

財政出動で目指される内需主導経済への転換

再び「今や誰もがケインジアン¹」という時代が到来したと言われる。中国についても例外ではないようだ。中国社会科学院世界経済研究所の余所長は、中国には膨大な潜在的市場があり、また財政状況が良好であるため、拡張的な財政政策を通じて経済成長を8%に保つことは十分に可能と指摘する。財政の出動は、輸出依存型成長から、内需主導型成長への転換にも寄与するという意見である。

野村資本市場研究所の関氏も、広汎な景気刺激策により、8%超の成長を達成可能とする。これは世界の成長の半分を中国が牽引することを意味し、金融危機の結果、中国がグローバル大国として台頭することを象徴する出来事になるという。

もちろん、財政政策のみに依存するわけにはいかない。中国社会科学院世界経済研究所の張氏は、為替政策、金融政策にも言及している。またエネルギー価格の改革、農村の土地政策の改革、医療改革、不動産政策の見直しなども指摘している。

中国人民大学金融証券研究所の呉所長も、今回の金融危機は中国経済の成長モデルの抜本的な転換を促すとし、内需刺激を強調するが、重視するのは個人消費である。しかし野村資本市場研究所の関氏が指摘するように、株価など資産価格が低下しているため、個人消費には大きな期待はできない恐れもある。

それならば、という発想なのか、中国社会科学院世界経済研究所は政府による株価の買い支えを提唱している。すなわち株式市場安定化基金を設立し、「政府が適切な時期、適切な株価水準を選んで、上海総合指数と深圳総合指数に占める割合の高い50銘柄を対象に、無条件で取得」すべきという。

同基金の資金源の一つとされる外貨準備については、同研究所の張氏が、今後、通貨構成及び運用資産の多様化が必要であるとする。具体的には、中長期的にドル建て資産の割合を徐々に引き下げ、ユーロなど他通貨の割合を高めることに加え、国債や政府機関債の割合を引下げ、株式や社債の割合を徐々に増やしていくべきとする。こうした議論も追い風に、政府による株価買い支え論が出ているのであろう。

昨今、中央銀行が積極的に市場でCP、地方債、社債、モーゲージバック証券はもとより、銀行株まで買い上げるにより、クレジット・サイクルを平準化すべきという非オーソドックスな金融政策を提唱する向きもある²。

ただし、上記の市場安定化基金構想は、根本的な問題があるように思われる。例えば、同じ業種で50銘柄に含まれる企業とそうでない企業の株価に、格差が生じることが予想される。また政府が選択した株価水準が、企業のファンダメンタルズから見て非現実的であれば、市場は大きく歪み、投機的取引も拡大しかねない。

¹ 1965年12月31日付けのTime誌のカバーストーリー。フリードマンの言葉。

² Muellbauer, N. John, "Time for unorthodox monetary policy," November 27, 2008, www.voxeu.org

* 野村資本市場研究所 執行役

金融危機が金融国際化を減速させる恐れ

今回の金融危機は、中国経済の将来にどのような変化をもたらすのだろうか。まず上述のように、中国が内需主導の成長構造に転換し、8%台の成長率を維持することを通じて、グローバル大国として台頭するという指摘がある。

第二の変化は、中国が金融面でも国際的に台頭する契機になるということであろう。この点については、呉所長が「中国は、今回の金融危機を通じて、新しい国際金融秩序の構築に参加し、国内市場の開放レベルを拡大することで、国際金融システムでの発言権を強め、将来の激しい国際競争のなかでより主導的な地位を占めることができる。」と述べている。

中国人民大学金融証券研究所の李氏も、中国は実体経済の台頭に続き、金融面での台頭プロセスに入っているという。しかし同氏の論文を踏まえると、呉所長の言葉にある「国内市場の開放レベルを拡大することで・・・主導的地位を占める」時期は、かえって遠退いてしまったようにも思われる。

金融面で台頭する上では、国際金融センターの育成が重要であるが、そのためには資本取引の自由化や証券業及びその関連業務の対外開放の進展が不可欠であることは言うまでもない。しかし李氏は、対外開放のプロセスに伴う様々なリスクの存在を強調する。隣国ベトナムが昨今、危機に直面したことも大きな教訓とされているようだ。国際金融市場への中国の進出を印象付けた、外貨準備等による著名欧米証券会社、銀行、ファンド等への出資も、張論文が示すように一部含み損を抱えている。

こう考えると、今回の金融危機が中国経済にもたらす第三の変化は、中国がグローバルな金融リスクに対してより敏感になり、対外開放についても、従来にも増して慎重になるということかもしれない。

同時に注意しなければならないことは、中国が海外に対して慎重になる以上に、海外の関係者が、中国市場の開放に向けたコミットメントを低下させてしまう懸念があるということであろう。

米中戦略経済対話を通じて、中国市場に熱くアプローチをしてきた米国の威信も低下し、同対話の立役者であったポールソン財務長官も表舞台を去る。また、生き残りに必死となっている多くの欧米のプレイヤーにおいては、現時点ではかつてのように、中国への進出や業務拡大に割くリソースも限られつつある。

こうした時こそ、我々は、中国資本市場の改革に引き続き大きな関心を持ち、交流を深めていかなければならないだろう。日本には、内需主導経済への転換、通貨高、財政出動の潜在的問題、株式買い上げ機関構想など、中国が今日直面する課題について、多くの経験や議論の蓄積がある。さらに、欧米主導で進んできた世界金融秩序が揺らぐ中、新たな国際的な枠組み作りにおいても、両国が協調して取組んでいくことが望まれよう。