の国際化

ではなぜ、人民元建て資本の出入りが多いのであろうか？この疑問を解くカギが人民元の国際化政策である。

¹⁷ 2017年1月1日よりCFETS 実効為替レート構成通貨は13通貨から24通貨に拡大された。

人民元の国際化、つまり人民元の国際的使用促進政策は、2009年7月の香港やアセアン等における貿易取引の人民元決済解禁からスタートした¹⁸。その後、人民銀行（2012a）は中国に資本自由化を加速する基礎的条件が整ったと主張し、資本自由化のタイムテーブルを明示した。また、人民銀行（2012b）では、国内金利自由化、為替レート弾力化、資本自由化の三者の間の非両立性を主張するマンデル命題は国際先行事例では必ずしも確固たるものではなく、資本自由化を金利・為替レート改革と同時並行的（もしくは先行して）推進しても問題はないとの立場を鮮明にする。そしてこの人民銀行のスタンスは2013年11月の第18期三中全会「改革の深化に関する決定」において公式の方向性として認知され、人民元為替レート市場化メカニズムの改善、ならびに金利市場化の推進加速とともに、「人民元の資本勘定自由化実現を加速する（加快實現人民幣資本項目可兌換）」ことが明記された。

これらの方向性を反映して、徐々にではあるが資本の流入・流出の「双向」開放が実施されていく。まず2011年には1月に対内FDI、10月に対外FDIの人民元利用が解禁された。そして2011年10月には従来の適格外国機関投資家制度QFII（Qualified Foreign Institutional Investors）に加えて、キャップ付きではあるもののオフショア人民元による本土証券投資を可能にした人民元適格外国機関投資家制度RQFIIが、2014年11月には上海と香港の株式相互売買を可能にする「滬港通（滬は上海の別称）」が、そして2016年12月には深圳と香港の株式相互売買を可能にする「深港通」がそれぞれ実現した。さらに人民元のSDR構成通貨化に伴う準備資産需要充足のために、外国中央銀行・国際金融組織・ソブリンウェルスファンドに対して2015年7月に中国本土の銀行間債券市場での投資を解禁、同年9月には中国本土外為市場参加を認めるなどの一連の規制緩和が行われてきた¹⁹。こうした中で、2015年11月30日に人民元のSDR構成通貨化が決定され（米ドル、ユーロに続く第三位の10.92%のウェイトによる参加）、翌年の2016年10月1日に実現、人民元の国際化の当座の目標が達成されたのである。

4.3 「人民元の国際化」の隘路

こうした中国の規制緩和と並行して、人民元の国際化は主としてオフショア市場を中心として進んでいく。曾根(2014)が整理するように、人民元の国際化と（資本取引）自由化とを切り分けることが意識されていたからである。実際、人民元の国際化は公式的には「人民元の国際的使用の促進」と表現され、「自由化」という表現は使用されていない。

人民元は、経常勘定取引では2015年に財貨・サービス取引の23%に相当する7.23兆元、直接投資では内外合計で2.32兆元が人民元により決済されるなど、絶対額ではドル、ユーロに次ぐ世界3番目のインボイス通貨に成長している（以下の計数は主として人民銀行(2016)による）。また、主として香港を経由した貿易取引等で取得された人民元は、オフショア人民元預金として蓄積されていった。その他、オフショアでの人民元建て債

¹⁸人民元の国際化は、中国経済の比重と人民元の国際通貨のギャップ是正とともに、ドル偏重を是正するためのSDRの役割活用、そしてそのための一歩と位置付けられている（Zhou, 2009）。

¹⁹より詳細なクロノロジーについては、人民銀行(2016)の付録「人民幣国際化大事記」を参照されたい。

券である点心債、中国本土での人民元建て外債である熊猫（パンダ）債等のいわゆる国際債残高も増加し、外国通貨当局の人民元準備資産保有残高が 2015 年末で 8,647 億元に、中国当局が積極的に推進してきた二国間通貨スワップ協定も 2016 年 6 月末時点で 35 ヶ国 3 兆 3,257 億元に達するなど、急速な人民元の国際的使用拡大が実現されてきた。そして、決済通貨としての人民元のプレゼンスも急速に向上し、2015 年 8 月には日本円のシェア 2.76% を追い抜いて 2.79% のシェアを実現、米ドル、ユーロ、ポンドに次ぐ世界第 4 位のポジションを占めるに至ったのである。

しかし、中国本土と切り離し、オフショアでの人民元の使用拡大が目指されてきたため、オフショア銀行は深刻な人民元の運用難に直面する。受け入れた人民元預金を原資として資金運用を行おうとしても、オフショアだけでは有利な運用機会が限られていたからである²⁰。その結果、2014 年まではほぼ恒常的にオフショア人民元預金金利は本土オンショア預金金利を下回る状況が続き、オフショア人民元の保有魅力が削がれてきたのである。

そのため、既に述べたように 2011 年 12 月の RQFII やオフショア・オンショアでの人民元建て国際債発行・流通市場整備、本土市場と香港市場の株式相互売買制度開設などの運用難打開策が展開されていったが、ボトルネック解消までには至らなかったと考えられる。この隘路打開策が本土での非居住者人民元預金でのオフショア人民元資金運用の容認である。実際、例えば 2014 年 1 月時点での 1 月物人民元預金金利はオフショア CNH が 2% であるのに対し、オンショアでの CNY では 6% と、中国本土での運用はきわめて魅力的であった。そのため非居住者人民元預金残高は急増し、ピークの 2014 年末には 2 兆 3,722 億元に達していた。

4.4 「人民元の国際化」の失速

このように、人民元の国際化は(1)オフショアで取得した人民元のオフショア銀行での預金運用、(2)オフショア銀行による人民元預金の本土オンショア市場での運用（非居住者人民元預金等）の二つの取引によって成り立っていたと考えられる。前者がオフショアでのキャリー取引、後者は中国のクロスボーダー人民元建て資本流入である。建前上は人民元の「国際化」と「自由化」の切り分けを想定していたとしても、オフショア市場をオンショア市場から完全に隔離し、それだけで完結することは困難だったのである。人民元の国際化という国策を推進するためにはその隘路の解消が不可欠であり、人民銀行は実質的な「短期資本流入」促進政策でそれに答えたものと考えられる²¹。

²⁰ 例えば 2014 年末時点で、在香港オフショア人民元預金残高（CD を含む）は 1 兆 1,583 億元であったのに対し、人民元建てローン残高はわずかに 1,880 億元でしかなかった（Hong Kong Monetary Authority, Half Yearly Monetary and Financial Stability Report, March 2016, p.52）。

²¹ その他、SDR 構成通貨の第二の採用基準である「自由使用可能」通貨基準を満たす意図があったと推測される。具体的には、自由使用可能通貨の基準は、当該通貨が(1)国際取引の決済に広く使用されており（widely used）、(2)主要外国為替市場で広く取引されている(widely traded)と IMF が認定することであり、(1)の「当該通貨が広く使用されている」か否かの指標の一つとして、人民元建ての国際銀行債務（International Banking Liabilities）の大きさが使用されている（IMF, 2015a, pp.23-24）。香港 SAR、マカオ SAR および台湾との取引を国際取引と認めるか否かの問題は残されるものの、非居住者人民元建て預金残高の実

一般に通貨需要は(1)取引的動機（貿易・投資決済）、(2)予備的動機（準備資産）、(3)投機的動機（人民元高予想による通貨代替）の三つに依存するが、第三の投機的動機に基づく人民元需要が人民元の国際化実績をかさ上げしてきた。しかし、オフショアでの人民元の保有が人民元の先高予想に依存しており、その期待が剥落すると途端にその歯車が逆転する。事実、人民元のオフショア残高は2015年8月11日の為替レート制度改革を契機に急速に減少していき、人民元の決済通貨シェアもその後低下に転じている²²。

このように考えると、人民元の切り下げに伴ってオフショア人民元預金残高の急減とともに、中国本土の非居住者人民元預金残高も呼応して減少している事実（人民元建て資本流出）を統合的に理解できる。中国からの現預金残高減少という形での短期資本流出は、実はオフショアでの人民元キャリー取引の巻き戻しの反映なのである。

こうした現状を反映して、2013年11月の第18期三中全会「改革の深化に関する決定」では「人民元の資本勘定交換性の実現を加速する（加快實現人民幣資本項目可兌換）」と謳われていたものが、2016年3月の第13期5ヶ年規画では、「秩序を保って人民元の資本勘定交換性を実現する（有序實現人民幣資本項目兌換）」、「人民元の国際化を着実に推進する（穩步推進人民幣國際化）」という表現に変わった。2015年8月の為替レート改革を契機に、明らかに人民元の国際化はトーンダウンしているのである。2016年10月の人民元のSDR構成通貨化実現は、こうした人民元の国際化の追い風（持続的な人民元高予想）が消失した中での出来事であった。

既に説明したように、ポスト・リーマンショック期における人民元切り上げは多分に中国への順循環的な大規模資本流入に誘発された現象である。その先高期待に便乗した人民元の国際化が、先高期待の消滅により仕切り直しを余儀なくされるのは自然であろう。

おわりに

ポスト・リーマンショック期における中国の国際経済面での特徴の一つは、従来のFDIに加えて、順循環的なグロスの資本流出入が顕著に増加したという事実である。実際、2014年後半以降の大規模な資本流出は、地域を代えて頻繁に生起してきた国際信用循環の波が、ポスト・リーマンショック期において中国に押し寄せてきた結果に他ならない。本稿は、その要因を三つに分けて素描し、順循環的な国際資本フローが金融グローバル化の下で中国経済を揺さぶる存在になっていることを示した。

もちろん、この大規模資本流出そのものによって中国がアジア危機のような深刻な通貨・金融危機に至る可能性は低い。しかし、新たな火種を抱える中で、拙速な資本自由化や変動相場制への移行を模索する段階はしばらく延期せざるを得ないであろう。本文

績はこの自国通貨建て国際銀行債務を高めることに貢献するため、人民元のSDR構成通貨化への有利な判断材料となる。

²² 経常勘定取引に占める人民元決済額も、2015年の7.23兆元（対経常勘定取引23.0%）から2016年では5.23兆元（同16.3%）へ、資本勘定取引でも4.87兆元から4.62兆元へとやはり低下している（人民銀行「貨幣政策執行報告」2016年第四季度）。

で素描した大型景気対策の後遺症対策（地方政府・国有企業に集中する過剰生産能力・過剰債務の処理と非国有部門の高コスト構造是正）に加え、なによりもグローバル化に替わる新しい追い風の探求・発掘が求められている。中国は、一人当たり GDP（購買力平価ベース）で見る限り、2016年時点において日本の1973年に相当する段階にあるが、同じ年に高度経済成長期をほぼ終え変動相場制に移行した日本とは決定的に異なる人口大国である。高度経済成長の最終局面で、一人っ子政策により政策的に作り出された人口ボーナス局面が終りを告げるという中国の特殊な環境もさることながら、沿海部に出現した先進地域とともに内陸部に多くの発展途上地域を抱える人口大国・中国が、日本とは異なる経路を辿ることは自然であろう。

参考文献

<日本語>

岩本武和, 2012. 『国際経済学 国際金融編』 ミネルヴァ書房, 10月.

曾根康雄, 2014. 「為替制度－資本規制下の人民元「国際化」は可能か－」中兼和津次編 『中国経済はどう変わったか－改革開放以後の経済制度と政策を評価する－』 国際書院, 第7章, 2月: 207-239.

<中国語>

白重恩, 2016. 「当前中国经济四大反常现象」 『思想潮』 (微博 2016年12月26日, (<http://www.weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309614057045044211974>)).

白重恩 2017. 「為維持6.5%以上増速、経済可能会陷入悪性循環」 『新浪財經』 1月26日. (<http://finance.sina.com.cn/zl/china/2017-01-26/zl-ifxzyxmu8054561.shtml>)

肖立晟・張明, 2016. 「克服浮動恐懼 增強匯率彈性－811匯改一周年回顧与展望－」, 中国社会科学研究院世界經濟与政治研究所国際金融研究中心 Working Paper No.2016W6, August 11.

中国人民銀行, 2015. 「人民幣国際化報告(2015年)」, 6月.

中国人民銀行, 2016. 「2016年人民幣国際化報告」 中国金融出版社, 7月.

中国人民銀行貨幣政策分析小組 「中国貨幣政策執行報告」 各年季度版.

中国人民銀行調査統計司課題組, 2012a. 「我国開放資本賬戶条件基礎成熟」 『中国証券報』 2月23日 (邦訳: 植田賢司・五味佑子「中国人民銀行による人民元資本取引自由化に関する報告書」 公益財団法人・国際通貨研究所 New Letter No.15, 2012年5月30日).

中国人民銀行調査統計司課題組, 2012b. 「協調推進利率、匯率改革和資本賬戶開放」 『中国証券報』 4月17日 (<http://economy.caijing.com.cn/2012-04-17/111815022.html>).

<英語>

Bai, C.-E., C.-T. Hsieh and A.M. Song, 2016. The long shadow of a fiscal expansion. *NBER Working Paper* No.22801, November.

IMF, 2015a. Review of the method of the valuation of the SDR—Initial considerations. July 16.

- IMF, 2015b. Transcript of a conference call by senior IMF officials on the IMF report: “Review of the method of the valuation of the SDR—Initial considerations.” August 4.
- IMF, 2016a. Staff report for the 2016 Article IV consultation: P.R. of China, July 7.
- IMF, 2016b. The People’s Republic of China: Selected issues. *IMF Country Report* No.16/271, July 7.
- IMF, 2016c. Review of the Special Drawing Right (SDR) currency basket. September 30.
- Ito, Takatoshi, 2016. A new financial order in Asia: Will a RMB bloc emerge? *NBER Working Paper* No.22755, October.
- Lian, Y., K. Shi, L. Wang and J. Xu, 2016. Local government debt and firm leverage: Evidence from China. *JCER Working Paper AEPR series* No. 2016-2-2, October.
- McCauley, R.N. and C. Shi, 2016. Dollars and renminbi flowed out of China. *BIS Quarterly Review*, Box 1, March: 26-27.
- Zhou, Xiaochuan, 2009. Reform the international monetary system. The People’s Bank of China, March 3. (<http://www.pbc.gov.cn/english/130724/19234/index2.html>).

第3章 GDP統計にみる中国経済の35年と近年の動向

京都大学大学院経済学研究科 矢野剛

はじめに

本章は、誰でも簡単に入手できる GDP 統計でも、そこから注意深く情報を取り出し、経済学的な分析をおこなうことで、改革開放開始以来基本的には高度成長に成功してきた中国経済の特質と近年の変化をかなりよく理解できることを示そうとするものである。GDP 統計の対象の中でも、特に（国民経済計算における）投資を切り口として、中国経済の特質と近年の変化を考察する。その内容を簡潔に先取りして示せば、次のようになる。

1978年の改革開放開始以来、中国経済は基本的に実質 GDP 成長率年平均 10%に迫る高度成長を成功裏に成し遂げてきたと言って良いが、それ自体は東アジア内に限ってもかつての日本、韓国、台湾の経験を後追いしたものであり、歴史上まれにみるというような類のものではない。中国経済において真に歴史上まれにみるのは、その驚くべき投資率、言い換えれば消費を抑制し、将来の生産のための固定資本形成に一国のその年の付加価値を使用する割合の高さである。2009以降の中国の投資率は 45%前後という驚異的な高さに達している。そして、上に述べたように投資は将来の生産を増加させるためにおこなわれるものなので、高投資率を特徴とする中国経済が高度成長を達成してきたのはある意味当然のことなのである。

そして、投資は国内の貯蓄、即ち一国の付加価値から消費に使用されなかった部分、あるいは純輸入でまかなわれる必要があるが、中国は改革開放開始以来一貫して輸出超過であるため、中国のハイペースな投資は基本的にその国内貯蓄によりまかなわれたことになる。そこで中国経済の高投資率の問題は、国内のどの部門がどのような理由によって貯蓄を熱心におこなってきたのかという問題に言い換えることができる。ここで考える国内部門とは、家計・政府・企業の3部門である。この問題も GDP 統計でかなりのところまで考察可能である。

「高投資率を特徴とする中国経済が高度成長を達成してきたのは当然」と上に述べたが、実は投資主導型の高度成長には重大な陥穽がある。標準的な経済学の枠組に従えば、ハイペースな投資により固定資本を増加させていけば、追加的な一単位の資本増ないしは投資がもたらす生産の増加分、即ち資本の限界生産性は遞減していく。即ち、投資主導型の高度成長は、その投資がもたらす生産の増大効果が次第に縮減していくため、持続可能ではないのである。中国においても、高投資率に加えて、継続的に経済改革がおこなわれたことにより経済の効率性の改善がなされてきた結果、高度成長が達成されてきたと考えるのが正しい。

しかし、この高投資率＋経済改革による高度成長という中国経済の成長モデルが、2008年のリーマンショックへの対応策として採られた約4兆元（60兆円）の財政支出発動以来、うまく働かなくなっている。先にも述べたように、この時期以降中国の投資率は更に上昇して45%水準にまで達し、その高い投資率が投資が生産を増やす生産性の下落に直接結果している。中国経済の成長モデル中の経済改革がそこで頓挫したためである。典型的な症状として、国有企業の復活、国有企業のみならず民営企業のなかにもみられる政府からの支援の下で市場で生き残り続ける非効率な企業（ゾンビ企業）等々が指摘できる。中国政府が現在掲げる中速度の成長を今後達成するためには、今こそもう一度経済改革の速度を早める必要がある。

経済改革の速度を再び速めるといっても、今後の中国経済の成長をどの部門に期待しておこなえばよいのか。これに関連する議論として、中国経済のリーディングセクターは、既に第二次産業から第三次産業へ移行したという議論がある。しかし、それは名目値で測った各産業のGDPに依拠した議論であり、それ故に誤っている。経済学的に考えれば、リーディングセクターが生産する財・サービスの価格は、リーディングセクターはより速い速度で生産を伸ばしているため、他の産業の財・サービスに対して相対的に下落する傾向を持つ。そのため、正確に実質値で各産業のGDPを測り、それらの貢献率を出せば、第二次産業の中国経済におけるリーディングセクターとしての役割は今でも終わっていないし、今後も続きそうだと分かる。

1. GDP 統計を仔細にみる

1.1 実質 GDP 成長率

Figure 1 に示されているのは、1978年の改革開放以来の中国の実質 GDP 成長率である²³。年によりかなり上下の振れ幅があるものの、その年平均は9.7%に達しており、近35年の中国経済は高度成長に成功したといえる。

²³ 本稿の Figure および Table の統計資料出所は『中国統計年鑑』各年版であり、中国のデータブックの中で最も入手が容易なものである。

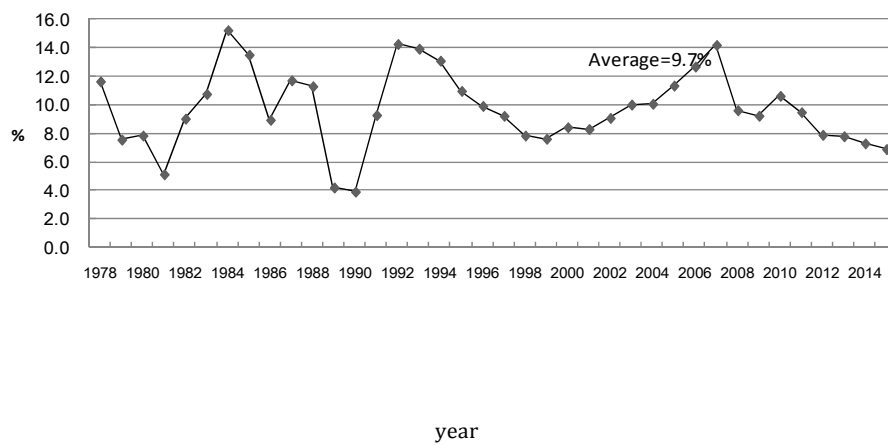


Figure 1 Annual GDP Growth Rate

しかし、例えば日本経済も 1956－73 年にかけて年平均 9.1% の実質 GDP 成長率を達成しており、韓国、台湾、香港、シンガポールも同様の高度経済成長の経験を共有している。従って、東アジア内に限っても中国には高度経済成長の先行者がおり、中国経済もその経験を後から共有していったのである。従って、中国経済の高度成長自体は歴史上まれにみるようなものとは言えない。

1.2 投資

中国経済において真に歴史上まれにみるのは、その投資率の高さである。



Figure 2 ΔK/GDP=Investment Rate

Figure 2 は、改革開放以来の中国の投資率の推移を示している。

$$\text{GDP} = \text{消費} + \text{投資} + (\text{輸出} - \text{輸入})$$

という GDP 統計における所得支出勘定に示されるように、ここでの投資は一国のその年の付加価値 (GDP) のうち消費 (や純輸出) に充当せず、将来の生産のための固定資本形成に使用される部分をさす²⁴。この現在の消費の耐忍による将来の生産のための投資が GDP に占める割合、即ち投資率は中国において 1992 年以降は常に 30% を超える水準にあり、2003 年以降は概ね 40% を上回っており、2009 以降の中国の投資率は 45% 前後に達している。日本の投資率がピークを迎えた 1970-73 年でもその値は 35-37% であり、1990 年代における韓国のピーク時の投資率が 30% を越えるくらい水準であったことと比較すると、中国の投資率がいかに高いが分かる。投資は将来の生産を増加させるためになされるものなので、中国経済のハイペースな投資が高度成長に帰結してきたのはある意味当然のことなのである。中国経済の高度成長の第 1 のエンジンが高投資率であったと言い換えてもよい。

1.3 貯蓄

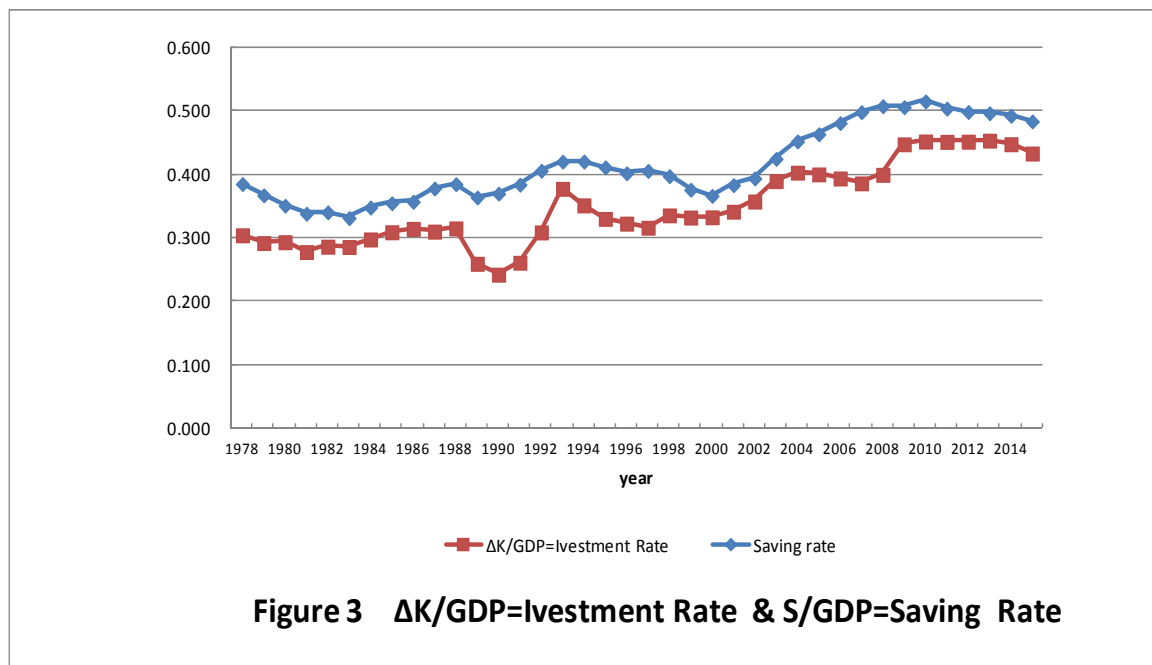
GDP 統計の資本蓄積勘定によれば、

$$\text{貯蓄} = \text{GDP} - \text{消費}$$

$$\text{貯蓄} = \text{投資} + (\text{輸出} - \text{輸入})$$

²⁴ 厳密にはこれに在庫投資が加わる。

なので投資は、国内貯蓄か純輸入によってまかなわれる。下にみるように中国は改革開放開始以来一貫して輸出超過であるため、中国のハイペースな投資は基本的に国内貯蓄によりまかなわれたことになる。



ではハイペースな投資をまかなえるだけの貯蓄を、国内のどの部門がどのような理由によっておこなってきたのだろうか。ここで考える国内部門とは、家計・政府・企業の3部門である。この問題にもGDP統計によってかなりのところまで接近可能である。一国全体の貯蓄は、この3部門への所得分配と各部門での貯蓄率に分解できる。例えば、企業部門への所得分配とは実際には企業の留保利潤のことであり、GDP統計の定義上企業は消費をおこなわないため（貯蓄率100%）、企業がなぜ貯蓄を熱心におこなうのかを考えることは、企業がなぜ留保利潤を熱心に抱え込もうとするのかを考えることと同じである。下のTable 1によれば、中国においては2009年までは企業部門への所得分配率は上昇傾向にあり、企業の貯蓄率は定義により100%であるため、これが中国全体の貯蓄率を押し上げたことは想像に難くない。ではなぜ、企業部門への所得分配率は上昇したのか、即ち中国の企業は留保利潤を熱心に抱え込もうとしたのか。これに対する答えはもはやGDP統計からは得られ

Table 1 Saving rate and Income distribution ratio (%)

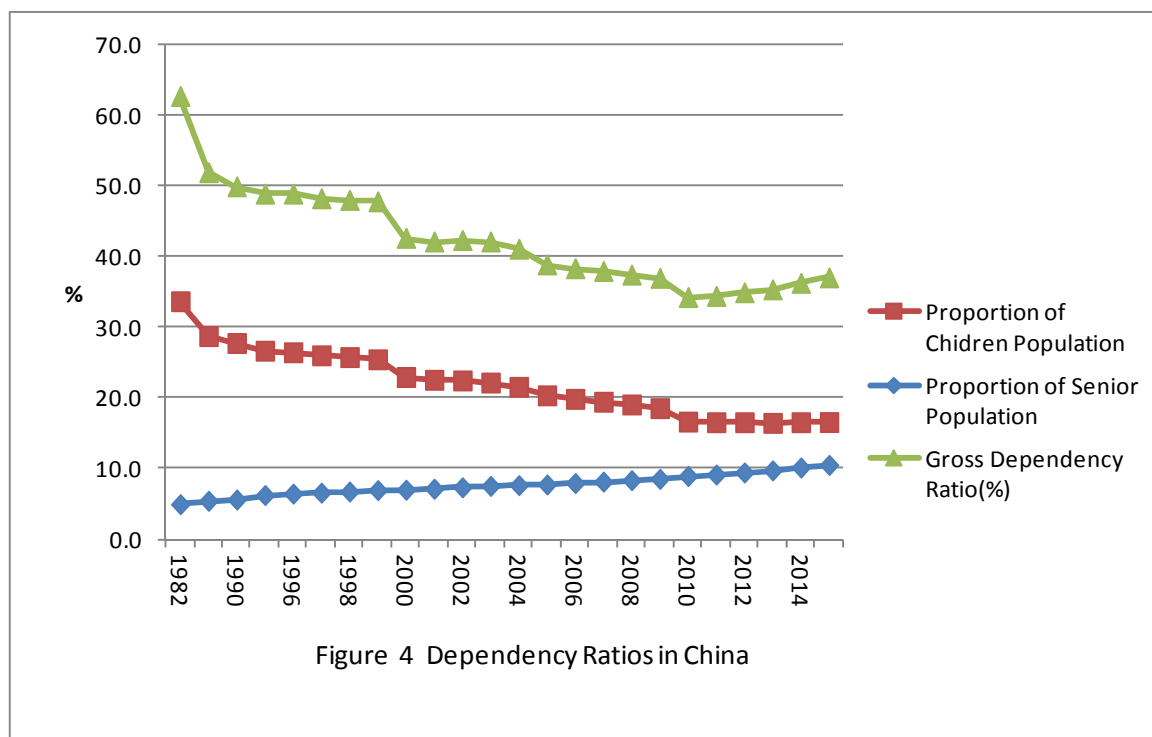
year	Household sector		Government sector		Corporate sector
	Saving rate	Income distribution ratio	Saving rate	Income distribution ratio	Income distribution ratio
1992	29.55	68.34	22.00	19.96	11.70
1993	28.10	64.62	20.96	19.65	15.73
1994	32.35	66.96	17.12	18.51	14.53
1995	29.59	67.23	15.51	16.55	16.22
1996	29.44	68.44	20.74	17.88	13.69
1997	31.43	68.60	21.89	18.30	13.10
1998	31.23	68.41	18.26	18.13	13.45
1999	29.82	67.20	14.75	18.10	14.70
2000	27.50	64.20	17.21	19.20	16.60
2001	27.02	62.00	20.78	20.50	17.50
2002	28.28	61.00	24.23	21.00	18.00
2003	30.44	59.80	31.42	22.00	18.20
2004	32.43	59.77	28.46	19.33	20.90
2005	34.69	59.20	29.88	20.04	20.76
2006	36.38	58.70	35.24	21.44	19.86
2007	38.94	58.13	39.55	22.05	20.32
2008	39.38	57.11	38.58	21.28	21.60
2009	40.98	60.53	27.02	18.28	21.19
2010	42.10	60.40	28.01	18.41	17.90
2011	40.88	60.78	29.99	19.19	16.80
2012	40.70	61.99	29.51	19.54	15.21
2013	38.46	61.29	26.39	18.94	17.20
2014	37.99	60.65	29.45	18.85	18.03

出所:中国国家统计局、「資金循環勘定(実物取引)」、『中国統計年鑑』

ない。幾つかの有力な仮説を提示してみたい。第一に、銀行融資や資本市場へのアクセスが制限されがちな中国における民営企業、中小企業が、その企業金融において内部資金からの調達に頼らざるをえず、それがそれら企業が留保利潤を多く持つ動機付けを与えた可能性がある。第二に、その反対側にいる、大規模な国有企業はしばしば独占利潤を享受出来る立場にありながら投資機会の少ない成熟産業に属していることが多く、上場している場合でも配当性向が低く、それが結果的に大きな留保利潤の抱え込みを生んだ可能性もある。

今度は家計部門に目を向けてみよう、3部門の中で最大の所得分配先であり、その貯蓄率の動向の影響は大きい。その貯蓄率は1992年以来基本的には上昇傾向にあり、2010年にピークアウトしている。これを説明する有力な仮説の一つが、中国の人口構成

の変遷であろう。Figure 4は中国の人口に占める、15歳未満の子供と65歳以上の老人の割合である従属人口比率の変遷を示している。



子供は基本的に貯蓄をおこなわないし、老齡家計の貯蓄率も現役世代のそれに比して低くなりがちである。従って、この従属人口比率が減少すれば一国全体の貯蓄率は上昇する傾向がある。そして、Figure 4で中国における従属人口比率が1982年から2010年まで減少し続け、その後上昇に転じているのは、家計部門貯蓄率の推移と非常に整合している。即ち、貯蓄性向の高い現役世代人口比率の増加が2010年までは家計貯蓄率の上昇を生んだということである。

1.4 投資の限界生産性

「中国経済のハイペースな投資が高度成長に帰結してきたのはある意味当然」と上に述べたが、実は投資主導型の高度成長には重大な陥穽が潜んでいる。下に示したような標準的な経済学の枠組に従うなら、

$$\frac{\partial f_k}{\partial K} < 0$$

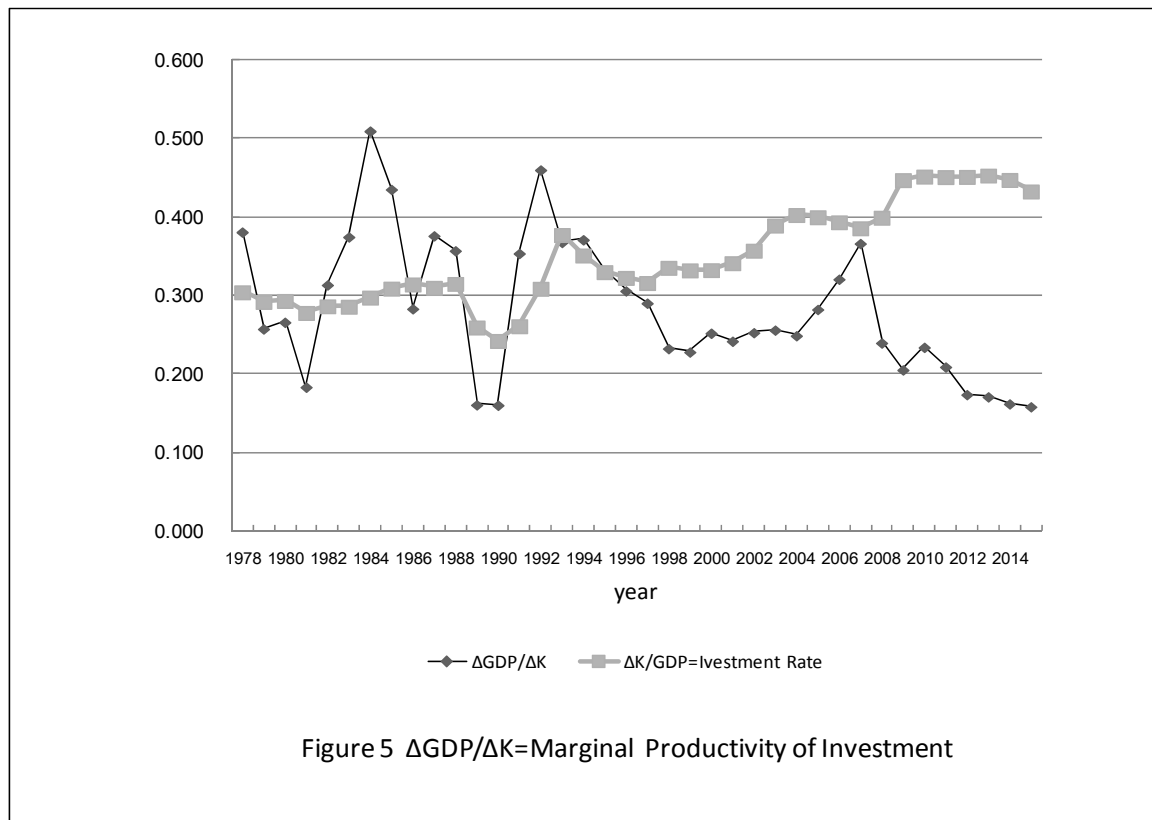
s.t.

$$Y = f(K, L, \dots)$$

$$f_k = \frac{\partial f}{\partial K}$$

と表されるように投資により固定資本を増加させていけば、追加的な一単位の資本増ないしは投資がもたらす生産の増加分、即ち資本の限界生産性は逡減していく。即ち、投

資主導型の高度成長は、その投資がもたらす生産の増大効果が次第に縮減していくため、持続可能ではないというのが経済学の理論的な予測なのである。この理論的な予測が中国経済に当てはまっているかどうかを、やはり GDP 統計を使用した近似値でチェックしてみよう。資本の限界生産性を $\Delta \text{GDP}/\Delta \text{K}$ で近似する²⁵。固定資本の増加分 ΔK は、当該年の投資に他ならないため、これは投資の限界生産性と呼ぶことにする。Figure 5 は、投資率と投資の限界生産性の推移を示したものである。



2007年までは、かなり不安定ながらも投資の限界生産性 $\Delta \text{GDP}/\Delta \text{K}$ は概ね横ばいで推移している。実は2007年までの期間においても、ハイペースな投資は投資の限界生産性に下降圧力をかけていた可能性が高い。しかし、この時期においては、中国経済に対して継続的に改革が打ち出され—例えば1990年代の国有企業改革と大量リストラ、1990年代末から2000年代初頭にかけての国有企業・公有企業の民営化、2001年のWTO加盟とそれに続く規制緩和—、それが中国経済全体の効率を改善し、投資の限界生産性の上昇要因となっていた。これらの投資の限界生産性への下降圧力と上昇圧力の組合せの結果、投資の限界生産性が概ね横ばいで推移したのであろう。言い換えれば、高投資率に加えて、継続的に経済改革による経済の効率性の改善が達成されてきた結果、高度成長が達成されてきたのである。

しかし、2008年のリーマンショックが中国経済に与える悪影響を緩和するために採られた約4兆元（60兆円）の財政支出発動以降、情景は急変している。先にも述べたように、この時期以降中国の投資率は更に上昇して45%水準にまで達し、その極めて高い

²⁵ ΔGDP 、 ΔK はそれぞれ、GDPと固定資本の一年間における増加分をあらわす。

投資率が投資の限界生産性の下落に直接結果している。そのような事態をまねいた直接の要因は、大規模財政出動のなかで経済改革が止まってしまったことにある。即ち、高投資率+経済改革による高度成長という中国経済の成長モデルが、経済改革という片方のエンジンの機能不全のために、うまく働かなくなってしまったのである。

ここまでは、時系列的に 2008 年以降高投資率が投資の限界生産性の下落をまねいていることをみてきたが、これを横断面的に確認してみよう。

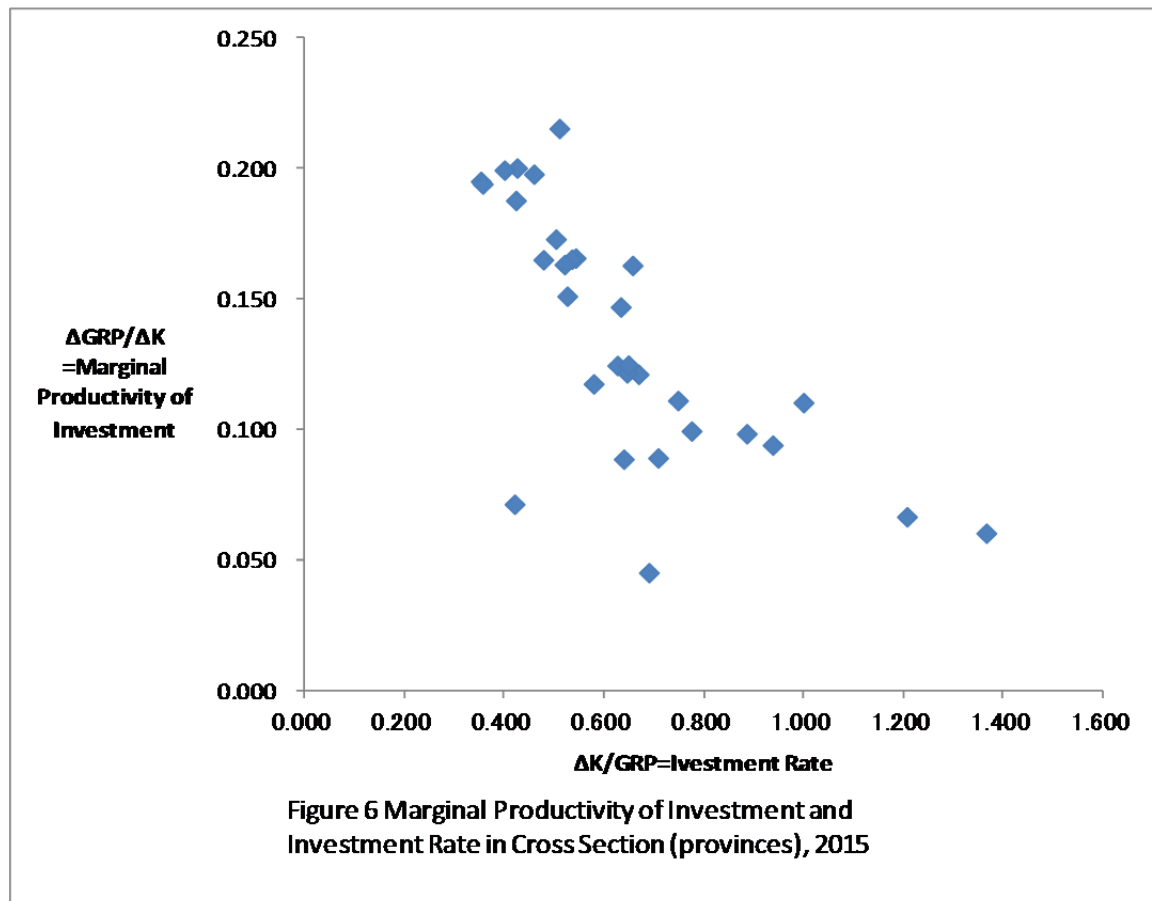


Figure 6 は、2015 年における中国の各省の投資率を横軸に、投資の限界生産性を縦軸にとり、その散布図を提示したものである。投資率と投資の限界生産性の間には強い負の相関関係があり（相関係数は-0.716）、高い投資率が低い投資の限界生産性に帰結していることが横断面的に確認できる。また、投資率が 100%を越える異常な高投資率を示している省が幾つかあることも目を引く。これらは具体的には青海省、寧夏回族自治区、チベット自治区である。左上に集まっている、低投資率・高い投資の限界生産性の省は、中国内の経済的先進地域である沿海部の諸省である。

1.5 省間資源移転の効率性

この省間での資源の移転の状況を、GDP 統計によってみてみよう。

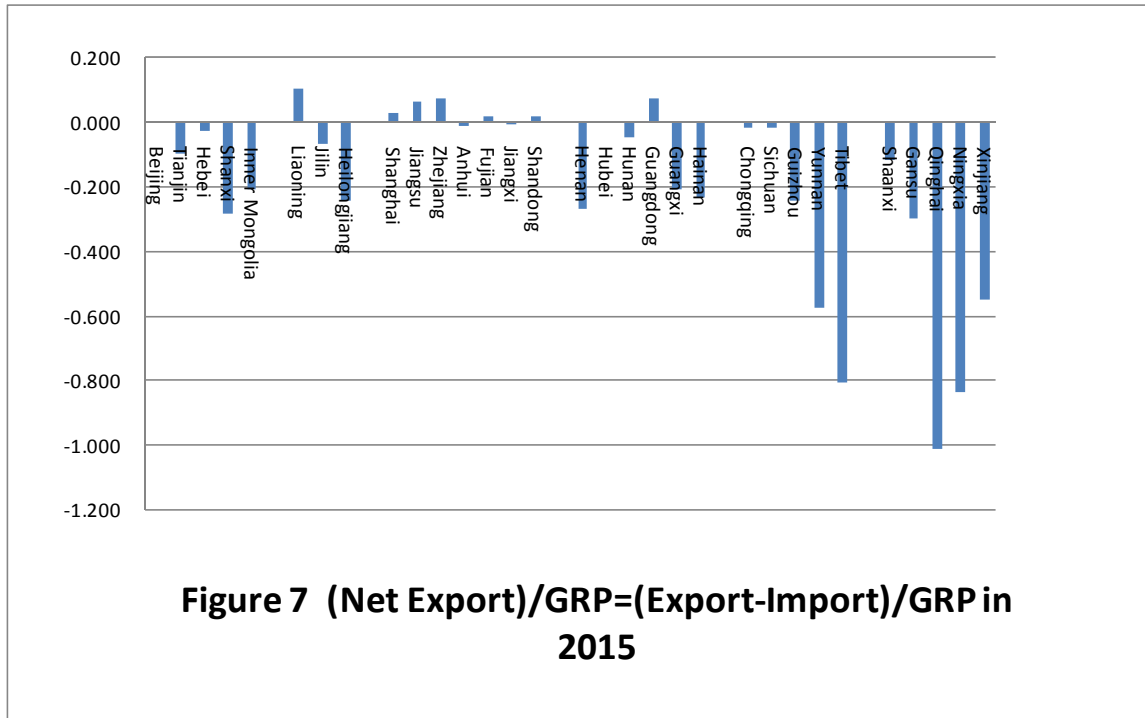


Figure 7は、各省がその GRP (Gross Regional Products、地域 GDP) の規模と比して、どれくらいの純移出あるいは純移入をしているかを示したものである。プラスの領域にバーが伸びているのは純移出省、マイナスの領域にバーが伸びているのは純移入省である。そして、純移出省からは資源が外部に流出し、純移入省は資源を外部から受け取っている。Figure 7によれば、あきらかに純移出をしているのは上海、江蘇省、浙江省、広東省といった経済的に進んだ沿海部諸省であり、純移入で資源を受け取っているのは経済的後進地域である内陸部・西部の諸省である。中国では、経済的先進地域である沿海部から後進地域である内陸部・西部へ国内資源移転がなされているのである。問題はそれが、中国全体の経済の効率性の改善につながっているかどうかである。Figure 8はそれに対する回答を提示している。

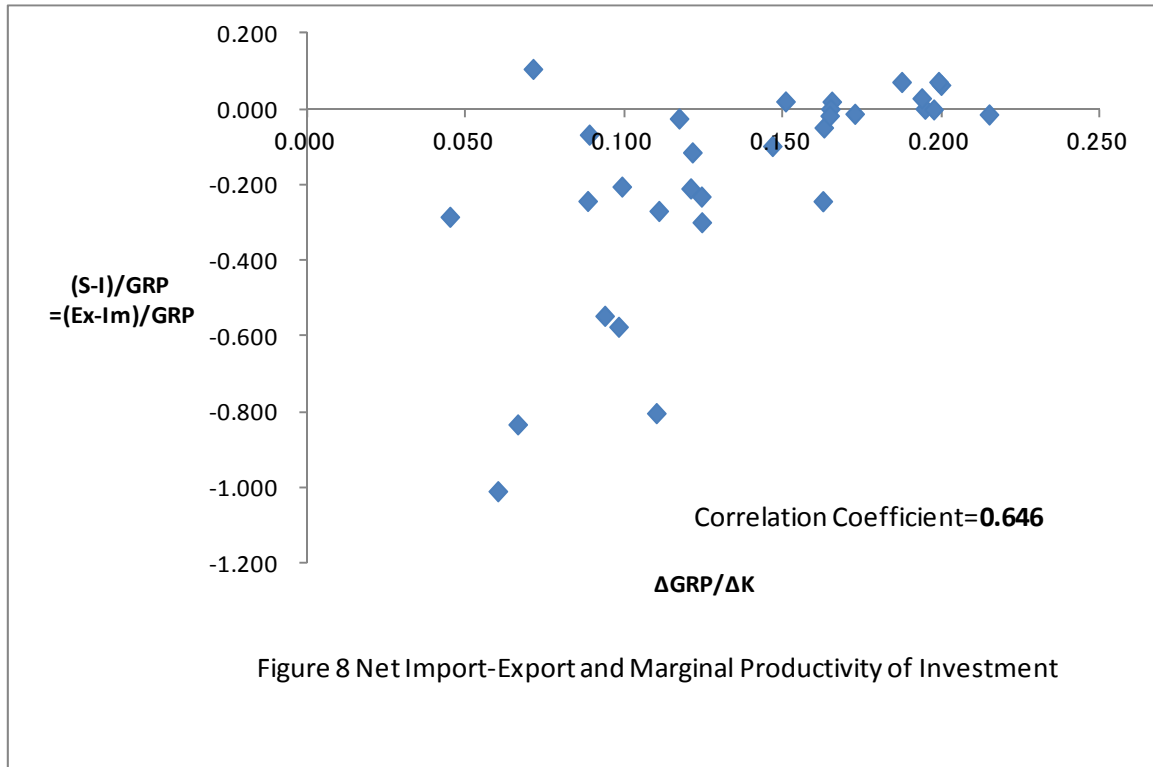


Figure 8 の縦軸は、Figure 7 と同じく各省の純移出・純移入、横軸は各省の投資の限界生産性である。ここで、純移出側にいる省ほど投資の限界生産性が高く、純移入側の省ほど投資の限界生産性が低いことが分かる。即ち、投資の限界生産性が高く効率的な資源利用をしている地域から、投資の限界生産性が低く非効率的な資源利用しかできない地域へ向けて資源が移転してしまっているのである。これはもちろん、中国経済全体の効率性に負の影響を与える。2008 年以降の中国経済全体の投資の限界生産性低下の一因になっていることとは確かである。

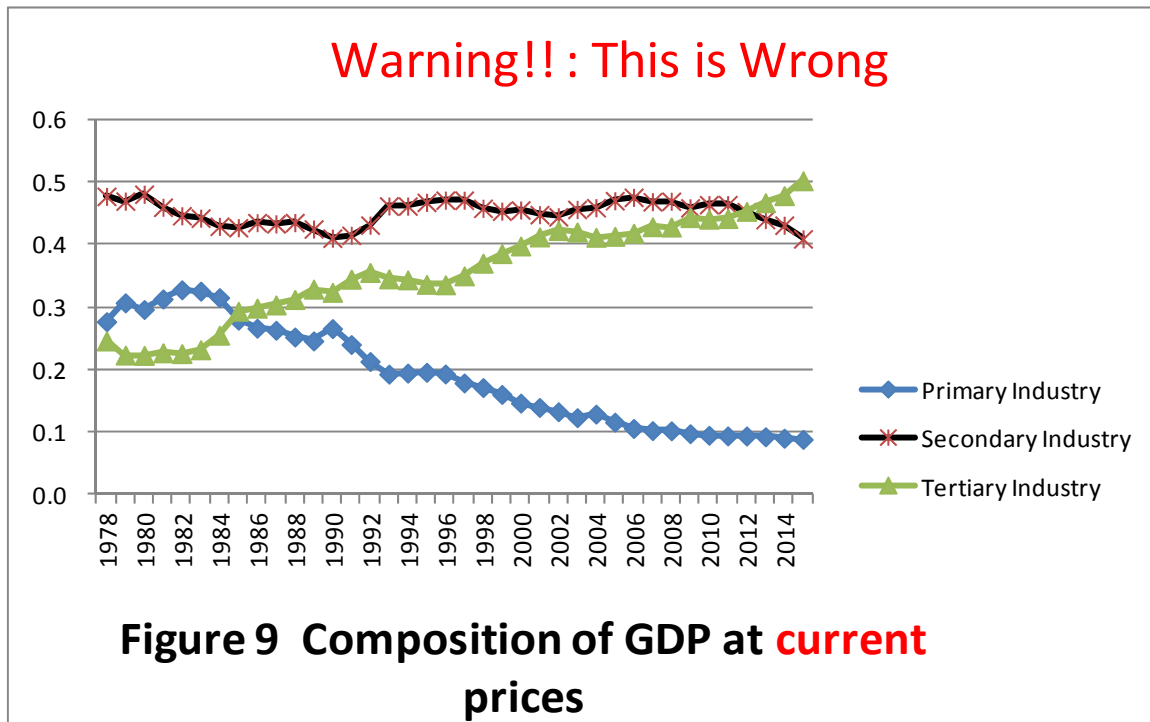
この 2008 年以降の中国経済でみられる典型的な症状は、国有企業の復活、国有企業のみならず民営企業のなかにもみられる政府からの支援の下で市場で生き残り続ける非効率な企業（ゾンビ企業）等々が指摘できる²⁶。中国政府が現在掲げる中速度の成長を今後達成するためには、今こそもう一度経済改革の速度を早める必要がある。

2. 第三次産業は中国のリーディングセクターになったのか

経済改革の速度を再び速めるといっても、今後の中国経済の成長をどの部門に期待しておこなえばよいのだろうか。これに関連する議論として、中国経済のリーディングセクターは、既に第二次産業から第三次産業へ移行したという議論がある²⁷。それは次のような統計を根拠にしている。

²⁶ 筆者らの現地調査によれば、確かに筆頭株主は民間の自然人で中国での定義上「民営企業」であるが、実は複数の国有機関、国有ファンドがあわせると 50%以上もの株主を所有しているという民営企業も数多く存在する。

²⁷ 枚挙に暇がないほど多くの識者がこの議論を語っている。特に中国国内で盛んな議論である。



確かにこの Figure 9 においては、2012 年を境に、第二次産業と第三次産業の中国 GDP 全体への貢献率は逆転している。しかし、気をつけて欲しいのは、これは名目値で測った各産業の GDP に対する貢献率だということである。ちゃんと経済学的に考えれば、リーディングセクターが生産する財・サービスの価格は、リーディングセクターはより速い速度で生産を伸ばしているため、他の産業の財・サービスに対して相対的に下落する傾向を持つ。短く言えば、リーディングセクターはまさにリーディングセクターであるために、名目値ではその付加価値額・生産額の成長が停滞しているように見えるメカニズムがあるのだ。このような計測バイアスを補正するためには、実質値で各産業の GDP を測り、それらの貢献率を出さなければならない。

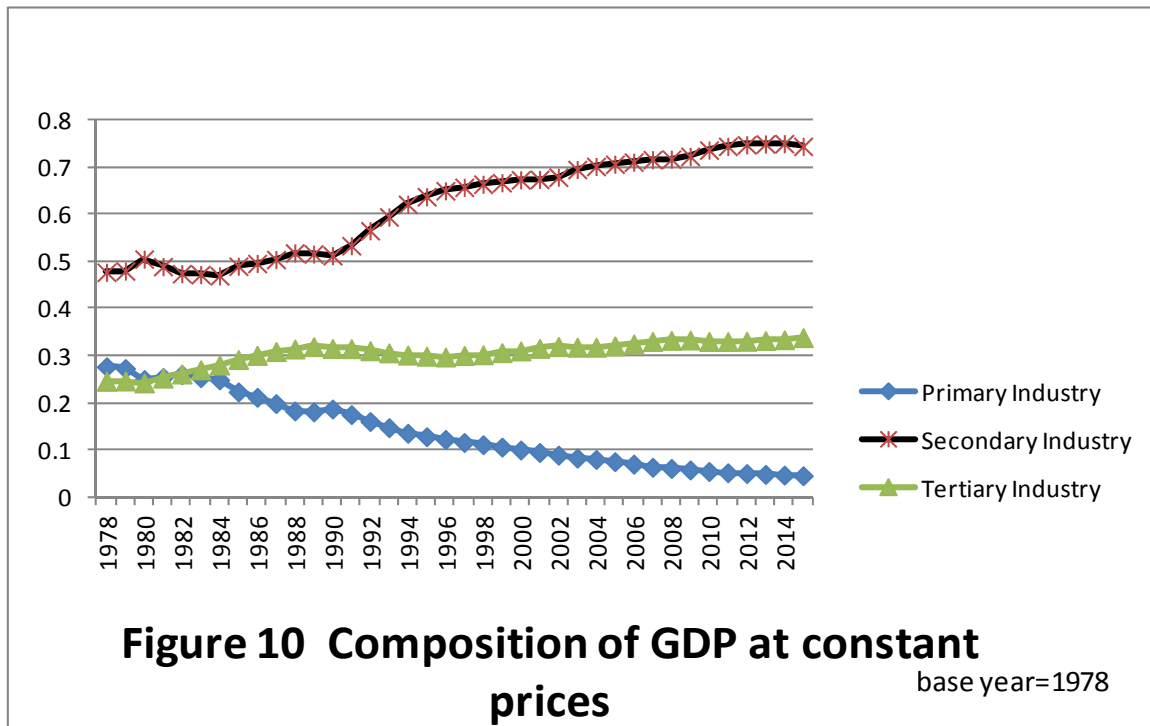
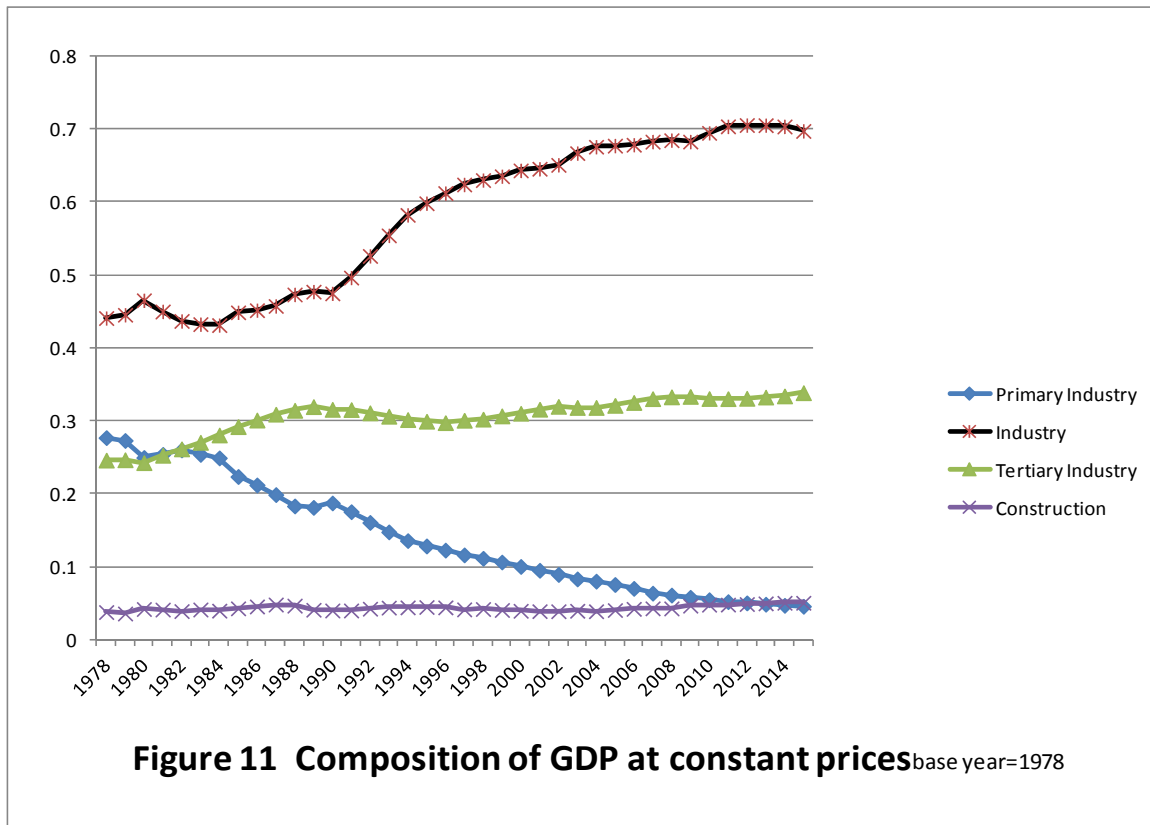


Figure 10 は 1978 年固定価格で測った各産業の実質 GDP による全体への貢献率を示している。これによれば、1990 年代・2000 年代に第二次産業が中国の高度成長をリードしたというなら、そのリーディングセクターとしての役割は今でも終わっていないし、今後も続きそうである。

第三次産業リーディングセクター論の直感的根拠になっているのは、何度も中国で再燃する不動産バブルを背景に不動産業及びその関連産業が活況であるかにみえるところにあるのかもしれない。不動産業本体は第三次産業に含まれているため、以上の統計はこの直感を支持しないことになるが、重要な関連産業である建設業は第二次産業に含まれている。第二次産業が今でもリーディングセクターであるのは、建設業の貢献であるかもしれないという可能性を検討するため、建設業を第二次産業から切り離した各産業の GDP への貢献率も 1978 年実質価格で計測してみる。なお、建設業を第二次産業から切り離した残りの主体は製造業である。Figure 11 がそれを示している。



建設業を第二次産業から切り離してみても、建設業の貢献率の伸びが著しいという観察結果は見出されず、建設業以外の第二次産業（製造業）の貢献率の高さがやはり目立っている。

おわりにかえて

本章の内容の概略は既に「はじめに」において述べているので、ここでは繰り返さない。本章の分析が持つ政策的含意は、中国において現在停滞している経済改革を、大規模国有企業の民営化や特定の企業への政府の各種支援の削減も含めて再び加速させる必要があり、今後当面の間は製造業の中にイノベティブな企業を育成していくことを目的とする間接的な市場への関与が重要であるということなる。その意味では、習近平政権によりすすめられてきた反腐敗運動も経済政策としては適切なものである²⁸。また、どの国においても簡単に達成出来る課題ではないが、現下においてそれほど芳しくない第三次産業の効率性を上げていくことも今後の伸びしろの大きさを考えると無視できないターゲットになりうるであろう。

²⁸ Xu and Yano (2017)は、習近平政権による反腐敗運動が企業のイノベーションのインプット（R&D投資）とアウトプット（特許）の双方を増加させたことを計量的に示している。

参考文献

中国国家統計局編『中国統計年鑑』各年版、中国統計出版社

Xu, Gang and Go Yano (2017), "How does anti-corruption affect corporate innovation? Evidence from recent anti-corruption efforts in China.", *Journal of Comparative Economics*, forthcoming (DOI:10.1016/j.jce.2016.10.001).

東南アジアの金融メカニズムと政策的取り組み

京都大学東南 アジア地域研究研究所 三重野文晴

1997年のアジア金融危機のように、東南アジアでは経済発展の過程で国際金融環境の変動から深刻なショックを受けて、成長が足踏みすることが幾度かあった。興味深いのは、2000年代以前は、その度にとられる政策対応では、資本移動の規制・制御の問題よりも、国内のマクロ経済構造や金融システムの改革が前面に出てきたことである。例えば、アジア金融危機の直後には、資本フローの急速な流動化への反省とその規制という流れはほとんどみられず、その原因を国内の商業銀行と企業のガバナンスの弱さ、そこに由来する資本市場の発展の遅れに求められた。

ただ、2001年頃からはじまるASEAN+3内での「アジア金融協力」の取り組みは、各国通貨間のスワップ協定によって資本フロー（マネー）の急激な変動への脆弱性を克服する努力が中心となり、付随する取り組みである債券市場の育成を通じた長期資金市場の活性化は、国内金融市場の改革というよりはアジア内の国際資本フローの長期資金化に重点があった。

金融危機直後の金融・企業改革は、銀行部門の経営構造の近代化をもたらしたことを除いて、金融システムの本質部分の改革にはつながっていない。「アジア金融協力」の取り組みは、アジア各国の政策当局の意思疎通と金融政策の協調を向上させるという副産物を生んだものの、約15年も努力をしてきたわりには、スワップ協定の実働性、債券市場の成長ともに道半ばと言わざるを得ない。

このことは、東南アジアにおける金融システムの実態に、このような政策的取り組みが想定していない構造があることと関係していると考えられる。歴史的に東南アジアでは金融システムと実物経済の間にギャップがあり、企業の投資は、銀行の金融仲介や資本市場を利用した長期資金によってではなく、内部留保と割当増資による自己資本で行われる傾向が強い。これは商業銀行セクターが歴史的に商業・流通・貿易部門と強い関係を持ってきたことに加え、輸出製造業による工業化が海外直接投資の受入という形を取ってきたことが関係している。

2000年代の経済の回復過程を見てみると、金融危機の際に批判された企業の所有・統治構造の改革は進まなくても、外資が牽引する輸出製造業が急速に成長して、それがもたらす良好なマクロ経済環境によって不良債権問題を解消された構図であったことがわかる。輸出製造業の成長によって定着した経常黒字が東南アジアに對外資産を蓄積させ、それによって外貨準備が潤沢になり、2010年代にはタイ、マレーシア、インドネシアなどは資本輸出国に転換しつつある。08年のリーマンショック時に金融面のショックが小さかったこと的主要因は、このように転換した各国の外貨準備の環境であり、「アジア金融協力」が成果をもたらした側面は比較的小さい。一方で、貿易の

世界的な縮小が東南アジア各国にもたらしたショックが比較的大きかったことが、この経済構造の特質から説明できる。

現在「アジア金融協力」で取り組みが進んでいる債券市場の形成でも、資金需要に合わせた視点が重要である。産業育成から消費者向けに重点を移している銀行セクターの問題も含めて、東南アジアについての資本フローや金融部門に関する政策は、実体経済と金融チャンネルの構造をより詳細に検討し、それを踏まえて制度設計が図られるべきであろう。

*別途、APIR web ページに資料の一部を公開しております。

附録 1



国際資金フローとアジア新興国の経済成長

野村アセットマネジメント株式会社
運用調査本部
チーフ・ストラテジスト
榊 茂樹
〒103-8260 東京都中央区1-11-1
第一江戸橋ビル

2016年6月20日

野村アセットマネジメント
STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL
© Nomura

附録 2

2016年8月1日
於：アジア太平洋研究所

中国の「一帯一路」構想
— 国家主導かつ半制度的な
「中国新興国ネクサス」の強化？ —
Making Sense of “One Belt, One Road”:
Facilitating state-led and half-institutionalized nexus
with emerging economies?

東京大学社会科学研究所
伊藤亜聖
asei@iss.u-tokyo.ac.jp



「アジアの成長に資する開発金融」
第3回研究会

中国の対外援助動向：
アジアにおけるインフラ開発を中心に

2016年10月17日

北野 尚宏
JICA研究所
独立行政法人国際協力機構(JICA)

Japan International Cooperation Agency

研究会記録

2016年6月20日（月） 第1回研究会

講演「国際資金フローとアジア新興国の経済成長」

研究協力者：榊 茂樹

野村アセットマネジメント運用調査本部

チーフ・ストラテジスト

今年度の研究計画について・質疑応答・自由討論

2016年8月1日（月） 第2回研究会

講演「中国の「一帯一路」構想」

研究協力者：伊藤 亜星

東京大学社会科学研究所 講師

質疑応答・自由討論

2016年10月17日（月） 第3回研究会

講演「中国の対外援助動向—アジアにおけるインフラ開発を中心に—」

研究協力者：北野 尚宏

国際協力機構 JICA 研究所 所長

質疑応答・自由討論

2016年11月21日（月） 第4回研究会

講演「国際資本フローの変動に揺れるポスト・リーマンショック期の中国」

リサーチャー：青木 浩治

甲南大学経済学部 教授

リサーチ・リーダー：岩本 武和

京都大学経済学研究科 教授

質疑応答・自由討論

2017年2月13日（月） 第5回研究会

講演「Chinese Economy and Lessons from it」

リサーチャー：矢野 剛

京都大学経済学研究科 准教授

質疑応答・自由討論・今年度の報告書作成と次年度の研究計画について

「アジアの成長に資する開発金融」
研究報告書

発行日 2017（平成 29）年3月
発行所 〒530-0011
大阪市北区大深町3番1号
グランフロント大阪 ナレッジキャピタル
タワーC 7階
一般財団法人 アジア太平洋研究所
Asia Pacific Institute of Research (APIR)
TEL (06) 6485-7690（代表）
FAX (06) 6485-7689
発行者 榎原則之

ISBN 978-4-87769-375-6