

中国・日本資産バブルの比較

国際経済研究科 政策管理専攻
指導教員 清水 千弘
学籍番号 1082220148 楊怡菁

本研究の課題：

本研究は、現在中国が置かれている経済環境と 1980 年代中頃からバブル経験した日本を比較することで、中国は日本と同じようにバブル崩壊後、経済が深刻な不況に直面するののかといったことを明らかにすることを目的とした。

関連した先行研究を網羅的にサーベイするとともに、中国・日本のバブルに関する様々な資料やデータを収集・整理することから始めた。とりわけ、中国では、株価や地価に代表される資産価格に、バブル的な現象が見受けられるようになってきたことから、日本のバブル経済期における資産価格の変動と併せて比較研究を行った。また、株価や地価に代表される日本資産価格の下落が経済の実体面に対してどのような影響を及ぼし、景気変動を引き起こしたのかを実証的に解明していった。さらに、中国経済の特徴と結びつけ、中国は資産市場で下落ショックが発生した時に、日本と同じような経路を経て、実物経済へと伝播していくのかを検証した。その方法としては、経済を構成する個々のマイクロ経済主体の行動に焦点をあてた分析を行い、それを通じて、マクロ経済にどんな影響を及ぼしたのかを考察した。それによって、日本の資産バブル崩壊後に起こる経済不況のメカニズムをモデル化した。そして、設定されたモデルに基づき、中国がバブル崩壊に

おいて長期的な経済不況に陥る可能性があるのかを分析した。

本研究の構成：

本研究は、六章から構成される。第一章は序論として、本研究のねらいと研究方法を整理した。第二章においては、バブルに関するこれまでの議論を整理するとともに、バブルの概念を明確にした上で、バブル経済に影響する要因を検討し、バブル経済の特徴を浮き彫りにした。

第三章では、近年の中国経済と 1980 年代の後半から 1990 年代初期の日本経済の歩みを比較するとともに、第四章以降の実証分析の準備段階として株価、地価に代表される資産価格の動きに焦点をあてた分析を行った。

第四章は、両国の株式市場や不動産市場のバブルの発生を評価することが出来るものとして抽出した六つの経済指標を選定し、それらを比較することによって、いまの中国のバブルの発生は、日本の 80-90 年代の水準に達しているのかについて実証的な分析を行った。

第五章では、日本における資産市場から実物経済への波及経路についてのモデル化を行うとともに、日本資産バブル崩壊に起こる経済不況のメカニズムを確認した。そして、このように設定されたモデルに基づき、現在の中国の経済特性を踏まえて、

日本との比較検討を行い、そのメカニズムは中国に対して適用性があるのかどうかを検討した。そして、第六章は結論として、本研究の成果を取りまとめた。

一連の分析を通じた比較研究の結果に基づいて、中国は日本と同じようにバブル経済崩壊後の長い時期をわたって経済不況に陥るであろうかについて、私見も交えてとりまとめを行った。

結論：

本研究はバブル崩壊後の日本における論争を整理したうえで、中国における資産価格下落後の経済の行方を模索することを目的とした。したがって、まず、中国経済のバブルの発生程度を示すことができる指標を選択し分析した。具体的には、両国の株式市場や不動産市場のバブル発生程度を評価することができると予想される六つの指標を選定し、検討した。

得られた結果をみると、現在の中国の株式市場と不動産市場のバブルの程度は、1980～90年代初期の日本のバブルの状況よりは小さいことがわかった。

続いて、日本における株式市場及び不動産市場の崩壊による実物経済への波及経路についてのモデル化を行った。そして、中国の経済特性を踏まえて、日本との比較検討を行った。

分析の結果、日中の中で金融規制、経済発展段階、資本ストック、要素価格などいくつかの相違点があり、需給メカニズムからは、中国で資産バブル崩壊したときには、経済が停滞する可能性が低いことが分かった。しかし、不安な要素がないわけではない。

近年、中国は長期にわたった元安傾向が終焉した。それによって、安価な労働力を

目当てにしてきた、海外の企業の中国への直接投資が減少することが危惧される。また、中国では製造業は、労働集約的な低付加価値産業を基幹産業とした。つまり、元切り上げによる中国生産のコスト増により、世界企業の中国生産によるメリットが減少し、生産拠点の見直しが行われ、輸出が減少する可能性がある。そして、近年、中国の株式市場と不動産市場の価格上昇は、国民経済の高成長に牽引されている一方、外貨準備の積み上がりや海外からのホットマネー流入などによる過剰流動性の存在が資産価格市場の急騰を引き起こしていることも否定できない。そのため、中国のCPIが、2007年下半期以来上昇のペースを強めているのは、過剰流動性は資産市場から消費市場へと移行し拡大していくことを示唆している。もっとも大きな問題は、金融機関が不動産担保融資を拡大させている点である。金融機関が投資的な不動産取引や株式の取引には参加していないが、企業または個人の不動産担保融資を拡大させている。中国人民銀行の統計によると、去年上半期の貸出額は前年末比で2倍に達した。国有銀行の不良債権比率を融資総額の20%前半としているが、西側基準では40-50%に上がっているとの見方もある。資産価格が下落することで、日本と同じような不良債権問題が発生することも考えられる。その場合には、やはり、金融システムが不安定となり、日本や米国、欧州と同じように、景気停滞に陥る可能性は否定できない。プラザ合意後の日本がそうであったが、円高による景気後退を回避するために金融勘皮を行った結果、逆に資産バブルが発生するようなことが起こった。同じように、金融政策が失敗すると、資産バブルを加速させる可能性もある。

本研究ではここ数年のデータだけに限って検討したため、限界も残る。より期間を拡大した分析やバブルの発生メカニズムに関する問題は、今後の課題としたい。