



# トレードオフ関係にある 中央銀行の三つの目標<sup>1</sup>

余 永定\*

## 要約

1. 金融当局にとって、為替レートの安定、金融引締め政策、商業銀行の収益の維持という三つの目標を同時に実現することは不可能である。もしこの三つの目標を同時に実現させたいならば、一定の妥協をせざるを得ない。
2. 中国は過剰流動性を抑えるために、穏やかな人民元の切り上げと金融引き締めを行いながら、不胎化の負担の一部を銀行に負わせている。

## 1. 急がれる過剰流動性への対応

アジア金融危機をきっかけに、過去十年間、中国は金融メカニズムに対して、制度上の改革を行い続けてきた。しかし、中国が直面する新しいマクロ経済情勢は、アジア金融危機前後に東アジアの国々が直面していた情勢とは完全に異なるものである。1990年代初期から、中国は経常収支と資本収支がともに一貫して黒字（「双子の黒字」）を続けてきているのとは対照的に、金融危機前の東アジアの国々は大規模な経常収支赤字を抱えていた。人民元レートの安定を維持するために、中国人民銀行（中央銀行）は為替市場に介入せざるを得なかった。介入は、中央銀行が銀行部門に大量なベースマネーを注入することを意味する。人民元対米ドルのレートを 8 : 1 と仮定し、中国の経常収支と資本収支を合わせた黒字が 2000 億米ドルとすれば、このレートを保つために、中央銀行は銀行部門に 1 兆 6000 億人民元のベースマネーを注入しなければならないことになる。流動性の増加は必ず物価と資産価格の上昇につながる。

2002 年の下半期から、中国経済の成長は加速しはじめた。固定資産投資の伸び率が非常に高く、GDP 成長率の 2 倍強にのぼる。政府の公式統計によれば、2005 年末には、GDP に占める投資のウェイトが 48.6% になった。高すぎる投資率が向こう数年間で生産能力の過剰を招いてしまうことを政府は心配し始めた。

固定資産投資の高成長が続いていることに加え、不動産価格が高騰していることも、政府にとって大きな課題である。不動産価格の急騰は、投機による不動産市場のバブル化を助長した

<sup>1</sup> 本稿は、『21世紀経済報道』2007年7月10日掲載の「トレードオフ関係にある中央銀行の三つの目標」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。

\* 余 永定 中国社会科学院世界经济政治研究所 所長

けでなく、社会的不満をももたらしてきた。最近では、中国の株価も大幅に上昇しており、インフレも加速の兆候を見せている。

固定資産投資を引き下げ、不動産バブルを抑制し、価格の安定を維持するために、中央銀行は金融政策の引き締めを実施してきた。しかし、金融政策の引き締めは金利の上昇を意味し、さらに、金利の上昇は資本の流入と人民元切り上げに圧力をかけることを意味する。一方、為替レート安定を維持することでもたらされた過剰流動性は金融政策の引き締めと直接衝突することになる。それゆえ、人民元の安定と金融政策の引き締めを同時に維持するために、中央銀行は大規模な不胎化操作を行わざるを得なくなった。

## II、不胎化政策の限界

大規模な不胎化操作により、中央銀行は三年間で 1998 年以降蓄積した政府債をすべて売り出してしまった。中央銀行が保有した債券の枯渇は、バランスシートにおける資産を売却するという操作の余地がなくなり、負債（中銀手形）を増やすという操作に転換するしかないことを意味する。過剰流動性を抑えるために、2003 年から、中央銀行は手形を発行し始めた。大規模な不胎化操作の持続可能性に疑問が生じている。

第一に、その他の条件が変わらないままで、中央銀行が手形を発行すれば、マネー・マーケットの金利は高まり、より多くの資本の流入を誘発する。これによって、人民元切り上げの一層の圧力がもたらされ、さらに大規模な不胎化が必要になるという悪循環が招かれてしまう。

第二に、金融が全面的に引き締められた場合、より高金利を求め、商業銀行は低収益の中央銀行の手形の引受を拒絶する可能性がある。その結果、中央銀行の手形の金利を上げなければならなくなる。このほか、外貨準備運用の収益率が中央銀行の手形の金利より低ければ、中央銀行は不胎化による損失を被ることになる。

第三に、商業銀行が中央銀行の低金利の手形を大量に買わされることは、商業銀行の収益力の低下につながってしまう。これは脆弱な銀行部門にマイナスの影響をもたらす。しかも、中央銀行が一部の商業銀行の不良債権を処理するために資金を注入し、銀行部門の健全化を図ったのはつい最近のことである。

不胎化に伴う金利負担を和らげるために、不胎化操作と並行して、中央銀行は 2003 年から、預金準備比率を 8 回引き上げた。これを通じて、大量の流動性を凍結できた（この意味では、預金準備比率の引き上げも一種の不胎化操作と見なすことができる）。2007 年 3 月になって、預金準備比率は 10.5%まで引き上げられた。預金準備比率の引き上げは商業銀行にとって課税を意味し、商業銀行の経営にマイナス的な影響をもたらすことは間違いない。

中央銀行は不胎化と預金準備比率という政策手段を通じて、過剰流動性問題を解決するつもりなのである。しかし、もし「双子の黒字」が大幅に下がらなければ、不胎化と預金準備比率の引き上げによって、中国の金融システムの機能を損なわないままで過剰流動性問題を解決するのは難しい。

先進国において、中央銀行の最も重要な政策手段は短期金利で、商業銀行の資金のコストを左右することを通じて、その行為に影響を与える。金利政策は中国の金融政策においても重要な道具である。1999 年以来、インターバンク市場は経済の流動性と金利の構造において、ますます重要な役割を果たしてきている。しかし、金利の自由化に向けて努力したにもかかわらず、中国

のマネー・マーケットの脆弱性のために、基準金利を変えることによる「波及効果」はまだ理想にはほど遠い。また、中国の貸付市場の二元構造が原因で、預金、貸付金利を引き上げても、過剰流動性問題を解決することは難しい。

要するに、為替レートの安定、金融引締め政策、商業銀行の収益の維持という三つの目標を同時に実現することは不可能である。もし政府がこの三つの目標を同時に実現させたいならば、一定の妥協をせざるを得ない。実際、中国人民銀行は適度の引締め政策を実施しているものの、過剰流動性は完全に収まっていない。同時に、中国人民銀行の不胎化操作の負担を軽減するために、人民元の切り上げが許容されている。このような環境の下で、この三つの目標はある程度配慮されているが、どれも完全に実現されていない。

## 著者紹介

余 永定 (Yu Yongding)

中国社会科学院世界経済政治研究所 所長

1948年南京生まれ。79年中国社会科学院世界経済研究所において、西洋経済学を専攻、86年経済学修士学位を獲得。88年からイギリスに留学、94年オックスフォード大学より博士学位が授与される。

その後、帰国し、96年から中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融センター主任、1998年より同世界経済政治研究所所長を務める。2004～2006年に中国人民銀行貨幣政策委員会の唯一の民間委員に就任。世界金融、中国の経済成長及び中国のマクロ経済論を専攻する。主要論文は『ある学者の思想の変遷』に収録されている。

- ・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