



サブプライム危機の中国経済への影響¹

張 斌[※]

要約

1. サブプライム危機の発生原因は、東アジア経済の過剰な生産と、米国経済の過度の消費による実体経済構造の歪みにある。これによって蓄積された問題が最終的に一次産品価格の高騰と金融市場の危機を通じて噴出した。
2. 危機は以下のルートを通じて米国以外の実体経済に影響を及ぼす。①名目資産が縮小し、消費と投資が打撃を受ける。②信用不安により、リスクプレミアムが急速に高まり、企業の資金調達コストが上昇し、消費と投資に打撃を与える。③海外需要がショックを受けただけでなく、景気の先行き不透明感から、消費者と企業のコンフィデンスが低下し、投資と消費が手控えられる局面に入る。そのうち、中国経済にとって、三つ目の影響が最も大きい。
3. 中国経済は、輸出と投資の減速を背景に短期的に成長率が低下するが、財政政策と金融政策を発動する余地があるため、急激な減速は避けられるだろう。むしろ懸念すべきことは、構造調整が順調に進まない、あるいは後退してしまうことである。輸出と投資の刺激策に過度に依存すると、中国経済は旧来の成長パターンに逆戻りする。この成長パターンが持続不可能であることはすでに証明済みである。

1. はじめに

2007年7月の米国サブプライムローン（信用度の低い借り手向け住宅融資）問題に端を發した世界的な金融危機は、世界の主要国に程度の差こそあれ影響を与えた。金融危機が実体経済に波及するにつれ、欧米諸国や、中国、日本、韓国など東アジア諸国は実体経済面の調整を余儀なくされる。そこで本稿では、中国に焦点を当て、サブプライム危機が中国経済にどのような影響を与えるか、中国政府と企業は新しい国際経済情勢にどのように対応するか、について考察してみる。

まず、われわれはサブプライム危機勃発の根源を実体経済の歪みに求め、この認識に立ってはいじめて、中国や、中国と似たような発展モデルを有する他の東アジア諸国・地域の実体経済にはどのような調整が必要なのかを知ることができ、また、中国の経済政策の調整のあり方と経済成

¹ 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センターPolicy Brief No. 08071（2008年10月23日）「サブプライム危機下の中国経済」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

[※] 張 斌 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 副主任

長の先行きの方向性を判断することができる。

Ⅱ、サブプライム危機の根源

ウォール街が作り出した様々なハイレバレッジの金融派生商品により、ほとんどの金融機関が損失をこうむった。危機の勃発後、批判の矛先はウォール街の貪欲さと冒険心に向けられ、ウォール街のハイレバレッジ、ハイリスクの金融派生商品が害をもたらしたと指摘されている。むしろ、ウォール街は当事者で大きな責任がある。だが、問題の根源がウォール街にあるという議論にはならない。なぜか。ウォール街の貪欲さと冒険心は、ウォール街ができた時から存在し、今日まで続いており、ハイレバレッジの金融派生商品の歴史も長い。では、なぜ過去の 20～30 年間、ウォール街に大きな事件が起きていなかったのに、ここ数年になって MBS（住宅ローン担保証券、Mortgage-Backed Securities）、ABS（資産担保証券、Asset-Backed Securities）、CDO（債務担保証券、Collateralized Debt Obligation）、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ、Credit Default Swap）など、多種多様な金融派生商品が危機を招くほど膨張してしまったのか。その理由は、米国金利が長い間にわたって低水準に維持されたことにある。2001 年から 2005 年の間、IT バブル崩壊による景気後退を回避するため、米連邦準備制度理事会（FRB）は低金利政策を採用し、これが不動産市場と米国経済の繁栄を後押しした。長期的な低金利政策により、様々な金融派生商品は市場で巨大な利益を上げることができ、多くの投資家に受け入れられた。FRB が 2001 年から 2005 年の間に利下げをもっと慎重に、逆に 2005 年以降に利上げをもっと積極的に実施すれば、市場も前述の様々な金融派生商品にこれほど追随することがなく、サブプライムローン関連商品の問題をもっと早く露呈したであろう。サブプライム危機が一、二年早く起きていれば、問題も今日のように深刻にならずに済み、われわれが直面するのは、今日のような世界的な金融危機ではなく、局地的な金融市場の動揺にとどまったかもしれない。

米 FRB とグリーンズパン前 FRB 議長の低金利政策は、今回の危機に対し、責任を負わなければならないが、米 FRB は問題の根源ではない。2000 年の IT バブル崩壊以降、なにが起きたかは、まだ記憶に新しい。IT バブルは崩壊したが、IT 技術革新がもたらした生産性向上は今でも続いている。また、中国や、インド、東欧など多くの新興市場経済はグローバルな分業体制への融合を加速していることも、世界的な生産性向上に大きく寄与した。FRB はこのような変化を経験したことがない。その後の契機回復と不動産価格の急騰にもかかわらず、FRB が直面したのはインフレ圧力よりも、むしろ東アジア諸国から入ってくる安価な製品が消費者価格を押し下げるデフレ圧力であった。切羽詰るインフレ圧力がないため、FRB にとって利上げの理由は不十分だった。

ウォール街と米 FRB は、今回の危機勃発の原因として最も議論されている標的であるが、前述の分析からも分かるように、根源はここではない。それでは、一体、問題はどこにあるのか。

ここで、過去数年間の実体経済の変化を見てみる。

- ① 世界経済が高成長を遂げ、東アジア経済は世界経済成長に大きな役割を果たしている。2002 年から 2007 年の間、世界経済成長率は 4.3%で、それまでの 30 年間の平均 3.3%を大きく上回った。世界経済は、第二次世界大戦以来の希に見る繁栄を経験し、そして、東アジアは今回の世界経済の繁栄の最も重要な原動力のひとつである。2002～2007 年の東アジアの経済成長率は 6.5%で、それまでの 30 年間の平均 5.5%を上回っている。

- ② 中国経済は東アジアの経済成長の重要な牽引力である。2002年から2007年の間、中国経済は持続的高成長を実現し、6年間の平均経済成長率は10.5%に達し、それまでの20年間の平均9.7%を上回っている。
- ③ 中国の経済成長は主に投資と輸出に牽引されている。2002～2007年に、中国の輸出伸び率は年平均29%で、固定資産投資の伸び率は24%である。
- ④ 不動産投資は投資増加の主な原動力で、機械製品や金属・金属製品の輸出は輸出増加の主な原動力である。
- ⑤ 米国経済も高成長を経験したが、米国経済成長の主な原動力は個人消費である。1980年代から今日まで、米国経済成長における個人消費の寄与率は上昇し続けた。特に2000年以降、ITバブルの崩壊に伴い、米国実体経済は大きな調整を余儀なくされるはずだったが、消費需要の拡大が経済成長の減速度合いを大幅に軽減した。2002年、経済成長への個人消費の寄与率は100%を超えた。傾向を見ると、1980年代から今日まで、経済成長率への個人消費の寄与率は約20%の上昇となっている。
- ⑥ 中国が生産を加速し、米国は消費を加速した結果、世界のエネルギーをはじめとする一次産品に対する需要が急速に拡大した。
- ⑦ 供給に制約され、旺盛な需要は一次産品の価格の高騰をもたらし、高生産、高消費という成長モデルが維持された。一次産品価格の高騰は、最終的に米国を利上げに追い込んだ。米FRBによる17回連続の利上げは、不動産バブルをはじめさせ、サブプライム危機を誘発した。そして、世界経済は深刻な調整を余儀なくされた。

このように実体経済面から、サブプライム危機の発生原因が見えてくる。すなわち、東アジア経済の過剰な生産と、米国経済の過度の消費により、実体経済構造が歪められ、これによって蓄積された問題が最終的に一次産品価格の高騰と金融市場の危機を通じて噴出したのである。サブプライム危機以前は、世界各国の研究者の議論の焦点は世界経済の構造的な不均衡であり、現在の議論の対象はサブプライム危機になっているが、前述の分析からも分かるように、両者は密接に関連している。

Ⅲ、危機の影響

サブプライム危機によって、これまでの世界経済の高成長モデルは持続不可能であることが証明された。輸出と投資に依存する東アジアの成長モデルも、米国の高消費モデルも調整の必要がある。これまで、経済過熱あるいは経済構造の歪みが発生するとき、インフレは問題を反映するシグナルとして現われ、インフレが解決されるにつれ、問題も解決される。だが今回、われわれは、インフレに直面しているだけでなく、同時にサブプライム危機と世界的な金融市場の動揺も発生している。これが今回の世界経済の調整の難しさを増幅させている。

危機は以下のルートを通じて米国以外の実体経済に影響を及ぼす。

- ① 名目資産が縮小し、消費と投資が打撃を受ける。
- ② 信用不安により、リスクプレミアムが急速に高まり、企業の資金調達コストが上昇し、消費と投資に打撃を与える。
- ③ 海外需要がショックを受けただけでなく、景気の先行き不透明感から、消費者と企業のコンフィデンスが低下し、投資と消費が手控ええられる局面に入る。

中国経済にとって以上の三点のうち、三つ目の影響が最も大きい。

- ① 中国の外貨資産は主に外貨準備であり、民間部門の対外金融投資は限られている。また、外貨準備は主に安全性と流動性が高い国債と政府機関債で運用されており、今回の危機に当たって損失は限定的である。中国国内の株式市場と不動産市場は、海外金融市場の波乱の影響を受けてはいるが、株価と不動産価格の下落をもたらした主因は海外金融市場の波乱というより、国内のマクロ経済コントロール政策である。全般的にみて、中国の資産価格も影響を受けるものの、限定的である。
- ② マネーサプライ（通貨供給量）と銀行貸出の伸び率が低下しているが、その主因は、国内マクロ経済コントロール政策にあり、欧米金融市場に見られる信用不安によるリスクプレミアムの急上昇ではない。マネーサプライと銀行貸出の伸び率はまだこれまでの平均水準にあり、大きく悪化しているわけではない。また、銀行間市場金利もおおむね安定している。
- ③ 最も大きな影響は、海外需要の減退により、中国の輸出および輸出関連の投資が手控えられている点である。2007年以降、中国の輸出企業は、人民元高、付加価値税の輸出還付率の引き下げ、労働コストの上昇、原材料価格の高騰、世界的な景気減速など、非常に厳しい経営環境に見舞われている。中国の輸出は今でも比較的高い増加率で推移しているが、企業を取り巻く環境の変化による輸出への悪影響はまだ出尽くしておらず、今後、輸出の伸び率は一層減速するだろう。

一般貿易の輸出の鈍化は輸出全体と比べて緩やかにとどまっている。このことは、委託加工貿易などの輸出が今回の環境変化に対し、より深刻な影響を受けていることを示す。これは、委託加工貿易を行っている企業の多くは労働集約型で、利益率が比較的低く、短期間に発生した多くの圧力に耐えられないためである。この状況は、最近の報道や、輸出企業に対するサーベイ結果と一致している。珠江デルタの多くの玩具や履物の労働集約型の委託加工を行っている輸出企業は、ここ一年間で最も厳しい試練にさらされている。

なお、中国の投資、特に不動産投資の状況について補足したい。貸出の引き締めと不動産価格の下落を背景に、新規不動産開発投資の伸び率は急速に低下している。投資全体に占める不動産投資の割合が4分の1に達していることを考えると、不動産投資の減速は、今後、投資全体ひいては経済成長率に大きな悪影響を与えかねない。

IV. 余儀なくされる中国経済政策の調整

中国経済は二つの面で調整する必要がある。ひとつは、景気の循環的な下降で、もうひとつは経済構造の調整である。マクロ政策当局がなすべきことは、循環的な下降局面において景気行き過ぎた下降を防ぐと同時に、中国経済の構造的変化を促進し、持続可能な経済成長を実現させることである。

1. 為替政策

サブプライム危機が実体経済に波及するにつれ、輸出企業の経営環境はますます厳しくなる。輸出企業が受ける圧力を緩和するため、通貨当局が人民元の対ドルレートの上昇を一層加速させることは難しい。その一方で、サブプライム危機の勃発後、実体経済が打撃を受けた国の通貨がドルに対して下落し、これら通貨に対する人民元レートは事実上上昇することになる。この結果、

全体的に見ると、貿易額で加重平均した人民元の為替レートが上昇する。これはまさに通貨当局が望むことである。ドルに対する安定と貿易加重平均の為替レートの上昇を通じて、人民元の上昇を実現させながら、国内からの政治圧力を回避できるからだ。

中国の抱える巨額な貿易黒字はいまだに解消されておらず、中国へのホットマネー流入は最近変化が見られるが、国際金融市場が安定を取り戻した後に再び巻き戻す可能性がある（人民元の中長期的な上昇期待と、人民元とドルの金利差の拡大による）ため、通貨当局は今後も外為市場で人民元上昇の圧力に見舞われる。

2. 金利と貸出政策

金利引き下げと貸出の緩和をできるだけ早く実施すべきかどうかは、目下議論されている問題である。多数派の意見は、中国経済成長は今後非常に厳しい下降局面に直面するため、早急に金融緩和政策を講じるべきと主張する。一方、現在の中国経済の減速と経済構造の調整は健全的な変化であり、成長減速を過度に心配する必要はなく、金融当局の主な責務は物価安定の維持で、これが中国経済の安定を確保する最も根本的な保障である、との見方もある。そして、中国経済は必要な経済減速を容認すべきで、このような減速は中国経済構造の改善にとって有利である、という主張も存在する。

このような議論があったため、金融当局は、前段階の経済減速に対し、明確な反応を示さなかった。しかし、今後中国経済の減速が危険水域に達すれば、更なる利下げと貸出政策の緩和が予想される。

3. 財政政策

主な内容は、個人所得税控除額の引き上げ、付加価値税改革による企業の税負担の軽減、一部製品の輸出還付税率の引き上げ、鉄道や都市部地下鉄などインフラ建設の支出の増加、社会保障や医療、教育への支出の増加、などが含まれる。現在の財政状況から見て、政府は、比較的大規模な財政刺激策を打ち出す余地がある。

4. その他の政策

ほかに広く注目される政策としては、①エネルギー価格の改革、②農村の土地政策の改革、③医療改革、④不動産政策の見直し、などが挙げられる。

中国経済は、輸出と投資の減速を背景に短期的に成長率が低下するが、財政政策と金融政策を発動する余地があるため、急激な減速は避けられるだろう。むしろ懸念すべきことは、構造調整が順調に進まない、あるいは後退してしまうことである。輸出と投資の刺激策に過度に依存すると、中国経済は旧来の成長パターンに逆戻りする。この成長パターンが持続不可能であることはすでに証明済みである。

著者紹介

張 斌 (Zhang Bin)

中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 副主任

中国社会科学院大学院卒、経済学博士。2003年より中国社会科学院世界経済政治研究所にて研究に従事。ハーバード大学国際開発センター（CID）ビジティングフェローなどを経て現職。専門は為替レートと国際収支、地域通貨協力、中国マクロ経済。

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research