



QE3による中国マクロ経済への影響¹

張 斌*

熊 愛宗**

要 約

1. 米連邦準備制度理事会（FRB）の量的緩和政策第3弾（QE3）は、①資金流入による金利の低下、②株式などリスク資産の価格上昇、③世界経済の景気回復、④人民元の実効為替レートの低下を通じて、中国における総需要を増やす一方で、⑤国際商品価格の上昇、ひいては輸入価格を通じて供給面にマイナスのインパクトを与える。
2. その中で、①と②からなる内需への影響は、中国当局がマクロ経済政策を調整することを通じて相殺できることを考えれば、QE3は主に③と④からなる外需へのプラス効果と、⑤の国際商品価格の上昇に伴う供給面のマイナス効果を通じて中国経済に影響を与えているが、前者よりも後者の方が大きいと見られる。

I. はじめに

米連邦準備制度理事会（FRB）の量的緩和政策第3弾（以下、QE3）の実施後、多くの研究機関がそれに関する評論・意見を発表した。QE3が中国経済に与える影響については、プラス面とマイナス面のどちらが大きいかについて意見が分かれているが、短期的にはプラスの影響の方が大きいという見方が主流である。本稿では、QE3による中国マクロ経済への影響に関する分析の枠組みを提示し、QE3がマクロ経済の総需要（内需と外需）と総供給にどのように影響を与えるかについて整理する。これらを踏まえて、過去2回のFRBの量的緩和政策の経験と合わせ、QE3が中国のマクロ経済に与える短期の影響について検討する。

現在の主流となっている見方と異なり、我々は、QE3が供給面に与えるマイナスのインパクトは外需に与えるプラスのインパクトより大きく、短期的に見ても、QE3が中国マクロ経済にマイナスの影響を与えると考える。QE3は内需にプラスの影響を与えるが、当局がマクロ経済政策を通じてこれを相殺できるため、両者を合わせた影響がプラスではなくなる。

我々の分析は、QE3が中国マクロ経済に与える影響に焦点を当てているが、実際、QE3の影響はこれだけでない。QE3が中国の外貨準備の実質的な購買力を損なう点や、国際通貨システムの安定性を脅かす点についても注目すべきである。

¹ 本稿は、中国社会科学院世界経済予測・政策模擬実験室、「中国外部経済環境モニター 特別報告シリーズ 2012.007：QE3による中国マクロ経済への影響に関する簡明な分析の枠組み」（2012年9月19日）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 斌 中国社会科学院世界経済政治研究所世界経済統計・応用研究室 主任

** 熊 愛宗 南海大学国際経済研究所 ポスドクフェロー

II、FRBによるQE3の実施

2012年9月13日に、FRBのQE3が発表された。FRBは、二日間にわたる連邦公開市場委員会（FOMC）の会議の終了後、強い景気回復を支援し、目標にあったインフレ率を実現するため、更なる量的緩和策を実施するとの声明を発表した。具体的には、以下の措置を含む。

第一に、毎月400億ドルの規模で住宅ローン担保証券（MBS）を購入する。9月14日より実施する。

第二に、ツイストオペ（OT）を2012年末まで延長する。ツイストオペとMBSの購入により、FRBによる長期債券の購入規模は月当たり850億ドルに達する。

第三に、更なる緩和策の実施に余地を残した。MBSの購入については終了時期を設けていない。また、FRBは、労働市場の著しい改善がなければ、購入を継続するほか、適切な状況下では他の政策手段を講じていくとした。

第四に、引き続きフェデラルファンド（FF）金利を0-0.25%に維持し、この水準を少なくとも2015年半ばまで維持する。

QE3と過去2回の量的緩和策を比較してみると、購入の対象となる資産に変化があった。今回の対象は主にMBSであり、前回のように長期国債を集中的に購入することではない（図表1）。これは、QE3がより不動産市場に関心をよせており、また米国債市場に対する需要が比較的旺盛であることを示している。

QE3の実施を受け、予想通り国際市場ではドルが下落し、国際商品価格が上昇し、米国株が上昇した。全般的に、QE3政策の実施は市場の予想内であるため、市場の反応は比較的冷静だった。

図表1 FRBの量的緩和策（QE）及びツイストオペ（OT）

	QE1		QE2	OT1	OT2	QE3
	2008.11.25	2009.3.18	2010.11.3	2011.9.21	2012.6.20	2012.9.13
政府機関債	1,000億ドル	2,000億ドルに引き上げ(2009年11月4日に1,750億ドルに引き下げ)				
住宅ローン担保証券(MBS)	5,000億ドル	1兆2,500億ドルに引き上げ				400億ドル/月
長期国債		3,000億ドル	6,000億ドル	4,000億ドル	2,670億ドル	
合計	6,000億ドル	1兆7,250億ドル	6,000億ドル	4,000億ドル	2,670億ドル	

(出所) 筆者作成

Ⅲ、QE3による中国マクロ経済への影響のメカニズム

QE3は様々なルートを通じて中国マクロ経済に影響を及ぼし、そのインパクトはプラス面もマイナス面もある。学界では、QE3による中国マクロ経済への総合的な影響について意見が一致していない。この節では、標準的な総需要・総供給のマクロ経済分析の枠組みを用い、QE3が中国マクロ経済運営に与える影響のメカニズムについて全面的に考察する。次の節では、関連する歴史的な証拠を用い、QE3の様々なメカニズムが中国経済に与える影響力の強弱について分析した上で、QE3が中国マクロ経済に与える総合的な影響について判断する。

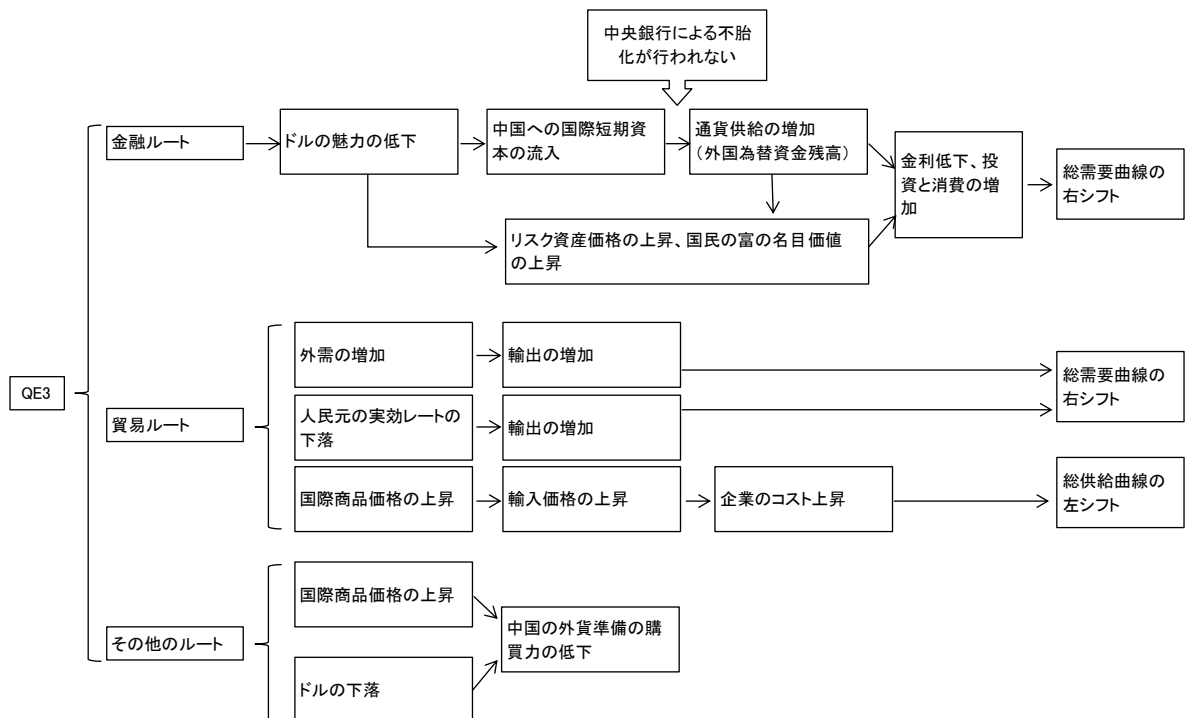
図表2、図表3は、QE3による中国マクロ経済への様々な影響のメカニズムをまとめたものである。

1. 総需要への影響

QE3は、金融ルートと貿易ルートを通じて中国マクロ経済の総需要に影響を与える。総需要への影響の主なメカニズムは以下の通りである。

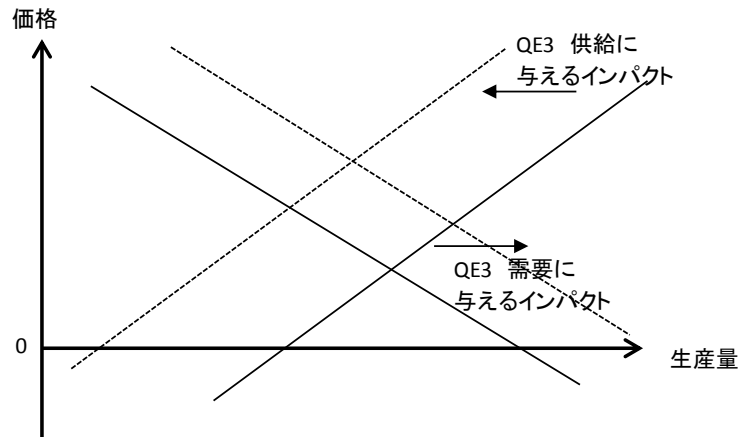
- ① QE3は通貨供給を増やし、貨幣に対する需要を減少させ、国内金利を低下させ、投資を刺激し、内需を刺激する。QE3は、FRBがより多く、より低コストで資金を供給することを意味する。これにより、ドルの魅力が低下する一方、人民元を含む他の通貨の魅力が高まる。人民元高の期待が高まり、短期資本の中国への流入を招く。通貨当局が不胎化を十分に行わない場合、国内では通貨供給が増加する。QE3は人民元高の期待をもたらすと同時に、国内のリスク資産価格を上昇させ、投資家のリスク資産に対する需要が増える一方、貨幣に対する

図表2 QE3による中国マクロ経済への影響のメカニズム



(出所) 筆者作成

図表3 QE3による中国マクロ経済への影響のイメージ図



(出所) 筆者作成

需要が減少する。この二者の作用を合わせると、貨幣のコストが低下し（均衡金利の低下）、投資と総需要が刺激される。

- ② QE3は資産価格を上昇させることにより、資産効果をもたらし、内需を刺激する。QE3は国内のリスク資産価格の上昇を後押しし、国民の富の名目価値を上昇させ、総需要を刺激する。
- ③ QE3は米国経済を含む世界経済を押し上げ、外需を刺激する。
- ④ 人民元の対ドルレートが極めて安定的に保たれている状況下で、QE3によるドル安は人民元の実効レートを下落させ、外需を刺激する。もし通貨当局が短期資本流入という圧力を受け、人民元の対ドルレートの大幅な上昇を容認し、人民元の実効レートの下落しない場合、前述のメカニズムは成り立たない。

以上の①、②、③、④の4つの影響を合わせると、QE3は中国国内の総需要を増加させ、国内の総需要曲線を右側にシフトさせる。

2. 総供給への影響

QE3はエネルギー、金属、食糧など国際商品のドル建て価格を上昇させる。人民元の対ドルレートの上昇幅が国際商品価格の上昇幅より小さければ、国内企業は輸入原材料価格の上昇に見舞われることになる。

- ⑤ 標準的なマクロ経済分析の枠組みでは、QE3が招いた国際商品価格の上昇は輸入ルートを通じて供給面にマイナスのインパクトを与える。過去2回の石油危機の際、世界経済は極めて典型的な似通ったインパクトを受けた。輸入原油価格の大幅な上昇により、企業は現状の生産水準を維持するため、より高い価格水準を設定しなければならず、総供給曲線は左側にシフトする。これに伴い、経済成長率がさらに低下し、インフレ率がさらに上昇する。

但し、これらのメカニズムはあくまで理論上の可能性であり、その中の一部が顕著に表れているが、必ずしも顕著でないものもある。これについては、次の節で更なる分析を行う。また、ここでは、総供給と総需要に焦点を当て、QE3が中国経済に与える影響について分析したに過ぎない。この分析は総量的・短期的変動の影響に重点を置いているため、構造的・中長期的な影響を対象としていない。

IV. QE3による中国マクロ経済への影響の総合判断

QE3 が中国マクロ経済に与える影響を判断する際、二つの課題にぶつかる。ひとつは、中国当局は、需要のコントロールに関して、公開市場操作や預金準備率の引き下げなど比較的有効な政策手段を持っているため、量的緩和政策の内需刺激効果を相殺することが可能なことである。もうひとつは、分析の対象となる変数は多くの要因に左右されるため、量的緩和政策の影響だけを抽出するのは難しい。

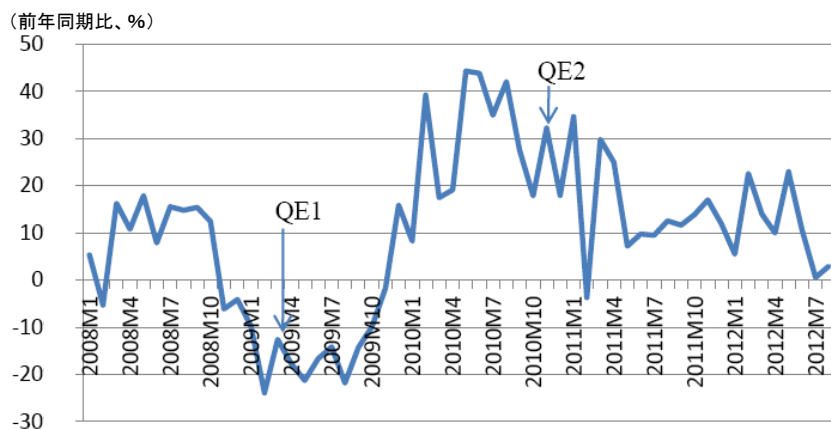
一つ目の課題を克服する方法は、量的緩和政策による様々な影響から、国内需要コントロール政策によって相殺できる影響を取り除くことである。前述の分析の枠組みと合わせると、量的緩和政策の影響は二つの面に限られ、ひとつは外需への影響、もうひとつは供給面への影響である。当局がこれらの影響を抑えるのは難しい。

二つ目の課題を克服する方法は、量的緩和政策実施後の一定期間において分析対象を観測することである。例えば、量的緩和政策による輸出への影響について、量的緩和政策の実施から輸出の受注、最終的に輸出の完了まで約半年間あるいはそれ以上の時間がかかるため、ここでは量的緩和政策の実施後の 6-12 ヶ月の輸出伸び率の変化を重点的に考慮する。量的緩和政策が国際商品輸入価格に与える影響については、量的緩和政策が機能してから価格が上昇するまでの時間が比較的短いため、量的緩和政策の実施後の 3-9 ヶ月の影響を重点的に考慮する。サンプルの長期間観察を行わないのは、時間が長ければ、分析対象が量的緩和政策以外の要因から受ける影響が顕著になる恐れがあるからだ。

QE3 はまず輸出の拡大を通じて外需を押し上げる。2009 年 3 月に QE1 が実施された時、同月の中国の対米輸出伸び率は-12.6%で、中国の対米輸出の低迷期にあった（図表 4）。QE1 の実施から 6 か月後、中国の対米輸出伸び率は依然として-14.3%にとどまり、9 か月後によくプラスに回復し、12 か月後に 17.5%に達した。2010 年 11 月に QE2 が実施された時、中国の対米輸出伸び率は 30%の高水準にあった。QE2 の実施から 6 か月後と 12 月後の中国の対米輸出伸び率は、それぞれ 7.2%、17%に低下し、QE2 実施前の伸び率に遠く及ばない。

QE1 は実施から 6 か月後、中国の対米輸出の好転を後押し、QE2 と鮮明な対照をなしている。その主因は、QE1 は当時崩壊した金融市場だけでなく機能不全に陥っていた国際貿易システム

図表 4 中国の対米輸出の推移



(出所) CEIC、中国社会科学院世界経済予測・政策模擬実験室

を救ったのに対し、QE2では米国経済を刺激する効果が急速に衰えたことにある。

QE3は米国経済成長への刺激効果がさらに低下するだろう。長期にわたる金融緩和の実施により、流動性はもはや米国経済にとって問題でなくなった。米国が直面している問題は資金のコストが高すぎるのではなく、企業投資の期待収益が芳しくなく、家計部門の更なる消費拡大を支える持続的な収入の基盤を欠いていることである。

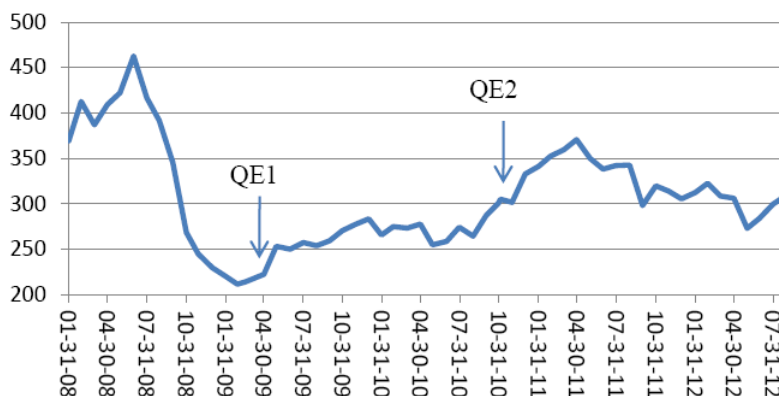
2012年後半にQE3が米国の経済成長率を0.3%ポイント押し上げ（これは楽観的な推計である）、これに伴い米国の対中輸入伸び率が0.9%ポイント上昇する（ここでは中国の対米輸出の所得弾性値が3、つまり米国の所得が1%増えた時、中国の対米輸出が3%増えると仮定する。これも楽観的な推計である）と仮定すると、中国の輸出全体の伸び率を押し上げる効果は0.2%ポイントに満たない。金額面では、QE3による中国の輸出押し上げ効果は月当たり3億ドルである。QE3が世界の総需要を刺激する効果があるため、中国の対米輸出は増加するだけでなく、ほかの地域向けの輸出も増加する。QE3による中国輸出の刺激効果はこれに限らないかもしれない。楽観的な推計に基づくと、QE3は中国を除く世界経済成長率を0.15%ポイント、中国の輸出伸び率を0.45%ポイント押し上げる。金額面では、QE3は中国の輸出を月当たり約8億ドル押し上げることになる。

また、QE3は国際商品価格と中国の輸入商品価格を上昇させ、国内の総供給にマイナスのインパクトを与える。

2009年3月にQE1が実施された時、CRB商品指数は213.94ポイントだったが、QE1政策の実施から3か月後と6か月後に、それぞれ256.85ポイント、259.99ポイントに上昇した（図表5）。中国の輸入商品価格指数は、同じ時期に81.5ポイントから83.7ポイントへ、そして84.7ポイントへと上昇した。QE1は、6か月の間、中国の輸入商品価格を4%押し上げ、毎月平均0.67%ポイントの上昇であった。

2010年11月にQE2が実施された時、CRB商品指数は305.07ポイント、同月の中国の輸入商品価格指数は108.9ポイントであった。QE2政策の実施から3か月後と6か月後、CRB商品指数はそれぞれ341ポイント、365.05ポイントに上昇し、中国の輸入商品価格指数はそれぞれ116.6ポイント、116.7ポイントに上昇した。QE2は、6か月の間、中国の輸入商品価格を7.2%押し上げ、毎月平均1.2%ポイントの上昇であった。

図表5 CRB商品指数の推移



(出所) <http://www.jefferies.com/>、中国社会科学院世界経済予測・政策模擬実験室

過去 2 回の経験に基づくと、QE3 の実施から 6 カ月間、中国の輸入商品価格は毎月平均 0.9% ポイント押し上げられ、中国は毎月 13.5 億ドルも余分に支払うことになる。

QE3 がもたらす中国の輸入コスト上昇のインパクトは外需拡大のインパクトより大きい。輸出増加のうち、かなりの部分は国内で付けた付加価値ではない輸入中間財であることを考慮すれば、輸出増による国内経済の刺激効果はさらに限られる。総合すると、この分析の枠組みでは、QE3 が中国マクロ経済に与えるマイナスの影響はプラスの影響よりも大きい。

V. QE3 のその他の影響

QE3 は経済成長と物価に影響を与えるだけでなく、ほかの分野への影響も無視できない。より詳しい分析は本稿では省き、簡潔に触れておく。

まず、QE3 は中国の外貨準備の購買力の価値を低下させ続けている。米国の一連の量的緩和政策の結果、より多くのドルが供給され、ドルの実質的な購買力が低下している。中国は大量のドル建て外貨準備資産を保有しており、ドルの実質的な購買力の低下は中国の外貨準備資産の購買力の低下を意味する。これは事実上、米国が海外債権者に対し、一部の債務不履行を実施するようなものであり、これにより中国は巨額な損失を被ることになる。

そして、QE3 は国際通貨システムの不安定性を増幅させる。国際金融市場の一体化がハイレベルに達している現在、米国の量的緩和政策は、ほかの国に著しいスピルオーバー効果をもたらし、近隣窮乏化につながる通貨切り下げを招く可能性があるほか、一部の国・地域で短期資本の急激な流出を促してしまう可能性がある。ドルは現在、世界で最も重要な国際通貨であり、その価値がますます不安定になることは、国際通貨システムの安定性を損なっている。

著者紹介

張 斌 (Zhang Bin)

中国社会科学院世界経済政治研究所世界経済統計・応用研究室 主任

中国社会科学院大学院卒、経済学博士。2003 年より中国社会科学院世界経済政治研究所にて研究に従事。ハーバード大学国際開発センター (CID) ビジティングフェローなどを経て現職。専門は国際収支理論、地域通貨協力、中国マクロ経済。

熊 愛宗 (Xiong Aizong)

南海大学国際経済研究所 ポスドクフェロー

経済学博士。専門は国際金融。

・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research