

# 中国の資金循環モデルによる財政・金融政策の考察

—1990年代の資金循環（実物取引）を中心とする計量分析の試み—

張 南（広島修道大学）

## 1. 研究の目的と主な結論

本研究は資金循環の実物面と金融面を結びつけて、中国の資金循環（実物取引）統計と関連統計を使い、不均衡から均衡への連続的調整過程と中・長期における資金循環の状態を描写する不均衡動学モデルを作成した。それによって、諸経済変数の内在的関連要因を検討し、資金循環から財政・金融政策の波及効果と総合効果を対象として、計量的分析を試みている。

### 1.1 中国経済における資金循環の特徴

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。中国の国内投資が逡増の傾向となっていたが、1993年を除いて貯蓄超過の傾向が続いていた。一方、経常収支は貯蓄超過の変化と同じ変動方向を持っており、1993年を除いて持続的な経常黒字となっており、年平均の経常黒字が145億米ドルとなっている。経常黒字の逡増で、中国の外貨準備高も1992年の194億ドルから2003年の4033億ドルに伸びてきた。40%の貯蓄率及び家計部門の持っている巨大な貯蓄は中国の企業部門と政府部門の主な資金調達之源となった同時に、大規模な海外資金の流入と不安定な国内資金の流出が同時に存在していた。アジア危機後、外貨準備の増加と資本逃避の拡大によって中国の資金純流出が目立たれており、毎年平均の1208億元の資金純輸出をしていた。

### 1.2 本研究の分析内容と主な結論

以上のような点を踏まえて、理論分析を行った結果、次のような結論が得られる。

- (1) 中国経済の資金循環に国内の資本逃避と大規模な外資の流入が同時に存在し、相対的資本過剰という矛盾な状態となっており、財政・金融政策の実行にあたって、本来発揮すべき機能を十分働いておらず、以下のような限界を露呈している。
- (2) 財政政策の即時的効果は大きく機能していたが、波及効果はマイナスになっている。財政政策を主導してきたマクロコントロール政策の限界が現れている。
- (3) 金融政策の即時的効果も波及効果も弱く、金融政策の手段がうまく利用されていない。これは流動性のなわに落ちていたことでなく、市場のメカニズムが十分機能していないからである。
- (4) 実体経済と金融経済の発展のアンバランスで、社会資金需給に構造的な矛盾が存在しており、財政政策と金融政策の協調運用がますます重要である。
- (5) 体制的問題、構造的問題の改革及びマクロ経済の総合的調整を行う必要である。

## 2. 資金循環（実物取引）分析の理論モデル

中国経済の資金循環（実物取引）モデルは、ワルラス・ヒックスの一般均衡理論に基づいて作成している。本モデルでは、中国経済における資金循環の均衡状態を反映することができるように構築されたものではない。現実の資金循環においては、観測値が均衡値と一致になることは極めて少ないので、年度データに基づく中期多部門モデルにおいて、資金循環は常に均衡状態に向かっていく調整途上にある

と考えるべきであろう。また、経済全体の資金需給がバランスしている場合であっても、部門別についてはアンバランスの状態に置かれている場合も当然有りうる。こうした考えから、資金循環モデルの意図する所は、一期毎に均衡が成立するという意味での均衡モデルではなく、むしろラグ構造や諸経済変数の内在的関連要因に結び付けて、不均衡から均衡への連続的調整過程と中・長期における資金循環の状態を描写する不均衡動学（dynamic）計量経済モデルである。

## 2.1 データ

本研究に使われた主要なデータは資金循環勘定（実物取引）である（資料1参照）。資金循環勘定（実物取引）は「国民所得勘定の垂直的拡張」に相当するものであり、国内総生産および支出勘定から計算された付加価値を制度部門に調整し、制度部門別の付加価値を資金循環統計の出発点として、所得、分配、再分配、消費、貯蓄および投資の形成、および純金融投資（＝資金過不足）を計算の対象範囲としている。各経済主体を記録する部門を、企業、金融機関、一般政府、家計、海外に分類される。実証分析に使われたデータは資金循環勘定から取り入れたもの以外に、中国統計年鑑や国際通貨基金の国際金融統計を使っている。その中、世界利子率は中国国内に対する海外の重要な貿易関係を持っている国の金融市場金利の加重平均値である。加重平均のウエイトは、アメリカ、カナダ、イギリス、ドイツ、フランス、日本、韓国、シンガポール、タイ、マレーシアなどの関係国の純資本収支を取っている。

## 2.2 モデルの特定化

本来の資金循環モデルを構成するためには、幾つかの前提を導入することが必要である。そこで、これらの前提条件を特定化したうえで、8つの構造方程式と3つの定義式から成立つて、その連立体系により資金循環の動きを表現しようとするものである。

## 3. 推定結果及び比較動態分析

連立方程式体系の経済モデルにおいて、経済政策手段である外生変数を変化させた場合に、内生変数の動学経路がどのようになるかを明らかにするのは、政策シミュレーションである。本研究は、動学経路を利用することによって、消費、投資、国内総生産、実質金利、可処分所得、輸出入、税収、為替レートなどの内生変数が外生変数について解かれた誘導方程式を導出したうえで、政府支出乗数や貨幣乗数などの政策の即時効果である衝撃乗数、政策の波及効果である中間乗数、政策の総合効果の総乗数及びクラウディングアウト効果の推計を行う。

### 3.1 推定方法

資金循環モデルは8本の構造方程式と3本の定義式からなり、3段階最小2乗法（Three Stage Least Squares method: 3SLS）によって作成されている。まず、2段階最小2乗法によって各構造方程式を推定し、次に、この推定結果によって得られる各方程式の残差（分散共分散行列）を利用して、一般化最小2乗法によって各方程式を推定するものである。この3SLS推定量は一致推定量であり、其々の構造方程式の攪乱項が相関をもつ場合には、2SLSよりも漸近的により有効的推定量となる。

### 3.2 各関数の推定

### 3.3 財政政策と金融政策の波及効果（長期効果）

### 3.4 財政・金融政策の総合効果

### 3.5 IS-LM 曲線とクラウディングアウト効果