

中国バブルの政治経済学

——バブルと経路依存性——

森 田 憲
陳 雲

(受付 2014年 5月 16日)

はじめに

われわれは、先に、中国のバブル現象をあつかい、日本のバブルとの比較研究をつうじて「バブル現象」の理解につとめた。そこでは、グラフス・スミルノフ検定を用い「異常値」の検出を行った。それは、それまでの時系列から導かれる異常性の大きい時期の特定を行い、「バブルの発生」のいわば「早期警告指標」に役立てようとする狙いによるものである¹⁾。

だが、発生したバブルにどのように（痛みを最小にしながら）対処するかという問題は別の検討を要する。貨幣的にみれば、明らかに「過剰流動性」が相対的に小さな日本で明瞭にバブルが発生しているにもかかわらず、「過剰流動性」の相対的に大きな中国で、バブルの認定も対処策もいっこうに明瞭でないのは、いったいなぜなのだろうか。

本稿は、そうした課題に答えるには、政治経済学的検討が不可欠であることを述べ、（主流派経済学とは一線を画するという意味で）新制度派とよばれたり政治経済学とよび得る枠組みの援用をつうじて、接近を試みることをとする²⁾。

1) 森田憲・陳雲（2013）参照。

2) バブルに関する理論的分析については、たとえば Baddeley and McCombie（2001）参照。

1. 日本のバブル

1-1. 標準的理解

日本のバブルとよばれる現象は、標準的には、「プラザ合意」(1985年)に端を発し、1987年にバブルが明瞭となり、1991年に崩壊したものと理解されている。

その大きな論拠は、明らかに、M2の(対前年比)増加率のGDPの(対前年比)増加率に対する比率が、1987年に2.33倍に達したことである。実際、バブルとは「資産価格のうち経済の実態から離れて上昇した部分」であると定義されるように³⁾、ひとつは経済の実態から離れさせる「過剰流動性」の存在を不可欠の条件とし、もうひとつは経済の実態から離れさせるに至る「経済的非効率性」の存在を不可欠の条件としている。言い換えれば、ひとつは「過剰流動性」の平面が存在し、もうひとつは(投機対象となる資産に現れるような)「経済的非効率性」の平面が存在することによる現象であるといえる。

過剰流動性の存在を、M2増加額の対GDP増加額の比率をつうじて、みてみると、図1のようになり、経済的非効率性の存在を、限界資本係数をつうじてみると、図2のようにならわされる。

そうした過剰流動性と経済的非効率性が、株式市場にあらわれた表現が図3であり、土地市場にあらわれた表現が図4である。

そして、株価のピークは1989年であり、地価のピークは1991年であって、バブルの崩壊は1991年である。

1-2. 異常値検定

先に述べたとおり、標準的な理解にしたがえば、日本のバブルの発生は1987年であるということになるだろう。だが、われわれは、グラフス・ス

3) たとえば、野口悠紀雄(1992)参照。

図1. 日本のM2増加額の対GDP増加額比率



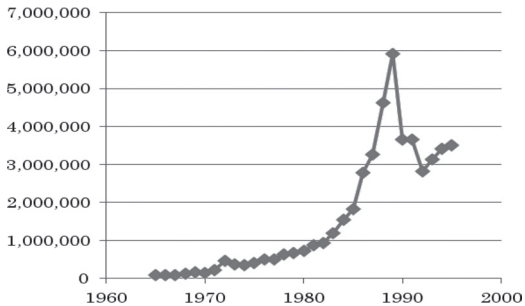
出所：内閣府資料より筆者作成。

図2. 日本の限界資本係数の推移



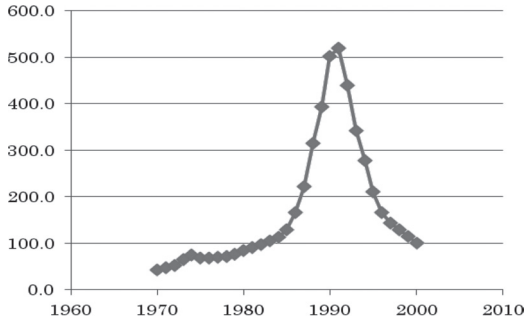
出所：内閣府資料より筆者作成。

図3. 東証株価時価総額の推移（日本）



出所：内閣府資料より筆者作成。

図 4. 6 大都市商業地価格指数の推移 (日本)



出所：内閣府資料より筆者作成。

ミルノフ検定によって「異常値」の発生を調べることにした⁴⁾。

得られた結果から、比較的是やい時期からはじまり比較的長い期間にわたって異常値を示す変数がふたつ存在すること、すなわち、ひとつは株価であり、もうひとつは地価であることがわかる。そして株価の異常値は1984年に生じており、地価の異常値は1986年に発生していることが明らかである。日本のバブルの発生が1987年だという通常理解と比較すれば、株価の場合には3年はやく、地価の場合でも1年はやい。

すなわち、現在の時点でふりかえってみれば、バブルに対する警戒は、おそらく株価（東証株価時価総額）が異常値を示した1984年だとみるのが適切だというべきであろう。

また、異常値と正常値の境界周辺の値を「正常値」とみなし、当該正常値と（異常値を示している）実績値との差を実績値で除した比率を「乖離比率」とよび、乖離比率がどれほどの値を示すのかをみると、表1（株価）および表2（地価）であることがわかる。いうまでもなく、乖離比率が大きいほど異常性が顕著である。

表1および表2から判断すると、株価も地価も正常値を上回って乖離し

4) 森田憲・陳雲（2013）参照。

表 1. 株価の乖離比率（日本）

年	乖離比率（%）
1984	2.801
1986	19.260
1988	12.944

出所：内閣府資料より筆者作成。

表 2. 地価の乖離比率（日本）

年	乖離比率（%）
1986	10.957
1987	10.396
1988	13.270
1990	2.764

出所：内閣府資料より筆者作成。

た水準は、明らかに、1986年に大きな値をとっていることがわかる。

したがって、われわれの枠組みからみると、はやければ1984年遅くとも1986年が、バブル発生と判断されるべき時期であると思われる。

2. 中国のバブル

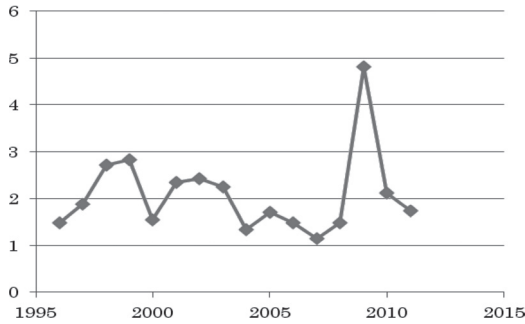
2-1. 標準的理解

先の日本の場合と同様の検討を、本節では中国を対象にして行ってみよう。

日本の1987年にみられたような、M2の（対前年比）増加額のGDPの（対前年比）増加額の比率をみると、中国の場合は2009年に4.85倍であり、日本の2.33倍よりも明らかに大きい。それは、過剰流動性の存在であり、図5で示される。また経済的非効率性の存在を示す限界資本係数は図6であらわされる。

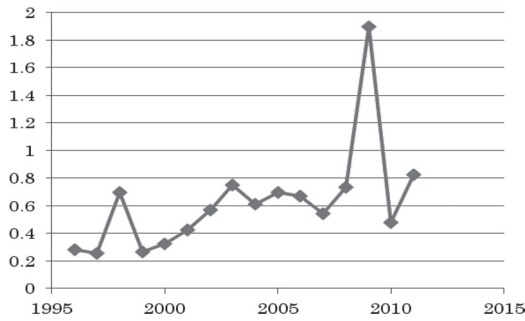
中国の場合の過剰流動性と経済的非効率性は、外貨準備高と商品先物市

図 5. 中国の M2 増加額の対 GDP 増加額比率



出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

図 6. 中国の限界資本係数の推移



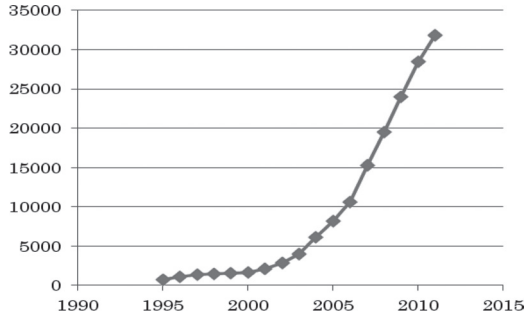
出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

場出来高であらわされ、それぞれ図 7 と図 8 で示される。

日本の場合の株価および地価が、それぞれ1989年および1991年にピークを迎えている事実こそくしていえば、中国の場合の外貨準備高および商品先物市場出来高には、ピークに達している兆候は存在しない。

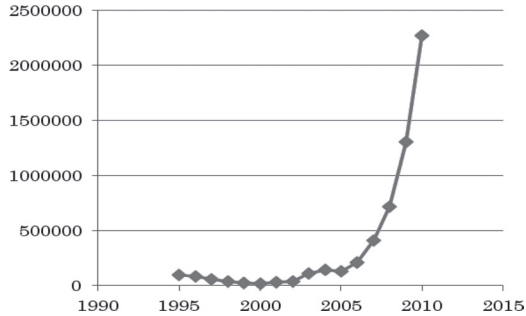
したがって、日本の場合との類似の表現を使えば、中国のバブルの発生はおおむね2009年であること、しかし、少なくとも2012-2013年時点でバブルが崩壊しているという気配は認められない、ということになる。

図7. 中国の外貨準備高の推移



出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

図8. 中国の商品先物市場出来高の推移



出所：『中国証券先物統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

2-2. 異常値検定

前節の検討にしたがって、標準的な理解にそっていえば、中国は2009年にバブルが発生しているものと思われる。そして先の節と同じように、本節でも、グラブス・スミルノフ検定によって異常値の発生を調べることとしよう。

得られた結果から、比較的是やい時期からはじまり比較的長い期間にわたって異常値を示す変数は、中国でもふたつ存在すること、すなわち、ひとつは外貨準備高であり、もうひとつは商品先物市場出来高であることが

わかる⁵⁾。そして外貨準備高の異常値は2002年に生じており、商品先物市場出来高の異常値は2003年に発生していることがわかる。膨大な過剰流動性が観察される2009年と比較してみれば、外貨準備高については7年はやく、商品先物市場出来高に関しては6年はやい。

すなわち、日本の場合との比較でいえば、バブルに対する警戒は、おそらく外貨準備高に異常値が認められる2002年時点ですでに怠ってはいけないう水準に入っていたとみるのが適切であろう。

また、先ほどと同様、乖離比率がどれほどの値を示すのかをみると、表 3（外貨準備高）および表 4（商品先物市場出来高）であることがわか

表 3. 中国の外貨準備高の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2002	3.751
2003	7.153
2004	12.572
2007	9.285

出所：『中国統計年鑑』（2012年版）より筆者作成。

表 4. 中国の商品先物市場出来高の乖離比率

年	乖離比率 (%)
2003	34.047
2007	23.107
2008	15.216
2009	20.532
2010	17.830

出所：『中国証券先物統計年鑑』（2011年版）より筆者作成。

5) 日本との比較で言及すれば、中国の場合には異常値を示す変数の数が日本よりも多い。詳細は、森田憲・陳雲（2013）参照。

る。いうまでもなく、乖離比率が大きいほど異常性が顕著である。

表3および表4から判断すると、外貨準備高も商品先物市場出来高も正常値を上回って乖離した水準は、明らかに、2003年から2004年に大きな値をとっていることがわかる。

したがって、われわれの枠組みからみると、はやければ2002年遅くとも2003年が、バブル発生を警戒すべき時期であると判断されるだろう。

3. 理論的分析

3-1. 当局の管理と投機家の行動：図解

以上で検討した日本および中国におけるバブル現象を、本節ではもう少しフォーマルな分析の枠組みに乗せてみることにしたい。

3-1節および3-2節で扱うのは、マンデル（1969）を援用した枠組みであり、本節で提起するのは、当局と投機家との管理および調整行動が、市場機構をつうじて均衡点に到達するのかそれとも（市場ではなく）政治的に介入せざるを得ない局面に達するのか、という問題を考える枠組みである。

バブルを惹き起こす問題を考えるに際して、直接に手がかりとなるような枠組みとは、おおむね次のような性質のものであろう。

先に述べたとおり、標準的なバブル現象の理解とは、「資産価格のうち経済の実態から離れて上昇した部分」ということである。実際、バブルであった1987年の日本の場合をふりかえてみると、GDPの対前年増加額は14兆3千億円であり、M2の対前年増加額は33兆3千億円にのぼり、M2の増加額はGDPの増加額のおよそ2.33倍にあたっている。こうした「過剰流動性」が、資産価格の経済実態からの乖離を生み出すことになったのである。

そうした表現をやや違った角度からながめてみよう。通常は、「限界資本係数」をつうじてすなわち資本の増加分1単位が何単位のGDPの増加を生み出すのかを検討するのだが、バブルを考える場合には、M2の増加分1単位が何単位のGDP増加を生み出すのかというふうに考えれば、ちょ

うど上記の倍率の逆数をみればよいこととなる。したがって、それはおおむね0.43単位ということになり、貨幣供給の増加分が生産の増加に、あまり大きくは、結びついていない現状を示しているものとみることができる。本稿では、この値を「貨幣の効率係数」とよぶことにする。

同様に、中国の2009年をみると、GDPの対前年増加額は2兆7千億元であり、M2の対前年増加額は13兆1千億元だから、M2の増加額はGDPの増加額のおよそ4.85倍に等しい。この倍率の逆数を、上記の表現にしたがって「貨幣の効率係数」とよぶことにすれば、M2の増加分1単位はおよそ生産物0.21単位の増加しか生み出していないことを示している。

いうまでもないことだが、貨幣供給がどれほど膨大に行われても、当該貨幣が効率的に用いられて生産の増大に結びついているのであればバブルが発生することはない。したがって、M2の増加分1単位が何単位の生産の増加を生み出しているかをみることは、すなわちバブルが発生しているか否かを判断する有意義な尺度であり得るだろう。

いま技術の水準を一定と考えることとし、「投機対象市場に流入する貨幣の限界増加量」（以下では、煩雑を避けるため、貨幣供給の限界増加量とよぶ）と「投機対象となる資産取引の限界増加量」（同様に、以下では、煩雑を避けるため、資産の限界増加量とよぶ）とが等しい状態を想定すれば、

$$\text{貨幣供給の限界増加量} = \text{資産の限界増加量}$$

という（いわば均衡にあたる）関係を成立させるような、（投機対象市場における）「貨幣供給の限界増加状態」および「資産の限界増加状態」を、図に示してみよう。

図9は（投機対象市場での）「貨幣」をあらわす平面である。横軸上に貨幣供給量 A_1 をとり、縦軸上に、 A_1 に、上記の「貨幣の効率係数」（の近傍の水準）の逆数に等しい倍率を掛けた水準、 A_2 をとる。すなわち、経験的にみて、 A_2 はバブルを発生させ得る水準の貨幣供給量をあらわしているものと想定されるだろう。そして横軸上で示される A_1 とは、いわば「金詰

まり」状態に近い水準の貨幣供給量をあらわすものとする。 (したがって、直線 A_1A_2 以下の水準ならば、バブルは発生しないだろう)。

図10は (投機対象市場での) 「資産」をあらわす平面である。座標は、図9と共通の尺度によってあらわされている。横軸上には、資産取引の水準 B_1 がとられ、縦軸上でもまた資産取引の水準 B_2 がとられている。(資産取引を形成するのは資産の需要と供給だが、取引対象となる資産の供給が短

図9. 当局の調整

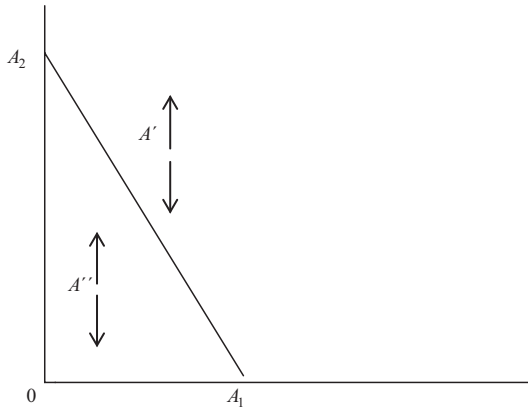
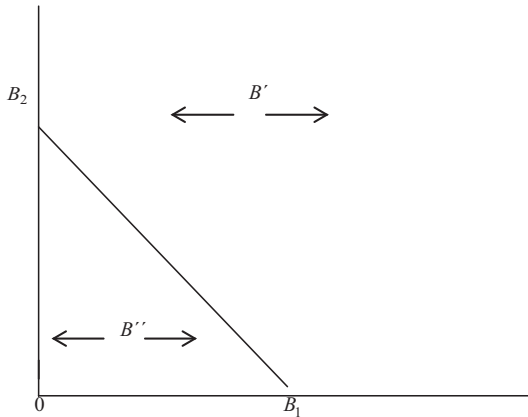


図10. 投機家の調整



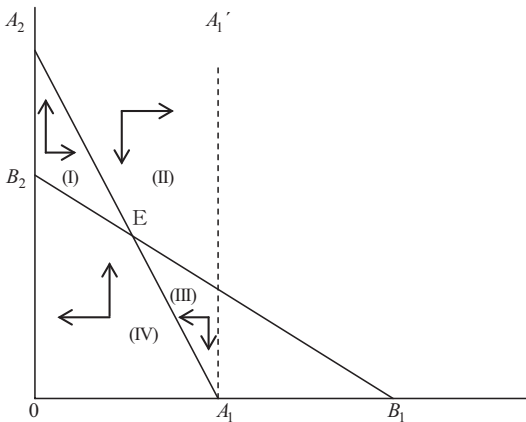
期的に大きく変動するとは想定しづらいから、本稿の分析上の想定では、毎年ほぼ決まった値をとるものと考えられる)。いうまでもなく、縦軸上の B_2 の水準の方が（「金余り状態」の方が）横軸上の B_1 の（「金詰まり状態」の）水準よりも大きいもの（ $B_2 > B_1$ ）と想定される。

そして、以上の想定から、通常は $B_1 > A_1$ および $B_2 < A_2$ が成立するものと思われる。なぜなら、 A_2 はほぼ過剰流動性の存在を示す貨幣供給量であり、 B_2 は毎年大きく変動することはない水準の資産の取引量を示しているからである。また A_1 は「金詰り」状態下での貨幣供給量であり、毎年大きく変動することはない水準の資産の取引量 B_1 を下回っていることは疑いないからである。

図9および図10を重ね合わせると図11となる。今、上で検討した状態だとすれば、 A_1 と A_2 を結んだ直線 A_1A_2 と、 B_1 と B_2 を結んだ直線 B_1B_2 とは必ず交点をもちかつそれは一意である。図11における E 点はその交点にあたる。E 点では、貨幣供給量の増加水準が過不足なく資産取引量の増加水準に対応していることを示している。

だが、E 点以外ではそうではない。 A_2 に近い状態とは明瞭に過剰流動性状態（「金余り」状態）であり、相対的に資産取引は小さい水準である。反

図11. 全体の調整行動



対に A_1 に近い状態とは明らかに流動性の不足（「金詰り」状態）であり、資産取引の水準に比較すれば相対的に貨幣量が小さいという状態である。いずれにせよ、過剰流動性に焦点をあて、バブルの発生をたどろうとする本稿の視点からみると、乖離が発生するのは A_2EB_1 よりも右上方にある場合だということになる。

さて、経済が E 点をはずれた状態にある場合、いったいどのように調整が行われるだろうか。

当局は、直線 A_1A_2 から逸脱した場合にその対処にあたる。 A_1A_2 の右側、たとえば図9の A' 点にあるとすれば、市場には過剰な流動性が存在している。当局は貨幣供給量を減らそうとするだろう。調整は、 A' 点から下向きの矢印の方向に行われる。反対に、 A_1A_2 の左側、たとえば図9の A'' 点にあるとすれば、市場における貨幣供給が不足しており、当局は貨幣供給量を増やそうとするだろう。したがって、調整は、 A'' 点から上向きの矢印の方向に行われる。

資産を（投機対象として）取引する投機家の調整行動は、直線 B_1B_2 から逸脱した場合にとられる。明らかに、投機が活発に行われる場合には、右向きの矢印として示され、投機が不活発な場合には、左向きの矢印として示されることとなる。たとえば過剰流動性のもとで投機が活発に行われる場合には、図10の B' 点から右向きの矢印で示されることとなり、反対に貨幣供給が不足している状態で投機が不活発であれば、図10の B'' 点から左向きの矢印で示されることとなる。

図11にもとづいて調整行動をもう少し詳細にみてみることにしよう。

当該図11には、ふたつの直線によって区分される（Ⅰ）～（Ⅳ）までの領域が示されている。領域（Ⅰ）および（Ⅱ）にある場合は、上向きあるいは下向きで示される当局による対応と、右向きで示される投機家による資産取引拡大の動きとの力関係によって、E 点に向かって収束するかそれとも市場が攪乱されるかが決まってくる。投機家による資産取引拡大の動きが当局の管理能力を上回る場合には、市場は激しく攪乱されながら、 A_1 点

から立てた垂線 A_1A_1' 上（のおそらく A_1' 点に近い地点）に到達する。当該地点に到達すれば、事態は政治的に収拾されるよりほかにない⁶⁾。そうではなく、領域（Ⅲ）および（Ⅳ）にある場合は、上向きあるいは下向きで示される当局の対応と、左向きで示される投機家による投機的資産取引の縮小の動きとの力関係によって、E 点に向かって収束するかそれとも投機行動が極度に衰退していくかが決まってくる。いずれにせよ、当局の流動性管理能力と投機家の調整能力との力関係によって決まってくるのである。

3-2. 当局の管理と投機家の行動：連立微分方程式による分析

先の節で図解によって示した状態を、本節ではいっそうフォーマルに分析してみよう。次のような連立微分方程式の解の性質を調べるのである。

$$\frac{dL}{dt} = \alpha(F - S - \xi L) \quad (1)$$

$$\frac{dS}{dt} = \beta(L + S - M) \quad (2)$$

上記連立微分方程式で用いられている記号は次のとおりである。

L ：当局によって対処可能と判断され得る流動性の上限

S ：投機家によるネットの資金流入量

F ：当局が保有し管理し得る流動性（一定）

M ：直線 B_1B_2 上にあることを保証する流動性の総量（一定）

ξ ：貨幣の効率係数（一定、 $0 < \xi < 1$ ）⁷⁾

6) ただし、政治的な解決は容易ではない。日本のケースについては、たとえば村松岐夫（2005）参照。

7) 本稿が対象としているのは、バブルの対象となる投機対象市場における貨幣と資産の動向だが、貨幣供給量と資産量の比率自体は、経済全体の動向を反映しているものと想定する。

α ：当局の流動性管理能力（一定， $\alpha > 0$ ）

β ：投機家の調整能力（一定， $\beta > 0$ ， $\beta < 0$ ）

(1) 式は当局による対処を示す式であり，(2) 式は投機家による調整行動の動きを示す式である。

図11において，投機家が直線 B_1B_2 から乖離する動きを示している場合，それは S がいっそう大きくなっていく状態すなわち β が正の定数の場合を示している（矢印が (I) および (II) の領域で左向き，(III) および (IV) の領域で右向きならば β は負の定数となる）。さて， L および S を均衡値からの乖離と再定義すると，固有方程式は，

$$\lambda^2 + (\alpha\xi - \beta)\lambda + \alpha\beta(1 - \xi) = 0$$

となる。 $(1 - \xi)$ は正だから固有根の実数部分が負になる（すなわち，図11の E 点に向かって収束する）のは，

$$\frac{\alpha}{\beta} > \frac{1}{\xi}$$

であるときに限ることが明瞭である。

また，もし， β が負ならば，固有方程式は，

$$\lambda^2 + (\alpha\xi + \beta)\lambda + \alpha\beta(\xi - 1) = 0$$

となり，判別式を求めると，

$$(\alpha\xi - \beta)^2 + 4\alpha\beta > 0$$

だから，E 点に収束することがわかる。

われわれの次の検討は， β が正の場合についてさらに検討をすすめることである。

先にみたとおり，図11の場合，市場が激しく攪乱される危険のある事態に直面して適切に防ぎ得るのは， $\alpha\xi$ が β よりも大きい場合である。すなわ

ち、ひとたびバブル現象と思われる事態が発生した場合、当局が適切に対処し得るには、当局の流動性管理能力が投機家の調整能力の「数倍」におよぶ必要があるということの意味している。そして「数倍」とは、上記の定式化が示しているとおおり、 ξ の逆数の値を意味する⁸⁾。また、 ξ とは、貨幣供給量の増額が資産取引の増額の何倍にあたるのかを示す値すなわち本稿で「貨幣の効率係数」とよぶ値の逆数だから、1987年の日本は2.33倍であり、2009年の中国は4.85倍の値に等しい。言い換えれば、当局の流動性管理能力が投機家の調整能力の「数倍」とは、本稿で焦点をあてる投機対象市場でもまた、当局が供給した M2 全体の限界増加額が GDP 全体の限界増加額を上回る倍数に等しいのである。再び言い換えれば、当局による自らの（2.33倍あるいは4.85倍を示す）流動性供給能力が、すなわち投機対象市場においてもまた自らの「流動性管理能力」を意味することとなる。それは、当該市場においていったん追加的な貨幣供給を行ったとして、その追加分の貨幣を、どの程度の容易さをもって、減らすことができるのかを示している。

4. 貨幣の効率係数と経路依存性

前節でみたとおり、連立微分方程式を用いて検討してみると、結局のところ、バブルに上首尾に対処できるか否かは、当局の流動性管理能力に依存していることがわかる。

だが、「当局の流動性管理能力」とはいったい何だろうか。本節および次節はその検討にあてられる。実際、「流動性管理能力」として表現される事態の背後に存在する（「採算を度外視する」等）政治経済的な状況を理解しておくことが必要不可欠だからである。

本稿の、バブルに焦点を合わせた、視点からみれば、結局のところ行き着く先は、(1) 均衡点である E 点かそれとも (2) 垂線 A_1A_1' 上（のおそら

8) この点は、上記脚注 7) 参照。

く A_1' 点に近い地点) のどちらかである。そのいずれであるかは、先に述べたとおり、当局の流動性管理能力に依存して決まってくる。

「当局の流動性管理能力」を考える場合、参考になるのは日本の「住専」(住宅金融専門会社—以下では住専として述べる—)の事例であろう⁹⁾。端的にいえば、それは「ずさんな管理」という事態に行き着く。要するに、「効率的な生産」の見込みがない生産行動を対象に貨幣供給を行うことを意味する。上でふれた「流動性の増減」とは結局「効率的な生産」に必要な貨幣供給を行い、「非効率的な生産」には貨幣供給を控えるという管理能力にほかならない。そして、「効率的な生産」と「非効率的な生産」を予め見極め、そうした予測によって利益を獲得する(リスクを伴う)行動を、われわれは投機行動とよぶ。

当然のことだが、当局の管理能力も投機家の調整能力も「効率的」なのか「非効率的なのか」十分な検討が必要であり、とりわけ投機家の場合には通常大きなリスクが伴っている。また、投機家の場合には、貨幣供給が小さいという状況で大きな規模の投機行動をとることは難しいだろう(したがって全体としては直線 B_1B_2 の右側では投機的取引を増やし、左側では投機的取引を減らすこととなる)。

当局の管理能力も投機家の調整能力も適切に発動されれば、均衡点 E 点に行き着くだろう。だが、必ずそういう事態となる保証はない。

当局が「ずさんな管理」を行い、投機家が不適切な判断を行えば、減らすべき貨幣供給量を減らすことができず、投機家は非効率的な投機行動に貨幣をつぎ込むだろう(図11の領域Ⅱにおいて、下向きの矢印が弱く、右向きの矢印が強力なため、垂線 A_1A_1' 上に到達することになる)。

標準的には、当局の貨幣供給が「効率的な生産」に注ぎ込まれているか否かは、短期・中期的には不良債権比率に反映されるだろう。実際、先にふれた日本の「住専」の不良債権比率は、その「ずさんな管理」を反映し

9) この点についてもまた森田憲・陳雲(2013)参照。

て、非常に高い（表 5 参照）。

中国全体の不良債権比率の状況は、表 6 のとおりである。不良債権比率の数値が大きいということはない¹⁰⁾。

不良債権比率とは、基本的に、「過剰流動性」と「経済的非効率性」の双方に依存する。たとえば、過剰流動性が程度としては小さくても、経済が

表 5. 住専 7 社の不良債権比率（日本）

住 専 名	不良債権額（億円）	不良債権比率（%）
日本住宅金融	12,804	62.8
日本ハウジングローン	11,609	50.2
住総	10,500	61.5
住宅ローンサービス	9,994	67.9
総合住金	7,138	60.0
第一住宅金融	6,862	45.9
地銀生保住宅ローン	4,011	43.1
合 計	62,916	56.5

出所：『日本経済新聞』1994年8月6日。

表 6. 中国の銀行の不良債権比率

（単位 %）

	2010年 第 4 四 半期	2011年 第 1 四 半期	2011年 第 2 四 半期	2011年 第 3 四 半期	2011年 第 4 四 半期	2012年 第 1 四 半期	2012年 第 2 四 半期
商業銀行全体	1.10	1.10	1.00	0.90	1.00	0.90	0.90
5 大国有商業銀行	1.30	1.20	1.10	1.10	1.10	1.00	1.00

注：「5 大国有商業銀行」とは、中国銀行、中国建設銀行、中国工商銀行、中国農業銀行、中国交通銀行を示す。

出所：和訊銀行資料より作成。

10) ただし、「金融資産管理公司」の存在は反映されていない。日本の「住専」と中国の「金融資産管理公司」は、何が、どのように、どの程度、類似しているのかあるいは違っているのかは、今後検討を要する課題である。

きわめて非効率であり、融資の大半が返済不能であれば不良債権比率は大きくなる。

非効率な経済を対象に融資を実行するのは、(採算を度外視した融資が行われる等) 何らかの政治的な意図が存在するものと思われる。そうした事情を伺わせるのは、中国の地域別にみた不良債権比率である。表7は不良債権比率の上位5地域を示している。

さらに興味深いのは、そうした不良債権を形作るに至る貨幣供給はいったいどこから出てくるのかという事情である。そのかなり多くの部分を占めるのは、(民間資金ではなく) 公的資金である場合が大きいだろう。表8は、中国各地域のGDPに占める財政赤字の比率であり、その上位5地域を示している。

表7. 不良債権比率の上位5地域 (2010年)

地 域 名	不良債権比率 (%)
チベット	4.03
青 海	2.61
四 川	1.82
山 西	1.68
甘 肅	1.57

出所：『中国金融年鑑』(2011年版)。

表8. 財政赤字の対GDP比率の上位5地域 (2010年)

地 域 名	財政赤字の対GDP比率 (%)
チベット	101.37
青 海	46.89
甘 肅	27.06
寧 夏	23.91
貴 州	23.85

出所：『中国統計年鑑』(2011年版) より筆者作成。

表 7 および表 8 をみると、不良債権比率の大きな地域と財政赤字の対 GDP 比率の大きな地域とは、かなりの程度、共通していることがわかる。チベット、青海という上位 1 位、2 位および甘肅を含む 3 地域が共通している。すなわち、背後に存在する政治経済的な状況を伺わせるものといえる。表 7 および表 8 とりわけ表 8 の財政赤字の対 GDP 比率の数値、とくにチベット自治区と青海省の膨大な比率（それぞれ 101.37% と 46.89%）は大いに示唆的である。（参考のためにみておくと、同じ 2010 年における、上海市の不良債権比率は、0.79% であり、財政赤字の対 GDP 比率は、2.50% である。いずれも大きな数値ではない）。

5. おわりに：バブルと経路依存性

本稿はバブルを分析対象としており、ここまで ξ を貨幣の効率係数とよんで重要なキー概念を示すものとしてふれてきた。

ところで、先に示したとおり、（前に述べた表現にしたがっていえば） ξ は貨幣の追加的 1 単位の増加が資産取引の追加的何単位の増加に結びつくかを示している。たしかにバブルの経緯をたどる場合、 ξ の値は重要な指標としての役割をはたすといえる。

しかし、前述のとおり、日本のバブルの場合、 ξ の値はおおむね 0.43 であり、中国のバブルの場合、 ξ の値はおおむね 0.21 である。明らかに中国の方が、（その対処にあたって）はるかに大きな流動性管理能力を必要とすることを示している。言い換えれば、同じ流動性管理能力だったとすれば、日本のバブルは弾けず中国のバブルは弾ける可能性が大きい。（先に述べた表現にしたがえば、図 11 の領域（Ⅱ）にあり、当局の管理能力を投機家の調整能力が上回れば、異常値が観察される事態が生まれるだろう。そうなった場合、垂線 A_1A_1' 上に到達させないためには強力な流動性管理能力が必要となる）。しかし実際には、日本のバブルは崩壊し、中国のバブル

には崩壊の明瞭な兆しはみえない¹¹⁾。

逆にいえば、必要な当局の流動性管理能力として大きな能力の存在を示しているのは、日本よりも中国だということである。

その理由（少なくとも、そのひとつ）を探するのは難しいことではない。それは「経路依存性」とよばれる現象にほかならない。社会全体に安定性をもちこむ「自己強化メカニズム」の機構が、集権的な中国では強く働いており、逆に分権的な（言い換えれば民主主義体制の）日本では脆弱だということを示している。実際、社会のなかにロックインされ、経路の一環を形成している財政・金融政策実施能力¹²⁾は、集権的な体制の方がはるかに強力だからである¹³⁾。あるいはまた、中国国内でいえば、社会全体に安定性をもちこむための融資の必要性がチベット自治区では大きく、上海直轄市ではそれほど大きくないといってもよい¹⁴⁾。国際社会におけるあるいは中国国内における、バブルをめぐる国際間あるいは地域間の差異とは、したがって「経路依存性」を顕著に示している現象といえるであろう。

(*) 本稿は、(順不同に) 2012年度「広島修道大学調査研究費」事業、「中

11) いうまでもなく、そのことはどの値の利用可能性に関する、現段階での、明瞭な限界を示している。いっそう操作可能な理論的枠組みが求められるだろう。別の機会に検討を試みることにしたい。

12) ただし、ここでは政策の企画・立案等の能力は対象にしていない。要するに（反対意見の有無に関わりなく）実行に移していく能力をさし、そうした能力は、財政・金融政策に関する局面では、「流動性管理能力」という形で表わされることとなる。

13) むろん、ここでは、その機構が永続的か否かを問題にしているわけではない。

14) すなわち、チベット自治区のような地域では、財政および金融の両側面から、採算を度外視した融資が行われており、そうした意味での「政治経済的な状況」が反映されている、と言い換えることができる。むろん、分権的な仕組みのもとでは、そうした「政治経済的な状況」はおそらく存在せず、したがって大きな流動性管理能力の必要性も存在しない。バブルの生成・崩壊とは本来そうした性質の政治経済的な現象である。

国国家社会科学基金」(課題番号:11BZZ043) および「上海哲学社会科学企画プロジェクト」(課題番号:2007BJL002))による調査研究の成果の一部である。同諸事業に対し厚くお礼を申し上げたい。なお、同調査研究を行うにあたって、大久保良夫氏(日本証券業協会副会長)より多くの貴重なご意見等をいただいた。この場をお借りして、衷情より、厚くお礼を申し上げたい。いうまでもなく、本稿に含まれているであろう誤謬はすべて筆者たちのみが負うべきものである。

森田 憲: 広島修道大学商学部教授

陳 雲: 復旦大学国際関係與公共事務学院教授

参 考 文 献

- Arestis, P., M. Baddeley and J. McCombie (eds) (2001), *What Global Economic Crisis?*, New York, Palgrave.
- Baddeley, M. and J. McCombie (2001), "An Historical Perspective on Speculative Bubbles and Financial Crises: Tulipmania and the South Sea Bubble", Arestis, P., M. Baddeley and J. McCombie (eds), pp. 219-243.
- 陳雲・森田憲 (2007), 「上海における不動産開発の政治経済学: 現状およびマクロ経済へのインパクト」, 『広島大学経済論叢』, 第31巻第2号, 1-55頁。
- 陳雲・森田憲 (2010), 『中国の体制移行と発展の政治経済学——「現代国家」への挑戦』, 東京, 多賀出版。
- 郭濟敏 (2005), 『株式市場のバブルの研究』(中国語), 北京, 中国金融出版社。
- 韓冬梅・劉蘭娟・曹坤 (2008), 「常態空間モデルにもとづく不動産バブルの研究」(中国語), 『財経研究』, 第34巻第1号, 126-135頁。
- 野口悠紀雄 (1992), 『バブルの経済学』, 東京, 日本経済新聞社。
- 森田憲 (2002), 『中欧の経済改革と商品先物市場』, 東京, 多賀出版。
- Morita, K. (2004), *Economic Reforms and Capital Markets in Central Europe*, Farnham, Ashgate Publishing.
- 森田憲・陳雲 (2008), 「中国の市場社会主義と商品先物市場: 中国の商品先物市場は発展可能か?」, 『先物取引研究』(日本商品先物振興協会), 第11巻第1号, 93-149頁。
- 森田憲・陳雲 (2009), 『中国の経済改革と資本市場』, 東京, 多賀出版。

- Morita, K. and Yun Chen (2010), *Transition, Regional Development and Globalization: China and Central Europe*, New Jersey, World Scientific Publishing.
- 森田憲・陳雲 (2013), 「中国のバブル現象の経済分析：日本のバブルとの比較」, 『広島大学経済論叢』, 第37巻第2号, 1-24頁。
- Mundell, R. A. (1969), "The Crisis Problem", Mundell, R. A. and A. K. Swoboda (eds), pp. 343-349.
- Mundell, R. A. and A. K. Swoboda (eds) (1969), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, The University of Chicago Press.
- 村松岐夫 (2005), 『平成バブル先送りの研究』, 東京, 東洋経済新報社。
- 奥村洋彦 (1999), 『現代日本経済論——「バブル経済」の発生と崩壊』, 東京, 東洋経済新報社。
- 田中隆之 (2002), 『現代日本経済——バブルとポスト・バブルの軌跡』, 東京, 日本評論社。
- 謝経栄 (2002), 『金融危機と不動産バブル』 (中国語), 北京, 经济管理出版社。
- 徐滇慶 (2006), 『不動産価格とバブル』 (中国語), 北京, 機械工業出版社。