

中国と米国の対外資金循環における鏡像関係

— 国際資金循環分析の視点を中心として —

張 南*

要旨

本研究は国際資金循環分析の視点に基づき、1990年代以来の中国と米国の対外資金循環に存在していた鏡像関係を統計的に観察する。対外資金循環の変動は国内経済の構造問題に影響され、米国の拡大してきた二つの「赤字」に対し、中国の二つの「黒字」は急増してきたが、中国保有の世界一の外貨準備と米国債は大きなリスクに直面している。これらの問題を解決するため、中国の経済発展の構造調整と国際協調の強化などの政策調整が必要になると思われる。

キーワード

資金循環, 国際収支, 外貨準備, 金融危機

1 はじめに

21世紀に入って中国は米国にとって最大の経常赤字を持つ相手国となり、2007年の米国の対中経常赤字は米国の経常収支赤字総額の30%を占めている¹⁾。一方、1992年から2008年まで中国の経常収支黒字は年平均878.6億ドルに伸びており、海外からの直接投資と証券投資を含む資金純流入も年平均324億ドルの規模で増大していた。中国の国際収支の「双子の黒字」により、2006年末中国の外貨準備高は1.07兆ドルで、世界一の外貨保有国となり、2009年12月末、更に2.4兆ドルまでに激増していた。

また、2008年9月末、中国保有の米国債は5870億ドルとなり、その後、米国の金融危機が発生したにもかかわらず、中国は米国債への投資を拡大しつつあり、2009年9月に最大値の9383億ドルとなり、同年12月に

も8948億ドルの規模を維持している²⁾。中国はまだ発展途上国であるが、超大国の米国に巨額の融資を続けていた。モノの流れとマネーの流れを含む対外資金循環の面からみれば、米国の消費超過と中国の貯蓄超過により、中国から米国への輸出増大が続けられ、中国の対米経常黒字の拡大に伴い、中国の外貨準備が増加し、更にこの世界一の外貨準備を使って、米国国債を購入することで、米国の消費超過と資金不足を支え、米国の財政赤字を埋め合わせていたという不安定な「鏡像関係 (Mirror Image)」が中国と米国の間に存在していた。

鏡像とは元々数学から来ている概念であるが、一般的意味でいえば、鏡に映された反転の左右対称をなす点や物体の像を指し、違う立場から物事の状態や性質などを観察するとき、物事の位置・順序・方向・あり方などが逆の対称的關係にあることを意味する。最近、この言葉が金融市場の動きを分析した文献でよく使われる³⁾。

* 広島修道大学経済科学部

〒731-3195 広島市安佐南区大塚東1-1-1

米中間の鏡像関係に関する先行文献を調べてみると、米国発の金融危機に絡んだこの鏡像関係の要因を解明しようとする研究は主に以下の五つの視点に纏められる。ひとつは、米国の「双子の赤字」によるものだと解釈している。この説によれば、米国の通増してきた財政赤字は政府の消費拡大をもたらし、経常収支赤字の拡大に繋げている。しかし、政府消費は総消費の中の小さな一部分だけを占めており、Backus, Henriksen, Lambert and Telmer(2005)の研究によれば、過去40年の米国の経常赤字と財政赤字の相関係数は小さく、顕著な相関関係が見られなかった。二つ目は、グローバル金融危機の原因が中国などの経常収支黒字諸国にあるという米国で台頭している金融危機の責任転嫁論を批判する研究である。竹中・西村(2009)の研究によれば、米国の経常赤字拡大の背景には、「米国の内需拡大(住宅バブル、貯蓄率低下による)」と「海外から米国への資金流入の強まり→資本収支黒字の拡大→長期金利の低下と経常収支赤字の拡大」の双方のメカニズムが働いたと考えている。それと近い考えで、松林(2009)は1970年代後半以降の米国における経常収支の変動メカニズムを、多面的なアングルから検討し、米国の経常収支の変動を構造的変動要因、循環的変動要因、その他の変動要因に析出し、米国住宅価格の急速な上昇は米国への資本流入を加速させると同時に、米国への資本流入が住宅価格を更に引き上げている可能性がある」と指摘している。

三つ目の視点は人民元為替の調整不十分による米国の経常収支赤字の拡大である。しかし、為替の変化は経常収支にある程度の影響を与えるが、経常赤字を発生させた主要な原因とは限らない。例えば、1980年代後半から日本では急に円高となっていたが、対米の経常収支黒字は全然減少しておらず、対外収支の不均衡は単に為替レートの調整だけでは説明できない。四つ目の視点としては、金融

市場システムの成熟度の相違が米中間の歪んだ鏡像関係をもたらしたという考え方である。Willen(2004)の研究によれば、一国の金融市場の成熟度が低ければ低いほど、その国の貯蓄は高くなるので、米中間の対外資金循環の不均衡をもたらすことになる。Caballero(2008)などは世界的インバランスの均衡モデルと低金利の研究を通じて、一国が世界に提供する資産の能力の差によって世界の不均衡をもたらすと主張している。これに関連して、Mendoza, Quadrini and Ríos-Rull(2009)は上記の研究を踏まえて、金融市場の統合は金融発達国の貯蓄を低下させ、海外からの融資拡大を促進したので、長期的にグローバルな不均衡をもたらしたと解釈している。以上の研究と関連して、Bagnai(2009)は、国内の貯蓄投資バランス、国際収支に関わる為替変動と貿易の動き、及びグローバル金融資産のストック変動という三つの側面から米中両国の対外不均衡の発生要因を分析している。

一方、五番目の視点としては、米国の拡張的財政・金融政策と米ドルの覇権主義がグローバルな不均衡をもたらした重要な要因だと主張している(中国社会科学院経済研究所, 2009)。卢(2008)も米中間の鏡像関係を提起し、両国の経済成長の特徴と問題点を分析したうえで、中国の不均衡の経済成長を是正するために、経済体制改革の強化、経済成長の構造調整及び所得分配の格差是正などの政策提案を打ち出している。李(2007)の研究は中国資金循環統計(実物取引)を使って中国の高い貯蓄率の原因を分析し、内需拡大をするため、分配構造の改善と家計所得の向上が必要だと主張している。

ところで、上記のグローバル不均衡に関する研究は殆ど貯蓄投資—国際収支—グローバル規模の資産運用という視点から、あるいは実物面の経常赤字(黒字)と資金面での流入(流出)から米中間の過剰消費と過剰貯蓄の形成要因を分析しようとしたものであるが、

其々の側面に存在する内在的な因果関係についての検討はまだ十分とは言えない状態である。そして、1990年代以来の米中間の対外資金循環の長期的な不均衡について、国内の貯蓄投資バランスの視点から国際資本移動までというグローバル不均衡の問題を論じていたが、国際資金循環という概念で米中間の不均衡形成のメカニズムを体系的に明らかにしようとする研究は未だないと思われる。国際資金循環という視点からみれば、経常赤字(黒字)が長期的に続けられれば、海外からの資金流入(流出)も長期的に続けられることを意味する。米中間の対外不均衡を見る場合、国際資金循環という分析の枠組みから体系的に精査するという新しい視点は必要であろう。

そこで、筆者は国際資金循環という分析の枠組みで、米中間に存在している鏡像関係を検討してみる。石田(1993)によれば、国際資金循環分析(global flow of funds analysis)は、研究の対象と目的により、世界経済を幾つかの特定地域に分け、これらの相互間における経常取引(産業的流通)と資金取引(金融的流通)の資金の流れを体系的・統計的に観察し、モノの流れとマネーの流れの主要な動向をマクロ的に明らかにすることを目的とする。資金循環勘定と国際収支統計の関係を明らかにし、国際資金循環分析を展開できる統計体系に関する先駆的研究には松浦(1993)が取り上げられる。

上記の国際資金循環分析に関する研究成果を踏まえて、張(2005)は国際資金循環の視点から国際資金循環分析の理論モデルを作成し、資金循環統計、国際収支及び国際資金フローに関する統計体系を整理したうえで、記述統計分析と構造方程式という分析手法を用い、東アジアと日米中の対外資金循環を中心にして実証研究を行った。また、辻村(2009)は米国発の金融危機に対し、米国の資金循環統計を使って金融連関表の乗数分析の枠組みで米国のサブプライムが世界的問題に発展し

たメカニズムを統計的に描き出している。

以上の研究成果を踏まえて、本研究は、貯蓄投資フロー、対外貿易フロー及び対外資金循環という三つの視座から国際資金循環分析の理論的枠組みを整理し、1990年代から2008年までの先進諸国、途上国、及び米国と中国を巡る国際資金循環に関する基本情勢を概観したうえで、米中間の対外不均衡と不安定な鏡像関係の形成要因とそのメカニズムを統計的に解明し、「鏡像関係」に存在している問題点を取り上げ、将来の展望に踏み込み、国際協調を含めた中国経済の構造調整のとるべき政策を提起しようとするものである。また、研究の手法としては、これまでの国際資金循環分析の理論と手法を発展させ、1990年代から最近までの米中間の対外資金循環の動きを中心にし、記述統計の分析手法でこの鏡像関係の形成要因と問題点及び処方箋を探るものである。

本論文の構成は次の通りである。次の第2節では、貯蓄投資バランス、経常収支と貿易フロー、及び国際資金フローという三つの側面から分析のフレームワークを定める。第3節では、1990年代以来の国際資金循環に関する基本的変化、米国の対外資金循環のインバランス、中国と鏡像関係を統計的に観察し、その要因と問題点を提起する。第4節では、中国の対外資金循環の構造問題を検討し、米中間に形成された鏡像関係のメカニズムを析出し、ポスト危機後のとるべき対策を提言する。最後の第5節では、分析の結論を纏める。

2 国際資金循環分析のフレームワーク

国際資金循環は、貯蓄投資のギャップによって引き起こされた資金調達と、経常収支のインバランスによって発生された国際資本移動を指している。国際資金循環統計は、貯蓄投資バランス、対外貿易フロー及び対外資金フローの動きを示し、資金循環勘定に示された国内部門全体の資金過不足と海外部門の

資金フローの関係、海外部門の資金フローと国際収支の関係に関わるものである。

国際資金循環の流れから見れば、国際資金循環分析の範囲は実物経済の投資貯蓄差額と経常収支バランスとの関係、国内資金の流れと国際資本移動の変化を含める。国際資金循環の枠組みをみると、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。国際資金循環における資金の流れを国際収支と繋げると、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、これはネット・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、海外部門に対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。ここで、統計データの制限で、ネット・ベースを研究の対象にして検討を行ってみる。

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、経常収支、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、

事後的に以下の関係式に整理することができる。

貯蓄投資差額と資金過不足と経常収支バランス

$$(S-I) + (G-T) = \Delta FA - \Delta FL = EX - IM \quad (1)$$

対外収支バランス

$$EX - IM = FI_o - FO_o = (FO_d - FI_d) + \Delta FER \quad (2)$$

金融市場バランス

$$FO_d + FO_o + \Delta FER = FI_d + FI_o \quad (3)$$

以上の式を変換して国際資金循環における国内外の資金の流れを区分すると、国際資金フローの均衡式を得る。

国際資金フローの均衡式

$$FO_o - FI_o + \Delta FER = FI_d + FO_d \quad (4)$$

(4)式の右辺は国内部門の資金過不足を示し、左辺は海外資金純フローと外貨準備増減の合計を意味する。(4)式の両側を整理し、ネットの資金フローのバランス関係が得られる。

ネット・ベース資金流入のバランス

$$NFO_o + \Delta FER = NFI_d \quad (5)$$

また、 $FO_d - FI_d + \Delta FER = CA$ となる。 CA は経常収支とする。即ち、資金循環勘定における資金過不足は国際収支の経常収支に対応するものである。第(1)式から第(5)式までのバランス関係を見ると、 $S > I$ となれば、 $CA > 0$ となり、 $FI_d > FO_d$ となる。このとき、国内部門が資金余剰で、海外部門の資金不足となり、海外への資金純流出となる。逆に、 $S < I$ となれば、 $CA < 0$ となり、 $FI_d < FO_d$ となる。この場合、国内部門の資金不足で、海外部門の資金余剰となり、海外からの資金純流入となる。このように、貯蓄投資バランス、資金過不足及び経常収支の恒等式は資金調達による国内外資金の流れと財貨・サービスの輸出入による物的流れとの構造関係を表している。

また、(5)式より、資金循環勘定における海外資金純フロー ($FO_o - FI_o$) は国際収支表の資本収支に対応していることがわかる。国際収支表の定義から、資本収支は投資勘定（直接投資(DI) + 証券投資(PI) + その他投資

(*OI*) と資本勘定(*CaA*)から構成されているので、海外資金純フローは

$$(FO_o - FI_o) = DI + PI + OI + CaA \quad (6)$$

として表すことができる。式の右方にある項目は全て純額とし、国際資金フローの経路、構成及び規模を示している。ここで、上記記号の定義は以下のとおりである。

S : 民間貯蓄 *I* : 民間投資 *G* : 政府貯蓄

T : 政府投資 ΔFA : 金融資産増

ΔFL : 金融負債増 *EX* : 輸出 *IM* : 輸入

FI_d : 国内資金流入 FO_d : 国内資金流出

FO_o : 海外資金流出 FI_o : 海外資金流入

ΔFER : 外貨準備増減

$NFO_o = FO_o - FI_o$ (対外資金純流出)

$NFI_d = FI_d - FO_d$ (国内資金の純流入)

このように、(1)式から(6)式までのバランス式は、国際資金循環の流れを表している。民間部門の貯蓄投資ギャップと政府部門の財政収支は、経常収支黒字に関係するし、資本収支あるいは資本流出とも関係することを示している。国際資金循環のメカニズムが働いた結果、つまり、事後的に見る場合、もし財政赤字の状態となっているならば、貯蓄不足 ($S < I$) にある国では、経常収支が赤字となり、対外負債の増加或いは外貨準備の取崩しで赤字を埋め合わせることになる。逆に、貯蓄超過 ($S > I$)、そして、貯蓄超過は財政赤字をカバーできる場合、経常収支は黒字となり、外貨準備の増加あるいは国内資金の流出という形で、当該国の対外純資産が増加することになる。(2)式と(4)式からわかるように、経常黒字が継続的に増大しているにもかかわらず、海外資本の流入が続けば、その結果として外貨準備の激増にほかならない。一方、事前的に以上のバランスの相互関係を考慮するとき、(1)式から(6)式までの各項はどのような変数に依存し、どのような決定メカニズムにあるのかを、政策調整プロセスの面から検討しておく必要がある。

このように、国際資金循環の変化は、対内的に経済成長のパターンと貯蓄投資に係るし、対外的に経常収支と表裏一体の関係にある資本収支のバランスによって左右される。国際資金循環分析は、国内資金の流れから国際的資金フローへの展開であり、三つの視座から国内部門全体の貯蓄投資バランスと資金過不足の状況、海外の資金フローと国際収支の変化、国際資金循環における各国の相互関係を体系的に把握し、国際資金循環の流れと変動方向のメカニズムを明確にし、経済の安定成長と世界経済の均衡状態を把握しようとする。以下では、この分析のフレームワークに基づき、米中間の対外資金循環の特徴と鏡像関係を統計的に観察したうえで、国際資金循環分析の視点から見た中国経済の構造的問題を検討する。

3 米国の対外資金循環の不均衡と中国との鏡像関係

3.1 世界主要地域における国際資金循環の変化

米中間の鏡像関係をみる前に、国際資金循環の全体像、つまり、世界の貯蓄投資バランスと資金の流れの基本情勢を確認しておこう。表-1は先進国・新興途上国・米国・中国の主要計数を取りまとめたもので、内外の資金循環の規模として、貯蓄投資、資金過不足、経常収支、及び海外との資本の流出入をとりあげ、それらの規模をそれぞれの対GDP比率で示している。分析期間を1992年-2008年とするのは、米国の経常赤字の拡大が1992年からということと、中国の資金循環統計が1992年から公表し始めたという理由である。そして、分析期間に各経済発展段階の資金循環の特徴を示すために、アジア金融危機以前、その以後、及び米中の対外不均衡が拡大してきた2003-08年という三つの期間に分類している。

まず、先進国と途上国の投資貯蓄と資金過

表-1 世界主要地域の国際資金循環の構成 (対名目GDP比率)

	1992-96	1997-2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
先進国								
投資	21.8	22.0	19.9	20.5	21.0	21.4	21.3	20.8
貯蓄	21.4	21.6	19.1	19.8	20.1	20.6	20.5	19.4
資金過不足	-0.3	-0.4	-0.8	-0.7	-0.9	-0.8	-0.7	-1.4
新興途上国								
投資	27.4	26.1	25.9	27.2	27.3	28.3	30.1	31.3
貯蓄	25.8	26.0	28	29.8	31.6	33.3	34.2	35.1
資金過不足	-1.6	-0.1	2.1	2.6	4.2	5.0	4.1	3.9
米国								
投資	18.2	19.9	18.7	19.7	20.3	20.5	19.5	18.2
貯蓄	15.7	17.3	13.9	14.5	15.1	16.2	14.5	12.6
経常収支	-1.4	-3.4	-4.7	-5.3	-5.9	-6.0	-5.2	-4.9
資本流入	5.0	7.1	7.3	11.8	8.5	13.7	12.5	4.3
資本流出	3.5	3.8	2.6	7.4	2.9	7.7	7.8	0.7
資金過不足	-1.5	-3.3	-4.8	-4.5	-5.6	-6.0	-4.7	-3.5
中国								
投資	39.8	36.5	41.0	43.2	42.7	42.6	42.2	43.5
貯蓄	40.9	39.5	43.2	45.7	48.2	50.1	51.0	51.4
経常収支	0.4	2.2	2.8	3.5	7.2	9.4	11.3	9.5
資本流入	6.6	3.3	5.3	6.8	5.6	5.4	6.8	3.4
資本流出	7.1	5.4	8.0	10.3	12.7	14.6	16.5	13.6
資金過不足	0.4	2.1	2.7	3.5	7.2	9.2	9.7	10.2

注：①第2節(1)式によれば、理論上で貯蓄投資差額が資金過不足と同じ数値になるはずだが、米国と中国の当該指標を含めて実際の統計作成の場合、資金循環の実物取引面から取った貯蓄投資差額と金融取引面から取った資金過不足の間に統計誤差が存在している。

②1992-96年と1997-2002年の数字が年平均値：

③World Economic Outlookの統計定義によれば、先進国地域は、以下の33カ国と地域となる。オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、キプロス、チェコ共和国、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、香港、アイスランド、アイルランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、ルクセンブルグ、マルタ、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポルトガル、シンガポール、スロバキア共和国、スロベニア、スペイン、スウェーデン、スイス、中国台湾省、英連合王国、米国。

新興途上国地域は、以下の150カ国と地域に含まれる。アフガニスタン、アルバニア、アルジェリア、アンゴラ、アンティグアバーブータ、アルゼンチン、アルメニア、アゼルバイジャン、バハマ、バーレーン、バングラデシュ、バルバドス、ベラルーシ、ベリーズ、ベニン、ブータン、ボリビア、ボスニア・ヘルツェゴビナ、ボツワナ、ブラジル、ブルネイ・ダルサラーム国、ブルガリア、ブルキナファソ、ブルンジ、カンボジア、カメルーン、カボベルデ、セントラル、アフリカのリパブリック、チャド、チリ、中国、コロンビア、コモロ諸島、コンゴ民主共和国、コンゴ共和国、コスタリカ、コートジボアール、クワチア、ジブチ、ドミニカ、ドミニカ共和国、エクアドル、エジプト、エルサルバドル、赤道ギニア、エリトリア、エストニア、エチオピア、フィジー、ガボン、ガンビア、ジョージア、ガーナ、グレナダ、グアテマラ、ギニア、ギニアビサウ、ガイアナ、ハイチ、ホンジュラス、ハンガリー、インド、インドネシア、イラン・イスラム共和国、イラク、ジャマイカ、ヨルダン、カザフスタン、ケニア、キリバス、コソボ、クウェート、キルギス共和国、ラオス人民民主共和国、ラトビア、レバノン、レソト、リベリア、リビア、リトアニア、旧マケドニアユーゴスラビア共和国、マダガスカル、マラウイ、マレーシア、モルディブ諸島、マリ、モーリタニア、モーリシャス、メキシコ、モルドバ、モンゴル、モンテネグロ、モロッコ、モザンビーク、ミャンマー、ナミビア、ネパール、ニカラグア、ニジェール、ナイジェリア、オマーン、パキスタン、パナマ、パプアニューギニア、パラグアイ、ペルー、フィリピン、ポーランド、カタール、ルーマニア、ロシア、ルワンダ、サモア、サントメ・プリンシペ、サウジアラビア、セネガル、セルビア、セーシェル、シエラレオネ、ソロモン諸島、南アフリカ、スリランカ、セントクリストファーとネヴィス、セントルシア、セントヴィンセント・グレナディーン、スーダン、スリナム、スワジランド、シリア・アラブ共和国、タジキスタン、タンザニア、タイ、ティモール、トーゴ、トンガ、トリニダードトバゴ、チュニジア、トルコ、トルクメニスタン、ウガンダ、ウクライナ、アラブ首長国連邦、ウルグアイ、ウズベキスタン、バヌアツ、ベネズエラ、ベトナム、イエメン共和国、ザンビア、ジンバブエ。

出所：先進国と新興途上国の関連データはFlow of funds (IMF World Economic Outlook) より引用、米国の関連データはFlow of Funds Account (FRB) に、中国の関連データは『中国統計年鑑』と『資金循環勘定』により作成したものである。

不足の動きをみると、分析期間においては、先進国の投資超過と資本不足となっていたが、資金不足の対GDP比率は1992-1996年の0.3%から2008年には1.4%に伸びていた。これに対し、アジア金融危機以前に途上国も投資超過で、資金不足率は1.6%となったが、2003年以降、途上国は貯蓄超過と資金純供給の傾向となっていた。資金余剰の対GDP比率は2003年の2.1%から2006年には最大値の5.0%に達し、2008年には3.9%となっている。こうした動きから2003年以降、国際資金循環において途上国から先進国へ資金流出の傾向となり、途上国は先進国に資金供給の役割を演じていたことが分かる。

また、90年代前半の米国は強いアメリカの復活による景気の回復から消費が活発で、貯蓄不足が目立っており、貯蓄不足の対GDP比率は1992-96年と1997-2002年の2.5%となったが、2003年から徐々に大きくなり、2008年には5.6%に上昇している。貯蓄不足の状態は続いていたが、経常収支も輸入の増大から赤字が増大傾向にあった。表-1に示されているとおり、経常赤字の対GDP比率は1992-96年平均の1.4%から2006年には6%に拡大した。米国は経常収支赤字を埋めるため、日欧から大規模な国際資本を吸収しただけでなく、中国などの途上国からも大規模な資金調達を行っていた。1990年代においては、米国の資本流入と流出は其々全世界総額の三分の一と五分の一となっており⁴⁾、2003年以後、更に拡大している傾向があり、2006年に資本流入の対GDP比率は最大値の13.7%となった。そのため、米国の資金不足の対GDP比率は1992-96年の1.5%から2006年の6.0%へ逡巡してきた。けれども、米国発の金融危機の影響で2008年において経常赤字も資金不足も縮小している。

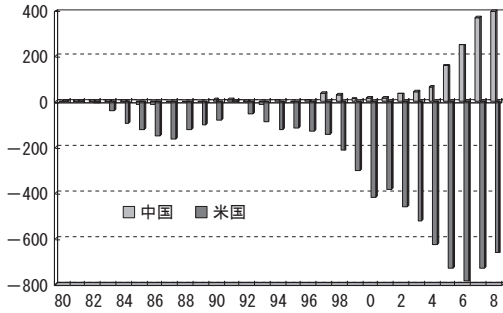
一方、中国の国際資金循環の計数をみると、米国のそれと対照的に逆の現象が現れている。貯蓄超過率は分析期間の1.1%から7.9%にも

伸びている。経常黒字も逡巡しており、1992-96年の0.4%から2007年に最大値の11.3%に達している。また、海外との資本流出入をみると、資本流入の対GDP比率は6.6%から3.4%まで動いたのに対して、資本流出の同比率が1997-2002年の5.4%であったが、2004年以降から急増し、2007年に最大値の16.5%になった。その影響で、資金過不足の比率も1992-96年の0.4%から2008年の10.2%に大きく上昇している。特に2006-07年の間、米国の資本流入率は最大値であったのに対し、中国の資本流出率も最大値となっており、米国債などの証券投資で中国から米国へ大規模な資本輸出を行い、国際資金循環における米中間の鏡像関係を物語るものと言えよう。

3.2 米中間の鏡像関係が形成された要因

2008年9月に米国発の金融危機の背景には、米国の中国やアジアなどの諸国との間での経常収支不均衡の問題もある。資金循環や国際収支などの統計を用いて観察してみよう。

図-1に示された通りに、1980年からの約30年間の間、米国の経常収支はずっと不均衡の状態であったが、二つの大きな周期が見られる。そのひとつは1980年から1990年までの経常赤字の変化である。もうひとつの大きな波動は1991年から2008年までの経常赤字の激増とその後の縮小傾向である。1980年から1990年までの米国の経常赤字は日米の貿易摩擦を頻繁に引き起こした。1991年に米国の経常収支は29億ドルの黒字に転換したが、わずか1年間だけで再び赤字状態に戻り、2006年に最大値の7881億ドルに転じ、対GDP比率の6%に達している。ただし、今回の貿易摩擦の主要相手国は日本の代わりに中国となっている。ここで、先述の第(1)式に示された三つの分析視点に基づき、米国の経常赤字が激増されてきた原因とその結果を米国内と海外の両面から調べてみる。

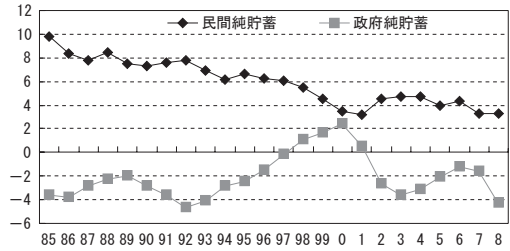


出所：IMF, World Economic Outlook, October 2009

図-1 米国と中国の経常収支 (10億ドル)

米国の経常赤字が長期的に通増していたのは、米国経済に構造的な問題が存在することを示唆している。第(1)式から示されるように、米国の経常赤字の変化は国内貯蓄投資バランスと政府の財政支出と対外資金フローに関わるので、まず、貯蓄投資バランスから、経常赤字発生の原因を見てみよう。

1980年代の米国の経常赤字は主に財政赤字の増加を反映するとともに内需の拡大テンポを上回って拡大したが、1990年以降の経常赤字は、IT産業の投資を軸とした設備投資と民間消費の増大を反映したものであった⁵⁾。1990年以降、米国の貯蓄率は低下していた傾向にあり、特に2002年以降、貯蓄不足率が落ち続け、経常赤字拡大の主要因となっている。米国の資金循環統計を使って、国内貯蓄投資のギャップを民間部門と政府部門に分けてみると、図-2が示しているとおりに、分析期間に一貫して民間部門は貯蓄超過、政府部門は投資超過になっているが、民間純貯蓄率は低下の傾向にあり、1985年の9.8%から2008年に3.1%に低減していた。また、クリントン政権の1998年から2001年までの4年間に政府純貯蓄率はプラスの2%程度となったが、この時期を除いてマイナスの純貯蓄率を続け、2008年に更に-4.1%となっている。政府純貯蓄率がマイナスとなるのは政府の投資超過と財政赤字を意味するもので、2002年以降、民間部門純貯蓄率の低下により、



出所：Flow of Funds Accounts of the United States

図-2 米国の部門別の純貯蓄率(対GDP比, %)

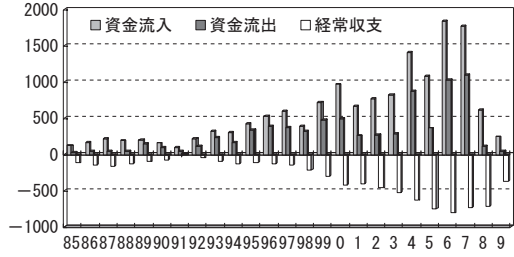
政府部門の投資超過が民間部門の貯蓄超過分を大きくしのぎ、2008年政府の投資超過は最大値の5815億ドルにも上がっている。この結果として、米国の民間部門と政府部門を含めた貯蓄投資バランスの不均衡は、海外輸入の拡大で補う形を取らざるを得なかった。従って、米国の対外不均衡に及ぼした根本的な問題は米国内の貯蓄不足である。その結果として、安い中国商品は大規模に米国市場に流れ、米国の対中貿易赤字が1999年第1期四半期の132億ドルから2008年第3四半期の768億ドルまでに増加しており、2008年に米国の対中貿易赤字は貿易赤字全体の37.7%に達している。

けれども、第(1)式に示された対外資金循環のバランス関係により、超過消費と貯蓄不足で経常赤字をもたらすことになれば、この経常赤字を埋め合わせるために、経常黒字国から資金調達をしなければならない。80年代後半から、米国の経常収支赤字と財政赤字が目を見張るばかりのペースで膨張していると同時に、大規模な海外資金フローも米国に集中している。米国は経常収支黒字国から自国の経常赤字以上の外国資本を集め、それを自らの経常赤字ファイナンスに充て、自国の長期にわたる景気拡大を実現する一方で、その経常赤字以上の余剰分を使って対外投資も行っていったのである。

米国の資金循環勘定における海外部門表(F.107 Rest of the World)⁶⁾の対外収支の純額

に純資本移転を加えると、海外部門の総貯蓄となり、これが米国の経常収支に当該するものである。海外部門の金融資産が増加すれば、米国への資金流入となるが、海外部門の金融負債が大きくなれば、米国からの資金流出となる。

図-3は米国の資金流出入と経常収支の動きを示している。その変化をみると、1990年代以降米国の対外資金循環の規模が大幅に増大しており、1985年から1996年まで、対米資金流入は3.09兆ドルとなったが、1997年から2008年までの対米資金流入は12.24兆ドル、平均すると米国経常赤字の2倍以上である。特に1993-1997年の間、米国経常赤字総額の5656億ドルに対して、対米資金流入の総額は2.28兆ドルで、経常赤字の約4倍もの資金流入があった。米国はこの経常赤字を上回る大規模な資金流入を利用し、株価や社債ブームを創り出し、潜在成長率を上回る高い経済成長を実現した。更に米国は強いドルのメリットを利用し、新興市場国やその他の世界に証券投資や直接投資を積極的に展開し、1990年から2008年までに米国からの資金流出は7.37兆ドルとなり、投資収益の好調も続けていた。けれども、海外からの大規模な資金流入は米国内の資金需要を緩和させ、

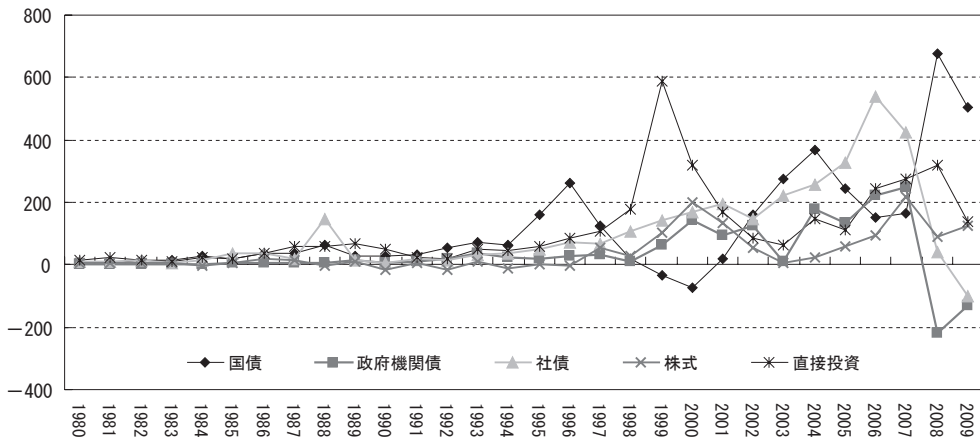


出所：FRB, Flow of Funds Accounts (F107 rest of the World) ; IMF, World Economic Outlook Database.

図-3 米国の対外資金フロー（10億ドル）

長期金利を引き下げ、2002年から2004年までの間、FRB基準金利が1%までに下がり、実質金利は非常に低い状態が続いた。それで、低所得者の住宅需要を高め、巨大な住宅バブル (housing bubble) を惹き起し、最終的に2008年9月に米国サブプライム危機にまで発展した。以上から、米国の経常赤字拡大は民間部門の貯蓄率低下、特に政府純貯蓄不足による内需拡大の結果であると同時に、中国などの新興市場国を含む海外からの資金流入に関わっていた。

ここで、米国への海外資金純フローを少し詳しく調べてみよう。海外からの投資パターンは、米国の経常収支と金融市場の動向を反



出所：FRB, Flow of Funds Accounts of the United States (F107 rest of the World).

図-4 海外から米国への金融投資パターン（10億ドル）

映する形で変化している。国際資本フローの投資先として、2000年まで直接投資・株式・社債への投資が中心であり、そして、1999年直接投資の規模が最大値の5894億ドルに達した。けれども、図-4に示された通り、2000年に入ると景気後退からこのような傾向は低下し、2001年のテロ事件後、直接投資と株式投資への資金流入は縮小しているのに対し、国債と政府機関債の購入は急増していた。その中に政府機関債⁷⁾の購入は2003年の52億ドルから2007年の2503億ドルまで著しく増加している。これは米国の住宅価格高騰に伴い、住宅資産を担保とするモーゲージ関連債券の急増に他ならない。そして、米国債の購入は2002年の1475億ドルから、2008年に最大値の6743億ドルまで急激に拡大していた。ただし、2008年米国発の金融危機の影響で、海外投資家は一斉に政府機関債と社債を売却（マイナスの数値）したので、国債の購入が資本流入総額の109.7%を占めていた。

米国政府が経常赤字を埋め合わせるため、国債の発行を増やしている。2008年10月以降、米国発の金融危機にもかかわらず、中国は米国債への投資を拡大し、中国の米国債の保有は、2004年1月の1576億ドルから2009年9月の最大値9383億ドルまでに増大しており、米財政赤字が膨らむ中、米国債保有の危険さが論じられている。

他の通貨資産と比べると、米国ドル本位制の国際通貨システムの影響で中国などの中央銀行は相当な比重で米ドル資産を外貨準備として保有していた。その結果として、米国の消費超過→中国からの輸入→米国経常赤字の拡大→中国の米国債の保有増→国際資金の米国への還流という形で、1990年代から国際資金循環において米国と中国の鏡像関係が形成され、それを中心として国際資金循環のバランスを維持してきたのである。けれども、米国のサブプライムローンの危機がきっかけ

となり、従来の国際資金循環のバランスが崩されており、米中は国際資金循環における新しい接着点を探そうとしているところである。

このように、国際資金循環の視点から2008年米国発の金融危機で、対外資金循環における米中間の鏡像関係が揺れているのは、以下の三つの原因があると考えられる。第一は国際資金循環のメカニズムが働いた結果である。米国内の過剰消費と貯蓄不足によって経常赤字は激増され、海外からの巨額な資金流入は米国の経常赤字拡大を持続させたが、米国長期金利の低下を及ぼし、住宅バブルの発生と崩壊に繋がった。即ち、急激的な経常赤字の拡大と巨額の資本流入によって、従来の対外資金循環におけるバランス関係が崩されてしまった。第二は、米国内の金融規制管理の不十分によるものである。国際資金フローが米国に集中した結果として、米国内の相対的資金余剰となり、家計、企業及び金融機関自身がこれを使って資産や住宅や土地などに投機的な投資を盛んに行った。けれども、FRBを含めた金融機関は資金運用の規制管理を十分に果たしておらず、2007年後半起こったサブプライムローン危機や米証券大手リーマン・ブラザーズの倒産などで、米国資金の流れが国際資金循環から脱落し、世界不況を及ぼしたのである。第三は、主要的要因と副次的要因を区別する必要があるが、米国発の金融危機に中国などを含む米国への輸出国が深く関わっていたことに注意する必要がある。高成長の中国は労働集約型の産業構造から安い製品の輸出で貿易黒字を拡大し、急増した外貨準備の運用として、巨大な米国債の保有を通じて米国に資金を還流させ、米国の住宅価格バブルを増幅させ、自動車などの耐久消費財の需要を更に増やし、米国の過剰消費を維持した役割も果たしていたと言える。けれども、米国発の金融危機の影響で、米国の過剰消費が中国経済を含む世界経済を牽引する時代は逆回転し、従来の外需主導による

中国の資金輸出型の資金循環も持続できなくなっている。

4 中国の対外資金循環の問題点と政策調整

1992年から中国の対外資金フローの規模が年々増えており、対外資金流入の対GDP比率は、1992年の10%から2007年に23.3%までに伸びたが、2008年に17%となり、少し低下の兆候が出ている。この期間、対外金融純投資は1992年の353億元から2008年の3.13兆元に増大し、87倍増となっている。第2節の(1)式によれば、このような急激な変化が国内貯蓄投資のインバランスによって影響されるものなので、まず、中国の貯蓄投資のインバランスの原因を調べてみよう。

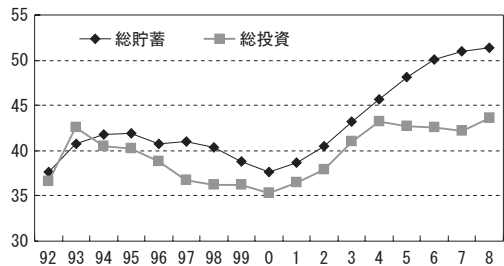
4.1 高い貯蓄が形成された要因

図-5の通りに、分析期間において貯蓄も投資も高い伸び率となり、1993年を除いて貯蓄超過の傾向は続いており、貯蓄超過額が1992年の276億元から2008年の2.41兆元に達し、年平均の貯蓄超過は5971億元となっている。特に2004年から、貯蓄投資のギャップは大きく拡大していた。2004年以降、投資率は42%前後で動いていたが、貯蓄率は2004年の45.7%から2008年に51.4%に継続的に伸びてきた(表-1)。これは米国の貯蓄率と比べて遥かに高い貯蓄水準を示している⁸⁾。

中国の高い貯蓄率は、第2節の(1)式と(2)式に示された対外資金循環の均衡関係を歪ませた形になっている。すなわち、国内の経済成長に伴い、高い貯蓄があれば、資金循環の面からみれば、必ず対外的に巨額な貿易黒字にもなり、そして、国内資金が大規模に流出し、外貨準備も激増し、対外資金循環の不均衡が拡大されるのである。図-5に示されているように、2004年から貯蓄投資のインバランスが激増していた。

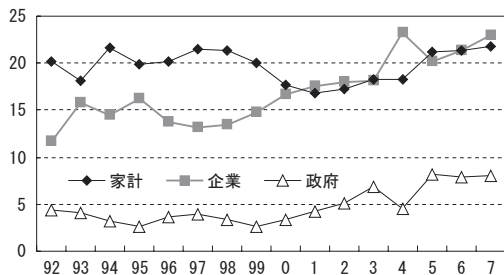
貯蓄率増大の要因を調べるために、中国の

資金循環勘定(実物取引)を使い、家計、企業及び政府部門の貯蓄率を計算した(図-6参照)。資金循環勘定の制度部門は非金融企業、金融機関、政府、家計及び海外に分類されるが、ここで、貯蓄変化の性向を検討するため、非金融企業と金融機関を一つの企業部門に分類する。統計データの制限で1992年から2007年までの部門別貯蓄率しか作成できないが、部門別貯蓄変化の傾向は読み取れる。まず、分析期間において家計部門の貯蓄率は大体20%で動いており、1992年の20.2%から2001年に16.7%の低下傾向で、2002年以降少し伸びたが、2007年に21.8%に止まっていた。つまり、1990年代から家計部門の貯蓄率はあまり上昇していなかった。そして、家計部門貯蓄の対国民総貯蓄額の比重⁹⁾をみると、1992年の55.7%から2007年に42.9%に低下し、国民総貯蓄に占める比重が落ちて



出所：中国国家统计局『中国統計年鑑』

図-5 中国の貯蓄・投資の推移(対GDP比, %)



注：貯蓄率 = 部門別貯蓄 / 国民可処分所得

出所：中国国家统计局『中国統計年鑑「資金循環勘定(実物表)」』

図-6 中国の部門別貯蓄率の推移

いる。それに対し、企業部門の貯蓄率は1992年の11.7%から2007年までの22.9%まで大幅な上昇傾向となり、国民総貯蓄に占める比重も1992年の29.1%から2007年に34.1%に拡大している。また、政府部門の貯蓄率は1992年の4.4%から2007年に8.1%に倍増し、対国民総貯蓄の比重は1992年の12%から2007年に20.9%に大幅に上昇した。1992年から2007年までの期間において国民総貯蓄率は11.2ポイントの増に対して、企業部門貯蓄率の上昇は8.34ポイント、政府部門のそれは1.86ポイントとなったが、家計部門貯蓄率の上昇はわずか0.96ポイントとなっているので、中国の高い貯蓄が主に企業部門と政府部門によって大きく寄与されていたことが分かる。

中国の高い貯蓄が企業部門と政府部門によって寄与された要因を解明するため、貯蓄率の計算式を貯蓄性向と所得分配率に分解し、

資金循環勘定（実物取引）の統計を用いて次の表-2を作成した。中国の資金循環勘定（実物取引）により、家計部門と政府部門の可処分所得から最終消費を除けば部門別の貯蓄となるが、企業部門に消費項目が存在しないので、企業部門の可処分所得は企業部門の貯蓄となる。それで、企業部門の貯蓄性向が1となり¹⁰⁾、所得分配率が企業部門の貯蓄率となるので、表-2に企業部門の所得分配率だけを取り入れている。

表-2からわかるように、家計部門の貯蓄率の上昇鈍化は、家計部門の貯蓄性向の上昇が小さく、所得分配率が大きく低下していたことに関係する。それに対し、政府部門の貯蓄率の伸びは、貯蓄性向の1992年の22%から2007年に最大値44.2%までの倍増に大きく寄与されるし、所得分配率の上昇（19.96%→24.06%）にも関係する。特に2001年以降、政府部門の貯蓄性向と所得分配率は急速に上

表-2 中国の家計部門と政府部門と企業部門の貯蓄 (%)

	家 計		政 府		企 業
	貯蓄性向	所得分配率	貯蓄性向	所得分配率	所得分配率
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	31.65	57.83	23.99	18.90	23.27
2005	35.61	59.41	30.45	20.55	20.20
2006	36.40	58.73	38.56	22.75	21.30
2007	37.94	57.52	44.22	24.06	22.90

注：貯蓄性向＝部門貯蓄/部門可処分所得；所得分配率＝部門可処分所得/国民可処分所得

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』

昇していた。表-2の統計から、1990年以來の中国の貯蓄率の急増は、家計部門の影響が小さく、主に企業部門と政府部門の貯蓄率の上昇によるものである。その中、特に政府部門の貯蓄性向の増大に寄与される部分は大きく、2003年以降の貯蓄投資のギャップの拡大は主に企業部門と政府部門への所得分配率の上昇（家計部門への所得分配率の低下）によるものである。これは、中国の経済成長に従い、所得格差の拡大による家計消費の上昇鈍化などの分配面の構造的問題である。

4.2 外貨準備急増の要因と対外資金純流出

第3節の図-1に示されている通り、1990年代以降、中国の経常収支は1993年を除いて持続的な経常黒字となり、そして、2003年以降の貯蓄投資のギャップの拡大に伴い、経常黒字も急増し、2003年と比べて、2008年の経常黒字が3993億米ドルで、8.7倍の増となった。中国の外貨準備高も2003年の4033億ドルから2009年12月末に2.4兆ドルに急増していた。

1990年代以來、中国の対外資金循環のパターンが大きく変化しており、二つの特徴が現れている。即ち、国内貯蓄超過と海外から直接投資とホットマネーを含む資金流入も増大していると同時に、米国債の購入などで国内の資本流出も増大していた。

第1節の(4)式と(5)式により、そして国際収支統計の関係式に合わせて資金循環統計（金融取引）を再分類した結果は表-3の通りである。表-1の統計分類と同じように、分析期間を三つの段階に分けて中国の対外資金フローの変化を示している。分析期間において銀行の貸付や直接投資などを中心とした海外からの資金流入は大規模に増大し、2007年に最大値の1.67兆元となり、アジア金融危機以後の平均値と比べて、約5倍増となっている。1992年から2008年までの17年間で中国への海外資金流入総額は11.4兆元となっている。

一方、海外への証券投資や直接投資などの形で中国から海外への資金流出も大きく伸びており、1990年代前期の年平均の2163億元から2008年には1.268兆元に上昇し、1992年から2008年までの17年間で中国からの資金流出総額は7.09兆元にも達した。それで、資金流入から資金流出を除いた資金純流入をみると、2008年（-363億元）を除いて分析期間において殆ど海外からの資金純流入となっており、年平均で2554億元となっている。けれども、第2節の第(1)式と(2)式のバランス式に示された通りに、年平均の6746億元の経常黒字¹¹⁾が逡増しているにも関わらず、年平均2554億元の海外資金純流入も存在している。即ち、1993年を除いて「双子の黒字」

表-3 中国の対外資金フロー（億元）

	1992-96	1997-2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
資金流入 (A)	4295	3484	5807	8712	11883	13095	16689	12270
資金流出 (B)	2163	2708	1224	-551	7078	12677	10806	12633
純流入(A-B)	2132	776.2	4583	9263	4805	418	5884	-363
外貨準備 (C)	-1425	-2540	-9686	-17080	-16958	-19692	-32618	-29119
誤差脱漏 (D)	-927	-849	1377	2135	-1373	-1027	1159	-1814
金融純投資 E	-220	-2612	-3726	-5682	-13526	-20301	-25575	-31296

注：(A-B)+C+D=E；1992-96年と1997-2002年の数字が年平均値；外貨準備増は負の表示、金融純投資の負号は資金流出を意味する。

出所：中国人民銀行（1998.1～2010.1）『中国人民銀行統計季報』

(経常黒字と資本収支黒字) という構造が続いていたので、この影響を受けて2003年以降中国の外貨準備高は急に膨らんでいた。

ところで、表-3の下半分に示されているように、経常黒字と資本黒字は大きく増加していたので、その影響を受けて外貨準備は急激に拡大しており、1992-96年平均の1425億元から2007年の3.26兆元までに伸び、17年間の年平均8677億元となる。同期間の経常収支黒字が年平均で6746億元となっているので、外貨準備増加の7割以上は、経常収支黒字の増加により形成されたものと考えられる。国際資金循環のリスク要因からみれば、中国の外貨準備高は比較的安全な構成となっていると言えるであろう。けれども、2003年から貯蓄超過と経常黒字の急増により、外貨準備は急に膨らみ、2008年まで3倍増となっている。これは、「双子の黒字」を外貨準備の積み上げによって吸収された結果であり、中国の対外資金循環の構造的な問題を示し、経済の安定成長にとってもろ刃の剣となっている存在である。

また、年平均-545億元の誤差脱漏 (Errors and Omission) は、不確実な要因であるが、無視できない存在である。誤差脱漏という項目は、基本的にデータ収集時のずれや統計資料の不十分などで生じた統計誤差であるが、中国の資本市場がまだ開放されていないため、この誤差脱漏の殆どは把握できない資本逃避を含むものと考えられる。そして、2002年から2004年まで、また2007年に誤差脱漏の数字が以前のマイナスからプラスに変わり、資本逃避の方向はこれまでの資本流出から資本流入に変更したので、人民元切上げの期待と一定の関係が読み取れるであろう¹²⁾。

資金純流入に外貨準備と誤差脱漏を加えて得られた対外金融純投資の推移をみると、各時期において中国からの資金純流出となっている。分析期間の年平均2554億元の海外資金純流入に対し、年平均8677億元の外貨準備

増があり、更に年平均の誤差脱漏の-545億元を計上すると、最終的に年平均の対外金融純投資は6669億元となっている。そして、1992年から2008年までの対外金融純投資総額は11.34兆元にも達した。また、中国からの資金流出はほぼ米国へ集中し、米国と巨額の貿易黒字を持ちながら、米国債の購入などで米国に資金の還流を行っており、対外資金循環において米国と中国の鏡像関係が形成されていた。なお、米国財務省が公表している資本移動統計 (Treasury International Capital, TIC)¹³⁾によれば、中国保有外貨準備高の米国資産の内訳は、長期国債が約50%、中期金融債が約35%、株式、企業債及び短期債券が約15%となっている。また、2008年末の外国人による米国債の保有状況によると、中国が前年末比で45.8%増の7274億ドルとなり、年末ベースで日本のそれを超えて初めて首位となった。けれども、図-3にも示されているように、2008年に米国経常赤字の縮小に伴い、対外資金フローの規模も急速に縮小しているので、米国の対外不均衡が徐々に解消されている傾向にある。これに対し、2008年に中国の対外金融純投資は最大値の3.13兆元に達しており、対外不均衡の拡大が続けられている。

4.3 政策含意：ポスト危機後の課題

中国対外資金循環のインバランスの起因は長期的内需不足、消費性向の低下にある。それにより、貯蓄超過が増大し、輸出指向の外向型の経済成長パターンとなっていた。従って、中国の対外資金循環のインバランスは実質的には国内経済成長の構造問題である。中国の一人当たりGDPはまだ3000ドル台に止まっているが、上記の分析期間に海外への大規模な資金輸出を行い、特に超大国の米国に巨額の融資を続けていた。けれども、国際資金循環のメカニズムによれば、中国の「双子の黒字」型の対外資金循環は、必ず外貨準備

高を激増させ、国際市場の為替変動のリスクと国内のインフレ上昇などの面からみても、この「双子の黒字」型の対外資金循環を変更せざるを得ない状態となっている。

以上の分析を纏めてみると、中国の対外資金循環は三つの大きいリスクに直面している。ひとつは、15年間で続いてきた巨額の「双子の黒字」、もうひとつは、通増してきた世界一の外貨準備高、3つ目は中国保有の巨額の米国債である。貯蓄投資バランス、経常収支フロー及び対外資金フローという国際資金循環分析の視点からみれば、中国の対外資金循環のインバランスは経済の持続的安定成長にマイナスの要因となり、1990年代から通増してきた中国の輸出型の対外資金循環に対して若干の政策調整を行う必要があるであろう。

一つは、貯蓄投資のインバランスの調整である。対外資金循環の歪な構造は実質的に国内経済成長の構造インバランスによって引き起こされた問題であるので、米国も中国も国内経済の成長に構造的調整を行う必要がある。米国の過剰消費と貯蓄不足という経済構造に対し、中国は消費不足と貯蓄超過となっている。中国の支出法GDP統計によれば、中国の消費が低下傾向となっており、最終消費支出のGDP成長の寄与率は1992年の72.5%から2006年の38.7%に落ちており¹⁴⁾、それによって貯蓄が通増されていた。上記の分析のように、2003年以降の貯蓄投資のギャップの拡大は主に企業部門と政府部門の所得分配率の上昇と政府部門の貯蓄性向の増大によるものであるため、対外貿易のバランスを取るため、部門別の所得分配の調整、内需の拡大、及び政府部門による公的投資の拡大などの財政政策を実施するべきであろう。

もう一つは、経常収支のインバランスの調整である。巨額の経常黒字の存在は内在的要因と対外的要因によって分けられる。内在的要因として貯蓄超過によるものと言えるが、

対外的要因としては国際市場の動きに調整機能を持つ為替レートの変動だと考えられる。当然、米国も人民元為替を米中の対外不均衡の重要な要因として、中国に政治的圧力をかけているが、それは論外の問題である。けれども、国際資金循環の視点からみれば、アジア金融危機が発生した1997年から2008年まで、中国の対外金融純投資は12倍の増加となっているが、人民元為替レートは経常収支の自由化となった1994年から2004年までの変動は殆ど見られなかった。そして、2004年から2008年まで人民元対米ドルの為替レートは16.1%の切り上げに止まっている。為替レートは国際貿易と法定通貨（或いは外貨）の需給関係を調整する相対価格なので、人民元為替が資金フローに対して本来の調整的役割を果たしていなかった。それで、為替レートの変動は中国の外貨準備増減と海外資金フローに機能を果たしておらず、対外資金循環の構造的問題を惹き起した要因の一つと言えるであろう。そのため、資本市場の自由化を視野に入れ、関連の金融法規を整備したうえで、市場変動に反映できる人民元為替形成のシステムを順次に行うべきであろう。

三番目は国際協調の強化である。巨額の米国債保有は現段階の中国にとって一つの熱い芋のような存在となり、ドル安の可能性があるので、中国政府も何度も「心配している」と言っている¹⁵⁾。しかし、1990年代からの鏡像関係が続けられてきた以上、相互利益関係となっているので、中国の米国債保有は少し減額の可能性があるが、引き続き購入せざるを得ないであろう。長期的に資産運用のリスクと収益性を考えれば、中国は外貨準備における通貨資産の比重を調整するべきであろう。米国発の金融危機で米国も従来の過剰消費の経済形態を既に維持できなくなり、2009年5月に米国の民間純貯蓄率が7%上がり、経常赤字も1999年11月の低水準に戻っている。

米国経済が完全に回復するまで、その経常赤字の縮小は続くであろう。中国は15年間続いていた「双子の黒字」型の対外資金循環の構造で、巨額の外貨準備を保有する結果となり、大きなリスクを抱えている。それ故、不均衡な対外資金循環の構造に形成された鏡像関係を是正するために、世界市場での外貨運用を通じて外貨準備残高（ストックの量）を削減しようとしている。けれども、こうした政策調整は、外貨準備増加（フローの量）を押し止めることができないので、中国は内需拡大を含む経済成長の構造調整を行うと同時に、対外金融投資も米国に集中するより、多様化されるべきであろう。これは米中間の関係だけではなく、世界経済の新しい構造的転換にも繋がるので、G7や新興国などを含めた各国との国際協調は一層必要となるであろう。

5 むすび

本研究では国際資金循環の概念を基礎に、資金循環や国際収支などの諸統計を使って米国発の金融危機を結びつけて中国と米国の対外資金循環に存在している鏡像関係の分析を試みた。データの制限や国際資金循環分析のモデルが説明できる範囲という点では限界があるものの、以上の分析結果をみると、いくつかの示唆を得ることができる。

まず、1990年代以来の国際資金循環の基本変化からみれば、1992年から2002年まで途上国は資金不足であったが、2003年以降途上国から先進国への旺盛な資金流入が起これ、世界経済の基本情勢が少しずつ変わっている。米国を代表とする先進国経済の低迷と中国を代表とする途上国経済の成長はこの分析時期の基本的な流れとなり、国際資金循環の不均衡が存在していた。米国は巨額の経常収支赤字を埋めるため、日欧から大規模な国際資本を吸収していたと同時に、中国などの途上国からも大規模な資金調達を行っており、

こうした背景の中に、米中間の鏡像関係が歴史的に結ばれた。

また、米国と中国の対外資金循環に「経常赤字の拡大→資本流入拡大」と「資本流出拡大→経常収支黒字拡大」という二つの因果関係が同時に存在したことがわかる。即ち、米国では第3節で示したように、米国の民間貯蓄と政府貯蓄の不足により、経常赤字を拡大し、その赤字を埋めるために、資本流入の拡大をしてきた。一方、中国では、所得の格差により家計部門の消費不足となり、企業部門と政府部門の相対的過剰な貯蓄が大きくなっていく中、米国債購入などで対米金融投資を行い、対米経常黒字の拡大が続けられていた。双方の対外資金循環の流れから国際資金循環のメカニズムが働いたと考えられるのである。

なお、米国発金融危機の影響で米中間の対外不均衡によって形成された鏡像関係はこれ以上続けられないという分析結論が得られる。米国の過剰消費と貯蓄不足の経済形態がもう維持できなくなっており、金融危機から脱出しようとする財政・金融政策の効果として、2008年から米国の経常赤字幅は縮小し、2009年に米国の経常赤字の対GDP率が最小値の2.6%となった。それに伴い、対外資金フローの規模も急速に縮小し、2009年に従来の資金不足から資金余剰に転換し、資金余剰の対GDP率が1.4%となっている¹⁶⁾。一方、米国の過剰消費が中国経済を含む世界経済を牽引する時代は逆回転し、中国の経常黒字も縮小の兆候が現れ、従来の外需主導による中国の資金輸出型の資金循環は持続できなくなっている。中国は所得分配の構造調整を行ったうえで、家計部門の貯蓄を高めて内需を拡大し、市場変動に反映できる人民元為替形成のシステムの実行、及び米中両国間の鏡像関係から多国間の国際協調への移行という経済成長の構造調整を行うことが必要となるであろう。

注

- * 本稿は経済統計学会2009年度（第53回）全国研究大会と日本国際経済学会第68回全国大会で研究報告に基づいて作成したものである。報告のコーディネーターの矢野 剛（京都大学）と討論者の前田 淳（北九州市立大学）等の諸氏、ならびに本誌のレフェリー（匿名）と編集委員から有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。いうまでもなく、あり得る誤りはすべて筆者に属するものである。また、本研究は科研費（基盤研究(C)課題番号：21530244）の助成を受けたものである。
- 1) U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.gov/>
 - 2) 米国財務省, <http://www.ustreas.gov/tic/mfh.txt>
 - 3) New York Times, April 3, 2009
 - 4) IMF (2008b), *World Economic Outlook*, April 2008
 - 5) 米国商務省経済分析局 (Bureau of Economic Analysis), National Income and Product Accounts Tables 5.1 Saving and Investment, Table 5.5.5. Private Fixed Investment in Equipment and Software by Type
 - 6) FRB (2010), *Flow of Funds Accounts of the United State*
 - 7) 政府機関債 (Agency- and GSE-backed securities) とは連邦政府機関 (米国輸出入銀行など) が発行した債券や、公的モーゲッジ支援機関である連邦住宅貸付担当公社 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, フレディマック), 連邦住宅抵当金庫 (Federal National Mortgage Association, ファニーメイ), 連邦住宅貸付銀行 (FHLB) などが発行する債券を総称している。
 - 8) 中国の貯蓄は支出面から推計した中国のGDPから最終消費支出を取り除いたもので、(『中国統計年鑑2009』p.54) $S = Y - C = I + \text{対外純輸出}$ となる。米国の貯蓄はIMFから公表された数字である。
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx>
 - 9) 中国国家統計局, 『中国統計年鑑「資金循環勘定(実物取引)」』により計算したもの、部門別の貯蓄構成比 = 部門別貯蓄 / 国民総貯蓄
 - 10) 表-2の注を参照。
 - 11) 中国統計年鑑より加工。比較するため、米ドルベースの経常収支を人民元で換算した。
 - 12) 国際収支統計の定義によれば、資本流出は負の表示、資本流入は正の表示となる。
 - 13) U.S. Department of the Treasury, Treasury International Capital System <http://www.ustreas.gov/tic/>
 - 14) 中国国家統計局, 『中国統計年鑑』(2009)
 - 15) 温家宝, 2009年3月と2010年3月の中国「全人代」記者会見
 - 16) IMF (2009b), *World Economic Outlook - Crisis and Recovery*; FRB (2010), *Flow of Funds Account*

参考文献

- [1] 石田定夫 (1993) 『日本経済の資金循環』 東洋経済新報社
- [2] 竹中正治・西村陽造 (2009) 「『グローバル金融危機の原因は経常収支黒字諸国にある』という奇妙な議論～米国で台頭する金融危機の責任転嫁論～」『国際経済金融論考』2009年第1号
- [3] 張 南 (2005) 『国際資金循環分析の理論と展開』 ミネルヴァ書房
- [4] 辻村雅子 (2009) 「米国サブプライム危機の資金循環分析」『産業連関』 Vol. 17, No. 1, pp.88-104
- [5] 松浦 宏 (1993) 「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」『季刊国民経済計算』 No. 98, pp.4-39.
- [6] 松林洋一 (2009) 「米国経常収支・資本収支の構造的変動と循環的変動」『フィナンシャル・レビュー』2009年第3号, pp.93-118.
- [7] 李 揚・殷劍同峰 (2007) 「中国高儲蓄率問題探究 — 1992-2003年中国資金流量表的分析 —」『経済研究』第6号, pp.14-26.
- [8] 卢 锋 (2008), 「中美经济外部不平衡的镜像关系 — 理解中国近年经济增长特点与目前的调

- 整』『国际经济评论』2008年第11-12号, pp.19-27.
- [9] 張 南 (2009)「中国的对外资金循环与外汇储备的结构性问题」『数量经济技术经济研究』Vol. 26, No. 9, pp.18-31.
- [10] 中国经济增长与宏观稳定课题组 (中国社会科学院经济研究所 (2009)「全球失衡, 金融危机与中国经济的复苏」『经济研究』第5号, pp.4-19.
- [11] 中国国家統計局・中国人民銀行 (2008)『中国資金流量表歴史資料1992-2004』中国統計出版社
- [12] 中国国家統計局,『中国統計年鑑』(2009)
- [13] Backus D, Henriksen E, Lambert F, et al (2005), “Current Account Fact and Fiction”, Meeting Papers from Society for Economic Dynamics.
- [14] Bagnai, Alberto (2009), “The Role of China in Global External Imbalance : Some Further Evidence” China Economic Review, vol. 20(3), 2009, pp.508-526
- [15] Cavallo, M. and C. Tille (2006), “Capital Gains Smooth a Current Account Rebalancing?” *FRB New York Staff Report*, No. 237, January.
- [16] Caballero R J, Farhi E, Gourinchas P, Pierre-Olivier Gourinchas (2008), “An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates”, *American Economic Review*, Vol. 98(1) : pp.358-393.
- [17] FRB (2010), *Flow of Funds Accounts of the United States* (March, 2010)
- [18] IMF (2007), “Spillovers and Cycles in the Global Economy”, *World Economic Outlook April 2007*, pp.81-118
- [19] — (2008a), *Global Financial Stability Report Financial Stress and Deleveraging Macroeconomic Implications and Policy*, pp.73-105
- [20] — (2008b), *World Economic Outlook*, April 2008
- [21] — (2009a), *Global Financial Stability Report-Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, pp.73-146
- [22] — (2009b), *World Economic Outlook-Crisis and Recovery* (2009)
- [23] James M. Boughton and Colin I. Bradford, Jr. (2007), “Global Governance : New Players, new Rules”, *Finance and Development*, Vol. 44, No. 4, pp.10-14
- [24] Jackle Calmes (2009), “Hints at Harder Line on China Trade”, *the New York Times* January 22, 2009
- [25] John C. Dawson (1996), *Flow of Funds Analysis : A Handbook for Practitioners*, M.E. Sharpe, pp.253-263, and pp.571-587
- [26] Mendoza, V. Quadrini and J.V. Ríos-Rull (2009), “Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances”, *Journal of Political Economy*, Vol. 117(3), pp.371-416.
- [27] Nan Zhang (2008), “Global - Flow - of - Funds Analysis in a Theoretical Model - What happened in China’s external flow of funds -”, *Quantitative Analysis on Contemporary Economic Issues*, pp.103-119
- [28] Paul Krugman (2009), “China’s Dollar Trap”, New York Times, *the New York Times*, April 3, 2009
- [29] Paolo Mauro and Yishay Yafeh (2007), “Financial Crises of the Future”, *Finance and Development*, Vol. 44, No. 4, pp.26-30
- [30] Paul Willen (2004), “Incomplete markets and trade”, Working Paper, Federal Reserve Bank of Boston.
- [31] Robert A. Mundell (1968), *International Economics*, The Macmillan Company, New York, pp.239-321.
- [32] U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.gov/>
- [33] U.S. Department of the Treasury, <http://www.ustreas.gov/tic/mfh.txt>

The Mirror Image of External Flow of Funds between China and the U.S. :

Prospective From Global Flow of Funds Analysis as the Main Focus

Nan Zhang

(Faculty of Economic Sciences, Hiroshima Shudo University)

Summary

This paper presents the general idea of global-flow-of-funds, and explores the mirror image and risk of external flow of funds between China and the U.S. The twins-surplus in China's balance of payment, and the risk of having huge foreign reserves are statistically analyzed by three viewpoints of saving-investment, international trade, and an international flow of funds. Moreover, this paper proposes some economic policy about the structural adjustment of China's economic development.

Key Words

Flow of Funds, Balance of Payment, Foreign Exchange Reserves, Financial Crises