

## 米中の資産バブル的経済成長と日本の景気

取締役調査第二部長 鈴木利徳

米国は中国に対し人民元を切り上げるように圧力を強めているが、仮に、人民元が小幅切り上げられたとしても、米国の対中貿易赤字が縮小することはないであろう。米国の産業構造はソフト化、サービス化が進み、製造業の占める割合は下降の一途を辿っている。内需が拡大すれば必然的に輸入が増加し、貿易赤字が拡大する構造になっている。また、ドル安に推移しても、国内の製造能力に制約があるため、輸出の増加は限定的となる。

一方、中国は海外からの直接投資誘導政策によって、海外の資金と技術を活用した経済振興を図ってきたが、鉄鋼、家電など多くの分野で、これまでの巨大投資が生産能力化し、その供給能力は国内の需要を超えるまでに増大している。その結果、輸出圧力が強まっており、今後は、貿易黒字の拡大が見込まれ、その最大の輸出国は米国である。

中国の対米輸出の増加は、アジア諸国から中国への中間財対中輸出の増加をもたらし、アジア諸国は「中国を拠点とする対米輸出依存型経済」の枠組みに深く組み込まれていく。

その結果アジア諸国に蓄積された外貨準備等は米国債等へ向かい、米国債の低位安定に一役買う。米国の長期金利の低位安定は、住宅市場の好況とホームエクイティ・ローンなど住宅担保貸出の増加を支え、そのような資産を担保とする負債の拡大が個人消費を後押しする。そして、米国の個人消費の堅調は、中国等からの輸入増加をもたらす。

一方、中国の国内事情に目を向ければ、農村の過剰労働力、都市の失業者に加えて、毎年の労働市場への新規参加者が1,000万人ともいわれる深刻な雇用問題を抱えており、1%の経済成長による雇用創出力が約90万人といわれるなかでは、毎年9%前後の経済成長は政治的にも必達目標であるといえ、本腰をいれた引き締め政策を採用できる状況にはない。その結果、過熱気味の景気拡大と投機的な不動産市場の高騰が続き、高成長の陰で潜在的なリスクが蓄積されている。

日本は、生産拠点を中国等アジアに移転してきたため、その分国内投資が減少し、雇用の長期的低迷と国内資金需要の減退を招いている。02年1月以降、低成長だが息の長い景気拡大が続いているものの、それは、米国と中国の資産バブルのリスクをはらんだ高成長に支えられたものといえる。そして、日本の余剰資金は国内債、米国債、海外株式市場等へ向かい、日米の長期金利の低位安定を支えている。

要約すれば、アジア諸国が対米貿易で稼いだ資金を米国債等に投資することで、米国の長期金利の低位安定が保たれ、米国の長期金利の低位安定が米国の資産バブル的経済を支え、そして、米国の経済成長がアジアの経済を支えるという構造が浮かび上がってくる。

このような米中の資産バブル的成長にとって当面最大の留意点は米国の金利引上げであろう。今のところ、FFレート3.0%はまだ緩和気味の水準といえ、もし、3.75%を超えて引き締め水準まで引上げられるようなことがあれば、米国の資産バブルは大幅な調整が避けられず、日中経済への打撃は小さくない。逆に、FFレートの引上げが3.5%程度にとどまれば、日本の“息の長い低成長”が当面は続くことになる。しかし、それにしても、このような危うい米中日の均衡の行き着く先には何があるのであろうか。