

『福山大学経済学論集』
第44巻
(2020年3月) 抜刷

中国資金循環残高表の推計方法について
—中国社会科学院・部門別資産負債残高表による検証—

萩野 覚

中国資金循環残高表の推計方法について
—中国社会科学院・部門別資産負債残高表による検証—

萩野 覚¹

1. はじめに

萩野（2018）は、アジア太平洋に特に焦点を当てたグローバル資金循環勘定の作成を展望し、日本、韓国、カナダ、米国の既存の資金循環勘定を基に、各国の金融連関表、さらには国際間の金融連関表を試作した。この際、米国連邦準備制度理事会、カナダ統計局、韓国銀行の統計作成者と、さらには、IMF のグローバル資金循環勘定プロジェクトを推進する責任者と意見交換を行ったうえで、パーツとしての各国の資金循環勘定や国際証券投資・直接投資サーベイと、国際金融連関表との関係を整理した。そのうえで、今後の研究課題として、中国を加えることによって、包括的なアジア太平洋金融連関表を作成することを目指した。萩野（2018）の概要は、2018年6月に中国廈門で開催された経済測定学会（Society for Economic Measurement、以下、SEM という）年次総会において報告し、その後、北京師範大学・統計院を訪問し、上記研究課題について意見交換を行った。その際に確認できたことは、中国をアジア太平洋金融連関表に入れるにあたっては、中国金融データの未整備が課題であること、具体的には、IMF へ提供する国際証券投資サーベイ（CPIS）や国際直接投資サーベイ（CDIS）の詳細項目の不足はもとより、基となる資金循環勘定自体について、中国人民銀行が残高データを公表していないことが、大きな制約になるということであった。

こうした状況の下、萩野（2019）は、中国資金循環勘定の金融資産負債残高表について、利用できる基礎データを見出しつつ、その作成方法を検討し、2015年末データを試算した。さらには、同表を基に、萩野（2018）で示した金融連関表を中国についても作成し、中国のCPIS や CDIS を利用することによって、日韓米中の金融連関表を作成した。萩野（2019）の概要については、2019年8月にドイツ・フランクフルトで開催された SEM 年次総会において報告した。この際、当該学会の同一セッションに参加していた北京師範大学・統計院の研究者との間で、地方政府の金融資産・負債残高の推計方法等について議論し、今後、同院と協力して研究を深めていくこととなった。

この間、李楊・張曉晶・常欣（2015）は、中国の部門別資産負債残高の推計を行い、今般、資料が利用できるようになった²。このため、萩野（2019）で行った中国資金循環残高表の推計を、比較検討により検証することが可能となったのである。そこで本稿では、李

¹ 福山大学経済学部教授 (shagino@fukuyama-u.ac.jp)

² 本書の邦訳にあたり、福山大学経済学研究科・賈蓓蓓、経済学部・徐少聰に協力を仰いだ。改めて謝意を申し上げたい。ただし、本稿における誤りは、全て筆者に帰するものである。

楊・張曉晶・常欣（2015）による部門別資産負債残高の推計方法を詳細に検討しつつ、萩野（2019）の推計との乖離について、その原因を部門別に検討することとしたい。

もっとも、李楊・張曉晶・常欣（2015）の推計は、2014 年末までの残高であることから、乖離の検討のためには、当該推計に基づき 2015 年末の残高を推計する必要がある。この点、中国では、中央銀行である中国人民銀行が資金循環勘定の作成・公表を担っており、取引表（表 1）を毎年公表している。金融資産・負債の再評価やその他の資産量変動を無視すれば、2014 年末の残高に、2015 年の取引フローを加算することにより、2015 年末の金融資産・負債表を推計できる。これを、萩野（2019）による資金循環統計残高表の推計（表 2）との乖離を部門毎に検討する際の基礎として、検討を進めることとする。

（表 1）中国の金融取引表（2015 年、単位億元、出典：中国金融年鑑 2016）

3-20 Flow of Funds Accounts (Financial Transaction, 2015)

Sectors Items	Non-financial Enterprises		Financial Institutions		Governments		Households		All Domestic Sectors		The Rest of the World		Total							
	Utilization	Source	Utilization	Source	Utilization	Source	Utilization	Source	Utilization	Source	Utilization	Source	Utilization	Source						
Net Financial Investment	-10807		-61245		11508		61186		20641		-20641		-0.02052192							
Uses of Funds	130106		209968		65901		122682		608657		-17956		591661							
Sources of Funds		140513		352213		54393		41437		589017		2645		591661						
Currency	266		363		2967		69		2101		2790		177		2957	2957				
Deposits	67002		30345		155584		23972		45816		168138		155584		6488	161883	161883			
Demand Deposits	31202				63451		11522		20768		63451		63451			63451	63451			
Time Deposits	21601				53635		7102		24832		53635		53635			53635	53635			
Fiscal Deposits					-914		-914				-914		-914			-914	-914			
Foreign Exchange Deposits	7049		-2086		1045		107		1148		6218		1045		325	5498	6543	6543		
Other Deposits	7149		32433		38327		6155		-30		45708		39327		-7281	38327	38327			
Deposits with Margin Securities	3715		1313		11201		1837		4232		11056		11201		104	11201	11201			
Trading Account																				
Loans	62867		144190		15761				41437		144190		149145		-807	3147	143293	143293		
Short-term Loans and Notes Financing	35650		45723						11674		45723		45723			45723	45723	45723		
Medium & Long-term Loans	55406		69329						39623		69329		69329			69329	69329	69329		
Foreign Exchange Loans			-7182		-3130		14		-7		-3130		-7174		-807	3147	-4027	-4027		
Credit Loans			155113		15913						15913		15913			15913	15913	15913		
Other Loans			3000		18754		15766		32		18754		18754			18754	18754	18754		
Undiscounted Bankers' Acceptances	-10569		-10569		-10569						-21137		-21137			-21137	-21137	-21137		
Insurance Reserve Funds	670				6391		7025		14446		15416		15416			15416	15416	15416		
Inter-financial Institutions Accounts					-8167		-18134				-8167		-18134		-10461	-494	-19828	-19828		
Deposit Reserve					-17471		-17513				-17471		-17513		-42		-17513	-17513		
Securities	7191		37037		110432		44111		4093		47252		8156		129872	129449	1063	2475	130934	130935
Bonds	3629		29340		107795		42416		2695		47252		4936		118957	119068	50		119007	119008
Government and Public Bonds	25				45121		-6		47252		2112				47252	47252			47252	47252
Financial Bonds	381		41654		42366		331				42366		42366			42366			42366	42366
Central Bank Bonds			0		50						0		50		50				50	50
Corporate Bonds	3124		29340		21020		2370		2626		29339		29340			29339			29340	29340
Stock	3662		7757		2637		1695		1367		10914		9452		1013	2475			11927	11927
Investment Funds	7837				2770		23630		3876		8627		23410		23630				23630	23630
Cults Vault			-208		-222						-208		-222		14				-208	-208
Central Bank Loans			-1038		-1038						-1038		-1038						-1038	-1038
Others	38273		32000		62433		13672		32964		38001		17072		17072				17072	17072
Direct Investments	11290		15169								11290		15169		15169		11290		26467	26467
Changes in Other Foreign Assets and Debts	4123		-3810		-2025		-738		116		2097		-4532		-4532		2097		-2435	-2435
Changes in Reserve Assets					-2190						-2190						-2190		-2190	-2190
Errors and Omissions in the Balance of Payments			-11742										-11742		-11742				-11742	-11742

(表2) 2015年末資金循環統計残高表の推計値(筆者作成)

	金融機関		非金融法人企業		一般政府		家計		海外	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
預金	5,763	29,048	13,417		419		9,450			
債券証券	12,214	3,867	-3,285	2,221	3,598	3,744	156		817	3,667
貸出	22,747	2,846		15,120		234	0	4,122	964	1,389
株式等・投資信託受益証券	283	7,238	3,667	11,018	7,050		5,656		2,696	1,096
保険・年金準備金・定型保証 金融派生商品		1,844					1,844			
その他	65	59		6						
計	3,497	2,049		2,130			682			
計	39,987	42,331	13,799	30,496	11,066	3,979	17,788	4,122	4,478	6,152
差額		-2,344		-16,696		7,088		13,666		1,673

以下では、2. において、(1) 一般政府(地方政府および中央政府)、(2) 家計、(3) 非金融法人、の国内非金融部門における乖離を検討する。ここで、金融および海外の2部門を検討の対象としないのは、両部門は、バランスシートデータや対外資産負債残高表といった、比較的充実した基礎データを利用して推計を行うことができ、萩野(2019)と李楊・張曉晶・常欣(2015)の推計が大きく異なると想定できないからである。

次に、4. において、萩野(2019)で作成した、中国資金循環勘定・金融資産負債残高表、中国金融連関表をリバイズし、日米中韓の国際金融連関表を再度作成して示す。最後に、5. で今後の課題を整理することとする。

2. 国内非金融部門における乖離の検討

(1) 一般政府部門

李楊・張曉晶・常欣(2015)は、一般政府部門に関し、2014年末における地方政府、中央政府、各々の部門別資産残高を推計している(表3)。

一方、中国人民銀行の資金循環勘定金融取引表は、地方政府と中央政府の区別をしていないことから、2015年末残高を推計するにあたり、2014年末の両部門の残高を合計したうえで、2015年の取引フローを加算する必要がある。このようにして2015年末残高を推計し、これを2015年末の為替レートでドル換算したうえで、萩野(2019)の推計値と比較して両者の乖離を算出してみた(表4)。その結果をみると、債務証券・株式等合計(資産)、債務証券(負債)、預金(資産)、貸出(負債)の順に乖離が大きくなる。

(表3) 政府の資産・負債残高 (2014年末、単位：兆元)

(資産)	地方政府	中央政府	政府計	(負債)	地方政府	中央政府	政府計
貨幣性資金	4.6	3.2	7.8	借入	15	1.6	16.6
うち国庫預金	2	1.5	3.5	うち地方融資プラットフォーム	10		10
未収金・前払金	4	2.7	6.7	インフラ信託	2.8		2.8
対外投資	24.6	33.46	58.06	保険資金インフラ債権投資計画	0.4		0.4
うち国有企業持分	24.1	18.88	42.98	地方政府外債	0.4		0.4
うち金融機関分		12.9	12.9	未払金・前受金	4	2.7	6.7
非金融法人分		5.98	5.98	債券	5	9.6	14.6
社会保障基金持分	0.2		0.2	うち中央政府債券		9.5	9.5
行政事業単位持分		13.4	13.4	地方政府債券	1.2		1.2
人民銀行持分		0.02	0.02	都市インフラ債券	3.8		3.8
社会保障基金持分		1.16	1.16	外債		0.1	0.1
固定資産	6.7	7.9	14.6	担保債務	2.9		2.9
			0	銀行不良資産	0.8		0.8
建設仮勘定	1.9	2.1	4	潜在養老金債務	2.5		2.5
棚卸資産	0.4	0.51	0.91	その他債務	0.08		0.08
土地	65.4		65.4	負債合計	30.28	23.5	53.78
無形資産	0.1	1.1	1.2				0
その他資産	0.5		0.5	純資産	77.92	27.47	105.39
合計	108.2	50.97	159.17	合計	108.2	50.97	159.17

(出所) 李楊・張曉晶・常欣 (2015) を基に筆者作成

(表4) 2015年末残高の政府部門推計値乖離

(10億ドル)

	2014年末残高推計値		2015年中取引フロー		2015年末残高推計値		萩野(2019)推計値		乖離	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
預金	1,202		398		1,600		419		-1,181	
債務証券		2,249		728		2,977	3,598	3,744		767
貸出		2,557		0		2,557		234		-2,323
株式等・投資信託受益証券							7,050			
保険・年金準備金・定型保証										
金融派生商品										
その他										
債務証券・株式等合計	9,126		1,044		10,169		10,648		478	

(出所) 李楊・張曉晶・常欣 (2015)、中国金融年鑑 (2016)、萩野 (2019) を基に筆者作成

以下では、こうした乖離が生じた原因について、中央政府と地方政府に分けて考えてみたい。

中央政府の金融資産・負債残高に関しては、中国人民銀行プロジェクトチームが、広義³政府の資産・負債残高表を作成しており、李楊・張曉晶・常欣 (2015) は、これを基礎データとしている。ただ、当該資産・負債残高表では、中央政府の金融資産・負債を特定していないことから、狭義中央政府や中央政府が管理する非市場非営利機関の金融資産・

³李楊・張曉晶・常欣 (2015) は、国連等が定めた 2008SNA や、IMF の政府財政統計マニュアルを基に、中国の政府部門の範囲について、狭義政府部門、広義政府部門、公共部門を次のように規定している。狭義政府部門は通常の行政部門であり、一般的に、公共当局とその機関から成る。広義政府部門は、狭義政府部門及び政府が管理する非市場非営利機関から成る。公共部門は、広義政府部門と公的企業からなる。公的企業とは、政府が管理する企業であり、国有非金融企業と国有金融企業が含まれる。

負債を個別に集計しており、その概要を以下のように説明している。そうした金融資産・負債の推計については、中央政府が管理する非市場非営利機関の資産負債残高を詳細に検討してみる必要があるものの、総じて、萩野（2018）が基礎データとした湯林岡・中国社会科学院財政税收研究中心（2017）の中央政府の金融資産・負債残高の推計と大きな差異がないと考えられる。

第一に、狭義中央政府資産負債残高表の資産構造をみると、狭義中央政府資産負債残高表の総資産のうち、最も比重が高いのは、政府が投資した国有基金および持分としての金融資産である。2013年の国有基金及び持分資産が占める割合は83%で、金融資産の主な部分でもある。

第二に、政府債務が中央政府の総負債の主要な部分である。狭義中央政府の総負債の中で、債務性証券国債の比重が最も高く、2013年の中央政府債務残高の中で、狭義中央政府の総負債に占める比重が93%を占める。

第三に、中央政府が管理する非市場非営利機関の資産負債残高表をみると、中国人民銀行プロジェクトチームが提供したデータから、規模が然程小さくないことが分かる。2013年の中央政府が管理する非市場非営利機構の資産は9.9兆元で、総負債が1.2兆元であり、純資産が8.7兆元である。

第四に、広義中央政府資産負債残高表の資産構造をみると、2013年の総資産は25.4兆元、総負債は10.2兆元であり、純資産は15.1兆元である。広義中央政府資産負債残高表の中で、2013年の金融資産の割合は70%で、現金及び預金の割合が16%、国有資金及び持分が53%を占める。

第五に、国有企業権益については、2013年に12.8兆元に上り、国有企業への投資権益がなければ、広義中央政府の純資産は2.3兆元に減少する。従って、中国の中央政府が比較的大きな純資産残高を保つにあたり、国有企業は、中国中央政府資産負債残高表の「財布の厚み」の主な貢献者でもある。

一方、地方政府については、大きな乖離があるようにかがわれ、萩野（2019）の推計において、地方政府の基礎データが不足していたことが主因であると考えられる。そこで、以下では、地方政府に焦点を当て、金融資産と負債に分けて、詳細に検討する。

① 金融資産について

債務証券・株式等合計については、市場で取引されるものであることから、計数の把握が比較的容易であると考えられる。実際、債務証券・株式等合計が湯林岡・中国社会科学院財政税收研究中心（2017）において政府資産として把握されている。ただし、債務証券と株式等の区別が李楊・張曉晶・常欣（2015）において示されていないことから、両者を合算して乖離を把握した。このため、債務証券、株式等の各々の項目について、萩野（2019）の推計がどの程度妥当であったのかは、依然として明らかではない。他方、預金について

は、萩野（2019）で地方政府保有分を推計できていないことが、乖離の要因になっている。

李楊・張曉晶・常欣（2015）は、地方政府の資産の推計について、次のように説明しており、一定の仮定を置いた推計が不可避であることが分かる。すなわち、貨幣性資金については、地方政府が所有する現金、銀行預金及び他の貨幣性資金の年末残高であり、行政事業部門財務諸表の「現金」、「銀行預金（外貨預金を含む）」などを含み、中央銀行の資産負債残高表の「国庫預金」も含む。地方の国庫預金残高の試算にあたり、地方の国庫預金残高が預金総額に占める割合と、地方予算収入（地方政府自身の一般予算の収入と政府性資金の収入を含む）が全国財政収入に占める割合とが一致すると仮定している。未収金と前渡金は、地方政府の各種の未収金及び前渡金年末残高であり、行政事業部門財務諸表の「仮勘定」、「受取手形」、「未収金」、「前渡金」等を含む。対外投資については、地方政府が有価証券及び他の形式で投資している資産の年末残高であり、株式、債券投資等の投資を含む。行政事業部門財務諸表の「有価証券（国債を含む）」、「対外投資」、「短期投資」、「長期投資」を含み、非金融及び金融国有企業に対する地方政府の持分や社会保障基金の地方政府の持分が含まれる。非金融国有企業に対する地方政府の持分については、「中国会計年鑑」の各地の国有企業の国有資産総額を加算し、地方政府の金融国有企業に対する持分については、金融国有企業に関する財政部の財務データで試算している。基本的な方法は、地方国有資本が資本金に占める割合を持分割合とするものである。国有企業の子会社に対する持分についても、持分割合を基に推計している。

② 負債について

債務証券については、残高が中国金融年鑑において、取引フローが中国資金循環勘定について示されているが、地方債の基礎データが不足している。そうした中、萩野（2019）は、湯林 岡・中国社会科学院財政税收研究中心（2017）で示されている地方政府直接負債を、債務証券、貸出に区分するにあたり、2013年までは、銀行融資が地方政府の主たる資金調達方法であり、償還責任債務の 50.75%を占めていたが、2014年の予算法改正によって中国地方政府は債券発行を通じて資金調達を行うようになったことを理由に、地方直接負債の6割を債務証券として、残り4割を貸出と想定して推計することとした。今回把握できた乖離の状況をみると、当該按分が妥当でなかった可能性が高い。

この点、李楊・張曉晶・常欣（2015）は、地方債の置換債券⁴の発行方式について、次のように説明しており、債券と借入の比率として、貸出のシェアが4割よりも多かった可能性を示唆している。すなわち、置換債券は、公開発行或いは引受発行の方式で発行ができる。

⁴ 地方債務置き換えの意義については、財務部が残存する債務を選別する上で、融資のコストを低減させ、債務の償還期限を延長させ、地方のバランスシートを改善させるべく、従来の地方政府の短期、高コスト債務（銀行借入、都市インフラ債、信託融資等）を中長期、低コストの地方政府債券に置き換えること、とされている。

地方政府債務残高のうち銀行借入の部分については、地方財政部門が貸出を行う銀行等特定の債権者と調整し、引受発行方式で地方債を発行し置き換えを行うことになっている。中国会計検査院の報告によると、地方政府に償還責任がある2013年6月末の債務のうち、銀行借入残高が5.5兆円で、約50%のシェアまで達している。これは、銀行借入が債務残高の主要部分となる構造の下では、引受発行による置換債券が比較的高い割合を占めることになることを意味する。ただし、置き換えを行なった後の2か月の状況からみると、引受発行の規模が置き換える総額に占めるシェアは小さく20%にも達していない。引受発行の規模が比較的小さい理由は、公開発行と比べ、引受発行の利率が高い可能性があるからである。引受発行の地方政府債券は、全国の銀行間債券市場及び証券取引所債券市場で取引をすることができず、追加の流動性プレミアムにという補償が必要となる。

もともと、たとえ萩野（2019）において、債務証券の過大推計767億元を借入として計上していたとしても、依然として、地方政府の借入が1,556億元の大幅な過小推計となることになりはならず、この点について、さらなる検討を行う必要がある。

そもそも、地方政府の債務については、以下のような潜在債務が多く、実態が明らかでないとの指摘が多い。

- ① 債務償還能力がなく、実態は地方政府に財政依存している地方融資プラットフォーム（地方政府傘下にある、資金調達とデベロッパーの機能を兼ね備えた投資会社）の債務。
- ② 官民パートナーシップ（Public and Private Partnership、以下 PPP という）方式で行っているプロジェクトの債務で、企業と共同で出資・設立した投資基金の企業出資分を1～3年以内に企業から買い戻す契約を結び、あるいは地方政府が保証して PPP に銀行融資を導入するなどの方法で、実質地方政府が短期借入を積み上げているケース。
- ③ 棚改（老朽住宅の住み替え促進）債務をはじめ、地方政府が政府調達（政府が財・サービスを購入）の形で積み上げている債務。

李楊・張曉晶・常欣（2015）は、地方政府の借入や債券の推計については、以下のように説明しており、上記①と②は、推計の対象になっているものと考えられるが、③については明らかでない。

（借入）

借入には、行政事業部門諸表の「銀行借入等の借入」、「短期借金」、「長期借金」等を含み、地方主権外債、及び地方融資プラットフォーム関連の銀行借入、インフラ信託貸出と保険資金インフラ債権投資計画による貸出も含まれる。

① 地方融資プラットフォーム

データは、主に中国銀行監督管理委員会（以下、銀監会という）の公開情報から得られる。試算では、二つの要素を総合的に考慮した。第一に、銀監会が2013年末、2014年に地方融資プラットフォームローン残高を増やさないとの目標を定め、同ローンの管理を厳格に行うと表明したこと、また、実際の操作において、幾つかの銀行が上限額の規制でプラットフォームローンの総量を抑制したことである。第二に、2014年10月以降、地方政府の債務と認定されることを確保することで貸出の安全性を高めるべく、プラットフォームローンの駆け込み貸出を行う銀行が幾つかあったことである。

② インフラ信託

シャドールンクと類似した方法による融資を指し、そのデータは中国信託業協会の発表した信託会社主要業務状況から得られる。

③ 保険資金基礎インフラ債権投資計画

主に保険資産管理会社など専門の管理機関を受託人として、委託人に受益証書を発行し、募集した資金を債権として基礎インフラ項目に投資し、契約に照らして予想収益や元金を支払う金融商品を指す。2013年2月、中国保険監督管理委員会（以下、保監会という）が「債権投資計画の登録に関する関連事項の通知」を發出し、保険資金管理会社のインフラ債権投資計画の発行を報告制から登録制に移行させた。発行のハードルが下がったことに伴い、保険業における債権計画の発行規模がある程度増加した。保監会の公表によると、2013年保険機構に報告かつ登録済みのインフラ投資計画の中に、地方融資プラットフォームに関与する金額が3,259.59億元あるということである。

④ 地方政府外債

地方政府外債が国全体外債総額に占めるウェイトの数年間の平均（8%前後）によって試算し、その年の平均為替レートで換算する。

（債券）

債券には、地方政府債券と都市インフラ債が含まれる。そのうち、地方政府債券発行状況は、表5の通りである。他方、萩野（2019）の推計では、地方債の発行規模を2009年2000億元、2010年2000億元、2012年2500億元、2013年3500億元、2014年4000億元、2015年37,537.05億元（うち31,317.05億元が置換債券）として推計したが、償還期限別の情報が無かったことから、2015年の発行規模を残高とし、これを借入と債券とに分けた。このため、2015年末残高の正確な値が計上できていなかった可能性がある（地方債の発行方式についてBOXを参照）。なお、李楊・張曉晶・常欣（2015）は、都市インフラ債の発行規模は、Wind（金融データ分析会社）のデータ統計に由来するとしているが、これについては、萩野（2019）では把握できていない。

(表5) 地方政府債券の発行年別発行規模 (単位: 億元)

発行年	3年物	5年物	7年物	10年物	年末残高
2009	2,000				2,000
2010	1,384	616			4,000
2011	992.5	1,007.5			6,000
2012	1,098	1,257.5	144.5		6,500
2013	1,417	1,757	326		8,616
2014	1,157	1,599.8	915.6	327.6	11,623.5

(出所) 李楊・張曉晶・常欣 (2015)

(BOX) 地方債の発行方式について

李楊・張曉晶・常欣 (2015) は、地方債券の発行について、2009年以降、順次採用された3種類の方式を説明している。

(1) 「代理発行・代理償還」方式

2009年、財政部が2,000億元の地方政府債券を代理発行し、発行から元本及び利息の支払いを財政部が代行した。

(2) 「自己発行・代理償還」方式

2011年において、上海、浙江、広東、深センの4省市が自己発行を試行し、財務部がその元本及び利息の支払いを代行した。2013年に江蘇省と山東省が加わった。

(3) 「自己発行・自己償還」方式

2014年において、上海、浙江、広東、深セン、江蘇、山東、北京、江西、寧夏、青島の10省市が試行し、試行地域が自己発行だけでなく、直接、投資者に元本及び利息を支払うというものである。発行規模からみると、2009-2011年の地方政府債券の年度発行規模は、均一して2000億元である。2012年及び2013年に、各々2,500億元と3,500億元に増加した。2014年に4,000億元に増加した。2014年の4,000億元の地方政府債券発行規模の中では、自己発行・自己償還を行う10地域の発行規模が1,092億元で、他の代理発行・代理償還地域の発行規模が2,908億元である。発行期限からみると、2009年の初回地方政府債券の発行期限が3年で、2010年に5年物債券、2012年に7年物債券、更に2014年に10年物債券が付け加えられた。期限別の割合からみると、2009~2013年において、3年物と5年物が主な類型である。2014年において、7年物の発行の割合が22.9%に増え、2013年から13.6ポイント上昇した。

(2) 家計部門

家計部門については、金融資産に大きな乖離はないが、負債項目である借り入れについては、萩野（2019）の推計値が小さく検討が必要となる。すなわち、資産については、萩野（2019）は、唐成（2017）の2014年末家計の金融資産総額に金融資産構成比率を乗じて計算したことから、李楊・張曉晶・常欣（2015）が示した2014年末残高と比較した。この結果、金融資産計の乖離は存在しないことから、李楊・張曉晶・常欣（2015）が萩野と同様の方法で推計したとすれば、各項目における乖離は、金融資産構成比率の小数点桁数の違いによって生じている可能性が高い。

家計部門の金融資産の推計方法については、李楊・張曉晶・常欣（2015）は、次のように説明している。すなわち、預金、株式、理財商品、信託商品については、「中国金融安定報告」のデータを用いている。他の項目については、2013年以降の「中国金融安定報告」で家計部門の金融資産状況が公表されていないため、2012年の当該項目を、2011年を基準年としたデータと2012年資金循環勘定フロー表に基づき計算した。この点、結局のところ、2011年まで「中国金融安定報告」が家計部門の金融資産状況をどのように推計していたのかが明らかではなく、今後、更に検討する必要がある。

一方、負債については、萩野（2019）は、国際決済銀行（Bank for International Settlements、以下 BIS）が公表している非金融部門向け債権残高（credit to the nonfinancial sector）を利用し、中国において金融部門の家計に対する債権（含む対家計民間非営利団体）が4兆1219億ドルであることから、2015年末の為替レートで換算し267,330億元と推計した。ここから、中国資金循環から得られる家計負債の2015年中のフロー（増加分）を差し引くと、2014年末の残高を225,833億元となる。これは、李楊・張曉晶・常欣（2015）の推計よりも5,577億元小さくなっており、換算に用いる為替レートが適当でない可能性や、李楊・張曉晶・常欣（2015）の基礎データである「金融機関人民元信用貸出収支表」と上記 BIS データの間に、カバレッジの相違等が存在する可能性があり、家計の負債についても、今後、更なる検討が必要である。

(表6) 家計の金融資産・負債残高の推計乖離（2014年末、単位：億元）

(資産)	李楊(2015)	唐西(2017)	差額	(負債)	李楊(2015)	萩野(2019)	差額
現金	58,298	57,792	506	消費者借入	153,660		
預金	507,000	506,713	287	うち短期	32,491		
債券	5,579	5,160	419	中長期	121,169		
株式	79,000	79,464	-464	事業者借入	77,751		
ファンド	9,214	9,288	-74	うち短期	48,225		
顧客保証金	1,431	1,032	399	中長期	29,525		
保険準備金	105,480	105,264	216	金融負債計	231,410	225,833	5,577
理財商品	138,000	138,288	-288	純金融資産	800,592		
信託商品	128,000	127,968	32	純資産	2,305,810		
金融資産計	1,032,002	1,032,002	0				
非金融資産	1,505,218		1,505,218				
合計	2,537,220		2,537,220	合計	2,537,220		

(3) 非金融法人企業部門

非金融法人企業部門については、李楊・張曉晶・常欣（2015）では、2014年末の資産・負債の総額が、各々、3,376,090億元、2,018,710億元と推計されているに止まる。資産には、萩野（2019）が推計対象としていない非金融資産が含まれており比較できないことから、負債総額について比較してみると、次の通りである。すなわち、萩野（2019）における2015年末の非金融法人負債残高279,490億ドルを2015年末の為替レートで換算したうえで、2015年中のフロー（増加額）を差し引くと、2014年末の残高は、1,673,396億元となり、（出所）李楊・張曉晶・常欣（2015）の推計値よりも345,314億元小さくなる。萩野（2019）では、非金融法人の債券や株式の残高については、債券・株式市場の包括的な統計や、国有企業株式に係る政府のバランスシートデータを用いていることから、こうした差額は、残差として推計される借入に起因している可能性がある。家計部門の借入れについても推計が過小であったことを勘案すると、非金融部門の借入が過小であったのは、貸出総額の部門への配分が妥当でなかったというよりも、貸出総額の推計自体が過小であった可能性が高い。この点、萩野（2019）では、金融機関の貸出総額を、銀行、証券会社、保険会社のバランスシートデータを積み上げたうえで、理財商品や信託商品といったシャドバンキングの残高を推計して加算しているが、海外からの借入等、当該集計では補足できていなかった部分が大きい可能性がある。

なお、李楊・張曉晶・常欣（2015）は、非金融法人の推計方法について、特に非金融法人企業の金融資産・負債項目別の推計を行わっていないことに関し、次のように説明している。すなわち、最も理想的な方法は、当然ながら、関連企業の資産負債残高表を合算した後、あらゆる非金融法人企業の資産・負債・資本項目を加算して、統合資産負債残高表を得る方法である。ただし、実際の経済では、各企業が定期的に基準に従った資産負債残高表を作成するとは限らず、たとえ全ての企業が作成するとしても、それらを収集し整理する作業が嵩む。従って、この理想的な方法のコストが非常に高く、実行可能性がない。一つの現実的な方法としては、現有的上場企業のデータと一定規模以上の産業の統計データを利用し、仮定を用いつつ統合資産負債残高表を推計することである。しかし、上場企業の詳細な資産負債残高表のデータを用いると、非金融法人企業の統合資産負債の構造が非金融上場企業の構造と同様になる。これでは、資産負債残高表自身の応用と分析の価値を無視し、作成のみの為の作成になってしまう。こうした指摘については、今後の国際金融連関表の作成において、十分な配慮が必要となろう。

4. 中国資金循環勘定・金融資産負債残高表等のリバイズ

上記の検討を踏まえ、萩野（2019）で作成した、中国資金循環勘定の金融資産負債残高表をリバイズした（表7）。この際、政府、非金融法人、家計の借入（負債）に係る過小推計については、乖離額を各部門の借入に加算したうえで、合計額を金融機関の貸出総額

(資産)に加算した。また、政府預金(資産)の過小推計や政府債務証券(負債)の過小推計については、当該金融取引項目の全体金額を変えずに、乖離額を政府部門において加減した。

(表7) リバイズ版中国資金循環勘定・金融資産負債残高表(単位10億ドル、筆者作表)

	金融機関		非金融法人企業		一般政府		家計		海外	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
預金	5,763	29,048	12,235	0	1,600		9,450	0	0	0
債務証券	8,929	3,867	768	2,221	3,598	4,512	156	0	817	3,667
貸出	17,290	2,846		7,254		2,557	0	4,208	964	1,389
株式等・投資信託受益証券	1,870	7,238	2,080	11,018	7,050		5,656	0	2,696	1,096
保険・年金準備金・定型保証	0	1,844	0				1,844	0	0	0
金融派生商品	65	59		6			0	0	0	0
その他	3,497	2,049		2,130			682	0	0	0
計	39,987	42,331	15,083	22,629	12,248	7,069	17,788	4,208	4,478	6,152
差額		-2,344		-7,546		5,179		13,580		1,673

さらに、リバイズされた中国金融資産・負債残高表を用い、部門間の金融資産・負債残高を示す中国金融連関表を再度作成した(表8)。

(表8) リバイズ版中国金融連関表(単位10億ドル、筆者作表)

(資産)	(負債)	金融機関	非金融法人企業	一般政府	家計	海外	差額	
							(負債超過)	計
金融機関		4,492	11,808	3,058	639	3,991	11,335	23,988
非金融法人企業		12,840	1,651	243	0	395	18,276	15,129
一般政府		3,964	11,574	1,138	0	1,610	0	18,286
家計		16,296	1,310	49	0	156	0	17,811
海外		1,700	2,112	258	0	0	1,675	4,070
差額(資産超過)		0	0	14,138	17,148	0		
計		27,956	10,178	18,884	17,788	4,478		

そのうえで、萩野(2019)で作成した日米中韓の国際金融連関表を、中国のデータを置き換える形で再度作成し(表9)、一連の検証作業の成果を反映し終えた。

(表9) リバイズ版日韓米中金融連関表(単位10億ドル、筆者作表)

(資産)	(負債)	日本				韓国				米国				中国				その他
		金融機関	非金融法人	一般政府	家計	金融機関	非金融法人	一般政府	家計	金融機関	非金融法人	一般政府	家計	金融機関	非金融法人	一般政府	家計	
日本	金融機関	8,321	6,221	8,320	3,091	16	20	3	0	1,024	640	548	0	7	3	5	0	28,584
	非金融法人	3,277	3,858	218	245	5	41	1	0	89	508	81	0	1	142	1	0	798
	一般政府	1,613	1,088	966	88	0	0	0	0	111	118	101	0	0	0	0	0	1,120
	家計	14,073	846	240	0	1	0	0	0	16	0	0	0	0	0	0	0	62
韓国	金融機関	7	2	1	0	1,643	1,445	106	505	46	41	35	0	5	2	3	0	178
	非金融法人	13	12	5	0	434	189	8	0	20	22	19	0	0	95	0	0	142
	一般政府	17	0	0	0	594	1,051	72	0	0	0	0	0	1	0	1	0	470
	家計	0	0	0	0	2,656	542	22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
米国	金融機関	605	322	199	0	91	128	16	0	12,320	40,487	13,713	8,775	55	6	0	0	9,775
	非金融法人	104	181	45	0	11	20	2	0	2,229	8,289	193	160	52	78	0	0	3,083
	一般政府	0	0	0	0	0	0	0	0	825	0	0	51,909	1	0	0	0	137
	家計	0	0	0	0	0	0	0	0	65,248	0	0	1,003	0	0	0	0	0
中国	金融機関	85	38	30	0	26	17	3	0	827	534	219	0	4,492	11,808	3,058	639	2,213
	非金融法人	8	4	3	0	3	2	0	0	82	53	22	0	12,840	1,651	243	0	219
	一般政府	34	15	12	0	10	7	1	0	334	215	88	0	3,964	11,574	1,138	0	893
	家計	6	0	0	0	2	0	0	0	62	0	9	0	16,296	1,310	49	0	78
その他		1,498	1,065	716	65	150	316	41	0	5,137	6,108	5,936	0	1,577	1,786	248	0	

5. 今後の課題

本稿では、中国資金循環勘定・金融資産負債残高表および中国金融連関表について、李楊・張曉晶・常欣（2015）の推計結果に照らして、萩野（2019）の試算値をリバイズし、これを基に、日米中韓の国際金融連関表を再度作成した。李楊・張曉晶・常欣（2015）の推計は、特に、政府、非金融法人、家計といった国内非金融部門について、萩野（2019）よりもカバレッジの高い基礎データを基にしており、両者の乖離額については、萩野（2019）の試算値を修正することが適当であると考えられるからである。

もっとも、李楊・張曉晶・常欣（2015）の推計については、推計方法や基礎データが明らかでない部分も多く、乖離が生じた原因を探るという観点で、更なる検討を進めて行く必要がある。今後、中国社会科学院等を訪問し、推計方法についてヒアリングすることとしたい。

そのうえで、今後の取り組みとしては、インドを国際金融連関表の対象に加え、日米中印の国際金融連関表を試作することが有用と考えられる。インドについては、資金循環統計残高表が整備されているが、金融連関表は作成されておらず、債権債務に関する相手方の情報を入手しながら、試算する必要がある。また、対外資産負債残高について検討の余地がある。例えば、CPIS について、対内証券投資の相手国別データが公表されておらず、この点を検討して行く必要がある。また、CDIS については、香港や中国からの直接投資金額が嵩んでいるが、同サーベイの香港側のデータと乖離があり、その理由を検討する必要がある。そのうえで、中印の資金的な結びつきを、日米、米印の関係との対比で論じ、さらには、インドがより深く関与するようになった、アジアのグローバルバリューチェーンとの関連性について、考察することとしたい。

<参考文献>

1. Satoru Hagino, Jiyoung Kim and Satoshi Inomata (2019), "Development of U.S.-East Asia Financial Input-Output Table", アジア経済研究所DP
2. 萩野覚(2019)、「中国資金循環残高表の推計と日韓米中・国際金融連関表の作成」、福山大学経済学論集（福山大学経済学研究会）第43巻
3. 萩野覚(2018)、「アジア太平洋国際金融連関表作成に向けた取り組み」、福山大学経済学論集（福山大学経済学研究会）第42巻
4. 李楊・張曉晶・常欣（2015）『中国国家資産負債 2015—杠杆調整与風險管理』中国社会科学出版社
5. 汤林闽・中国社会科学院財政稅收研究中心（2017）『中国政府資産負債表』中国社会科学院财经智库
6. 杜金富・王毅・阮健弘（2018）『中国政府資産負債表編纂研究』中国金融出版社
7. 唐成（2017）『中国における家計の資産選択行動—山西省の事例を中心に』日本貿易振興機構アジア経済研究所・アジア経済