



QE2 のインパクトと中国が採るべき政策対応¹

張 礼卿※

要 約

本稿では、米国の連邦準備制度理事会（FRB）が発表した追加的量的金融緩和政策（QE2）の背景と狙いを明らかにし、QE2 による経済への影響と中国が直面する政策課題を分析する。QE2 によって増大した流動性が主に米国国内にとどまれば、米国では、2002 年～2007 年のバブルの形成と崩壊が繰り返される可能性がある。また QE2 によって増大した流動性が大量に新興市場経済国に流れれば、1990 年代中後期の金融不安の再現となる可能性がある。しかし、どのような場合でも、QE2 は米ドルの下落をもたらすと見られる。QE2 のインパクトに対し、中国は、速やかな人民元の切り上げ、引き締めを含む穏健な金融政策、資本規制の強化、積極的な財政政策の継続、金融システム・機関への管理監督の強化、さらには国際通貨システム改革の推進などの政策を実施すべきである。

1. はじめに

米国では、金融危機の発生後、急激に悪化した景気と雇用状況を打開するため、大規模な財政刺激策や利下げが実施されたことに加え、2008 年 12 月から 2010 年 3 月の間に、FRB による 1 兆 7,500 億米ドルにも上る大規模な国債買い入れが初めて行われた。これらの措置は経済のさらなる下落を阻止したが、経済を危機以前の水準まで急速に回復させたわけではなかった。国際通貨基金（IMF）が発表した最新の『世界経済見通し』（2010 年 10 月）では、2010 年と 2011 年の米国の経済成長率をそれぞれ 2.6%と 2.3%と予測している。米国政府が懸念していることは、経済回復がある程度進んだにもかかわらず、雇用問題が一向に改善されないことである。

このような状況下で 2010 年 11 月 3 日、FRB は新たな国債買い入れを中心とする追加的量的金融緩和政策（QE2）を発表した。この計画では、FRB は今後 8 ヶ月以内に 6,000 億米ドル相当の米国債を買い入れる予定となっている。11 月の雇用統計の発表後、FRB のバーナンキ議長は 12 月 5 日に、必要であれば国債の買入額は 6,000 億ドルを超えることを再び言明した。

¹ 本稿は、『国際経済評論』2011 年第 1 号掲載の「QE2 のインパクトと中国の政策選択」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。

※ 張 礼卿 中央财经大学金融学院 院長

II、QE2 とバーナンキ議長の「デフレ抑制」の思想

停滞する成長や厳しい雇用状況に直面し、FRB が再び量的金融緩和政策を採用したことは、他の政策を選択する余地はなかったことを示している。危機を乗り切るため、米国政府は 2009 年に財政赤字を大幅に増加させ、対 GDP 比で既に 10% に迫る規模となった。この数字はすでに米国議会が容認できる限界であった。これと同時に、金利も 0~0.25% まで下落し、いわゆる「流動性の罠」に陥った。一方、大規模な国債買い入れにより、FRB は国債利回りを低く抑え、投資家が、例えば株式や不動産など他の資産を追加で購入せざるを得ない状況に追い込むことができた。株式や不動産市場がいったん活発になれば、資産バブルがすぐに形成され、さらに資産効果によって消費需要が増加し、経済成長が刺激される。

2002 年に米国にデフレの兆しが見られた際、当時、米国連邦準備制度理事会連邦公開市場委員会(FOMC)の新理事に就任が決まっていたバーナンキ議長は、『デフレーション：米国で「それ」を起こさせない (Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here) ²』という有名な演説の中で、量的緩和政策を特に望ましいと考え、デフレの抑制に対する強い自信があることを示した。この演説の中で、彼はデフレに対する見解を述べただけでなく、量的緩和政策を通じてデフレを抑制する原理と手法を非常に詳細に解説した。彼は「デフレとは需要が萎縮した結果である。不換紙幣体制の下、強い意志を持った政府が需要を創造することを通じてインフレが実現できる。」と述べた。手法については、まず、ゼロ金利の状況下で、需要回復のために、FRB は資産の買入れを通じて通貨供給量を増やし、さらには必要に応じて買い入れの対象となる資産の範囲を拡大する。その次に、長期金利（長期国債利回り）に影響を与える策を講じる。例えば、日本銀行のように、政策金利をゼロに保つことで長期金利の低下を促し、あるいは直接長期国債の利回りの上限を設け、市場の利回りがこの上限を超えないように当局は無制限に対象とする国債を買い続けると約束するというものである。彼は、その例として、1950 年代に FRB が実施した国債利回りの長期的な制限を挙げた。その次に、FRB による企業への直接融資は不可能であるにしても、①銀行に対し一定期間内で低金利ないしはゼロ金利で融資する、②銀行が融資を行うことを奨励する、③企業による社債、商業手形、銀行融資、有担保融資を抵当物とした融資の申請を許可する、といった方法があることに言及している。最後に、海外国債を買い入れ、間接的に米ドルの下落を起こすことについても述べている。米ドルの切り下げは軽率に使用できる手段ではないが、ルーズベルト時代には、確かにこの手段（大量の金の買入れと通貨の供給）を用いて、米ドルを切り下げ、デフレ局面からの脱却に成功したとバーナンキ議長は考えている³。

今回の金融危機以来、バーナンキ議長が相次いで実施した大規模な国債買い入れ計画は、当時彼が金融緩和政策を通じてデフレを抑制するとした政策思想の、まさに具体的運用であることは容易に判る。FRB の最高責任者として、現在彼が当時の政策思想を実現する十分な機会を得たことは間違いない。2011 年に米国の経済成長が大幅に減速する場合、特にデフレの兆しが見れた場合、バーナンキ議長は間違いなく国債やその他債券の買い入れ計画をさらに拡大するだろう。

² Ben S. Bernanke, “Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn't Happen Here”, Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21, 2002.

³ 同上

Ⅲ、QE2 による 2 つの可能性

バーナンキ議長は QE2 を発表した後、国内外から広く批判を受けたが、彼は自らを弁護し続けている。しかし、この政策は世界経済の安定に多くの不確実性と試練をもたらし、世界経済は危機の歴史を再現する恐れがあると言える。

大まかに言って、QE2 による影響には 2 つの可能性がある。第 1 の可能性は、QE2 により増加した通貨が主に米国国内にとどまることである。その場合、FRB は恐らく 2002 年～2007 年に発生した資産バブルの形成と崩壊のサイクルを再現することになる。2002 年にハイテクバブルの崩壊と 911 同時多発テロ事件の影響を受け、米国経済はかつてないほど低迷した。経済を刺激するために、グリーンズパン議長（当時）はフェデラルファンドレートを約 40 年間で最低の水準である 1% まで下げた。同時に、大量の海外資金の流入も長期金利を強く抑える要因となった。極度の金融緩和政策や巨額に上る対外債務は、景気回復や急速な成長をもたらすと同時に、急速に資産バブル、特に不動産市場のバブルの形成を促し、最終的にはサブプライムローン危機につながった。

今回の金融危機から脱却するために FRB が現在採用している手法は、8 年前と類似している。「ゼロ金利」だけではなく「量的緩和」も実施され、金融緩和の度合いは前回を上回っている。確かに、現在、米国では「デレバレッジ」は続いており、過剰生産能力は企業の投資意欲を大きく減退させ、銀行にはすでに 1 兆ドルを超える資金が眠っている。しかし、いったん QE2 により期待される効果が実現すれば、すなわち金利の低下を通じて資産バブルが形成されれば（これが正にバーナンキ議長の意図することである）、銀行が保有する資金も一気に流出し、各種資産へと投入され、その結果、バブルが一層膨張しインフレも加速するだろう。バブルとインフレがある程度進行すると、金利の大幅上昇は避けられない。最終的にバブルは崩壊し、新たな危機が訪れることになる。

第 2 の可能性は、QE2 により増加した通貨が基本的に米国国内にとどまらず、他国に流れることである。長期国債利回りあるいは長期金利が下落するために、米国の投資家は海外投資を大幅に増加させ、特に新興市場経済国へ大規模な投資を行うことになる。その結果、これらの地域でインフレと資産バブルが形成される。この問題は過去数ヶ月の間にすでに発生している。IMF の予測では、2009 年 10 月から 2010 年 9 月の間に、アジアの新興市場経済国に流入した外国資本（大部分は米国）は 4 倍になった⁴。このような傾向は今後も続くと思われる。特筆すべきは、このような状況は 1990 年代初期に新興市場経済国で発生した状況と酷似していることである。1991～1992 年頃は、先進国の国内経済が後退する一方、多くの新興市場経済国は重要な構造改革を開始したばかりで、成長の見通しは非常に明るかった。その結果、先進国の資本がこれらの新興市場経済国に大量に流入した。しかし、対応が適切でなかったため、複数の国の経済は過熱し、インフレと資本市場のバブルが急速に進み、実効為替レートは急激に上昇し、経常収支の赤字が拡大し続けた。資本収支が赤字に転じた後、やむをえず通貨切り下げの宣言に追い込まれ、さらには金融危機に陥った。実際、それまでの大規模な資本流入は、1994 年のメキシコ通貨危機や 1997 年のアジア通貨危機の一因であると見られる。QE2 がもたらす大量の資本流入に対して、新興市場国が適切な対応を効果的に実施できなければ、数年後これらの国に 1994 年、

⁴ IMF, *World Economic Outlook*, October, 2010.

1997年に経験したような通貨危機が再び訪れる可能性が非常に高い。

現状を見る限り、2011年に米国の経済が予想外に速く回復しない限り、第2の可能性が実現する確率の方が高いと思われる。しかし、いずれの可能性が実現したとしても、米ドルの未来は楽観的ではなく、下落の方向に進むことは避けられない。第1の可能性が実現した場合、インフレと資産バブルが形成され、米国の経常収支赤字は拡大する。一方、世界経済の不均衡も再び加速し、その結果米ドルは下落の方向に進まざるを得ないだろう。第2の可能性が実現した場合、資本が海外に流出するため、米ドルの下落も避けがたく、第1の可能性の実現時よりも下落の動きは速いだろう。このように、雇用拡大や成長促進のために実施した制限のない金融緩和政策が新たな米ドルの危機を形成し、さらに国際通貨システムにおける米ドルの地位を揺るがす可能性が非常に高い。

IV. 求められる中国のQE2への政策対応

QE2の中国経済へのインパクトは少なくとも3点ある。まず、資本流入が増加し、その多くがホット・マネーであることだ。中国は世界最大規模で、成長が最も速い新興市場経済国である。IMFの最新予測によると、中国は成長率が2010年の10.5%から2011年には9.6%に下落すると見られているが、それでも世界で成長が最も速い国である。また、中国経済は現在都市化を主な原動力とした成長へ転換しつつあり、先進国経済との連動性は今後あまり見られなくなるかもしれない。したがって、米国経済がすぐには回復できないのであれば、QE2により増加した通貨は間違いなく大量に中国へ流入するだろう。その中には実体経済と密接な関係がある長期資本も、いわゆる「ホット・マネー」も含まれると見られる。注意すべきは、長期資本であっても、過剰な流入はマクロ経済の過熱と不安定を招くことである⁵。

次に、米ドルがその他の通貨（日本円、英国ポンド、ユーロなど）に対して大幅に下落した場合、人民元の大幅な調整がなければ、中国の輸出は著しく拡大し、対外不均衡と外貨準備は一層拡大し、これによりインフレ圧力は強くなるだろう。実際、米ドル指数の下落などの影響を受け、中国の2010年第3四半期の貿易黒字はすでに急激な上昇に転じており、前年同期比で265億ドル増加した。これは第1四半期の前年同期比477億ドルの減少とは対照的な事態である⁶。人民元の対ドルの大幅な上昇がない限り、数年後も中国は、輸出が過度の成長を続けて国際収支の不均衡に苦しむだろう。

最後に、輸入インフレが加速することである。米ドルは世界の主な一次産品の決済通貨であり、米ドルの下落は往々にして一次産品価格高騰の主な原因となる。英国『エコノミスト』誌によると、米ドルの下落などの影響で、2009年2月から2010年10月の間に、一次産品の価格指数はすでに2倍以上も高騰した⁷。中国は一次産品（特に食糧）の輸入依存度が極めて高く、米ドルの下落が続けば、一次産品価格のさらなる高騰は避けられず、深刻な輸入インフレに直面することになる。

米国は、他国の利益を考慮せず、もっぱら自国の利益を優先させるような金融政策を採用して

⁵ 張礼卿『資本勘定の自由化と金融不安：発展途上国に関する経験の分析』、北京大学出版社、2004年

⁶ 世界銀行中国代表処「中国経済季度」、2010年11月号

⁷ *Economist* (UK), Oct. 30-Nov. 5, 2010.

いるが⁸、中国はどのように対応すべきだろうか。QE2 によってもたらされる中国経済の安定に対する不利な影響を抑えるため、中国は早急に一連の積極的な対抗措置を講じる必要がある。その中には、短期的な安定を目指すマクロ経済政策だけでなく、構造調整や制度改革を重点とする他の政策も含まれる。

第 1 に、外国為替市場への介入を減らし、適正な速さで人民元の名目為替レートを上昇させることである。大規模な資本流入に際し、外国為替市場への介入を減らすことができれば、より大幅な人民元の名目為替レートの上昇が容認され、外貨準備の速すぎる増加も起こらなくなる。また、資本の過度の流入がマクロ経済の安定にもたらす負の影響も効果的に抑制できる。人民元の名目為替レートが上昇した後は、投資対象となる資産の価格が相対的に高くなるため、ある程度資本流入が抑制される。その他、人民元の名目為替レートの上昇は輸出の急拡大を抑える一方で、人民元建ての輸入製品価格を引き下げ、輸入インフレを緩和させる効果も持っている。

これと同時に、早急に人民元レート形成メカニズムを整備すべきである。1990 年代の、多くの新興市場国の経験からも分かるように、過度に硬直した為替レートは、為替リスクを低下させるため、より多くの資本流入を招く可能性がある。これに対して、変動相場制では、為替リスクが大きく、このことは資本流入を抑える要因となる。これ以外に現在強調すべきことは、レートの弾力性の拡大は金融政策（特に金利政策）の独立性と有効性を高める点である。

第 2 に、必要な場合は適度な引き締めも含む穏健な金融政策を実行することである。過去 2 年間の通貨供給量の伸びは非常に速く、インフレ圧力はすでに非常に顕著であり、2010 年 11 月の CPI は 5.1% まで上昇している。同時に、資産バブルも軽視できない状況で、一部地域の不動産価格は今なお上昇している。中国国家統計局が発表する 70 都市の不動産価格指数では、住宅販売が低調であったため、2010 年 6～8 月の不動産価格の上昇は抑えられたが、9 月以降販売が復調に転じたため、不動産価格は 8 月に比べて 0.5% 上昇した⁹。インフレはすでに中国のマクロ経済の安定にとって大きな脅威であり、最も重要な経済問題であると言える。QE2 に後押しされ、米ドルが大幅に下落した場合、（いわゆる「ホット・マネー」ではないとしても）中国に流入する外国資本が大幅に増加し、中国へのインフレ圧力は一層強くなる。したがって、金融政策による対応を急ぐべきであり、必要な場合は継続して金利や預金準備率の引き上げを行うべきである。当然、「ハードランディング」を避けるため、1980 年代の日本の失敗を教訓として、金融政策の調整は「複数回にわたって小幅な変化」の方式を採用すべきである。

第 3 に、資本流入に対する規制を強化することである。長期的に見れば、中国は確かに資本勘定の自由化の実現が必要である。しかし、多くの新興市場経済国と同様、中国も資本流入の過度の増加に対し、一時的な規制の強化が必要である。人民元の名目為替レートの上昇幅が拡大し、適度な引き締めも含む穏健な金融政策を実行する際、資本規制の強化は特に重要である。なぜならば、これにより、高金利や切り上げ期待による外国資本の流入の増加を回避できるからである。運用面から見ると、貿易など經常取引の虚偽申告に対する取り締まりを強化すべきであると同時に、短期資本流入に対する無利子強制預託制度の実行、あるいは短期資本流入に対する直接課税を検討することもできる。

第 4 に、積極的な財政政策の実施を継続することである。中国の財政状況はこれまで良好で、

⁸ McKinnon, Ronald I., “Begg-Thy-Neighbor Interest Rate Policies”, Manuscripts, Stanford University, November, 2010.

⁹ 世界銀行中国代表処「中国経済季度」、2010 年 11 月号

比較的大きな支出拡大の余地がある。過去 2 年間は拡張的な財政政策を実施しているが、財政赤字規模や公共債務比率のいずれも、先進国や大多数の新興市場経済国と比べても低いレベルにとどまっている。政府支出の増加は、デフレがもたらす景気後退のリスクを回避できると同時に、様々な構造問題の解決に役立つ。例えば、政府支出の増加や減税などの措置を通じて、インフラ建設や、教育、医療および社会保障システム構築の加速、地域格差や貧富の格差の減少などが可能である。これらは、内需拡大や経済成長モデルの転換に対しても重要な意味を持つ。

第 5 に、金融の管理監督を強化し、金融リスクに対処する能力を高めることである。資本規制を通じてある程度は外国資本の流入を抑えられるが、資本規制には多くの抜け道が存在する。様々な規制をくぐり抜けて国内の金融システムの中に入り込んだ外国資本は、直接株式市場や不動産市場に入り込むだけでなく、大部分は直接あるいは間接的に銀行システムに流れ込んで、銀行の融資可能な資金を大幅に増加させる。外国資本流入後の国内金融部門のリスクの拡大を効果的に防止するためには、株式市場、不動産市場の管理監督の強化と同時に、銀行部門の管理監督も強化すべきである。このような努力は、マクロ経済の安定だけでなく、金融部門の健全な発展にも寄与する。

第 6 に、海外の経済政策との協調や国際通貨システムの改革を積極的に推し進めることである。まず、20 か国・地域（G20）首脳会合など海外の経済政策に関する対話メカニズムを利用し、経済成長を促進するために、過度の金融緩和政策を軽率に実施することに強く反対し、過度の金融緩和政策がもたらす深刻な影響について極めて高い注意を払うべきである。実際、米国による失業問題の解決にはまだ他に多くの方法があり、必ずしも量的金融緩和だけが解決策ではない。例えば、米国は資本流出の減少、輸出規制の緩和などの方法を通じて国内の雇用を増やすことができる。また、国際通貨システムの改革を積極的に推進することも重要である。米国による金融政策の濫用は、米ドル中心の国際通貨システムに深刻な問題があることを改めて示している。「トリフィン・ジレンマ」（訳注：基軸通貨国は経常収支の赤字基調を通じて流動性を提供しなければならないが、それに伴う対外債務の拡大は、基軸通貨への信認を低下させるというジレンマ）がもたらす新たな米ドル下落の可能性が非常に高い。最後に、アジア通貨との金融面での提携を積極的に進め、米ドルへの依存度を減らすことが求められている。米国による金融政策の濫用やこれがもたらす米ドルの先行きの不透明性の増加は、アジア各国（特に東アジア国家）の金融協力を推進する貴重な原動力となっている。今後、中国はさらに積極的に「チェンマイ・イニシアティブのマルチ化」、アジア債券市場の育成や為替レート政策の協調などの重要事項を推進すべきである。

著者紹介

張 礼卿 (Zhang Liqing)

中央財經大学金融学院 院長、国際金融研究センター 主任

2003 年人民大学経済学院経済博士号取得。中国世界経済学会副秘書長、常務理事、中国国際金融学会常務理事などを務めている。学術誌《国際金融研究》、《国際経済評論》、《金融論壇》、《国際金融》などの編集委員。

- ・中央財經大学金融学院は 2003 年に創立され、その前身は 1951 年創立の中央財政学院金融学部である。これまで金融、保険、貿易など分野において多くの人材を輩出している。



Chinese Capital Markets Research