

IR2021-1

中国における過剰資本の形成と資本逃避危機（2015－2016 年）

板木雅彦*

2021 年 5 月 11 日

*The formation of surplus capital in
China and the capital flight crisis in 2015–2016*

Masahiko ITAKI

11 May 2021

*立命館大学国際関係学部教授

著作権や内容・意見は執筆者に属し、国際関係学会の見解を示すものではない。尚、無断転載を禁ずる。

中国における過剰資本の形成と資本逃避危機（2015－2016年）¹

The formation of surplus capital in China and the capital flight crisis in 2015－2016

板木雅彦

はじめに

第1節 国内過剰資本の形成と貿易黒字への転化

- (1) 1978年——改革開放路線への転換
- (2) 1994年——本格的な過剰資本時代の幕開け、輸出指向工業化への画期
- (3) 2004年——過剰資本の爆発的増大と株式バブルへ向けて
 - 1 過剰資本の貿易黒字への転化
 - 2 貿易黒字の2007年株式バブルへの転化
- (4) 2015年——新たな過剰資本の発生と資本逃避危機への序曲

第2節 資本逃避危機（2015－2016年）

- (1) 外貨準備減少をもたらした要因
- (2) 2012年の構造変化——外貨準備増減の移動相関分析
- (3) 外貨準備増減と為替相場、株式相場、金利
 - 1 外貨準備増減と為替相場
 - 2 資本逃避と株式相場、金利

第3節 国際過剰資本への転化

- (1) 外貨準備の国際過剰資本への転化
- (2) 国際過剰資本への転化がもつ意義
 - 1 アジア通貨危機（1997－1998年）との対比
 - 2 経常収支の赤字転化がもつ意味
 - 3 中国外貨準備減少がアメリカにとってもつ意味

おわりに

はじめに

21世紀もすでに20年が経過した。この間わたしたちは、21世紀がまさに「中国の世紀」かと思わせる多くの事実遭遇している。2010年にはドル建てGDPにおいて日本を抜き、2017年にはPPP（購買力平価）ベースではあるがアメリカのGDPを抜き去り、実質的に世界最大の経済大国となった。この実績のもと、2013年に習近平が国家主席となり、「中華民族の偉大な復興」を掲げるナショナリズム路線をひたひたと突き進んでいる。しかし他方

¹ 本稿は、中本悟教授定年退職記念号に公表された論文 Itaki, Masahiko (2021), “The formation of surplus capital in China and the capital flight crisis in 2015－2016”, *The Ritsumeikan Economic Review*, 『立命館経済学』 Vol. 69 No. 5・6, pp.156-192.を、研究・教育目的のために邦訳したものである。

で、すでにアメリカを凌駕したはずの中国が、2018年の一人当たり GDP の世界ランキングにおいては 72 位、9580 ドルに過ぎない。71 位はメキシコ、73 位はトルコなのである。この余りの落差に、わたしたちは声を失う。しかし、この両者の一体性こそ、中国経済に孕まれる矛盾をもっともよく体現し、中国にとってこれからの時代が障害に満ちたものであることを暗示している。

本稿では、1970 年代末の改革開放路線への転換以来、40 年にわたる中国経済の発展を、国内過剰資本の形成とその貿易黒字への転化、さらにはその国際過剰資本への転化という観点から論じていきたい。そして、2015-6 年資本逃避がもたらした外貨準備の急減が、それまで「凍結」されてきた国際過剰資本を一気に世界の野に放つことになったことを明らかにしたい。その際、分析の焦点にすえられる概念は、民間貯蓄超過である。周知のように、民間国民所得 Y は次のように展開される。

$$Y = C + I + (G - T) + (X - M)$$

$$(Y - C) - I = (G - T) + (X - M)$$

$$S - I = (G - T) + (X - M)$$

以上から導かれる $S - I$ が民間貯蓄超過である。これは、民間消費 C の長期的な低迷によって経済内部に岩盤のように構造化された部分と、景気低迷による I の減少によって短期的に膨張する部分とに分けられる。この後者が過剰資本²である。国内に過剰資本が形成されると、それは、たとえ事後的 *ex post* にせよ、財政赤字 $G - T$ および／あるいは貿易収支黒字 $X - M$ によって吸収されなければならない。貿易サービス収支黒字 (GDP ベース、GNI ベースでは経常収支黒字) は、それに対応する金融収支の黒字 (および／あるいは誤差脱漏の流出) を生み出す。これが国際過剰資本と呼ばれるものの中核的実体である (板木、2006、第 5 章)。後に詳しく説明するように、過剰貨幣資本は、一旦形成されると、たとえ景気が回復しても消えることなく、繰り返される景気後退毎に蓄積されていく。これがバブル破裂ごとに膨らんでいく世界的な擬制資本 (株式、債券、土地、その他証券化商品、金融派生商品) 拡大のメカニズムである。

分析手法としては、移動相関分析³と軌道分析⁴が多用されている。前者は、資本過剰期の特定のために用いられる手法であり、後者は、さまざまな変数間の先導・追従関係を捉えるための手法である。とくに後者の軌道分析に関しては、Itaki (2015a) Fig.5 で、戦後日本経済の GDP 構成要素間の先導・追従関係を明らかにするものとして試験的に適用され、大きな成功を収めたものであるが、今回はそれを中国経済のさまざまな側面の分析に応用したものである。その成否は読者の判断に待たねばならないが、筆者は、これが社会科学の新しい

² 板木 (2006) では、より正確に「絶対的過剰資本」と規定されている。「序章」を参照。

³ 板木 (2006) 第 6 章を参照。

⁴ Itaki (2014)、そして (2015a) (2015b) の冒頭を参照。

い分析手法として大きな可能性を秘めたものであるとの確信を、本稿を通じてさらに深めた次第である。

第1節 国内過剰資本の形成と貿易黒字への転化

(1) 1978年——改革開放路線への転換

1978年12月に開催された中国共産党第11期三中全会において、それまでの中央集権型経済体制から改革開放路線へ転換することが宣言された。対外開放を象徴するものとして、翌年から広東省、福建省に「経済特別区」が設置され、続いて天津、大連、上海、広州など14の沿岸都市が「対外開放都市」に指定された。同時に、農村における社会主義体制を体現していた人民公社が1985年には完全に解体され、農家生産請負制が導入される。1980年当時、1人当たりGDPは、当時のラオス、ブータン並みで（藤、2017、56ページ）、1日1.25ドル（2005年購買力平価）を基準としてみた1981年の最貧困層は、8億3510万人、人口の8割超を占めていたという（同、55ページ）。ここから中国経済は、文字通り疾風怒濤の高成長を開始する（図1 GDP成長率）。

しかし、その道のりは、けっして平坦なものではなかった。工業でみれば、それまで潜在的なものにとどまっていた耐久消費財（例えば、家電製品）に対する需要が一気に解放されたが、それを満たす供給力が決定的に不足していた。したがって、耐久消費財の輸入代替工業化は、供給力が追い付かず、インフレ悪化→輸入制限緩和→貿易収支悪化→製品輸入引き締め→設備投資ブーム→それでも供給力が追い付かず貿易収支悪化、といった典型的な途上国型のジレンマに陥っていた。そのため、「図2 主要項目の対GDP比」にもあるように、80年代一杯、貿易サービス収支は基本的に赤字基調であった。そして、88年秋に、高まるインフレに対する国民の不満を抑えるべく導入された引き締め政策は、景気を後退局面へ向かわせ、1989年6月の天安門事件へとつながっていく（藤、2017、89-90ページ）。

(2) 1994年——本格的な過剰資本時代の幕開け、輸出指向工業化への画期

1989-90年の景気後退は、凄まじいものであった。84年に15.2%、88年に11.2%を記録した成長率が、89年、90年にはそれぞれ4.2%、3.9%にまで落ち込んだ。2020年のコロナ・ウィルス禍までに記録されたもっとも低い成長率である。これをもたらしたのは、設備投資の急落である（図2）。政府の引き締め政策に加えて、天安門事件による先進諸国の経済制裁が、事態をさらに悪化させた。「図3 GDP主要項目軌道分析（7年移動平均）」からわかるように、85-89年の時期に経済の牽引車の役割を担っていたのは、設備投資である。80年代前半の、盛り上がる民間消費と設備投資がない交ぜになって経済を牽引する時代は、終わっていた。

この景気後退は、民間貯蓄超過を90年（対GDP比3.44%）、91年（3.86%）という危機的な水準にまで急増させた（図2）。こうして、改革開放路線への転換後初めて生じた本格的な国内過剰資本は、その捌け口を貿易サービス収支に求め、これまで経験したことのない

大幅な黒字（対 GDP 比 3.44%、2.79%）を生み出すことになった。これが国内過剰資本の形成およびその対外的排出であることは、「図 4 GDP 諸項目の 7 年移動相関」の「民間貯蓄超過&粗固定資本形成」および「貿易収支&粗固定資本形成」の負の相関が、この時期に高まっていることに示されている（89 年、90 年、91 年に、それぞれ -0.635、-0.707、-0.521、および -0.624、-0.703、-0.549）。

その後、設備投資は、1992 年の鄧小平による南巡講話以降、同年から 93 年にかけていったん回復の兆しを見せるが、1994 年から 1998 年にかけて再び停滞し、民間貯蓄超過が急増する（94 年 2.48%、95 年 2.57%、96 年 2.76%、97 年 5.16%、98 年 5.32%）。この後半期である 1997-8 年は、アジア通貨危機の影響を強く受けたものである。

この 1994 年という年は、中国経済のその後の発展にとって大きな節目となる年であった。まず、成長率が、92 年をピークとして若干の低下をみせる（92 年 14.2%、93 年 13.9%、94 年 13.0%）。わずかとはいえ、この低下は深刻であった。なぜなら、同じ 3 年間に物価上昇率が、92 年 6.4%、93 年 14.6%、そして 94 年にはついに 24.3%に達していた。まさに、ハイパー・インフレ下の景気停滞だったからである（図 5 株式相場と消費者物価上昇率）。当然、金融当局も金利を引き上げる。93 年第 3 四半期から 95 年第 2 四半期にかけて 10.98%を維持し、さらにそれを同第 3 四半期に引き上げて 12.06%として、これを 3 期連続で維持している。中国の金利政策史上、後にも先にもない最高水準であった。しかし、この状態の下で、それまでの人民元相場を維持することは不可能であった。1985 年以来、公定為替相場は徐々に切り下げられ、93 年第 4 四半期には 1 ドル=5.80 元であったが、翌 94 年第 1 四半期にこれが一気に 8.70 元まで切り下げられた（図 6 人民元為替相場）。つまり、人民元の価値が 3 分の 2 になったわけである。この理由は明らかである。主要貿易取引国の物価上昇率を考慮した人民元の実質実効為替相場を見れば、92 年初頭から、実は人民元高に直面していたのである⁵。

これらを背景として、1994 年から貿易サービス収支が安定的に黒字を計上するようになる（94 年 1.30%、95 年 1.62%、96 年 2.02%、97 年 4.44%、98 年 4.25%）。つまり、1994 年を画期とする恒常的な貿易収支黒字転化と輸出依存型経済構造への転換は、まさに国内過剰資本の捌け口として達成されたものであった。このことは、図 4 の「民間貯蓄超過&粗固定資本形成」および「貿易収支&粗固定資本形成」の負の相関によく示されている（94 年、95 年、96 年、97 年に、それぞれ -0.694、-0.625、-0.807、-0.326 および -0.676、-0.645、-0.845、-0.502）。また、図 3 によれば、90 年から 95 年にかけて経済の牽引車の役割を担っていたのが貿易サービス収支であることが明瞭である。

⁵ その後、若干元高が進んだのち、95 年第 2 四半期から 05 年第 2 四半期まで 10 年の長きにわたって、1 ドル 8.3 元の水準に固定される。しかし、実質実効為替相場を見れば明らかのように、その後も執拗に続いた主要貿易相手国とのインフレ・ギャップによって、97 年第 4 四半期には、完全に元の水準に復帰してしまう。

こうして、天安門事件後の危機的状況のもとで1992年から本格化した社会主義市場経済の建設は、1994年から1998年にかけて深刻な試練を乗り越えたのち、その性格を大きく転換する。改革開放から20年を経て活況を呈する民間消費に牽引されて、設備投資が回復する(図2、図3)。これに応じて政府消費も増大し、それまで1%程度の赤字基調であった政府収支が、1993年から2003年にかけて2%を超える赤字を計上する。このような状況のもと、4-5%の高い水準に維持されていた民間貯蓄超過(97年5.16%、98年5.32%、99年4.71%、00年4.85%、01年4.35%、02年5.11%、03年4.27%、04年3.89%)にもかかわらず、貿易サービス収支黒字はいったん4%を超える水準から2%をやや上回る水準にまで低下する。なかでも特筆すべきは、民間貯蓄超過と固定資本形成の関係の変化である。図2を見れば⁶、98年から回復した設備投資は、その後順調に2004年まで上昇を続けている。これに対して、民間貯蓄超過は、同期間中に穏やかな低下傾向をたどっている。したがって、この期間に、若干低下しつつも高止まりしていた民間貯蓄超過、ならびに減少傾向にあった貿易サービス収支の黒字は、国内過剰資本の生成によるものではなく、むしろ旺盛な経済活動の賜物であると同時に、その成果を十分に国内消費として吸収することのできない所得分配構造に原因があったことがわかる。

(3) 2004年——過剰資本の爆発的増大と株式バブルへ向けて

1 過剰資本の貿易黒字への転化

社会主義市場経済の建設は、1998年に再び息を吹き返したのち、2002年の第16回党大会決定によって変形されつつ、国有企業主導の巨大混合寡占経済を実体とする党=国家資本主義の建設へ向けてひた走っていく(板木、2021)。しかし、この途上で2004年の転換点に遭遇する。この年が重要な転換点であったことは、さまざまな統計から明らかである⁷。たしかにGDP成長率で見れば、まさにここから成長が加速するのであるが、何かが確実に変わり始めていた。そこで、成長率がピークを迎える2007年前後で前半と後半に期間を分けて考察することにしよう。

粗固定資本形成の対GDP比が、2004年をピーク(40.35%)にゆっくりと低下を開始する(図2)。それまで一貫して低下を続けてきた民間消費が、2004年には粗固定資本形成に

⁶ 通常、両者の関係を見るためには、図4の7年移動相関が用いられる。しかし、1998年から2004年がちょうど7年であること、そしてその前後がそれぞれ単調な上昇であることが災いして、この期間の長期的な相反関係をとらえそこない、2000-01年を除いて移動相関係数が正の値をとっている。むしろこの2000-01年の強い負の値こそが、両者の関係を正確に表している。

⁷ 2004年以降、沿海部の諸都市で賃金率が急騰を開始し、「ルイスの転換点」を通過したのではないかとの議論が巻き起こった。蔡(2019)第3章「ルイスの転換点」を参照。蔡は、2004年に転換点を迎えたと考えている。

並び、翌年にはついにこれを下回る水準にまで低下していく。この結果、民間貯蓄超過が、文字通り爆発的な増大を開始する。そのピークは、06年 8.28%、07年 8.05%、08年 7.97%であった。これが一気に貿易黒字となって世界へ押し出されていく。以上が前半の状況である。粗固定資本形成の低下、民間消費の低下、そしてそれらによる民間貯蓄超過と貿易黒字の一気拡大という、典型的な過剰資本発生パターンとなっている。しかし、これは驀進する中国経済独特の形態での国内過剰資本の排出であることに注意しよう。先進国の場合は通常、年々の成長率が数%程度であるから、対 GDP 比でみた粗固定資本形成や民間消費の低下は、景気後退の重要なサインとなる。しかし、成長率が 04年 10.2%、05年 11.4%、06年 12.7%、07年 14.3%と年々鰻登りで膨張する中国経済にあっては、たしかに粗固定資本形成や民間消費が対 GDP 比で相対的には縮小するものの、絶対額としては急増を続けていた。この両者の組み合わせが、戦後世界経済史においても驚異的な国内過剰資本の形成とその対外的排出に帰結した。

これに対して 2008 年以降の後半期は、それまでとは打って変わって、これまた中国経済独特の形態での国内過剰資本と貿易黒字の収縮（相対かつ絶対）が生じた。同年の世界金融危機は中国にも波及し、成長率が急低下する（08年 9.7%、09年 9.4%）。先進国では通常、このような景気後退は、粗固定資本形成の対 GDP 比の低下によって引き金が引かれ、財政赤字の発動を引き起こす。これに対して中国では、4兆元の景気対策が発動され、国有企業を中心とする政府肝いりの設備投資が一気に拡大したために、粗固定資本形成の対 GDP 比は逆に急上昇してそのまま高水準を維持した（07年の 40.01%から 08年 44.80%、09年 45.25%）。2007 年に一時 0.57%に黒字転換した財政は、再び赤字に回帰する（08年 -0.39%、09年 -2.22%）。こうして、前半期とはまったく逆に、景気後退にもかかわらず国内過剰資本と貿易黒字の収縮（相対かつ絶対）が生じたわけである。図 4 において、「民間貯蓄超過 & 粗固定資本形成」「貿易収支 & 粗固定資本形成」が 2007 年から強い負の相関に転じているのは、このような理由からである。

以上、2007 年前後を通じて、巨額の貿易サービス収支黒字が世界を席卷する。05年 5.40%（1301 億ドル）、06年 8.28%（2157 億ドル）、07年 8.62%（3117 億ドル）、08年 7.57%（3599 億ドル）、09年 4.30%（2435 億ドル）である。これがどれだけ巨大な過剰資本の排出であったかを理解するには、2010 年に中国が GDP で日本を追い抜いた事実を思い出す必要がある。つまり、上の数字は、ほぼ日本に置き換えて理解することができる。日米貿易摩擦がピークを迎えた 1985 年から 1987 年にかけて、日本は史上最高の対 GDP 比貿易黒字を計上したが、それは 3.23%、3.79%、2.87%という「慎ましい」値であった。8%を超える黒字を叩き出せば、摩擦が起きない方が不思議であろう。

しかも、この貿易黒字の爆発的な増大は、政府の「財政政策の失敗」によってさらに倍化されたものであった。一般財政収支が 2004 年の対 GDP 比 -1.28%の赤字から 2007 年の +0.57%の黒字へと、1.85%の改善をみせている。民間貯蓄超過（ $S-I$ ）に関して、 $S-I = (X - M) + (G - T)$ が成立するから、設備投資 I の減少によって $S-I$ が膨張しているところ

に財政収支赤字 $G-T$ が収縮するのだから、 $X-M$ は当然膨張せざるを得ない。こうして、設備投資と民間消費の相対的収縮、そして財政赤字の黒字転化が重なることによって、貿易黒字が一気に膨らんでいったのである。典型的な反ケインズ政策であり、その結果として引き起こされた対外的な近隣窮乏化政策である。しかし、これは反面で、致し方ない政策転換でもあった。成長率が鰻登りになる中で、加熱する経済を冷却するには、国内的には財政黒字こそが望ましい政策だからである。

最後に、中国経済は、2004年にもう一つ別の意味でも大きな構造転換を遂げたことを見ておこう。図3によれば、1998年から2003年にかけて経済全体を牽引していた民間消費が後退し、2004年以降2014年に至るまで、貿易サービス収支の増減がこれを牽引する時期に入る。しかも、その先導性は圧倒的であった。ここまで長期間にわたってGDPの一つの構成項目が経済変動のキック・スターターの役割を独占したことは、これまで例がなかった。巨象のような中国経済は、2001年のWTO加盟によって世界経済の中にしっかりと植え込まれ、そこに巨大な影響力を行使するに至った。しかし、このことは同時に、中国経済自身が貿易サービス収支を通じて世界経済の動向に左右されるという、強力な相互依存関係に入ったことを意味している。

2 貿易黒字の2007年株式バブルへの転化

2005年から一気に膨張した国内過剰資本は、そのほとんど避けられない帰結として、2007年に株式バブルを引き起こすこととなった。バブルのピークは2007年第3四半期に訪れることになるが、「図7 株式相場とGDP成長率」によれば、それが06、07年に火が付いたことがわかる。2001年から05年までは、成長率が尻上がりになる中で、株式相場はむしろ低下していた。それが、06、07年に成長率とともに上昇を開始し、08年に破裂する。

このバブル発生を、マネーストックの観点から観察してみよう。「図8 マネーストック」がそれである。ここには、マネタリーベース⁸と広義流動性⁹の変化率、そして両者の比率である信用乗数が掲げられている。これによれば、広義流動性が2006年第4四半期から急増をはじめ、2008年第2四半期には年率で約40%にも達した。この間、膨大なマネーストックが形成されていたことがわかる。では、これがどのようにして株式バブルにつながっていったのかを「図9 マネー、株式関連の軌道分析(7期移動)」を用いて観察しよう。これによれば、2006年第2四半期から2008年第1四半期まで、マネタリーベース変化率が、上

⁸ マネタリーベース（ベースマネー、ハイパワードマネー）は、中央銀行券発行高＋貨幣流通高＋商業銀行による中央銀行当座預金、からなっている。

⁹ 広義流動性（broad money）は、M3＋「金融債、銀行発行普通社債、金銭の信託」＋「その他金融商品（金融機関発行CP、投資信託、国債、外債）」、からなっている。なお、M3は、「現金、要求払い預金」＋「定期性預金、外貨預金、譲渡性預金CD」、からなっている。日本銀行調査統計局（2019）を参照。

海・深圳株式市場変化率や広義流動性変化率を牽引していたことがわかる¹⁰。後に検討することになるが、外貨準備増減率は、この時期まだ主導性を発揮していない。しかし、この結果は、図 8 に現れた広義流動性変化率の大幅な上昇、そしてこれに比較したマネタリーベース変化率の穏やかで、しかも徐々に低下傾向にある動きとは、齟齬があるように思われる。実際、「図 10 利子率」によれば、2006 年第 2 四半期から 2008 年第 2 四半期にかけて、きわめて強い金融引き締め政策がとられている。図 5 によれば、この引き締め政策の一部は、たしかにインフレ対策という意味も帯びているが(06年1.65%、07年4.82%、08年5.93%)、それ以上にバブル対策の意味合いが強い。この齟齬を解くカギは、信用乗数(広義流動性/マネタリーベース)にある。これが、2006 年第 2 四半期の 19.5 を底にして、2008 年第 4 四半期の 27.2 に急上昇している。つまり、マネタリーベースを基礎とした政府の金融政策としてはたしかに強い引き締めが行われ、これを変化させることで全体をコントロールしていることは確かなのだが、商業銀行が、あらゆる手段を使って信用拡張を行っていたわけである。

では、この信用拡張は、いかにして可能になったのか。これを示すのが「図 11 外貨準備増減とその要因(1)」「図 12 外貨準備増減とその要因(2)」である。国際収支に関して、経常収支+純対内直接投資+純対内証券投資+純対内その他投資+誤差脱漏≡外貨準備増減、の恒等式が成立する。2005 年から 08 年にかけて、順調に流入する対内直接投資から得られた外貨をベースに、増大する経常収支黒字(その大部分は貿易サービス収支黒字)が、外貨準備増大の主たる要因であったことがわかる。

外貨準備増大との関連で注意しておかなければならない点は、中国通貨当局が、為替介入操作だけでこの増大する貿易黒字に対処しようとしたわけではないという点である。中国は、2005 年 7 月までドル・ペッグ制をとっており、1 ドル=8.27 人民元で固定されていた(「図 13 人民元をめぐる各国為替相場」)。その後、ペッグが外されて徐々に元高となり、2008 年第 3 四半期以降 1 ドル=6.83 人民元で安定する。この間、17.4%の切り上げである。つまり、加熱する貿易黒字を元高によってある程度冷却しようとして試みてはいたわけである。しかし、如何せん、膨張する国内過剰資本の圧力には到底抗しがたく、結局、為替介入によって国内マネーストックが積みあがっていったというのが真相である。

貿易黒字等によって獲得された外貨(主にはドル¹¹)は、為替銀行を介して、民間部門の手でそのまま対外投資(直接投資、証券投資、銀行貸付等)に充当されたなら、外貨準備は

¹⁰ 非常に興味深いことに、この時期、深圳株式市場の相場変動が上海株式市場のそれを牽引していた。

¹¹ 貿易黒字は、かならずしもドル建てで形成されるわけではない。たとえば、日本の場合には円建てで貿易黒字が形成され、ドル建てではむしろ赤字であった。しかし、中国の場合はドル建てであった。したがって、中国の外貨準備は、アメリカ財務省証券を中心とするドル資産で運用されなければならなかった。奥田(2020)第5、6、7章を参照。

積み増されず、国内マネーストックを増大させることもない。しかし、対外進出するだけの優位性が企業になく、金融機関に外貨運用の経験とノウハウがない場合には、流入した外貨は、強い上昇圧力を為替相場にもたらすことになる。もし、通貨価値の大幅な上昇を政府が受け入れがたいのであれば、為替市場に介入して外貨を吸収し、外貨準備を積み増していく。その結果、国内金融市場には、追加的なマネーストックが形成される。これは当然、インフレやバブルの芽となるから、通貨当局は通常、証券発行によってこれを吸収して不胎化する¹²。

中国の2007年バブルの場合、通貨当局は、金利引き上げとマネタリーベースの抑制気味のコントロールによって、一定の不胎化政策をとっていたと考えられる。しかし、外貨準備増加と引き換えに銀行システムに流入してきた大量の人民元は、商業銀行の本源的預金（支払準備）を拡張し、上昇した信用乗数効果を通じて広義流動性を爆発的に膨張させることとなった。

こうして、2005年から2010年にかけて中国経済に独特の形で形成された過剰資本は、対外的には膨大な貿易黒字と外貨準備の増加をもたらし、対内的には2007年バブルを引き起こしたのち、2011年頃に収束を迎える。その後、世界金融危機に伴う財政赤字と設備投資の拡大によって、民間貯蓄超過は対GDP比4%程度、貿易サービス収支黒字は2%台半ばまで収縮して、2014年まで小康状態となる。図4において、民間貯蓄超過と粗固定資本形成が、この時期ほぼ完璧な負の相関を維持しているが、これは、粗固定資本形成の回復によって民間貯蓄超過が縮小したことの反映である

(4) 2015年——新たな過剰資本の発生と資本逃避危機への序曲

¹² これを日本についてみれば、外貨準備は財務省（外国為替資金特別会計（外為特会））と日本銀行によって保有されている。外為特会では、政府短期証券の発行（2019年度75兆円）および国庫余裕金繰替金（41兆円）によって資金調達し、それを現金預金（16兆円）、金地金（1570億円）、有価証券（117兆円）などに運用している。19年度の資産総額は、147兆円である（以上、財務省HP、

https://www.mof.go.jp/about_mof/mof_budget/special_account/gaitame/gaitame_zaimu2018.pdf、2020年9月6日閲覧）。これに対して、日本銀行の保有外貨資産は、米ドル、ユーロおよび英ポンド建てで外国の中央銀行等に対する預金、および外国の中央政府等が発行する債券で運用されている

（https://www.boj.or.jp/intl_finance/ex_assets/hyoryo02.htm/、2020年9月6日閲覧）。2019年年度末に日銀が保有する外国為替は、26兆円となっている

（<https://www.boj.or.jp/about/account/data/zai2005a.pdf>、2020年9月6日閲覧）。

このように、財務省保有分は証券発行と政府余裕資金の繰替によって不胎化されるが、日銀保有分は不胎化されず、マネーストックを変動させることになる。

2015年、設備投資が対GDP比で低下を始め、民間貯蓄超過が再び鎌首をもたげる(2014年の4.26%から2015年の6.28%)(図2)。たしかに、成長率が急落したわけではない(6.9%)。しかし、2007年バブルの際の14.3%からほぼ一貫して下落を続けていた。もはや前回のよ
うな中国マジックは存在しなかった。正真正銘の過剰資本の発生である。この景気後退に対
して政府は、貸出金利を2014年第3四半期の6.00%から15年第3四半期の4.35%へと思
い切って切り下げる(図10)¹³。さらに、財政赤字を対GDP比4%弱の水準まで拡大する。
このため、貿易黒字は思ったほど拡大していない(14年2.50%、15年3.43%)。言うま
でもなく、これは典型的なケインズ政策であって、対米貿易摩擦をこれ以上深刻化させないた
めの方策でもあった。財政政策はこの頃、40年に及ぶ歴史の中で初めて景気動向に機敏に
反応するようになる。これは、図4の「民間貯蓄超過&財政収支」が、2012年以降きわめ
て強い負の相関を示すことによく表れている¹⁴。

2015年は、もう一つの意味で大きな転機であった。この年ついに、貿易サービス収支が
経済の牽引車の地位から降りた(図3)。ひとまず設備投資が弱いながらもキック・スター
ターの地位についているが、政府消費や民間消費も上昇してきている。とりわけ、ここで注
目したいのが民間消費の順位の上昇である。2009年の最下位から着実に順位を上げてきて
いる。これを、消費支出が経済全体を牽引する時代の先触れと理解することができるかもし
れない。しかし、4項目がかつてないほど団子状態に固まっていることにも注目したい。こ
れは、軌道分析における典型的な「転換点」の状態である。つまり、次の時代の新たな先導・
追従関係が生まれるまでの混沌状態にあるとあってよからう。

第2節 資本逃避危機(2015-2016年)

(1) 外貨準備減少をもたらした要因

2015年は、中国をめぐる国際資本投資の面でも大きな転機であった。「図14 国際投資
ポジション」を見ると、2014年に3兆8993億ドルにまで達した膨大な外貨準備(その第
1, 2四半期には瞬間的に4兆ドルを超えた)が、2015年以降減少を開始した。2016年に
ボトムである3兆978億ドルにまで落ち込んだ後やや回復して、2019年末で3兆2229億
ドルの水準である。2年間で約8000億ドル(20%)もの減少を記録したことになる。

この問題を図11で検討しよう。これによれば、2008年の世界金融危機まで順調に増大し
てきた外貨準備が、2009年以降、増大のスピードを緩め、ついに2015-6年に大幅な減少
に陥ったことがわかる(15年-3429億ドル、16年-4436億ドル)。2008年までは、順調
な経常黒字の積み上げが外貨準備増大の主要因であり、それを純対内直接投資が下支えし

¹³ この水準は2020年第2四半期まで一貫して維持されている。

¹⁴ その後、民間消費の上昇もあって、民間貯蓄超過はいったん2016年6.00%、2017年
5.48%に落ち着いている。しかし、2017年現在の中国経済は、いまだ高水準とはいえ停滞
する設備投資のもとで、財政赤字によって全面的に支えられている状況である。

ていたことが見て取れる。しかし、2009年以降、状況が一変する。世界金融危機による世界貿易の収縮で、経常収支黒字が2009年に大きく落ち込んだ後、低迷する。純対内直接投資と純対内証券投資は、2014年まで比較的安定した動きを示している。これに対して、それまで安定していた誤差脱漏が、2009年からマイナス幅を広げていく。そして、もっとも印象的なのが、純対内その他投資¹⁵の変動である。その大きな上下動が、外貨準備増減とほぼ完全に連動していることがわかる。そして、2015年がやってくる。経常収支はやや持ち直したものの、その他すべての項目が減少に転ずることで、一気に外貨準備がマイナスに転落した。

(2) 2012年の構造変化——外貨準備増減の移動相関分析

ここで、改革開放の開始以降の長期的な観点から、経常収支の動向を観察しておこう。外貨準備とその他項目との間の移動相関分析がそれである（「図15 外貨準備増減との7年移動相関」）。これによれば、1984年から1992年まで、経常収支は外貨準備増減と安定的な正の相関を保っていたことがわかる。貿易サービス収支が黒字基調に転ずるのは90年代半ばであるから、この時期の外貨準備は、経常収支（そのほとんどは貿易サービス収支）の正負に応じて増減していたことがわかる。これが転機を迎えるのは、ちょうど1992年の社会主義市場経済宣言の後である。1992年から1995年まで、折からの外資導入政策によって著増する純対内直接投資によって外貨準備が積み増されていたことがわかる。興味深いのは、1996-7年の純対内証券投資の動きである。アジア通貨危機直前のこの時期、大量の証券投資の流入が外貨準備増大に貢献したが、その後、両者の連動は、危機勃発とともに消えてなくなる。次に、アジア通貨危機の混乱期を経た2001年のWTO加盟前後の動きに注目したい。経常収支は言うに及ばず、直接投資、証券投資、その他投資、そして誤差脱漏までも大量に流入して、外貨準備増大に貢献したことがわかる。その後、世界金融危機直前の2007年株式バブルにかけて著増する外貨準備の増大と連動していたのは、経常収支黒字と直接投資の純流入であった。なお、2008年の証券投資の動きにも注目しておこう。2005年以降、

¹⁵ IMFの*Balance of Payments Manual*第6版（IMF, 2013）によれば、「その他投資」とは、直接投資、証券投資、金融派生商品、外貨準備増減に含まれないすべての金融取引が含まれる、文字通り「その他 residual」項目である。この取引にかかわる金融部門としては、中央銀行、一般政府、商業銀行、その他金融機関、非金融機関、家計、対家計非営利団体（NPISHs）となっており、すべての部門がかかわる。その細目は、まず「その他出資（other equity）」で、アジア開発銀行やAIIB（アジアインフラ投資銀行）などに対する出資がここに含まれる。次に「貸付」で、リース、現先取引（レポ取引）、債務引受などがここに含まれる。そして、「通貨・預金」で、ここには銀行券、硬貨、当座預金、貯蓄性預金が含まれ、銀行間取引ポジションもここに入る。それ以外には、「保険、年金、保証取引」、「貿易信用」、「その他売掛金・買掛金」、「SDR」が含まれる。

正の相関を強めていった純対内証券投資は、ついに 2008 年に相関係数 0.735 を記録する。このように、1997 年、2001 年、2008 年の証券投資の動きは、その投機的な性格の一端を如実に反映したものであろう。

世界金融危機を受けて、国際収支諸項目の連動関係は、2009 年から一種の混乱期に入る。しかし、それを貫く軸は、経常収支が外貨準備増減と正の連動を行わなくなったことである。そして、ついに 2012 年からは強い負の連動関係に入る。つまり、経常収支黒字増大が外貨準備減少と、減少がその増大と結びついて現れる。この時、中国をめぐる国際資本投資の運動に、大きな構造変化が生じつつあった。外貨準備減少への転機は 2015 年に訪れたが、それをもたらした根因は、この構造変化に根差すものであった。

2012 年から経常収支が外貨準備増減と強い負の相関に入ると同時に、その他すべての項目が逆に正の相関関係に入った。この一大転換は、2019 年現在も継続する、稀に見る劇的かつ安定的な変化であった。図 11 を見ると、外貨準備は 2012 年から大きく上下動する。この変化にぴったり寄り添いながら、純対内直接投資、純対内証券投資、純対内その他投資、そして誤差脱漏までもが上下動していることになる。つまり、経常収支黒字がなだらかな減少基調にあるもとの、外貨準備の増減を決定する主要因が、経常収支から投資収支に移ったことの明確な証左である。とくにこの傾向が著しいのがその他投資である。すでに 2009 年の時点から、外貨準備増減と高い連動性のもとにある。このことは、2012 年を転機として、直接投資・証券投資・その他投資、そして誤差脱漏の純流出が、外貨準備によって主に賄われるようになったことを表している。以上を絶対額で表したものが図 12 である。

(3) 外貨準備増減と為替相場、株式相場、金利

1 外貨準備増減と為替相場

ここで、公的外貨準備と対ドル人民元為替相場との関係を観察しておこう。「図 16 人民元為替相場と経常収支、外貨準備」は、2006 年第 4 四半期¹⁶から 2020 年第 1 四半期にかけて、対ドル人民元相場が、「外貨準備増減－経常収支」ときわめて緊密な関係にあることを示したグラフである。ただし、「緊密」とは、高い相関係数といったことを意味しない。計算するまでもなく、両者の相関係数は、きわめて低い。しかし、両者の関係は、10 年という長期で観察すれば、きわめて緊密なのである。

「外貨準備増減－経常収支」は、ほぼ「投資収支」¹⁷に等しい（ただし、純流入が＋、純流出が－）。そこには、直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資が含まれる。すでに述べたように、中国は、2005 年 7 月までドル・ペッグ制をとっており、1 ドル＝8.27 人

¹⁶ IMF, *International Financial Statistics* で対外株式投資の四半期データが利用可能になるのが、2006 年第 4 四半期である。

¹⁷ より正確には、「投資収支＋誤差脱漏」となる。ただし、「投資収支」という項目は、IMF 国際収支マニュアル第 5 版までの項目で、2008 年からの第 6 版にはない。

民元で固定されていた。その後、ペッグが外されて徐々に元高となり、2008年第3四半期以降1ドル=6.83人民元で安定する(図13)。この第2の安定期は2010年第2四半期まで続くが、再び第3四半期から上昇に転ずる。ほぼ2年の上昇期ののち、2012年第1四半期から、1ドル=6.31人民元で第3の安定期を迎えるかに見えた。以上の推移は、その間に2007年株式バブル、2008-9年世界金融危機を挟んでいることからわかるように、驚くほど秩序だった「安定→上昇→安定→上昇→安定」の推移であった。このことは、人民元相場が、経常収支、「外貨準備増減-経常収支」、外貨準備増減の動きから完全に隔離されていることから判断して、きわめて厳格な資本規制が敷かれていたことをうかがわせる。

しかし、ここで変化が起きた。「外貨準備増減-経常収支」が、2012年第2、3四半期と連続して大幅な赤字を記録した。資金流出である。その結果、外貨準備が小幅とはいえ(第2四半期117.6億ドル、第3四半期4.3億ドル)、1989年、1992年以来初の減少を喫した。そして、人民元相場が、わずかに低下した(2012年第2四半期6.31元から、第3四半期6.33元)。厳格な資本規制のもとで、このわずかな変化のもつ意味は小さくなかった。2015年の崩落を前にした、不気味な予兆であった。

しかし、再び2013年第1四半期から2014年第1四半期にかけて、かなりの変動はあるものの、「外貨準備増減-経常収支」が大幅な流入に転じた(総額2832億ドル)。これに応じて人民元相場も6.12元まで一本調子で上昇する。この大量の資金流入は、市場の崩壊前にいつも訪れる、一種の凼のようなものであった。

そして、ついに2014年第2四半期、一大転機が訪れる。まず、「外貨準備増減-経常収支」がこの四半期だけで1700億ドル以上という、これまで最大の変化を記録した(前期1200億ドルの流入から今期531億ドルの流出)。しかし、人民元相場はまだほとんど動かない。わずかに6.12元から6.16元へ低下しただけである。

しかし、資本流出は止まらない。2014年第3四半期から3期連続で786億ドル、1066億ドル、1563億ドルと、堰を切ったように流れ出す。そして、2015年第2四半期に、一旦633億ドルまで戻したかに見えたが、第3四半期に2284億ドルという、中国の国際収支史上、後にも先にも空前絶後の資本逃避を記録する。そして、人民元が暴落を開始する。2015年第2四半期平均の6.12元から、2017年第1四半期平均の6.89元へ12.6%の切り下げであった。

この切り下げ率を見て、他の発展途上国と比べて意外なほど穏やかな切り下げであると感じるかもしれないが、それは違う。これは、2008年前半の世界金融危機直前の水準である。世界金融危機後、4兆元(約5800億ドル)もの政策資金を投じて営々と築き上げてきた元高傾向が、まさに一瞬にして潰えた。ちなみに、2014年第2四半期の純流出転落から、最後の年である2017年第4四半期までに記録した純資本流出総額は、1兆6348億ドルの巨額に上った。この結果、政府の保有する外貨準備は、ピークである2014年第2四半期の4兆0558億ドルから、そのボトムである2017年第1四半期の3兆1028億ドルまで、9530億ドル(23.5%)減少した。図15を見れば、世界金融危機後には外貨準備増減が完全に投

資収支の流出入と連動していることがわかる。したがって、一旦資本逃避が生ずれば、それを相殺するだけの対外借入れを行えず、ただ為す術もなく国富を失っていくしかなかったことがわかる。

では、この深刻な資本逃避の内実を探ってみよう。図 11 ですでに検討したように、2009 年以降、外貨準備増減に最も影響したのは、純対内その他投資であった。「その他 residual」項目とはいえ、投機的要素を少なからず含むその他投資を対外と対内に分け、誤差脱漏とともに表示したが「図 17 その他投資と誤差脱漏」である¹⁸。これによれば、2009 年第 1 四半期から 2016 年第 2 四半期にかけて 7 年の長きにわたって、外貨準備を増減させていた実体が、「対内その他投資」であったことがわかる。つまり、それまで大量流入を続けていたその他投資が、2014 年第 3 四半期から一気に引き上げられることで、外貨準備が失われることになったわけである。このような資本逃避現象は、投機的性格の強い誤差脱漏にも明確に観察される。図 15 にあるように、まさに 2009 年から「純対内その他投資」とぴったり寄り添いながら、外貨準備増減と逆相関し、2014 年第 3 四半期からの外貨準備喪失に一役買っている。しかし、ここで忘れてはならないことがある。「対外その他投資」の果たした役割である。それまで、外貨準備増減とあまりかかわりのなかった「対外その他投資」が、2016 年第 3、4 四半期に、それぞれ 1383 億ドル、1272 億ドルの巨額の流出を記録し、これはほぼ同時期の外貨準備流出額に等しい。しかも、「対内その他投資」は、同時期にすでに流入に転じているのである。これはちょうど、人民元急落の末期にあたっていた。

以上からうかがい知ることのできる事実、「対内その他投資」「誤差脱漏」そして「対外その他投資」のもつ強い投機性である。人民元為替相場は、2015 年第 2 四半期の 1 ドル 6.12 元をピークとして翌期から急落が始まる。また、次項で検討するように、株式相場もまた 2015 年第 2 四半期にピークを迎え、8 月に崩落する。そのはるか手前、2014 年第 3 四半期——これはまた、株式バブルの開始期——から「対内その他投資」「誤差脱漏」の資本逃避が開始される。バブルが過熱し、人民元相場がまだ高値を維持している、まさにその機を捉えて外国資本の逃避が発生した。そして、その最終盤には、国内資本による「対外その他投資」も、急落する人民元相場に耐えかねて流出した。

最後に、この 2015 年第 3 四半期に始まる人民元為替相場下落を、長期的な世界の為替動向の中に位置づけておこう。「図 18 人民元をめぐる各国実質実効為替相場」は、ここ 20 年にわたる人民元、ドル、ユーロ、円の実質実効為替相場の推移を、人民元の対ドル名目相場とかかわらせてプロットしたものである。これによれば、人民元の実質実効為替相場は、2001 年の WTO 加盟から 2005 年にかけて——対ドル名目相場はドル・ペッグのまま——2 割程度も減価していることがわかる。これが、世界貿易体制に本格的に組み込まれて以降の順調な輸出伸長を支えていたことは疑いない。その後、2005 年第 1 四半期 (82.4) を底に

¹⁸ これ以外にも「対外対内株式投資」「対外対内債券投資」があるが、量的にほとんど影響を及ぼしていないため、省かれている。

ほぼ一貫した上昇を開始し、それは2015年第3四半期(131.1)まで継続する。しかし、大変興味深いことに、名目相場で見れば2014年第1四半期から2015年第2四半期にかけて安定していたのが、ついに耐えきれずここから急落したことになるのに対して、実質実効相場では、2014年第2四半期(115.5)から2015年第3四半期(131.1)まで13.5%も増価している。この理由は、その間、上昇するドルの実質実効相手を相殺して、円とユーロのそれが大きく減価しているためである。膨張する国内過剰資本を吸収すべく拡張的な金融政策、財政政策をとっているにもかかわらず(後述)、為替政策だけが逆方向を向いていたわけである。2015年第3四半期からの対ドル相場切り下げは、ほとんど不可避だったといつてよからう。

これら各国の実質実効為替相場に軌道分析を施したのが「図19 人民元をめぐる実質実効為替相場軌道分析(7期移動平均)」である。詳しくは触れないが、1999年から2001年にかけての共通通貨誕生時、そして2010年の通貨危機時のユーロの先導性、2008年の世界金融危機直後から2012年いっぱいにかけての超円高時の円の先導性、そしていま議論している2014年から2015年前半にかけての人民元の先導性など、世界の為替市場を牽引した――あるいは世界で為替投機の標的となって真っ先に変動する――通貨と、それに追従する諸通貨の序列が手に取るようにわかる¹⁹。

2 資本逃避と株式相場、金利

資本逃避の問題を理解するために、2015年株式バブルの特殊性について検討しておこう。「図20 主要国の株式相場(指数)」によって確認すれば、今回のバブルが2014年第3四半期に始まり、2015年第2四半期にピークを迎えたことがわかる。これが同年8月に急落し、各国に波及して世界同時株安(チャイナ・ショック)を引き起こすこととなった²⁰。世

¹⁹ このグラフは、軌道分析の有効性・有用性を余すところなく示している。ただし、留意すべき点は、軌道分析の期間単位を年を取るか、四半期を取るか、月を取るか等によって、その結果がまったく違ってくるといふ点である。長く1年間を通じた先導・追従関係を観察するか、それとも月々・日々の細かなその変化を観察するかによって、結果が違ってくるのは当然と言えよう。マラソン・ランナーの瞬間瞬間のつばぜり合いと、レース全体を通じた戦略の違いに例えられるかもしれない。つばぜり合いの集計が戦略なのではない。なお、GDP諸項目の軌道分析には、年単位が適切である。

²⁰ 2015年8月に発生した人民元下落と株式下落のダブルの「チャイナ・ショック」に関して、日本の財務省をはじめとする各国金融当局は、まったく寝耳に水であったという(浅川雅嗣、2020、89-90ページ)。中央銀行である中国人民銀行からまったく説明のない中、短期的な要因として、人民元をIMFの準備資産である特別引き出し権(SDR)の構成通貨とするために、人民元相場を市場実勢に合わせる必要があったという推測を、当時財務省財務官就任直後であった浅川雅嗣氏は行っている(同年11月IMFは人民元を構

界経済に占める中国の重みをひしひしと感じさせる一大事件であった。すでに第 1 節で検討したように、2015 年という年は、設備投資が対 GDP 比で低下を始め、民間貯蓄超過が再び鎌首をもたげた年であり、いわば正真正銘の過剰資本が発生した年である。このような景気後退に対して中国人民銀行は、貸出金利を 2014 年第 3 四半期の 6.00%から 15 年第 3 四半期の 4.35%へと思い切って切り下げ（図 10）、さらに財政赤字を対 GDP 比 4%弱の水準にまで拡大した（図 2）。この利子率切り下げのタイミングに注目しよう。まさに、バブル開始と完全に軌を一にしている。当時の物価水準を図 5 でみれば、14 年の 1.92%から 15 年の 1.43%へと、むしろ低下している。また、図 8 によってマネーストックについてみれば、信用乗数は依然高い水準を維持しているものの、広義流動性の増加率は 8%程度で安定している。したがって、世界を震撼させた中国の 2015 年バブルは、この思い切った金利切り下げによる株式資本の瞬間的な膨張によって引き金を引かれたものであることがわかる。

しかし、すでに 2014 年第 3 四半期から「対内その他投資」「誤差脱漏」の資本逃避が開始されていた。資本逃避は、それに見合った資本流入によって相殺されない限り、外貨準備の減少によって賄われざるを得ない。通貨当局に人民元が持ち込まれ、それが外貨（ドル）に転換されて流出していく。4 兆ドルの外貨準備の約 2 割に相当する資本が流出した。通貨当局の手には、それに見合っただけの人民元が市中から吸い上げられていく。図 8 によれば、まさに 2015 年第 2 四半期から広義流動性の増加が鈍り、第 3 四半期から 3 期連続で減少に陥るという前代未聞の事態が発生した。通貨当局が金融引き締めを行っていたわけではない。その証拠に、マネタリーベースの増加率は、第 2 四半期から第 3 四半期にかけて上昇している。つまり、金融緩和政策をとっているのである。貸出金利も、国有銀行を総動員してさらに切り下げられていく（15 年第 2 四半期 4.85%から 15 年第 4 四半期 4.35%へ）。では、なぜ広義流動性が収縮するのか。それは、資本逃避によって本源的預金（支払準備金）の減少に直面した商業銀行は、信用乗数を低下させざるを得ず、それが広義流動性を収縮させるわけである。実際、図 8 によれば、15 年第 1 四半期の 23.2 から、外貨準備減少が収まる 2017 年第 1 四半期には 18.9 まで低下している。株式バブルは、破裂しないわけにはいかなかった。

以上が、バブル発生と崩壊の顛末である。これが「チャイナ・ショック」と呼ばれるまでの衝撃を世界に与えた。まさに、中国発の世界同時株安であった。しかし、このような短期

成通貨に加えることを決定)。また、より根本的な要因として、「中国の企業や国民が資産を海外に逃避させていること」(同、101 ページ)を挙げている。しかし、すでにみたように、「チャイナ・ショック」の引き金となり、さらにはその主要因となったものは、海外投資家による「対内その他投資」の大量引き上げであった。当時、国際金融政策実務のトップであった同氏でさえ、2020 年の今日でなおこのように語っていること(同書は、日本経済新聞編集委員の清水功哉氏による聞き書き)の意味は大きい。いわゆる「オーラル・ヒストリー」が厳しいテキスト・クリティークを必要とする所以である。

的な衝撃波とその伝播の問題と、世界経済における長期的・構造的な中国株式資本の位置づけとを混同してはならない。2015年「チャイナ・ショック」にもかかわらず、中国株式資本の運動は、世界に対してきわめて追従的な地位にとどまっている。

主要国の株式相場を図20で見れば、中国の2007年と2015年のバブルが、世界でも際立った存在であったことがよく理解できる。全期間にわたる相関マトリックスを計算すると、「表1 株式相場指数相関マトリックス(1999Q1から2020Q2)」となる。また、4半期ごとの変化率をとって計算すると、「表2 株式相場変動率相関マトリックス(1999Q2から2020Q2)」となる。図20でも、高い相関係数が期待されるが、実際には市場間でかなりの差がある。指数の相関は、いわば株式相場の長期トレンドに関する相関を表す。これに対して、変化率の相関は、4半期ごとの変化のアップ・ダウンがどれだけ相関しているかを示すものである。たとえば、アメリカとユーロ圏では、株式の長期トレンドという点ではあまり相関が高くないが、相場のアップ・ダウンはかなり相関が高い。また、インドは、韓国やアメリカときわめて強い、そして中国ともある程度の長期トレンドを共有しており、韓国、アメリカとは相場のアップ・ダウンもかなり共振するが、中国とはそれほどでもない。このように、さまざまな特徴を読み取ることができる。

4半期ごとの変化率に軌道分析をかけたものが「図21 各国株式市場の軌道分析(変化率7期移動平均)」である。このグラフを細かく読み取ることがはしないが、中国のランキングがそれほど高くないことがわかる。とくに、2007年と2015年のバブルの時期には、いずれも最下位となっている。つまり、ほぼ完全に他の市場のアップ・ダウンに追従しているわけである。この事実は、中国の株式資本が世界とかかわりなく、独自の論理で「勝手に」アップ・ダウン、そしてバブルの発生と破裂を繰り返していることを示唆しているのかもしれない。

このことを確認するために、変化率に関して、世界の株式資本の首領と目されるアメリカ市場との7期移動相関分析を行ってみよう(「図22 アメリカとの7期移動相関(株式指数変化率)」)。まず目を奪われるのが、アメリカとユーロ19か国とのほぼ完ぺきともいえる相関の高さである。これは、2001年の共通通貨結成から2012年前半期まで続いている²¹。これが、株式市場間の共振関係の到達点とでもいうべきものだろう。これに対して、その他の国は、日本も含めて意外なほど相関が低い。そして、中国に至っては、時折負の相関さえ示している。以上から、中国株式資本は、「チャイナ・ショック」のようなきわめて短期的・突発的な事態を除いて、世界の株式資本を先導したり牽引したりする地位にはないということがわかる。

こうして、中国経済独自の事情による過剰資本の発生と、それに対処すべく発動された財政金融政策によって煽られた2015年バブルは、巨額の国際資本逃避を引き起こして破裂す

²¹ これがなぜ2012年後半期から崩れ、2019年第3四半期から復活したのか、その間に何があったのか——これは残された重要な研究課題である。

る。その結果、対ドル人民元為替相場は 12.6%低下し、外貨準備は 9530 億ドル (23.5%) 減少した。つまり、世界第 2 位の経済大国が一瞬にして 1 割以上収縮し、代わりに 1 兆ドル近い外貨 (ドル) が世界に放出されたわけである。このことのもつ意味は、小さくなかった。

第 3 節 国際過剰資本への転化

(1) 外貨準備の国際過剰資本への転化

一時、4 兆ドルにまで積み上げられた外貨準備は、一面において、14 億の中国国民が改革開放以来 40 年間にわたって、平均すればきわめて低い賃金と消費水準に耐え抜いた証である。他方において、社会主義市場経済体制から党=国家資本主義体制への脱皮の過程でしばしば発生した膨大な過剰資本が、対外的な捌け口を求めて貿易黒字となった結果でもある。それは時に強烈な近隣窮乏化政策となって諸国を襲い、厳しい経済摩擦を引き起こした。また、貿易黒字によって通常生ずる人民元高を中国政府が拒否し、主にドル建てで貯まっていく外貨を対外投資に活用する術を近年まで持たなかったことから、この貿易黒字が、政府の外国為替市場介入を通じて公的外貨準備 (主にアメリカ財務省証券) に転化して、ひたすら蓄積されていった。第 2 節で、さまざまな側面に 2014 年第 2, 3 四半期が登場したが、ここを画期として、21 世紀初頭に開始された外貨準備蓄積の構造が転換した。

板木 (2006) で明らかにしたように、閉じられた一国経済においては、不況・恐慌期に商品資本・生産資本の価値破壊から生まれた過剰貨幣資本²²は、好況期にも消えることなく、不況と恐慌のたびごとに積み上げられて、貸付資本と擬制資本 (株式、債券、土地、その他証券化商品、金融派生商品) を膨らませていく。これが開放経済においては、過剰商品資本が輸出されて貿易黒字となり、獲得された外貨がさまざまな経路を通じて対外投資されることで、国際過剰資本に転化する (同、第 5 章)。ネットでのグローバル・インバランスの発生である。ここに債権・債務両建てで追加的な貨幣資本が銀行システムから創出され付加されることで、膨大なグロスでの資本回流 (同、第 9 章第 1 節) が発生する。このグロスの

²² 不況・恐慌期に、売れない商品の価値が破壊され、稼働しない設備の価値も破壊されていく。しかし、一旦創出された貨幣の価値は破壊されない。この重要な原理は、次のように説明される。ケインズ経済学を援用すれば、 $S=I$ が成立する。現存する総生産設備を K とおけば、 $K=\sum I=\sum S$ が成立する (S には固定資本減耗が含まれ、 I には更新投資が含まれる)。つまり、現存する実物生産設備の裏側には、それと同額の貯蓄が貨幣形態で存在している。いま、 K の中で稼働しない部分の価値が破壊されれば (機械の廃棄、工場の閉鎖)、 $K<\sum S$ となる。なぜなら、現物形態をとる商品資本、生産資本は価値破壊されるが、貨幣資本は、一旦銀行システムから創出されれば——銀行が倒産してペイオフが発動されない限り——価値破壊されないからである。したがって、 $\sum S-K$ が過剰貨幣資本となる。

国際過剰資本は、ただ世界を回流するだけで生産活動に根を張っていないからこそ過剰資本なのだが、しかし過剰資本である限り価値増殖を行わなければ、資本として存在することができない。この矛盾は結局、プラス・サム of 価値増殖活動ではなく、ゼロ・サム of 価値収奪活動に従事し、競争相手を価値破壊し、それをキャピタル・ゲインとして取得する以外に解決方法をもたない²³。これが、国際過剰資本が投機資本とならざるを得ない論理的な必然性である。

では、4兆ドルもの外貨準備、そしてわずか2年間で1兆ドル近くもの減少は、何を意味するのだろうか。経常収支（貿易サービス収支＋所得収支）＋純対内直接投資＋純対内証券投資＋純対内その他投資＋誤差脱漏＝外貨準備増減、という恒等式から、仮に、巨額の貿易サービス収支黒字が外貨準備の積み増しによって吸収されなかったとしたら、その大部分は、対外直接投資・証券投資・その他投資に転化していたはずである。つまり、外貨準備増

²³ 過剰貨幣資本を設備投資に向ければ（つまり、生産資本に転化すれば）、過剰資本でなくなる、あるいは資本過剰が解消するのではないか、というのがしばしば寄せられる疑問である。ここでも、ケインズ経済学を援用して考えてみよう。世界全体でみて、 $S=I$ が成立している。つまり、新規設備投資 I_1 を行えば、新規貯蓄 S_1 が世界のどこかに発生する（ $S_1=I_1$ ）。これを媒介するのが銀行の信用創造である。銀行は、比率的にはわずかな支払準備金をもとに架空の信用貨幣（預金貨幣）を創造して、企業に貸し付ける。企業はこれを新規設備投資 I_1 することで、世界のどこかに総額 S_1 の新規貯蓄が発生する。そして、これが銀行システムに還流することで、最初に創造された架空信用貨幣の裏付けとなる預金が形成される。こうして、結果として（*ex post*） $S_1=I_1$ が成立する。あたかも無から有が生み出されたかのように見えるが、実際に銀行の信用創造が果たしている機能は、架空貨幣の創造によって（*ex ante*）、新規生産を先導的に媒介する役割である。

さて、以前の不況期に発生した過剰貨幣資本——これは貯蓄として銀行口座に存在しているから S_0 とおこう——が存在するとしよう。上記の疑問のように、これが企業に貸し出されて設備投資 I_1 に充当されたとしよう。しかし、くれぐれも注意しなければならない点は、企業への貸し付けは、口座開設とそこへの振り込みによって行われるから、実際に現金 S_0 が銀行システムから流出するわけではないという点である。したがって、これまでと同様に、新規設備投資 I_1 によって、世界のどこかに新規貯蓄 S_1 が発生する。これが還流するから、銀行の手元には結局、総額 S_0+S_1 だけの預金が残されることになる。つまり、過剰貨幣資本 S_0 は、たとえ設備投資に充当されたとしても、なくなる。

以上の論理は、きわめて重要な示唆を与えてくれる。すなわち、一旦発生した過剰貨幣資本は——銀行が倒産してペイオフが発動されない限り——決して消滅しないという事実である。だからこそ、不況や恐慌が繰り返されるたびに、過剰貨幣資本が蓄積されて、貸付資本や擬制資本が膨張していくわけである。金融バブルが、発生たびに一層大規模かつ破壊的になっていく必然性は、ここにある。

減をゼロとおくと、経常収支（貿易サービス収支＋所得収支） \equiv －純対内直接投資－純対内証券投資－純対内その他投資－誤差脱漏、すなわち、経常収支（貿易サービス収支＋所得収支） \equiv 純対外直接投資＋純対外証券投資＋純対外その他投資－誤差脱漏、が成立する。これは、国内の構造的貯蓄と過剰貨幣資本からなる民間貯蓄超過の国際過剰資本への転化にほかならない。4兆ドルもの国際過剰資本が、投機資本の性格を強く帯びながら、文字通り世界を跳梁跋扈していたに違いない²⁴。しかし、これが実際には、中国政府の公的外貨準備に転化していた。

公的外貨準備とは、いわば凍結された国際過剰資本である。中国の外貨準備は、そのほとんどがアメリカ財務省証券に投資——すなわち、公的対外証券投資——されているといわれているが、そこから転々世界に流出し、利子、配当、キャピタル・ゲインを求めてさまざまに投資形態を変化させているわけではない。まさに、アメリカ財務省証券の形をとって「凍結」されている。このことによって、国際過剰資本が本来もつ投機性が、潜在化されている。

しかし、2012年にこれが大きく変化した。純対外直接投資・証券投資・その他投資、そして誤差脱漏の流出が、外貨準備によって主に賄われるようになった。そして、ついに2015

²⁴ すでに検討したように、1国体系の内部に閉じ込められた過剰資本は、その商品資本形態・生産資本形態が価値破壊されて、過剰貨幣資本となって国内の貸付資本市場や擬制資本市場に滞留する。しかし、この過剰資本を、もし貿易収支黒字として対外的に吐き出すことに成功すれば、商品資本価値も生産資本価値も維持されて、価値破壊を免れる。しかし、貿易相手国は、貿易収支赤字を被るから、生産が収縮することで商品資本・生産資本が価値破壊されて過剰貨幣資本を発生させる。この過剰貨幣資本は、貿易赤字の代金として貿易黒字国に移転する。貿易黒字国では $I < S$ が、貿易赤字国では $S < I$ が成立するが、これは結局のところ、赤字国から黒字国へ貯蓄が一方的に価値移転（価値収奪）していることを意味する。こうして移転された過剰貨幣資本が、対外的に直接投資、証券投資、その他投資、そして誤差脱漏の流出といった形で、国際過剰資本に転化し、黒字国から赤字国に逆流入することになる。これが、国内過剰資本の国際過剰資本への形態転化の論理である。

この論理は、重要な命題を示唆している。以上のような近隣窮乏化プロセスによって生み出された国際過剰資本は、世界のどこを探しても対応する商品資本・生産資本をもたない。なぜなら、その破壊の中から産み落とされたからである。したがって、これが証券投資、その他投資、誤差脱漏の形をとろうが、直接投資の形をとろうが、すべて投機的性格を帯びざるを得ない。国際的に過剰な資本として、インカム・ゲインではなく、競争相手を価値破壊することによるキャピタル・ゲインにその利益源泉を求めざるを得ない。

なお、近隣窮乏化プロセスからではなく、逆の「近隣富裕化」プロセスからも対外直接投資・証券投資・その他投資などが発生しうることが、これは国内過剰資本から生まれたものではなく、投機性や価値破壊性をもたない。ただ、本稿ではこの説明を割愛する。

ー6年、あたかも堤防が決壊するように、対内その他投資と誤差脱漏を中心として流出に転じ、1兆ドルもの外貨準備が失われることになった。それまで公的外貨準備として「凍結」「封印」されていた国際過剰資本が野に放たれ、その投機性が牙をむく時代の到来であった。

(2) 国際過剰資本への転化がもつ意義

1 アジア通貨危機（1997ー8年）との対比

2015ー16年資本逃避の問題性は、このような事態が、ワシントン・コンセンサスを受け入れて開放的な新自由主義政策をとる小さな発展途上国で生じたのではないという点にある。厳格な資本流出規制を敷き、為替管理を徹底する大国・中国でさえ、資本の過剰流入と逃避を阻止することができず、バブルに際しては外国資本に手玉に取られる事態が生じた。1997年にタイに発し、インドネシア、マレーシア、香港、韓国を襲い、その後ブラジルやロシアに伝染していったアジア通貨危機は、投資収支の異常な流出入によって引き起こされた。また、2008ー9年の世界金融危機も、欧米間を往復する巨額の証券化商品に対する投資によって引き起こされた。中国共産党は、この二つの危機を目の当たりにして、重大な教訓を胸に刻んだはずである——ワシントン・コンセンサスとは金輪際かかわり合いをもたないこと、資本・為替規制の手綱は決して手放さないこと。しかし、それでも危機は生じた。

たしかに、アジア通貨危機の場合、東南アジア諸国の貿易収支は慢性的な赤字を計上していた。また、その出発点となったタイの場合には（板木、2006、403ー408ページ）、まず株式市場が崩落し、続いて為替投機が生じてドル・ペッグ制を維持することができなくなってパーツが急落し、危機後もなお資本逃避が継続して国民経済が一気に不況に叩き込まれるなど、多くの点で中国とは異なった展開をみせた。さらにタイの場合には、外貨準備が一瞬で蒸発し、急激な国内金融逼迫 credit crunch に陥ったが、中国の場合には豊富な外貨準備でこれを回避することができた。

このように見れば、アジア通貨危機は危機管理の失敗例、中国資本逃避危機はその成功例という、ある意味で安直な二分法が可能かもしれない。しかし、国際過剰資本の新たな形成という観点からみると、両者の間に何の違いもなかった。外貨準備に余裕のないタイの場合、金融逼迫で一気に設備投資が収縮し、ここから生じた民間貯蓄超過 $S-I$ を飢餓輸出に転化して得られた貿易黒字が、逃避資本の原資であった。つまり、収縮するタイ国民経済から絞り出すようにして生まれた過剰貨幣資本が、新たに形成された国際過剰資本の実体であった。これに対して中国の場合は、金融逼迫と経済の収縮を、強力な金融緩和政策と財政拡張政策で抑え込み、膨張を始めた民間貯蓄超過を比較的小規模にとどめることに成功した。そして、豊富な外貨準備を外為市場に注ぎ込むことで、人民元相場が10数%押し下げられはしたものの、資本逃避に対処することができた。しかし、この8000億ドルに上る外貨準備の減少によって、新たな国際過剰資本を世界経済に放出することになった。違いはただ、現時点での民間貯蓄超過を原資とするか、過去に蓄積された民間貯蓄超過を原資とする

かだけである。

2 経常収支の赤字転化がもつ意味

新型コロナ・ウィルス禍（COVID-19）が世界を襲う前に予想されていた、2022 年にも中国の経常収支が赤字に転落するというのもつ意味について考えてみよう。実際、中国の武漢で感染者が続出していた 2020 年第 1 四半期には、337 億ドルの赤字が計上されていた。世界経済が、2008 年の世界金融危機の数倍にも相当するダメージを被りつつある現状で長期のトレンドを予想することは困難だが、もしこの傾向が続くことになれば、对外投资に加えて経常収支赤字も外貨準備減少の要因となる。もちろん、このことが一直線に進むわけではない。周期的な景気循環に応じて、不況期には国内過剰資本が形成されて、貿易黒字を生み出すだろう。したがって、長期的な動向はきわめて見通し難いが、少なくとも経常収支（貿易サービス収支）がこれまでのような大幅な黒字を計上し続けることがないとすれば、それは中国と世界に何をもたらすのだろうか。

習近平政権下で確立された、党と国家が一体となった国家資本主義体制（国有企業主導の巨大混合寡占経済）はいま、国際経済・政治・軍事一体となった国家安全保障を目指して、東アジアにおける地域覇権の構築を急いでいる。その論理は、レーニンの描いた帝国主義時代と同じ「ディフェンスの論理」——攻撃は最大の防御——である。そのために、巨大国有資源企業、巨大国有銀行、巨大国有投資ファンドが民間企業と一体となって、「一帯一路」の旗印のもとに、対外進出を推し進めている。「図 23 民間国際投資ポジション」によれば、2015 年以降、民間対外純資産のマイナスが大幅に改善しつつあるが、その理由は二つある。一つは、2015-6 年の資本逃避の結果、その他投資のポジションが現在、5000 億ドル程度の債権超過となったこと。二つ目は、対外直接投資の著増によって、そのポジションが大幅に改善したことである。とくにこの二つ目の要因は、今日の中国対外政策から判断して、今後とも継続することが十分予想される。そうすると問題は、この対外進出の原資をどこに求めるかである。

一つの有力な方策は、中国に国際金融市場、国際資本市場を確立し、さまざまなルートから外国資本を呼び込んで、これを対外投資の原資に資本変換することである。このためには、銀行やその他金融機関による対内その他投資を呼び戻し、国内の債券市場、株式市場を大幅に对外开放しなければならない。しかし、アジア通貨危機、世界金融危機、そして今回の資本逃避危機を目の当たりにしてきた中国政府は、厳格な為替規制と資本規制をけっして手放そうとはしないだろう。したがって、この方策は一定追及されるだろうが、そこには自ずと限界がある。

残されたもう一つの方策は、現在もなお 3 兆ドルを超える外貨準備の活用である。中国国内の貸出金利に比べて圧倒的に低金利のアメリカ財務省証券での外貨準備運用は、あたかも対米資金援助のようなものである。これは、現在財務省証券として「凍結」されている外貨準備の有効活用である。そして、この方策の優位点は、ドル圏であれば世界中どこへで

も中国企業や銀行が投資可能であるという点にある。

以上の二つの方策と比較して、中国にとって最も有利な方策は、人民元建てによる対外進出である。もし、「一帯一路」に関係する途上国や資源国への投資・貸し付けが人民元建てで行われれば、ドル建て外貨準備の増減に煩わされることなく、自由に対外活動を展開することが可能になる。さらにそのことは、人民元の国際通貨化とまではいわないまでも、人民元経済圏の拡大に大いに資する。したがって今後、中国の有力国有企業や民間企業の直接投資や国有投資ファンドの拡大は、よりいっそう「一帯一路」政策の拡張を中国政府に迫っていくことになる。

加えて、外貨準備の減少を最小限に抑えつつ、さらに効率よく対外投資を推し進めるために重要なのが、アジア・インフラ投資銀行 (AIIB) などを通じた「レバレッジ」である。一帯一路関連諸国へ向けて中国が人民元建てで「自己資本」を投下し、AIIB を通じてドル建てで「他人資本」を注入する。こうすることで、レバレッジを効かせながら対象国のインフラ開発を資本効率よく推進し、さらに人民元経済圏を拡張することができる。

3 中国外貨準備減少がアメリカにとってもつ意味

最後に検討しておかなければならない論点は、中国外貨準備減少が基軸通貨ドルにとってもつ意味である²⁵。いま仮に、ドルが基軸通貨として完璧な機能を果たしているものとしよう。すなわち、国際的な公的・私的支払決済が 100%、(ニューヨーク連銀を含む) 在ニューヨーク銀行間の口座振替を通じて行われ、したがって、そのための支払準備がすべてドル建てで在ニューヨーク銀行に積み立てられているとしよう。この場合、中国政府・企業のドル建て支払いはすべて、取引相手政府・企業のドル建て受け取りに等しいから、中国外貨準備の減少は、相手先政府の外貨準備増、あるいは企業の預金増となるだけで、ニューヨークに存在する支払準備総額は変わらない。つまり、基軸通貨ドルの地位にいささかの变化もない。

今度は、ニューヨークおよびフランクフルト国際金融市場で、ドルとユーロが国際通貨として並び立っている状況を想定しよう。中国政府・企業がユーロ建てでドイツ工作機械会社に支払いする場合、中国側は、もしユーロ借入れができなければ、ドル建て外貨準備の一部を外為市場で売却し、ユーロを調達する。このドル売りユーロ買い取引は、在フランクフルト銀行との間で行われるとしよう。これがドイツ工作機械会社の在フランクフルト銀行のユーロ建て口座に振り込まれる。この結果、在ニューヨーク銀行では、中国政府・企業によるドル預金の減少、在フランクフルト銀行では、ドイツ企業のユーロ預金の増加となる。在フランクフルト銀行にとって外為市場で購入したドルに関しては買い持ちなので、銀行

²⁵ 本項の執筆にあたって、立命館大学名誉教授の奥田宏司先生から一方ならぬご指導にあずかった。ここに記して深くお礼申し上げたい。もとより、意見の一致しない点もあったが、残された理論的・実証的な不十分点がすべて筆者に帰すことは言うまでもない。

間市場で売却する。したがって、その他の条件を一定とすれば、ドル安ユーロ高圧力が発生する。

以上の二つの例の比較から明らかなように、ドル以外の国際通貨が存在し、中国政府・企業がドル以外での取引にドル建て外貨準備を使用することで、ドル安圧力が発生することがわかる。この例では、貿易取引にそくしてドル建て外貨準備減少の効果を考えたが、単純に中国政府がドル建て外貨準備を取り崩してユーロ建て外貨準備に置き換える場合にも、同じ効果が発生する。

ドル建て外貨準備の減少という現象を、さらに大きなパースペクティブで考えてみよう。単純化のために再び、ドルが基軸通貨として完璧な機能を果たしているものと前提しよう。世界全体の経常収支のインバランスが大きいほど、この決済のためにニューヨーク国際金融市場に集中される外国政府・銀行・企業のドル預金の総額は大きくなる。ニューヨーク国際金融市場が、世界的なネットでの貯蓄・投資ギャップを媒介する役割を果たしているわけである。しかし、世界経済を回流するグロスの資金総額は、このネットでのグローバル・インバランスをはるかに超える巨額に達している。この取引がすべてドル建てで行われるとすれば、ニューヨーク国際金融市場には常時、このグロス資金総額に正確に一致するドル建て短期・長期資産および負債が両建てで存在していることになる。この状況のもとで、いま何らかの理由からドル安が発生したとしよう。その場合、このグロス資金総額(資産・負債)は、ドル安に正確に比例して減価する。つまりは、価値破壊が生ずる。ある銀行や政府は、これをいち早く察知してドルをユーロ建て実物資産に移し替えて難を逃れるかもしれないが、このドルを押し付けられた取引先は大損である。つまり、マイナス・サム・ゲームが成立して、グロスとしてはかならず損失が発生する。

もし、実際にドルしか国際通貨が存在しないのであれば、この損失は甘受しなければならない。銀行や企業は、われとわが身の不運と非力を恨むしかない。しかし、このようなドル安が度重なれば、そこには当然、他に国際通貨を求める動きが生ずるし、ドルからの資本逃避圧力が発生する。それは、公的外貨準備を含むあらゆるドル建て資産が対象となりうる資本逃避である。今日、年々の膨大な経常収支赤字の結果、アメリカが抱える対外純債務はほぼ30兆ドルに上っている。実際には、年々の経常収支赤字が自動的に金融収支で補填されるわけではない。それはつねに、事後的 *ex post* に成立する国際収支恒等式の上だけの話である。先端分野で世界から超過利潤をかき集めてくるアメリカの「国力」が衰えを見せたとき、あるいはこの超過利潤がアメリカに還流しなくなったとき、「金融資産」としてのアメリカ国民経済の *market value* は、毀損されるだろう。そのとき、公的外貨準備を含むあらゆるドル建て資産からの資本逃避が始まることになる。

さて、2015-6年の資本逃避危機は、中国经济独自の諸要因によってもたらされたものであり、アメリカからの外貨準備流出は、その余波であったにすぎない。その意味で、これをもってアメリカ基軸通貨動揺の予兆と理解すべきではない。しかし、大幅な経常収支黒字が今後望めないという条件のもとで行われる中国の活発な対外進出は、引き続き外貨準備を

減少させていく構造的な要因として作用する可能性が高い。そして、そのことがドルに切り下げ圧力をかける。こうして、ひとりグローバル・インバランスを拡大していくアメリカから資本逃避が発生する可能性は、今後徐々に高まっていくことになるだろう。

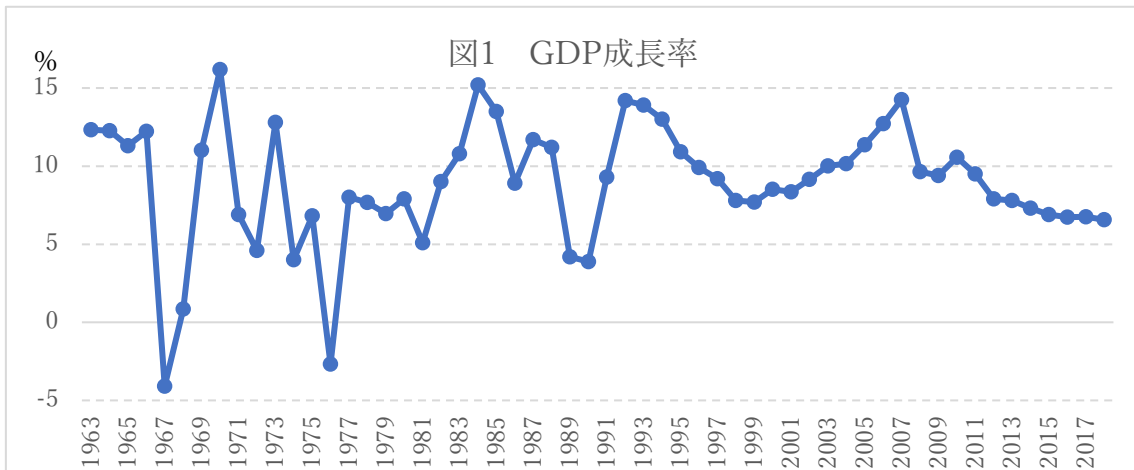
おわりに

本稿は、1970年代末の改革開放路線への転換以来、40年にわたる中国経済の発展を、国内過剰資本の形成とその貿易黒字への転化、さらにはその国際過剰資本への転化という観点から論じてきた。集権的な社会主義計画経済から社会主義市場経済と呼ばれる新たな体制へと転換した中国経済は、いまやまぎれもなく中国独自の資本主義経済として世界にその異彩を放っている。そのことがもつ意味は、世界にとっても、また中国の人々にとっても大きい。

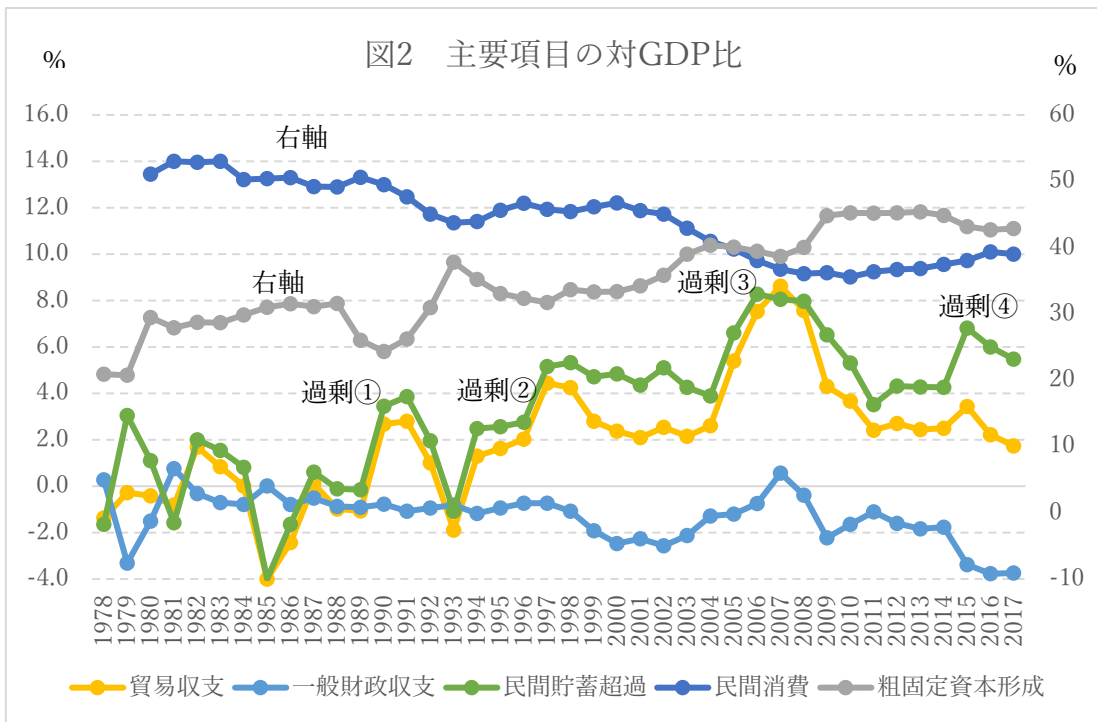
本稿で分析の焦点にすえられた民間貯蓄超過は、景気後退期に膨張する部分（国内過剰資本）と、中国経済の内部に岩盤のように構造化された部分からなっている。このいずれの構成部分においても、長期にわたって民間消費 C が低く抑え込まれてきたことが根本的な原因となって拡大してきた。沿岸部大都市における奢侈的消費はいま措くとして、国民の大部分を占める労働者と農民の所得と消費の低水準が、40年にわたる中国経済の展開を基本的に方向付けてきた。これこそ、国内過剰資本と国際過剰資本の隠された実体であった。そして、2015-2016年の資本逃避危機は、それまで公的外貨準備という形で凍結・封印されてきた国際過剰資本を大量に世界経済の野に放つことになった。「一带一路」のもつ政治経済的あるいは軍事的な意義もまた、このような40年にわたる中国経済の基本線を理解することなしに捉えることはできない。

しかしながら他方で、新しい芽が芽吹き始めていることも忘れてはならない。すでに検討したように、軌道分析において2009年に最下位——つまり、貿易サービス収支や粗固定資本形成にただただ追従するだけであった民間消費が、その後ぐいぐいと順位を上昇させ、近年では政府消費と並んで経済全体を先導する地位を獲得しつつある。すなわち、民間消費主導型の経済構造への転換の兆しである。高齢化社会は、すぐそこまで来ている。一人一人の労働者や農民が豊かになる前に、社会が老いてはならないのである。そのためには、まず何よりも労働者の賃金と国民全般の消費水準を向上させること、次に、各種保険、年金などの政府支出を増大させて社会保障を今以上に充実させること、そのためには一定の財政赤字も必要である。こうして、設備投資にだけ依拠した経済発展構造を転換する。このような経済では、構造的な民間貯蓄超過が減少し、多少の景気後退がやってきても生産の落ち込みは最小限に抑えられ、過剰資本の国外排出による近隣窮乏化と貿易摩擦を過去のものにすることができる。バブルを抑え、奢侈消費でない堅実で安定的な民間消費に依拠した経済に、地域覇権を追求する誘因は、生まれようがない。

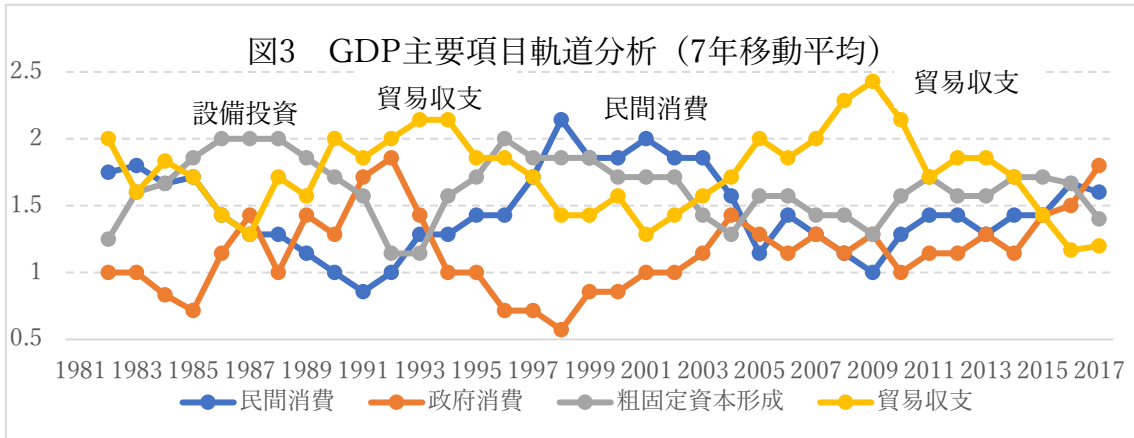
- 浅川雅嗣 (2020) 『通貨・租税外交』 日本経済新聞社
- 板木雅彦 (2006) 『国際過剰資本の誕生』 ミネルヴァ書房
- (2021) 「アメリカン・グローバリゼーションと中国経済体制」 『米中経済摩擦の政治経済学』 晃洋書房
- 奥田宏司 (2020) 『国際通貨体制の論理と体系』 法律文化社
- 蔡昉 (2019) 『現代中国経済入門——人口ボーナスから改革ボーナスへ』 丸川知雄監訳、東京大学出版会
- 日本銀行調査統計局 (2019) 『マネースtock統計の解説』 2019年10月
- 膝鑑 (2017) 『中国の体制移行と経済発展』 お茶の水書房
- Itaki, M (2014) “Orbit analysis of leading-following relations among multiple variables”, *The Ritsumeikan Journal of International Studies* (『立命館国際研究』第27巻1号、2014年6月)、1–33 ページ
- (2015a) “Time-series multivariate analysis by orbit analysis and principal component analysis combined (1)”, *The Ritsumeikan Journal of International Studies* (『立命館国際研究』第28巻1号、2015年6月)、25–52 ページ
- (2015b) “Time-series multivariate analysis by orbit analysis and principal component analysis combined (2)”, *The Ritsumeikan Journal of International Studies* (『立命館国際研究』第28巻2号、2015年10月)、21–50 ページ
- IMF (2013), *Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6)*, November 2013



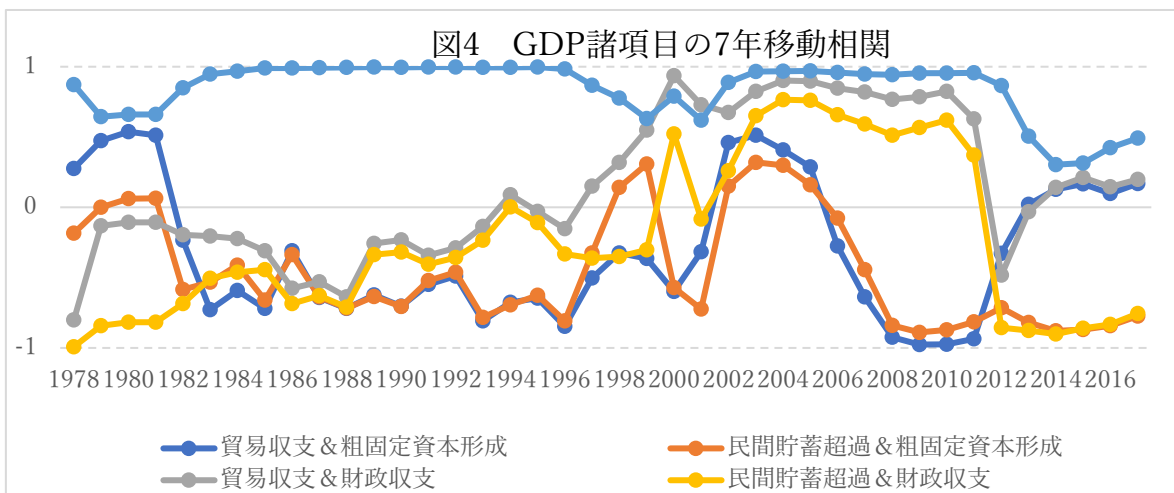
資料：IMF, *International Financial Statistics*



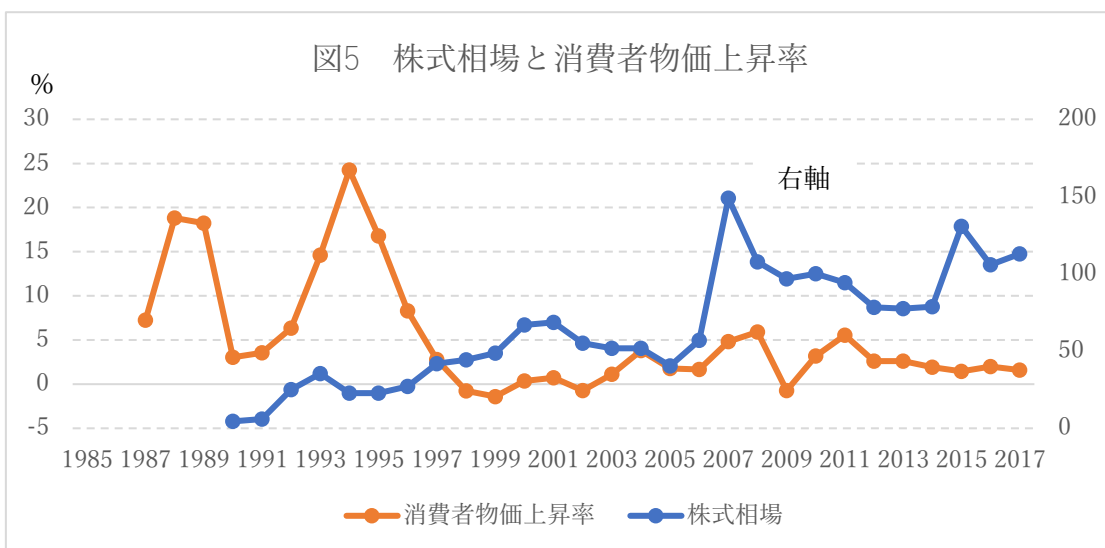
資料：IMF, *International Financial Statistics*



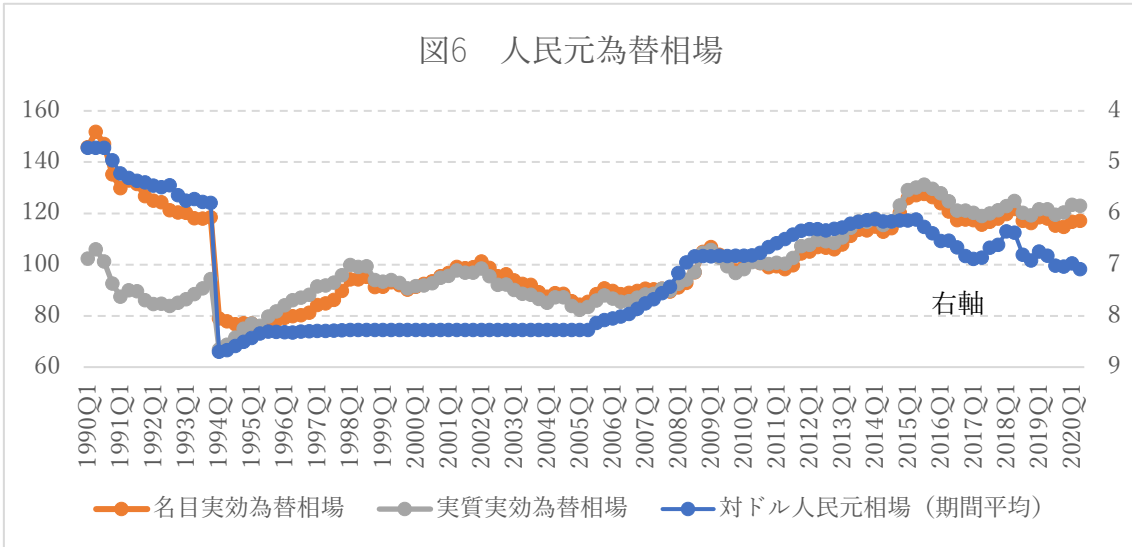
資料：IMF, *International Financial Statistics*



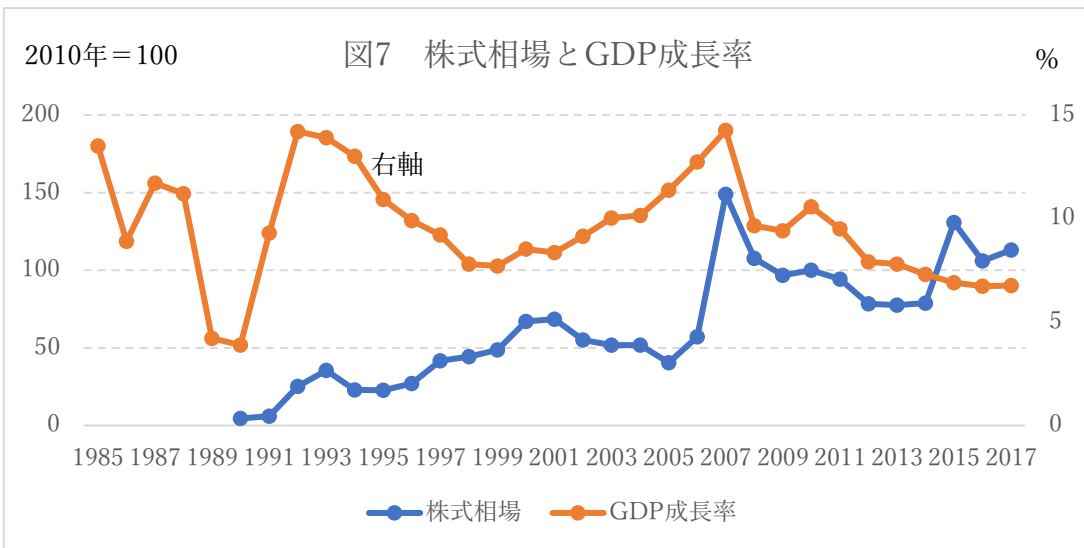
資料：IMF, *International Financial Statistics*



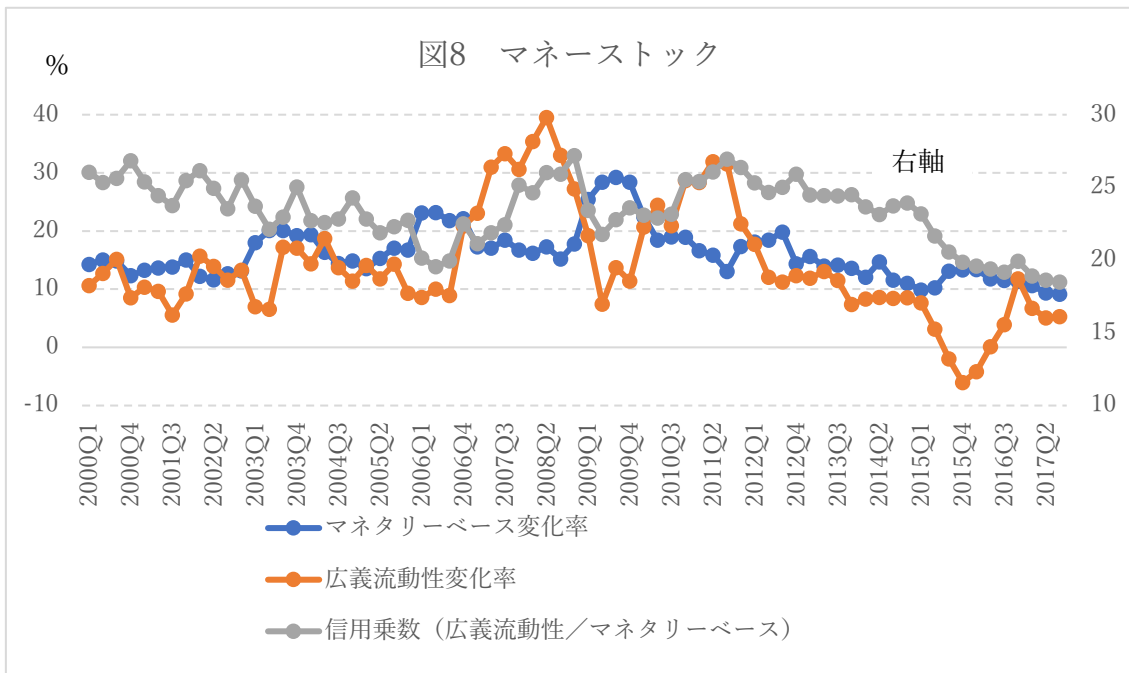
資料：IMF, *International Financial Statistics*



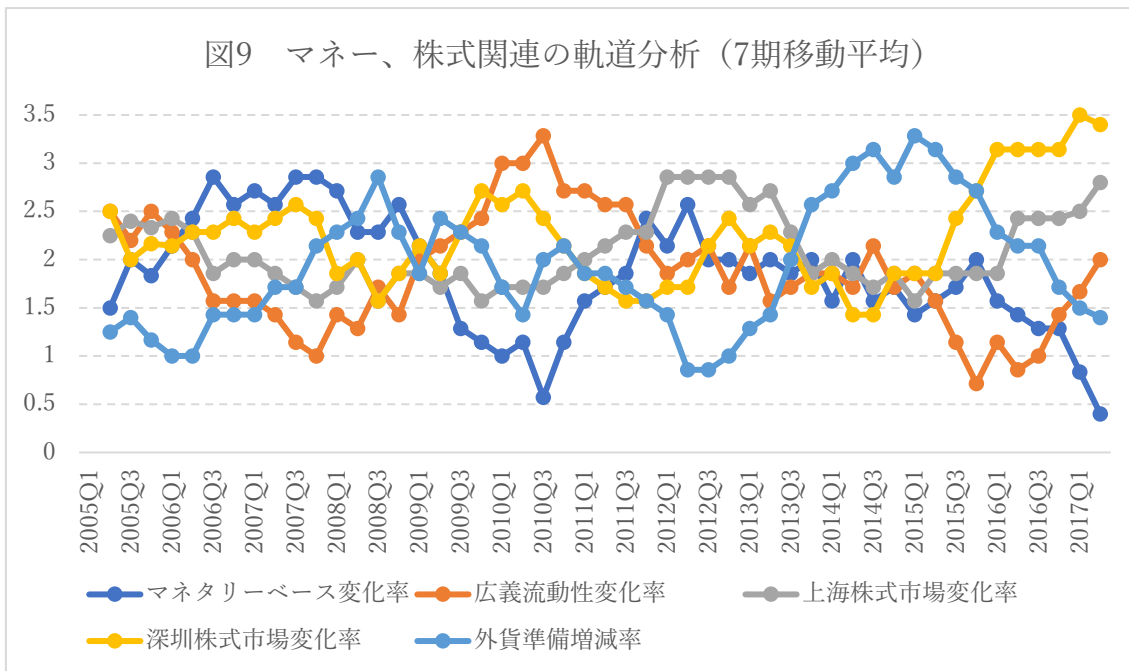
資料：IMF, *International Financial Statistics*



資料：IMF, *International Financial Statistics*

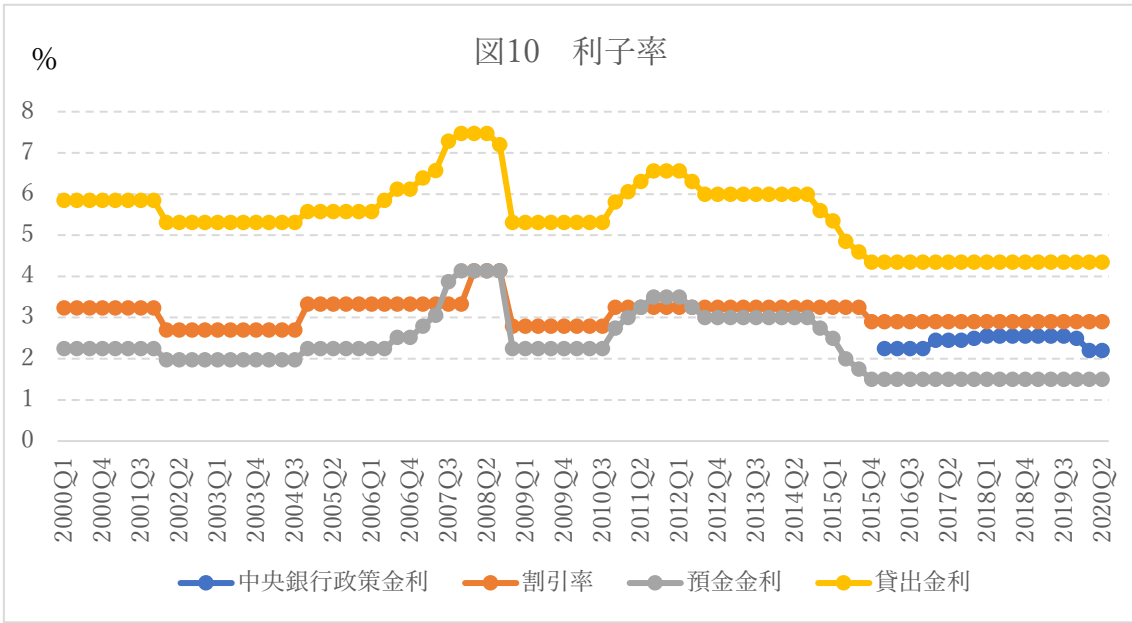


資料：IMF, *International Financial Statistics*

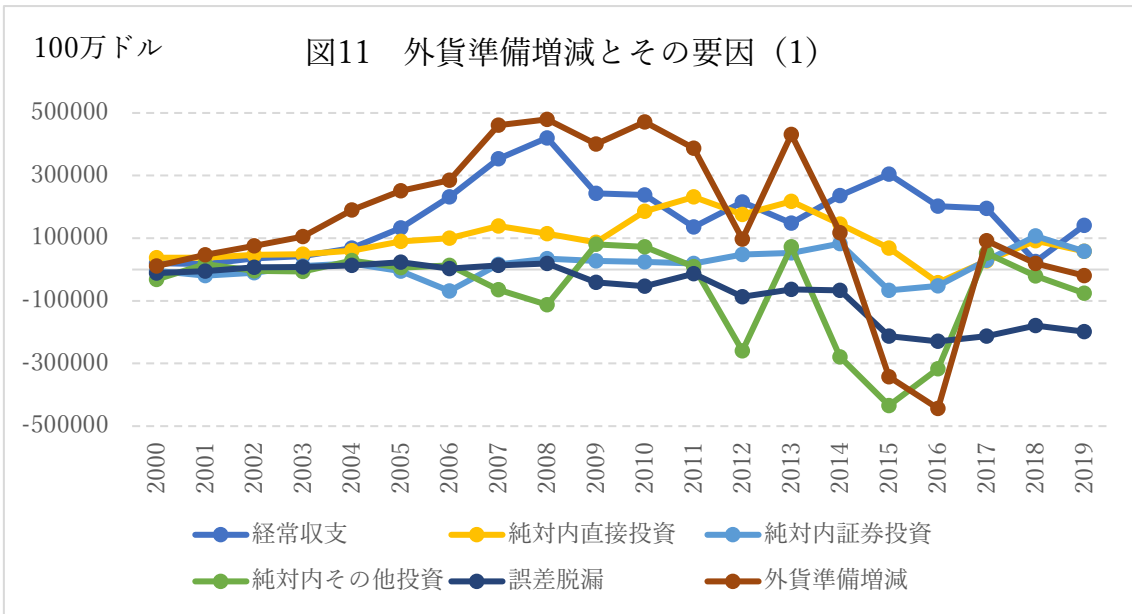


資料：CITIC Securities, Shanghai Stock Exchange (SSE)

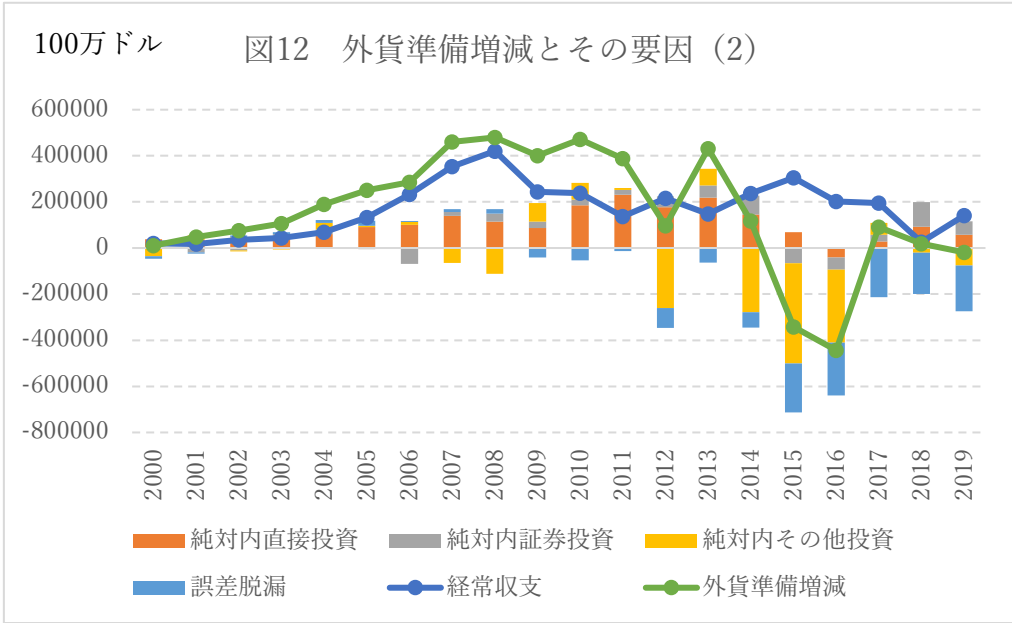
IMF, *International Financial Statistics*



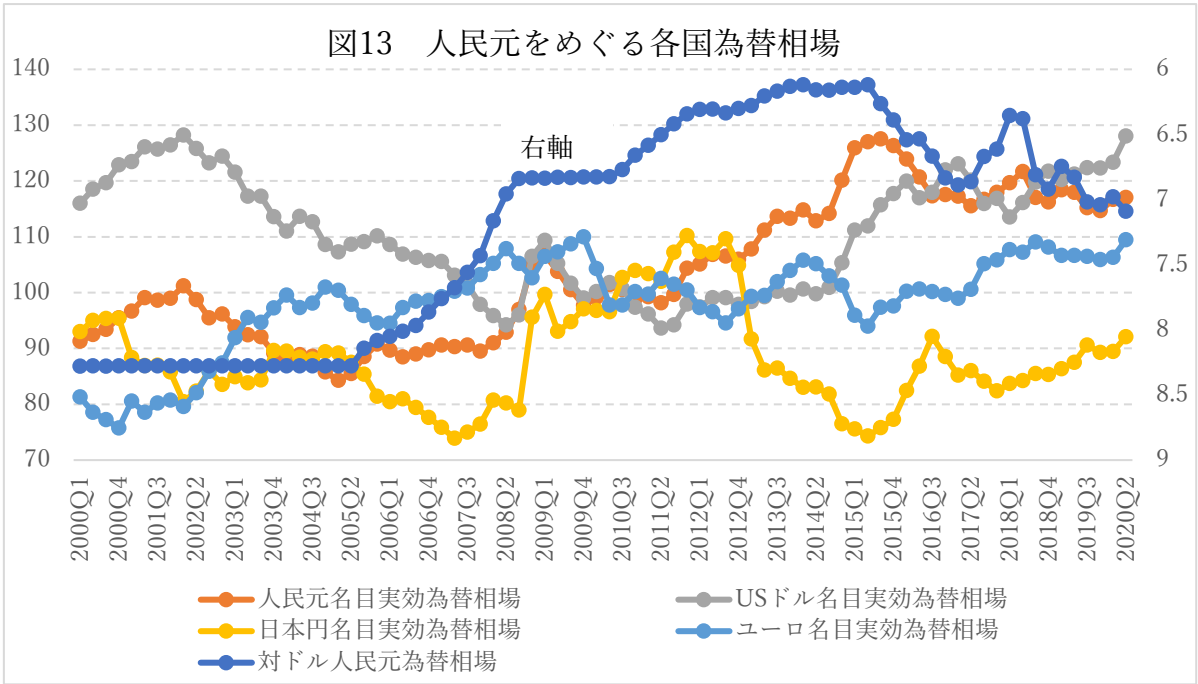
資料：IMF, *International Financial Statistics*



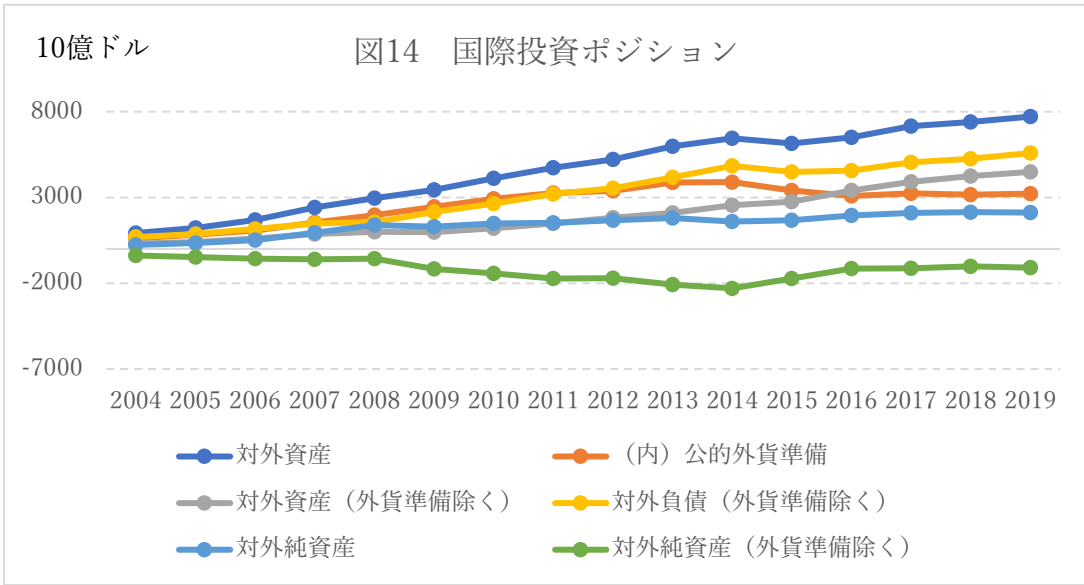
資料：IMF, *International Financial Statistics*



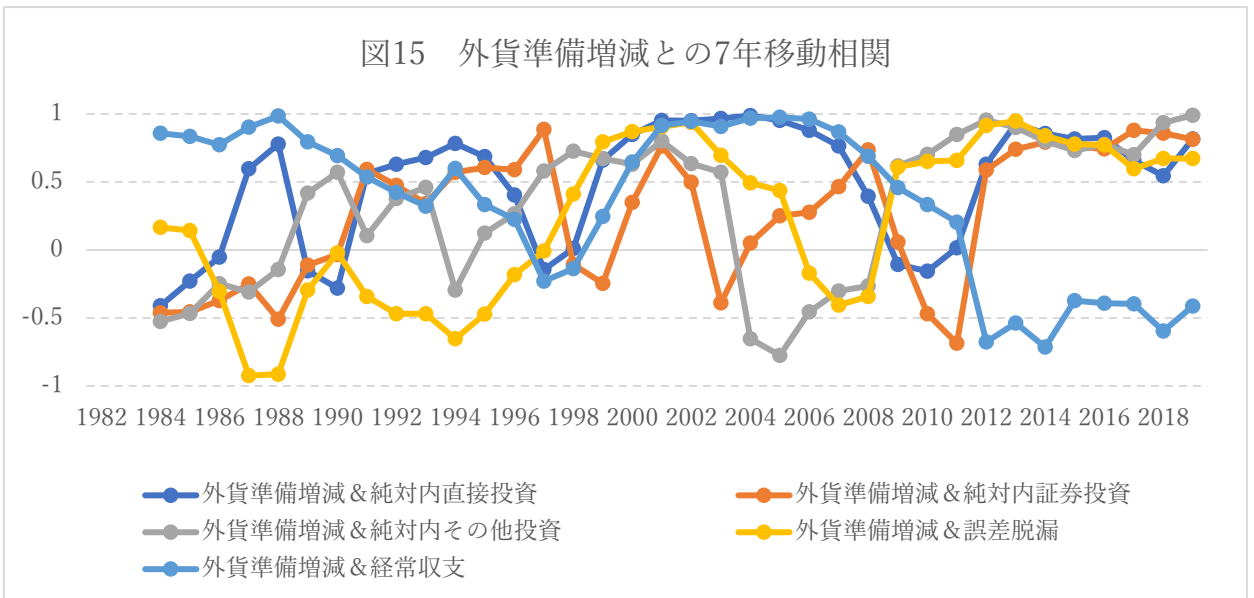
資料：IMF, *International Financial Statistics*



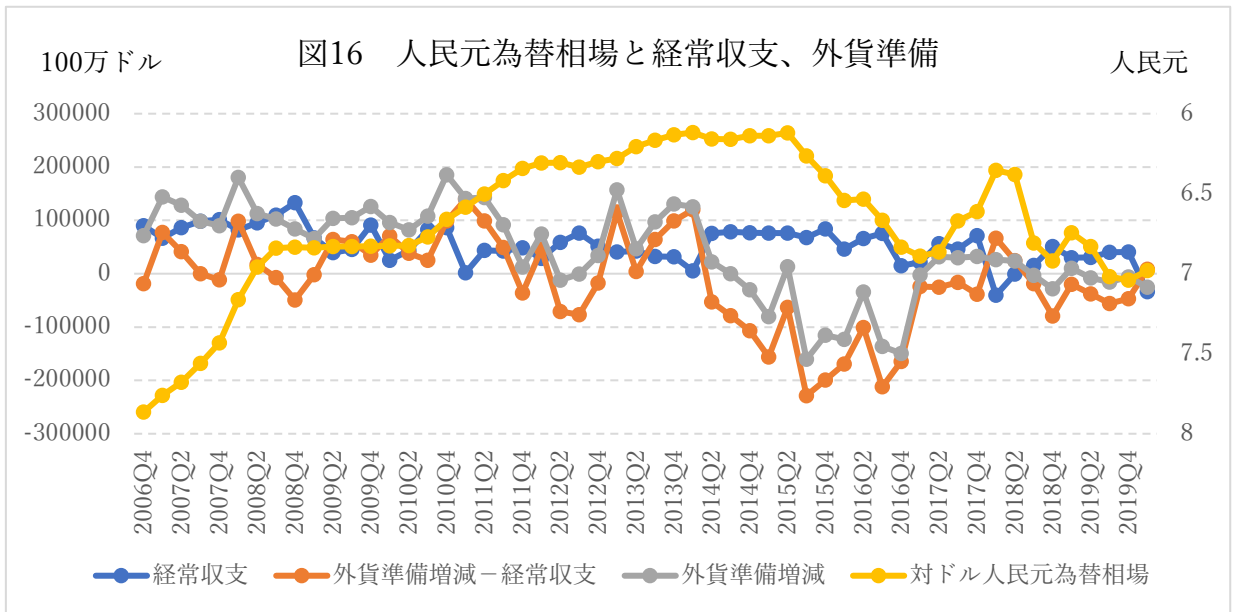
資料：IMF, *International Financial Statistics*



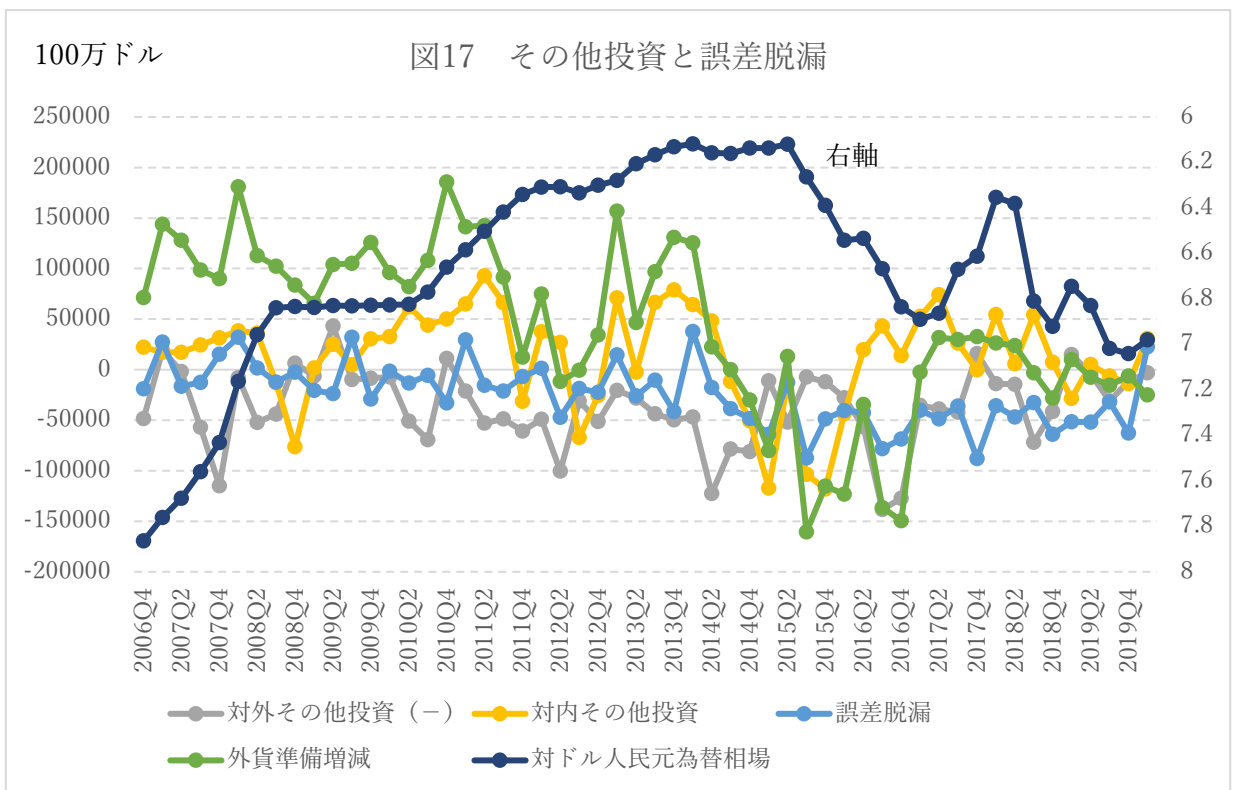
資料：IMF, *International Financial Statistics*



資料：IMF, *International Financial Statistics*

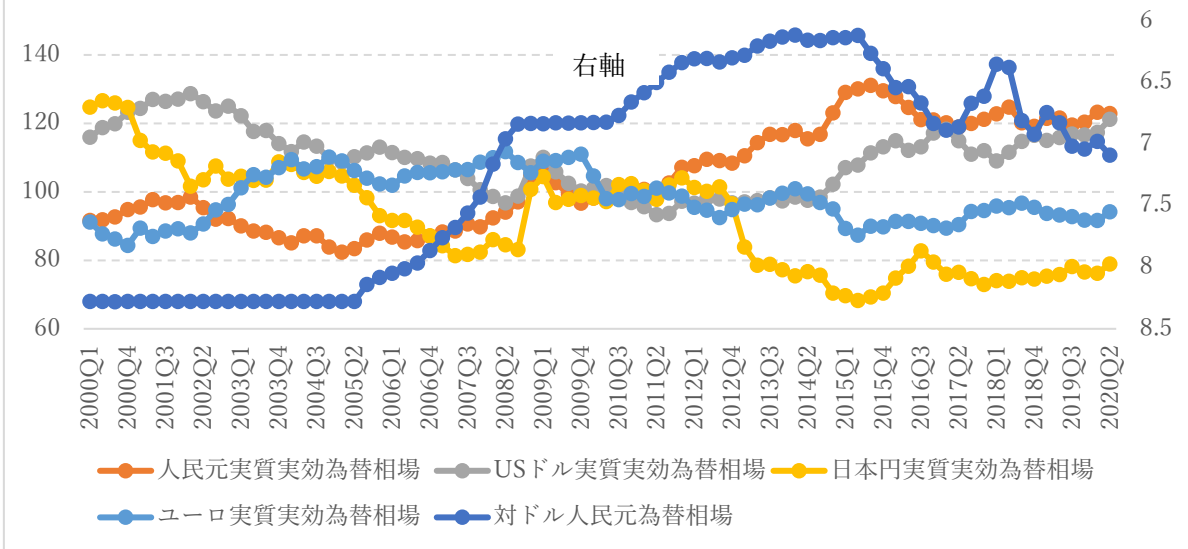


資料：IMF, *International Financial Statistics*



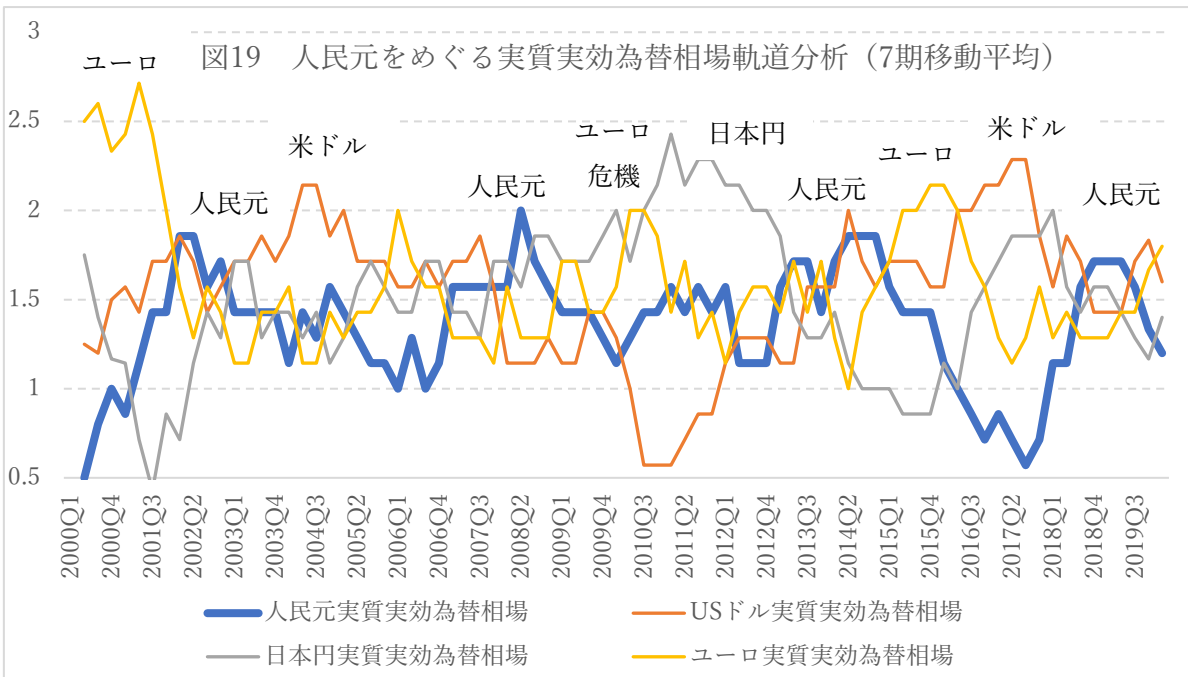
資料：IMF, *International Financial Statistics*

図18 人民元をめぐる各国実質実効為替相場

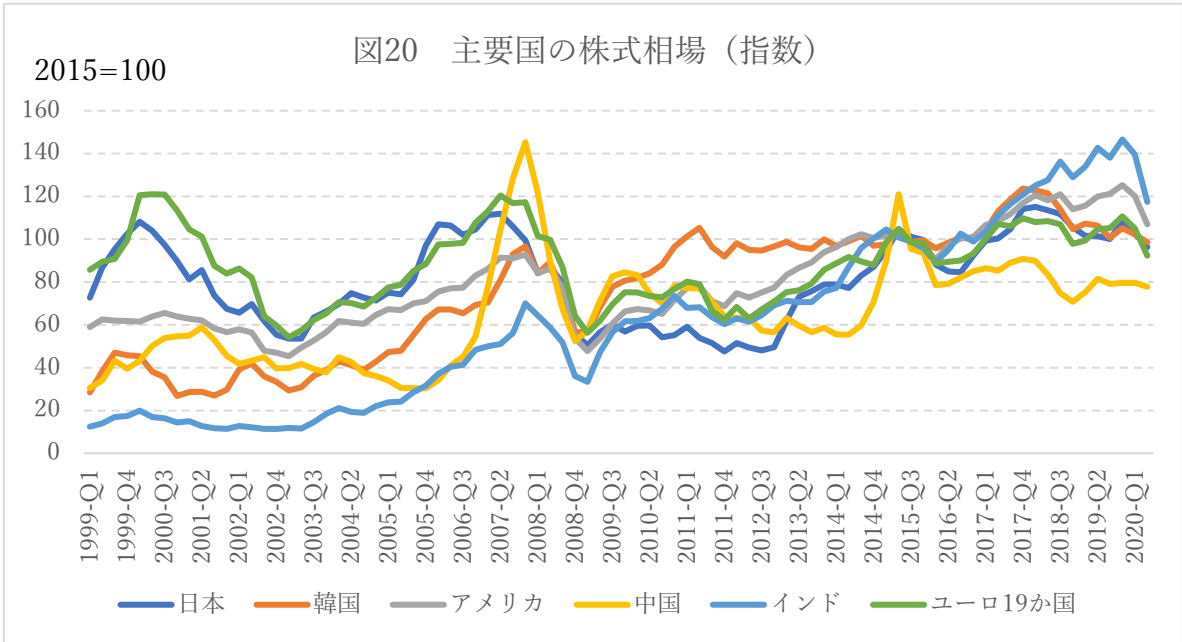


資料：IMF, *International Financial Statistics*

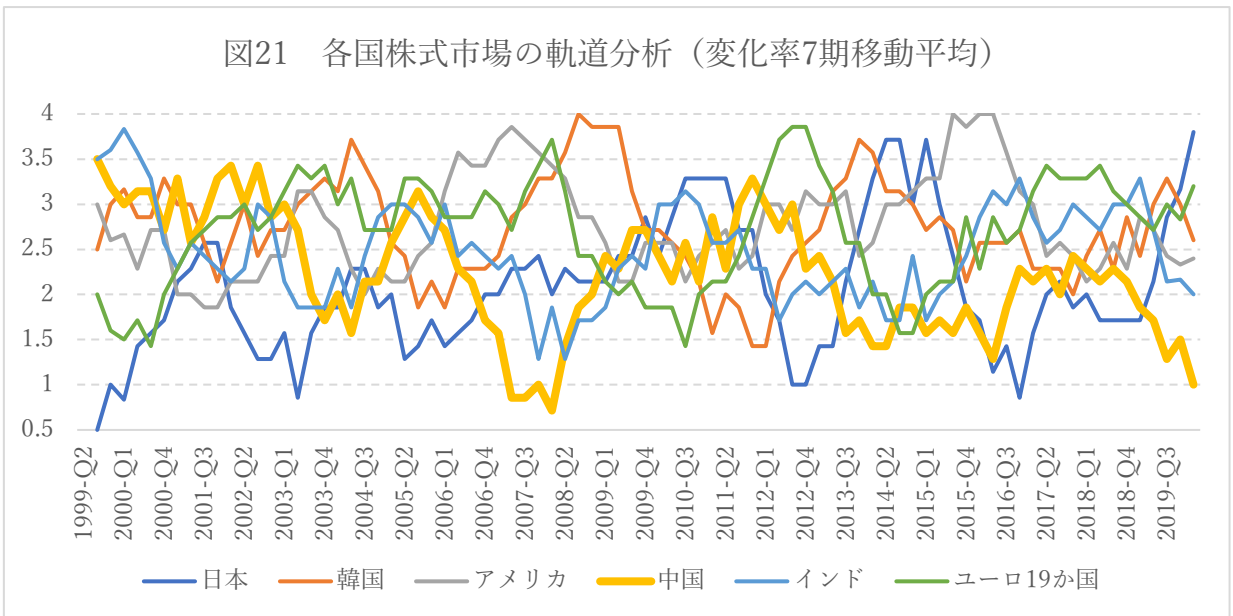
図19 人民元をめぐる実質実効為替相場軌道分析（7期移動平均）



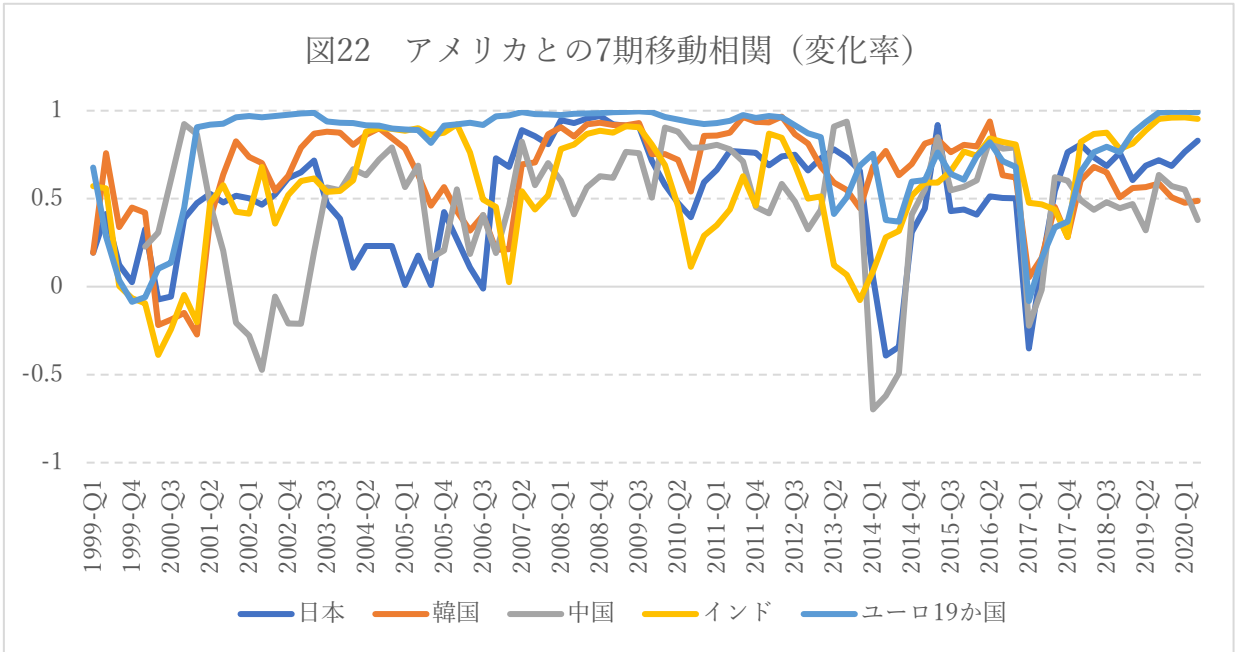
資料：IMF, *International Financial Statistics*



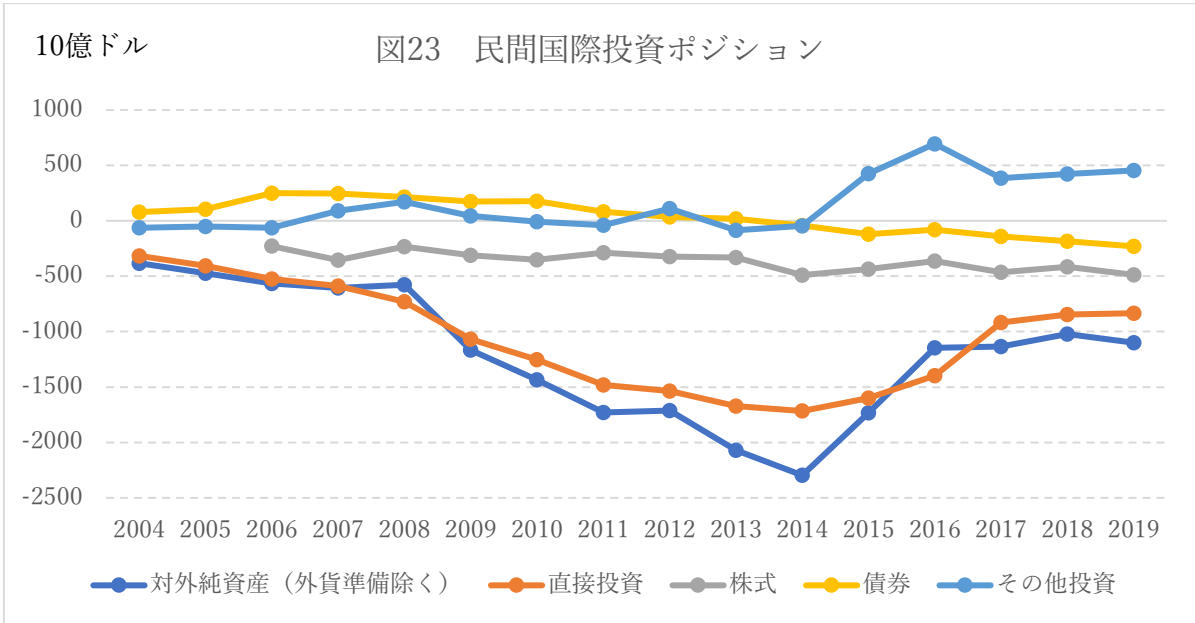
資料：OECD



資料：OECD



資料：OECD



資料：IMF, *International Financial Statistics*

表1 株式相場指数相関マトリックス (1999Q1 から 2020Q2)

指数	日本	韓国	アメリカ	中国	インド	ユーロ
日本	1					
韓国	0.274453	1				
アメリカ	0.653518	0.840396	1			
中国	0.327199	0.693744	0.606596	1		
インド	0.423783	0.914838	0.936396	0.643118	1	
ユーロ	0.899794	0.260143	0.593555	0.438538	0.364795	1

資料：OECD

表2 株式相場変動率相関マトリックス (1999Q2 から 2020Q2)

変化率	日本	韓国	アメリカ	中国	インド	ユーロ
日本	1					
韓国	0.552381	1				
アメリカ	0.655263	0.598445	1			
中国	0.385428	0.350515	0.419838	1		
インド	0.490418	0.67897	0.667068	0.391781	1	
ユーロ	0.692847	0.573257	0.849063	0.435248	0.657408	1

資料：OECD