



金融政策：時機を捉えた意思決定、 適切なタイミングでのマクロ経済政策¹

李 永森*

要約

1. 中国は金融危機後の景気対策として、2008 年末から「適度に緩和的」な金融政策を実施し、公開市場操作などによって資金の流動性を高めることで減速した経済成長を早期に回復させ、見事に景気の V 字回復を果たした。そして現在も成長率が 10%近い高成長国として世界経済を牽引している。
2. 一方、こうした金融緩和がもたらした過剰流動性が、好調な景気と共にインフレ圧力という副作用を徐々にもたらし、中国人民銀行（中央銀行）は 2010 年 10 月 20 日、2007 年 12 月 11 日以来、34 カ月ぶりとなる金融機関の人民元建て預金・貸出基準金利の引き上げを実施した。この利上げは危機以降実施されてきた金融緩和路線の転換を明確に示すものとなった。
3. 経済の安定的な成長とインフレ懸念の抑制という相反する二つの難題と向き合う際、現在の置かれている経済情勢を十分に見極め、適切な金融政策の選択・実施が求められる。そのため、それぞれの金融政策の効果と影響を十分に分析し、利点を最大限に活かし、同時に具体的かつ柔軟で機動的な措置を打ち出す必要がある。
4. 経済運営をめぐる現在の状況は、様々な要因や矛盾が混在し複雑である。しかし、当面の間は金融政策の重点を経済の安定成長からインフレ対策へ移行する必要がある。同時に「適度に緩和的」な金融政策を「穏健」あるいは「中立的」な金融政策へ転換し、適切なタイミングでのマクロ経済政策を実施しなければならない。

1. これまでの金融政策とその効果の分析

金融危機後の対策措置として、中国は 2008 年末から銀行貸出のテコ入れを中心とした「適度に緩和的」な金融政策を実施し、減速した経済成長を早期に回復させる重要な役割を担った。

2009 年の中国の GDP 成長率は前年比 8.7%となったが、景気の V 字回復（図表 1、9 参照）を遂げるにあたり、「適度に緩和的」な金融政策が大きな役割を果たしたことは言うまでもない。

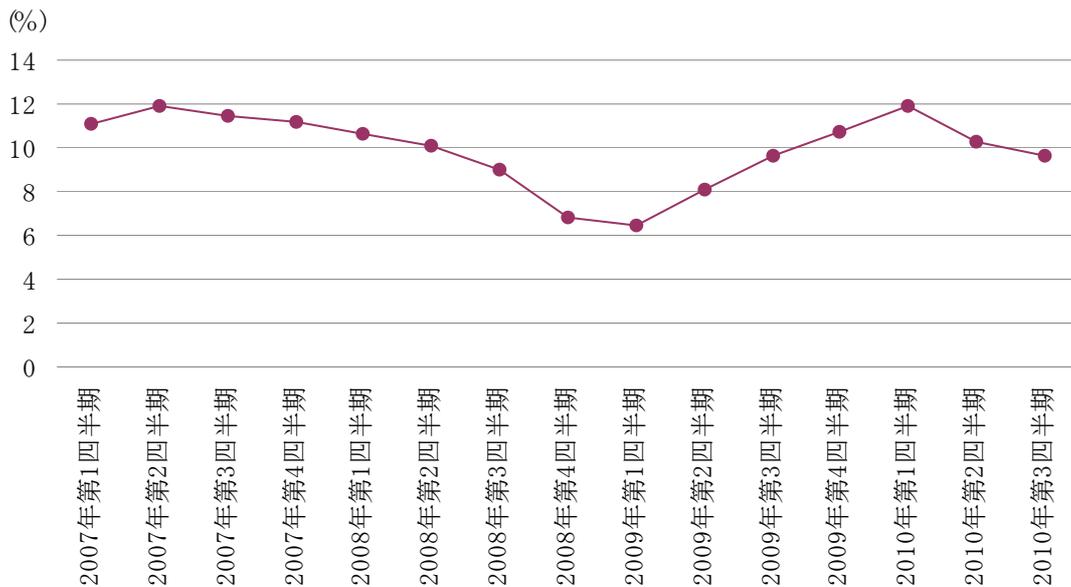
¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2010 年第 4 期掲載の「金融政策：時機を捉えた意思決定、適切なタイミングでのマクロ経済政策」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛または抄訳としている場合がある。

* 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

中国人民銀行は 2008 年末以降、預金・貸出基準金利を 5 度、法定預金準備金率を 4 度引き下げ、資金の流動性確保に努めた。その結果、2009 年末時点の広義のマネーサプライ（M2）は前年比 28.4% 増の 61 兆元となり、伸び率は 10.6 ポイント上昇した（図表 2 参照）。また狭義のマネーサプライ（M1）も同 33.2% 増の 22.1 兆元となり、伸び率は 24.2 ポイント上昇した（図表 3 参照）。さらに貸出残高も急速に増え、中でも中長期貸出が大幅に増加した。2009 年末時点の人民元建て貸出残高は前年比 31.7% 増の 40 兆元となり、伸び率は 13.0 ポイント上昇した。一方、2009 年の中国人民銀行の公開市場操作を見てみると、中央銀行の手形発行額は前年比 0.3 兆元少ない 4.0 兆元、売りオペレーション実行額は同 0.9 兆元少ない 4.2 兆元となり、前年に比べ資金の吸収量を削減した。以上から、2009 年は総じて金融緩和と政策が実施されたことが分かる。しかし、この金融緩和が景気の回復と同時に過剰流動性を引き起こし、その結果、大きなインフレ圧力という副作用をもたらすこととなった。

経済政策やさまざまな要素が重なり、マクロ経済は大きく変化した。GDP 成長率は 2009 年第 1 四半期を底に反転し、2009 年第 4 四半期は前年同期比 10.7%、2010 年第 1 四半期は同 11.9% という高水準を達成した（図表 1 参照）。これに連動するかのよう、消費者物価指数（CPI）は 2009 年 11 月にマイナスからプラスに転じ、2010 年に入ってからの上昇基調が続いている。こうした状況を受け、2010 年に入ると、これまで断続的に行われた緩和政策とは異なった若干調整を加えた金融政策が実施された。この政策は「適度に緩和的」な金融政策を維持しつつも、政策の規模や速さ、連続性、安定性など状況に応じた柔軟な対応が強調された。金融政策の具体性や柔軟性が示された例として、中国人民銀行は 2010 年 1 月 18 日、2 月 25 日、5 月 10 日の 3 度にわたり預金準備率を 0.5 ポイントずつ引き上げ、17% とした。また、2010 年 1 月に光大銀行、中信銀行、中国銀行、中国工商銀行に対し 3 カ月間、10 月には中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、招商銀行、民生銀行に対し 2 カ月間、それぞれ預金準備率を 0.5% 引き

図表 1 中国の国内総生産（GDP）成長率（前年同期比）



(出所) 中国国家統計局

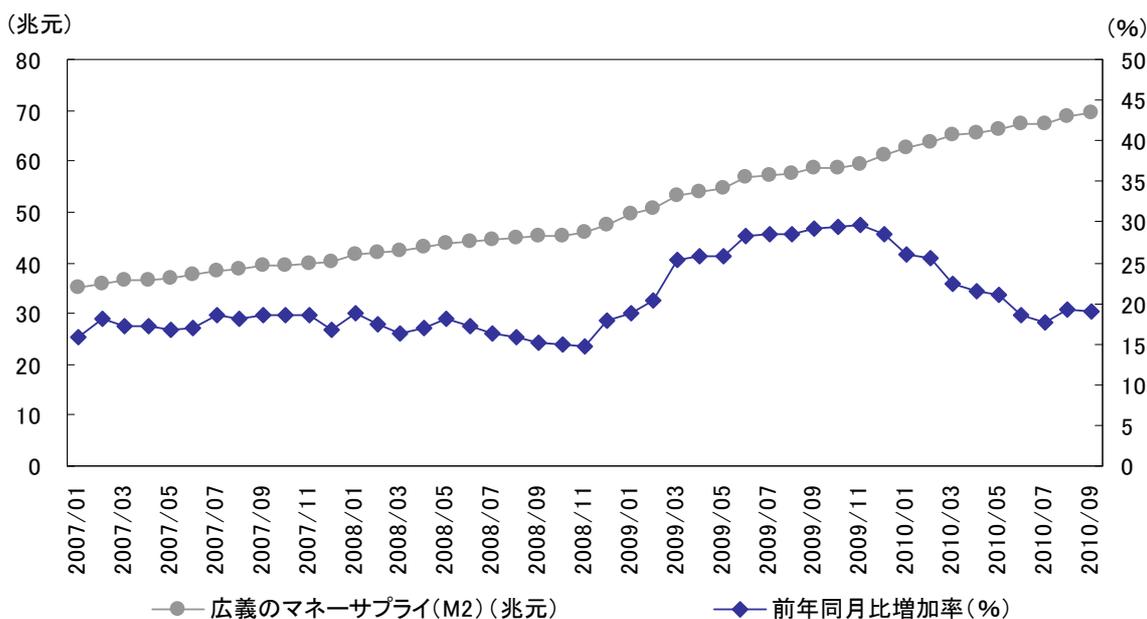
上げる措置を取った。但し、この措置に関し中国人民銀行は対外公表しておらず、あくまで複数のメディアによって報道されたものである。さらに、公開市場操作による資金の吸収も続け、2010年10月末時点の中央銀行の手形発行額は総額2兆9,400億元となり、売りオペレーションは総額1兆1,910億元となった。

この結果、2010年9月末時点の広義のマネーサプライ（M2）は前年比19%増の69.6兆元となり、伸び率は8.7ポイント低下した（図表2参照）。狭義マネーサプライ（M1）も同20.9%増の24.4兆元となり、伸び率は11.5ポイント低下した（図表3参照）。現金通貨残高（M0）は同13.8%増の4.2兆元となり、同2ポイント上昇した。また、2010年9月末時点の人民元建て貸出残高は2009年末比18.5%増（6.3兆元増）の46.3兆元となり、伸び率は13.2ポイント低下した（この時点で2010年の人民元建て新規貸出金額は年間目標額7.5兆元を大幅に超える8兆元の見通しであったが、2009年の新規貸出金額9.6兆元に比べれば大幅減である）。以上のようにマネーサプライの伸び率が大幅に縮小したことにより、2010年第1～3四半期のGDP成長率はそれぞれ11.9%、10.3%、9.6%と徐々に下落していった。一方、CPIは緩やかに上昇し9月には3.6%増と年内で最高値をつけた。

マクロ経済政策だけでなく、経済運営上の中国自身の要因も加わり、中国経済は世界に先駆けて回復に向かい始めた。同時に、経済の比較的早い成長と為替の安定化を図りながらインフレを抑制するという矛盾や、政府主導型投資から民間主導型投資への転換の問題、海外諸国の景気回復度合の違いや金融政策の根本的な違いは、いずれもマクロ経済政策を運営していく中で特に金融政策のかじ取りを困難にしている。

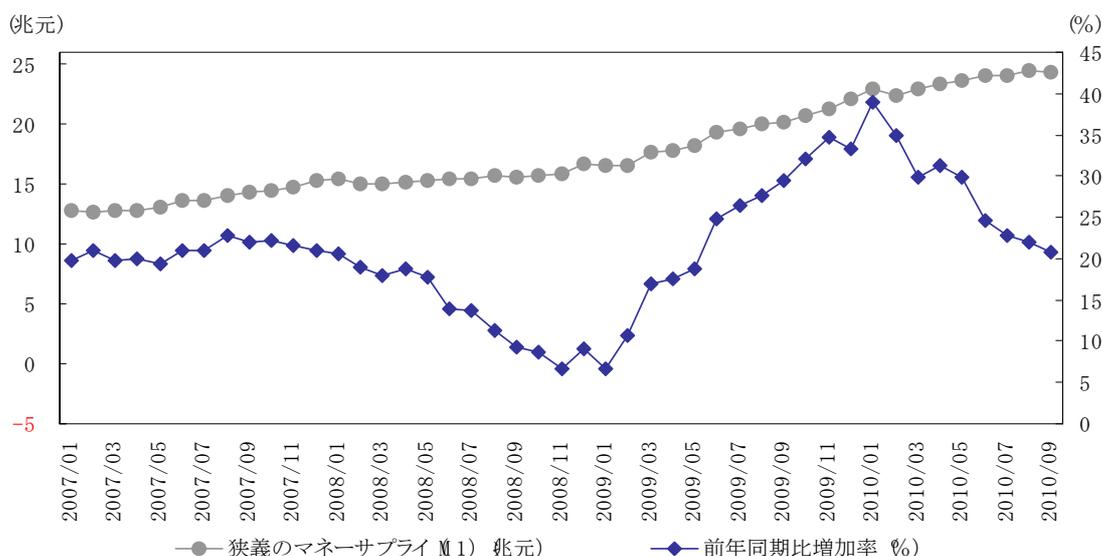
中国人民銀行が金融政策を実施する際に、最も多用されるのが公開市場操作による短期的な流動性の調整である。預金準備金率を調整する場合は、小刻みな調整を繰り返すことによって大きな混乱を避けられる一方、（預金・貸出）金利を調整する場合は、波及効果が長いことや影響範

図表2 広義のマネーサプライ（M2）とその伸び率（前年同月比）



（出所）中国人民銀行ホームページ

図表3 狭義マネーサプライ（M1）及びその伸び率（前年同月比）



(出所) 中国人民銀行ホームページ

囲が広いことを考慮し、比較的慎重に行う。これ以外に貸出金額を調整する措置として、政府による窓口指導もよく行われる。

量的手段は波及効果が短い代わりに速効性があり、影響の範囲も狭い。このため、金融政策を選択する場合、公開市場操作や預金準備率操作、銀行貸出金額の調整といった量的手段を採ることが多い。一方、金利などの価格調整手段は波及効果が長く、影響の範囲も広いいため、慎重な判断を伴う。しかし、中国人民銀行は2010年10月19日、10月20日から金融機関の人民元建て預金・貸出基準金利を0.25ポイント引き上げることを発表した。利上げは中国にとって34カ月ぶりとなり、かつ金融危機後としては初めてとなった。この利上げは、金融政策が景気刺激策からインフレ対策に移行したことを示している。

II. 当面の金融政策において注意すべき主な問題

現在、中国の経済状況は経済政策が意図する方向へ進んでおり、比較的望ましい状況が続いている。2008年末以降、中国経済は見事なV字回復を遂げ、経済が安定軌道に乗り始めた。GDP成長率は2010年第1四半期の11.9%以降は若干失速しているものの、これは急成長の反動のほか、国が進める省エネやCO₂排出削減の強化、投機資金による住宅バブルの抑制等のマクロ経済政策が影響している。欧米などの先進国では、長期にわたって蓄積された金融システムのリスクが金融危機で一気に顕在化した。政策運営等によってリスクが後退し外部環境も良くなり、徐々にではあるが景気が緩やかに回復し始めている。一方、中国経済は高成長の裏に潜む多くの矛盾と困難に直面している。対外貿易は回復しつつあるものの、内需は依然弱く、楽観出来ない状況である。政府主導型投資による景気刺激策から脱却できるかどうか不透明であり、また、インフレ懸念も強まっている。当面の金融政策においては、①利上げの効果、②CPIの動向、③V字回復後の安定的な経済成長の維持、④経済成長モデルの円滑な転換、⑤政府主導型投資から

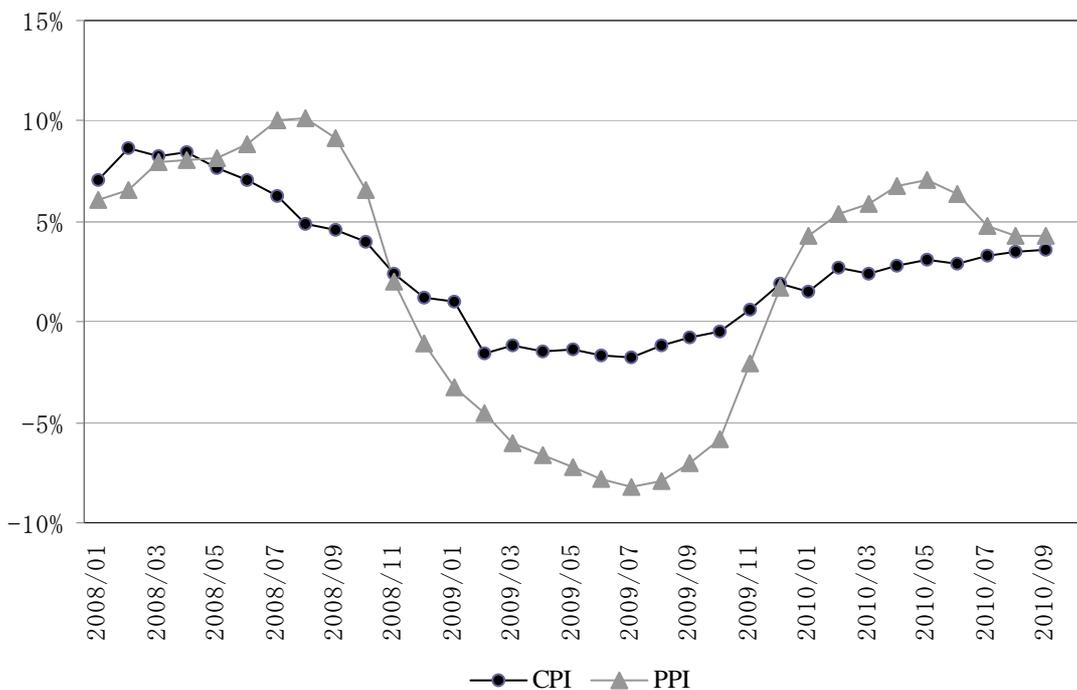
の脱却（民間主導型投資への転換）といった問題を注視すべきである。また、投資による景気刺激策の継続については、①不確定要素の多い外部環境が人民元の為替レートや外需に与える影響、②経済成長における内需による外需減速分の代替——などを検証する必要がある。

2009年の年初からマネーサプライが増加し、物価の上昇が顕著となったのはその約半年後からである。2009年7月のCPIおよび工業製品出荷価格指数（PPI）はそれぞれ前年同月比-1.8%と-8.2%の下値を付けた後、同年8月から上昇し始め、CPIは11月、PPIは12月にプラスに転じた。その後、CPIは緩やかに上昇し2010年9月に2008年10月以降最高となる3.6%を記録した。そして今もなおインフレ圧力が根強く残っている。一方、PPIは2010年5月の7.1%をピークに同年9月は4.3%まで下落し、GDP成長率と類似曲線を描いていることがわかる（図表4、10参照）。このように経済成長の加速によって生じたインフレ圧力は、経済の成長速度が減速してもなお拡大しており、また、国際市場では主要商品の価格が上昇し、国内の物価上昇をさらに助長している。こうしたインフレ圧力を抑制する金融政策が今求められている。

2010年の1～9月の全国社会消費品小売総額（名目）は、前年同月比で概ね18%以上となり、2009年の平均15%と比べ高い水準を維持している（物価変動を加味した実質値ではやや減速）。しかし、伸び率が概ね20%以上となった2008年や、同年25%前後の伸び率で推移した固定資産投資総額と比べれば明らかに低く、30%以上で推移した2010年1～9月の対外貿易総額と比べればその差はさらに大きい（図表5、10参照）。以上のことからわかるように、内需の成長は弱まってきており、経済成長モデルを転換する上で大きな課題となっている。

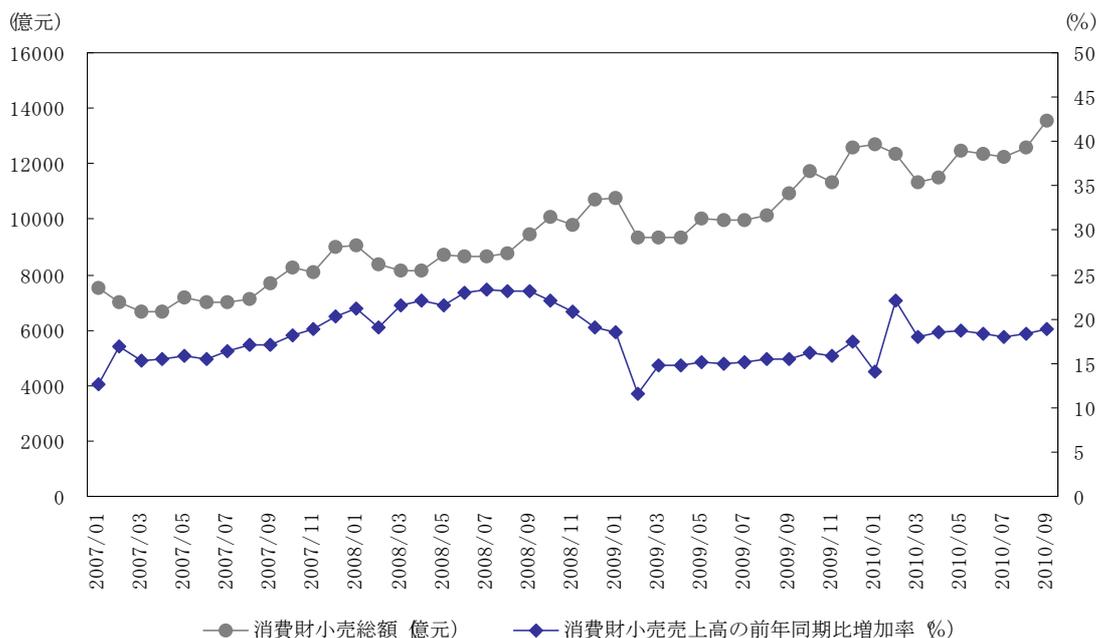
外需が世界的に減速する中、2009年の中国の輸出金額は月を追うごとに伸び（図表6、10参照）、年間の貿易総額は過去最高を記録した2008年に次ぐ大きさとなり、中国は世界最大の輸出国となった。経済成長に対する輸出の貢献度も依然高く、2010年に入っても貿易総額は増加

図表4 中国の消費者物価指数（CPI）と工業製品出荷価格指数（PPI）の推移（前年同月比）



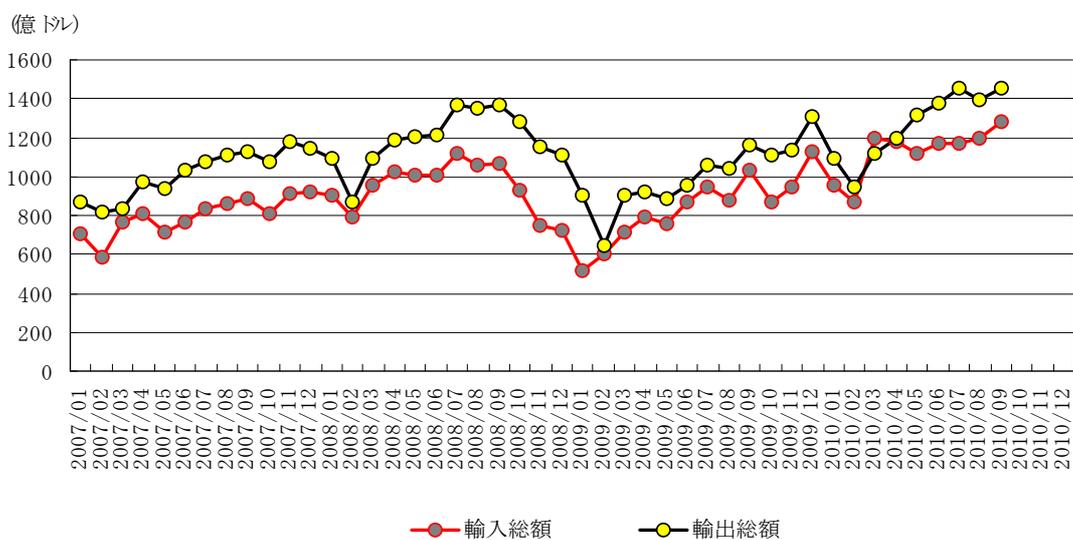
(出所) 中国国家統計局

図表 5 全国社会消費品小売総額とその伸び率（前年同月比）



(出所) 中国国家统计局

図表 6 中国における 2007 年以降の月別輸出入比較



(出所) 中国商務部

傾向にあり、6月の外貨獲得額は過去最高の2547.7億ドルに達し、9月は更に2731億ドルと過去最高を更新した。2010年第1～3四半期(1～9月)の貿易総額は前年同期比37.9%増の2兆1,487億ドル、そのうち輸出金額は同34%増の1兆1,346億ドルとなった。海外の景気回復が不鮮明な中でこれ程の成果が得られたのは大変貴重で、対外貿易が経済成長の支柱として大きな役割を果たした一方、中国経済の貿易依存度が依然として高いことも示された。

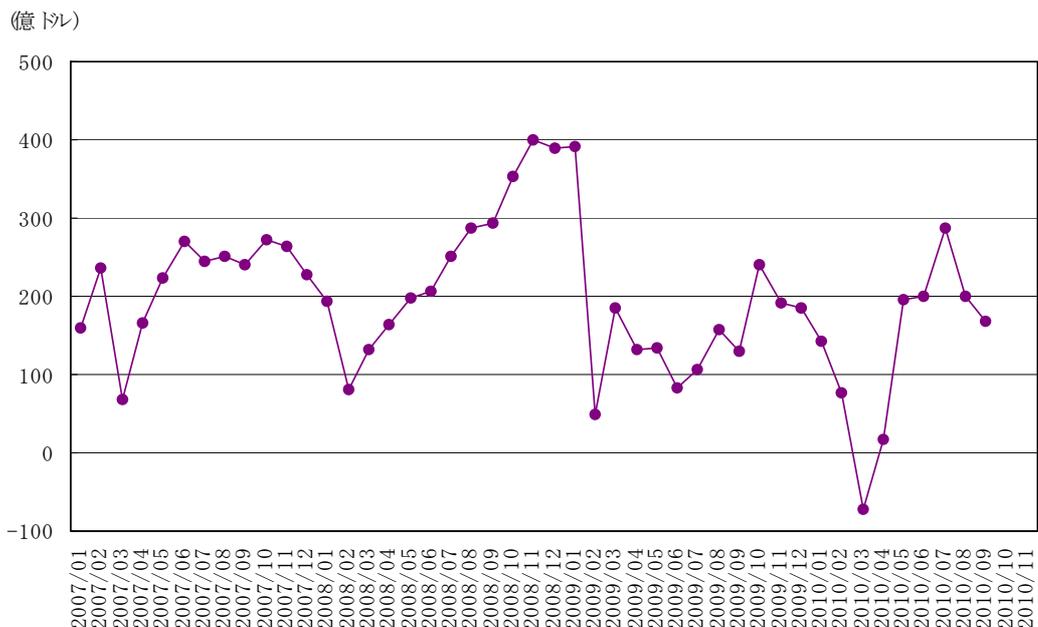
しかし、注目すべき点は四半期毎の貿易総額の伸び率が高水準を維持しながらも減速しつつあ

ることである。また、2010年第1～3四半期（1～9月）の貿易黒字も前年同期比149億ドル減の1,206億ドルとなった。2009年2月以降の貿易黒字は安定的に推移せず、2010年3月は6年ぶりに貿易赤字（72.4億ドル）となった（図表7、10参照）。国外で強まる産業保護や景気回復懸念、中国に求められる対外不均衡の是正等の問題を背景に、中国の貿易黒字は今後さらに縮小し、再び貿易赤字になると考えられる。このほかにユーロ圏の債務危機やドル安による影響が、今後数カ月にわたって顕在化していくと考えられる。このため、2010年第1～3四半期（1～9月）のような急成長を遂げるのは難しく、外需による経済成長を過度に期待するのは禁物である。

もう1つ注目すべき点は、経済回復の度合いが各国で異なるため、マクロ経済政策、特に金融政策の足並みが揃っていないことである。中国を含む多くの新興国（ブラジル、インド、マレーシア、ペルー、韓国、タイなど）や一部先進国（オーストラリア、カナダなど）では景気過熱対策やインフレ対策の必要性から、すでに利上げなどの金融引き締めを行っており、景気刺激策から脱しつつある。一方、米国・英国・日本などの主要先進国は量的緩和などの景気刺激策を維持している。このようなマクロ経済政策の温度差は、当然の結果として外国為替市場の不安定化を招き、ドル安が続き、人民元相場の安定化を難しくしている。同時に、中国の国際収支にも影響を及ぼしている。

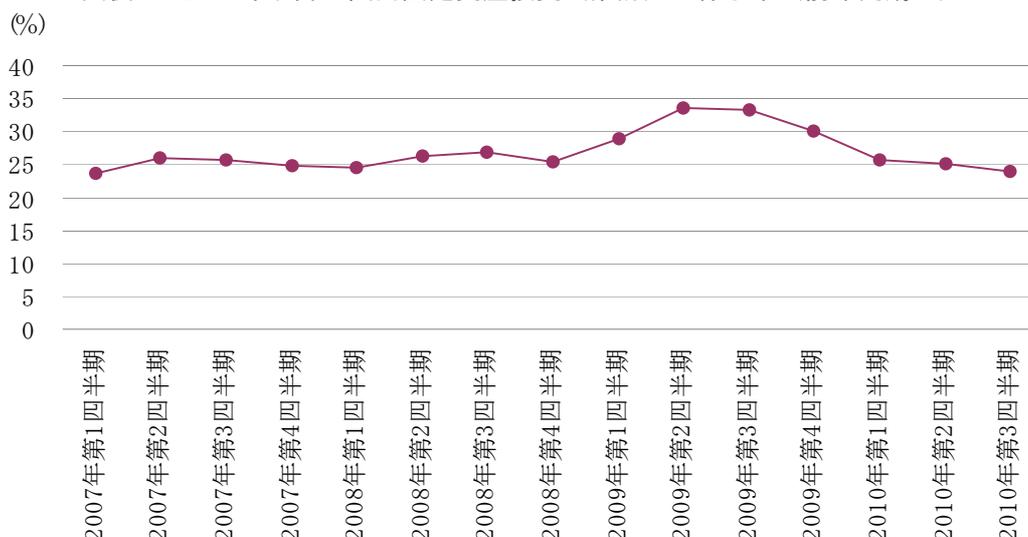
2009年の国内固定資産投資の四半期別伸び率は28.8%～33.5%（2007年は23.7%～25.9%、2008年は24.6%～27%）で、年間の伸び率は30.1%となった。2007年および2008年の伸び率はそれぞれ24.8%と25.5%である（図表8、9参照）。2009年第4四半期以降、国内固定資産投資の伸び率は減速し、2010年第3四半期は前年同期比9.5ポイント減の24%まで下落した。固定資産投資の伸び率減速の背景には、金融危機後の対策として政府が積極的に行った政府主導型投資に変化が生じたためである。2010年第1～3四半期（1～9月）の都市部による固定資産投資のう

図表7 中国における2007年以降の月別貿易収支の推移



(出所) 中国商務部

図表 8 2007 年以降の国内固定資産投資（累計）の伸び率（前年同期比）



(出所) 中国国家統計局

図表 9 中国の経済運営に関連する一部指標 (1)

	GDP 四半期別成長率 (前年同期比、%)	国内固定資産投資 (累計) (億元)	社会固定資産投資 (累計)の成長率 (前年同期比、%)
2007年第1四半期	11.1	17525.70	23.70
2007年第2四半期	11.9	54167.90	25.90
2007年第3四半期	11.5	91529.20	25.70
2007年第4四半期	11.2	137239.00	24.80
2008年第1四半期	10.6	21845.46	24.60
2008年第2四半期	10.1	68401.62	26.30
2008年第3四半期	9.0	116245.50	27.00
2008年第4四半期	6.8	172291.00	25.50
2009年第1四半期	6.5	28129.10	28.80
2009年第2四半期	8.1	91321.00	33.50
2009年第3四半期	9.6	155057.10	33.40
2009年第4四半期	10.7	224846.00	30.10
2010年第1四半期	11.9	35320.00	25.60
2010年第2四半期	10.3	114187.00	25.04
2010年第3四半期	9.6	192228.00	23.97

(出所) 中国国家統計局

ち、民間投資（国有企業等の政府投資以外の投資）は 28.4% 増だったのに対し、政府投資は 19.5% に留まり、民間投資の伸び率が政府投資を 8.9 ポイント上回った。これは政府主導型投資が市場主導型（民間主導型投資）へ切り替わりつつあることを示している。長期的に見れば政府主導型投資を増やし続けることは不可能であり、今後、政府主導型投資から市場主導型への円滑なモデル転換を行うための検証が必要となる。つまり、如何に民間投資を促すが今後のマクロ経済政策の課題となってくるだろう。

図表 10 中国の経済運営に関連する一部指標 (2)

時期	全国社会消費品 小売総額		消費者 物価指数 (前年同期 比、%)	工業製品 出荷価格 指数 (前年同期 比、%)	貿易総額		貿易収支 (億米 ドル)	広義マネー サプライ M2		狭義マネー サプライ M1	
	億元	成長率 (前年同期 比、%)			億米 ドル	成長率 (前年同期 比、%)		兆元	成長率 (前年同期 比、%)	兆元	成長率 (前年同期 比、%)
2007年1月	7488.3	12.7	2.17	3.30	1572.6	27.4	158.8	35.15	15.79	12.85	19.80
2007年2月	7013.7	16.9	2.71	2.60	1403.5	13.1	236.9	35.87	18.15	12.63	20.99
2007年3月	6685.8	15.3	3.28	2.70	1600.6	14.6	67.6	36.41	17.27	12.79	19.81
2007年4月	6672.5	15.5	3.03	2.90	1781.7	21.5	167.0	36.73	17.09	12.77	20.01
2007年5月	7157.5	15.9	3.39	2.80	1657.0	19.1	224.3	36.97	16.74	13.03	19.28
2007年6月	7026.0	15.4	4.36	2.50	1798.3	14.3	269.2	37.78	17.06	13.58	20.92
2007年7月	6998.2	16.4	5.62	2.40	1910.8	26.8	243.8	38.39	18.48	13.62	20.94
2007年8月	7116.6	17.1	6.52	2.60	1976.1	19.9	251.3	38.72	18.09	14.10	22.77
2007年9月	7668.4	17.0	6.24	2.70	2005.9	15.8	240.3	39.31	18.45	14.26	22.07
2007年10月	8263.0	18.1	6.50	3.20	1882.0	25.3	271.6	39.42	18.47	14.46	22.21
2007年11月	8104.7	18.8	6.94	4.60	2088.7	25.1	264.2	39.98	18.45	14.80	21.67
2007年12月	9015.3	20.2	6.51	5.40	2061.5	25.7	226.9	40.34	16.73	15.25	21.02
2008年1月	9077.3	21.2	7.08	6.10	1998.0	27.6	193.5	41.78	18.88	15.49	20.54
2008年2月	8354.7	19.1	8.74	6.60	1664.0	35.6	81.9	42.10	17.39	15.02	18.95
2008年3月	8123.2	21.5	8.31	7.95	2046.8	24.9	131.4	42.31	16.19	15.09	17.97
2008年4月	8142.0	22.0	8.48	8.12	2210.8	26.7	163.6	42.93	16.88	15.17	18.81
2008年5月	8703.5	21.6	7.72	8.20	2213.1	40.7	197.5	43.62	17.99	15.33	17.71
2008年6月	8642.0	23.0	7.08	8.84	2215.8	31.4	206.9	44.31	17.29	15.48	13.97
2008年7月	8628.8	23.3	6.30	10.03	2480.7	33.7	251.3	44.64	16.28	15.50	13.77
2008年8月	8767.7	23.2	4.90	10.10	2408.7	23	287.8	44.88	15.92	15.69	11.27
2008年9月	9446.5	23.2	4.64	9.13	2434.6	21.3	293.7	45.29	15.21	15.57	9.23
2008年10月	10082.7	22.0	3.97	6.60	2214.2	15.6	352.4	45.31	14.95	15.72	8.67
2008年11月	9790.8	20.8	2.43	1.99	1898.9	-17.9	400.9	45.86	14.73	15.78	6.63
2008年12月	10728.8	19.0	1.20	-1.10	1833.3	-21.3	389.8	47.52	17.79	16.62	8.98
2009年1月	10756.6	18.5	1.00	-3.35	1418.0	-43.1	391.1	49.61	18.74	16.52	6.68
2009年2月	9323.8	11.6	-1.60	-4.50	1249.5	-24.1	48.4	50.67	20.35	16.61	10.64
2009年3月	9317.6	14.7	-1.20	-6.00	1620.2	-25.1	185.6	53.06	25.43	17.65	17.02
2009年4月	9343.2	14.8	-1.50	-6.60	1707.3	-23	131.3	54.05	25.89	17.82	17.48
2009年5月	10028.4	15.2	-1.40	-7.20	1641.3	-25.2	133.9	54.83	25.68	18.20	18.70
2009年6月	9941.6	15.0	-1.70	-7.80	1825.7	-13.2	82.5	56.89	28.38	19.31	24.75
2009年7月	9937.0	15.2	-1.80	-8.20	2002.1	-14.9	106.3	57.31	28.39	19.59	26.39
2009年8月	10115.6	15.4	-1.20	-7.90	1917.0	-17	157.1	57.67	28.48	20.04	27.73
2009年9月	10912.8	15.5	-0.80	-6.50	2189.4	-3.5	129.3	58.54	29.26	20.17	29.51
2009年10月	11717.6	16.2	-0.50	-5.70	1975.4	-6.4	239.9	58.66	29.46	20.75	32.03
2009年11月	11339.0	15.8	0.60	-2.10	2082.1	26.7	190.9	59.46	29.64	21.25	34.64
2009年12月	12610.0	17.5	1.90	1.70	2430.2	55.9	184.3	61.02	28.42	22.14	33.23
2010年1月	12718.1	14.0	1.50	4.30	2047.8	85.5	141.7	62.56	26.10	22.96	38.96
2010年2月	12334.2	22.1	2.70	5.40	1814.3	44.7	76.1	63.61	25.53	22.43	34.99
2010年3月	11321.7	18.0	2.40	5.90	2314.6	66	-72.4	64.99	22.49	22.94	29.94
2010年4月	11510.4	18.5	2.80	6.80	2381.6	49.7	16.8	65.66	21.48	23.39	31.25
2010年5月	12455.1	18.7	3.10	7.10	2439.9	48.3	195.3	66.34	20.99	23.65	29.93
2010年6月	12329.9	18.3	2.90	6.40	2547.7	34.1	200.2	67.39	18.46	24.06	24.56
2010年7月	12252.8	17.9	3.30	4.80	2623.1	22.7	287.3	67.41	17.61	24.07	22.86
2010年8月	12569.8	18.4	3.50	4.30	2585.7	35.2	200.4	68.75	19.21	24.43	21.93
2010年9月	13537.0	18.8	3.60	4.30	2731.0	24.1	168.7	69.64	18.96	24.38	20.87

(出所) 中国国家统计局、中国商務部、中国人民銀行

Ⅲ、量的手段、価格（金利）手段のメカニズム

金融政策は、その種類や実施方法によって得られる効果が大きく異なる。それぞれの効果を十分に分析し、的確な種類・方法を選択・実施して初めて、金融政策の具体性や柔軟性が発揮される。

1. 量的手段

量的手段としては、預金準備率操作や公開市場操作、銀行貸出金額の調整などが挙げられるが、これらは速効性があり、流動性の管理において良好な効果が得られる。また、資金調達コストへの影響が小さく、実体経済に対する影響も間接的である。主にマクロ経済における資金供給を調整するための手段であり、個別企業の資金調整に関しては効果が弱いとされる。インフレ懸念がなく先を見越した調整政策には適している。

預金準備率操作は乗数効果がはたらくため劇薬のような効果が得られるが、小刻みな微調整を繰り返すことで経済運営へのダメージを和らげることができる。同時に、連続的な引上げにより、銀行の貸出枠や与信能力を強制的に凍結させる効果も得られる。一方、商業銀行の収益率を削減し銀行システム全体の活力や経営効率に影響を及ぼすなど経営に難題を突きつける措置でもある。状況に応じて、預金準備金利の調整と合わせて実施することで負の影響を緩和することが望ましい。

公開市場操作は、時期、方向、規模のいずれにも柔軟性があるため、中央銀行が最も頻繁に使用する金融政策となっている。一定期間内であれば、外貨準備高の増加で市中に大量に放出されたマネタリーベースを売りオペによって柔軟に相殺し、短期的な過剰流動性や流動性不足に対応することができる。一方、中国人民銀行は一方通行のオペレーション（資金の吸収）を長期間行う傾向があり、手元の売り出し可能な国債や手形が減少し、必然的に中央銀行手形を発行して穴埋めを行う。これが長期間に渡ると手形の発行残高が膨れ上がり、償還に対応した手形を更に新規で発行するという事態に陥り、公開市場操作の持つ双方向の流動性調節能力が損なわれる。

銀行貸出金額の調整は、中国人民銀行が以前から行ってきた行政色の強い調整手段であり、現在でも大きな効果が期待できる。但し、現代型金融にそぐわない手段であり、商業銀行が持つべき貸出決定の自主権を奪い、経営効率の悪化を招きかねないことを十分認識しなければならない。実際に行う場合は窓口指導の形態を取り、商業銀行に強要する行政命令は断じて避けるべきである。また、条件が整えば早期に廃止されることが望ましい。

2. 価格（金利）手段

基準金利の調整である価格手段は、投資や融資を適正なレベルまで導き、価格の安定化を促進する効果がある。但し、その機能を正しく発揮させるためには、優れた市場環境や比較的整備された市場波及メカニズムなど、ある程度土台が整った市場制度が不可欠である。中国の市場参加者は金利に対する感応度が乏しい上に、金利政策の波及メカニズムが円滑でないため、金利調整の効果が弱まったり、遅れたりすることがある。

一方、金利は金融分野において最も重要な価格シグナルであり、その変動が影響を及ぼす範囲は非常に広く、「髪一本を引っ張れば全身が動く」というほどの効果がある。価格（金利）手段を実施する場合、もたらしうる全ての影響を十分に認識しておく必要がある。例えば、金利上昇により資金調達コストが上昇すれば、転嫁された販売価格が上昇し、消費ニーズが先送りされ、

これによりインフレ圧力が緩和される。しかし、金利上昇によって生産者の財務費用が増大し、一定期間経過後は逆にインフレ圧力が高まる可能性がある。また、客観的に見て現在利上げを断行すれば、内需による経済成長の促進効果を一部相殺してしまう。さらにもう一段階利上げを行えば、為替相場、国際資本（特に投機資本）の流動など内外均衡に関する指標にも影響が及び、ついには貿易収支や国際収支バランス、対外準備資産などの指標にも影響しかねない。当面は、人民元の上昇圧力の増大や海外の投機資本による利ざや目的の投資、対外準備資産の含み損などの問題に強く注意を払う必要がある。中国は米国より先に基準金利を引き上げたため、国際資本の流入が加速し人民元の上昇圧力が強まるのは確実である。輸出企業にとっては国内・国外の両方から二重の圧力が加えられ、中国の輸出競争力が損なわれる恐れがあり、同時に海外からの資本流入に対し、中央銀行は人民元の市中供給量の拡大を余儀なくされるため、資金の吸収のためのオペレーションを強化し、インフレ懸念の拡大による負の影響を緩和する必要が出てくるだろう。

IV. 安定的な経済成長を維持するための機動的で柔軟な政策および円滑な政策転換

経済成長の安定・維持、経済構造の調整、インフレ懸念への対策の三者のうち、インフレ懸念への対策を強化することで、経済成長の安定・維持を図り、経済構造の調整を実現するための物価環境を整えることがより重要になると考えられる。このため、まずはインフレ懸念に強く注目し政策運営の先行性を高め、政策を実行する対象の絞り込みと柔軟な対応を行い、インフレ対策を重点的かつ的確に行い、物価の高騰を防がなければならない。次に、インフレ対策が経済の安定的な成長をより良い形で実現するためであることを明確にし、政策の効果や経済運営の状態に注意を払い、インフレ対策を強化するとともに、経済運営における流動性の適正化を図り、両者の適正な「程度」（レベル）を把握する。経済成長モデルの転換や経済構造の調整は、中国が向き合う喫緊の課題であり長期的な課題でもあるが、この中で金融政策にある程度の役割を發揮させるべきである。例えば、住宅価格の高騰を抑制する場合、利上げには一定の効果が望める。また、ターゲットを絞った「ポイント対ポイント」の調整で、金融リスクの蓄積を防ぐこともできるだろう。但し、金融政策が万能ではないことは十分認識すべきであり、財政政策、産業政策などとの連携により効果を上げる必要がある。

つまり、当面の間は金融政策の重点は経済の安定成長の維持から、インフレ対策へ次第に移行し、これに伴い、「適度に緩和的」金融政策も、「穏健」あるいは「中立的」な金融政策へ移行させなければならないということである。

中国人民銀行の金融政策は現在、非常に困難な局面を迎えており、経済運営をめぐる多くの矛盾の解決が待たれる。金融政策の目標が互いに矛盾し、相反する二つの問題に直面することが多い中、通貨当局はバランスに配慮した取捨選択を迫られる。この中で、さまざまな変化に注目し、政策措置の具体性や柔軟性を示し、金融政策の運営をタイミングよく実施する必要がある。安定性の維持や柔軟性の向上を図り、政策の重点を円滑に移行させるためには、当面は予防的対策や微調整などの方法が最上の選択となる。量的手段である公開市場操作等を引き続き駆使して流動性を調整し、預金準備率を実施する場合は小刻みな調整を繰り返す「ポンピングブレーキ」方式を用いるべきである。金利の調整に当たっては、前回の調整による効果を見極め、経済運営をめ

ぐる新たな動向に目を向け、海外主要国の経済政策の変化に注意を払い、中国に対する影響の可能性を検討したい。その上で、インフレ対策が可能な状況であることを前提に、さらなる利上げを行うか否かを決定する必要がある。必要がない限り、価格（金利）手段である基準金利の調整は避けるべきである。

中国経済は三十年余りにわたり平均 10% 近くの急成長を維持し、経済規模は世界第二位となった。しかし、投資（天然資源、資本、労働などの資源投入）主導による粗放的な規模拡大型の経済成長モデルは今後、必然的に効率性を柱とする価値集約型の経済成長モデルへ移行し、経済発展の目標も「量」から、「質」へと変化するだろう。こうした経済成長モデルの転換は高成長を維持するための新たな原動力となり、中国が当面にわたって向き合わなければならない最大の課題となるだろう。金融政策を含むマクロ経済政策もこれに伴い大きく変化し、中国は未来を見据えた戦略的な角度から経済政策の方向性を検討し、経済発展の中で経済政策が担うべき重要な役割を今後も発揮させていく必要がある。

著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961 年生まれ。1982 年鉄道兵工程学院卒業、1986 年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、中国青年政治学院金融研究所所長、中国人民大学金融証券研究所研究員および「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローン Q&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）等がある。

・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research