

体制移行とバブル現象の政治経済学： 中国とハンガリーとの比較分析（*）

森 田 憲
陳 雲

はじめに

われわれは先に、しばしば中国においてバブルと指摘される現象を取り上げて、日本との比較を中心に、分析を進めてきた¹。しかし、もっぱら「状況証拠」に依拠してみれば、中国の状況は限りなくバブルに近いものと考えられるとしても、明らかにバブルの状態にあると断言するのは難しいし、さらにいえばバブルの崩壊を予測するのも困難である。

本稿では、そうした現状に鑑みて、視野を広げてみることにし、アメリカ及びヨーロッパの体制移行諸国を併せて分析対象としてみることにした（先進工業国のアメリカと日本、体制移行国のうち漸進主義路線を選択した中国とハンガリー、そして急進主義路線を択んだロシアとポーランドの6カ国を分析対象諸国とした）。

いうまでもなく、標準的に「バブルの崩壊」と呼ばれる事態を経ている国々が存在する。本稿で取り上げる国々の中でも、日本、ハンガリーおよびアメリカがそうした国々に属する。そして改めて繰り返すまでもないが、「バブルの崩壊」を示す科学的根拠は必ずしも明瞭なわけではない。従って、中国バブルはすでに崩壊したとか中国バブルは間もなく崩壊するとかという科学的根拠に乏しい主張が存在することとなる。

本稿では、標準的に「バブルの崩壊」があったといわれる国々を取り上げ、そうした国々の状況の検討を通じて中国の（全土ならびに長江デルタ地域の3都市の）状況との比較検討を試みることにする。

なお、本稿は主としてCEIC Dataに依拠し原則として世界銀行による統計・データにもとづいて分析を試みる。従って、他の種類の統計・データによる数値とは明らかに異なる場合があり得ることはいうまでもない。

以下、本稿は次のような構成によって進められる。第1節では現状を貨幣の倍率と資本係数にもとづいて再構成してみる。第2節は分析Ⅰであり、中欧とりわけハンガリーにおけるバブル崩壊現象の分析に当てられる。第3節は分析Ⅱであって中国を取り上げ、中国全土と長江デルタ地域におけるバブルに関わる現象を分析してみる。第4節は展望であり、「中国バブル崩壊」論の検討と貨幣の効率係数にもとづいて若干の展望を試みる。そして最後に第5節で、簡単に結論が述べられる。

1. 現状

一般的には、バブルは、1991年ごろ日本で崩壊し、2001年ごろアメリカで崩壊し、そして2007

¹ 森田憲・陳雲（2013）、（2014a）、（2014b）参照。

年ごろハンガリーで崩壊したものとされている。ここで「ごろ」と曖昧に述べたのは、その近傍の「いつ」、「崩壊した」のかは分析の対象であって、事実それ自体として存在するものではないからである。

1 - (1) 貨幣の倍率：M2増加額対GDP増加額比率²

貨幣（M2）の対前年増加額のGDPの対前年増加額に対する比率（倍率）を見ると、中国の2009年の値が5.029であって、最も大きい。本稿での分析対象諸国を見ると、次いで日本の1987年の4.059であり、3番目がアメリカの3.897である³。ヨーロッパ諸国はおおむね1.0以下であって、ほとんど1を超えることはない。

以下、簡単に6カ国の「貨幣の倍率」を見ておこう。表1から表6である。

表1 貨幣の倍率（ハンガリー）

年	倍率
1992	1.063
1993	0.472
1994	0.331
1995	0.363
1996	0.469
1997	0.385
1998	0.383
1999	0.598
2000	0.398
2001	0.479
2002	0.473
2003	1.006
2004	0.319
2005	0.902
2006	0.897
2007	0.999
2008	0.829
2009	-0.663
2010	0.861
2011	1.014
2012	-1.729
2013	0.999

出所：CEIC Data.

表2 貨幣の倍率（中国）

年	倍率
1991	1.258
1992	1.114
1993	1.349
1994	0.874
1995	1.097
1996	1.479
1997	2.023
1998	2.522
1999	2.935
2000	1.564
2001	1.959
2002	1.925
2003	1.872
2004	1.306
2005	1.619
2006	1.995
2007	1.169
2008	1.487
2009	5.029
2010	1.908
2011	1.756
2012	2.628
2013	2.681

出所：CEIC Data.

表3 貨幣の倍率（日本）

年	倍率
1980	1.613
1981	2.230
1982	2.755
1983	3.263
1984	2.009
1985	1.925
1986	3.252
1987	4.059
1988	2.192
1989	2.617
1990	1.629
1991	1.728
1992	2.536
1993	14.000
1994	8.356
1995	6.823
1996	3.865
1997	5.565
1998	-3.328
1999	-4.321
2000	3.261
2001	48.980
2002	-1.000

出所：CEIC Data.

² 以下本稿では、貨幣という場合にはM2を指すものとする。また、貨幣（M2）の対前年増加額のGDPの対前年増加額に対する比率を「貨幣の倍率」と呼ぶこととする。

³ ただし、念のためにふれておけば、日本のバブルの崩壊は1991年であるといわれるが、「バブル崩壊」以降を視野に入れば当然話は異なる。

表4 貨幣の倍率（ポーランド）

年	倍率
1991	0.272
1992	0.402
1993	0.337
1994	0.286
1995	0.308
1996	0.391
1997	0.437
1998	0.531
1999	0.683
2000	0.397
2001	1.252
2002	-0.238
2003	0.516
2004	0.173
2005	0.972
2006	0.867
2007	0.537
2008	1.161
2009	0.642
2010	0.835
2011	0.854
2012	0.624
2013	1.236

出所：CEIC Data.

表5 貨幣の倍率（アメリカ）

年	倍率
1991	0.328
1992	-0.018
1993	0.076
1994	0.041
1995	0.841
1996	0.838
1997	0.789
1998	1.081
1999	0.987
2000	0.844
2001	1.555
2002	0.933
2003	0.660
2004	0.616
2005	0.867
2006	1.114
2007	1.938
2008	3.897
2009	-2.101
2010	-0.655
2011	1.529
2012	1.045
2013	0.954

出所：CEIC Data.

表6 貨幣の倍率（ロシア）

年	倍率
1994	0.202
1995	0.179
1996	0.141
1997	0.308
1998	0.604
1999	0.164
2000	0.234
2001	0.344
2002	0.384
2003	0.459
2004	0.349
2005	0.420
2006	0.549
2007	0.649
2008	0.254
2009	-1.142
2010	0.625
2011	0.514
2012	0.555
2013	1.112

出所：CEIC Data.

日本の1987年の4.059という（大きな貨幣供給を示す）数字がバブルの発生・崩壊を促したものだとする⁴、中国の5.029、アメリカの3.897という数字もまたバブルの発生を疑わせて然るべきものと思われる。だが、いうまでもなく、中国にバブルの崩壊を疑わせる兆候が存在するわけではない。

先に述べた通り、ハンガリーのバブルは2007年に崩壊したといわれる。だが、ハンガリーにおけるM2の対前年増加額のGDPの対前年増加額に対する比率は決して大きいものではない。表1の通り、2007年時点で見ても、0.999に過ぎない。0.999という数値を観察してバブルが発生しているとかバブルが崩壊するとかといった主張は誰もしないだろう。

だが、ハンガリーにはバブルが発生し、そして2007年に崩壊したといわれている。いったいどのような証拠があり得るのだろうか（この点については次節参照）。

ところで、なぜバブルが崩壊するのかという問いに対する答えは簡単である。日本のバブルがいわゆる「総量規制」⁵によって破裂したといわれるように、多くは人為的に急速に貨幣の収縮が起こる場合にバブルが崩壊する。

⁴ バブルの発生に繋がるという意味では別の時期が視野に入るだろう。この点に関しては、森田憲・陳雲（2013）参照。

だが、いうまでもないことだが、貨幣の超過供給が起こったとしてそれがすなわちバブルの発生を意味するわけではない。同時にまた注意すべき事態は、ハンガリーのケースのように、バブルの発生・崩壊が見られるからといって貨幣の超過供給が存在したわけではないという事例が見られることである。本稿のこの時点で確認しておきたいことは、そうした（ハンガリーのような）事例の存在である。

1 - (2) 資本係数

バブルの発生は、一般的には、大幅に供給された貨幣が生産活動に投入されない場合に起こる。要するに貨幣の供給と生産の増大との間の関連が断ち切られる場合である。経済学では、そうした関連を捕捉する道具を「資本係数」と呼んでいる。本節では、資本係数を用いて上記各国の状況を見ておくことにする。

表7 資本係数（ハンガリー）

年	資本係数
1997	7.808
1998	6.863
1999	8.474
2000	6.679
2001	7.063
2002	5.739
2003	6.543
2004	5.633
2005	5.955
2006	6.480
2007	47.320
2008	28.080
2009	-3.096
2010	26.160
2011	11.320
2012	-12.997
2013	12.997

出所：CEIC Data.

表8 資本係数（中国）

年	資本係数
1991	3.93
1992	2.63
1993	3.19
1994	3.23
1995	3.84
1996	4.04
1997	4.08
1998	4.74
1999	4.82
2000	4.17
2001	4.37
2002	4.17
2003	4.11
2004	4.29
2005	3.72
2006	3.39
2007	2.95
2008	4.57
2009	5.24
2010	4.61
2011	5.19
2012	6.36
2013	6.43

出所：CEIC Data.

表9 資本係数（日本）

年	資本係数
1981	7.426
1982	8.804
1983	9.070
1984	6.192
1985	4.447
1986	9.862
1987	6.927
1988	4.284
1989	5.918
1990	5.831
1991	9.702
1992	37.277
1993	170.877
1994	32.353
1995	14.470
1996	10.962
1997	17.600
1998	-13.030
1999	-124.270
2000	11.121
2001	68.450
2002	77.450

出所：CEIC Data.

⁵ 「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。この点については、森田憲・陳雲（2013）参照。

念のため付け加えておくと、資本係数の値が意味する事態とは次の通りである。すなわち、資本係数はGDP単位当たりの生産に要する資本の大きさを示しているから、資本係数の値が大きいことはGDP1単位を生産するために要する資本が大きいこと、言い換えれば資本が非効率に用いられていることを示している。例えば、自動車がほとんど通らない高速道路をつくれば資本係数を大きくするように働く。また空室率の大きな団地やゴーストタウンの建設は明らかに大きな資本係数となって表現される。中国でしばしば指摘される「ゴーストタウン」は大きな資本係数となって捕捉されることとなるだろう。

なお、本稿では、資本係数として、名目総資本形成を名目GDPで割った値を実質経済成長率で除した数値を示すものとする⁶。

ところで、資本係数を使って観察すれば、事後的にはあるが、事態は鮮明に見える。明らかに日本の1992年ごろ、アメリカの2001年ごろ、ハンガリーの2007年ごろには、当該時期を境にして資本係数は急激に上昇するのである。以下、本稿で取り上げる6カ国の資本係数を簡単に見ておこう。表7から表12である。

表10 資本係数（ポーランド）

年	資本係数
1992	5.67
1993	3.91
1994	3.13
1995	2.67
1996	3.31
1997	3.27
1998	4.98
1999	5.54
2000	5.78
2001	17.07
2002	12.81
2003	5.29
2004	3.96
2005	5.53
2006	3.48
2007	3.44
2008	6.20
2009	7.68
2010	5.67
2011	4.67
2012	11.71
2013	11.43

出所：CEIC Data.

表11 資本係数（アメリカ）

年	資本係数
1992	5.702
1993	7.533
1994	5.464
1995	7.945
1996	5.795
1997	5.180
1998	5.291
1999	5.003
2000	5.894
2001	22.200
2002	12.166
2003	7.774
2004	6.087
2005	7.077
2006	8.935
2007	12.763
2008	-82.28
2009	-5.883
2010	7.455
2011	11.742
2012	8.446
2013	8.910

出所：CEIC Data.

表12 資本係数（ロシア）

年	資本係数
1999	2.317
2000	1.869
2001	4.311
2002	4.226
2003	2.859
2004	2.912
2005	3.149
2006	2.597
2007	2.831
2008	4.859
2009	-2.420
2010	5.022
2011	5.858
2012	7.134

出所：CEIC Data.

⁶ この点については、例えば三浦有史（2013）参照。

表7から表12において明らかなように、ある特定の年を境に急激に資本係数が増大する国々が存在する。ハンガリーにおける2007年は、2006年に比べて7.3倍増大している。日本の1992年は1991年に比べて3.84倍の増大であり、1993年は1992年に比較して4.58倍大きくなっている。さらにアメリカでは、2001年の資本係数が2000年に比べて3.77倍増大している。それら3カ国では、周知の通り、バブルの発生と崩壊が伝えられた。なお、ポーランドにおいて2001年の資本係数が2000年に比較して2.95倍大きくなっているが、ポーランド政府の適切な対処によってバブルの発生が抑圧されたものと理解されている⁷。資本係数の対前年比率という指標で見れば、おおむね3倍を超える近辺が「バブルの崩壊」という意味での「経験値」ということになるであろう。

また、ハンガリーの資本係数がある後も攪乱が続いていること、日本の資本係数もすぐ上で述べた通り、2年にわたって3倍を超える値が記録されており、その後も攪乱が続いたことが明瞭である。しかしアメリカの場合にはそうではなく2003年、2004年には通常の値に戻り、世界的な金融危機の際には大きく乱高下を示しているが、その後はすぐにまた通常の数値となっている。同様の表現をすれば、ポーランドの資本係数には（2008年、2009年も含めて）大きな「攪乱」や「乱高下」の気配は認められない⁸。

そうした見方を適用してみると、中国の場合にはいかなる年も大きな値をとってはいない。貨幣の倍率がすこぶる大きな値を記録した2009年の場合でも、資本係数は対前年比1.15倍にとどまっている。繰り返し述べているように、現在のところ、中国にバブルの崩壊を疑う兆候は認められないというより他ない。

従って本稿では、以下ハンガリーを中心に見てみることにし、そうした視点に立って見ると、中国のバブル現象はいったいどのように解釈出来るのかを検討してみることにする。

2. 分析 I：中欧

2-1) ハンガリーの体制移行

周知の通り、ハンガリーの体制移行は漸進的な改革を通じて行われたといわれる。そしてしばしば主張されるように、（漸進的な改革路線を取った）ハンガリーと、ポーランドのような急進的な改革を進めた国との違いは明らかに貨幣の供給状況にあった（しばしば用いられる言葉を使えば「インフレーション・オーバーハング」である）。図1の消費者物価の図において、1980年代後半から1990年代初頭にかけて猛烈な消費者物価上昇状態にあった（ポーランド）のか、そうではなかった（ハンガリー）のかという相違である⁹。要するに、ポーランドの主要な

⁷ 例えば、堀江（2010）参照。

⁸ アメリカについて語られる「ITバブル崩壊」とか「ドットコムバブル崩壊」という現象は、資本係数の動向から判断する限り、再検討の必要があるかもしれない。少なくとも日本やハンガリーのバブル崩壊とは一線を画する現象であると解釈出来るだろう。

⁹ もっとも、そうした認識が正しいか否かは議論が分かれるだろう。Lavigne（1995）のように、（1992年12月31日までの）チェコスロバキアが「ショック療法」による移行に従ったものとするれば、猛烈なインフレの終息が急進的改革を取り入れた理由だという主張は一般性を失う（チェコの消費者物価上昇もスロバキアの消費者物価上昇もポーランドに比較すればはるかに緩やかである）。当該認識は、従って、ポーランドとハンガリーとを比較した場合のものであると解釈すべきだろう。

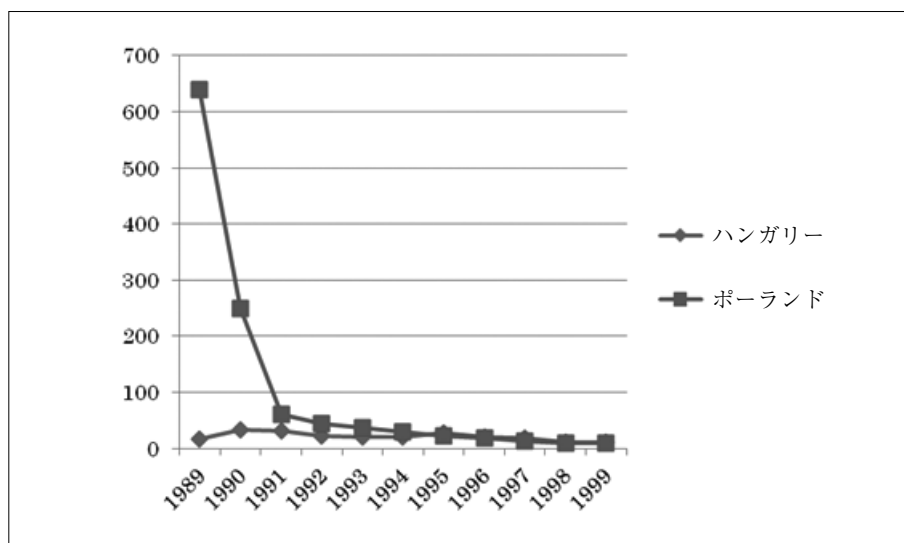
経済改革の目的が膨大に出回ったインフレーション・オーバーハングの吸収（その意味での「安定化」）であったことは明白であり、ハンガリーにはそうした必要はなかったのである。

ハンガリーは、カーダール政権のもとで、1960年代の末には、「東欧で最も自由な国に変貌した」と表現された（木戸 藤・伊東孝之（1977）、519頁）。ただし、木戸・伊東によって付け加えられているように、「二つの制約」のもとにおいてである。すなわち、第一は、「ソ連の動向」であり、「極度にソ連に依存しており、行動の自由を欠いていた」（同519頁）という制約のもとにあったのである。その代わりに、国内政治の面では大幅な「自由裁量を許された」。しかしながら、第二に、「党内保守派の存在」という制約があり、改革の実施に強く抵抗されることとなったのである。

そうした状況のもとで、カーダール政権は1968年1月に「新経済機構」を実施することとなった。市場経済の導入である。政治的にソ連依存を図りかつ党内保守派の抵抗に遭いながら、経済的に市場経済を取り入れたのである。こうしたカーダールによる1968年という早い時期からの改革がハンガリーの特徴であり、しかもそれが「政治的なソ連依存と経済的な市場経済化」という「曖昧な」形態のもとでなされてきたことが「ハンガリーの漸進的改革」を表わしている。実際、カーダールによる市場経済導入路線は他の中東欧諸国とは明らかに異なる良好な経済実績を示しており、それはしばしば「労働意欲の相違」とであると説明されてきた。

そうした意味でいえば、良好な経済実績を蓄積してきたハンガリーでは、ポーランドのような「急を要する」経済改革の必要はなかったのである。

図1 消費者物価の推移



出所：Lavigne（1995）より作成。

そうはいっても、ハンガリーの改革が漸進的に「粛々と」進められたわけではない。当然のことだが、改革路線をめぐる政治的対立が存在している。

堀林（2009）に従って簡潔に整理すれば、「1989年の政治レジーム転換（共産党の政治独占レジーム崩壊）以後、2006年までのハンガリーにおいては、国政選挙を通じて右派と左派の政権交代が続いた」（185頁）のである。すなわち、1990年の総選挙後に成立した政権は（中道）右派民

主フォーラム主導の連立（非共産）政権であり、次いで1994年総選挙後には（共産党から改称した）社会党主導連立（中道）左派政権が成立することとなった。さらに1998年総選挙後には、その後ハンガリー市民連盟と呼ばれることとなる右派政権が成立し、2002年総選挙後には社会党主導の（中道）左派連立政権が復活する。そうした状況に変化が見られるのは、2006年総選挙後であり、社会党主導の（中道）左派政権が引き続き政権を担当することとなった。与野党逆転は起きなかったのである。

社会党主導の（中道）左派政権が緊縮政策に転じたのはそうしたタイミングの時期（2006年）である。社会党および（その協力政党である）自由民主連盟への支持は低下することとなった。そして、ハンガリーで生じたといわれる「バブルの崩壊」は2007年である。

当然のことだが、2008年のグローバルな金融危機はハンガリー経済にも深刻な影響を及ぼした。金融面では、海外投資家によるハンガリー国債への投資の引き揚げ、フォリント（ハンガリー通貨）の急激な低下、IMFへの支援要請などである。さらに貿易の側面で海外市場の縮小による輸出の急激な落ち込みがあり、ハンガリー経済の悪化傾向は明瞭であった。

だが、ガール・タルキが述べたとして堀林（2009）が伝えているように、「既に2006年の緊縮政策導入により2007年以後ハンガリー経済成長率はそれ以前の4%台から1%台に減速しており、そうした状況のなかでグローバル危機がハンガリー経済に波及したというのが実情である」（189頁）。従って、ハンガリー経済は「仮に世界金融危機がなかったとしても、成長はせいぜいここ数年1～2%にとどまっていたであろう」（190頁）と理解するのが適切である。

要するに、ハンガリー経済全体の効率が大きく落ち込んでしまったというのが2006年前後の状況であり、やむを得ず緊縮政策に転じざるを得なかったということに他ならない。「バブルの崩壊」はそうしたプロセスで発生した現象（貨幣供給と生産との乖離現象）である。

それでは、なぜポーランドでは経済成長の減速が起きなかったのだろうか。

体制移行のプロセスにおける政治的対立は、ポーランドでも（右派と左派の交代を）経験している。

田口（2005）が描いているように、ポーランドでは、次のようなプロセスを経ている。まず、1989年から1991年は、「連帯」政権の成立とショック療法の時期である。1989年6月の総選挙において（部分的に設定された）「自由選挙枠」のほぼ全てを「連帯」が獲得し、ポーランド統一労働者党（すなわち共産党）は1議席も得ることが出来なかった。同年8月末に、マゾヴィエツキ（「連帯」顧問）が首相に指名され、9月に東欧初の非共産党政権が誕生することになった。そして、1989年10月に「バルツェロヴィチ・プログラム」¹⁰が発表され、極めてラディカルな市場経済化が進められることとなった（もっとも、バルツェロヴィチが試みた急速な市場経済化の「副作用」は甚大であり、「はじめは無条件で政府を支持していた国民の中にも不満が次第に高まって」いき、「1991年12月、経済政策への風当たりが強まる中、バルツェロヴィチ副首相兼財務相は辞任に追い込まれた」（田口（2005）、163頁）。ただし、1991年の総選挙では、ポーランド共和国社会民主主義（要するに旧共産党）を中心とする民主左翼連合は下院で13%の議席しか得ることが出来ず、依然として中道連合政権が政権を担当した。

民主左翼連合が政権を担うこととなったのは1993年の総選挙後であり、ポーランド農民党との連立によって、パブラク政権が発足したのである。また「左派の台頭は顕著で」あり（田口同

¹⁰ 「バルツェロヴィチ・プログラム」については、例えば Bozyk（1989）、森田憲（1997）等を併せ参照されたい。

書、167頁)、1995年11月の大統領選挙の際にも、民主左翼連合のクファシニェフスキが当選することとなった。そしてこの時期、「旧体制時代のノームクラトゥーラが政治・経済の表舞台に続々と復帰した」(田口同書、169頁)のである。

1997年の総選挙では、右派諸勢力が民主左翼連合を下して政権に返り咲き、バルツェロヴィチが再び副首相兼財務相として復帰した。

だが、2001年の総選挙では、左派(民主左翼連合-労働同盟連合)が47%の議席を獲得し、ポーランド農民党との連立政権を組むこととなった。

上記の通り、ポーランドでもまた右派と左派との政権交代が起こっている。決してハンガリーの「漸進的改革」が政治的変動を惹起させたというわけではない。

ポーランドが著しい経済成長の減速を避けることが出来たのは、(1) 経済政策それ自体の揺らぎがほとんどなかったこと、および(2) 経済の海外依存度が小さかったこと(ハンガリーの体制移行が「外資主導型成長」によるものであったことを想起されたい)によるところが大である。

実際、むしろラディカルな経済政策を実施に移したのは、1993年の総選挙後に政権の座についた民主左翼連合である。田口(2005)が指摘しているように、「左派勢力の躍進によって市場経済化の底流が変わったわけではな」く(167頁)、「労働組合の牙城であったグダンスク造船所の倒産をはじめとしたリストラが進み、議会と大統領府のねじれ現象もなくなり、懸案だった新憲法が成立するなど改革は一層進んだ」(167-168頁)のである。すなわち、右派勢力であろうと左派勢力であろうと何れが政権の座についても「市場経済化の底流」は変わらなかったことこそ重要である。

念のために付け加えておけば、先に述べた通りバルツェロヴィチ・プログラムは極めてラディカルなものだが、ハンガリーにおいて1995年に発表された緊縮政策すなわち「ボクロシュ・パッケージ」もまたラディカルなものである(それはボクロシュ・パッケージの背後に「ブレトン・ウッズ」があった(堀林(2009)、147頁)といわれる通りである)。

だが、コルナイが「早産の福祉国家」と呼んだ事態の継承は大きな問題であった。いうまでもなく、「早産の福祉国家」とは「経済的能力を越えて社会支出がなされている状態」(堀林(2009)、159頁)のことであり、コルナイが主張する通り、「カーゲール時代以降のハンガリーがそうであり、その傾向は民主フォーラム主導政権にも継承された」(堀林同書、159頁)のである。要するに、「財政的バラマキに伴う国家負担」である。

ハンガリーの移行に伴う「社会的コスト」をめぐることは、社会学的検討が有意義であろう。表13と表14は、体制移行に伴う状況に関する人々の意見を示す資料である。

表13によれば、(1994年2月の時点で)過去のレジームに比べて現在のレジームが「はるかに悪い」および「少し悪い」と見ている人々の比率がハンガリーでは51%に達している。明らかにチェコの23.4%、ポーランドの39%に比べて高い。

また表14は、当該国が正しい方向に進んでいるかそれとも間違った方向に進んでいるかという国民の判断をみたものである(明らかにチェコとエストニアが人々の持続的な楽観性を示している)。とりわけハンガリーの場合には間違っているというスコアが高い。当該調査を引用しているアスルンドは、その著書(2002)にわざわざ脚注20を設け、ハンガリーの人々の悲観性は根強いものであり、それは「誰でも知っていることだ」と述べている。アスルンドの主張に従えば、ハンガリー人のいわば根強い悲観的性向であり、言い換えれば「文化的遺伝子」とでも呼ぶべき

ものに違いない。そしてもしそうだとすれば、体制移行の経路は「文化的遺伝子」に有意に影響されることになるだろう。

なお、アスルンドの主張にそって表現すれば、「人々は急進的な改革を支持している」ことになる¹¹。

表13 過去のレジームと現在のレジームの比較に関する意見の分布

(単位：%)

	チェコ	ポーランド	ハンガリー
現在			
はるかに悪い	9.4	18.4	25.8
少し悪い	14.0	20.6	25.2
同じ	18.9	17.1	22.6
少し良い	34.3	32.8	21.2
はるかに良い	23.4	11.1	5.2
合計	100.0	100.0	100.0

出所：堀林 (1999), 159頁。

表14 体制移行に関する国民の意見

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ポーランド	13	-41	-29	-4	-30	7	2
チェコ	37	17	24	28	25	24	9
ハンガリー		-19	-14	-47	-34	-69	-60
エストニア		30	7	23	17	24	27

出所：Aslund (2002), p. 384.

社会的コストに関わるいくつかの統計を、本節ではハンガリーとポーランドとの比較という視点から（また次節で見ることを考慮して中国を含めて示すこととする）見ておくことにしよう。次の通りである。

財政赤字の対GDP比率を示す図2によれば、ハンガリーの財政赤字の比率はポーランドの財政赤字の比率よりも大きい（1995年から2014年までの平均をとって見ると、ハンガリーは5.43%の比率であり、ポーランドは4.37%の比率である）。EU（欧州連合）におけるマストリヒト収斂基準の3%にもとづいていえば、ハンガリーはおおむね大きく外れており、ポーランドは年によっては当該基準を満たしていることがあるという状況である。

より鮮明な事情は失業率に見られる。図3である。ポーランドの失業率は、ほぼ10%を上回る年が続いており2002年（12月時点）には20.2%を記録している。そしてポーランドの失業率は2007年に10%を下回ることになる。反対にハンガリーでは、2008年まで10%を下回っているが、2009年には10%を超えている。当該データから、おおむねポーランドの方が「痛みを伴う」（国民に忍耐を求める）厳しい政策の実施を行ったことが伺えるだろう。

それでは、経済成長率はどうか。図4である。1990年代初頭から（2000年から2003年ま

¹¹ Aslund (2002), p. 383.

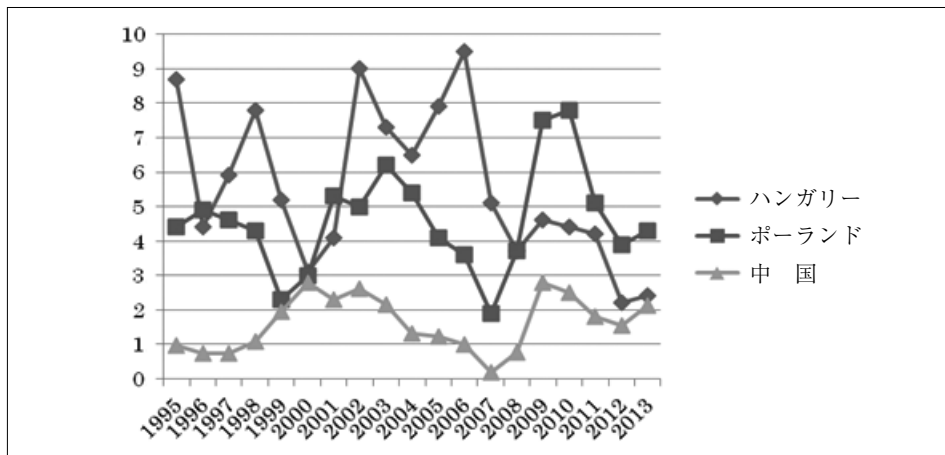
でを除けば）明瞭にポーランドの成長率がハンガリーの成長率を上回っている。より厳しい政策がより効率的な経済を作り出すものと思われる。

ハンガリーとポーランドの改革の経路の相違は、しばしば（移行の初期だが）私有化の路線の相違として示される。端的に表現すれば、ハンガリーが「外資利用型」であり、ポーランドが（比較していえば）「国内資本利用型」である。表15によれば、対内直接投資の占める対GDP比率は、例えば1995年でハンガリーが26.7%であるのに対してポーランドは6.2%にとどまっております、2001年にポーランドの比率が22.4%に達している時点ではハンガリーは45.4%となっている。

すなわち、端的に表現すれば、ハンガリーの体制移行はより外資主導による私有化とより政府主導による改革を通じてなされたものに他ならない。

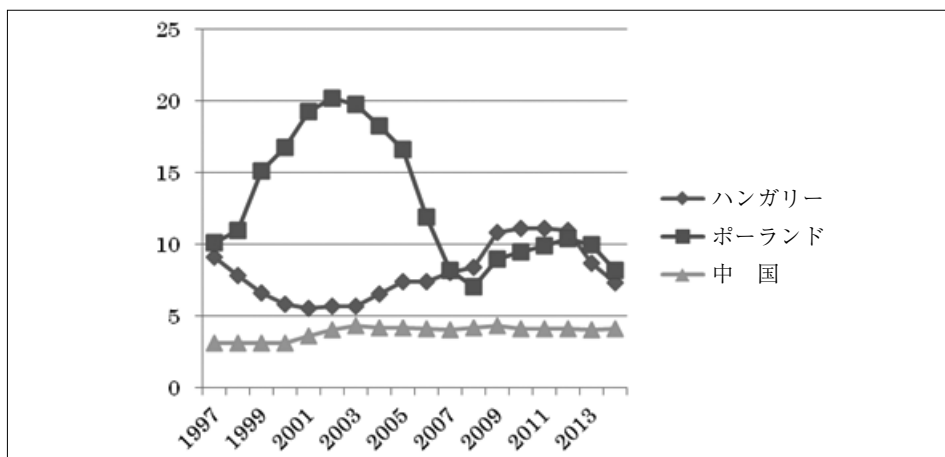
また、先にふれた通り、ハンガリーの海外依存状態は貿易依存度でも見る事が出来る。図5は、財の輸出入の対GDP比率である。明らかにハンガリーの比率はポーランドの比率よりもはるかに大きいことがわかる。ハンガリーの（政治経済学的な意味での）脆弱性の一端が伺えるだろう。

図2 財政赤字の対GDP比率の推移



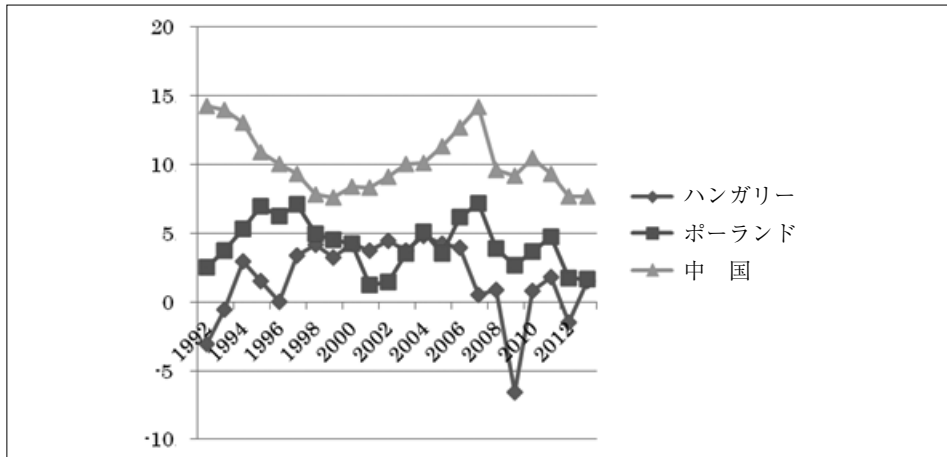
出所：CEIC Data.

図3 失業率の推移



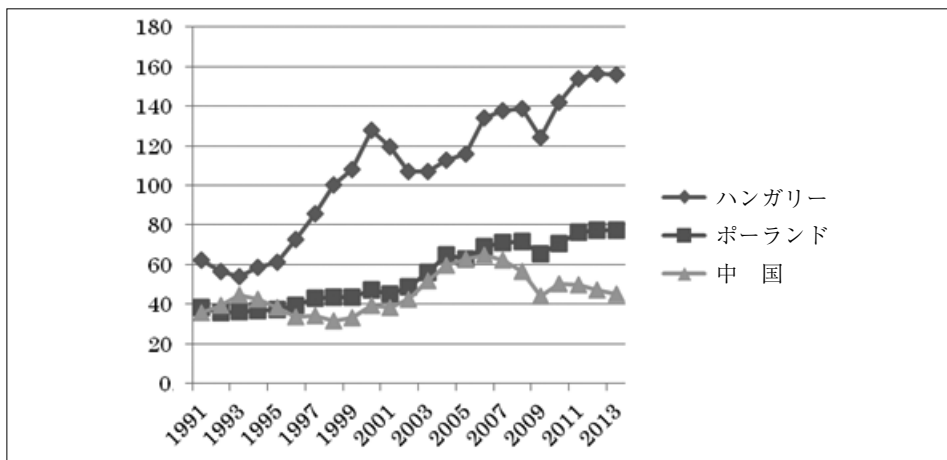
出所：CEIC Data.

図4 経済成長率の推移



出所：CEIC Data.

図5 貿易の対GDP比率の推移



出所：CEIC Data.

表15 GDPに占める対内・対外直接投資（ストック）の比率

(%)

	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002
ハンガリー							
対内		0.2	1.7	26.7	42.5	45.4	38.2
対外			0.6	1.1	4.4	8.4	7.3
ポーランド							
対内			0.2	6.2	21.7	22.4	23.9
対外			0.2	0.4	0.7	0.6	0.7
中国							
対内	3.1	3.4	7.0	19.6	32.3	33.2	36.2
対外			0.7	2.3	2.4	2.7	2.9

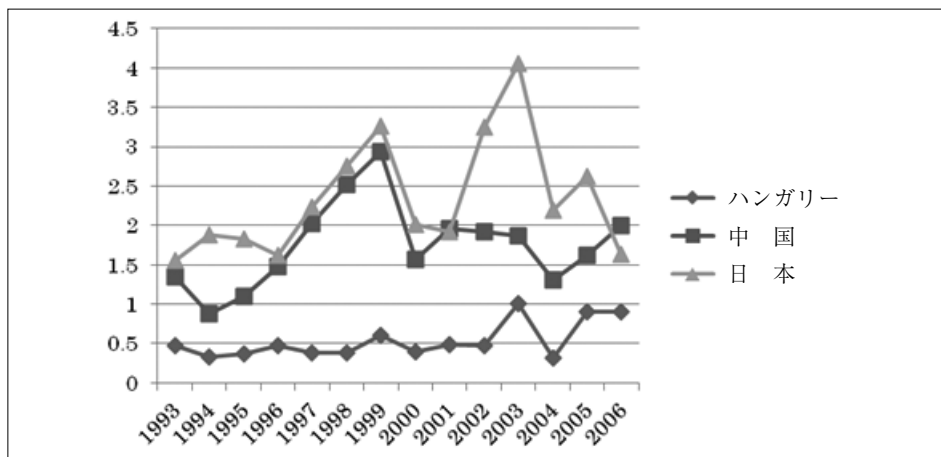
出所：UNCTAD, *World Investment Report 2003*.

2-(2) ハンガリーのバブル崩壊

先の第1節を見れば明らかなように、ハンガリーでは2007年時点に至るまで、バブルの崩壊を伺わせる明瞭な証拠を見い出すのは難しい。

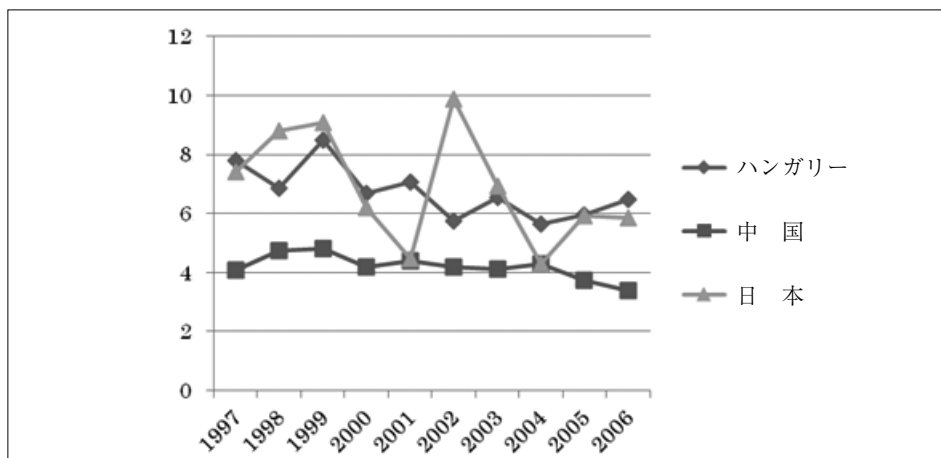
試みに、「貨幣の倍率」および「資本係数」の2006年時点までの経緯を中国および日本のケースと併せて図示してみると、図6（貨幣の倍率）および図7（資本係数）のようになる（ただし、日本の場合には、便宜上ハンガリーの2006年が日本の1990年に該当するように－時期をずらすと－加工を施してある）。

図6 貨幣の倍率（ハンガリー、中国および日本）



出所：CEIC Data.

図7 資本係数（ハンガリー、中国および日本）



出所：CEIC Data.

図6（貨幣の倍率）および図7（資本係数）において、日本はバブルの崩壊の前年までが描かれており、中国はハンガリーと同じ時期の推移が描かれている。いうまでもなく中国ではその後バブルの崩壊が起きたという事実はない。2006年時点においてハンガリーでバブルが崩壊すると

予測することは困難だったといえるだろう。(しかしいうまでもなく、第1節で見た通り、ハンガリーは2007年に至って資本係数の急激な上昇が起こった)。しばしば指摘されるように、バブルは崩壊した後にはじめてバブルであったことが判明するのである¹²。

前節までの検討から伺い知ることが出来るように、2006年のハンガリーと1990年の日本との重要な共通点は、ハンガリーの「緊縮財政」であり日本の「総量規制」である。すなわち、急激な「貨幣の収縮」現象である¹³。(それは図2の「財政赤字の対GDP比率」における2006年のハンガリーのケースでも明瞭に示されている)。

また同時にいえることは、図6および図7で見たように、「バブルの崩壊」を経験することとなった日本やハンガリーとの比較対照で伺える中国の状況は、バブルの崩壊を予測させるいかなる兆候も見い出せないということである。

3 分析Ⅱ：中国

3-1(1) 中国全体

本節では、先の第1節での検討を踏まえかつ第2節でのハンガリーの経緯と比較対照しながら、中国全体の状況を見てみることにする。

表15は、GDPに占める対内・対外直接投資(ストック)の比率を示している。中国の(とりわけ「南巡講話」以降の)体制移行がハンガリーの類型すなわち外資利用型の類型に近いことが明瞭である。

図2は、財政赤字の対GDP比率の推移である。ハンガリーの特に2006年の数値が大きいことならびに中国の財政赤字の対GDP比率が(比較的)小さな値であることがわかる(先にふれたマーストリヒト収斂基準に照らして見ても、当該基準である3%を超えている年は存在していない)。

¹² 例えば小宮(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」(202頁)と述べている。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見たのである(表A)。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。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)時期のひとつの解釈は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。なお、この点については森田憲・陳雲(2009)を併せ参照されたい。

表A 日本経済新聞に現われた「バブル」関連記事の件数

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

注：日本経済新聞、日経金融新聞などの記事のうち、「バブル」という言葉を含むものの数。

1992年の計数は、1992年10月末までのもの。

出所：野口(1992)、27頁。

¹³ いうまでもなく、そうしたハンガリーの「貨幣の収縮」現象は、特定の経済分野で起こったものと考えられる。

図3は、失業率を示している（ただし、中国の場合には通常そうであるように都市部登録者の失業率である）。体制移行に伴う「社会的コスト」を示しているポーランドの大きな失業率が明瞭であり、中国の低い失業率もまた顕著である。

図4は、経済成長率の推移である。ひととき高い中国の成長率と低いハンガリーの成長率が明らかであり、いうまでもなくそれは経済効率の高さ・低さの忠実な反映である。

図5は、貿易の対GDP比率の推移である。先の節で見た通りハンガリーの海外依存に伴う「脆弱性」が顕著に示されていること、そして（あくまでも相対的な意味でだが）中国の海外依存度の低さを読み取ることが出来る。

要約すれば、ハンガリーのバブル崩壊に行き着くことになったと推測される諸要因すなわち(1) 2006年の緊縮財政に繋がっている財政赤字の対GDP比率、(2) ハンガリーの「脆弱性」を示している貿易の対GDP比率、(3) 「バブル崩壊」の底流として存在する経済の非効率性すなわち低い経済成長率等々は、中国には明らかに無関係な要因であることがわかる。

いうまでもなく、「外資利用型」体制移行の類型に（中国とハンガリーとの）若干の共通性は存在しているかもしれないが、しかし中国において外資が急速に引き上げるといったふうな事態の到来は想定し難い。

多少の懸念があり得るとすれば、第1節で見た「貨幣の倍率」の2009年の大きな数値であろう。それは「バブルの発生」に繋がるかもしれないが、「バブルの崩壊」に至るには他の幾つかの要因、とりわけハンガリーの「緊縮財政」や日本の「総量規制」に示される貨幣の急激な収縮という要因が要る。それは適切な政策を施すことによって対処可能であり、中国政府当局には十分可能な対処策であろう（この点は後述）。

3 - (2) : 長江デルタ地域

周知の通り、長江デルタ地域は中国における成長を牽引している。とりわけ上海はしばしば「上海バブルの崩壊」が囁かれる直轄市である。本節では、成長地域であり、「バブルの崩壊」が議論される上海を含んでいるという意味で適切と思われる長江デルタ地域に焦点を当てることとし、江蘇省および浙江省については省都である南京市ならびに杭州市を取り上げることにする。

まず、中国全土の地図を確認しておこう。図8である。そして江蘇省が図9の地図で示されており、浙江省が図10の地図で示されている。

次いで、3都市に焦点を当てることにして、それぞれの経済成長率および財政赤字の対GDP比率を確認しておくことにしよう。図11および図12である。

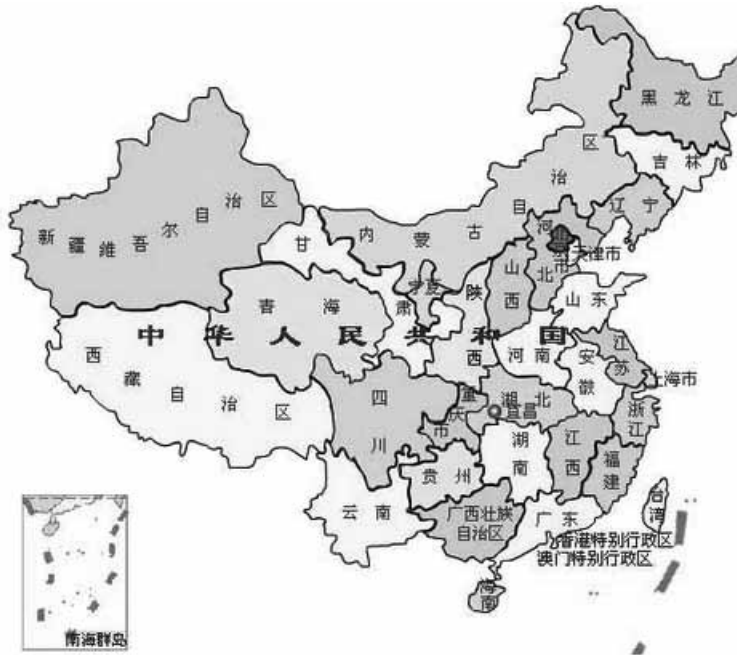
経済成長率については、ほぼ明瞭な傾向が捉えられる。南京が最も高い成長率であり、次いで杭州であって上海はおおむね最も低い（そうはいつても、明らかに成長率は全般に高いだろう）。反対に財政赤字の対GDP比率は、上海が最も大きく次いで南京であって、杭州はそうではなくむしろ財政黒字を記録している（当該データで見ても、財政赤字の対GDP比率が3%を超えている年はほとんどない）。

従って、何れの統計でもバブルの崩壊を伺わせる兆候は認められない。

それでは、資本係数はどうだろうか。表16および（念のため傾向を見ることが出来る）図13である。

それぞれ上海、南京、杭州における資本係数を、固定資産投資をGDPで除した値を成長率¹⁴で

图8 中国地图



出所：筆者作成。

图9 江蘇省地図



出所：筆者作成。

图10 浙江省地図

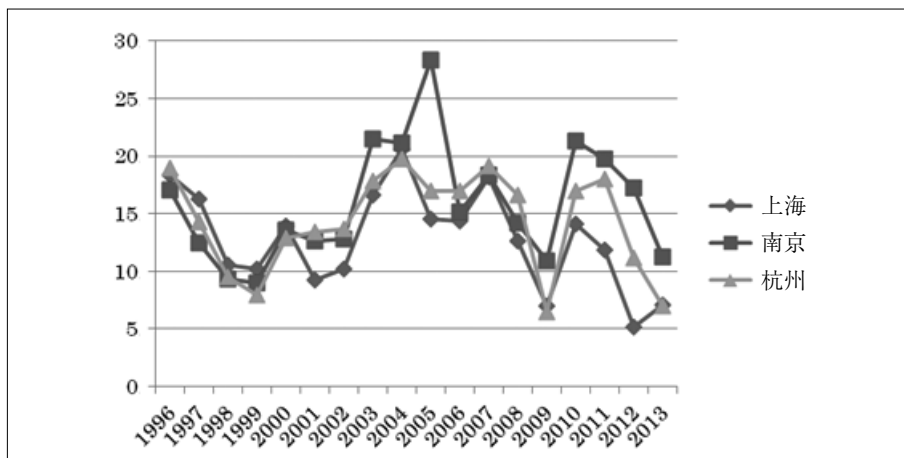


出所：筆者作成。

¹⁴ 統計上の制約から当該部分の成長率は名目である。当該統計から全般的な趨勢が明らかとなれば本稿の目的からは十分であり、名目成長率であることが不都合となることはない。

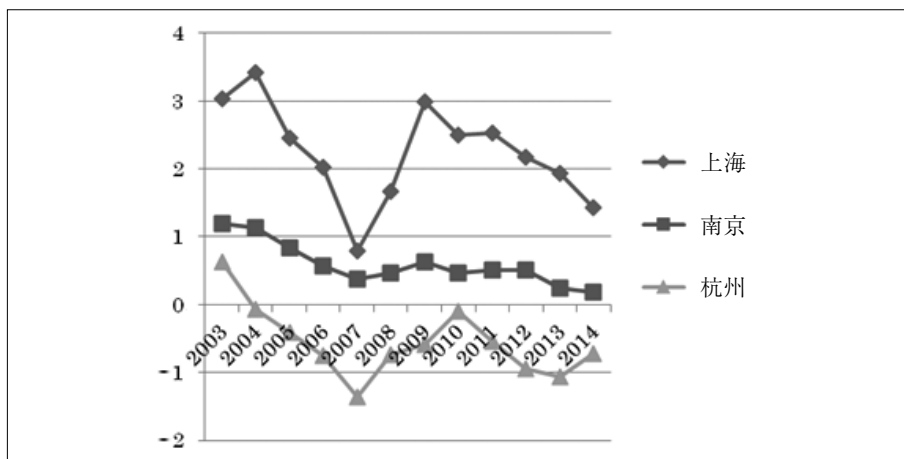
割ることによって計算してみると、表16および（念のため図示することにした）図13の通りである。2009年に上昇が観察され、杭州市の2009年と2013年にやや大きな値が見られるが、日本の「バブルの崩壊」やハンガリーの「バブルの崩壊」の場合に比較してみれば明らかなように、「バブルの崩壊」を伺わせる兆候は見い出せない。（杭州市の2009年の資本係数は2008年の2.93倍であり、2013年の資本係数は2012年の1.74倍である。2014年、2015年等々の資本係数が不明なため確固とした主張は困難だが、「バブルの崩壊」の兆候と判断するのは難しいように思われる。

図11 長江デルタ 3 都市における経済成長率の推移



出所：CEIC Data.

図12 長江デルタ 3 都市における財政赤字の対GDP比率の推移



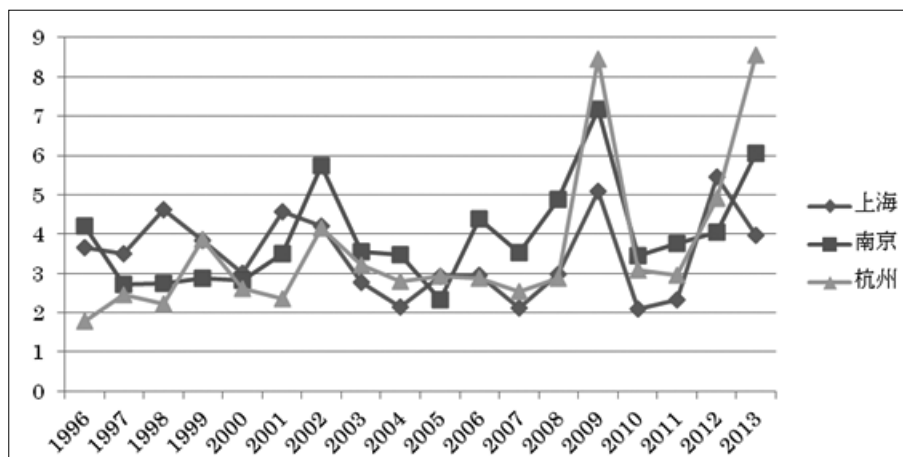
出所：CEIC Data.

表16 長江デルタ3都市における資本係数の推移

年	上海	南京	杭州
1996	3.648	4.191	1.765
1997	3.510	2.716	2.453
1998	4.630	2.748	2.208
1999	3.843	2.877	3.857
2000	3.007	2.827	2.601
2001	4.570	3.492	2.356
2002	4.190	5.741	4.142
2003	2.780	3.547	3.217
2004	2.132	3.467	2.786
2005	2.914	2.319	2.917
2006	2.947	4.375	2.885
2007	2.129	3.520	2.524
2008	2.974	4.884	2.884
2009	5.086	7.174	8.440
2010	2.094	3.440	3.076
2011	2.318	3.751	2.948
2012	5.447	4.033	4.906
2013	3.963	6.062	8.559

出所：CEIC Data.

図13 長江デルタ3都市における資本係数の推移



出所：CEIC Data.

4. 展望

4-1 「バブルの崩壊」論をめぐって

「バブルの崩壊」を多少ともアカデミックに扱った研究とりわけ「事例研究」を行ったケース

は少ない。もう少し視野を広げた場合すなわち「投機行動」の破綻を扱った研究についても同様である¹⁵。そして、本稿で主たる焦点を当てている中国についてはとりわけそうである。

従って、本稿では便宜的にはあるが、(アカデミックとはいえないが)宮崎(2013) - 「刺激的なタイトル」である - の第2章の主張(章のタイトルは「中国バブル崩壊、これだけの理由」である)を参考にして検討してみることにする¹⁶。それらに従えば、次の通りである。

第1は、(2050年でも)「米中逆転はない」という前提の存在である。要するに、先に述べた通り、ハンガリーの場合その底流に存在する経済的非効率によって「バブルの崩壊」に至った事態を併せ考えれば明らかなように、中国経済の効率が大幅に改善しやがてアメリカを逆転することはないという見通しに立っているということである。言い換えれば、従って、非効率によるバブルの崩壊というシナリオを排除出来ないということに他ならない。なお、当該シナリオは宮崎のものではない。日本経済研究センターによる『2050年予測』であって、同予測によれば2050年のGDPはアメリカが27.3兆ドルで世界第1位、中国は9.6兆ドル、日本は4.7兆ドルという予測である(米中間には非常に大きな差異が存在することになる)。アメリカを追い抜くかどうか(はそれ自体極めて重要な問題だが)を別にしても、中国の経済成長のシナリオは実に重大な問題である。経済が停滞すれば資本係数を大きくするように働き、やがては「バブルの崩壊」に行き着く危険を排除出来ないからである¹⁷。

第2は、「中国の過剰な投資・生産・輸出政策」という問題である。2008年9月のリーマン・ショックに直面して中国は4兆元の財政出動を行った(宮崎は「破天荒の自殺行為」と呼んでいる)。こうした財政出動は一党独裁体制だからなし得ることだという指摘は正しいが、結果は構造改革にはつながらなかったという指摘は適切とはいえない。本来、「構造改革」は財政出動のもとに行われるものではないからである(財政が豊かな場合の方が改革は容易だが、しかし喫緊ではなくなる)。また、「過剰な投資・生産・輸出政策」の原因が、「赤字でも雇用を優先して過剰生産、赤字輸出をする中国の事情による」という指摘も正しいが、しかし赤字でも雇用を優先出来る一党独裁体制のもとでは、バブルは崩壊しない(歪みは別の形で表れるのであって「バブルの崩壊」という形では表れない)。

第3は、「中国の成長要因は消滅した」という認識である。むろんこの点の主張は、第1の米中逆転の議論と重なっている。そして主張のポイントは、中国経済の成長の内訳は「尋常ならざるほどの奇形」だということである。不動産投資がGDPの47%を占めていたり政府の財政出動

¹⁵ この点に関しては、森田憲(1979)および(2002)参照。

¹⁶ いうまでもなく、宮崎(2013)が「中国バブル崩壊」論の代表であるとか典型であるとかと主張しているわけではない。あくまでも(どういう主張が行われているかを示すという意味で)「中国バブル崩壊」論の一つの事例として取り上げているにとどまる。なお、この点に関しては、呉軍華(2005)を併せ参照されたい。

¹⁷ 宮崎をはじめとする「中国バブル崩壊」(のみならず「中国崩壊」)を主張する人々の多くは、中国国家统计局はいうに及ばず、本稿が用いているCEIC Data(のうちの多くは世界銀行からのデータである)ならびにほぼすべての国際機関の中国関連統計・データの信頼性に疑問を抱き、実態は異なると主張することがしばしばである。確かに中国に関する統計・データが本当に信頼に値するの否かは真剣に検討する必要があるだろう。それは旧ソ連をはじめ旧東側諸国の統計・データに常に付いて回った疑いでもある。しかし、旧ソ連等々の国々の場合がそうだったように、ひとまずわれわれは諸統計・データに基づいて議論を行ってきている。そういう前提でいえば、宮崎が日本経済研究センターの予測に基づいて議論を展開していることにはやや違和感を覚える。

が極めて多いという特徴があり、GDPを伸ばし続ける要素はどんどん消滅している（非効率になっている）という指摘である。先に検討したように、われわれはそうした事態がほんとうに存在しているのか否かの検討のために、「資本係数」の計測を行い、「財政赤字の対GDP比率」の推移を観察した。そして先の節で見た通り、中国の「資本係数」の値も「財政赤字の対GDP比率」の値も極めて良好である。「尋常ならざるほどの奇形」でもなければ「政府の財政出動が極めて多い」というわけでもない。

第4は、「中国経済が抱える三大矛盾」の主張である。三大矛盾の指摘は宮崎によるものではなく、国家情報センター予測部世界経済研究室副主任・張茉楠氏によるものである。同氏によれば、「第一の矛盾は、政府主導の不動産投資が拡大し、民間のそれは下落したという矛盾。製造業の利潤は下落一途となった。第二は、中央政府は不動産取引の歳入で潤い、地方政府は開発を増やしたが、歳入が減少したという矛盾。第三は『安定的な成長』と『高度成長の堅持』を同時に標榜する矛盾」（宮崎（2013）、61頁）である。宮崎はそうした事態を指して「計画経済の行き詰まりを自由市場主義で克服しようとしても、不可能な地点に中国経済は直面しているという意味である」（61頁）と述べている。それは、「計画経済から市場経済への移行」そのものだが、しかし「不可能な地点」とは一体何か、「不可能な地点」に直面すれば一体何が起きるのかは一向に明瞭ではない。

第5は、「五大銀行が資本不足に陥る危険」という問題である。発展研究センターの李佐軍研究員は「2013年7月から8月に危機が表面化する危険性が高い」と警告を発していたと述べられている。そして、李研究員の研究論文によれば「中国が直面する危機はバブル崩壊と地方政府の債務危機で、両者は緊密にリンクしている。利払いと歳入減に陥った地方政府は土地の切り売りをするが、もはや残った農地は少なく、土地担保の借金はうなぎ登り」である（宮崎（2013）、63頁）と指摘されている。実際、地方政府が無造作に借りた債務は、中国銀行業監査管理委員会の調べで9.3兆元（156兆円）もあり、このうち3兆4、900億元（58兆円強）は2016年までに返済期限を迎える。従って、「もはや待ったなし」だという主張である。

おそらく上記の事情は市場経済を念頭に置いた場合の「待ったなし」の状況に違いない。確かに市場経済ならば「待ったなし」である。しかし中国は一党独裁体制の「社会主義国」であって、元来社会主義国の金融では「いつまでも待てる」のである。（コロナイによる）「ソフトな予算」のもとにある限りは破産も倒産もない（あり得るとすれば「ソフトな予算」という体制それ自体の解体である）。

いつでも多かれ少なかれ危機が叫ばれる中国で、そうした危機が表面化しないのは、どこかで危機を吸収し得る柔軟なメカニズムが存在しているからであり、当該メカニズムは中国政府の管理下であって吸収されていると見るべきものだろう。

第6は、「中国の銀行の不可解な貸し付け」であり、従って「中国の債務爆発は時間の問題」だという認識である。要するに真つ当な審査も担保も取ることをせず大金を責任不明の開発公社に貸し付けたという主張であって、当然「焦げ付くのは火を見るよりも明らか」だが、「親方日の丸」ならぬ「親方五星紅旗」だから大丈夫だと貸しまくったと述べられている。いうまでもなく、こうした事情は日本のバブル期の不動産融資と重なる側面を持っている。いわゆる「住専」（住宅金融専門会社）は、ほとんど何らの審査もしないで貸し付けを行ったといわれる。そうした場合、欧米や日本の金融機関はいわゆる「貸しはがし」行動を取って「債権」の回収に入る。だが、中国ではそうではなく「理財商品」の発行によって乗り切ろうとする。極めて高い利子に

よって「預金者のカネの転用」(宮崎 (2013)、65頁) を図るのである。しばしば「ネズミ講」と(欧米の経済ジャーナリズムから) 名付けられるこうしたスキームは当然無限には続かずいつかは「破綻」するだろう、債務爆発は時間の問題というわけである。

しかしながら、「ネズミ講」ならいつかは破綻するが、中国のスキームが破綻するか否かは自明ではない。十分な規模で経済が拡大していき、そのプロセスの中で「不良債権」の回収を(漸進的に) 図っていき、やがて清算されるのなら破綻しない。

第7は、「中国経済の不健全な構造」であって、要するに、格差の問題である。貨幣が大幅に供給されても貧困層には行き着かず、従って消費に回らず、富裕層は余った所得を資産の蓄積に注ぎ込むのであって、生産は過剰になるばかりで一向に格差の解消には向かわないというわけである。いうまでもなく、この点の指摘は正しい。だが、経済構造そのものの問題は背景として極めて重要だが、「バブルの崩壊」を防ぐ適切な政策や管理能力の問題とは次元が異なる。

最後に第8は、「汚職の問題」である。中国政府上層部の汚職の規模に関する確たる情報が存在するとは思えないが、断片的に流布される情報から判断すればその規模はほとんど想像を絶する。そして汚職によって手に入れた資産のうちかなりの規模は海外に逃避していく。いわゆるキャピタル・フライト(資本の逃避) である。大規模な資本の逃避が発生する発展途上国は原則として先進国に発展する可能性は乏しい(ただし、中国がそうした過去の経験則に当てはまるか否かは現時点では不明である)。この点の指摘もおそらくは正しいし、また中国政府の管理能力を疑うという意味での視点も正しいが、しかし、そうした疑いそれ自体が的確であるという保証は存在しない。正しいか否かの証明はおそらく政権の転換が起こらなければわからない。この問題もまた「バブルが崩壊」するか否かという問題とは次元が異なるというより他はない。

以上、宮崎 (2013) に依拠しながら、「網羅的」とはいえないが) いくつかの「中国バブルは崩壊する」という主張の検討を試みた。だが、「中国バブル崩壊」論が説得力に富んでいるとはいえない。また、上記のような主張が成立するなら明らかに資本係数を大きくするように働き、「バブルの崩壊」が容易に捕捉されることになるだろう。

さて、先の節で見た通り、日本やハンガリーで「バブルの崩壊」に直接に結びついた政策とは、「総量規制」(日本) であり「緊縮財政」(ハンガリー) であった。だが、改めて強調するまでもなく、「総量規制」や「緊縮財政」が執られたからといって「バブルの崩壊」が起こるわけではない。急激な貨幣量の収縮が「バブルの崩壊」に繋がっていくのは、第1に、貨幣を生産に結びつける機能や効率が失われているからであり、また第2には、政府の管理能力の欠如が存在するからである。通常、分権的な体制の国家では後者の政府の管理能力は(集権的な体制の国家に比べて) 劣っている(仮に管理能力に劣っている集権的な体制が存在していれば、その政権は持続可能性に欠け即座に崩壊するに違いない)。「バブル」が、資産関連価格がファンダメンタルな水準を上回って上昇する現象だと定義すれば、優れて分権的ないしは民主的な体制のもとで発生する現象であって、集権的な体制のもとでは起こらない(先に述べた通り、別の歪みとなって顕在化するはずである)。もともと「中国バブル崩壊論」は、中国の市場経済化と民主化が十分に進んでいることを前提にしなければ成立し得ない。(逆にいえば、仮に「中国バブルの崩壊」があったとすれば、中国の市場経済化と民主化が十分に進んでいることを示すことになる)。

4-2 貨幣の効率係数

われわれは先に、投機家と当局の行動に関する理論的な枠組みを設定し解の性質を調べたことがある¹⁸。当局の対処を示す式と投機家の調整行動を表わす式との連立微分方程式を解いてみるのである。

そうした分析を通じて明らかになったのは、メカニズムの働きによって均衡に到達する場合とそうではなく市場が激しく攪乱される場合が存在することである。そして後者の事態に際して、それを適切に防ぎ得るのはある条件を満たす場合だということである。

本稿の事態に即して表現すれば、当該条件とは、「バブル現象と思われる事態が発生した場合、当局が適切に対処し得るには、当局の流動性管理能力が投機家の調整能力の「数倍」におよぶ必要がある」ということである。そしてその「数倍」とは、われわれが「貨幣の効率係数」と呼んだ値の逆数を意味する。

「貨幣の効率係数」とは、「M2の増加分1単位が何単位のGDP増加を生み出すのか」を示す値に他ならない。

上記の説明から明らかなように、「貨幣の効率係数」の逆数とは、本稿で「貨幣の倍率」と呼んだ値に等しい。従って、当局がバブル現象に直面して適切に対処し得るためには「貨幣の倍率」に等しい（投機家の調整能力を上回る）管理能力を持つ必要があるということである。

本稿第1節で述べた通り、2009年の中国の「貨幣の倍率」は、5.029であって、「バブルの崩壊」が存在した日本の1987年の倍率4.059よりも大きく、また2007年のハンガリーの倍率0.999よりもはるかに大きい。上記の連立微分方程式の解の性質に即して表現すれば、市場が激しく攪乱され政府の介入なくしては事態の收拾が困難な場合に直面する可能性が大きいことを示唆している。

問題の根幹は、従って、中国政府の流動性管理能力の程度にかかっていると見てよい。先にふれた宮崎（2013）のように、中国政府が腐敗に塗れた政府だと見立てるのであれば、早晚「バブルの崩壊」は避けられないだろう。いうまでもなく民主的な市場経済の国で「貨幣の倍率」が5.029におよべば、そのようなバブル経済は速やかに崩壊するだろう。だが、依然として崩壊していないのは、中国が違った体制（社会主義体制）で動いているからであり、そのもとで強力な流動性管理能力を保有しているからであろう。

従って、本稿での検討の通り、「中国の崩壊」は視野に入れずとして「中国バブルの崩壊」を念頭に置けば、少なくとも本稿で精査した統計・データから判断する限り「中国バブルの崩壊」の兆候は見られないと考えるのが適切である¹⁹。

5 結論

本稿での検討から得られた結論は次の通りである。

(1) 本稿で分析対象とした国々は、先進工業国2カ国（アメリカ、日本）、漸進的改革を進めた体制移行国2カ国（中国、ハンガリー）、急進的改革を進めた体制移行国2カ国（ポーランド、

¹⁸ 詳細は、森田憲・陳雲（2014b）参照。

¹⁹ この点に関しては、森田憲・陳雲（2013）、（2014a）、（2014b）を併せ参照されたい。また、Shiller（2014）も有益である。

ロシア)の6カ国である。それら諸国のうち、アメリカ、日本、ハンガリーで「バブルの崩壊」が認められる。それらの国々では特定の時期に資本係数が3倍を超えて上昇している。

(2) 体制移行国のうち、ハンガリー(漸進的改革)とポーランド(急進的改革)とを比較して見ると、第1に、マクロ経済指標で見て明らかにポーランドがより厳しい改革をしたこと、第2に、ハンガリーがより外資利用型の改革であったこと(海外依存度が大きかったこと)、第3に、国民による改革への支持に大きな相違が認められること(ハンガリーの国民性は「悲観的であること」等文化的遺伝子の違いが指摘される)、といった相違が存在している。

(3) 比較的長期にわたってバブル崩壊の影響が認められるハンガリーと日本という2カ国に共通する重要な事実、ハンガリーの「緊縮政策」であり日本の「総量規制」であること、すなわち急激な貨幣の収縮であることがわかる。

(4) 「貨幣の効率係数」を用いて見ると、バブルの崩壊については政府当局の流動性管理能力の程度が大きく関わっていることがわかる。

(5) 「貨幣の倍率」、「資本係数」等々何れの指標を以て判断しても、中国(全土)のバブルの崩壊という兆候は認められない。

(6) また長江デルタ地域の3都市(上海、南京、杭州)の資本係数等を以て判断しても、それら諸都市にバブルの崩壊という兆候は認められない。

森田憲：広島大学名誉教授

陳雲：復旦大学国際関係与公共事務学院教授

(*) 本稿作成に際して、大久保良夫氏(日本証券業協会副会長)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、「中国国家社会科学基金」(課題番号：11BZZ043)の助成をいただいた。上記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。

参考文献

Aslund, A. (2002), *Building Capitalism: The Transformation of the Former Soviet Bloc*, Cambridge, Cambridge University Press.

Bozyk, P. (1989), *Marzenia i rzeczywistosc: Czy gospodarke polska mozna zreformowac*, Warszawa, SGPiS World Economic Research Institute Working Papers (森田憲訳、『ポーランド経済は改革可能か』、東京、同文館、1993年)。

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33巻第2号(11月)、1-55頁。

呉軍華(2005)、「不動産バブルと中国的改革」、*Business & Economic Review* (日本総研)(8月)。

哈利・邓特二世(2014)、『2014-2019經濟大懸崖』、台北、台湾商周文化出版。

- 堀江正人 (2010)、「ポーランド経済の現状と今後の展望」、三菱UFJリサーチ&コンサルティング『調査レポート』(10月28日)。
- 堀林巧 (1999)、「ハンガリー—体制転換の軌跡・1990~98年」、小山洋司編、『東欧経済』、京都、世界思想社、141-163頁。
- 堀林巧 (2009)、「ハンガリーの政治経済：「1989年」から20年後の動向」、『金沢大学経済論集』、第30巻第1号、181-217頁。
- 木戸蓊・伊東孝之 (1977)、「第二次世界大戦後の東欧」、矢田俊隆編、『東欧史 (新版)』、東京、山川出版社、437-537頁。
- 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。
- Lavigne, M. (1995), *The Economics of Transition: From Socialist Economy to Market Economy*, London, Macmillan (栖原学訳、『移行の経済学：社会主義経済から市場経済へ』、東京、日本評論社、2001年)。
- 刘海影 (2014)、「如何定义中国房地产泡沫?」、FT中文网、<http://www.ftchinese.com/story/001055921>
- 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。
- 宮崎正弘 (2010)、『上海バブルは崩壊する—ゆがんだ中国資本主義の正体』、東京、清流出版。
- 宮崎正弘 (2013)、『中国バブル崩壊が始まった』、東京、海竜社。
- 森田憲 (1979)、「投機の経済分析」、『アジア経済』、第20巻第7号 (7月)、2-23頁。
- 森田憲 (1997)、「ポーランドの市場経済体制移行：「バルツェロビチ・プログラム」をめぐる」、『国際協力研究誌』(広島大学)、第3巻第1号 (3月)、137-149頁。
- 森田憲 (2002)、『中欧の経済改革と商品先物市場』、東京、多賀出版。
- 森田憲・陳雲 (2009)、『中国の経済改革と資本市場』、東京、多賀出版。
- 森田憲・陳雲 (2013)、「中国のバブル現象の経済分析」、『広島大学経済論叢』、第37巻第2号 (11月)、1-24頁。
- 森田憲・陳雲 (2014a)、「中国の国家資本主義とバブル現象」、『広島大学経済論叢』、第38巻第1号 (7月)、1-23頁。
- 森田憲・陳雲 (2014b)、「中国バブルの政治経済学」、『修道商学』、第55巻第1号 (9月)、53-75頁。
- 野口悠紀雄 (1992)、『バブルの経済学：日本経済に何が起こったのか』、東京、日本経済新聞社。
- Shiller, R. J. (2008), *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton, Princeton University Press (黒坂佳央監訳『バブルの正しい防ぎ方：金融民主主義のすすめ』、東京、日本評論社、2014年)。
- 田口雅弘 (1999)、「ポーランド」、小山洋司 (編)『東欧経済』、京都、世界思想社、114-140頁。
- 田口雅弘 (2005)、『ポーランド体制転換論：システム崩壊と生成の政治経済学』、東京、御茶の水書房。
- 谢国忠 (2014)、「既得利益者希望维持中国的资产泡沫」、谢国忠博客、<http://xieguozhong.blog.caixin.com/archives/4143>。
- 张庭宾 (2013)、「中国楼市泡沫或将在2015年前破灭」、『第一财经日报』(12月21日)。