

唐成著

『中国の貯蓄と金融 家計・  
企業・政府の実証分析』

慶應義塾大学出版会 2005年 246ページ

いま い けん いち  
今 井 健 一

日本の中国経済研究の泰斗である石川滋氏（一橋大学名誉教授）は、主に中国の国民所得推計と農工間資源フローの推定という2つの領域から、近代経済学的手法による中国研究の途を切り拓いた。石川氏の農工間資源フローへの関心を受け継いだ中兼和津次氏（青山学院大学教授）の研究は、次世代の中国研究者に多大な影響を与えてきた。

石川氏と中兼氏の研究に共通するのは、ミクロ的な制度的基盤の入念な観察を踏まえたうえで、国民経済のマクロ的な動きのメカニズムをとらえようとする研究姿勢である。だが改革・開放の進展によって大量の現地資料が利用できるようになり、また比較的制約なく現地調査を実施できるようになると、日本の中国経済研究の関心はしだいに個別分野のミクロ的な研究に傾いてきた。研究者はもっぱら自己の研究テーマの深掘りに専念し、そのテーマが中国の国民経済上どのような位置づけを持つかという問題を顧みようとする姿勢は薄れてきている。ミクロ的な研究の進展とマクロ的な視点の不足との間のアンバランスは、現在の日本の中国経済研究の抱える最大の問題点のひとつではないだろうか。

本書の著者である唐成氏は、筑波大学大学院でマクロ経済の計量分析を学び、家計貯蓄の分析を中国経済研究の出発点とする。本書は氏の博士論文を基盤として執筆されているが、研究対象は集計量としての家計貯蓄や部門別資金過不足の分析に止まらず、

家計の貯蓄行動の要因分析、金融機関の制度分析、公的金融の「入り口」としての郵便貯金制度の分析など、マクロとミクロの両面に跨る視野の研究を包含している。統計分析にあたっては公式統計の定義や問題点についても入念な吟味が行われている。ミクロの制度研究を踏まえつつマクロ的視野から中国経済のダイナミクスを把握しようとする試みとして、唐成氏の著書は高く評価されるべきである。この書評では本書の概要をまとめ、その分析的成果を整理したうえで、今後の研究課題を提示する。

本書の構成は以下のとおりである。

はしがき

- 第1章 中国経済における資金循環分析
- 第2章 家計貯蓄の水準と高貯蓄率の要因
- 第3章 人口構成の変化と家計貯蓄
- 第4章 国民貯蓄の構造変化
- 第5章 家計の金融行動
- 第6章 金融仲介と金融構造
- 第7章 企業・政府の資金調達行動
- 第8章 郵便貯金の復活とその役割
- 第9章 政策金融の「入口」

前半の5章は、著者の大学院時代以来の主要な研究テーマである貯蓄率とその背景にある家計の貯蓄行動の分析に充てられている。後半の4章は、貯蓄として吸収された資金がいかに配分され、利用されるかという金融の問題を取り扱っている。ことに最後の2章では著者の最近の研究テーマとして、郵便貯金と公的金融の関係に焦点が当てられている。

第1章は改革・開放後の中国の経済成長に「貯蓄」がどのような意義を持つかという問題を、主として資金循環分析を通じて論じている。中国の高度成長は高い投資の伸びによって牽引されてきており、かつての日本以上に投資主導型の成長パターンを示している。本章では著者が整理した独自のデータに基づき、財政部門が最大の資金余剰部門だった計画経済期とは対照的に、改革・開放期には家計部門の資

金余剰が企業部門の旺盛な投資意欲からくる資金不足をファイナンスする役割を果たしているという事実が明らかにされている。現代中国の高度成長が、急激に拡大する投資を家計貯蓄がファイナンスすることによって支えられているという視点は、本書を貫く基本的な主題となっている。

それでは家計の高い貯蓄率は、どのような要因によって起きているのだろうか。第2章ではまず統計の丁寧な吟味から出発して、著者独自の方法による家計貯蓄率の推計が試みられている。著者の推計した貯蓄率データによれば、改革・開放期以降1990年代半ばまでは、家計貯蓄率はほぼ一貫して上昇傾向にあった。1990年代半ば以降はやや低下してきているものの、それでも国際比較でみてきわめて高水準にある。地域比較でみて世帯比較でみて、所得水準が高いほど貯蓄率も高いという傾向が観察される。

このような統計観察を踏まえて第2章後半から第4章までは、高貯蓄率の要因に関するさまざまな仮説の検討と実証に充てられている。著者はホリオカ(C. Y. Horioka)の日本の高貯蓄率に関する研究など先行研究を参照しつつ、以下に挙げる要因に検討を加えている。

文化的要因

人口構成の変化(ライフサイクル仮説)

高い経済成長率

貯蓄促進施策

一人っ子政策

消費者信用の未発達(流動性制約)

改革による変動所得の構成比上昇(恒常所得仮説)

予備的動機(社会保障の未整備)

以上のうち 文化的要因について著者は、実証困難であるうえ中国の場合重要な決定要因でないとは判断する一方、以下の要因についてはいずれも一定の説明力を持つとみなしている。各要因の重要性についての著者の評価がやや明確さを欠くことは否定できないが、第2章後半から第5章までの分析の流れからみて、 のライフサイクル仮説的要因と 予備的動機要因が高貯蓄率の最も重要な要因とみ

なされていると解釈できる。また に掲げた、高い所得の伸びそのものが貯蓄率の上昇の要因となるといふ仮説(ただしこれも一種の恒常所得仮説的な性格を帯びている)も、これらに次ぐ重要な要因とみなされている。

第2章で各要因について記述的なサーベイを行ったうえで著者は、第3章ではライフサイクル仮説に焦点を当てて家計貯蓄関数の計測を行っている。ライフサイクル仮説によれば、各個人は若年期から壮年期にかけて貯蓄を行い、老年期に貯蓄を取り崩して消費する。したがって総人口に占める若年期・壮年期人口比率が高いほど、貯蓄率は高くなるはずである。具体的には家計貯蓄率を非説明変数とし、ライフサイクル的要因を示す説明変数として従属人口指数を採用し、さらに1人あたり可処分所得の増加率を説明変数に加えている。計測の結果から、従属人口指数の係数は有意にマイナスとなっており、生産人口比の上昇という人口構成の変化が、高貯蓄率の重要な要因であることが裏付けられている。

続く第4章は家計、政府、企業の3部門における貯蓄の間の関係を論じている。長期のデータを用いた計量分析を通じて著者は、改革・開放期には家計と他の2部門の貯蓄率の間、特に家計貯蓄率と政府貯蓄率の間に強い代替的關係が存在することを示した。この関係を著者は、(1)「部門間所得再分配説」、(2)「貯蓄のインセンティブ効果説」という2つの論理から説明する。(1)によれば、所得分配が政府から家計へとシフトしたことで家計所得増が貯蓄率の上昇を招いた。(2)は政府部門が「貯蓄主体」としての役割を放棄したことで家計の貯蓄インセンティブが強まり、家計貯蓄の増加が企業の自主投資をファイナンスすることによって高い成長が生み出された、という考え方である。

第5章では著者らが独自に実施した都市家計調査のマイクロデータを利用しながら、家計の金融行動について、貯蓄の動機と金融資産の保有形態に焦点を当てた分析を行っている。ここでは貯蓄の重要な動機として、家計が子女の教育、老後や不時の備え、住宅取得などを重視していることが明らかにされる。これらの動機のうち老後と不時の備えは、第2章で

高貯蓄率の要因としてあげられたライフサイクル仮説的要因と予備的動機要因に相当する。教育費用の高騰、学歴の収益性上昇、社会保障制度の未整備や住宅制度の市場化などの制度的要因は、上記の動機による貯蓄意欲を強める方向に働いている。一方金融資産の選択については、安全性を重視しつつ預貯金から収益性の高い債券・株式などの資産にシフトする動きがみられたこと、2001年央の株価暴落以降はこの流れが逆転していること、金融資産の規模と内容には地域間・所得階層間の格差が大きいことなどが指摘されている。

本書後半の第6章から第9章までは、貯蓄を資金需要者に配分するチャンネル、すなわち金融部門による金融仲介の問題を扱っている。第6章では金融市場の基本的構造を整理したうえで、中国の金融市場では金融資産の多様化が進んでいるものの、いまだ間接金融が支配的な比重を占めており、近年は株式市場の低迷に伴ってむしろ間接金融への傾斜が強まる傾向がみられるという事実を確認する。第7章では資金不足部門である企業と政府の資金調達と運用を分析している。非金融企業部門は一貫して資金不足であるが、不足幅は企業の投資意欲を反映し、1990年代半ばまで拡大した後2000年まで縮小し、その後再び拡大するという変遷をたどってきた。資金調達源としては有価証券発行の比率が上昇してきているが10パーセント台と低く、また2000年以降は逆に低下傾向を示している。この点は第6章の分析と整合的である。一方、運用面では手元流動性比率(= [現預金 + 流動性資産のうちの有価証券] / 売上高)が1990年代前半に上昇したのち、97~98年をピークに大幅な低下傾向を示しているという興味深い事実が指摘されている。これを著者は資金の外部調達の容易化によって流動性への需要が減少したことによると解釈しているが、この解釈には今一步議論の余地があるだろう。企業部門のなかでも中小企業については1節を割いて分析が加えられており、信用保証制度や資本市場などの整備・充実の必要性が説かれている。政府部門では1993年のいわゆる分税制実施以後、地方財政の赤字化が進んでいること、政府部門全体としての資金不足は国債の大量発行に

よって賄われていることが指摘されている。

第8章と第9章は、著者が近年開拓しつつある研究分野である郵便貯金と政策金融の問題に焦点を当てている。第8章ではまず1980年代半ばの郵便貯金制度復活の経緯を分析する。中国では郵便貯金を通じて集められた預金は、2003年までは中央銀行(中国人民銀行)に実質上全額預託されていた。著者は、1980年代半ばに実施された人民銀からの商業銀行機能の分離の際、人民銀が直接コントロールできるベースマネー減少を避けるという意図が、郵便貯金制度復活の重要な要因だったという解釈を打ち出している。マネーサプライのコントロールを確保することと、商業銀行機能分離後も政策金融実施のための金融資源を保持することが意図されていたのである。郵便貯金は1990年代に入って急速に伸長し、4大国有商業銀行に次ぐ第5位の預金残高を擁する規模にまで成長を遂げた。

著者の評価によれば、所得水準の低い地域ほど郵貯1口座あたりの預金残高が大きいという現象にみられるように、ユニバーサルな金融サービスの提供を通じた貯蓄動員という点で郵便貯金制度は重要な役割を果たしてきた。この面での郵便貯金制度の役割は、今後の中国の経済発展においても重要であると著者は評価している。

続く第9章の議論は、1993年以降の変化から出発する。4大国有銀行が制度上政策金融から解放されて商業銀行業務に専心することになり、政策金融機関として中国農業発展銀行、国家開発銀行、中国輸出入銀行の3行が設立された。郵便貯金はこれら3行への資金供給を担う役割を与えられた。郵貯預金は引き続き人民銀に預託され、人民銀からの貸出という形で政策金融機関、ことに資金基盤の弱い農業発展銀の主要な資金源となってきた。開銀と輸銀の資金調達は主に金融債発行によるが、その一部は人民銀の指定によって郵貯により消化されてきた。中国の郵便貯金制度に対しては、農村からの資金吸収という批判が根強く存在する。これに対して著者は、農業発展銀を中心とする政策金融の相当部分は農村に環流されるため、郵貯批判論は必ずしも当を得ていないとの見解をとっている。

著者が中国の郵便貯金制度の問題点として重視するのは、人民銀が郵貯と政策金融の中間部分にあたる役割を果たすことで、事実上財政の肩代わりを行ってきたという点である。具体的には、人民銀が郵貯に支払う預託金利は政策金融機関の金融債金利を上回っていた。これは郵政部門のユニバーサルサービス機能あるいは政策金融部門の政策融資に対して、本来財政が負担すべき補填を人民銀が行ってきたことを意味する。金融改革によって独立の中央銀行となったはずの中国人民銀行は、依然として「未完の中央銀行」なのである（231ページ）。

このような郵便貯金制度の現状に対して著者は、いくつかの政策提言を行っている。第1に、人民銀から政策金融機能を完全に切り離すため、郵便貯金銀行を設立し、郵貯資金を全面自主運用に切り替える<sup>(注1)</sup>。郵貯銀行の設立は、すでに現実化に向けて動きつつある。第2に、人民銀からの貸付という農業発展銀行の現行の資金調達方式を、金融債の市場発行方式に転換する。その際、当面は政府保証付きとしたうえで、引き続き郵貯資金を主要な引受先とする<sup>(注2)</sup>。これらの改革が機能するためには、近く設立が予想される郵便貯金銀行のリスク管理体制の整備と、政策金融機関、なかでも農業発展銀行の経営効率化とディスクロージャーの強化が不可欠であるという点を著者は強調している。今後の研究課題として著者は、中国の政策金融の実証研究の強化とともに、日本や韓国などの政策金融の経験との比較の必要性を指摘して本書の結びとしている。

前節で整理したように、唐成氏は中国の貯蓄と金融を主題とする本書のなかで、ことに①高い家計貯蓄率の要因、そして②郵便貯金と政策金融の関係という2つのテーマについて、周到な実証研究を行っている。マクロの視点とミクロの視点の結合、入念な制度理解と計量分析の組み合わせという2つの点で、本書は日本の中国経済研究にとって重要な成果である。こうした研究上の顕著な貢献を踏まえながら、ここでは本書の分析に対する評者なりの若干の

疑問点あるいはコメントを記しておきたい。

### 1. 家計高貯蓄の要因分析

家計の高貯蓄率の要因分析（第2章～第5章）は、著者の研究の出発点であり、本書の第1の主眼でもある。評者の解釈では、著者はライフサイクル要因と予備的動機要因の2つを中国の家計貯蓄率の高さの要因として最も重視している。予備的動機による貯蓄意欲は、制度改革によって所得・雇用などの面で不確実性が高まったことで強められた。つまり予備的動機要因の背景には、制度改革要因がある。うちライフサイクル要因については、すでに紹介したとおり第3章で明確に実証されている。だが予備的動機要因やその背景にある制度改革要因については、説明はやや網羅的に流れるきらいがあり、諸要因間の関連や相対的な重要度がすっきりと論じられていない。特に第2章第3節（51～66ページ）で列挙された諸要因と第4章および第5章の分析の関係は、読者にとって読み取りづらい。

第4章では改革・開放期に観察される政府貯蓄率と家計貯蓄率の間の代替性という現象が、「政府支出と民間消費の間の代替性」という先行研究の仮説に照らして論じられている。著者が検証したこの現象それ自体は、きわめて興味深い。だがこれを政府支出・民間消費の代替性仮説と対応させることが適当かどうかは、評者のみ限り疑問の余地がある。著者が挙げている「部門間所得再分配説」、つまり政府から家計への所得分配のシフトを政府支出による民間消費の代替とみるのは、無理があるだろう。家計の所得増が貯蓄の絶対額を増加させることはほぼ当然であるが、貯蓄率を上昇させるとは限らない。評者の解釈では、政府貯蓄率と家計貯蓄率の代替性の背景にある説明要因としては、むしろ第5章で言及されている一連の制度改革に着目するほうがよい。教育・住宅の改革は投資主体を直接に政府部門から家計部門に移行させた<sup>(注3)</sup>。これと同時に著者が第4章で指摘している政府部門から家計部門への所得分配のシフトが行われることで、「政府投資＝貯蓄」から「家計投資＝貯蓄」への代替が起きた。政府貯蓄率と家計貯蓄率の代替性という現象は、このように解釈するほうが適当ではないだろうか。

社会保障制度改革の影響についても、今一步深みのある分析が望まれる。1990年代初めまでは年金・医療など社会保障面の改革は局部的に止まり、計画経済期以来の「単位」丸抱え体制が続いていた<sup>(注4)</sup>。他方企業改革の進展に伴って経営業績に格差が生まれるようになったことで、「単位」丸抱えの社会保障制度は家計に大きなリスクをもたらすようになった。これは明らかに予備的動機要因による家計貯蓄率上昇をもたらしたはずである。1990年代半ば以降の制度改革では、年金・医療保険の地域プール制(「社会統籌」)が推進されてきた。これは本来なら家計のリスク低減につながるはずだが、実際にはプール範囲が狭く地域固有の要因によるリスクを免れないこと、制度に対する信頼性が低いことなどから、リスク低減効果はきわめて限られている。つまり1990年代半ば以降は社会保障改革が本来果たすべき役割を果たせていないことこそが、家計貯蓄率の上昇要因になったと考えられる。

著者は家計の高貯蓄率の要因を挙げるなかで、所得の高い伸びそれ自体が高貯蓄率を生んでいるという可能性にもしばしば言及し、家計貯蓄率を説明するうえで人口構成とともに、経済成長率が重要な要因であることを実証研究によって示している(69ページ)。しかしこの問題に対する著者の論述は、ややpassingな印象を免れない。もし経済成長率が高貯蓄率の結果というより原因であるなら、中国の高度成長が高貯蓄率によって支えられたという基本的な論点自体を見直す必要があるかもしれない<sup>(注5)</sup>。

とりえずここで指摘しておきたいのは、改革・開放期の中国に「固有の」家計高貯蓄要因を見出すためには、多数の国々を含むパネルデータによる実証が有益かもしれないという点である。人口構成と成長率を説明変数に用いて家計貯蓄率を被説明変数とする回帰分析を行えば、この2つの要因から説明される世界の平均的な傾向から中国家計の貯蓄行動がどれだけ乖離しているかを推定できる。そのうえで中国に焦点を当てた研究を通じて、その乖離を制度改革などの固有の要因に分解していくことが、国際比較のなかでの中国家計の貯蓄行動に光を当てることにつながるのではないだろうか。

## 2. 郵貯制度と政策金融の位置づけ

後半の金融仲介に関する分析の白眉といえるのは、やはり著者が開拓しつつある研究テーマである郵貯制度と政策金融に関する第8章と第9章だろう。この2章ではきわめて丁寧なデータの収集と分析が行われており、中国金融研究の新境地を開拓したといっても過言ではない。

やや残念に思われるのは、この2章での分析が直前の2章の中国金融市場全体を対象とする分析とどのような関係にあるのか、説明が必ずしも十分ではないことである。第7章では近年の国債の大量発行による金融機関の余剰資金吸収や中小企業支援の不足などを「資金配分の非効率化、金融仲介の機能『不全』」と示唆しているが、この論点と第8章以降での分析の間のつながりは、明確に論じられているとはいえない。その結果、郵貯制度と政策金融を中国全体の金融システムのなかでどのように位置づけるべきかという点は、疑問として残されている。

## 3. 貯蓄・投資・成長

最初に述べたように、中国経済研究の文脈からみた唐成氏の研究の最大の意義は、集計量としての経済成長と貯蓄・投資の関係というマクロ的視点と、家計・企業・政府・金融機関など個別の経済主体の行動とそれを支える制度のありかたというミクロ的視点の結合にあるといえる。

本書の個別の分析の背景にある基本的な枠組みは、第1章で示されている。つまり、改革・開放期の中国ではいくつかの要因が複合して家計の高貯蓄率をもたらし、高貯蓄率は金融仲介を経由して経済全体の高投資率を支え、高度成長に結びついた。これまで検討したように、この因果関係の流れのうち本書で詳細な実証が行われているのは、高貯蓄率の要因と、貯蓄を投資に融通する金融仲介機能という2つの側面である。しかし因果関係を構成するこれらの「部品」の分析と、因果関係全体の関連づけは、十分明示的に論じられていない。金融仲介は果たして効率的に行われてきたのか。郵貯や政策金融などの公的金融制度は、金融仲介の効率性にどのような影響を与えるのか。政策金融は動学的効率性につながりうるのか。さらに言えば、近年のマクロ経済の変

動が示すように、「高貯蓄率 = 高投資率」という経済構造が果たして長期的に効率的であるかどうかは、疑問の余地なしとしない。

本書はこれらの問題に対して、はっきりした解答を示すに至っていない。しかしここで強調しておきたいのは、やや逆説的にいえば、この「不足」は本書の限界であると同時に、価値でもあるという点である。本書を通読することによって読者は、いわば中国の貯蓄・投資・成長という巨大な分析テーマの全体の仮説的な見取り図と、パズルのいくつかの重要なピースを手にすることになる。これらを用いていかにしてマクロとミクロの整合した中国経済像を描き出していくかは、著者を含め中国経済に関心を持つ研究者の課題とみるべきだろう。本書はミクロ的基礎に基づく中国経済のマクロ的分析という問題意識の「復興」の出发点として、必読の書であるといえよう<sup>(注6)</sup>。

(注1) 2003年以降の自主運用化はあくまで預金の新規増加分のみが対象であり、既存のストックの運用は旧来の人民銀預託体制が維持されている(本書216~217ページ)。

(注2) 開銀と輸銀の金融債は政府保証なしに発行されている。

(注3) ここでは教育を家計の行う人的投資とみなしている。

(注4) 中国になじみのない読者のために付言すれば、「単位」とは直接には「勤め先」を意味する。だが計画経済期からごく近年に至るまで、「単位」は雇用だけでなく福利厚生から思想・政治管理に至るまで個人の生活のあらゆる側面に介入していた。

(注5) この点はどのような成長モデルを想定して

中国の経済成長を分析するかという問題に関わってくるかもしれない。本書では新古典派的なモデルを念頭に置いた論述もみられるが(21, 69~70ページなど)、その場合高貯蓄率が成長率に与える影響は結局過渡的ではないということにならないだろうか。パロー(Robert J. Barro)は国際比較による実証分析を通じて、高投資率(資本移動に制約のある発展途上国では、これは高貯蓄率にほぼ等しい)は高成長の原因というより結果であると示唆している[Barro 1997]。私見では、「貯蓄 投資 成長 貯蓄 ...」のループのなかで本質的に重要であるのは、貯蓄や投資そのもの以上に、貯蓄と投資を効率的に取り結ぶ金融部門の働きである。ライフサイクル的要因が本来高貯蓄率に結びつくような状況でも、金融部門に資産を託すことがリスクに見合う収益を生まないとすれば、人々は余ったカネをタンスのなかにしまい込むだろう。

(注6) 本書と相前後して上梓された王京濱氏の著作は、マクロの金融循環を視野に収めつつミクロの企業金融に焦点を当てた実証分析を行っているという点で本書とは補完関係にあり、併せて一読を薦める[王2005]。

## 文献リスト

<日本語文献>

王京濱 2005. 『中国国有企業の金融構造』御茶の水書房。

<英語文献>

Barro, R. J. 1997. *Determinants of Economic Growth: A Cross-country Empirical Study*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

(アジア経済研究所地域研究センター)