

# グローバル不均衡の中の中国経済 —動学的効率性と不動産市場—

神戸大学大学院 経済学研究科 梶谷 懐

本稿では、世界的な金融危機の発生以降改めてクローズアップされることになった「グローバル不均衡」の問題を、資産市場におけるバブルの発生や地方政府によるレント・シーキング行動など、中国の国内問題との関連性に注目しながら論じていく。

## 1. 21 世紀のグローバル不均衡と中国

グローバル不均衡とは、世界的な貿易の拡大と共に、地域間で国際収支の大きな不均衡が生じている現象をさすが、より具体的には、特に 21 世紀に入ってから、アメリカの貿易赤字が拡大する一方で、BRICS などの新興国、さらには産油国などがアメリカの貿易赤字と対応するような巨額の経常収支黒字を記録している現象をいう。谷内 (2009) によれば、グローバル不均衡は、①国際的な貿易の不均衡であると同時に、②国際的な資本の流れの不均衡、③国際的な貯蓄投資バランスの不均衡（貯蓄不足・貯蓄過剰）を意味するとされる。特に③の問題はバーナンキ F R B 議長が”Global Saving Glut”と呼んだことで世界的な関心を呼ぶようになった(Bernanke, 2005)。

このような国際的な不均衡が拡大することになった一つのきっかけは、1990 年代にアジア通貨危機に代表されるような大きな通貨危機が相次いで生じたことが挙げられる。ドルに対する固定相場制を採用する一方、海外資本を積極的に呼び込むことを通じて高成長を続けてきた東アジアの新興国の資本市場をめぐる状況は、1997 年のアジア金融危機後に大きく変化した。タイ・韓国など金融危機によって大きな打撃を受けた国は投資に対して慎重な姿勢が目立つようになり、純債務国から純債権国へと転じた。危機後も旺盛な国内投資が続いた中国も、為替レートを低めの水準でドルにペッグすることを通じて、持続的な経常収支の黒字を記録すると共に多額の外貨準備を蓄えるようになった(Mckinnon, 2005、谷内 2009)。

そして、これらの東アジア諸国の外貨準備の多くはアメリカ国債などに投資されたため、アメリカは、長期金利を低い水準に抑えたまま、旺盛な内需による長期的な好景気を楽しむことができるようになったのである。

このような、事実上のドル・ペッグ制を採用している東アジアの新興国からの資金流入が事実上アメリカの経常収支赤字を支えるという 1990 年代の金融危機後の国際通貨体制を、「新しいブレトン・ウッズ体制」ともいうべき一種の固定相場制としてとらえ、世界経済の安定化に寄与するものだとして積極的な評価を与えたのが、ドーレイほか (Dooley=Folkerts-Landau=Garber,2003)である。

彼らの提唱する「新しいブレトン・ウッズ体制 (ブレトン・ウッズ 2.0)」の下で、新興国は為替レートおよび国内物価水準を安定させることができ、一方アメリカは貿易不均衡の調整に気をとられることなく国内経済の安定に専念できる。このように、お互いにメリットをもたらすものである以上、現在の国際通貨体制は持続可能なものである、というわけである。

一方、これら東アジアの新興国が、その経済成長の過程で経常収支が大幅な黒字のまま推移するとは考えにくいことから、このままではいずれ大幅なドルの下落（「ドル危機」）など何らかのカタストロフが避けられないのではないか、という議論も存在する。

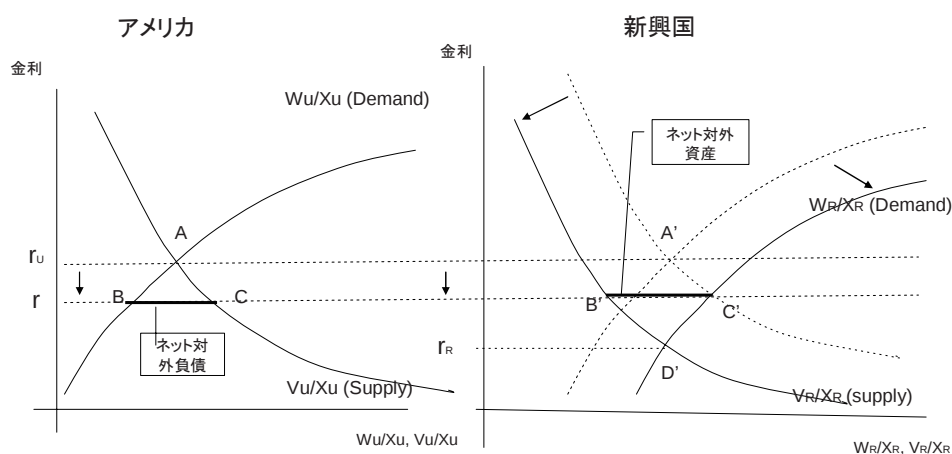
その代表的なものがオブストフェルド=ロゴフ (Obstfeld-Rogoff, 2004)である。彼らは、GDP の約 6%という現在の経常収支赤字のレベルを、持続可能な水準だと考えられる約 3%にまで引き下げるためには、ドルが実効レベルで 30%ほど（より短期間で調整が行われる場合は 40－50%）切り下げられなければならないという試算を示し、そのような大幅な為替調整が短期間で行われる場合のアメリカおよび世界経済に与えるインパクトについて警鐘を鳴らした。

このようなグローバル不均衡が持続することの問題点の一つは、債権国の資産のほとんどが自国通貨建てではなくドル資産によって保有されている点にある。アイケングリーンとハウスマン (Eichengreen=Hausmann,2004)は、このような新興工業国が債務を自国建てで行えない現象を「原罪 (Original Sin)」と名づけ、為替制度の柔軟性を損い、安定した経済成長の足かせとなっていることを指摘している。また伊藤=林 (2006)は、同様の現象を「通貨のミスマッチ」と呼び、これに国際金融市場で長期の資金調達に難しいため短期資金の借り換えに依存しなければならないという「期間のミスマッチ」を加えた「二重のミスマッチ」を解消するために、アジア諸国が自国建て通貨で債務を調達できる「アジア債券市場」を創設する必要性を訴えている。さらにマッキノン (McKinnon,2005)は、債権国が資産運用の多くをドル建て債権で購入しているため、自国通貨の対ドルレートの増加を恐れて低金利政策を採らざるを得ないなど金融政策の自立性が縛られるというジレンマ

(Conflicted Virtue)が生じることを指摘している。

一方、カバレロほか(Caballero,et.al., 2008a)、竹森 (2008)などは、新興国における資本市場の未成熟とそこから生じる投資機会の喪失こそが、このような「グローバル不均衡」の主要な原因であり、ひいては 2007 年のサブプライム・ショック以降の米国発の金融危機の背景となった世界的な過剰流動性の状況を作り出したのではないか、という議論を展開している。

図 1 Metzler Diagram による分析



出所: Caballero, et.al.,2008a

カバレロらは、高成長を続ける新興国の投資収益率が低下するとき、魅力的な投資対象を提供できる先進国（具体的にはアメリカ）への資本流入が生じ、そのことが世界的な低金利と経常収支の不均衡拡大の原因になっているということを理論モデルによって示した。さらにカバレロらは、原油価格などのバブルが生じることが世界全体の成長率を高める働きを持つことを示した(Caballero,et.al., 2008b)。

以下、彼らの議論を二国間の国際資金移動に関するモデル（メツラー・ダイアグラム）で示そう。

上図 1 の背景となっているのは U 国（アメリカ）と R 国（新興国）の 2 国間モデルである。両国の資本市場が実質金利  $r$  の水準で均衡しているとする。何らかの原因により R 国の投資収益率が大きく低下したとすると、R 国内の資産需要曲線と供給曲線は共に下方シ

フトするため、均衡金利水準は大きく低下する。このとき、R国内の資金は収益の高いU国内の資産購入に向かうため、U国の資産価格は上昇し、金利水準は低下する。そして、R国のネット対外資産額とU国のネット対外負債がつりあう水準でグローバルな資本市場の金利は決定され、経済は均衡状態となる。

そして、R国、U国のネット対外資産額／負債額の増加分はそれぞれ両国の経常収支黒字／赤字額となる。カバレロらは、たとえばR国が資本市場の発達を伴わないまま急激に経済成長をとげるという状況の下で、このような投資収益率の低下が生じることを示した。

一方、プラサド＝ラジャン＝サブ라마ニアンら(Prasad=Rajan=Subramanian,2007)は、このようなグローバル不均衡が生じてきた背景について実証分析を行い、いくつか重要なファクトファインディングを行っている。

彼らはまず、世界各国を経常収支の黒字国と赤字国とに分類し、それぞれのグループの1970年以降の平均所得を比較した。その結果、1980年代半ばまでは明らかに経常収支の黒字国の平均所得が高かったのに、それ以降両者の数字は接近し、特に2000年前後からは経常収支の赤字国の平均所得が黒字国のそれを上回るという逆転現象が生じていることを示した<sup>1</sup>。

さらに彼らは、クロスセクションの各国のデータを用いて各国の一人当たりGDP成長率を被説明変数とした回帰分析を行い、経常収支の動向が成長率に与える影響を調べた<sup>2</sup>。その結果、ネットの経常収支の額は成長率と正の相関を持つ、すなわち高い成長率の国から低い成長率の国への資金が流出するという現象がみられることを示した。これらの分析結果は、資本が過剰な先進国から資本不足の途上国に資本が流入することにより高成長を実現できる、という新古典派モデルの結論とは大きく異なっている。

プラサドらの論文の中では、もう一つ興味深い研究結果が紹介されている。各国の各種産業における成長率を被説明変数に、それらの産業の海外資金への依存度に国内の金融深化の指標を乗じたものを説明変数にした回帰分析を行い、国内における金融市場の発展が

---

<sup>1</sup> その大きな要因は中国から先進国からの資金流出が拡大したことであるが、サンプルからアメリカと中国を除いても、2000年以降は資金の受け手と出し手の関係は接近している。

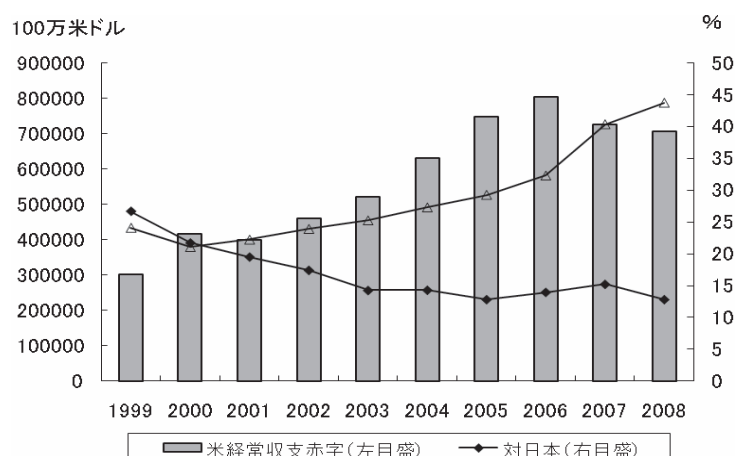
<sup>2</sup> OLSによる推計は1970年から2004年までの平均値を用いて行われたが、同期間中のパネルデータを用いたGMMによる推定も行われている。後者の推定結果では経常収支は有意にならないものが多いが、符号はほとんどのケースにおいて正であるという結果が得られている。

不十分な状況の下では、外国からの資本の流入はむしろ産業の発展にマイナスの影響を与えることを明らかにしたのである。

この一見常識とは異なる結果について、彼らは次のような説明を加えている。まず一つの原因として、急速な資金流入により為替レートの増価が生じ、輸出産業が打撃を受けるというメカニズムが生じることが考えられる。もう一つの原因は、新興国の内部での金融市場の発達が十分ではないために、急激に流入した資金が効率的に配分されず、必ずしも成長に寄与しないと考えられる点である。

金融市場が整備されていない新興国が、輸出主導型の成長を急激に遂げた（成長の飛躍）ことが、21世紀になって急速にアメリカの大きな経常収支赤字を、新興国の黒字が埋めるという現象が広がり、国際収支の不均衡が拡大していった原因として重要だ、というプラサダらの結論は、先に見たカバレロらの理論的な研究とも整合的なものだといえるだろう。

図2 米経常収支赤字額とその内訳



出所： U.S. Department of Commerce Bureau of Economic Analysis ウェブサイト  
(<http://www.bea.gov/index.htm>)より。

以上みてきたような、アメリカに対する資金の出し手となった新興国にはロシアや中東諸国など資源価格の高騰によって急成長を遂げた国も含まれるが、ここ急速に対米黒字を拡大した存在として中国が重要な位置を占めることはいままでのない。図2を見れば、2001年以降アメリカの経常赤字額のうち対中国のものが占める割合が日本を抜き、年々増加していていることがわかる。

では、このようなグローバル不均衡の問題は、中国国内の財政・金融政策の動きとどのように関係しているのだろうか？すでに述べたように、カバレロらは新興国内部における投資機会の不足こそがグローバルな不均衡をもたらす原因であるという議論を展開しているが、これが果たして妥当なものであるかどうかは検討が必要であろう<sup>3</sup>。

グローバルな流動性過剰が国内の流動性過剰と連動しているのは疑問の余地がないにしても、中国の国内の投資飽和状態が海外への資金流出をもたらし、世界的な流動性過剰をもたらすのか、あるいはアメリカの金融緩和政策と消費拡大が中国国内の過剰流動性を誘発し、投資飽和状態をもたらすのか、ということを改めて問うことには政策的に重要な意味があると考えられる。というのも、中国の経常収支黒字の拡大の背景には、もちろん工業製品を中心とした近年の対米輸出の急速な拡大があるが、これについては常に人民元の過小評価の問題がその有力な原因として指摘されてきたからである。

仮に後者の可能性が正しい、すなわちアメリカの金融緩和政策と消費拡大が中国国内の過剰流動性を誘発しているのだとしたら、中国国内における過剰流動性は、中国が事実上のドル・ペッグ制を採用することにより、アメリカの緩和的な金融政策が輸入されることから生じてきたものと解釈できる。したがって、中国が今後柔軟な為替政策を採用することによって、国内の過剰流動性の問題もある程度解決されと考えられよう。しかし、中国からアメリカへの資本流入が国内のISバランスによる構造的なものであるならば、為替レートの柔軟化はそれほど国際収支の不均衡是正には寄与せず、むしろ国内における内需拡大政策のほうが有効だということになる。

この点に関して小川(2009)は、中国国内の賃金・物価が伸縮的かどうか、という点から以上の点を検証することを提唱している。もし国内経済において賃金や物価が伸縮的であるならば、GDPは完全雇用水準に落ち着き、それを基に貯蓄の大きさが決まり、貯蓄投資ギャップから経常収支が決定されるため、為替レートの変動は経常収支の大きさに影響を及ぼさないはずだからである。小川は、実証研究の結果、中国内の賃金・物価は十分に伸縮的であり、上記のようなメカニズムが働くことが示されたとしている。

次節以降では、このような問題に対して別の角度から検討を行うために、グローバル不均衡の問題と、地方政府による積極的な投資活動を中心とした中国の国内要因との関連を

---

<sup>3</sup> 中国経済増長と宏観安定仮題組(2008)は、カバレロらのモデルの枠組みを用いながら、グローバルな不均衡はむしろ基軸通貨国であるアメリカの拡張的な財政・金融政策によって引き起こされたものだという議論を展開している。

論じていく。

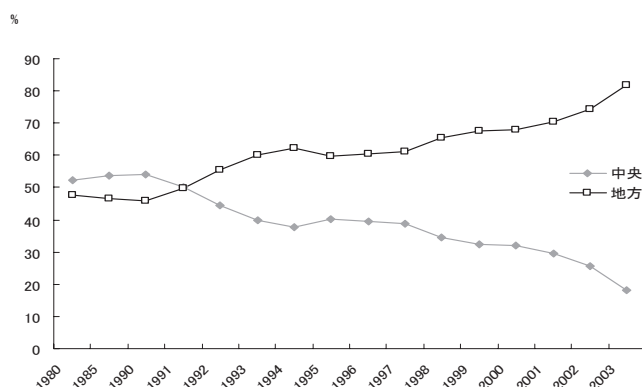
## 2. 積極果敢な中国の地方政府

ここで、改革開放以降のこれまでの中国の経済発展において地方政府が果たしてきた、そして今後果たしていくであろう役割について、簡単にまとめておこう。

竹森(2007)は、「ナイトの不確実」が支配する状況の下で、積極果敢にリスクを引き受ける経済主体が存在せず、ほとんどの投資家にとって国債や預金といった安全資産への志向が高まるとき（「質への逃避」）、経済全体がデフレ不況の罠に陥っていく可能性を示唆した。竹森は、1990年代後半に相次いで起こった通貨危機後、世界経済全体を「質への投資」という言葉で表現される悲観主義が覆っている状況において、それを打ち消す役割を果たしたのがグリーンズパン議長率いるアメリカ連邦準備理事会（F R B）の、「最後の貸し手」としての積極果敢な流動性供給であったとしている<sup>4</sup>。

かつての通貨危機後のアメリカ経済、ひいては世界経済を「悲観主義」から「楽観主義」へと大きく反転させた最大のアクターが、竹森が指摘するようにアメリカ連銀による積極的な金融緩和だったとしたら、現在までの中国経済の「楽観主義」を支えてきた主体は何であったのだろうか。

図3 基本建設投資の中央—地方比率



（出所）国家統計局編『中国統計年鑑』各年版。

<sup>4</sup> もちろんその行為がサブプライムローンにつながるバブルの原因をもたらしたとして批判の対象となったわけだが、ここではとりあえずそのことは置いておく。

おそらく、そこで最も重要だったのは、中央銀行や中央政府でもなければ、あるいは 2006 年来の株式ブームでにわかに注目された個人投資家でもなかった。改革開放期の中国においては、地方政府および銀行や不動産業者などからなる「コーポラティズム」的な一種の政財複合体こそが、一貫して「積極果敢な楽観主義者」としての役割を果たしてきた、すなわち、消費需要が伸び悩む状況の下で、積極な投資拡大行動によって高成長を牽引してきたと考えられるからである。

図 3 を見れば、1990 年代に入って基本建設投資に占める地方投資の比率が中央によるものを上回っており、その比率は年を追って拡大していることがわかる<sup>5</sup>。社会的セーフティネットの構築が不十分なもとで高成長を続けており、所得の上昇分に比べて国内消費が伸び悩んでいる現在の中国にとって、地方政府主導で行われる固定資産投資こそが、その高成長を支える国内需要の最大要因になっているといつてよい。

もちろん、このような地方政府の「楽観主義」は、「投資飢餓症」とよばれた過剰投資や、国有企業などに対するソフトな信用供与がインフレをもたらすなど、しばしば「暴走」とも言うべき現象をもたらしたことはすでに見たとおりである。このため、朱鎔基前首相のように、中央集権的な立場からそれになんとか「重石」を載せようと試みた指導者も存在した。しかしながら、2002 年に朱鎔基が退陣すると、ほぼ同時期に行われたアメリカにおける金融緩和＝超低金利政策の影響もあり、国内外の過剰流動性が資産市場に流れ込むようになり、不動産開発ブームや株式市場の高騰といった資産バブルが一気に加熱していったのである。

---

<sup>5</sup> ここで「中央（地方）に所属する固定資産投資」とは、中央（地方）政府予算による投資のほかに、それぞれの政府が管轄する国有企業などによる固定資産投資も含まれている。

### 3. 中国国内の過剰投資と「動学的非効率性」

さて、地方政府が「積極果敢な楽観主義者」の役割を果たしたといっても、改革開放初期（1980年代）の段階と、1990年代の朱鎔基らによる制度改革を経た後の中国とでは、その役割の意味合いは大きく異なっている。

もちろん 1980 年代の地方主導の発展パターンと、1990 年代以降のそれには、以下のよう多くの共通点も存在していた。

1. 市場が完全競争の状態になく、政府規制によるレント発生の余地が絶えず存在している。
2. 正規の税収が不十分な状況の下で、地方政府は自主財源の拡大を目標とした経済アクターとして行動する。
3. 効率的な金融システムが存在しない状況の下で、地方政府の地元金融機関への働きかけを通じた「資金動員」が、地域経済に大きな影響を与える。

しかし、両者の間にはまた大きな違いも存在している。一つ目は、地方政府が、どのような市場介入によって「レント」を生み出しているか、という点についての違いである。大まかに言うと、1980 年代の発展パターンは、地方政府が地元金融機関への介入を通じて地元企業の成長を後押しする、という点が特徴的であった。このような 1980 年代の地方主導の経済発展は、時に地方に対する中央のコントロール不能をもたらしたものの、地方間の激しい競争が企業部門の生産性向上をもたらし、地域の利用可能な資金を、中央銀行からのファイナンスに頼らない形で増加させるという側面を持っていた。

それに対し、1990 年代半ば以降には、地方政府の企業部門への介入が生産性向上に寄与する余地がなくなり、代わって農民への負担押し付け、あるいは土地収用を通じたレント獲得といった非生産的なレント・シーキング行為が目立つようになったものと考えられる。

しかし、そこで一つ大きな疑問が生じよう。そのようなレント・シーキングによる非効率性が深刻であるならば、なぜ 1990 年代後半以降も中国は 10%前後の高い成長率を維持することができたのか？という点である。

ここで疑問を解く一つの鍵になると考えられるのが、前節で論じたような、グローバル不均衡の状態が持続することによって生じると考えられる、国内経済の「動学的非効率性」

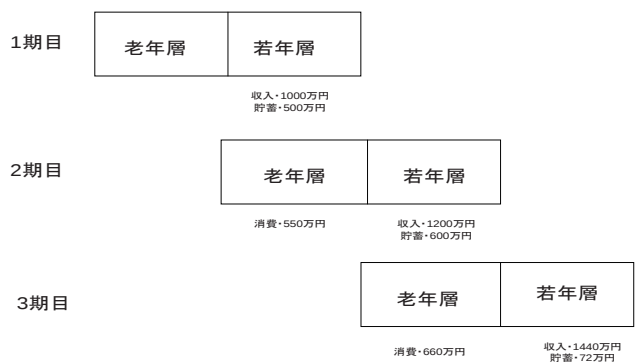
の問題である<sup>6</sup>。

動学的非効率性とは、分権的な経済において投資が飽和状態にあるとき、市場取引を通じては異時点間の資源配分についてパレート最適な配分が実現されず、政府などが強制的に構成員間の資源再配分を行うことにより、構成員全体の厚生を向上させる余地がある状態のことをさす（ローマー,1986）。

この動学的非効率性における資源配分の問題を説明するに当たっては、チロル（Tirol,1985）などに代表されるように、いわゆる世代重複モデルがしばしば用いられる。

このモデルでは、人はみな若年期と老年期の二期間を生きると仮定する。すなわち、若年期に働いて収入を得たあと、その一部を消費し、老年期には若年期に蓄えておいた貯蓄を取り崩して生活する、と考えるのである。今、上述のように投資が経済全体で飽和状態にあり、実物投資の収益率が低く、したがって貯蓄金利も経済成長率を下回っているケースを考えよう。また、世代間の人口比率は変化がなく一定だと考える。このようなケースにおいても、若年層の人々は老年期に自分が行う消費のために、低い金利のもとで貯蓄を行わざるを得ない（図4）。

図4 世代重複モデル I



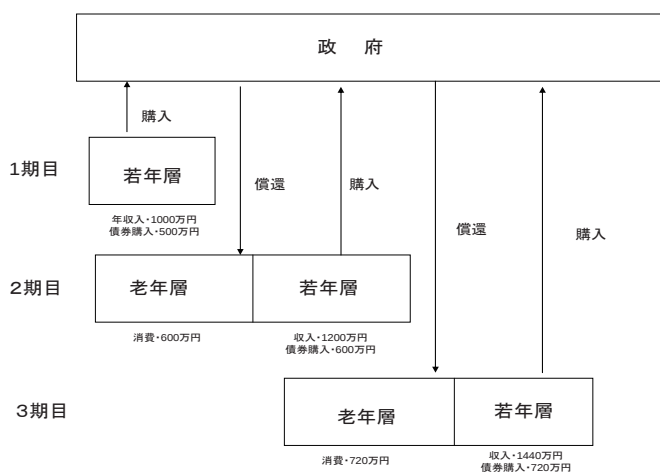
出所： 筆者作成

（注）収入は1期あたり20%で成長する一方、金融機関に預けた場合の金利は1期あたり10%であると仮定している。

<sup>6</sup> 以下の議論は、基本的に竹森(2008)やカバレロらの先行研究に依拠している。

しかしこのとき、たとえば政府が、毎期ごとに国債を発行し、経済成長率と同じ金利を上乗せした額での償還を約束して若年層に販売する、という方法を繰り返すことを通じて、経済全体の資源配分の効率性を改善し、図4の状態に比べ、すべての世代の人々の消費水準を向上させることが可能である（図5）。経済が「動学的に非効率な状態」にあるとは、このような状況のことにほかならない。

図5 モデルⅡ：政府が経済成長率に等しい利払いの債券を発行するケース



出所： 筆者作成。

さらには、上記のように政府が半ば強制的な資源再配分を行わなくても、各経済主体が経済成長に連動して価値が上昇するような資産、たとえば不動産資産の購入を次々と繰り返すことを通じて、動学的非効率性を解消し、経済主体全員の厚生水準を向上させることが可能である。チロルは、このとき世代間で効率的な資金移転を行うためには、本来ファンダメンタルな価値を持たないはずの資産が、一定の価値を持ち、しかもその価値が時間の経過と共に拡大していくものとして取引されることが必要であることを証明した。これがいわゆる「合理的バブル」の発生にほかならない。

それではこのような動学的非効率性およびそれによって生じる「合理的バブル」は、現実の経済においてもみられる現象なのだろうか？

一般的には、ある経済において実質成長率が実質投資収益率を上回っている状態にあることが、動学的に非効率性にあることの条件である、とされることが多い（竹森、2008）。動学的効率性が満たされていない状態とは、投資がすでに過剰になっている状態のことだとするならば、その状態では実質投資収益率は低くなり、ついには経済成長率を下回ってしまうはずだからである。そして競争的な資本市場の下で投資に対する課税が存在しないとき、実質投資収益率は実質金利に等しいはずである。

しかし、エイベル＝マンキュー＝サマーズ＝ゼックハウザー（Abel=Mankiw=Summers=Zeckhauser、1989）の指摘するように、この条件は不確実性の存在などにより資本市場が完全ではなかったり、中国のように政府によって金利が低い水準に規制されたりしている場合には、必ずしも成立しない。彼らは、それに代わり、資本市場が不完全であっても成立する動学的非効率性の条件として、粗投資率が資本の分配率を上回っているという条件を示した<sup>7</sup>。資本部門が生産の増加分以上に資源を消費するような経済は投資が過剰であり、動学的な効率性が満たされていないと考えられるからである（ローマー、1998）。

エイベルらは、1960年から1984年にかけてのOECD加盟国のデータを用いて実際に動学的効率性の推計を行い、例えば高度成長期の日本のような投資率の高い経済であっても、それを上回るような高い資本分配率が見られるため、実際に動学的非効率が成立しているわけではないことを示している。

一方、竹森(2008)は、上述のラジャン＝プラサドの研究などを引用しながら、21世紀になって急速に台頭したいわゆるBRICSといわれる新興国は、「成長への飛躍」という現象を経験しており、高所得が安定的なものであるという確信が持てないこと、および国内に高収益な投資先を見つけられないことなどの理由から、慢性的に貯蓄が過剰であり、動学的に非効率だといってもよい状況にあるのではないかと指摘している。しかし、筆者の知る限りでは、エイベルらの用いた定義を用いて、中国を含む新興国における「動学的効率性」の条件を検討した実証研究は今のところ存在しない。

そこで以下では、このような「動学的非効率性」の条件が中国において実際に成立して

---

<sup>7</sup> 今、 $n > r$ .....① が成立しているとする（ $n$ :人口成長率、 $r$ :金利）。均整成長過程のもとでは、 $n = dK/K = dY/Y$  が成立しているので、 $n = dK/K > r$  両辺に、 $K/Y$  を乗じて、 $(dK/K)(K/Y) > (rK)/Y$  ここで  $dK = I$  なので、 $I/Y > (rK)/Y$  となり、①の条件は投資率＞資本分配率、という条件に等しくなる。

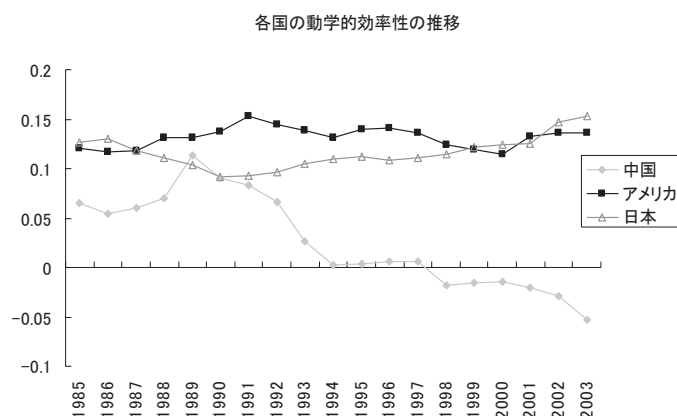
いるのか、省ごとのデータを用いて検証してみよう。まず、各地域の粗投資率が資本の収益率を上回っているかどうか、という基準を用いて、中国全体の動学的非効率性の状況を、日本、アメリカのデータと比較してみる。ここでは、エイベルらの研究に従い、粗資本収益と粗投資額の差を求め、その対GDP比をグラフに示すことにした（図6）。グラフが負の値をとれば、その経済は動学的に非効率な状況にあることを示している。

ここでの「粗資本収益」は、国民所得に固定資本減耗分を加え、雇用者報酬と、営業者の労働報酬を控除したものとして、また粗投資率はGDPに占める「固定資本形成総額」の比率として計算している。数値はいずれもそれぞれの名目値を用いている。

このうち、アメリカ・日本のデータは93SNAによる統計を用いている。93SNAでは、雇用者報酬には経営者の労働報酬は含まれていないので、アメリカおよび日本のデータを用いて資本の収益率を計算する際には、その分を差し引く必要がある。ただし、日本のデータでは経営者の労働報酬に関する数字が得られなかったため、資本の収益率を過大に評価している可能性がある。

一方、中国については、1993年以降2002年までは旧SNAとSNA93の二つの系列による国民経済計算のデータが得られるが、ここでは旧SNAに基づく数字を用いている。旧SNA系列のデータを用いたのは、より長期にわたってデータが得られること以外に、旧SNAでは「労働報酬」には経営者の労働報酬に関する部分も含まれていることを考慮したためでもある。（許、2009）

図6 各国の動学的効率性の推移

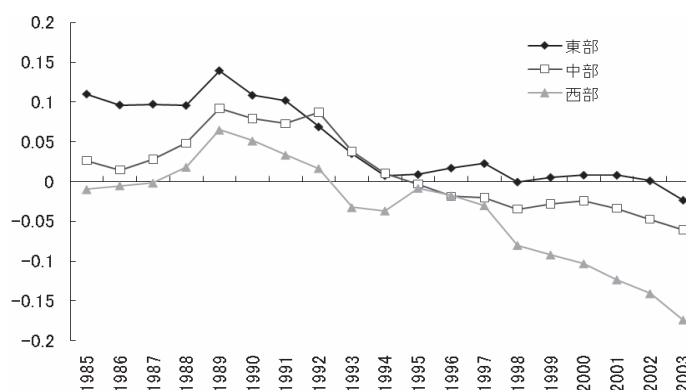


出所：中国国家统计局国民经济核算司編（2003）

図 6 を見る限り、中国国内の動学的効率性をめぐる条件は日本・アメリカに比べ、1980年代はそれほど差が見られるわけではないが、1990年代後半から急速に低下し、動学的効率性が満たされない状況が生まれていることがわかる<sup>8</sup>。

次に、東部・中部・西部という地域ごとのデータを用いて<sup>9</sup>、それぞれの動学的非効率性の動向をみてみよう（図 7）。

図 7 各地域の動学的効率性の推移



出所： 中国国家统计局国民经济核算司編（1996）

中国国家统计局国民经济核算司編（2003）

この図からは、東部は 1990 年ごろまでは動学的に効率的、すなわち資本過剰とはいえない状態にあったことがわかる。しかし、1990 年代後半以降は北京などを中心いくつかの東部の省においても次第に資本過剰の状況が出現するようになり、近年では東部全体でも粗投資率が資本の分配率とほぼ同じという状況が続いている。また中部および西部は 1990 年代以降一貫して動学的効率性の指標は低下する傾向がある。

特に西部地域は、1990 年代後半以降に深刻な「資本過剰」の状況に見舞われているとい

<sup>8</sup>中国は 2004 年より大きく資本の分配率が上昇している。白=銭（2009）によれば、資本分配率の上昇＝労働分配率の減少はその分配が 93 SNA の採用による統計データの基準の変化により生じている。このような不連続性が存在するため、ここでは 2004 年以降のデータを示さなかった。

<sup>9</sup> 使用した資料に示されているのは省ごとのデータであるので、実際にはそれらを地域ごとに集計したデータを用いていることを断っておく。

ってよい。これはおそらく 1998 年アジア金融危機の影響による深刻な不況から立ち直るために積極的な財政政策に転換し内陸部に対し重点的な投資が行われたこと、地域間格差を緩和するために行われた「西部大開発」などの影響を表しているものといっていよう。これはまた、政策的な投資が西部地域に集中するようになったものの、現時点ではそれが必ずしも生産性の上昇と結びついておらず、むしろ資本の収益率が低下しているという状況を示している。

この結果が示すように、1990 年代後半以降の中国ではほとんどの地域において動学的効率性の条件が成り立っていなかったと考えられる。このことは同じ時期に中国各地方で発生した不動産バブル、あるいは 2006 年より生じた株式市場の乱高下（図 8—8 参照）について、典型的な「合理的バブル」として理解できるということを示唆していよう。すなわち、不動産市場のゆがみを反映した資金分配は、静学的には厚生損失を生み出し、非効率のようであっても、動学的には効率的であり、むしろ高い成長率を支える効果を持っていたと考えられるのである。

図 8 上海証券取引所総合指数の動向（2001 年 6 月—2010 年 3 月）

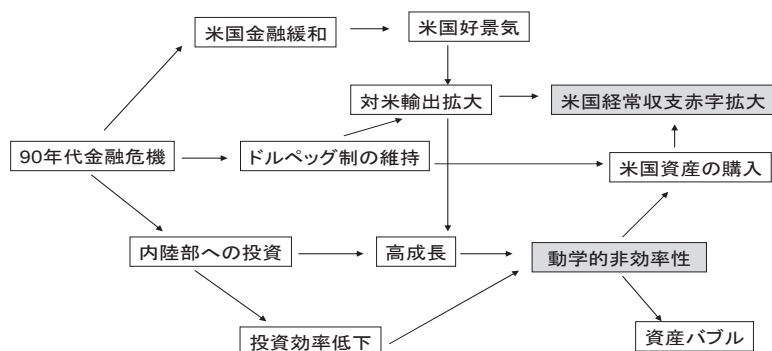


出所： 「鳳凰網」ウェブサイト <http://finance.ifeng.com/>より。

また、このように 1990 年代後半以降中国のほとんどの地域で「動学的非効率性」の条件が成立していたという事実は、地域間の資金移動がこの時期からむしろ縮小傾向にあるという現象にも一定の回答を与えるように思われる。実際の資本の収益率は沿海部のほうが高かったとしても、中国経済が全体として動学的非効率に陥っているならば、内陸部内部において不動産市場など資産バブルを生じさせることによって、むしろ余剰資金を沿海部

に投資するよりも高い成長率を実現できるからである。実際、沿海部における不動産市場への引き締めが行われた 2005 年以降においては、不動産市場の加熱はむしろ中西部において生じる傾向があることが指摘されている（森田・陳、2008）。

図 9 アジア金融危機後の米中経済関係



出所： 筆者作成。

このような 1990 年代以降の中国国内、特に内陸部において動学的に非効率な状況が生じている、という事実の発見は、前節で紹介した、中国を含む新興国の急激な投資効率性の低下こそがグローバル不均衡拡大の原因である、というカバレロらの議論とも整合的である。動学的に非効率な状況の下では、たとえ投資の効率性が低下していても政府が強制的に貯蓄を投資に振り向けることによって、資源の効率的な配分を実現することが可能になるが、そのような政府主導による投資が大規模に行われることにより、一層中国国内の投資効率性は低まっていったと考えられるからである。

しかし、カバレロらのように、まず投資効率の低下した新興国からアメリカへと資本の流出が生じ、それが経常収支の不均衡を生みだす、というロジックは、現実には当てはめるには若干無理があるように思われる。例えば中国の場合、巨額の外貨準備で購入を行っているのは主にアメリカ政府の財務証券であり、カバレロらが想定しているように高利回りを求めて資金が流出しているとは考えにくいからである。

むしろ、国内の持続的な投資効率の低下が中国の IS バランスを変化させ、それが経常収

支の黒字を生み出している、というメカニズムを想定したほうが自然であるように思われる。このことはまた、国内における「投資機会の不足」がグローバルな不均衡の原因であるとしても、それを為替レートの調整によって解消することは難しい、ということを示唆していよう。小川英治が指摘するように、中国において価格・賃金が伸縮的であり、国内経済が均衡状態のもとで貯蓄過剰＝対外経常黒字を記録しているのならば、為替レートの変動によって経常黒字を減らすことはできないからである。

以上のような考察から導かれる、アジア金融危機以降のグローバル不均衡の拡大と、中国国内における過剰投資と資産バブルの発生との関係を、図9に従って整理しておこう。

1990年代後半以降、アメリカはグリーンズパン FRB 議場が実施した低金利政策と金融緩和政策のもとで、住宅など資産市場の好調に支えられ高い成長を続けた。しかしアメリカ国内の旺盛な消費需要は同時に経常赤字の拡大をもたらし、それらが中国など新興国や産油国からの資金流入により支えられるという状況がもたらされた。

一方中国は、事実上のドル・ペッグ制を採用し、比較的低価格な国際価格とアメリカ国内消費の旺盛な伸びに支えられて多額の経常収支を記録した。その一方で、アジア金融危機における国内経済の下支えのために内陸部に多額の投資が行われるようになったものの、国内資源の効率的な配分を行う金融部門が未発達のため、必ずしも内需に結びつくものではなかった。このため、ますます国内の貯蓄－投資のギャップが拡大し、アメリカなどへの海外への資本流出につながったと考えられる。このように、中国の WTO 加盟以降は、米中両国の国内の貯蓄－投資をめぐる状況および、国際収支の動向が相互に影響しあうという、「持ちつ持たれつ」の関係が顕著になったものと理解できよう。

ただし、このような資本市場におけるバブルの発生は、それがたとえ「合理的」なものであったとしても、バブルである以上、それが何らかの理由で大きな価格の下落を経験する可能性があり、そのことが大きな社会不安を引き起こすリスクがあることは否定できない。実際に、2006年から2007年にかけて上海、深圳の市場における株価が高騰した際には、全財産を株式市場につぎ込むなど極めて投機性の高い投資行為を行う「股民」と呼ばれる人々が出現し、一種の社会問題となった。このような「股民」たちの一部は、その後の当局の金融引き締めに伴う調整局面でその財産の大部分を失ったと考えられる。

また、本章で観てきたような21世紀以降に顕著になってきた内陸地域・農村部における過剰投資の存在は、単に政府財政基金を投じた大型の公共事業が飽和状態にある、という

ことを示しているだけではなく、社会保障制度の整備の遅れなどにより、投資の拡大＝供給能力の増大が、必ずしも現地における消費＝需要の拡大に十分に結びつかない状況によってもたらされていることを示唆するものである。

このように考えると、2008 年の金融危機以降特に重視されるようになってきた中国における内需拡大政策とは、単に中国国内の問題にとどまらず、これ以上のグローバル不均衡の拡大を抑え、世界的な金融危機発生リスクを引き下げるという面でも大きな意義を持っていることが分かる。また、その内需拡大政策が、農村における社会保障制度の整備も含めた広い意味での社会インフラへの投資を必要とするものであるということも、改めて強調しておく必要があるだろう。

#### 4. 世界金融危機後の財政・金融政策と中国の地方政府

2007 年のサブプライムローンの破綻に続く資本市場の不安定化の中、2008 年 9 月における米投資銀行リーマンブラザーズの経営破綻、いわゆる「リーマン・ショック」によって顕在化したアメリカ発の金融危機は、世界中に大きな影響を与えた。アメリカへの輸出に多くを依存する中国経済の受けた影響も深刻なものであった。それまで中国政府は、不動産市場を初めとした資本市場の高騰、および世界的な原材料価格の高騰による物価上昇に対し懸念を示し、長い間続いていた「穏健な金融政策」のスタンスを引き締めめに転じていた<sup>10</sup>。金利及び法定準備率を引き上げたほか、銀行貸出の総量規制も行い、その効果により 2008 年の半ばには景気は下降局面に転じていた。特に広東省など沿海南部の輸出企業は金融危機以前からかなり深刻な不況に苦しんでいたと思われる。世界的な金融危機の発生はそのような中国経済の景気悪化に追い討ちをかける効果を果たしたのである。

しかし、沿海部の輸出企業を中心に金融危機の大きな影響を目の当たりにした中国政府の政策的な対応は迅速であった。まず 9 月に法定金利の引き下げが行われ、それまでの金融引き締め政策は 1 年足らずで終止符が打たれた。

そして 2008 年 11 月には、政府（国務院）によって、総額 4 兆元、十項目にわたる財政

---

<sup>10</sup> 2007 年 12 月 6 日付けの『人民日報』は、北京において開催された「中央経済工作会议」で、従来の「穏健(安定)」的な金融政策を 10 年ぶりに転換し、融資総量規制などを含む「從緊(引き締め)」策に乗り出すことを決めたと報じた。

出動を通じた景気刺激策のパッケージが発表された。この景気対策の内容は、低所得者向けの商品住宅の提供、内陸部におけるインフラ投資、省エネ関連の設備投資、教育への投資、四川大地震への援助金、農村などの社会保障費、などを含むものであった。

また、同時に中央銀行である中国人民銀行による国債レポ取引を中心とした公開市場操作も盛んに行われ、銀行間市場に流動性が潤沢に供給された結果、銀行間市場の金利はこれまででない低水準の状況が約半年間にわたって持続した。これを受けて、2009 年第 1 四半期の金融機関新規貸出額の累計は 4 兆 5800 億元となり、1 四半期だけで 2008 年 1 年間の総額（4 兆 9100 億元）にほぼ匹敵する規模となった。3 月末の通貨供給量も前年同期比 25.5%増で、マネーサプライの月次データが公表されるようになった 1999 年以降で最大となる伸び率となった。

このような一連の政策を、1998 年当時のアジア通貨危機後のそれと比較すると、その差は歴然としている。景気回復のために大規模な財政出動が行われながら、流動性の供給が不足していたために物価と実質金利の上昇を招いた当時の対応とは異なり、2008 年から 2009 年にかけての経済危機においては、財政と金融が手を携えて大胆な緩和を行うポリシー・ミックスが実現したのである。

ただ、その際に重要なのは、景気回復のための財政出動において中央政府だけではなく、初めから地方政府にも大きな役割期待されていた点である。そもそも、景気拡大策の方針が打ち出された当時から中央政府の財政支出拡大の余地は限定的であり、4 兆元の公共事業の実施にあたっては地方の旺盛な投資活動に期待するよりなかった。具体的には、中央の予算による支出が 1 兆 1800 億元であり、残りの 2 兆 8200 億元は地方財政支出、地方債の発行、政策性融資、銀行からの借り入れなどにより実行されるとされたのである。特に、この財政出動をきっかけにして、それまで厳しく制限された地方債の発行が大々的に認められたことは特筆すべき現象である<sup>11</sup>。それと前後して、不動産開発の規制から容認への転換の方針が打ち出されたほか、消費刺激のための「消費券」の配布なども各地域において実行された。これらはいずれも、地方政府主導による内需拡大政策の実施に中央政府が事実上ゴーサインを出したものとして理解できよう。

このような地方政府による各種の景気拡大策により、金融機関の貸し出しが急激に上昇し、マネーサプライが伸びている状況は、本書で述べたような 1980 年代におけるような、

---

<sup>11</sup> ただし、地方政府が債券を直接市中で消化することは認められておらず、発行は必ず中央政府が代行することとなっている。

地域ごとの金融政策による経済の活性化を髣髴とさせるような動きである。そのため、早くも地方政府による野放図な投資拡大や、バブルの再燃を懸念する声さえ上がっている。

特に注目を浴びているのが、「融資プラットフォーム」と呼ばれるノンバンク企業を利用した、中国独自の資金調達仕組みである。これはウォールストリートジャーナル紙などが報じたことで、国際的にも知られるようになったが、すでに 2009 年 6 月の段階で『財経』誌が詳しい特集記事を組んでいた（「地方政府融資的狂飲」『財経』2009 年 12 期）。

その記事によると、2008 年末に 4 兆元の景気刺激策の実施が打ちだされて以来、省から市、県に至る各地方政府は、「融資プラットフォーム」という手法を積極的に利用して税収以外の財源を稼ぎ出してきた。その具体的な方法としては、まず政府が出資者となって「都市建設投資集団」といった名目の「融資プラットフォーム企業（以下、「プラットフォーム」）を設立し、その企業が発行した社債を地元の銀行支店に引き受けさせて都市開発の資金を捻出する方法があげられる。そして、もう一つは証券会社などに、プラットフォームの株式を対象とした投資信託を発売させ、一般の投資家から資金を集めるというやり方もあるという。いずれも、担保となる土地資産が将来にわたり値上がりするという期待に支えられた行為だという意味で、極めてバブルを誘発しやすい手法である。

このような地方政府による「錬金術」が行われる背景には、2008 年末の景気刺激策を実行するために、地方政府も多額の地方債を発行して資金の応分な負担を認められる一方で、現状では中央政府が代わりに発行することになっており、地方政府が自由に市中消化することはできないなど、発行に厳しい制限が課せられているという事情がある。また、企業債の発行についても、発行額が資産額の 40%を上回ってはならないなどの厳しい規制下に置かれている。

しかし、上記のような政府が出資主体となった「プラットフォーム」では、地方政府によって収用された土地資産や、さらには財政資金までを資産として組み入れることができるなど、政治的な手法により資産総額を膨らませることができる、とされる。2010 年に入ると、各メディアは、このような「プラットフォーム」が全国ですでに 8000 社を超え、このようなプラットフォームを通じた地方政府の債務の合計は 7 兆元を超えていると報じた。

一般に、資産価格がファンダメンタルズを大きく超えて上昇しても、投資主体が自ら借入を行って投資をする、いわゆるレバレッジの拡大が制限されていれば、それが急に「崩壊」しても、必ずしも大きな信用危機にはつながらない。すでに述べたように、中国各地の不動産価格は 2003 年以降、しばしばバブルが指摘されるほど高騰したが、その要因は主

に土地所有権の供給が地方政府により制限されていた点にあった。特に近年には銀行を通じた不動産融資はかなりの制限を受けており、その意味では信用危機をもたらしかねないようなレバレッジの拡大がみられたわけではない。しかし、上記のように「融資プラットフォーム」という抜け道を通じて、レバレッジの大きな不動産投資が大手を振って行われるようになると、そこから生じた「バブル」の崩壊は、中国経済全体に影響を与えるような信用不安につながりかねない。

一方、中国の世界経済との結びつきに目をやると、金融危機後の景気回復への足取りが重いアメリカによる人民元（以下、「元」）切り上げへの圧力も加速してきたことに注目せざるを得ない。2005 年に元が対ドルレートで 2%切り上げられて以来、元はドルに対して緩やかに増価を続けていた。しかし、2008 年の 7 月以来、国内の金融引き締め政策の効果により海外の投機的な資金の流入が止まったことと、そのあとすぐに生じたアメリカのいわゆるリーマンショックに始まる金融危機後の混乱の中でむしろ元がドルに対して売られる傾向にあったことから、元ドルレートは 1 ドル=6.8 元の前後で事実上ペッグする状況が続いた。

2009 年に入り、中国経済が世界に先駆けて力強い回復の様子を見せると、再び将来の元の切り上げを見越した投資資金が流入するようになった。そして 2009 年末より、米国の低金利政策を利用したいいわゆる「ドル・キャリー・トレード」などの影響により、ドルが円などに対し全面安の展開を見せる中で、ドルに対し事実上のペッグを続ける人民元の切り上げ問題が再燃してきたのである。

その後、米中を初め主要国の首脳による人民元の切り上げ問題に関する発言が相次ぐなど、人民元の切り上げはさながら世界で最重要の通商問題となった感がある。しかしここでは、そういった政治的な背景を探るのではなく、元の切り上げ問題をめぐる意見の対立を教科書的な経済学の視点から改めて整理しておこう。

まず、この問題を考えるにあたっては、国際マクロモデルに関する新古典派とケインジアン<sup>12</sup>の伝統的な論点の対立を踏まえておくことが有用である。ごく簡単にまとめると、新古典派モデル<sup>12</sup>では、価格が伸縮的であり、国内には需要不足が存在せず、経済は常に自然失業率の状態にあると仮定する。また財市場は国内外で十分に統合されていて、中長期的

---

<sup>12</sup> 国際経済学のテキストではマネタリー・アプローチ、あるいはグローバル・マネタリズムと呼ばれている場合が多い。

に購買力平価が成り立つとされる。このモデルでは、為替レートの変化は直ちに物価水準の変化に反映され、経常収支には影響をあたえない。すなわち一国の経常収支は国内の IS ギャップと等しくなるように決まり、実質為替レートは両者をバランスさせる水準に内生的に決まるとされる。

それに対し、国内経済には需要制約が働いているため、為替レートの切り下げは総需要を増加させることで自国 GDP 水準を押し上げる効果を持ち、その効果を通じて経常収支の値に影響を与える、と主張するのがケインジアンモデルである。

上記のようなケインジアンモデルに基づき、米国の完全雇用の実現のために元一ドルレート的大幅な切り上げが必要だと主張する、いわゆる「弾力性アプローチ」を採用する代表的な論者が、ノーベル経済学賞受賞者のポール・クルーグマンである。彼が 2009 年末から、新聞のコラムなどで繰り返し行っている発言の趣旨をまとめると、以下のようになるだろう。

すなわち、元をドルに対して低めにペッグさせる中国の為替政策は、近隣窮乏的なものであり、このまま元安政策を続けることは世界経済全体のためにならない。一方中国の景気刺激策は金融危機後の世界経済を反転させたように見えるが、その勢いは十分なものではない。そして元の過小評価は、回復しつつある世界経済の需要を中国製品に向かわせ、他国の回復を遅らせる効果がある、というわけである。元の過小評価が米国を始め世界経済の打撃を受けた諸国の回復の足かせになっているという点については、米民主党の経済ブレーンを長年務めてきたエコノミスト、ロバート・ライシュなども、同じ趣旨の発言を行っている。

ここで注意すべき点が二つある。一つは、米中間の貿易不均衡、いわゆるグローバル不均衡を世界経済の不安定要因として問題視する視点と、元の過小評価こそが不均衡の原因だ、という主張とは本来別のものだという点である。次に、前者の論点については著名な経済学者の見解はほぼ一致するものの、後者のような主張を行うのはむしろ少数だという点である。

すでに述べた新古典派モデルの仮定のように、国内価格が伸縮的であり、実質為替レート水準がそれほど変化しないと考えるのであれば、為替レートの変化はあくまで IS バランスにより決定され、経常収支に影響を与えないはずである。たとえば元 IMF のチーフエコノミストであるケネス・ロゴフは、米国政府が巨額の貿易赤字を中国などの新興国が

らの資金流入によって埋め合わせるというグローバル不均衡の問題点を十分理解せず、むしろ為替問題などで中国に矛先を向けがちな点に警鐘を鳴らしている<sup>13</sup>。なぜなら、米国政府が肥大化した財政支出を抑制する一方で、中国が社会保障制度を充実させて内需を増やし、貯蓄率を下げるといった両国の政策転換が伴わなければ、グローバル不均衡の問題は解決しないからである。

「弾力的アプローチ」に対するより具体的な批判としては、メンジー・チンらが、綿密な実証分析に基づき、元切り上げが米中貿易不均衡の是正に及ぼす影響について試算を行っている。チンらによれば、2000年から2006年までの米中間貿易において、元の10%の増価は、約4000億ドルの貿易不均衡を約3550億ドルに減少させる程度の効果しか持たなかった。そして、貿易不均衡の是正に関しては、社会保障制度の充実などを通じた中国のいっそうの内需拡大が不可欠であるとの見解を示している<sup>14</sup>。

このような為替政策をめぐる問題は、単に米中両国の通商問題にとどまらず、中国国内のマクロ政策の運営に直結する。たとえば、現在のように投機的な元の売買が積極的に行われている下では、中国の政府当局は、為替相場の安定を図ろうとする限り、金融政策の独自性を事実上放棄し、米F R B（連邦準備制度理事会）の行う金融政策に追随せざるを得ない状況に置かれている。

このことは、必ずしも悪い結果をもたらすわけではない。すでに述べた総額4兆元の景気刺激策は、大規模な公共事業に代表される積極的な財政支出という面ばかりが強調される傾向があるが、それがその後一定の効果を及ぼしたのは、米F R Bが金融危機後一貫して行ってきた大胆な金融緩和政策に対し、為替をペッグしている中国も追随してきたからにはかならない。

ただし、いち早くV字型の回復を遂げつつある中国が、米国の超金融緩和政策にこのまま追随を続けていけば、上記のような地方政府が主導する形での資産バブルやインフレ発生の懸念が顕在化しよう。その意味では、中国政府の金融政策の自由度を拡大させる為替制度の柔軟化は確かに望ましい動きである。しかし、元の増価期待が非常に高まっている

---

<sup>13</sup> “China’s Dollar Problem”, *Project Syndicate*, October, 2, 2009. (<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogooff61>.)

<sup>14</sup> “China, the Renminbi, and Global Imbalances: A Quantitative View”, November 19, 2009. ([http://www.econbrowser.com/archives/2009/11/china\\_the\\_renmi.html](http://www.econbrowser.com/archives/2009/11/china_the_renmi.html)). 彼らの議論の元になっている実証分析に関しては、Cheung=Chinn=Fujii(2009)参照。

状態のもとで、それよりも低い小刻みな元高政策をとったとすると、それは金融引き締め効果を持つどころか、むしろ海外からの資金の流入を促し、国内のインフレ圧力をますます加速させてしまいかねない。

では、元の増価期待に見合うだけの切り上げを一気に行い、その後為替レートを変動させるというやり方がよいのか。しかし、その場合の輸出産業に与えるショック、およびドル資産の資産価値の低下による資産デフレ効果がどの程度になるかは未知数であり、大幅な元の切り上げかなりリスクの大きいやり方だと言わざるを得ない。

金融危機後、先進諸国にさがけて好調に経済成長を続けているかのように見える中国は、一方でこのような為替政策と国内の金融政策の間の深刻なジレンマの間に置かれていることを忘れてはならないだろう。

世界金融危機後の中国政府の対応としてもう一つ特筆すべきことは、IMF改革への発言を初めとして、危機後の世界的な国際金融秩序の構築において、積極的に発言していこうという姿勢が見られたことである。

2009年4月に行われたG20の席上で、温家宝首相はドルが基軸通貨になっていることが、新興国の為替制度を硬直的なものとし、外貨準備を膨らませ、世界的な過剰流動性をもたらしていると発言し、IMF改革の必要性を訴えた。その背景には、周小川人民銀行行長らの世界通貨体制に関する見解が存在したものと考えられる(Zhou, 2009 余、2009)。これは、IMFへの新興国の拠出金を増額すると同時に、SDRの貸出枠を増価し、将来的には、新興国の外貨準備をSDR建てのものに切り替えていくという構想を示したものである。この提言に基づき、2009年7月には、IMF理事会がSDR建ての債券を発行することを決定し、中国、ブラジル、ロシアが最大700億ドル分の購入を表明した。これは、世界経済のリンケージが決定的なものになる中で、世界経済のルール作りに積極的に参画しようという姿勢を端的に表している。このようなIMF改革への中国への積極的なコミットメントは、上述のようにドルを準備通貨として大量に保有せざるを得ない中で、金融政策の自由度を事実上奪われているという「ドルの足かせ」ともいうべき状況にあることを認識し、ドルが唯一の基軸通貨となっている現在の国際通貨体制自体の見直しを図っていこう、という政策当局の姿勢を反映しているものと理解できる。現段階ではその効果は未知数であるものの、中国の国内問題だけではなく、国際的な金融危機の発生の温床になりかねないグローバル不均衡の是正にも直結する問題なので、その動向には注目が集まっ

ている。

このように、現在の中国経済を考える上では、グローバル経済への統合と関与という海外要因及び視点と、「地域要因」にとられる国内事情のどちらも抜きにしては考えられない状況におかれている。今後の財政・金融政策もその二つの方向性の間で揺れ続けていくと思われるが、そのことが、今回の世界同時不況によって一層明らかになりつつあると言えよう。ただ、かつての中国を取り巻く状況と現在が決定的に異なるのは、アジア金融危機の頃までは、中国は通貨制度も含めた世界経済の「ゲームのルール」を、ただ受動的に受け入れる存在でしかなかったものが、いまや積極的にルールの構築にかかわるほどの力を確実につけてきた、というところにある。

しかし、このように国際的な市場におけるゲームのルールの主体的なプレイヤーとなった中国は、国内にさまざまな先進国とは異なった形の問題を抱えており、したがって当然ながらその問題をいかに解決するか、という問題意識が、国際舞台におけるゲームにおける振る舞いにも影響せざるを得ない。このことから、一見して「わかりにくい」中国国内の政治経済システムが、実際にどのようなロジックによって動いており、その結果どのような問題を抱え込んでいるのかということを理解することが、現在ほど必要とされているときにはない、といっていよいだろう。

## 参考文献

### 中国語

白重恩・錢震傑(2009)「国民收入的要素分配：統計数掘背後的故事」『經濟研究』第3期

高波（2007）『現代房地產經濟學導論』南京大学出版社

余永定(2009)「避免美元陷阱」『財經』第8期

中国国家统计局国民经济核算司編（2003）『中国国内生産総値核算歴史資料 1996－2002』中国統計出版社

中国国家统计局国民经济核算司編（2007）『中国国内生産総値核算歴史資料 1952－2004』中国統計出版社

中国經濟增長与宏觀穩定仮題組（2009）「全球失衡、金融危機与中国經濟的復蘇」『經濟研

## 日本語

- 伊藤隆敏・林伴子(2006)『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社
- 小川英治(2009)「中国の過剰貯蓄解消を」『日経新聞』2009年2月17日
- 許憲春(2009)『詳説 中国 GDP 統計—MPS から SNA へ (作間 逸雄・李潔訳)』新曜社
- 竹森俊平 (2007)『1997 年—世界を変えた金融危機』朝日新書
- 竹森俊平 (2008)『資本主義は嫌いですか』日本経済新聞出版社
- 谷内満(2009)『グローバル不均衡とアジア経済』晃洋書房
- 森田憲・陳雲 (2009)『中国の経済改革と資本市場』多賀出版
- デビッド・ローマー (1998)『上級マクロ経済学 (堀・岩成・南条訳)』日本評論社

## 英語

Abel, Andrew B., Mankiw, N. Gregory, Summers, Lawrence H., and Zeckhauser, Richard J.(1989), "Assesing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence." *Review of Economic Studies*, Vol.56, pp.1-20.

Bernanke, Ben(2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," SandridgeLecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, Federal Reserve Board, March 2005.

Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas(2008a), "An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates," *American Economic Review*, Vol.98, pp. 358-393.

Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas(2008b), "Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances," *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 1-55.

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber(2003), "An Essay on the

Revived Breton Woods System,” *NBER Working Paper*, No.9971, September.

Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann(2004), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press.

McKinnon, Ronald I (2005), *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, MIT Press.

Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2004), “The Unsustainable US Current Account Position” NBER Working Paper, No.10869.

Prasad, Eswar, Rajan, Raghuram and Arvind Subramanian(2007) "Foreign Capital and Economic Growth" Discussion Paper.

Tirol, Jean(1985), "Asset Bubbles and Overlapping generations," *Econometrica*, vol.53, n.6, pp.1499-1528.

Zhou, Xiaochuan(2009) “Reform the International Monetary System”

<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>