

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

中国経済のオリンピック後を考える

～資産価格下落によるバランスシート調整のリスク～

(財) 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 西村陽造
nishimura@iima.or.jp

中国経済の成長鈍化、変調を懸念する声が強まっている。北京オリンピック後、そうした動きが一層強まるとの見方もある。日本では64年の東京オリンピックの翌年65年に「証券不況」となり、経済成長率は10%以上の二桁から5%台へ急減速した。株価の下落が加わり、破綻の危機に瀕した山一証券が日銀から特別融資を得てしのいだ。そうした日本の過去とのアナロジーを意識する人も少なくないようだ。この点を考えてみたい。

【オリンピックの反動が不況の原因になり得るか？】

オリンピックが終わったから不況になるという考え方には問題が多い。第1にオリンピックのための消費、投資は、経済全体からみれば僅かであり、小国であればともかく、景気を左右する原因にはなりえない。中国に関して言うとオリンピック関連の投資と消費は、大きく見積もって、GDPの水準を0.3～0.4%程度押し上げただけと推計されている。年率10%の成長ペースを考えると小さい。

第2に、オリンピックの閉幕は皆が知っており、不確実な出来事ではない。オリンピック関連の受注であれば、企業はそれが一時的なものであることを承知している。景気後退期には、企業は、予想を上回る需要の減少から、予期せぬ在庫の積み上がりがおこり、在庫水準を減らして適正水準にするために、経済全体で予想を上回る生産減少を余儀なくされる。その結果、企業が提供する雇用、賃金が減少し、それが一層の需要減少、あるいは増勢鈍化につながる。ここでのポイントは、「予期せぬ在庫の積み上がり」である。これは、企業が予め

予想していれば起きないはずだ。

第3は、オリンピックの歴史の中で、オリンピック後に不況や景気減速になった例は決して一般的ではない。オリンピックが景気を左右するなら、オリンピックの年は経済成長率が前年より上昇し、次年に低下するという変化が生じるはずである。東京オリンピックを含め、それ以降のオリンピック（データがないモスクワを除く）の10回のうち、そうした変化が見られるのは計4回で、東京（64年）、メキシコ（68年）、モントリオール（72年）、ロサンゼルス（84年）である。しかし、ロサンゼルス・オリンピックの場合は、84年から85年にかけての米国の経済成長率低下の原因は、オリンピックではない。主因は第1期レーガン政権での減税、軍事費拡大に支えられた内需拡大の息切れと、ドル高政策による輸出不振である。この点は大方のエコノミストのコンセンサスである。

【1965年の証券不況もオリンピックの反動が主因とは言えない】

そもそも日本の1965年の証券不況をオリンピック景気の反動と考えるのは俗説でしかない。経済学者、エコノミストの間では、その原因は国際収支の悪化による金融引締であると定説になっている。

63年末に国際収支の赤字が大きくなり外貨が減り始めたので、同年12月から64年3月にかけて、日本銀行は、預金準備率の引き上げ、窓口規制（当局が民間銀行に貸出を抑制するように指導）、公定歩合の引き上げなどの金融引締を行った。その結果、企業の設備投資は減少に転じ、実質GDP成長率は64年の11.2%から65年の5.7%へと半減した（第1表）。

（第1表）東京オリンピック前後の日本経済と最近の中国経済

日本(年)	1963	1964*	1965	1966	1967	1968	1969	1970
実質GDP成長率(%)	8.8	11.2	5.7	10.2	11.1	11.9	12.0	10.3
消費者物価上昇率(%)	6.6	4.6	6.4	4.7	4.2	4.9	6.4	7.3
東証株価指数(期末値)	92.87	90.68	105.68	111.41	100.89	131.31	179.30	148.35
市街地価格指数(3月末値)	13.0	14.8	16.8	17.7	19.2	21.8	25.5	30.5

中国(年)	2004	2005	2006	2007	2008*
実質GDP成長率(%)	10.1	10.4	11.6	11.9	10.1(4~6月期)
消費者物価上昇率(%)	3.9	1.8	1.5	4.8	6.3(7月)
上海総合株価(期末値)	1267	1161	2675	5262	2405(8月22日)

*:オリンピック開催年

当時の高度成長期の日本の景気循環の構図は次のようなものだった。欧米への生産技術・経営手法のキャッチアップと農村部から都市部への人口移動を背景に、供給面、需要面とも高いペースで拡大が続いた。しかし、数年おきに、景気好調から需要の拡大ペースが供給のそれを上回る。すると、輸入の伸びが輸

出の伸びを上回り、基礎収支（＝経常収支＋長期資本収支）が赤字に転じる。当時は1ドル＝360円の固定相場制だったので、対外不均衡の調整は円相場の下落ではなく、内需成長の抑制によって実現される必要があった。すなわち、基礎収支が赤字に転じると、国内の金融・財政を引締め、国内需要の抑制を通じて輸入を減らすことで、基礎収支を黒字にする政策が採られた。これが景気急減速の主因だった。

ちなみに、景気はその後、65年10月に谷をつけた後、回復に転じ、70年7月の山まで57ヵ月の拡大を続け、当時としては戦後最長の景気拡大（いざなぎ景気）を記録した。当時の日本の景気変動は概ね循環的な要因で起こっており、調整期間を長引かすような構造問題、後述するようなバランスシート問題は生じていなかったと考えられている。

【中国経済が抱えるオリンピック後のリスク】

それでは、現在の中国経済はオリンピック後の反動と無縁なのだろうか。北京オリンピック終了自体は原因でないが、タイミングとしては比較的大きな調整局面を迎えるリスクは小さくないと思われる。それは、引締政策による不況のリスクである。

既に預金準備率の引き上げ、銀行融資の総量規制などの金融引締策が実施されてきた。この点で日本のオリンピック不況と共通しているが、引締の原因が違う。日本のオリンピック不況は、外貨不足による金融引締であった。現在の中国は、人民元相場の上昇を抑制するための外為市場での中国政府による莫大な人民元売り・ドル買い介入の結果、外貨準備は約1.8兆ドルに膨らんでいる。中国の引締政策は、10%を超える経済成長のなかで、高い伸びが続く投資（固定資本形成）と融資を抑制するためである。GDPに占める固定資本形成のシェアは4割を超え、民間消費のシェアをも上回っている。これは明らかに過剰投資の可能性が高く、やがて大きな調整局面の到来は不可避であろうと考えられてきた。

こうした状況にインフレの高騰が加わった。消費者物価上昇率（前年比）は、2006年1.5%であったが、2007年半ばから上昇が鮮明となり、2008年2月は前年比8.7%まで上昇した。その後、幾分低下したが、7月も6.3%である。これは食品・エネルギー価格の上昇を反映したものである（第1表）。

中国のような金融制度が発展途上にある国では、金融引締効果が十分に浸透しない。主因は、金利上昇による価格メカニズムを通じた抑制効果が効きにくいからだ。しかも、貸出金利は上昇したものの、インフレ率に比べると低めに抑えられている。

外為市場でのドル買い・人民元売りの介入規模を減らせば、人民元の供給量が

減り、過剰流動性の抑制になる。しかし、同時に人民元相場の上昇テンポが速くなる。人民元相場は、2005年7月以降、米ドルに対して約20%上昇した。これには、輸出抑制効果を通じて景気過熱を抑制すると同時に、資源価格上昇による輸入インフレの抑制にも効果があり、マクロ経済的には望ましい方向の変化である。しかし同時に収益率の低い輸出企業を淘汰することになる。

こうした引締政策を反映して、実質GDP成長率（前年比）は、ピークであった昨年4~6月期の12.6%から本年の4~6月期は10.1%まで低下し、内需、外需ともに減速している。この景気減速がさらに強まり、雇用不安が出るような景気後退に陥るリスクがあるように思える。

まず第1に、引締政策が長引くリスクである。物価上昇率が落ち着いてこなければ、景気減速が強まっても、引締政策を続けざるを得ないだろう。世界的な資源価格上昇は世界景気に悪影響を及ぼしている。資源価格の上昇が止まれば、中国も引締政策を緩和政策に転ずることができよう。その兆候はみられるが、現実に緩和政策に転ずるまでに、どの程度の時間を要するのか不透明である。

第2は金融緩和に転じても、景気回復に結びつかないリスクである。これまでの地価や株価の高騰が著しかった結果、下落・調整が長引けば、それが家計、企業のバランスシートを悪化させる。それが銀行の不良債権の増加をもたらせば、金融緩和に転じても、家計、企業、金融機関のバランスシートの調整が終わるまで景気回復は難しくなる。

【現実味を増す中国のバランスシート調整リスク】

今、このバランスシート調整のリスクが現実味を増しつつある。まず、株価は2005年6月から2007年10月にかけて約6倍へと高騰したが、世界的な株価調整の影響もあり、ピーク時の4割程度の水準まで下落した。一時、70倍を記録したPERは、20倍程度まで低下したので、ファンダメンタルズに相応しい水準まで下落したと評価することもできるが、企業収益が悪化すれば一層の下方圧力が働く。

加えて、株式の供給圧力が高まる可能性が高い。非流通株改革は、中国の資本市場改革の文脈のなかでは成功であったものの、その結果、一定期間を過ぎれば、流通可能となった国有株（政府が国有資産を用いて投資した株）、法人株（法人が法的に認められた運用資産を用いて投資した株）が市場に売却される。

また、地価をみると全国70大中都市不動産価格指数は、前年比伸びが鈍化しており、下落に転じるおそれがある。沿海部の主要都市では、不動産価格の下落や分譲住宅成約件数の落ち込みが伝えられている。

個人にせよ、企業にせよ、株や不動産を自己資金で購入していれば、株価や不動産価格が下落しても、バランスシート調整には発展しにくい。しかし、融資

資金で購入した場合、融資の利払い・返済が不能になり、金融機関の不良債権が増える。不良債権の規模が大きくなれば、金融緩和を実施しても、不良債権の整理に目処が立つまでは、景気が上向きにくくなる。

株については、購入資金のうち、どの程度が自己資金で、どの程度が融資によるものであるのか、十分に把握できない。しかし、不動産については、例えば、沿海部の都市部のマンション価格は、サラリーマンの年収の5～6倍が正常値と考えられるが、それをはるかに上回る20～50倍の水準に高騰していると伝えられている。これは不動産価格がファンダメンタルズで説明できる水準を大きく上回っているばかりか、融資で調達した資金で不動産を購入している結果であろう。

加えて、経済全体の減速傾向が鮮明になり、企業収益が悪化すれば、前述の過剰投資（固定資本形成）の咎めが顕在化して、過剰資本設備が拡大する。そうなれば、金融機関の企業向け貸出も不良債権化する。

1965年の日本の証券不況は、バランスシート調整を伴ったものではなかったで、金融緩和と財政政策による刺激策をきっかけに、その後5年弱にわたる景気拡大が始まった。現在の中国経済は、実体経済にのみ注目すれば、当時の日本と同じく高い経済成長力があると言えるだろう。しかし、懸念されるバランスシート調整が現実のものとなれば、中国がこれまで経験したことのない厳しい景気後退に見舞われるリスクがある点、留意しておく必要がある。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3235-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>