

# 中国のバブル現象の経済分析： 日本のバブルとの比較（＊）

森 田 憲  
陳 雲

## はじめに

本稿は、主として、2011年から2012年という時点を見野に入れた、いわゆる中国の「バブル」とよばれる現象の現状と特徴をとらえようとする試みである。そうした試みをよりたしかなものにするために、1980年代後半から1990年代初頭における日本の「バブル」との比較をつうじて検討をすすめることとする。

日本のバブルをふりかえてみると、1987年のM2の対前年増加額が同年のGDPの対前年増加額を2.33倍上回っており、そうした貨幣供給量の大幅な増大が株価や地価を押し上げ、バブルを形成していったものと考えられる。ちなみに株価のピークは1989年であり地価のピークは1991年である。そしてバブルの崩壊は、1991年であるといわれる。膨大に供給された貨幣量が、株価をピークに導くまでに2年、地価をピークに導くまでに4年であり、バブルが崩壊するまでにおおむね4年を経ていることになる。

中国において、M2の対前年増加額が同年のGDPの対前年増加額を4.85倍上回ったのは2009年である<sup>1</sup>。この膨大な貨幣供給量の増大は当然さまざまな資産関連価格を押し上げている。しかし、いうまでもなく、2010年あるいは2011年時点で、中国において資産関連価格がピークに到達しているという明白な証拠はなく、また2012年から2013年という時点で中国のいわゆるバブルが崩壊しているという状況も存在していない。

資産関連価格をよく観察してみると、日本では株価が大きく上昇しはじめたのは1984年であり、同じく地価が大きく上がりはじめたのは1986年

である。M2の対前年増加額がGDPの対前年増加額を2.33倍上回ることとなった1987年よりも、株価の場合には3年はやく、地価の場合にも1年はやく、大幅な価格上昇をみせていたのである。

中国の場合にも、M2の対前年増加額がGDPの対前年増加額を4.85倍上回った2009年よりもはるかにはやく、そして長期にわたって、上昇をみせているふたつの変数が存在している。外貨準備高、商品先物市場出来高である。それぞれ2002年および2003年にはじまっている。貨幣供給量が増加し、そうした資産関連の変数の値を大きく上昇させているのである。

残念なことに、バブルをめぐる分析は、理論的にも実証的にも、経験の蓄積という意味でも理論的枠組みという意味でも、はなはだ不十分であるといわざるを得ない。とりわけ体制移行が併せ関わる中国のような、その意味で複雑な検討を要する、ケースではきわめて不十分である。

先に述べたとおり、本稿は、そうした現状に鑑みて、1980年代後半から1990年代前半にかけての日本のバブルと、現在の（しばしばそうだとされる）中国のバブルに関わる状況の分析を試みようとするものである。それにしても、膨大な統計、データ、資料等を必要とする、バブルをめぐる作業をこのわずかなスペースの論文で成し遂げられるわけのものでもない。そうした試みの第一歩であることを承知したうえで以下本稿での分析を試みるものである。

本稿は次のような構成ですすめられる。第1節は、「バブルとは何か」ということの理論的な枠組みを簡単に概観し、第2節は日本の事例について考えることとする。そして第3節は、中国の現

<sup>1</sup> いうまでもなく、（可能なかぎり多くの）統計・データを網羅するように心がけてはいるが、それには明らかに限界がある。本稿で調査し得たかぎりでの統計・データであることを予め述べておきたい。なお、引き続き可能なかぎり多くの統計・データを入手するようつとめており、そうした統計・データにもとづいて、さまざまな機会をとらえて、引き続き分析をつづける予定である。

状について整理を行い、分析を試みる。そして最後に、今後の研究課題について述べ、本稿は閉じられる。

## 1. バブルとは何か：理論的概観

「バブルとは何か」について多少とも理論的に解明することは容易ではない。とりわけ「バブルの発生」を予測し、「バブルの崩壊」に至る経路を突き止めることは非常に厄介な問題である。本稿では、そのことを十分に承知した上で、ひとまず「バブルとは何か」について比較的簡明にそして適切に述べている *Baddeley and MicCombie* (2001) にしたがってスケッチしておくことにしよう。

*Baddeley and MicCombie* (2001) によれば、「バブル」に関する理論的見解は3つに分けることができる。(1)「合理的なバブル」(rational bubbles)、(2)「伝染性バブル」(contagion bubbles)、および(3)「不合理なバブル」(irrational bubbles)である。そしてそれぞれの見解の典型的な主張として、「合理的なバブル」については、*Blanchard and Watson* (1982) が検討され、「伝染性バブル」については、*Topol* (1991) の主張が取り上げられる。そして「不合理なバブル」に関しては、*Keynes* (1936)、*Minsky* (1982)、*Kindleberger* (1996) 等が検討されている。適切な文献の選択であると思われる。

「バブル現象」に関する興味深い理論的課題は、*Blanchard and Watson* (1982) があつかったように、「合理的期待」(rational expectation)と「投機的バブル」(speculative bubbles)とが両立し得るかかどうかという問題である。

おそらくは異論が存在しないであろう「バブル」に関する定義は、「資産価格がファンダメンタルな水準と乖離している現象」ないしは「資産価格がファンダメンタルな価値額を十分に反映していない現象」である。そうだとすると、問題は、人々が完全に合理的にかつ完全情報のもとで行動すると仮定したとき、はたしてファンダメンタルな水準と乖離した投機的バブルが形成され得るだろうかということになる。少なくとも「合理的期待」を分析する数学的条件の中からは「バブルの存在」は排除されてしまう。*Blanchard and*

*Watson* (1982) の業績は、そうした前提条件のもとづいて、「人々が完全に合理的にそして完全情報のもとで行動する」という仮定のもとで、「合理的なバブル」が存在し得る理論的可能性を示したことにほかならない。

言い換えればその意味で、理論的アプローチにとどまっており、「合理的期待」にもとづく理論が、多くの現実の経済諸現象が示す複雑な相互作用を無視しているという批判は免れ得ない。実際、現実のバブル現象に直面して人びとが示す諸事例において、バブルに関わる行動のなかに「合理的期待」をみつけることはかなり難しいだろう。

*Topol* (1991) の行なった、バブルに関する理論的分析は、人びとの「集団的行動」および「模倣による伝染性」の効果(すなわち他の人びと、他の買手および他の売手の保有する情報および価格設定に依存する行動)をとらえることに注がれたものである。そして*Topol*による「伝染性バブル」と「合理的なバブル」との主要な相違は、合理性に関する仮定の相違であるということになる。もっとも、*Topol*のモデルの特徴は、(*Baddeley and MicCombie* (2001) によると)その「折衷的な性質」であり、モデルの結論それ自体が合理性に関する仮定に依存して変わってくる。もし「ストロング・フォームの合理性」(すなわちすべての行動主体が同じ情報を保有しかつすべての行動主体が当該経済に関する同じ“本当の”モデル(true model)を想定している状態)を仮定すれば、*Topol*のモデルは「合理的なバブル」と同じものになる。しかし*Topol*が注意深く観察しているように、「伝染性バブル」の要因が強く効いているとすれば、*Topol*のモデルは、むしろKeynesian-Minskianモデルすなわち「不合理なバブル」に近い性質をもつことになる。

*Baddeley and MicCombie* (2001) がKeynesモデルとして語っている「不合理なバブル」で主要な役割をつとめるのは不確実性であり不完全な情報である。そして「不合理なバブル」モデルで強調されるのは決して「投機的バブル」のポジティブな評価ではなく、いわゆる「金融危機」にほかならない。Keynesモデルにおいて示されているように、好況の局面と不況の局面とは密接に関連しているものであり、金融危機の種子はeuphoric(陶酔状態)バブルの時期に植えられることにな

る。不確実性の存在によって（それが高まる時期には）経済に対する信頼が揺らぎ、人びとは「慣習的な」行動を信頼するようになり、他者の判断に信頼を寄せるようになる。したがって、「集団的行動」および「群集心理」が資産価格の動向を決めるように働く。そしてその場合、人びとによる投資価値の推計は不安定な基礎にもとづいていると判断され、それ故に「慣習的な」行動とは不安定でありかつ変動しやすいという性質をもつことになる。

Minsky (1982) は、Keynes モデルの投資行動の側面の発展を試みたものだが、彼が焦点をあてたのはバブルを促進し「危機」に導くメカニズムの分析である。Minsky によると、投資主体にとっての資金調達には3つの類型に分けられる。すなわち、(1) hedge (ヘッジ)、(2) speculative (投機)、(3) Ponzi (ねずみ講) である。そして Minsky (1982) の主張によれば、多くの長期的な投資行動のなかに「ねずみ講」の要素が存在している。

Minsky (1982) によると、経済が平穏であり安定している時期に、保有している貨幣の価値は低下していき、貨幣保有は何らかの資産保有あるいは投資行動を有利化させ、したがって投機やねずみ講への資産選択のシフトを起こすようになる。そして金融システムは内生的にそうした性質の資金供給を行うようになるものと思われる。投機的バブルの発生である。当然のことだが、投機のおよびねずみ講的資金調達の割合が大きくなるにつれて経済全体が利率に敏感になっていく。資金需要が拡大するにつれて短期利率が上昇し、それにつれて長期利率もまた上昇していくだろう。短期利率が上昇していくにつれて、投機的資金調達がねずみ講的資金調達に変わっていく。そして長期利率の上昇は、将来の利益の現在価値を低下させるように働き、期待利益の低下は資産価格を低下させ金融行動に伴う成功確率を低下させる。そうしたプロセスをつうじて、ねずみ講の売却、資産価格の下落がはじまることになる、というわけである。

したがって、Minsky の分析は、投機的バブルはもっぱら不合理なものであり、突然の金融危機を結果するものであって、その意味で金融的なショックとは資本主義体制にとっては逃れられない

結果だということになる。

以上みたとおり、バブルをめぐる議論は「合理的なバブル」から「不合理なバブル」まで、そして資本主義体制にとって逃れることの出来ないショック（あるいはトラウマ）なのだという主張まで幅広く存在している。

しかし、Baddeley and MicCombie (2001) が述べているとおり、「バブル発生のプロセス全体がブラック・ボックスの中で起こっている」(227頁)と理解するほかないため、正確に分析することは極めて困難であるといわざるを得ない。バブルに関する理論的解明とは現在のところそうした段階なのである。

したがって、Baddeley and MicCombie (2001) のように、バブルの「歴史的経験」を検討し教訓を得ようと試みることとなる。「歴史的経験」として検討の対象となったのは、「チューリップ事件」(Tulipmania) および「南海泡沫事件」(The South Sea Bubble) のふたつである。しかし一方で、たとえばそうした検討を行った Garber (1989), (1990) の見解を振り返って述べているように、それらの事例が Blanchard and Watson (1982) の意味での「合理的なバブル」であると考えるのは困難であるといわざるを得ない。だが他方で、(Baddeley and MicCombie (2001) でふれられているとおり) 仮にケインジアンであったとしても、主要なバブル発生メカニズムにおいて、投資家が次の期に得られる期待利益が、バブルが崩壊する確率よりも十分に大きいものと考えられるからこそ、当該期間に取引を行うのだという想定を否定できない。そして当然、そうした想定は「合理的期待」モデルと同じ性質だから、「合理的期待」モデルが生きてくることになる。

それでは、ケインズ流の「不合理なバブル」と、「合理的期待」モデルにもとづく「合理的なモデル」とはどこが違うのだろうか。

通常述べられているとおり、ケインジアンと合理的期待アプローチの相違は、利用可能な情報が完全かそうではないのか、そうした情報に対する信頼の程度はどうか、期待が形成される経路はどのように異なるのか等である。とはいえ、結局のところ、合理的期待アプローチの見方に立っていても、バブルが崩壊するのは投資家自身の期待の変化から生じる（よく定義し得ない）理由から起

こるものと考えるほかはないし、またケインジアンの見方に立ったとしても、与えられた不確実性のもとで、投資家がとり得る最良のプロセスは、市場が最もよく情報を反映しており(したがって)市場のトレンドに従うものだということになる。

要するに、ごく端的に言ってしまえば、市場においてバブルが起こればそれに従うほかはないし、市場においてバブルが弾ければそれに対処するほかはない、ということになる<sup>2</sup>。

これまでのところ、したがって、バブルをめぐる十分納得的な理論的枠組みは必ずしも存在していないと考えるのが妥当であろう。われわれもまた、以下各節において「経験」を積み重ねていくこととする。

## 2. 日本の事例

### 2-1. バブルの発生

1980年代後半から1990年代初頭にかけて発生した日本のバブルとよばれる現象は、今日の時点で振りかえってみると、確かにファンダメンタルな水準と乖離した特徴をもつものだったといえる。

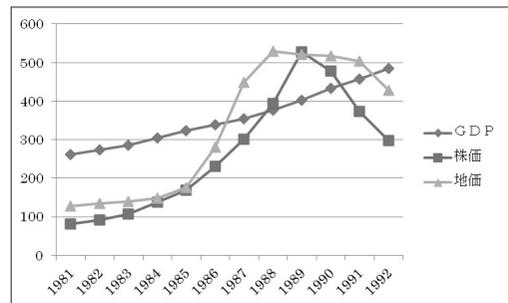
いったいどのような現象だったのだろうか。

日本のバブルの説明の発端は「プラザ合意」であるという理解はおおむね標準的なものと思われる。プラザ合意をつうじて、為替レートは(均衡値がいったいどの水準だったのかは問わないこととして)大幅な円高に調整されることになり、輸出が抑制される効果をもつことになった。そしてまた、日米両国間の膨大な貿易収支の不均衡(日本の黒字・米国の赤字)を背景として貯蓄率の日米間格差に注目が集まったことを受け、日本の貯蓄行動を抑制する政策(マル優の廃止等)がとられることになった。さらに、主として、プラザ合意による為替レートの調整が日本経済に与える影響に対処するため、日本政府および日本銀行はさ

まざまな政策をとる(あるいはとらない)という事態が存在することとなった。

先の節でBaddeley and MicCombie (2001)にしたがって定義を述べたように、そしてたとえば野口(1992)によるバブルの定義で述べられているように、バブルとは、「資産価格のうち経済の実態から離れて上昇した部分」ということになる。この点での理解はほぼ共有されている。この資産価格と経済の実態(ファンダメンタルズ)との乖離を、野口(1992)を参考にして描いてみると、図1のようになる。すなわち、1987年から1988年にかけて各年度の名目GDPを株式および土地資産額が上回りはじめたのである。

図1. 日本のGDP、株価および地価



出所：野口(1992)より筆者作成。

あるいはまた、1987年をみると、GDPの対前年増加額は14兆3千億円であり、M2の対前年増加額は33兆3千億円にのぼる。すなわち、M2の増加額はGDPの増加額のおよそ2.33倍にあたっている。(それは明らかに「過剰流動性」とよばれる状態であろう)(図2参照)。なお、M2の対前年増加額の対GDP増加額に対する比率は、1988年、89年、90年、91年にそれぞれ1.64倍、1.50倍、1.68倍そして0.62倍であり、傾向として低下している。

1987年から1988年にかけての「過剰流動性」の世界は、限界資本係数<sup>3</sup>からもみることができる。すなわち、国内総固定資本形成の対前年増加

<sup>2</sup> そういう言い方をすれば、市場が存在しなければバブルは起こらず、したがってバブルが弾けることもない。難しいのは、本稿で対象とする中国のような(本稿の用語にしたがっていえば)「疑似バブル」状態をどう分析するかということであろう。

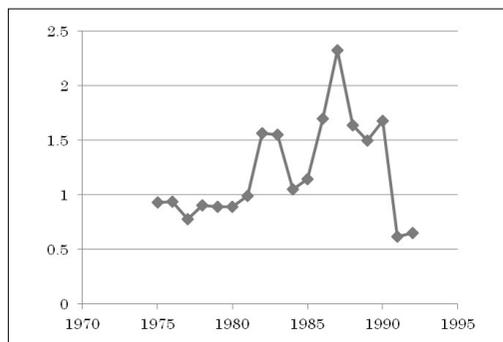
<sup>3</sup> 本稿では、限界資本係数として、下記のとおり(名目)国内総固定資本形成の対前年増加額を(名目)GDPの対前年増加額で割った値を用いる。なお、中国については(名目)全社会固定資産投資額を用いる。ただし、中国について検討する場合には、(名目)GDPに占める(名目)総資本形成の比率を実質GDP成長率で割った値が用いられることが多い(それはデフレターの影響に対処するためである。たとえば、三浦有史(2013)参照)。

額をGDPの対前年増加額で割った値であり、資本の効率性を示す数値であって、図3に示されている。当該時期の限界資本係数の値もまた、1987年に0.535で最も大きく（その意味で非効率であり）、その後1988年、89年、90年、91年にそれぞれ0.483、0.439、0.472そして0.267であって、小さくなって（資本がより効率的になって）いく傾向が認められる。

なお、後述の中国との関連を視野に入れて、日本の外貨準備高に関するデータをみておくことにしよう。図7である。1987年に大きく増大していることがわかる。

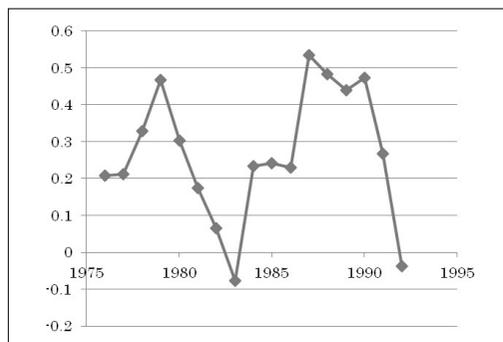
先に述べた、名目GDP増加額をほぼ2.33倍上回るM2の増加額の多くは、株式および土地（不動産）に向かったものと考えられる。図4は東証株価時価総額の推移、図5は6大都市（東京、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸）の商業地価格指数の推移、図6は新設住宅着工戸数の推移を示している。そして、図8は日本のM2平均残高の推移である。

図2. 日本のM2増加額の対GDP増加額比率



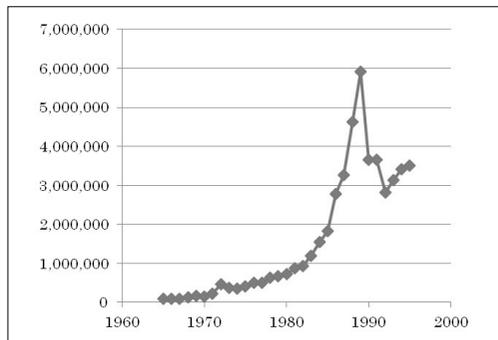
出所：内閣府資料より筆者作成。

図3. 日本の限界資本係数の推移



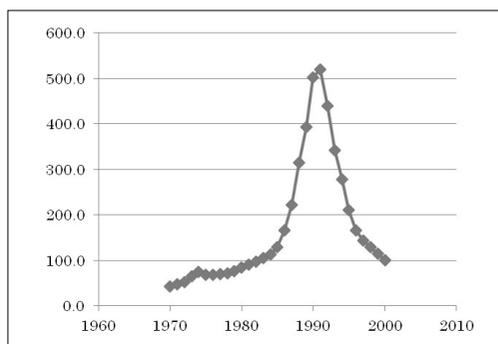
出所：内閣府資料より筆者作成。

図4. 東証株価時価総額の推移（日本）



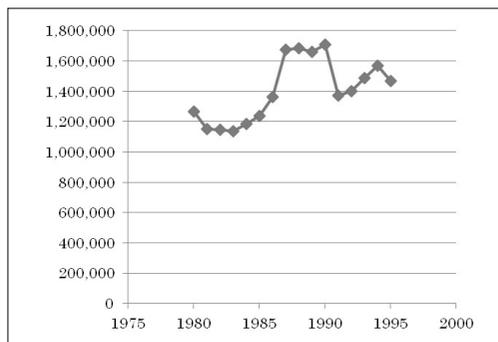
出所：内閣府資料より筆者作成。

図5. 6大都市商業地価格指数の推移（日本）



出所：内閣府資料より筆者作成。

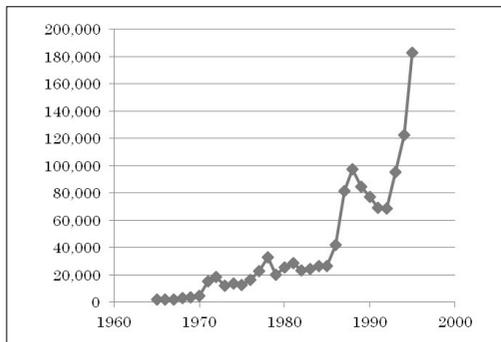
図6. 新設住宅着工戸数（日本）



出所：内閣府資料より筆者作成。

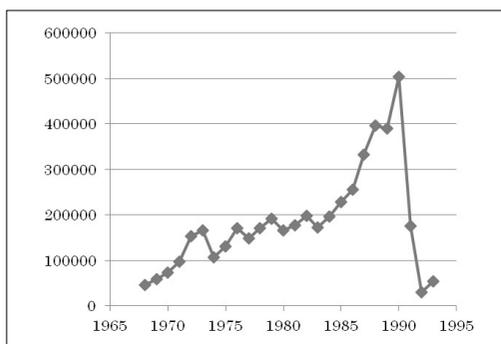
いうまでもなく、バブルとよばれる現象は、土地という資産に限って起こるわけではない。「過剰流動性」が存在し、人びとが、投機行動が一定期間継続するものと想定し、かつ投機対象となる財の価格上昇期待が（しばしば「神話」とよばれるような）存在する等の条件が満たされれば、当該財はバブルの対象となる。歴史上きわめてよく知られている、1637年のオランダで発生したバ

図7. 日本の外貨準備高の推移



出所：内閣府資料より筆者作成。

図8. 日本のM2平均残高の推移



出所：内閣府資料より筆者作成。

ブルの対象となった財はチューリップの球根であり、1711年に発生し、1720年に英国の当時の閣僚の服毒自殺が起こった「南海泡沫事件」の対象となった資産は株式だった。

さて、図4および図5でみたとおり、1990年代初頭に株式の価格も土地の価格も下落している。株価の場合には、おおむね1989年末から1990年初頭に低下しはじめており、地価の場合には1991年から1992年に下がりはじめている。歴史的経緯として振り返ってみれば、バブルが崩壊しつつある現象と思われる。

先にふれたとおり、バブルの発生とプラザ合意とはほぼ時期が一致していると考えられる。そしてプラザ合意による為替レートの調整によって、円は(発表の翌日)1985年9月23日の1日(24時間)で1ドル235円から215円までおよそ20円の(比率にしてはほぼ8%から9%)増価となった。この急激な円高とマル優の廃止、累進税率の緩和等により、デフレ対策としての金融政策・財政政策のもとで過剰流動性が生まれ、株式市場、

不動産市場等資産市場に、そうした過剰流動性が流入することとなったと理解するのが一般的である。

そして地価高騰の抑制を目的とする政策がとられることになったのは、1990年3月のいわゆる「総量規制」である。「総量規制」とは(当時の)大蔵省銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」のうち、「不動産向け融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑える」というものである。そして「総量規制」による土地関連融資の抑制措置がとられてから1年以上を経た後に、地価は下がり始める。(戦後日本の「土地神話」の崩壊であり、かつ土地を担保として不動産向け貸出を行なった金融機関による担保価値の急激な下落、すなわち不良債権化がはじまることとなる)。

しかし、バブルの実態がはやくから然るべく認識されていたわけではない。そもそも、先に述べたとおり、バブルの発生もバブルの崩壊も必ずしも十分な理論的分析の蓄積が存在しているわけではない。われわれが分析をつうじて解明できる射程距離もまた現状ではかなり短いのである。実際、たとえば小宮(2006)は、「日本の「バブル経済」当時、経済界・証券界の人々、政策担当者、経済学者のほとんどは(私も)、それが弾ける間際までそれがバブルであることを認識していなかった」と述べている。あるいはまた、野口(1992)は次のような「内容分析」を行っている。『日本経済新聞』紙上に「バブル」という言葉が使われた記事の件数をみたのである(表1)。それによれば、1989年に至るまで「バブル」という言葉が使われた記事はほとんど存在していなかったことがわかる。そして「バブル」という言葉が頻繁に使われはじめるのは、1991年に入ってからである。当時の経済企画庁の発表のように、いわゆる平成景気を「バブル景気」と考えるとすれば、その終了(バブルの崩壊)は1991年4月だから、「バブル」という言葉が使われはじめるのは、ほぼバブルが弾ける前後であり、小宮(2006)が述べている状況と一致している。

## 2-2. 違った母集団をめぐる検定

### 2-2-1. グラブス・スミルノフ検定

ところで、本稿では、もう少し違った角度から

表1. 日本経済新聞における「バブル」という言葉を使った記事の件数

年	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
件数	8	3	1	4	11	194	2,546	3,475

出所：野口（1992）、27頁。

分析を試みることにする。

それは「違った母集団をめぐる検定」を用いる分析である。価格であれ数量であれ、時系列で観察してみると、（とりわけバブルの時期には）過去の時系列からみて明らかに異なった動きを示す時点が存在することがある。たとえばグラフス・スミルノフ検定をつうじて、そうした「異常値」を有意に示す時点を把握してみると、そうした「異常な」傾向がいったい「どの時点」ではじまっていたと考えられるのか（「起点」）を示すことができる。

本来は、本稿のようなバブルをめぐる分析の対象とは、大量の貨幣が供給され、それに伴う生産活動が貨幣供給量に見合った効率性を以て行われ得ない状況に違いない。言い換えると、経済のメカニズムが働く構造に多少とも変化が発生している状況である。その意味での「経済構造の変化」を、ここでは「母集団の性質の変化」ととらえ、そうした変化の発生を捕捉してみるのである。

統計学的には、正規母集団からの大きさNのサンプルのなかで、特定のサンプルだけが「とび離れた」値を示しているか否かは、仮説および対立仮説すなわち、（たとえば）仮説 $H_0$ は「当該サンプルはとび離れたデータではない」であり、そして（たとえば）対立仮説 $H_1$ は「当該サンプルはとび離れたデータである」という仮説の検定を行うことによって確かめられる。なお、分析対象の性質上、統計・データの多くは時系列であり、したがって、以下本稿では、統計学的に適切とはいえない事態を避けるため、時系列の統計・データについては、各年あるいは各期の「階差」をとってサンプルと考えるものとする。

「とび離れている」あるいは「異常な」サンプルは同じ母集団からのサンプルではないもの、あるいは違った母集団からのサンプルと考えられる（先に述べた表現を用いれば、「違った経済構造のもとで起こっている」現象と考えられる）から、本稿では「違った母集団をめぐる検定」とよぶこととし、「違った母集団」からのサンプルと考えられるデータを「異常値」とよぶこととする<sup>4</sup>。

## 2-2-2. 異常値の検定からみた日本のバブル

日本のバブルの時期を対象として、グラフス・スミルノフ検定を行ってみると、比較的早い時期からはじまりまた比較的長い期間<sup>5</sup>にわたって異常値を示す変数がふたつ存在していることがわかる。（1）ひとつは株価であり、「東証株価時価総額」は1984年、1986年、1988年に異常値を示している。（2）もうひとつは地価であって、「6大都市の商業地価格指数」は1986年、1987年、1988年および1990年に異常値が発生している（表2および表3）。いずれも、先に「M2の増加額はGDPの増加額のおよそ2.33倍にあたっている」と述べた1987年以前に異常値が発生している。

言い換えれば、「構造の変化」が起こっていると認められる時期は、株式市場に関していえば、（東証株価の時価総額で判断すると）1984年の異常値の時点であると考えられる。また、土地市場についていえば、（6大都市の商業地価格指数で判断すると）1986年の異常値の時点であると思われる。

したがって、株価を判断材料として観察してみ

<sup>4</sup> 次節以降で、（本稿における用語で）異常値の検定を、時系列およびクロスセクションのデータにもとづいて行うが、時系列の場合には、当該時点（年）を最終時点（年）とするデータにもとづいて行うこととする。それは、（本稿を含むわれわれの分析の）本来の目的のひとつが（早期警戒のための）「指標化」だからであり、分析対象とする現象の「起点」も「終点」も含んでしまっている意味が薄れるからである。なお、したがって、やむを得ずサンプル数が非常に小さいケースが存在することになった。（上記注1で述べたとおり）今後、統計・データの拡充をつうじて改善を試みることにしたい。

<sup>5</sup> 以下、「比較的長い期間」とは、（年単位でみて）3以上の年におよぶ場合（ただし、連続していなくてもよい）であるものとする。

ると、「バブルの兆候の起点」は1984年にはじまっていると考えることができる。プラザ合意は1985年だから、それより1年はやい。いずれにしても、わずか1であったとしても、「バブルを疑う」データを指摘できるとすれば、それは1984年の株式市場だったといえるだろう<sup>6</sup>。

住宅関連についていえば、図6で示しているように、新設住宅着工戸数もまた1980年代後半に急激にふえており、1987年には異常値が計測されている<sup>7</sup>。

外貨準備高についてふれておくと、図7のとおり、1980年代後半に急激な増大がみられ、1987年に異常値が認められるが、異常値は当該1年にかぎられている（後述の中国における比較的長い期間にわたる異常値の状況とは異なっている。ただし、以下に述べる乖離比率の数値は、中国の場合と比較して、かなり大きいといえる）。また、M2平均残高も1987年と1990年に異常値が認められる。

表2. 東証株価時価総額の異常値時期（日本）

年	検定統計量	有意水準
1984	2.648	10%
1986	3.913	1%
1988	3.628	1%

出所：内閣府資料より筆者作成。

表3. 6大都市の商業地価指数の異常値時期（日本）

年	検定統計量	有意水準
1986	3.372	1%
1987	3.270	1%
1988	3.410	1%
1990	2.690	5%

出所：内閣府資料より筆者作成。

当該時期の日本で、株価および地価・不動産関連価格という資産市場関係の変数ならびに外貨準備高およびM2平均残高という貨幣関係の変数以外に、グラブス・スミルノフ検定によって異常値

が計測される変数の存在はみつかっていない。たとえば、名目GDP、為替レート、マーシャルのK、財政赤字の対GDP比率、鉱工業生産指数数である。したがって、言い換えると、異常値すなわち「構造の変化」が認められる変数は、株式、土地・不動産関連、外貨準備高、M2平均残高に関わるものだけということである。

グラブス・スミルノフ検定によって異常値を示す時期が明らかになったことをふまえて、（サンプル数および10%有意水準にもとづいて正常値－正確には異常値に入らない範囲での境界に近い値<sup>8</sup>を推計し）異常値が正常値をどの程度上回っているのかをみてみることにしよう。異常性を示している時期の実績値と正常値の差を実績値で除した値（本稿では、そうした値を乖離比率-%表示-とよぶ）をみるのである。いうまでもなく、乖離比率が大きければ「異常性」が大きいことを示している。表4から表8である。1986年～1988年に異常な値が集まっており、また乖離比率も大きいことがわかる。その意味で表現すれば、1986年～1988年時点に「経済構造の変化」が起こっていたものと考えられる。

表4. 東証株価時価総額の乖離比率（日本）

年	乖離比率（%）
1984	2.801
1986	19.260
1988	12.944

出所：内閣府資料より筆者作成。

表5. 6大都市の商業地価指数の乖離比率（日本）

年	乖離比率（%）
1986	10.957
1987	10.396
1988	13.270
1990	2.764

出所：内閣府資料より筆者作成。

<sup>6</sup> したがって、日本における1984年の東証株価を異常に導く何らかの原因が存在したはずである（本稿で、そうした課題を検討する紙幅の余裕はないから、別の機会に検討してみることとする）。

<sup>7</sup> 念のためにふれておくと、貸家新設住宅着工戸数もまた同様に1987年に異常値を示している。

<sup>8</sup> 以下、本稿では、そうした境界に近い値をさして「正常値」とよぶこととする。

表 6. 日本の新設住宅着工戸数の乖離比率

年	乖離比率 (%)
1987	4.461

出所：内閣府資料より筆者作成。

表 7. 日本の外貨準備高の乖離比率

年	乖離比率 (%)
1987	25.270

出所：内閣府資料より筆者作成。

表 8. 日本のM2平均残高の乖離比率

年	乖離比率 (%)
1987	0.623
1990	1.128

出所：内閣府資料より筆者作成。

以下本稿は、日本と中国との比較という意味を含んでいるため、本節で日本の金融機関の不良債権額および不良債権比率についてふれておこう。まず1994年3月末時点における都市銀行11行の不良債権は15兆7,657億円であり、同じく1994年3月末の住専（住宅金融専門会社—以下では住専として述べる—）7社の不良債権は6兆2,918億円にのぼっている。表9は、当時の都市銀行11行の不良債権額および不良債権比率であり、表10は当時の住専7社の不良債権額および不良債権比率を示している。

1993年度の名目GDPは、488兆7,548億円だから、都市銀行の不良債権額はGDPのおおむね3.23%にあたり、住専の不良債権額はGDPのおよそ1.29%に該当している<sup>9</sup>。

表9および表10のとおり、1994年3月末時点での不良債権比率は、都市銀行全体で5.8%であり、最も高い北海道拓殖銀行は12.9%、最も低い三菱銀行で3.6%だった。また、住専全体では56.5%であって、最も高い住宅ローンサービスが67.9%、最も低い地銀生保住宅ローンが43.1%だった。

非常に高い不良債権比率が示しているように、

表 9. 都市銀行11行の不良債権比率（日本）

都銀名	不良債権額（億円）	不良債権比率 (%)
住友	23,502	6.9
富士	21,777	6.9
さくら	19,889	5.5
第一勧銀	17,500	5.2
三和	16,391	4.9
東海	11,439	5.8
三菱	11,080	3.6
大和	10,761	9.3
北海道拓殖	9,602	12.9
あさひ	8,543	4.2
東京	7,173	6.4
合計	157,657	5.8

出所：『日本経済新聞』（1994年5月21日）より筆者作成。

表 10. 住専7社の不良債権比率（日本）

住専名	不良債権額（億円）	不良債権比率 (%)
日本住宅金融	12,804	62.8
日本ハウジングローン	11,609	50.2
住総	10,500	61.5
住宅ローンサービス	9,994	67.9
総合住金	7,138	60.0
第一住宅金融	6,862	45.9
地銀生保住宅ローン	4,011	43.1
合計	62,918	56.5

出所：『日本経済新聞』（1994年8月6日）より筆者作成。

実際、住専の「不良債権処理」は容易ではなく、結局2012年6月の整理回収機構の株主総会を以て全ての処理を終えることとなった<sup>10</sup>。報道によれば、住専7社の清算に伴う損失約6兆5,000億円（一次損失）の穴埋めのため、6,850億円の公的資金が注入されている。また、その後の地価下落による担保価値の低下によって追加のいわゆる二次損失が膨らみ、二次損失は1兆4,017億円と確定している<sup>11,12</sup>（『日本経済新聞』2012年5月31日）。

<sup>9</sup> したがって、日本のバブルの形成や崩壊に際して、住専の役割に過度に注目するのは必ずしも適切とはいえない。本稿の以下の節でふれる中国の「影の銀行」の規模を念頭におけばとりわけそうである。

<sup>10</sup> なぜ不良債権の処理が遅れたのかという問題については、たとえば村松岐夫（2004）、（2005）等参照。

<sup>11</sup> 二次損失の穴埋めには公的資金は注入されていない。

<sup>12</sup> なお、住専をめぐる事態を観察すれば、民主主義社会における「公的資金の注入」という政策の難しさが理解できるだろう。

ももとは、1970年代に都市銀行が十分に取  
り扱ってこなかった個人向けローンに特化し住宅  
資金需要に対応する目的で、金融機関の共同出資  
をつうじて、設立された企業が住専である。先に  
述べたとおり、1990年3月の「総量規制」が  
「バブルの崩壊」に大きく関わることになったの  
だが、当該「総量規制」は住専を対象としていな  
かった。対象外であった農協系金融機関（農林中  
央金庫、信用農業組合連合会、全国共済農業協同  
組合連合会）から対象外であった住専に資金が流  
れ、そうした資金が不動産投資に向かったのであ  
る。いわば「迂回融資」であり、住専がそうした  
役割を負うこととなったというのが実態である。

それでは、いったいなぜ住専の不良債権が生ま  
れ、大きくなったのだろうか。

1996年2月6日付『日本経済新聞』は、その  
原因について、政府による国会提出報告書を引用  
しつつ、(1) バブル崩壊によって基準地価が大幅  
に下落したこと（1992年～1995年に3大都市圏  
商業地域の基準地価が約44%下落したこと）、た  
だしそうはいつでも、(2) 住専7社の不良債権比  
率は1992年の時点ですでに高く、それは結局住  
専の「ずさんな管理」によるものであったと述べて  
いる。実際、日本住宅金融では1991年時点で  
「ほとんど無審査の状態」だったこと（管理がず  
さんだったこと）が指摘されている。上記の『日  
本経済新聞』（1996年2月6日）の記事は、余り  
にも一般的である傾向は認められるものの、実態  
の理解としては適切であろう。

要するに、「過剰流動性」を土台として、「土地  
神話」のもとに「ずさんな管理」が行われた結果、  
（経済のプロセスとして）不良債権化していった  
ものと考えられる。

### 3. 中国の事例

#### 3-1. 分税制の導入<sup>13</sup>

中国のバブルは、その発生源である貨幣供給の  
増大が、第1は膨大な外貨準備高の増大をつうじ  
て、第2は地方政府による収入確保政策をつうじ  
て行われたとみることができる。当然のことだが、

そうした事態を生み出すこととなった背景には、  
地方政府における官僚（および政治家）の評価の  
基準が「当該地方経済の拡大」（経済成長重視の  
「政績評価」）におかれているという事実が存在し  
ている。

上記の第2点目は、1994年のいわゆる分税制  
の導入がその発端である。分税制とは、中央政府  
の財源不足に対処すべく、財政収入の中央対地方  
の比率を中央に厚くするように試みられた政策で  
あり、その効果は表11によって明瞭である。

分税制導入前の1993年に78.0%だった財政収  
入の地方政府比率が、導入後の1994年には  
44.3%に減少している。

それでは、収入減少分は政府サービス供給の減  
少につながったかといえば、そういうわけにはい  
かない。すなわち、地方政府は収入減にもかかわらず、  
政府サービス供給は変わらず実行していかな  
ければならないという事態に直面することとな  
ったのである。

表11. 税収の中央対地方の比率

年	中央 (%)	地方 (%)
1980	24.5	75.5
1985	38.4	61.6
1990	33.8	66.2
1991	29.8	70.2
1992	28.1	71.9
1993	22.0	78.0
1994	55.7	44.3
1995	52.2	47.8
1996	49.4	50.6
1997	48.9	51.1
1998	49.5	50.5
1999	51.1	48.9
2000	52.2	47.8
2005	52.3	47.7
2010	51.1	48.9
2011	49.4	50.6

出所：『中国統計年鑑』（2012年版）。

したがって、地方政府は新たな収入確保の手段  
をみいだす必要に迫られることとなった。それが  
農民から土地使用権を安価に買い取り、不動産開

<sup>13</sup> 本節における分税制について、詳しくは陳雲・森田憲（2009）および（2010）参照。

発業者に売却して売買差益を獲得するという土地譲渡収入という手段だったのである<sup>14</sup>。「土地使用権」が「貨幣供給」に転化することとなった。今日の「影の銀行」という融資の仕組みを生み出す背景でもある。こうした、いつの間にか「土地」が「貨幣」に変わってしまうという事態が発生する経済をさして資本主義経済であるとは考えにくい、現に中国では起こっており、それがバブルの発生につながるというメカニズムが働いているのである。

### 3-2. バブルの発生

#### 3-2-1. 中国全土の統計

しばしば指摘されるように、「中国はバブルである」という認識は適切だろうか。

さまざまな指標と、たとえば日本のバブルの経緯から判断すると、「バブルとはいえない」と主張するのはきわめて困難であろう。

ここまで繰り返し述べてきたとおり、バブルとは、「資産価格がファンダメンタルな水準と乖離している現象」だから、資産価格を押し上げる貨幣供給量の増大（いわゆる「過剰流動性」）が存在し、「乖離」を促進させる「非効率性」があればバブルが成立する環境は整う。

日本の経緯にそくして先に述べた表現を繰り返せば、(1987年をみると)「GDPの対前年増加額は14兆3千億円であり、M2の対前年増加額は33兆3千億円にのぼる。すなわち、M2の増加額はGDPの増加額のおよそ2.33倍にあたっている。(それは明らかに「過剰流動性」とよばれる状態であろう)」ということになる。当然のことだが、「過剰流動性」とよぶ事態がなければバブルが発生することはない。

そして先の節でみたように、日本の場合、「過剰流動性」は、株式市場と土地・不動産市場に流入したのである。そのことは異常値をめぐる検証で明瞭である。

中国におけるGDPの対前年増加額とM2の対前

年増加額をみてもみると、2009年に示されているように、GDPの対前年増加額は2兆7千億元であり、M2の対前年増加額は13兆1千億元である。したがって、M2の増加額はGDPの増加額のおよそ4.85倍に等しい。日本の同倍率2.33倍をもって「過剰流動性」とよぶのであれば、中国の4.85倍が「過剰流動性」でないはずはない。なお、先にみたとおり、日本の場合の同倍率が、1988年以降低下しているように、中国でも2009年の4.85倍以降、2010年および2011年にはそれぞれ2.13倍および1.74倍に低下している(図9)<sup>15</sup>。

日本の場合と同様に、2009年に観察される中国の「過剰流動性」の世界は、中国の限界資本係数からも読み取ることができる。すなわち、全社会固定資産投資の対前年増加額をGDPの対前年増加額で割った値であり、図10である。なお、限界資本係数でも、先の日本の場合と同様に、2009年の1.901以降、係数は小さくなっている。2010年および2011年はそれぞれ0.481および0.827である。

言い換えると、図9および図10の、M2増加額の対GDP増加額比率および限界資本係数の推移をみると、日本の場合の図2および図3と同様に(日本の場合は1987年の値が最も大きかった)、2009年の数値が最も大きく、その後低下している。そして、先に述べたとおり、日本の場合は、図4および図5に示されているように、株価のピークは1989年であり、地価のピークは1991年だったから、M2増加額の対GDP増加額比率および限界資本係数の最大値の年である1987年からそれぞれのピークまで数年(株価の場合は2年、地価の場合は4年)を経ていることになる<sup>16</sup>。

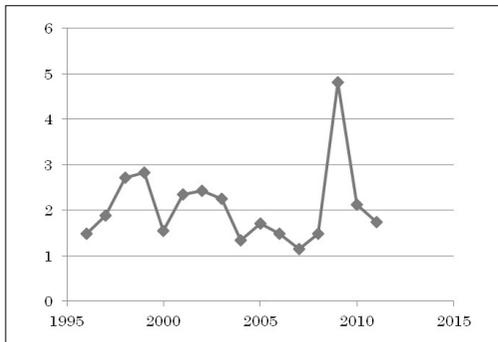
先に日本の事例で述べたとおり、グラフス・スミルノフ検定を行った結果、比較的長い期間にわたって異常値を示す変数がふたつ存在していることがわかった。日本の場合それは(1)株価であり(2)地価だった。そして先にみたとおり、株価および地価のピークはそれぞれ1989年および1991年であり、異常値を記録している年もまた

<sup>14</sup> 近年しばしば、海外でも、報道されるように、土地使用権の売買をめぐる当事者(売り手)である農民の関与しないところで取引される事態であったり、余りにも安価に売買される事態であったり等々の事例が発生し、場合によっては暴動に発展するようなケースもみられる。そうした事態の原因は、分税制の導入に端を発する地方政府の収入難であるといつてよい。

<sup>15</sup> いうまでもなく、いわゆるリーマン・ショックは2008年9月に発生している。

<sup>16</sup> 念のため、繰り返しておく、いわゆる「総量規制」は1990年(3月)である。

図9. 中国のM2増加額の対GDP増加額比率

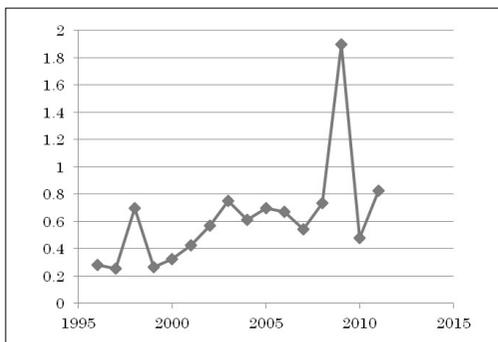


出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

株価が1988年までであり、地価が1990年までである。

中国の場合にも、同様に、比較的長い期間にわたって異常値を示す変数が同じくふたつ認められる<sup>17</sup>。(1)ひとつは外貨準備高であって、2002年から2004年まで、および2007年の期間にわたって異常値を示している（表12および図11）。(2)もうひとつは商品先物市場全体（上海、大連および鄭州における3取引所全体）の出来高であり、2003年の1年、さらに2007年から2010年までの4年の期間、異常値が続いている。とりわけ商品先物市場の出来高の場合は、正常値の範囲を大きく

図10. 中国の限界資本係数の推移



出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

く上回る数値をとっていることが明らかである（表13および図12）<sup>18</sup>。

なお、図11（外貨準備高）および図12（商品先物市場出来高）と先にみた日本の図4（株価）および図5（地価）とを比較してみれば明らかのように、（少なくとも2010年時点までを考えるとすれば）図11および図12では、グラフが上限値を記録して下降局面に入っているという状況とは認められない。

ただし、価格水準に焦点をあててみると、状況は必ずしも同じではない。たとえば図13～図15のとおり、上海および鄭州の先物取引所における先物価格<sup>19</sup>は明瞭に変動しており、明らかな趨勢が存在するわけではない。それはまた、図16および図17にみるとおり、上海および深圳証券取引所における株価の推移でも同様である。

中国において、外貨準備高、商品先物市場出来高以外にも、分析期間中に異常値が発生している変数として、下記のような諸変数が指摘できる（前節の日本の場合－株式市場、土地・不動産市場、外貨準備高およびM2平均残高－に比べるとかなり多いことが明らかである）。

日本の事例における比較的長い期間における異常値が株価および地価という価格水準でみられたのに対し、中国の場合には（統計上の制約でデータの不備ということもあるが）外貨準備高および出来高でみられたのであり、価格水準でみられたという状況ではない。

価格水準に注目して見ることにすれば、先物取引所の場合は、たとえば、上海の銅およびアルミニウムの6カ月先物価格、それに鄭州の綿花の4カ月先物価格（いずれも清算価格）、証券取引所の場合には上海および深圳における価格指数、不動産市場の場合には、住宅用建築、高級アパート、事務所用建築のそれぞれ販売価格の水準であって、それら諸変数にはたしかに異常値が存在し

<sup>17</sup> 本稿冒頭（注1）で述べたとおり、本稿で調査し得たかぎりでの統計・データにもとづくものであることに注意されたい。なお、以下の外貨準備高および商品先物市場出来高については、同じ統計によって2011年以降の状況は（統計が不明であって）正常値なのか否かは不明である。

<sup>18</sup> 商品先物市場における投機行動については、たとえば、森田憲（1979）参照。また、日本と中国との商品先物市場については、たとえば、森田憲・陳雲（2009a）参照。

<sup>19</sup> 本稿において行った商品先物市場に関する調査は、上海については、銅、アルミニウムの6カ月先物価格、大連については大豆、大豆ミールの5カ月先物価格、鄭州については小麦、綿花の4カ月先物価格である。なお、先物価格は本文で述べられているとおり、清算価格（セトルメント価格）であり、それぞれの商品の当該年の12月時点での価格である。

ている。しかし（本稿で注5において定義した意味での）比較的長期にわたるものではない。それらの変数の異常値の状況は次のとおりである。

商品先物市場については、上海先物取引所における銅およびアルミニウムの先物に関して（先に述べたとおりいずれも清算価格）、銅の6カ月先物価格は2003年に異常値が発生しており、アルミニウムの6カ月先物価格もまた2003年に異常値を計測している。そして、鄭州先物取引所における綿花の4カ月先物価格は2010年に異常値を計測している。商品先物市場の価格についてみると、したがって、（上海の場合のように）2003年というはやい時期に異常値を示していることがわかる（図13、図14および図15）。

株式市場については、上海証券取引所における株価指数が2007年に異常値を記録しており、深圳証券取引所の株価指数もまた2007年に異常値を示している。すなわち、株式市場はおおむね2007年に異常値が存在していることが明らかである（図16および図17）。

不動産市場はどうだろうか。住宅用建築が2004年および2009年に、高級アパートが同じく2004年および2009年に、そして事務所用建築が2004年に異常値を記録している。不動産市場でもまた、2004年という比較的はやい時期に異常値を計測していることが明瞭である（図18、図19および図20）。

価格水準に関しては、したがって、異常値でみるかぎり、商品先物市場で最も早く（2003年）急激な上昇が起り、次いで（2004年）不動産市場で発生し、最後に（2007年）株式市場において急激な上昇が発生していることがわかる。

ここまで述べてきたように、日本のバブルの経緯と中国のバブルの現状における比較的似かよった傾向は次のとおりである。すなわち、(1) M2増加額の対GDP増加額比率で示される「過剰流動性」の存在および(2) 限界資本係数の増大に示される「資本の非効率性」の発生がともに認められるということである。日本ではそれらの数値は1987年に最大値を記録しており、中国ではそうした数値は2009年に最大値を示している。そして、日本では比較的長期にわたって異常値と判定される変数は(1) 株価と(2) 地価であり、株

価のピークは1989年、地価のピークは1991年である。（なお、日本の「総量規制」は1990年に行われており、バブルの崩壊は—通常は—1991年であるといわれる）。中国において比較的長期にわたって異常値と判定される変数は同じくふたつであって、(1) 外貨準備高および(2) 商品先物市場出来高である。しかし、それらの変数の場合、2011年時点においてピーク時点は確認できていない。

上記のとおり、外貨準備高、商品先物市場出来高、先物市場価格（上海の銅、アルミニウムそれに鄭州の綿花）、株価、不動産価格にもとづいてみるかぎり、バブルは発生しているものと認められるが、2011年時点において中国のバブルが崩壊しているという状況は認識されていない。

その他の変数についてはどうだろうか。GDPについては、2007年と2011年に異常値を記録し、M2に関しては、2009年に異常値を記録している。また、マーシャルのKについては、2009年に異常値が計測されている<sup>20</sup>。いずれにしても、2011年の状況を観察して、中国のバブルが崩壊するという主張を行うのは難しいだろう。

なお、（中国全土を視野に入れた）不良債権比率は次のとおりである。

表24は、和讯銀行（銀行業情報サイト）資料（中国銀行業監督管理委員会資料から同サイトが作成したもの）をもとにした中国の商業銀行の不良債権比率である。同表から明らかなように、2010年第4四半期から2012年第2四半期までの不良債権比率はおおむね1%であるといってよい（農村商業銀行がやや高く、外資系銀行がやや低いが、おおむね1%であり、高くはない）。1%ほどの不良債権比率によってバブルが弾けると想定するのは現実的ではないだろう<sup>21</sup>。

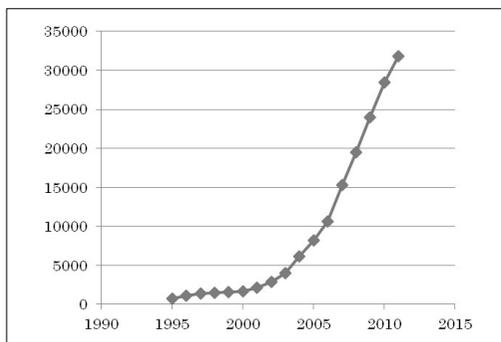
表12. 中国の外貨準備高の異常値時期

年	検定統計量	有意水準
2002	2.203	5%
2003	2.417	1%
2004	2.663	1%
2007	2.801	1%

出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

<sup>20</sup> 先に述べたとおり、異常値を示している変数が日本に比べて多いものと思われる。

図11. 中国の外貨準備高の推移



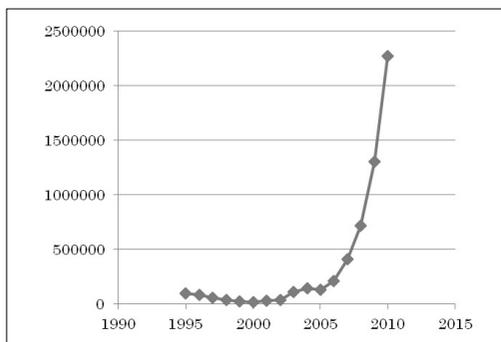
出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

表13. 中国の商品先物市場出来高の異常値時期

年	検定統計量	有意水準
2003	2.354	1%
2007	2.811	1%
2008	2.723	1%
2009	2.998	1%
2010	3.015	1%

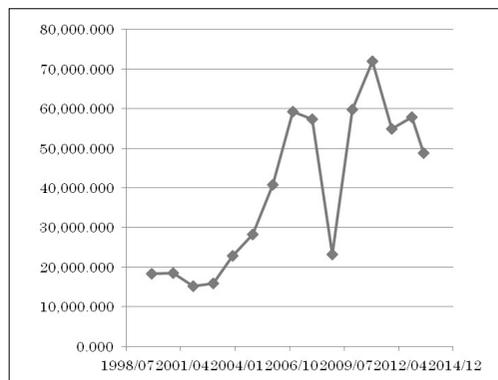
出所：『中国証券期貨統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

図12. 中国の商品先物市場出来高の推移



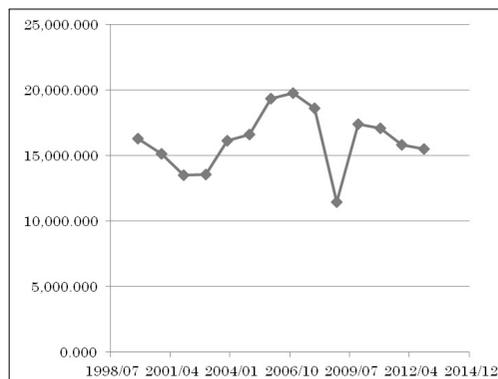
出所：『中国証券期貨統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

図13. 上海先物取引所価格推移（銅6カ月先物価格）



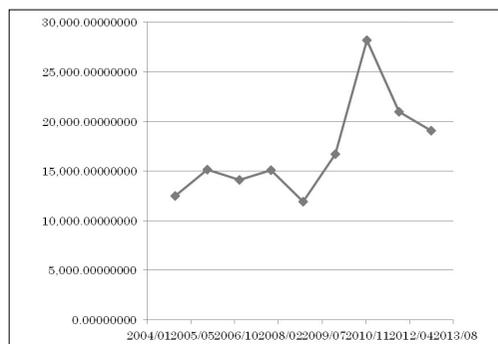
出所：CEIC Databaseより筆者作成。

図14. 上海先物取引所価格推移（アルミニウム6カ月先物価格）



出所：CEIC Databaseより筆者作成。

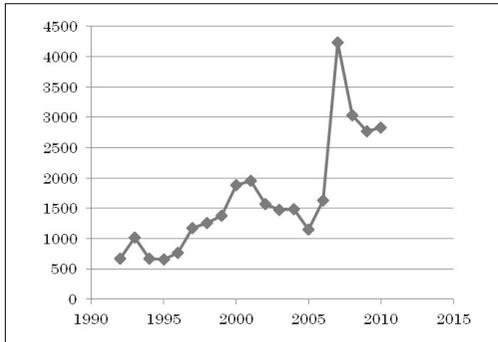
図15. 鄭州先物取引所価格推移（綿花4カ月先物価格）



出所：CEIC Databaseより筆者作成。

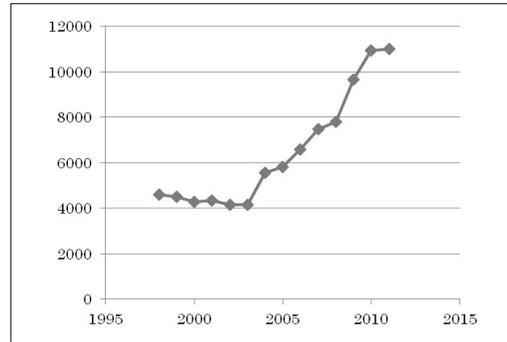
<sup>21</sup> こうした不良債権比率は、日本の1994年3月末時点での都市銀行11社の不良債権比率（5.8%）および住専7社の不良債権比率（56.5%）に比較すれば大きな比率とはいえない。また、後述の、2010年の各地域（省・自治区・直轄市）における商業銀行の不良債権比率を併せ参照されたい。ただし、伝えられる中国の不良債権額および不良債権比率の大きさが、時期によってまた出所によって、大きく異なることには注意を要する。（たとえば、中国銀行業監督管理委員会の発表によれば、2004年12月時点での不良債権比率は13.2%であり、2006年12月時点では7.9%である—柯隆（2007）参照—。また、4大国有商業銀行の不良債権比率について、『週刊ダイヤモンド』2005年7月30日号によれば、2001年が31.0%、2004年3月が19.2%、2004年12月が15.6%等であると伝えられている—森田憲・陳雲（2009b）—参照）。

図16. 上海証券取引所株価指数



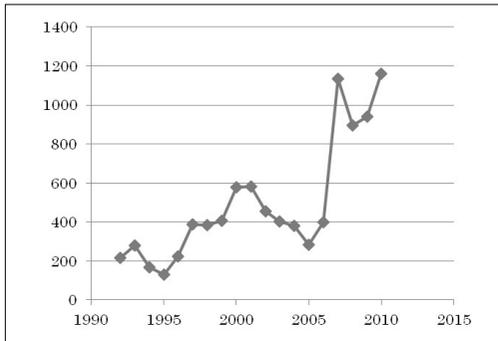
出所：『中国証券期貨統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

図19. 中国の高級アパート販売価格の推移



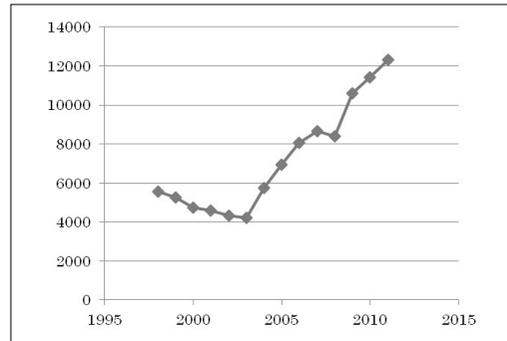
出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

図17. 深圳証券取引所株価指数



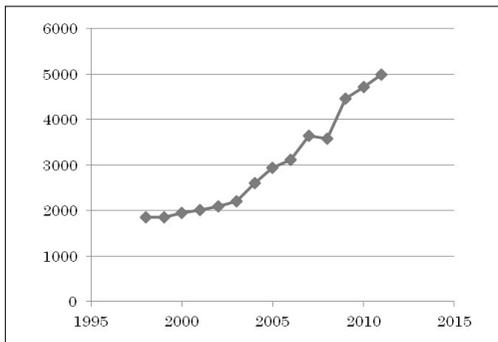
出所：『中国証券期貨統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

図20. 中国の事務所用建築販売価格の推移



出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

図18. 中国の住宅用建築販売価格の推移



出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

表14. 中国の外貨準備高の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2002	3.751
2003	7.153
2004	12.572
2007	9.285

出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

表15. 中国の商品先物市場出来高の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2003	34.047
2007	23.107
2008	15.216
2009	20.532
2010	17.830

出所：『中国証券期貨統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

表16. 上海先物取引所銅6カ月先物価格の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2003	10.351

出所：CEIC Databaseより筆者作成。

表17. 上海先物取引所アルミニウム6カ月先物価格の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2003	8.706

出所：CEIC Databaseより筆者作成。

表18. 鄭州先物取引所綿花4カ月先物価格の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2010	8.564

出所：CEIC Databaseより筆者作成。

表19. 上海証券取引所株価指数の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2007	40.060

出所：『中国証券期貨統計年鑑』(2011年版)より筆者作成。

表20. 深圳証券取引所株価指数の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2007	38.042

出所：『中国証券期貨統計年鑑』(2011年版)より筆者作成。

表21. 住宅用建築販売価格の乖離比率 (中国)

年	乖離比率 (%)
2004	9.126
2009	4.328

出所：『中国統計年鑑』(2012年版)より筆者作成。

表22. 高級アパート販売価格の乖離比率 (中国)

年	乖離比率 (%)
2004	21.718
2009	0.528

出所：『中国統計年鑑』(2012年版)より筆者作成。

表23. 事務所用建築販売価格の乖離比率 (中国)

年	乖離比率 (%)
2004	24.774

出所：『中国統計年鑑』(2012年版)より筆者作成。

### 3-2-2. 中国各地の統計

前節までに確認した中国全体の現状をふまえて、本節では、とりわけ2010年、2011年に焦点をあて、中国の省、自治区、直轄市を中心に、いくつかのクロスセクションデータをみてみることにしよう。

まず中国35の大中都市の住宅価格をみると、2010年および2011年に最も高い住宅価格を記録している都市は深圳であり、第2位是北京である。ただし、深圳を除く34都市と深圳では母集団の性質が異なる。言い換えると、深圳の住宅価格は明らかに異常値であって高い(北京は異常

表24. 中国の商業銀行の不良債権比率

(単位 %)

	2010年 第4四半期	2011年 第1四半期	2011年 第2四半期	2011年 第3四半期	2011年 第4四半期	2012年 第1四半期	2012年 第2四半期
商業銀行全体	1.10	1.10	1.00	0.90	1.00	0.90	0.90
5大国有商業銀行	1.30	1.20	1.10	1.10	1.10	1.00	1.00
株式制商業銀行	0.70	0.70	0.60	0.60	0.60	0.60	0.70
都市商業銀行	0.90	0.90	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
農村商業銀行	1.90	1.80	1.70	1.60	1.60	1.50	1.60
外資系銀行	0.50	0.50	0.50	0.40	0.40	0.50	0.60

注：「5大国有商業銀行」とは、中国銀行、中国建設銀行、中国工商銀行、中国農業銀行、中国交通銀行を示し、「株式制商業銀行」とは1990年代以降の全国規模展開の民間株式銀行を示している<sup>22</sup>。

出所：和訳銀行資料 (<http://bank.hexun.com/2012-08-16/144831909.html>)より筆者作成。

<sup>22</sup> この点について、詳しくは、陳雲(2008)参照。

値ではない)。(2011年について上位10都市を示した表25参照)。

表25. 住宅価格水準が高い上位10都市 (2011年)

都市名	価格水準 (元/平方米)
深圳	21,037
北京	15,518
上海	13,566
アモイ	13,423
杭州	12,749
寧波	11,286
広州	10,926
福州	9,553
天津	8,548
南京	8,415

出所：『中国統計年鑑』(2012年版)。

さまざまな資産関連の変数で、北京や上海が、(表25で示されているように)地域別にみて大きな数値を示しているかという点決してそうではない。

たとえば2010年の各地域(省・自治区・直轄市)における商業銀行の不良債権比率をみると、その上位10地域および不良債権比率は表26のとおりである。同表に示されているとおり、チベットの不良債権比率のみがきわめて大きく、異常値に該当している。ちなみに北京の不良債権比率は0.85%であり、上海の不良債権比率は0.79%である。なお、3地域別の不良債権比率をみると、東部地域が1.01%、中部地域が1.27%、西部地域が

表26. 不良債権比率の上位10地域 (2010年)

地域名	不良債権比率 (%)
チベット	4.03
青海	2.61
四川	1.82
山西	1.68
甘肅	1.57
湖南	1.47
黒竜江	1.42
新疆	1.37
広東	1.36
吉林	1.36

出所：『中国金融年鑑』(2011年版)。

1.32%である。

チベットが大きな数値を記録している変数は不良債権比率だけではない。財政赤字の対GDP比率もまたとびぬけて大きい。2010年の数値をみると、チベットが最も大きな財政赤字の対GDP比率を示していることが明瞭であり、異常値に該当している(表27)。当該比率の北京および上海の数値はそれぞれ2.57%、2.50%であって、101.37%のチベットや46.89%の青海省に比較すると明らかに小さい(ただし青海省は異常値ではない)。

表27. 財政赤字の対GDP比率の上位10地域 (2010年)

地域名	財政赤字の対GDP比率 (%)
チベット	101.37
青海	46.89
甘肅	27.06
寧夏	23.91
貴州	23.85
新疆	22.04
雲南	19.58
四川	15.69
海南	15.05
黒竜江	14.4

出所：『中国統計年鑑』(2011年版)より筆者作成。

さらにまた、先の節で検討した限界資本係数について、各地域の係数をみてみると、次のとおりである。2010年の各地域の限界資本係数はおおむね大きく、1.00をこえる限界資本係数を示している地域が31地域中11地域存在する。0.9を上回る2地域を加えた13地域は表28のとおりである。ここでもチベットの限界資本係数が最も大きい(資本投入が非効率である)ことが明らかである。同年の北京および上海の限界資本係数は、それぞれ0.401および0.031である。(なお、限界資本係数においてチベットの値は異常値とは認められない)。

チベットが異常値を示した2010年の不良債権比率および財政赤字の対GDP比率について、正常値に比べてどの程度の乖離比率だったのかをみておこう。表29である。チベットの不良債権比率の乖離比率は、42.928%であり、また財政赤字の対GDP比率の乖離比率は60.541%にのぼる。

表28. 限界資本係数の上位13地域 (2010年)

地域名	限界資本係数
チベット	1.278
江西	1.185
遼寧	1.156
安徽	1.151
寧夏	1.095
甘肅	1.085
重慶	1.057
吉林	1.05
広西	1.005
貴州	1.005
黒竜江	1.001
雲南	0.951
天津	0.904

出所：『中国統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

いずれの乖離比率も大きな数値であり、チベットの異常性がうかがわれる。とりわけ、財政赤字の対GDP比率は乖離比率も大きい、実績値および正常値自体がきわめて大きな数値であり、(対GDP比率でみて)膨大な規模の財政赤字というほかない。ちなみに、2010年の財政赤字の対GDP比率で－EUのマーストリヒト収斂基準の3%を目安としてみると－3%未満は、31地域中、北京(2.57%)、上海(2.50%)、浙江省(2.16%)、江蘇省(2.01%)それに広東省(1.97%)の5地域しか存在していない。(言い換えると、EUの基準で許容範囲に入るのは、長江デルタの3地域と北京および広東省しか存在しない)。

表29. チベット自治区における乖離比率

項目	乖離比率 (%)
不良債権比率	42.928
財政赤字 (対GDP比率)	60.541

出所：『中国金融年鑑』（2011年版）より筆者作成。

そして、各地域の住宅投資の対GDP比率は、表30のとおりであり、海南省の比率が大きく、次いで安徽省、重慶市等である(なお、海南省の大きな値は異常値である)。同年のチベットの当該比率は、8.3%であり、北京および上海はそれぞれ

11.5%および7.2%である。併せて、海南省の乖離比率を示しておく、表31のとおりである。

表30. 住宅投資の対GDP比率の上位10地域

地域名	住宅投資の対GDP比率 (%)
海南	24.0
安徽	18.2
重慶	16.7
遼寧	14.8
陝西	14.7
寧夏	14.1
四川	13.7
青海	13.2
河北	12.8
雲南	12.7

出所：『中国統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

表31. 海南省における乖離比率

項目	乖離比率 (%)
住宅投資 (対GDP比率)	20.00

出所：『中国統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

なお、チベット自治区および海南省の「地域のGDP」が、2010年の中国全体のGDPの何%にあたるかをみると、当然だが、非常に小さい。チベット自治区が0.13% (全国最下位) および海南省が0.52% (全国で第28位) である。(ちなみに全国首位は広東省で11.47%、第2位は江蘇省で10.33%である)。

上記のとおり、本節で、いくつかのクロスセクションデータを示したが、チベットに典型的にみられるように、不良債権比率でも財政赤字の対GDP比率でも限界資本係数でも、あるいは海南省にみられる住宅投資の対GDP比率でも、大きな数値が示されるのはおおむね北京や上海ではない。北京や上海が大きな値を記録しているのは、都市別の(あるいは地域別にみた)住宅価格水準のような数値であって、それが実需を反映したものではないとすればそれ自体たしかに問題であることはいうまでもない<sup>23</sup>。だが、本稿でふれておきたいのは、深刻な「財政赤字」や「非効率な資本投入」や、当該地域の商業銀行の「不良債権比

<sup>23</sup> われわれは、陳雲・森田憲(2007)において上海の不動産市場について分析を行ったことがある。陳雲・森田憲(2007)および森田憲・陳雲(2009b)参照。

率]のような指標で大きな数値を示しているのは、上記のように、チベット自治区や海南省のような地域であって、北京でも上海でもないということである。

したがって、投入された資本が非効率に用いられ、不良債権比率が非常に大きく（乖離比率はほぼ43%）かつ財政赤字の対GDP比率もきわめて大きい（乖離比率は約61%）という事実から判断すれば、一バブルの崩壊があり得るとすると一真っ先にバブルが弾けるのはチベット自治区であったとしても不思議ではないと推測されるということである<sup>24</sup>。

### 3-2-3. 影の銀行

現在の中国では、「影の銀行」と称される融資の仕組みが存在している。

しばしば、「中国版サブプライムローン」といわれることがあるように、（それは、もともとは、米国の所得の水準からみても資産の水準からみても住宅を購入できるあてのない消費者に、将来的な返済が可能であることを説明して一「分不相応な」買い物をさせて一、債務を負わせローンを組ませる手段が類似しているという意味で）返済困難な債務を簡単に引き受けてしまう仕組みである。先の節で、日本の「住専」についてふれた際に、日本住宅金融のケースを取り上げ、貸付が「ほとんど無審査の状態」だったことすなわち

「ずさんな管理」が存在したことを述べた。「融資プラットフォーム」は、規模はともかく性質は似かよっているといえるだろう<sup>25</sup>。

背景にあるのは、「過剰流動性」（カネ余り）が存在しており、しかし（ふつうはさまざまな規制が厳しく存在しているために一したがって規制を取り除いて「金融改革」を実施する必要があるといわれる一）通常の金融商品では得られる利益がごく限られているという状況である。したがって、高い売買差益が獲得できるような商品（中国で「理財商品」とよばれる商品がそうした範疇のものであると思われる）が生み出され、かつ活発に売買されることになる。そうした商品の価格が高騰してファンダメンタルな水準と乖離する事態が生み出されれば、それをもってバブルの発生とよばれることとなる。

しかし、影の銀行については必ずしも確たる情報が十分に存在しているわけではない。本稿で詳しくふれるのはおそらく時期尚早である<sup>26</sup>。

そうではなく、影の銀行について、本稿の観点から指摘しておきたい焦点は、その規模に関する推計である。たとえば、ムーディーズの推計によれば、2012年末時点で影の銀行の規模は21兆元、対GDP比率で39%に相当するといわれている<sup>27</sup>。

影の銀行とは、定義によって「影」だから表には出てこない経済活動を意味している。そうした経済活動の規模が対GDP比率39%に達するとい

<sup>24</sup> チベット自治区や海南省のような地域は、絶対的なGDPの規模等が小さいため、仮にそれらの地域で「バブルの崩壊」が起こっても、一地域間の伝染が防止できればという前提で一対処しやすいという事情はあり得るだろう。あるいは、むしろ、チベット自治区や海南省でいったい誰がそうした資産保有を行っているのかを検討する必要があるだろう。ただし、遼寧省や河北省のようなGDP水準が大きな地域が含まれていることもまた事実である（遼寧省は全国比で4.6%に、河北省は全国比で5.08%に相当する。全国の順位でいえば、河北省が第6位、遼寧省が第7位である）。

<sup>25</sup> 別の機会に検討することとして、本稿では詳しくはふれないが、「住専」と「融資プラットフォーム」とは類似した側面もあるがしかし異なる側面も同時に存在する。

<sup>26</sup> 実際、さまざまな報道が存在し実態がよくわからない。たとえば、「企業が余剰資金を別の企業にまた貸しするケースなどを加えた『中国の影の銀行は36兆元、GDPの7割に上る』（JPモルガン・チェースの朱海斌氏）との指摘もある」（『日本経済新聞』2013年7月5日）という報道が伝えられたこともある。GDPの7割という数字はほとんど想像を絶する。本文で述べているとおり、本稿の視点からみて重要な情報は、影の銀行の規模であり、それら銀行の抱える不良債権である。日本の「住専」のような不良債権（比率）だとすれば、（そして体制移行がすすんでいるとすれば）「バブル」の現状を持続させることは容易ではない。『日本経済新聞』（2013年7月29日）によると、「中国シャドーバンキングの規模はGDPの4割強で、どれくらい損失が出るかが焦点だ」と述べられており、同記事によれば、「日本では融資が問題化した邦銀はバブル崩壊後、国内総生産（GDP）の2割に当たる100兆円を損失処理した」と伝えられている。あるいはまた、中国銀行業監督管理委員会の尚福林主席は、2013年3月末の理財商品の残高が8兆2,000億元に達したと述べたと伝えられ、それは2012年の名目GDPの約16%に相当すると報道されている（『日本経済新聞』2013年6月30日）。

<sup>27</sup> Moody's Investors Service, "Announcement: Moody's: China's shadow banking continues to weight on the banks' credit profiles" (2013, May 13).

う事態は尋常ではない。

かつて旧ソ連や旧東欧といった社会主義経済において、「闇の経済」とか「第二経済」とよばれた経済すなわち「シャドーエコノミー」が存在していたことがある<sup>28</sup>。計画経済でがんじがらめに統制された経済にあって、日常生活品や食料品あるいは外貨等を闇市場で手に入れる機会を供給する機能をはたしていたのである。したがって、計画当局もそのポジティブな機能を（むろん非公式に）認めざるを得なかったのだが、問題はその規模である。がんじがらめであれ何であれ、当局が規制する経済と同じ規模（100%）に成長させるわけにはいかないことは（統制が著しく困難になるため）自明である。（100%の「シャドーエコノミー」が表の経済と並存していれば、それは計画経済の機能が成立せず、社会主義経済とはいえないだろう）。いったい何%までなら許容可能かという問題に確たる回答は得られていないが、標準的にはおおむね30～40%という理解ではなかろうか。

いうまでもなく、かつての社会主義経済の「シャドーエコノミー」と現在の中国の「シャドバンキング」とを同一に論ずることが適切か否か判断が難しいが、しかし社会主義経済を統制する当局にとってGDPの何%までなら許容可能かという問題設定をすれば、似かよった性質の問題になるかもしれない<sup>29</sup>。

#### 4. 分析

以上、第3節で、中国のバブルに関する検討を試みた。第2節での日本のバブルの経緯との比較をとおして、本稿での検討から得られる示唆とはいったい何だろうか。

第2節での日本の経緯との比較によって明らかなのは、M2の対前年増加額のGDPの対前年増加額に対する倍率が、日本に比べて大きいということである（日本の2.33倍に対して中国では4.85倍

だった）。それは市中に出回る貨幣供給量がいつそう大きいことを意味しており、通常は、大きな「資本の非効率性」となってあらわれるだろう。

そうした「資本の非効率性」を、（本稿の定義による）限界資本係数でとらえることにすれば、概略次のようになる。いま日本の1980年代初頭から1990年代初頭までの10年間、中国の2000年代はじめから2010年代初頭までの同じく10年間を対象としてみると、日本の平均の限界資本係数は0.289であり、それに対して中国の平均の限界資本係数は0.778に達する。明らかに中国の「資本の非効率性」が大きいものと思われる。また、先の節で行ったように異常値の検定を行ってみると、日本の場合の限界資本係数には異常値は存在せず、中国の場合の限界資本係数は2009年が明らかに異常値にあたる。そしてその乖離比率は41.053%という大きな数値に達している。すなわち、膨大に出回った貨幣供給量がファンダメンタルな水準を上回る数値を導き出し、大きな乖離比率を発生させていることは疑いない。

さらに、資産に関連する変数を取り出して、乖離比率の日本と中国との比較を行ってみると、おおむね次のとおりである。

株式市場に関していえば、日本の東証株価時価総額の乖離比率はバブル真っ盛りの時期（1986年～1989年）に、13～19%前後の値を計測している。ただし、この数値は、上海の2007年の比率（40.060%）および、深圳の2007年の比率（38.042%）に比較すれば明瞭に小さい。

日本の地価および中国の不動産価格はどうか。日本の6大都市の商業地価格指数の乖離比率は同じくバブル真っ盛りの時期（1986年～1989年）に、おおむね10～13%の数値を記録している。中国の住宅用建築販売価格、高級アパート販売価格、事務所用建築販売価格とも異常値を示している時期の乖離比率をみると、高級アパートおよび事務所用建築販売の2004年の比率は、おおむね22～25%と大きな値である。ただし、住宅用建築販売の比率は約9%であり、また、

<sup>28</sup> 社会主義経済におけるそうした「闇の経済」あるいは「第二経済」については、たとえば、森田憲（1986）参照。

<sup>29</sup> 仮にムーディーズの推計が適切なものであり、「シャドーエコノミー」の許容範囲という問題と「シャドバンキング」の許容範囲という問題が似かよった性質のものだとすれば、対GDP比39%という数字は許容範囲の上限にかなり近い。したがって、先にふれた「中国の影の銀行は36兆元、GDPの7割に上る」という判断は、「また貸しするケースなど」が加えられているという事情もあるが、先の注26で述べたとおり、ほとんど想像を絶する規模である。

2009年の比率は、住宅用建築販売価格が4.328%、高級アパート販売価格は0.528%であって、乖離比率の数値は小さくなっているといつてよい。

日本の外貨準備高は1987年という（先ほどと同様）バブル真っ盛りの時期に異常値を示しており、正常値を25.270%上回っている。中国の外貨準備高は、繰り返し述べているとおり、2002年から2004年および2007年に異常値を示している。ただし、乖離比率（の大きな年）は2004年に12.572%、2007年に9.285%であって、日本の外貨準備高の乖離比率に比較すれば小さな比率である。

中国の場合大きな乖離比率を示しているのは、商品先物市場出来高であって、2003年に34.047%、2007年に23.107%そして2009年に20.532%を記録しており、2008年および2010年の乖離比率もまた15%を上回っている。

以上みてきたように、日本の場合と比較して、中国の貨幣供給の増加額は（GDPの増加額との比率でみて）膨大な規模にのぼっている。また、日本の「バブル真っ盛りの時期」の乖離比率を参考にすると、株価の乖離比率は上海および深圳とも明らかに日本の比率よりも大きい。また、中国の不動産の価格についていえば、日本の地価に比べて、2004年の乖離比率は明らかに大きく、2009年の乖離比率は顕著に小さい。外貨準備高については、日本の乖離比率が非常に大きく、中国は異常値の期間は長いが乖離比率は大きくはない。ただし、中国の商品先物市場出来高は異常値の時期も長く、また乖離比率も大きいといえる。

ここまで述べてきたとおり、本稿で参考とした統計・データにかぎっていえば、異常値を計測した変数が、日本では表4から表8に示されているように、比較的長い時期にわたる変数は株価と地価であり、それに（長くはないが）外貨準備高とM2平均残高、さらに不動産価格が加わる。中国の場合には、表14から表23に乖離比率が示され、さらにGDP増加額、名目GDP、M2増加額に異常値が認められるように（日本に比べて）比較的広い範囲にわたっている。また、クロスセクションデータに示されているように地域ごとの状況もさまざま異なる。

要するに、中国のバブルに関する状況は、その特徴と展望を適切に把握するのが、日本の場合と

比較して、明らかに難しいといえる。

そして、ここまでの検討で明瞭なように、明らかに形成されているバブルの軌跡を一少なくとも「事後的に」一とらえるのは可能だが、しかし発生したバブルに適切に対処するにはどうすればよいかは、はなはだ不明瞭な状態にとどまっている。

したがって、概括すれば、日本の1980年代後半から1990年代初頭の時期をバブルと認定するのであれば、明らかに中国の2007年以降の時期は、バブルの状態にあるものと考えられる。しかし、それが弾けるか否かは別の問題であり、中国において「バブルが弾ける」ことを検証するには、体制に関わる政治経済学的分析が欠かせない。次節の「おわりに」で若干の今後の研究課題を述べて、本稿を閉じることとした。

## おわりに：今後の研究課題をめぐって

通常の資本主義経済において、バブルあるいはバブルが疑われるという状況を観察してみると、そこに「参加している」各プレーヤーにはそれぞれ自らの合理的理由が存在する。その意味では、バブルは合理的である。だが実際には、長期にわたって持続可能かどうかは、はなはだ疑わしい。（それは「囚人のディレンマ」の事例に似ている。すなわち、それぞれの囚人が与えられた「与件」のもとで自らの期待利益を最大化しようとすれば、全体としてパレート最適の状態には到達し得ない、という状況である。社会全体にとって望ましいパレート最適状態に達するためには、与件となる制度的前提すなわち囚人が互いに意見交換を行う機会が存在しない、繰り返し許されない等々といった制度を変える必要がある）。それは、基本的にバブルに「参加していない」数多くの国民の存在があるからであり、したがって社会全体として、パレート最適状態に到達し得ないという事態となるからである。

だが、資本主義体制ではなく社会主義体制を前提とすれば話は異なる。

実際、「冷戦の終焉」によって資本主義体制への移行を試みた旧社会主義体制諸国が腐心したのは「インフレーションナリー・オーバーハング」

「モノ不足、カネ余り」現象—言い換えれば「過剰流動性」現象—の退治であり、行き過ぎた貨幣供給量の削減だった。社会主義体制のもとでは、膨大な「過剰流動性」が存在しても、価格の高騰が起こるわけでも資産価値の目減りが起こるわけでもない（その代わりに、深刻な「物不足」に襲われ、「行列」が致命的に長くなり、「隠された格差」がいつそうひどくなった）。そうした制度的枠組みができあがっているのが社会主義という体制だからである。

そうした視点に立っていえば、中国の状態がバブルだとすれば、中国は資本主義体制の国家であり、中国が社会主義体制の国家だとすれば（「インフレーションナリー・オーバーハング」は存在しても）バブルは存在しないことになる。そして、資本主義体制の国家だとすれば、早晚バブルは弾けざるを得ない<sup>30</sup>。だが、社会主義体制の国家だとすれば（バブルは存在しないから）バブルは弾けない<sup>31</sup>。

本稿で述べてきたとおり、「過剰流動性」が存在し、「カネ余り」状態が生産の拡大に結びつかない「資本の非効率性」が存在することによってバブルができ上がるということだとすれば、「インフレーションナリー・オーバーハング」が存在し、非効率な生産に悩まされてきた旧社会主義体制の諸国家は、相当の長期（数十年という長期）にわたって、いわば「疑似バブル」状態にあったということになる。

さて、（日本の経緯をふまえてもふまえてなくても）バブルが弾けるか否かを判断するのは、ひとつは（1）（「過剰流動性」によって）「価格の高騰」や「実質資産価値の目減り」が起こっているかどうか、ということであり、もうひとつは（2）「公的資金注入」が政治的に困難かどうか、ということである。

政治家が「価格の高騰」や「実質資産価値の目減り」に対処しなければならないのは、人びとの生活が不安定になれば自らの政治生命が脅かされるからである。また、公的資金注入が困難なのは、一般に比較的貧しい納税者から比較的豊かな資産所有者や商業銀行就業者への逆の所得再分配による格差の拡大<sup>32</sup>が引き起こされ、それが批判にさらされて、自らの政治生命が脅かされるからである。

いずれも資本主義体制であり民主主義体制の国家で発生する事態であり、発生してしまったバブルを放置することは政治的にきわめて困難である。したがって早晚バブルは弾けることになる。

中国の現状から判断すると、（1）「価格の高騰」や「実質資産価値の目減り（あるいは変動）」が発生していることは疑いない。だが、（2）「公的資金注入」が政治的に困難かどうかは疑わしい<sup>33</sup>。少なくとも日本の場合に比べれば、政治的にははるかに容易だろう。

中国の現状を観察すれば、日本の経緯に近いという意味で中国はバブルの状態にあるといえる。

<sup>30</sup> 仮に、本稿でみたような、日本と同様の政策を（同様の影響を中国経済におよぼす規模で）とったとすれば、バブルは、その後、4年以内に弾けるだろう。

<sup>31</sup> 社会主義体制の国家において「なぜ弾けないか」というと、価格の高騰も実質資産価値の目減りも起こらない（すなわち、ファンダメンタルな水準から乖離した部分が存在していない）からである。

<sup>32</sup> 実際、「リーマン・ショック後に実施された4兆元（約64兆円）の大規模景気対策を受け、地方政府は競うようにインフラ投資や不動産の開発を進めたが、そこにシャドーバンキング経由で流入したのが、高利回りを狙った富裕層や企業のマネーだった」（『日本経済新聞』2013年7月17日）と述べられているように、そうした「富裕層のマネー」を公的資金すなわち（比較的豊かではない層が関与していることの大きい）税金によって救済しようとすれば明瞭に逆の所得再分配を意味することになる。また、そうした（逆の）所得再分配政策による格差拡大という問題とは別に、バブルに関わる重要な問題のひとつは、バブル自体が格差の拡大を促進するという事態であろう。中国にとってこの点はとりわけ重要である。機会をあらためて検討してみることにする。

<sup>33</sup> しばしば（報道によって）伝えられるように、中国政府の指導者の多くが海外に自らの資産の口座を保有している事態を勘案すれば、商業銀行に公的資金を注入することは政治的に困難とは考え難い。かつて薄熙来ファミリーの海外総資産が80億元（約1,000億円）と伝えられたことがあり（『産経新聞』2012年4月24日）、ニューヨーク・タイムズ（電子版）が温家宝ファミリーの資産が少なくとも約27億ドル（約2,200億円）にのぼると伝え、27億ドルのうち80%は、中国共産党の規則では公開対象外であると報道していると伝えられた。またブルームバーグが2012年6月に習近平の親族が数億ドルの資産を保有していると報じたことと述べられている（『産経新聞』2012年10月27日）。こうした膨大な（ファミリーの）資産を海外に「逃避」させることと比較すれば、商業銀行に公的資金を注入することは困難なことはいえないだろう。

だが、それが弾けるか否かは決して自明ではない。「インフレーションナリー・オーバーハング」(過剰流動性)が存在し、「資本の非効率性」が存在しても、それが「疑似バブル状態」にとどまっていれば、容易には弾けないからである。

中国のバブルは、その意味で、中国の体制移行を判定する格好のリトマス試験紙の役割を担っているといえる。中国のバブル現象それ自体という意味でも、中国の体制移行と発展という意味でも、今後の検討を要する課題である。

(\*) 本稿作成に際して、大久保良夫氏(日本証券協会副会長)より多くの貴重なご意見等をいただいた。この場をお借りして、衷情より、厚くお礼を申し上げたい。いうまでもなく、本稿に含まれているであろう誤謬はすべて筆者たちのみが負うべきものである。なお、本稿に関する研究を行うにあたって、(順不同に)「中国国家社会科学基金」(課題番号:11BZZ043)、「上海哲学社会科学企画プロジェクト」(課題番号:2007BJL002))、および科学研究費補助金(課題番号:23530351)の助成をいただいた。上記諸事業に対してもまた、この場をお借りして、厚くお礼を申し上げたい。

森田 憲: 広島大学名誉教授

陳 雲: 復旦大学国際関係與公共事務学院教授

## 参考文献

- Arestis, P., Baddeley, M., and J. MicCombie (eds) (2001), *What Global Economic Crisis?*, New York, Palgrave.
- Baddeley, M. and J. MicCombie (2001), "An Historical Perspective on Speculative Bubbles and Financial Crises: Tulipmania and the South Sea Bubble", Arestis, P., Baddeley, M., and J. MicCombie (eds) (2001), pp.219-243.
- Blanchard, O. J. and M. W. Watson (1982), "Bubbles, rational expectations and financial markets", P. Wachtel (ed.), *Crises in the Economic and*

*Financial Structure*, Lexington, MA, D.C.Heath, pp.295-315.

- 陳雲 (2008)、「中国における国有企業の改革: 行政、金融、社会保障システムとの連動」五石敬路(編著)『東アジアの公営企業改革』、東京、国際書院(9月)、135-173頁。
- 陳雲・森田憲 (2007)、「上海における不動産開発の政治経済学: 現状およびマクロ経済へのインパクト」、『広島大学経済論叢』、第31巻第2号(11月)、1-55頁。
- 陳雲・森田憲 (2009)、「中国における分税制下の中央地方関係: 立憲的地方自治制度のすすめ」、『広島大学経済論叢』、第33巻第1号(7月)、1-48頁。
- 陳雲・森田憲 (2010)、『中国の体制移行と発展の政治経済学—「現代国家」への挑戦』、東京、多賀出版(10月)。
- Garber, P. M. (1989), "Tulipmania", *Journal of Political Economy*, Vol.97, pp.535-560.
- Garber, P. M. (1990), "Famous First Bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, pp.35-53.
- 川村雄介(監修・著)、公益財団法人日本証券経済研究所(編)(2013)、『最新中国金融・資本市場』、東京、金融財政事情研究会。
- 柯隆 (2007)、『中国の不良債権問題』、東京、日本経済新聞社。
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan.
- Kindleberger, C. P. (1996), *Manias, Panics and Crashes*, New York, John Wiley and Sons.
- 古島義雄 (2012)、『中国金融市場論』、京都、晃洋書房。
- 小宮隆太郎 (2006)、「通貨危機と為替投機—概観と若干の論評」、『日本学士院紀要』、第60巻第3号(3月)、165-202頁。
- 野口悠紀雄 (1992)、『バブルの経済学』、東京、日本経済新聞社。
- Minsky, H. P. (1982), *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, Wheatsheaf.
- 三浦有史 (2013)、「投資効率の低下が顕著な中国経済—習近平体制下で「発展方式の転換」は可能か—」、『JRIレビュー』、Vol.3, No.4, 97-114頁。

- 森田憲 (1979)、「投機の経済分析：国際商品としての天然ゴムの事例に注目して」、『アジア経済』、第20巻第7号 (7月)、2-23頁。
- 森田憲 (1986)、「ポーランドにおける第二経済」、『アジア経済』、第27巻第2号 (2月)、2-16頁。
- 森田憲・陳雲 (2008)、「中国の市場社会主義と商品先物市場：中国の商品先物市場は発展可能か?」、『先物取引研究』(日本商品先物振興協会)、第11巻第1号 (2月)、93-149頁。
- 森田憲・陳雲 (2009a)、「日本の商品先物市場の活性化をめぐる：なぜわれわれは中国との連携をすすめるのか」、『デナール』(1月)、3-6頁。
- 森田憲・陳雲 (2009b)、『中国の経済改革と資本市場』、東京、多賀出版 (2月)。
- 村松岐夫・奥野正寛 (編著) (2002a)、『平成バブルの研究<上>形成編－バブルの発生とその背景構造』、東京、東洋経済新報社。
- 村松岐夫・奥野正寛 (編著) (2002b)、『平成バブルの研究<下>崩壊編－崩壊後の不況と不良債権処理』、東京、東洋経済新報社。
- 村松岐夫 (2004)、「「不良債権処理先送り」の政治学的分析：本人混迷と代理人の裁量」、『RIETI Discussion Paper Series 04-J-021』(経済産業研究所)。
- 村松岐夫 (2005)、『平成バブル先送りの研究』、東京、東洋経済新報社。
- 奥村洋彦 (1999)、『現代日本経済論：「バブル経済」の発生と崩壊』、東京、東洋経済新報社。
- 鈴木淑夫 (1993)、『日本の金融政策』、東京、岩波新書。
- 田中隆之 (2002)、『現代日本経済：バブルとポスト・バブルの軌跡』、東京、日本評論社。
- Topol, R. (1991), “Bubbles and Volatility of Stock Prices: Effect of Mimetic Contagion”, *Economic Journal*, Vol.101, pp. 786-800.