



中国は日本から何を学べるか¹

余 永定*

要約

中国は日本のバブルの膨張と崩壊の経験から、次の教訓を学ぶべきである。

- ① 資産バブルに対する警戒が必要であり、そして断固として抑制しなければならない。
- ② 不良債権処理を先送りせず、公的資金を大胆に使用すべきである。
- ③ デフレの時期には、大胆に拡張型の財政政策を採るべきである。
- ④ デフレや流動性の罨が起こっている特殊な時期には、金融政策による経済成長の刺激は不可能である。
- ⑤ 為替相場の変動は、市場の需給関係によって決められるべきである。
- ⑥ ドルを基軸通貨とする国際通貨システムにおいて、輸出主導型の発展戦略には、稼いだドルの価格が下がりかねないという致命的な弱点がある。

1. 中国にとって参考となる日本のバブルの経験と教訓

中国にとって日本経済の高度成長はずっと憧れの対象だった。かつて中国の研究者は日本の「輸出立国」政策や産業政策を真剣に研究していた。1980年代後半以降、中国は日本から多くの経験を学ぶとともに、多くの教訓も得ている。

日経平均株価は、1989年末に史上最高値の38,916円まで上昇した後、1990年末には23,849円にまで落ち込み、1年で38.7%の下げ幅となった。東京証券取引所に上場する株式の時価総額も611兆円から379兆円へ減少した。1990年秋には不動産価格が暴落し始め、1990～1991年間で日本全国の地価は46%下落した。その後、実体経済の冷え込みも始まり、実質GDPの成長率は1990年には5.2%であったが、1991～1993年の3年間はそれぞれ3.4%、1.0%、0.2%と下がり続けた。

バブル崩壊後、日本の経済政策の目標となったのが金融の安定と経済の安定であった。金融の安定のために採られた政策は主に不良債権処理であり、経済の安定のためには主に拡張的財政・金融政策による成長刺激策が実行された。

中国にとって、前を進んで「地雷」の存在を知らせてくれる日本という先行者がいることは、大きな幸運である。中国が日本の成功や失敗から得るものは大きい。今後も、われわれは日本の経験を、引き続き謙虚な姿勢で研究して、教訓をくみ取っていくべきだろう。

¹ 本稿は、『世界知識』2010年第8期（2010年4月16日）掲載の「中国は日本から何を学べるか」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。

* 余 永定 中国社会科学院世界经济政治研究所 研究員（前所長）

II、中国が日本の轍を踏まないために

中国は日本のバブルの膨張と崩壊の経験から次の教訓を学ぶべきである。

教訓一

資産バブルに対する警戒が必要であり、そして断固として抑制しなければならない。これまで長きにわたって金融政策の主目標はインフレを抑制することと捉えられてきたし、唯一の目標だったとも言える。しかし、1980年代後半、各国政府がインフレの抑制に成功する中で日本の通貨当局は資産価格の急騰が経済に与える影響を軽視した。日本の株式や不動産の急騰はかなり長く続いたが、日本政府は何の対策も取らなかった。1990年代になって、ついに資産バブルが崩壊して経済成長にも影響が及んだ。

その影響がどのようなものだったか、どの程度だったかについては、日本国内でもまだ議論が続いている。具体的な論点としては、資産効果や住宅価格の下落が消費に影響を与えたのか、どれほどの影響があったかなどが挙げられる。

日本銀行がバブルを一気に崩壊させようとして打ち出した強硬政策と、米国においてグリーンズパン前連邦準備制度理事会（FRB）議長が採用した資産バブルに対する緩やかな政策、あるいは放任政策とを比べると、私を含む多くの中国人経済学者はバブルを一気に崩壊させるのではなく、段階的にバブルの抑制を図るのが正しいと考えていた。しかし、実際にはグリーンズパン前FRB議長の政策も結局は失敗に終わり、しかも日本よりも重大な損失をもたらした。現在では、資産バブル、特に不動産バブルをいかに抑制するべきかについて、中国が認識を改めなければならないのは確かである。

教訓二

不良債権処理を先送りせず、公的資金を大胆に使用すべきである。かつて日本政府は国民の反対に遭って不良債権処理を先送りしてきた。1998年になってようやく大規模な不良債権処理に着手し、銀行への資本注入に踏み切った。金融システムの不備が日本経済の成長に重大な影響をもたらした。中国は日本のこうした経験から教訓を得ている。1998年、中国は四大銀行に2,700億元の資本注入を行い、1999年には資産管理会社を設立して不良債権を銀行から分離した。2004年には、商業銀行に450億ドルの資本注入を行った。2005年以降、四大商業銀行は次々に上場を果たし、戦略的投資を受け入れた。要するに、中国は銀行に公的資金を投入することで不良債権比率の縮小と自己資本比率の向上を図り、スリム化した上で市場に送り出したのである。しかし、その代価も大きく、モラルハザード（経済活動の従事者が、自身の利益を最大化する一方、他者にとって不利な行動をとること。あるいは、契約者の一方がリスクを十分に負担しないまま、自身の利益を最大化させる利己的行為）の問題は解決されていない。現在の中国の銀行システムは健全ではあるが、本当の波乱が襲ってきた時に試練を乗り切れるかどうかは、なお未知数である。

教訓三

デフレの時期には、大胆に拡張型の財政政策を採るべきである。日本はバブルが崩壊してから合わせて12回にわたる「景気対策」を打ち出した。拡張型の財政政策は、経済の安定には効果的

だが、必然的に国債残高の急増につながる。日本経済は 1996 年にやや持ち直したが、橋本政権は翌 1997 年に国債の増加抑制策として消費税率を引き上げた。その結果、1998 年には再び景気が後退した。現在、日本政府はすでに債務残高の対 GDP 比を気かけなくなったようだ。当初、国債残高は GDP の 80% 余りに留まっていたが、現在では 180~200% に達する。中国はここから、債務残高の GDP に対する比率の低下は財政赤字の削減だけでは実現できないことを学んだ。財政赤字を削減したとしても、経済成長が減速すれば債務残高/GDP は逆に拡大しかねない。中国が拡張型の財政政策を大胆に打ち出したことは、日本の経験からくみ取った教訓による部分もある。

教訓四

デフレや流動性の罣が起こっている特殊な時期には、金融政策により景気を刺激することは不可能である。日本銀行は 1999 年 2 月、無担保コール翌日物金利をゼロ（手数料除く）とし、日本は 2000 年までゼロ金利時代に入った。2001 年 3 月に量的緩和政策が打ち出されると、ゼロ金利政策も再び復活した。しかし、日本の極端な緩和型の金融政策も、米経済学者のクルーグマンが予想したようなインフレを引き起こさなかった。日銀は通貨供給量を左右することすらできなかった。

市場化されていない中国の銀行システムは、特殊な時期においては中国にとって良い方向に働いた。デフレの期間、政府は銀行に融資を命令することができ、銀行も国有であるゆえに、政府の命令に喜々として従った。今回の世界的な金融危機の期間、中国には流動性の不足や、貸し渋りの問題は現れなかった。逆に、中国は、急激な融資の拡大という問題に直面した。中国は流動性の罣からの脱出という日本の経験から学ぶところはなかったが、米国の金融緩和政策が有効であるかどうかを観察する上で、日本の経験は役に立つ。

教訓五

為替相場の変動は、市場の需給関係によって決められるべきである。為替相場が長期にわたり低く評価されていることは、資源配分には不利であり、このため経済の長期的な成長にも不利である。日本円は長い間低く評価されており、特に 1970 年代末から 1980 年代前期にかけては、FRB の高金利政策によって、大量の資本が米国に流れ込み、ドルが著しく高く評価されていた。日本は円高を抑えていたが、円レートの上昇をあまりに長く先延ばしした結果、矛盾も多く蓄積され、調整によるダメージも大きくなった。

しかし、その一方で、1985 年以降の円高によって、①交易条件が改善し、輸出の落ち込みは大きくなかった（主として企業努力による）、②構造転換、③インフレ抑制、④日本からの海外投資の促進、といった利点があったことも明らかである。

日本の多くの経済学者は、日本のバブル経済が、政府の財政による景気刺激策と過度の金融緩和政策によって引き起こされたものだという共通認識を持っている。

例えば、最近、ある日本の経済学者は「1985 年、日本の国土庁が発表した『首都改造計画』がすべての発端となった。この計画には、将来、東京のオフィスビルは大きく不足するだろうと記されている。そこで、東京都を中心とする土地への投資がにわかに活発化し、東京の地価急騰を招き、さらに瞬く間に全国へ広がった。5 年後の 1989 年、株価は下落に転じ始めたが、地価の上昇は 1990 年 3 月まで続いた」と述べた。

また、東京大学経済学研究科教授の伊藤隆敏氏は、「過去 20 年、日本経済はその潜在能力を十分に生かせないままである。しかし、私は日本円の上昇に原因を求めたりはしない。実際は、

日本政府は 1986 年に政策面の対応措置（円高防止の金融緩和政策と財政による刺激策）を強化した。金融緩和政策は 1989 年まで実施された。不動産市場の当時の状況を踏まえると、政府は本来 1987 年または 1988 年に、金融引き締め政策、LTV(loan to value)規制による制限など、効果的な監督措置をいち早く打ち出すべきだった。通貨引き締め措置のみでバブルを完全に回避することはできないが、マネタリーベースの引き締め、慎重な管理・監督を行うことで、損失を減らすことができた可能性はある。中国では、日本のバブル経済の原因を円高に求める人が少なくないが、この認識は誤りであることを指摘しておかなければならない」と述べている。

教訓六

ドルを基軸通貨とする国際通貨システムにおいて、輸出主導型の発展戦略には、稼いだドルの価格が下がりがねないという致命的な弱点がある。日本はこれによって大きな損失を受けているにもかかわらず、思考を改めていない。中国もその轍を踏む可能性がある。フランスのある経済学者は 1960 年代、今の国際通貨システムはまるで仕立屋と顧客との契約のようだと指摘している。仕立屋は洋服を顧客に売り、顧客からの支払金を融資として同じ顧客に貸し付ける。顧客は仕立屋から借りてきた資金を使って、再び仕立屋へスーツを注文する。こうした循環が果てしなく続くのである。日本は昔も今もこうした仕立屋である。以前と異なるのは、中国が日本より大きな仕立屋になってしまったことである。顧客は服を新調し続け、仕立屋には借用書がたまっていく。理屈から言えば、仕立屋はある日顧客に支払を求めることになる。しかし、その日が来た時、顧客に支払能力はあるのだろうか？米国は世界最大の債務国であり、対外債務、対内債務は拡大を続けている。2015 年には国債の対 GDP 比が 100%に達し、その後もさらに増え続けるとみられる。米国は、新たな借金をして古い債務を返済するしかない。日中両国は、米国に対する最大の債権国として、これに対して不安を感じないのだろうか？

仮に 5~10 年後、高齢化や貿易黒字の消滅に伴い、中国が外貨準備資産を取り崩すことになったとして、その時に外貨準備資産でどれだけの金銀、資本、消費財、資源を買うことができるのだろうか？日本も似たような問題に直面している。中国と日本は、協力を強化して、互いのドル建て資産を守るべきである。

著者紹介

余 永定 (Yu Yongding)

中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員 (前所長)

1948年南京生まれ。79年中国社会科学院世界経済研究所において、西洋経済学を専攻、86年経済学修士学位を獲得。88年からイギリスに留学、94年オックスフォード大学より博士学位が授与される。その後、帰国し、96年から中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融センター主任、1998年より2009年まで同世界経済政治研究所所長を務める。2004～2006年に中国人民銀行貨幣政策委員会の唯一の民間委員に就任。専門は国際金融、中国の経済成長及び中国のマクロ経済論。主要論文は『ある学者の思想の変遷』に収録されている。

- ・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