



中国の過剰流動性に関する報告¹

夏 斌※

陳 道富※※

要 約

1. 中国の流動性の状況を見ると、過去3年間、マネタリーベースの伸びは、外貨準備が急増しているものの、中央銀行の公開市場操作などによりほぼ抑制されている。国際収支不均衡は、マネタリーベースの過剰供給には直接関係していない。マネーサプライ M2 の増加をもたらした主因は信用乗数の上昇であり、過去数年にわたり商業銀行の信用創造力が拡大していることを示している。また、過去数年間における金融市場の整備、活発な金融革新により、社会全体のマネーの使用効率が大幅に高まり、貨幣流通速度の落ち込みも緩んでいる。
2. 現状では、流動性増加は実体経済から生じるニーズを上回っており、各種資産価格が上昇している。そうした中で中央銀行は、ホットマネーの流入に敏感になるあまり、金利を十分に上昇させず、結果として流動性増加をもたらしている。ホットマネー流入については、むしろ金利上昇により資産価格上昇を抑制することが望まれる。
3. 経済成長率とマネーサプライ増加率の関係は変化するものであることを考慮し、M2 の増加率目標を 14~15% かそれ以下に設定すべきである。また、為替政策は、市場の人民元高観測の打破に注力すべきである。

I、流動性に関する議論

現在、経済・金融界を挙げて流動性の問題が議論されている。しかし、第一に、論者の間で流動性とは何であるかが統一されていないため議論がかなり混乱している。第二に、同じ流動性の概念を用いた議論であっても、内容が完全には一致していないため、一部の議論は掘り下げ難しくなっている。一般的に言えば、人々は「流動性」を、資産を現金や支払手段に転換することの難易度であると捉えている。この概念に誤りはない。しかし、何をもって難易度の尺度とし、取引コストの分析を行うか、難易度はそれぞれの企業の資産選択にどのような影響を及ぼしうるのか、という問題が残っている。特に、現在の中国が抱える過剰流動性の問題を議論する場合、異なる階層の流動性の背後にある、中国特有でしかも時期によって異なる形成メカニズムについての研

¹ 本稿は「中国流動性報告」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。

※ 夏 斌 国務院発展研究センター金融研究所 所長

※※ 陳 道富 国務院発展研究センター金融研究所総合研究室 副主任

究、また、この形成メカニズムが中国の金融政策調整の力を相殺してしまう影響や、GDP への最終的な影響についての研究は十分に掘り下げられていない。

流動性の問題は、国内のみならず、世界の学術界においても議論の分かれる問題である²。その内容を概括してみると、第一に、流動性のさまざまな範囲および定義や量的把握、第二に、取引コストの相違が資産選択に及ぼす影響、第三に、さらに進んで中央銀行のマネーサプライコントロールの力に対する衝撃や相殺効果、また、これによって一国の経済産出量に及ぼす影響が挙げられる。

一般的に、統計が取得可能であるという点から見れば、流動性には三つの階層がある。第一は、流動性の範囲を銀行システムの中で捉えるものであり³、中国の中央銀行（中国人民銀行）はこの角度から説明している。中央銀行の支配力という角度から言えば、この視点は悪くない。この定義では通常、銀行の超過準備が銀行の流動性の多寡を示す指標となる。第二は、実体経済の成長と密接な関わりを持つマネーサプライ（M2）を流動性と考えたものである。この定義を採用する論者は、M2 やGDP、およびその増減から流動性が過剰であるかどうかを判断することが多い。第三は、経済社会の中で、一定の条件を満たす現金への交換能力、支払い能力を持つ金融資産をすべて流動性と捉える考え方である。例えば、米連邦準備制度理事会（FRB）のグリーンズパン前議長はかつて、最も広義の流動性は経済社会の全ての金融資産である、と述べている。我々は、グリーンズパン氏の指摘にはある程度の理はあるが、あまり厳密なものではないと考える。なぜなら、金融資産のうち金融派生商品については、その本質は一種の契約であり、一定の条件のもとですべてを現金に交換したり、支払い手段にしたりすることができる資産ではないからである。

流動性の分析においては、銀行の「預金・貸出残高の差」の多寡を過剰流動性の指標とみて分析を加える論者も見られるが、これが経済学的、科学的な理論的意義をなさないのは明白である⁴。かつてM1/M2 の比率の増減を用いて流動性を分析していた専門家もいた。これはマネーサプライ内部の構造を分析する性格がより強く、マネーサプライの流通速度と関係している。この場合、「流動性」という用語を使用しているものの、資産を購入・支払手段に変える難易度の分析とは同じではなく、分析の意義が異なっている。

本文では、中国の現在の過剰流動性をもたらした決定要因（内外の経済の不均衡、経済構造問題など）や流動性の階層の区分方法についての優劣に重点を置くのではなく、現在の中国の過剰流動性をもたらしたメカニズムに重点を置いて分析したい。つまり、中央銀行のマネーサプライコントロール上の操作技術の問題、さらに分析を進めて中央銀行などのマクロ調整当局が採るべき対策について検討したい。このため、本文の記述においては、異なるケースに応じて流動性の三つの階層から分析を加える。

² 参照『新帕爾格雷夫経済学大詞典（原題：The New Palgrave: A Dictionary of Economics）』、『貨幣経済学手冊（原題：Handbook of Monetary Economics）』いずれも経済科学出版社

³ 中国人民銀行 2006 年第 3 四半期『中国貨幣政策執行報告』

⁴ 預金・貸出差額の拡大は、中国の直接金融が発展し、銀行もそれに参加せざるを得なくなった結果である。特に、中央銀行手形の発行、不良債権の分離、銀行の非金利収入増加の必然的な結果である。もう一方で、銀行が自己資本比率を強化し、預貸比率の管理を強化した結果でもある。詳細は人民銀行の「2005 年第 4 四半期貨幣政策執行報告」を参照。

Ⅱ、流動性を生み出すメカニズムの変化の分析

貨幣経済という角度から見れば、流動性は主として三つの分野を通じて国民経済に影響を及ぼす。第一の分野は、中央銀行が自身のバランスシートを通して行う調整であり、マネタリーベースの供給または吸収により、銀行システム内の流動性に影響を与えるものである。これは、統計上、マネタリーベースの増加率や商業銀行の超過準備率の変化に反映される。第二の分野は、商業銀行が自身のバランスシートを通して行うものであり、中央銀行が生み出したマネタリーベースを基に、預金通貨を生み出すものである。預金通貨（M2）はマネタリーベースと信用乗数の積であり、信用乗数は商業銀行の預金創造の効率性を表している⁵。第三は、ノンバンク金融機関、非金融企業、自然人が中央銀行や商業銀行の生み出したマネーを基に、企業間信用やその他の金融資産を生み出し、これを媒介にして実体経済活動を営んでゆくものである。その資産創出能力は、マネーサプライの流通速度に近い形で反映される。以下、これら三つの手掛かりを基に、流動性の分析を進めていきたい。

1. 過去 3 年近く、マネタリーベースの急速な拡大はほぼ抑制されていると言える。国際収支の不均衡は、マネタリーベースの過剰供給には直接関係していない。

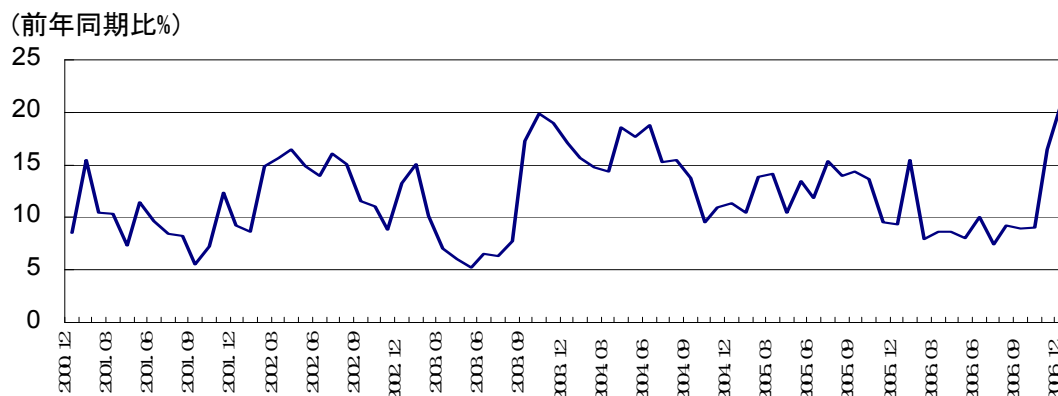
従来の理論を基に分析すると、中央銀行の負債であるマネタリーベースは、流通現金、商業銀行の法定準備、商業銀行の超過準備の三部分で構成される。超過準備の変化については、少なくとも二つのパターンを想定できる。一つは、中央銀行の資産に変化がなく、現金供給量も変わらない条件で、法定準備率を引き上げた時、一定の政策波及プロセスを経て、超過準備率が低下することになるが、マネタリーベース総量は変わらない場合である。もう一つは、中央銀行資産が増加し（例えば外貨建て資産の増加）、現金供給量は変わらない場合であり、この場合はさらに三つのパターンが考えられる。第一は、法定準備率をある程度引き上げるか、または相殺（不胎化）措置を取った後、預金準備率に変化がなく（つまり、外貨建て資産増加前の状態を維持）、マネタリーベース総量にも変化がない場合である。第二は、法定準備率をある程度引き上げるか、または相殺措置を行ってもなお準備率の引き上げや相殺措置が不十分で、超過準備率が上昇する場合である。すなわち、外貨建て資産の増加により、銀行システム内の流動性に対して相応の抑制効果をあげることができず、マネタリーベースが増えてしまう場合である。第三は、中央銀行の準備率操作や相殺措置が過大な場合、超過準備率が下がり、マネタリーベース総量が減る場合である。

このように、中央銀行の資産拡大に伴うマネタリーベース総量やその構造の変化には、いくつかのパターンがあると言える。

2000 年から 2006 年末（図表 1）まで、中国のマネタリーベースの年平均増加率は 13.6%であった。うち 2003 年 9 月から 2004 年 9 月までの間、マネタリーベースの前年同月比の増加率はすべて 13.6%を超え、最高で 17.07%に達した。この時期はその後の時期に比べて、マネタリーベースの増加率がかなり高い。以後、2004 年から 2006 年までの 3 年間は、外貨準備高が激増した時期であるが、マネタリーベースの増加率は逆に低下し、ほとんどの月で 13.6%を下回った。2006 年に入り、多くの月で 10%を下回り、最低は 7.46%である。第 4 四半期を比較しても、

⁵ 信用乗数に影響を与える要因は多く、商業銀行だけでなく、中央銀行や民間人も関係する。商業銀行の影響は主に超過準備を通じたものである。

図表 1 マネタリーベース（2000－2006 年）



(出所) 中国政府統計より作成

図表 2 過去 6 年間のマネタリーベースの伸び

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	
							1-10月	11-12月 (平均)
年増加率	8.54	9.21	13.27	17.07	11.38	9.32	9.5	18.6

(出所) 中国政府統計より作成

2003 年は 18.7%の増加率であったが、2004 年は 10.6%、2005 年は 10.8%と低下してきた。但し、2006 年は、11、12 月に、中央銀行が他の困難な事情により故意にマネタリーベース抑制の手を緩めたのか、それとも操作判断に誤りがあったためか、マネタリーベースの大幅な反発が生じ、前年同月比増加率は 11 月 16.4%、12 月 20.9%と急上昇した。

多くの人々は、国際収支の大幅な黒字により、中央銀行がマネタリーベースを供給せざるを得なくなり、これが中国の過剰流動性の主因になったと推論している。実際のところ、中央銀行は過去数年間、大量の手形発行、商業銀行の準備預金率の引き上げなどの方法で、外貨準備激増によって供給したマネタリーベース増加を不胎化している。2000 年以降、中央銀行の外貨建て資産は 1 兆 4176 億元から 2006 年の 8 兆 4360 億 8000 万元に増え、約 7 兆元増加した。しかし、中央銀行は公開市場操作により 2 兆 9000 億元の資金を吸収したため、マネタリーベースの純増はわずか 4 兆 6000 億元にとどまっており、また、法定準備預金率の引き上げにより 1 兆元を「凍結」した。このため、ネットで見ると、外貨準備高が急激に伸びた 2004－2006 年において、マネタリーベースの増加率はすでにほとんど抑えられており、一部の月では過去 6－7 年間で最も低い値に抑えられた。

単にマネタリーベース総量自体のみを見れば、国際収支の大幅黒字は、中国の中央銀行の市場操作に対する巨大な圧力となっていることは確かであり、中央銀行のマネタリーベース抑制に対する主導権も明らかに弱まっている。しかし、現在のところ、「中央銀行はマネタリーベース・コントロールについて無力になっており、国際収支の大幅黒字がマネタリーベースの大幅増を招

図表 3 商業銀行の超過準備率（2001－2006 年）

(単位: %)			
年度	四半期	超過準備率	平均
2001	I	6.8	6.83
	II	6.1	
	III	—	
	IV	7.6	
2002	I	7.9	6.52
	II	6.78	
	III	4.93	
	IV	6.47	
2003	I	5.15	4.48
	II	3.88	
	III	3.52	
	IV	5.38	
2004	I	4.28	4.23
	II	3.75	
	III	3.64	
	IV	5.25	
2005	I	4.17	4.01
	II	3.72	
	III	3.96	
	IV	4.17	
2006	I	3	3.36
	II	3.1	
	III	2.52	
	IV	4.8	

(出所) 中国政府統計より作成

くのは必至である」との結論には至らない⁶。

ただし、現在、銀行システム内の過剰流動性が、完全に抑制されたわけではないことにも注意すべきである。もし、超過準備のみを流動性（詳細な分析は後述）の尺度として分析するならば、2001 年以降、四半期平均で見た超過準備率は年々下降の一途をたどっている。2001－2006 年の超過準備率は順に 6.8%、6.5%、4.5%、4.2%、4.0%、3.4%であった。ただし、第 4 四半期のデータを比べてみると、2006 年までの 5 年間は年々下がっており、2001 年から順に 7.6%、6.47%、5.38%、5.25%、4.17%であったのに対して、2006 年第 4 四半期になり突如 4.8%に上昇した。現在の過剰流動性は中央銀行による操作という面から見れば、昨年末に中央銀行が操作の手を弱めたことと直接関わっている可能性がある。

2006 年末には商業銀行の超過準備率がやや高めになり、銀行システム内の流動性拡大という現象が見られた。間接的な裏づけとして挙げられるのは、過去数年間の中央銀行の調整経緯から見て、2006 年末までの中央銀行の調整が不足し十分に機能していなかったことである。中央銀行には銀行システム内の流動性をさらに抑えるだけの能力も余地もあったが、ただ不作為によって超過準備の「高め」状態を招いてしまった、と言うべきであろう。ただし、2006 年末の金融緩和を別にしても、過去 2－3 年にわたり流動性の過剰感が続いているのはなぜであるかについては、さらに分析を加える必要がある。

⁶ マネタリーベースの総量が効果的に抑制されても、マネタリーベースの構造にやや変化があり、現金発行額がマネタリーベースに占める割合もやや低下した。これは現金預金比率の低下とも関連している。

2. 現在のM2の急拡大をもたらした主因は信用乗数である。信用乗数の持続的上昇は、過去数年の商業銀行の信用創造力拡大を示している。

流動性の第二階層をあらわす指標がM2である。マネーサプライ理論の枠組みで分析すると、マネーサプライ（M2）はマネタリーベースと信用乗数の積になる。前述の通り、2004－2006年の間、マネタリーベースの増加率は下降基調にあった。ただし、2000年以降、商業銀行の平均信用乗数は一貫して上昇傾向にあり、2000年は3.77倍、2002年以降は4倍以上を維持し、2006年4月以後は5倍以上を維持している（平均で年間4.94倍、2000年より31%上昇）。信用乗数が絶えず上昇する中、中央銀行は、2000年の6%から2006年末には9%へと5回にわたり法定準備率を引き上げた。現在は11.5%⁷で、91.7%上昇したことになる。法定準備率が上昇すれば、信用乗数は通常低下するはずであるが⁸、なぜ下がらなかったのであろうか。

近年の銀行の信用乗数の拡大は、以前とは異なり、貸出残高の増加によってのみ生み出されるものではない。銀行貸出残高が金融機関の資産に占める割合は、2004－2006年の間、63.1%、59.5%、57.5%と、下降傾向にある。別の角度、つまりM2と貸出残高の増加率の動向からみると、1992－1995年、M2と貸出残高の増加率の動きは乖離しており、当時のM2増加の主因が銀行貸出ではなかったことが分かる。1996－2003年の間、M2と貸出残高の増加率はほぼ連動して

図表4 信用乗数の推移（2000－2006年）

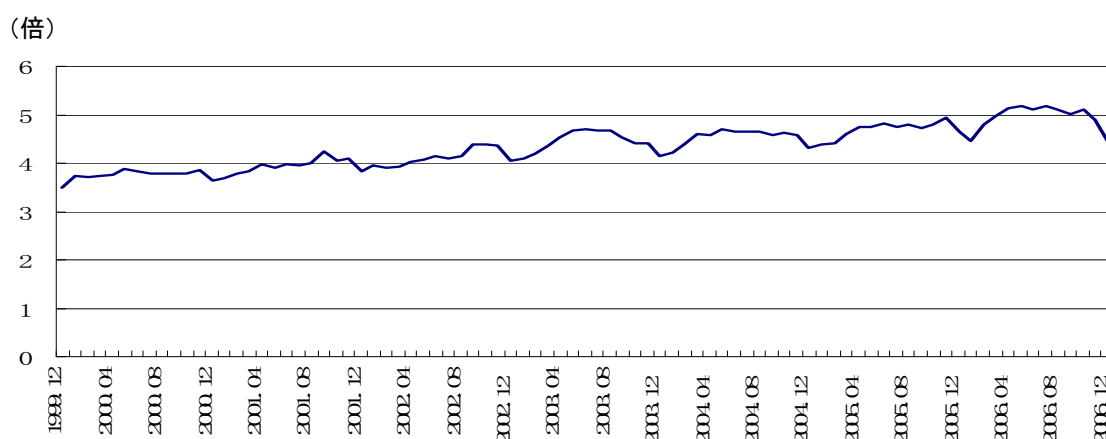
	単位：倍						
	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
M2信用乗数	3.94	4.08	4.16	4.48	4.54	4.70	4.94
M1信用乗数	1.46	1.51	1.55	1.66	1.69	1.68	1.73

(注) 1. 当該年のM2またはM1平均値／預金準備平均値

2. 2001年は9月と11月のデータが欠けているため、この2カ月を除く残りの月で平均値を算出

(出所) 中国政府統計より作成

図表5 信用乗数（M2）（1999－2006年）



(出所) 中国政府統計より作成

⁷ 訳注。2007年9月に12.5%に引き上げられた。

⁸ 2007年、相殺操作や法定準備率の引上げなどの政策により、信用乗数はやや下がり、1－4月の平均は4.68となった。

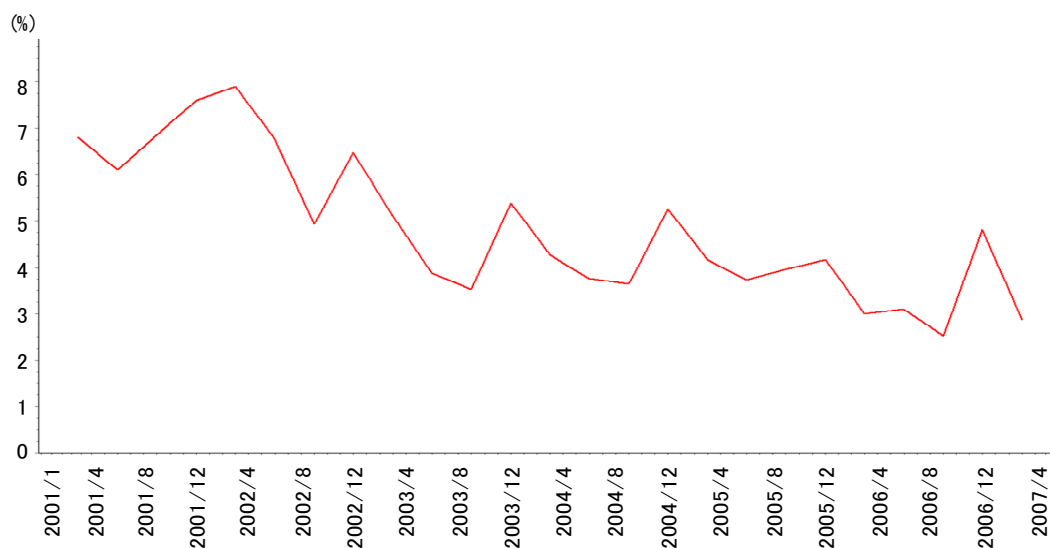
いたが、2004 年以降は再び M2 と貸出残高の増加率が乖離しており、M2 が貸出以外の理由で増加していたことが分かる。その原因を突き詰めると、近年、商業銀行が保有量を増やしている非貸出資産にマネーを増加させる性質があるため、貸出規模の抑制だけでは商業銀行の信用創造能力を完全に押さえ込めなかったことがわかる⁹。

さらに、過去数年の商業銀行の信用創造能力拡大を招いた直接要因は、商業銀行の超過準備率の低下に関係していることが分かる。銀行の超過準備率は 2002 年初頭の 7.9% から次第に下降し、2006 年には 4.78% に下がり、同年 9 月には 2.52% にまで落ち込んだ。商業銀行の超過準備率が直線的に下降した原因として、主に 4 点が挙げられる¹⁰。

第一に、商業銀行からの不良資産の分離が挙げられる。数年間で商業銀行の不良資産 2 兆 4000 億元が分離された後（四大国有銀行の 2005 年総資産の 12.1% に相当）、資産の質は大幅に向上した。2006 年末、中国の主要商業銀行（4 大国有銀行、12 大株式制商業銀行）の不良債権比率は 7.51% へと大幅に低下した。以前の資産の質にくらべ、現在は資産の流動性も明らかに強まり、銀行にとっては少ない流動性で正常な経営を維持できるようになった。

第二に、金融市場の整備、中央銀行手形の大量発行で、商業銀行が換金性の高い非貸出資産（債権資産含む）を大量に蓄積したため、銀行の資産の流動性が高まった。2003－2006 年末で見ると、全国の商業銀行の総資産に各種証券が占める割合は、8.82%、10.81%、13.74%、14.98% と上昇している。最大の工商銀行を見ると（図表 8）、中央銀行手形を含む流動性資産が

図表 6 商業銀行の超過準備率（2001－2007 年）

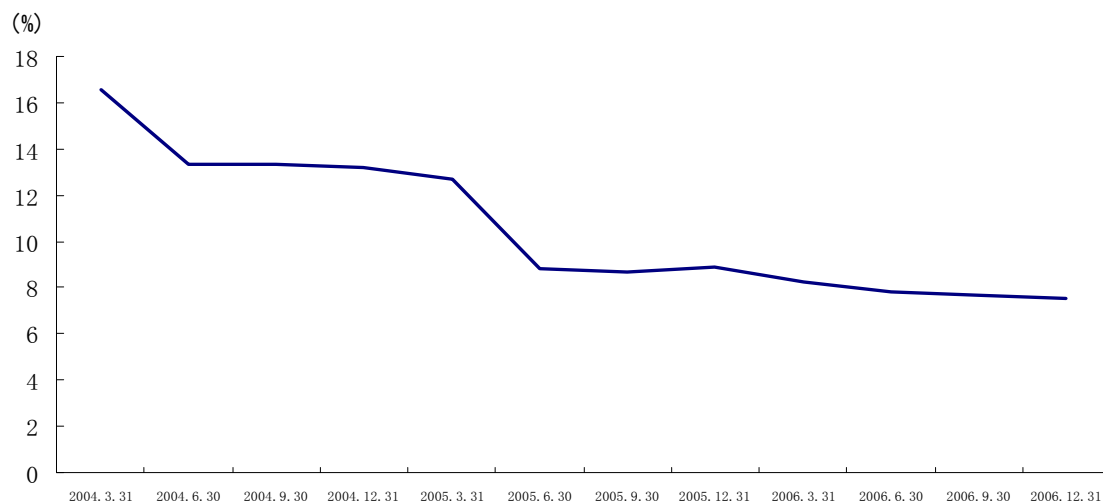


（出所）Wind 資訊

⁹ 商業銀行が外貨を購入して対外資産が増えると、同時に相応の預金が発生する。中央銀行が外貨を購入するとき、商業銀行の対外資産は中央銀行預金に転換され、マネタリーベースの一部となる。この部分のマネタリーベースは、数倍の拡張能力を持っている。ただし、中央銀行は中央銀行手形を発行して、商業銀行が中央銀行に預けている預金を中央銀行手形に転換する。または、法定準備率を通して、マネタリーベースの構成に影響を及ぼし、商業銀行のさらなる通貨拡張能力を抑える。

¹⁰ 超過準備の低下は、近年の中央銀行の法定準備率引き上げに関係しているが、各商業銀行が超過準備を引き下げられたことは、これまで過剰な超過準備が存在したことを示している（これは中国の金利体系とある程度関係している）。または、環境の変化により、それほど多くの超過準備を持つ必要がなくなったこともある。

図表 7 主要商業銀行の不良債権比率の推移（2004－2006 年）



(出所) 中国政府統計より作成

図表 8 4大銀行の流動性資産の状況

(単位: %)

	2004年		2005年		2006年	
	債券／総資産	流動性資産／総資産	債券／総資産	流動性資産／総資産	債券／総資産	流動性資産／総資産
工商銀行	24.18	36.08	35.62	48.22	38.02	51.04
農業銀行	19.26	31.50	26.35	37.23	—	—
中国銀行	30.66	49.02	35.20	44.93	35.29	48.63
建設銀行	16.81	29.91	29.50	42.79	33.57	44.50

(出所) 中国政府統計より作成

総資産に占める割合は 2004－2006 年の 3 年間に 36.08%、48.22%、51.04%と急速に上昇している。

第三に、近年、中央銀行の大口決済システムが運用され始め、各銀行内部の資金決済効率が大幅に高まった。このため、決済のために用意しておくべき最低限の流動資産の規模も大幅に減少した。2005 年 6 月、銀行の拠点 6 万カ所余りを網羅する中央銀行の大口決済システムが全国でスタートし、すべての銀行間決済で即時送金が実現した。2006 年の大口決済システムの一日平均処理額はすでに 1 兆元余りに上る。中国銀行を例にとると、国内外の同業者に預けている預金残高は、以前の国内 43 億元、海外 81 億元から、2006 年は国内 15 億 8000 万元、海外 71 億 2000 万元に減少した。

第四に、商業銀行の株式制移行に向けた改革や上場により、収益性改善の必要が増し、各商業銀行は内部資金の集中的運用を次々と実施するようになり、資産運用効率が大幅に高まっている。資産拡張志向や信用創造能力が大幅に増していることから、自然の成り行きとして、所持する超過準備率の必要性も次第に小さくなっている。

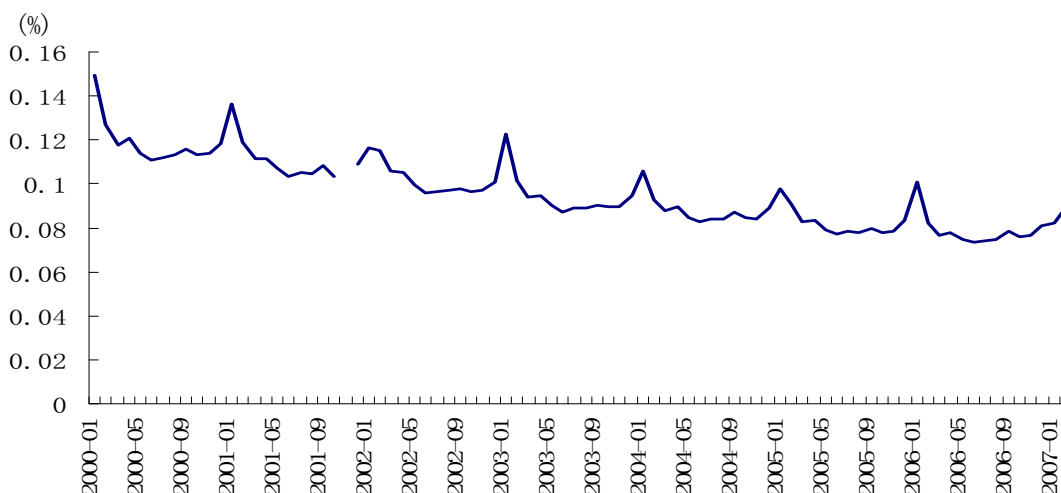
以上四つの要素が重なり、商業銀行の超過準備率の低下を促し、信用乗数が高まった。他の条件が一定であれば、信用乗数の上昇はマネーサプライの増加を促すことになる。仮にマネタリー

ベースの供給速度が鈍化しても、その鈍化速度が信用乗数の増加速度に及ばなければ、マネーサプライが急激に増える（流動性が高まる）状況が生じる。

信用乗数の変化に影響を及ぼすもう一つの重要な要素は、現預金比率である。過去数年間、銀行カードやオンライン決済などの決済方式の認知度が高まった結果、現金の使用が徐々に減りつつある。中国インターネット協会の「2007 年インターネット調査報告」によると、2006 年の中国のインターネット利用者は 1 億 3600 万人で、前年同期に比べ 26.5%増加した。うち、4000 万人余りがオンラインバンキングの利用者でもある。個人のオンライン消費の市場規模は 2767 億 4600 万元に上る。中国銀聯の推算によれば、2006 年の中国オンライン決済市場の規模は 320 億元（B2B 取引及び送金、資産運用を除く）に上り、前年同期を 122%上回った。このほか、2006 年末に中国の銀行カード発行総数は 11 億 7500 万枚となり、前年同期を 23%上回った。うち、デビットカードは 11 億 1900 万枚で同 22%増、クレジットカードは 5600 万枚で同 38.9%増である。銀行カードを利用した取引額は通年で 60 兆元を超え、うち消費取引額は 1 兆 6000 億元を超えて、同 70%以上の増加であった。このほか、モバイル決済や電話による決済、テレビ有料放送用セットトップボックス（STB）を使った決済など、決済機能を持つ各種新型端末機の普及が拡大している。2006 年、モバイル決済サービスを設定している携帯電話利用者は 236 万人増え、前年同期に比べ 100%近くの伸びとなった。2006 年末現在、モバイル決済の利用者はすでに 500 万人を超えている。これらの要素はいずれも現金取引の縮小を招いており、現預金比率は 2000 年 1 月から減少傾向に転じ（この間の一部変動の多くは季節的要素による）、2001 年 1 月の現預金比率は 15.7%、2006 年末には 8.5%へ激減した（図表 9 参照）。これは別の面から見ると、信用乗数の上昇を促すことになり、銀行の信用創造能力が大きくなったことになる。

ここまでの結論は、過去数年間、中央銀行はマネタリーベースを比較的によく抑制してきたものの、信用乗数の上昇という要因に対する考慮や推測が十分でなかったために、結局マネーサプライ（M2）膨張の圧力にさらされることになったということである。

図表 9 商業銀行の現預金比率（2000－2007 年）



（出所）中国政府統計より作成

3. 過去数年間における金融市場の整備、活発な金融革新により、社会全体のマネーの使用効率が大幅に高まり、流通速度の落ち込みも緩和され、第三階層の流動性、すなわち金融資産が急速に拡大している。

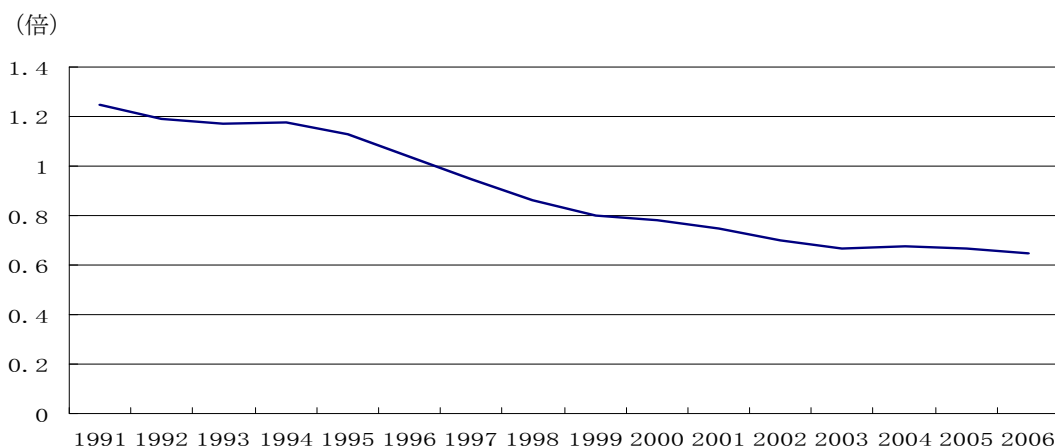
マネーサプライ（M2）は、中央銀行が一連の政策的意図を波及させることで形成される。貨幣（マネー）流通速度（名目 GDP/M2）は、ある程度、中央銀行が提供したマネーサプライを経済社会全体で使用する効率性を反映している。改革開放以降、様々な取引において貨幣使用が浸透するという「貨幣化」要因が現れたため、中国のマネー流通速度は一貫して下降傾向（図表 10）にあった。しかし 2003 年以降はこの状況に変化が生じ、経済界ではマネーサプライの過剰を懸念する見方が一般的になった。貨幣流通速度は引き続き低下すると見られたが、実際はそれ以上低下することはなかった。2003－2005 年の貨幣流通速度はいずれも年間 0.67 で、2006 年にはやや下降したものの 0.65 を維持した。このように 2003 年から、流通速度はほぼ安定している。銀行の改革加速や金融市場拡大の中で、流通速度は低下しておらず、マネーの GDP 創出効率が大幅に高まっている。

さらに直感的な分析を進めてみると、第一に、近年、中国の直接金融が近年になって急速に発展している。2003 年以降、銀行による手形割引業務（銀行引受手形業務）が急速に伸び、短期債券市場の開拓により社債市場の発展が一層促され、株式市場においては非流通株改革が完了するなど、資金調達効率が大幅に向上した。このほか、民間資金市場も活性化している。現在、企業は大量の資金を銀行以外から調達するようになっている。

また、企業の内部調達資金と外部調達資金の比率を大まかに推算してみると、前者の比率が年々高まっており、2003 年の 20.15%から 2006 年の 32.28%に上昇している。企業の固定資産投資の資金源も同様で、銀行融資の重要性はここ数年大きく後退する一方、自己資金や他の資金源の重要性が上昇し続けている（図表 11、12）。

信用規模の拡大を別の面からみると、中国経済が拡張期にあることも関連している。経済拡張期にあるとき、企業の資金繰りは比較的順調で、リスク・プレミアムは小さい。つまり、経済主体が比較的高い与信額を得られることを意味している。

図表 10 M2 の流通速度（1991－2006 年）



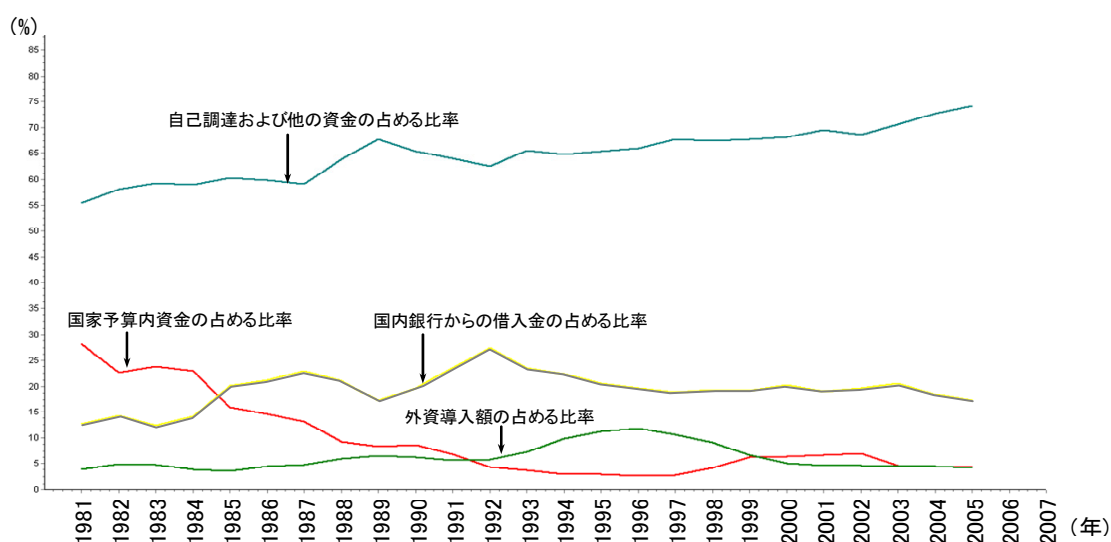
（出所）中国政府統計より作成

図表 11 企業の資金源の変化状況

	億元、%)			
	2003年	2004年	2005年	2006年
銀行からの借入金	29936	24066	24617	32687
株式発行	1357	1504	1053	2246
国債	3525	3126	2997	2675
社債	336	327	2010	2216
FDI	4428	5012	4929	5002
外部調達資金額合計	39582	34035	35606	44876
資金源に占める割合	79.85%	71.37%	68.25%	67.72%
工業部門企業の利益	8337	11715	14362	18784
固定資産の減価償却額	1652	1941	2203	2611
内部調達資金額合計	9989	13655	16565	21395
資金源に占める割合	20.15%	28.63%	31.75%	32.28%

(出所) 中国政府統計より作成

図表 12 固定資産投資の資金源構造の変化 (1991-2007 年)



(出所) Wind 資訊

第二に、民間資金の回転効率が大幅に高まったことがある。近年、企業、特に大企業グループが相次いで財務管理改革を推進し、資金を集中管理するようになった。これに合わせ、各金融機関は、企業グループの効果的な資金管理を助けるサービスや新たな資金運用商品を次々と打ち出し、企業（個人を含む）の資金の使用効率向上をさらに促している。図表 13 の示す通り、キャッシュフローの企業の売上高に占める比率は、2002 年の 41.92%から急低下し、2006 年には 25.21%まで下がり、40%近く低下した。これは改革開放以来の 29 年間でもまれなケースである。

第三に、各種の銀行の与信業務が、企業や住民の一時的資金の必要性を減少させたことがある。近年、カードが急速に普及し、個人にもさまざまな規模の与信額が提供されるようになったため、

図表 13 売上高・純キャッシュフロー比率の計算

	億元、%)				
	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
工業企業の製品売上高	108187	140610	187815	244593	308424
企業当座預金	45353	53586	61834	66223	77745
売上高に占めるキャッシュフローの比率	41.92%	38.11%	32.92%	27.07%	25.21%

(出所) 中国政府統計より作成

個人消費においても一時的な資金不足を考慮する必要が減少した。企業の与信制度の確立や与信規模の持続的拡大は、企業がプールする遊休資金をかなり減らすことになった。

つまり、過去 3、4 年来、マネタリーベースの拡大は有効に抑えられていたものの、ミクロ面での金融改革の推進により金融市場構造の奥行きや幅が広がった上、経済が折しも拡張期にあり経済運行にプラス要素が存在したため、信用乗数が年々上昇すると同時に、貨幣流通速度の低下ペースは鈍化した。

表面的に見れば、流動性の極めて高い超過準備金が直線的に急減していた。これが、かえって中央銀行の混乱を招き、中央銀行はさらなる調整に二の足を踏み、昨年末に始まる株価高騰を容認かつ支えてしまったのである。

このため、中央銀行としては、メディアのように国際収支不均衡による過剰流動性が必然の結果と考えるのではなく、流動性を効果的にコントロールできなかった操作技術上の判断ミスや改善点を探るべきである。

Ⅲ、八つの基本判断

1. 流動性は現在も依然として高い

以上の分析では、主としてマネーサプライ理論の枠組みに基づいて、流動性の形成メカニズムの角度から流動性の急増について探った。次に、当面、特に 2007 年以降、市場の流動性は過剰であるかという点を検証したい。一般的に、一国の流動性が過剰か否かを判断する場合、価格の面から説明することも、数量の面から説明することも可能である。

数量から分析する場合、まずはマネーサプライ (M2) 指標を挙げることになる。M2 は過去 2 年間、毎年 17% の速度で増加しており、1990 年代中期の約 30% という増加率に比べればかなり低くなっている。では、市場ではなぜ過剰感が全体として根強いのか。より踏み込んだ分析は後で行うとして、まずは次の三点を見てみよう。

第一に、超過準備と中央銀行手形が預金残高に占める割合をしてみる。成熟した金融市場を持つ西側諸国では、中央銀行は中央銀行手形を発行していない。しかし中国では現在、外貨建て資産の増加の影響を不胎化するために、中央銀行が大量の手形を発行している。これらの手形は結局、法定準備金とは異なるものである。なぜならば、商業銀行が流通可能な中央銀行手形を所有するということは、換金可能な資産を所有していることであり、超過準備と似た、ある程度の潜在的な信用創造能力を持つことにもなる。現在、銀行の超過準備率はすでに低い水準に下がっていると見られ、また、商業銀行の所有する中央銀行手形の譲渡により拡大する信用の比率も現在のところ高くはないものの、金融引き締め期において、中央銀行手形の信用創造能力は即座に使

われる。このため、中央銀行手形要因を商業銀行の流動性分析に組み込むとすれば、銀行システムにおける超過準備の分析も修正が必要になる。超過準備と中央銀行手形の合計は、2003年の1兆4000億元から2006年の4兆1600億元へと急拡大している（図表14）。この新たに計算した「超過準備率」は2003年の6.81%から、2006年の12.41%へ直線的に上昇している。

第二に、流動資産¹¹が銀行の総資産に占める比率を見ると、ここ数年、貸出残高は嚴重に抑制されているものの、なお上昇し続けており、社会全体における流動性の拡大がまだ抑えられていないことを示している。2002、2003年の比率は16.07%、16.58%であり、2004年、2005年にはそれぞれ21.51%、21.49%に上昇している。

第三に、 $(M2 - GDP - CPI)$ を計算すると、近年はかなり高いプラスの値を維持していることが分かる。2000年－2006年の動きを見ると、2000年から4.09%、5.9%、8.08%、6.4%、2.1%、5.57%、3.44%と推移している。流動性を引き締めるべき2005－2006年においても、積極財政・金融緩和政策を実施していた2000－2001年とほとんど変わらなかった。

次に、価格の面から見てみよう。第一に、市場金利は、市場の認識の通り、低い水準で推移している。数度にわたり銀行の法定準備率や預金・貸出の基準金利が引き上げられ、市場金利にいくらかの変動や偶発的な上昇が見られたものの、総体としては依然として低水準で推移している

図表 14 2003－2006年の超過準備と中央銀行手形の合計

	億元)			
	2003年	2004年	2005年	2006年
銀行が保有する中央銀行手形	3250	10291	21135	28993
超過準備	11193	12628	11975	16101
合計	14165	21349	32328	41621
預金残高に占める比率	6.81%	8.88%	11.26%	12.41%

- (注) 1. 銀行が保有する中央銀行手形は、商業銀行の受託管理する債券総額のうち、国債、政策金融債、社債債、短期債券などを減じた総額により算出した。
2. 超過準備は、金融機関の預金残高総額と超過準備率を乗じた積により求めた。

(出所) 中国政府統計より作成

図表 15 $M2 - GDP - CPI$ の状況 (2000－2006年)



(注) 増加（上昇）率の差

¹¹ 流動資産には準備預金、現金、中央銀行手形、政府債権のみを含む。

(図表 16)。

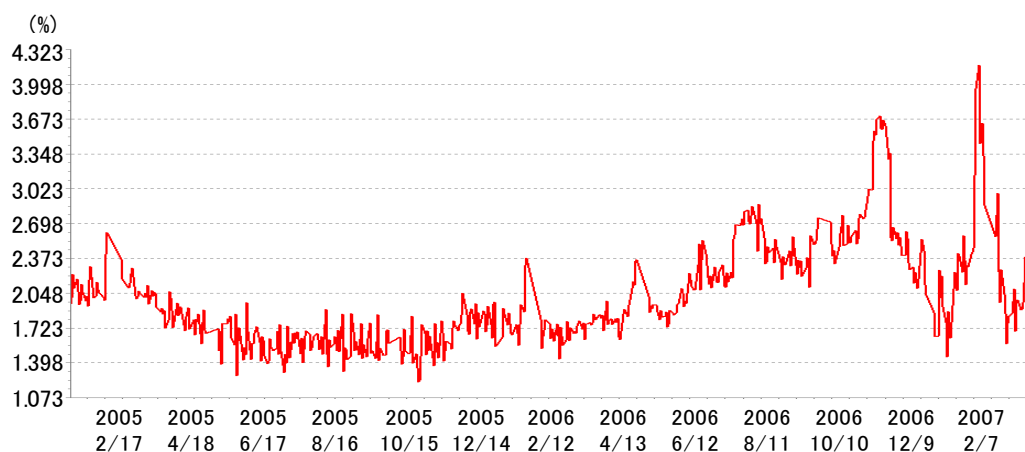
第二に、中国の各種資産価格は大幅に上昇している。不動産、株式、債券から各種骨董品、郵便切手などの收藏品価格に至るまで、それぞれ大幅に上昇している。二大主要資産をみると、まず 2003 年末から 2005 年 9 月にかけて、不動産価格が激しく上昇した後、不動産価格が安定に向かいかけたころ、今度は株価が急騰した(図表 17)。

つまり、どの視点から分析した場合も、現在、流動性は依然として高い状態にあるという判断が導かれる。これは市場関係者の実際の感覚ともほぼ符合するものである。

2. 現在、流動性増加は実体経済から生じるニーズを上回っている

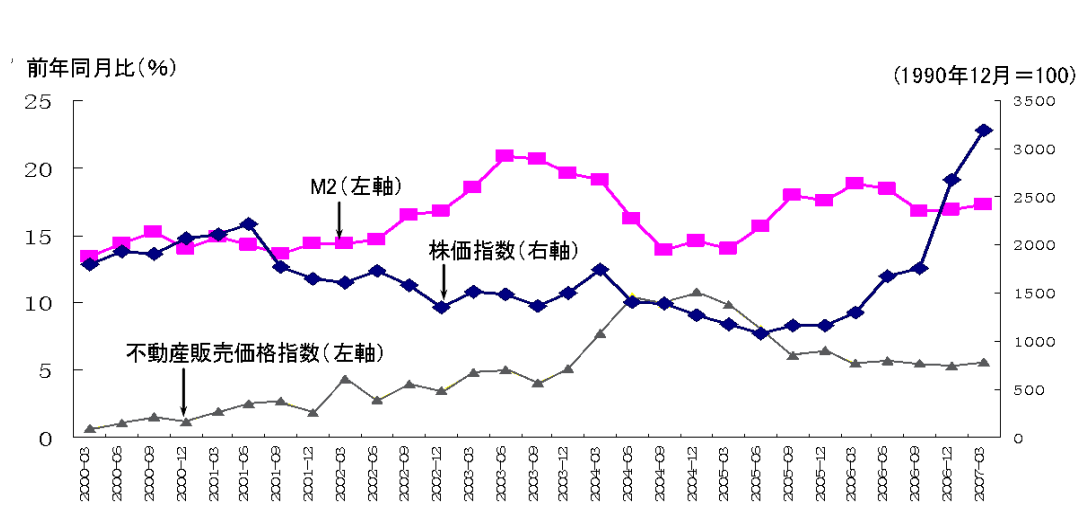
過剰流動性の背景には、経済に内在する必然性があるのではないか。世界の学界では議論が続いている。中国における過去数年間の現実から考えると、流動性創造については、金融のミクロ的な効率性の向上、各企業主体の信用創造、マクロ金融市場構造の整備といった要素が確かに

図表 16 市場金利動向



(出所) Wind 資訊

図表 17 資産価格の上昇



(出所) 中国政府統計より作成

存在すると言えよう。客観的に言えば、これらメカニズム的な要素は、基本的にポジティブなものであり、中国の金融改革の段階的な成果、およびさらなる発展の方向を体現するものである。これまで実体経済のニーズに応じて流動性を創造する金融システムの働きを制約してきた要素は次第に解消され、その効率は徐々に向上している。あるいは、実体経済のニーズがあれば、金融システムは相応の流動性を生み出し、ニーズを満たすことができると言える。このため、実体経済に内在するニーズにより生み出された流動性の変化は、貨幣安定という大局に障害を与えるものではないと言える。これは、過剰流動性の問題を分析するに当たり、必ず注意すべき視点である。

もちろん、中国の金融システムの効率は大幅に高まっているものの、完全には程遠く、資金配分の効率性は依然低い。中小企業、技術革新、農業分野においては、さまざまな原因から、多くの資金調達ニーズを満たす有効な金融機関、金融ツール、金融市場が存在せず、中国の金融界においては過剰流動性と資金不足が同時に現れている。

同時に注意すべき点として、現在、中国では次に挙げる重要な要素により、流動性の増加速度が経済の実際のニーズを上回っている。(1) 中国では 1992-1996 年、マネーサプライが年平均 31.6% 増加し、過剰供給となり、うち一部は急速な物価上昇という形で吸収されたが、一部は当時の行政的な要素から、価格という形では吸収されず、低効率のマネーや不良債権という形で銀行システム内に蓄積された。折しも 1998 年以降の数年間にわたる景気低迷期に、政府は景気刺激のために、経済的なニーズを超えるマネーを供給したが、これらの相当部分は、一部がさらなる不良債権という形で蓄積され、一部は 2000 年前後における株式の上昇相場に反映された。その後数年間、巨額の不良債権の処理や、銀行・ノンバンクに対する政府の大量な資金注入が同時に行われ、さらには金融市場の整備や銀行改革による効率化により、大量の流動性が放出されることになった。これは一見すると、新たな通貨発行ではないように思われるが、本質的には財政赤字の貨幣化（マネタイズ）であり、経済のニーズを基礎とするものではなかった。(2) 経常収支の貿易黒字が長期的かつ大量に存在しており、これに対応する形で対外債権が発生している。これらの債権は銀行や中央銀行の操作により、中央銀行の外貨準備金と企業・個人の人民元資産に転化されている。人民銀行は国際収支の黒字の影響を絶えず不胎化しているが、しかし上述の分析の通り、結果としては不胎化操作が徹底されたわけではなく、依然として、過剰なマネタリーベースが発生している。(3) 資産価格が、まず不動産価格、次いで株価と膨張することで、マネーに対する投機的需要が大量に増え、さらなる流動性の膨張をもたらしている。資産価格の上昇傾向と過剰なマネーサプライの循環が生まれている。

3. 現在の過剰流動性が実体経済に及ぼす影響は、資産価格に対する影響より小さい

実体経済に対して過剰流動性が存在すれば、必然的に物価が上昇するはずである。しかし、中国では現在、不動産など金融資産の性質を持つ資産を除き、商品分野ではインフレ加速の兆しは見えていない。過去数カ月間、CPI はやや上昇し、その変動幅もやや大きかったが、主として食品、石油価格、政府による価格調整などの影響によるものであり、全体のインフレ率は歴史的に見ても低い水準にあり、制御可能な幅に収まっている。過剰流動性は、すべてが商品分野における実際の購買力に転化されたのではなく、全体的な商品価格の水準が上昇したわけでもない。その基本的な原因は、世界的な生産分業の枠組みに新たな変化が生じたことで、中国の GDP 成長

を促す要素が、需要側の要素ではなく供給側の要素によるものが多くなったためである。M2 を見ると、株式市場での取引を目的とする証券投資家の保証金を M2 から除けば、2006 年の前年同期比増加率は 2 ポイント近く低くなり（図表 18）、2007 年にはより大きな下げ幅となっている。これは、実体経済のために供給されるマネーが目立って高いわけではないことを間接的に裏付けている。

特に、世界的な過剰流動性、中国経済の好調な見通し、生産能力の提供、人民元の長期的な上昇圧力といった条件下において、国内の過剰な流動性は、資産価格に対してより大きな上昇圧力を生みやすい。このため、中央銀行が過剰流動性を調整するプロセスにおいて、注目するポイントはもはや CPI のみではなくなっている。この面においては、日本の 80 年代の教訓から学ぶべきである。

4. 現在の過剰流動性は、中央銀行の金利平衡論に対する誤解に起因する

2002 年以来、中央銀行は絶えず不胎化操作を採ることで、貿易黒字に起因する過剰流動性を抑えてきた。現在、中央銀行はマネタリーベースの増加をほとんど抑制しており、2007 年 6 月の商業銀行の超過準備率も史上最低レベルにまで下がっている。しかしなぜ経済における過剰な流動性を完全に不胎化することができないのか。そして、不胎化・調整の余地がある程度残されている状況で、中央銀行はなぜさらなる不胎化・調整措置を採らないのだろうか。

我々の分析するところ、中央銀行のさらなる不胎化強化を制約する要素は、中央銀行の意思決定者が金利平衡理論の誤解に陥っているためかもしれない。つまり、中国・米国間の金利差をある程度維持することで、金利差に着目した資金の大量流入を防ぎたいとの考えをもち続けているかもしれない。これをどう見るべきであろうか。

第一に、中国の資本勘定は厳重に規制されており、一部の資金がこうした規制をかいぐり、ホットマネーとして中国に流入しているものの、（1）これらホットマネーのコストは低いとは言えず、特に、貿易勘定の名目で流入した資金についてはなおさらである（2）非正規ルートで流入する資金は、リスクが大きく、世界の大手金融機関の選択肢にはなりにくい（3）政府は依然として資本勘定の規制と、違法行為の摘発に力を入れており、国内資本・海外資本に対する税制の一本化も進めていることから、非正規ルートで流入するホットマネーのコストはさらに上昇する見通しである——といった障害がある。

第二に、各種資料に反映されている通り、中国に現在ホットマネーが流入しているのは、利ざや稼ぎが目的ではなく、主として人民元上昇観測に基づき中国の資産価値上昇による収益を見込んでいるからである。関係部門の算出モデルでも示されている通り、金利差は短期資本の動向には影響を及ぼすものの、その影響は資産収益や人民元上昇観測に比べれば微々たるものである。

図表 18 調整済 M2 の増加率（2006 年）

前年同期比%)											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
M 2	19.21	18.80	18.80	18.90	19.10	18.43	18.40	17.90	16.83	17.10	16.80
M 2 調整後)*	17.87	17.40	17.41	17.42	17.28	16.43	15.86	15.60	14.94	14.45	14.55

（注） M2 の調整については本文参照。

（出所）中国政府統計より作成

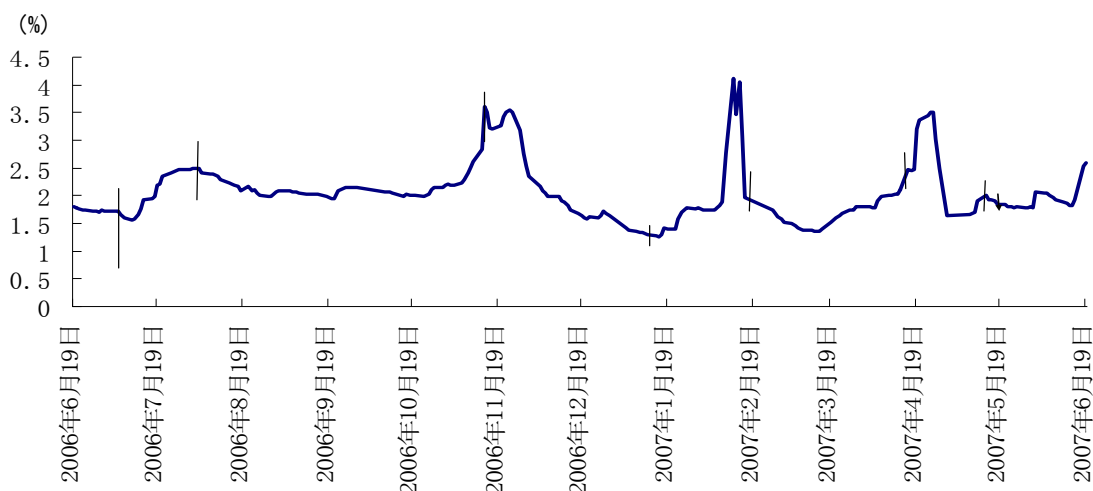
いずれにせよ、微々たる影響を気にして、過剰流動性に対する調整を怠るわけにはいかない。現在、中国の資産価格が急速に上昇しているのも、中国の低い市場金利と密接なかかわりがある。それゆえ、市場基準金利のさらなる引き上げは、資産価格の急激な上昇を抑えることになり、かえって海外投機筋のホットマネー流入の抑制にも寄与するはずである。

このほか、市場金利の上昇を過度に懸念すれば、中央銀行の流動性抑制ツールの運用効果にも著しい影響をきたす。本来であれば、法定準備率を引き上げると、一部銀行は資産面の調整から資金繰りが苦しくなり、これにより市場金利が上昇し、何倍もの流動性抑制効果を生むことになる。しかし中央銀行は現在、市場金利の急激な上昇を懸念する余り、準備預金率を使用することで流動性の吸収を図りつつも、一方では他の操作により、低水準の市場金利を人為的に維持している。その結果として、中央銀行の相殺操作による本来の効果が削がれている。図表 19 で示されている通り、中央銀行が法定準備率を引き上げれば、強烈な金融引き締め効果がただちに市場金利に反映されるはずであるが、市場金利にはほとんど影響がない（2006 年 7 月 5 日、2007 年 1 月 15 日）か、影響が生じてはいるものの、その後すぐに戻している（2006 年 8 月 5 日、11 月 15 日、2007 年 2 月 25 日、5 月 15 日）。2007 年 4 月 16 日の場合のみ、法定準備率の引き上げに伴い、市場金利もやや上昇しているが、やはり程なくして低下した。このため、マネーマーケット金利が完全に自由化され、銀行の貸出以外の資産比率が大幅に上昇している状況においては、流動性の数量指標と価格指標は一枚のコインの両面にすぎず、故意に低い市場金利を維持すれば、結果として過剰流動性という代償が生じるだけであるという点に注意すべきである。

5. 流動性吸収を強化するのであれば、市場金利の上昇は不可欠である。

中国の利上げの概念は、西側諸国の利上げと完全に同等ではない。西側社会の場合は教科書的な利上げであり、マネーマーケット市場の翌日物コール金利が操作の対象となり、中央銀行のバランスシート調整に直接関係し、マネタリーベースの変化を引き起こす。そして急速に社会全体の流動性の状況に影響を与え変化をもたらす。中国の利上げは、商業銀行の預金・貸出金利の調

図表 19 法定準備率の引き上げと市場金利



(注) 図中の印は、法定準備率が引き上げられた日。

(出所) 中国政府統計より作成

整であるが、これは企業の資金調達コストの一種であり、中央銀行のバランスシートには直接関係せず、流動性吸収との関連性もやや薄く、ある種の規制金利の調整としての意味合いが強い。その影響は主として利益分配構造の変化として現れ、金利調整を通じて商業銀行の貸出行為への影響を与えることで、信用乗数の拡大効果を抑えることが主眼となっている。

実際の政策の結果が示している通り、中国の貸出金利の変動上限がすでに自由化された状況下で、過剰流動性が抑制できない場合、小幅な利上げの効果は低下してしまう。2006 年には 2 度の基準金利引き上げが行われた。1 年物の貸出基準金利は合わせて 0.54 ポイント引き上げられたが、実際の 1 年物の貸出資金の金利を加重平均すれば、0.51 ポイントの上昇にとどまっており、中でも全国の貸出残高でも最大の比重を占める 4 大国有銀行の上昇幅が最も低かった。金利上昇幅が比較的高かった金融機関のタイプを順に並べると、政策性銀行、株式制銀行、国有銀行の順になる（都市・農村レベルの金融機関は上昇幅が大きい、シェアは小さい）。さらに、2006 年と 2005 年とを比較すると、貸出金利の上昇幅が比較的高い政策銀行、株式制銀行の新規貸出額はシェアが大幅に下がり、5.4 ポイントの減少となった。一方、国有銀行のシェアは 6.4 ポイント増えている。こうした現象が説明するとおり、金融機関の金利調整幅の重心は中心よりやや下側にずれており、中央銀行による貸出基準金利引き上げの効果は削がれている。

もう一つの現象として、小幅な利上げを受け、銀行の新規貸出額が逆に大幅に増えていることがある。2005 年の 2 兆 4600 億元に対して 2006 年は 3 兆 2700 億元に増えている。これは、銀行改革を受けて、収益を改善しようとする意欲が高まる中、銀行資産が依然として貸出資産を主体として形成される限り、社会では流動性が過剰になり、市場金利は抑えられ、小幅な利上げは銀行のさらなる貸出を刺激する結果になることを示している。

現在、価格調整手段の効果がうまく発揮できないのは、金利がなお完全には自由化されていないためである。中でも、商業銀行の預金・貸出金利がまだ自由化されていない（社債金利もまだ市場化されていない）ため、実体経済の主要金利とすでに市場化された金利との間に乖離が生じる。中国の金融改革がまだ完了しておらず、商業銀行の価格決定能力が比較的弱いことを考えると、預金金利を直接自由化すれば中国の金融市場にある程度の打撃を与えかねない。このため、金利市場化の道においては、次の点を考えなければならない。第一に、金利がすでにほぼ市場化された直接金融市場や各種資産運用商品市場の発展を急ぎ、基準金利の制約を受ける銀行貸出市場のシェアを次第に減らしていくことである。第二に、貸出金利の上限はすでに自由化され、商業銀行にすでにある程度の価格決定権がゆだねられたという事実を踏まえ、中央銀行は、マネーマーケット金利の調整を通じて商業銀行の価格決定行為に間接的な影響を与え、マネーマーケット金利の基準金利としての役割を徐々に高めていくべきだろう。

具体的には、利上げ手段が必要になる場合、預金・貸出金利の引き上げだけではなく、マネーマーケットの金利水準の引き上げに力を入れ、これにより預金・貸出金利の引き上げを促していくべきだろう。預金・貸出金利を調整するときには、預金・貸出双方の金利調整幅に差を持たせ、金利差を縮小するのが望ましい。なぜならば、第一に、貸出金利の上限はすでに自由化されており、現在のところ、相当部分の貸出金利が、基準より高く設定されているためである。第二に、中国の現在の貸出金利のレベルは、先進国と比べても貯蓄率の高い日本や東アジア諸国と比べても低くない。第三に、預金金利には上限規制があり、また、基準金利としてなお強い役割を持っており、市場全体の金利水準を引き上げる上では重要な役割を担っている。第四に、当面の中国の預貸金利差は、過去 20 年で最高水準となっており、国際的にみてもやや高めの水準にあるた

め、金利差の縮小は銀行の貸出拡大意欲を抑える上でプラスになる。第五に、預金金利の上昇は、海外からのホットマネーの流入をもたらすものではなく、逆に阻止するものである。預金金利を引き上げれば、市場金利や市場の資金調達コストが効果的に引き上られ、これにより中国の各種資産価格の急上昇を抑えることができる。これに外貨規制を加えれば、海外からのホットマネー流入をある程度抑えられる。

6. 中央銀行による不胎化操作はいつまでも続けられない

金融市場が十分に発展していない場合、過剰流動性は資源の誤った配分をもたらす恐れがあり、インフレーション、資産バブルなどの問題を引き起こしかねない。このため、経済構造が根本的に転換しておらず金融市場の弾力性が不十分な中国においては、流動性の吸収によって、危険を回避する必要がある。また、中央銀行が不胎化操作により、対外不均衡の中で比較的安定した国内金融環境を生み出すことは、中国の経済構造調整や経済発展のための時間を稼ぐ戦略として採用できよう。しかし、同時に、中央銀行の手形発行や法定準備率の引き上げにより巨額の貿易黒字がもたらす外貨準備高増加の影響を相殺する操作は、長期的には継続できず、ある程度限界がある。

この限界には二つの面がある。第一は、財政負担の持続可能性の問題である。中央銀行手形の発行にはコストが伴う。発行規模の拡大に伴い、金利も必然的に高まり、発行コストは高まる一方となる。2003年に中国で中央銀行手形が発行され始めて以来、すでに利払いの累計額は460億元にも達している。タイなどでは、こうした不胎化にかかわるコストが外貨準備運用による収益を上回ったために、財政赤字が激化し、金融危機を誘発した原因の一つとなった経緯がある。

第二に、中央銀行手形を基礎とする民間の信用規模が絶えず拡張することで、インフレなどの問題が助長される恐れがある。中央銀行は中央銀行手形の発行によって一時的に市場の流動性を吸収できるが、このプロセスは償還期限の比較的長い中央銀行負債によって、流動性のより高い通貨を置き換えているに過ぎない。現実には存在する支払・購買能力を先送りにした上で、後に流動性不足が生じた段階で自然に解決されることを想定したものである。しかも、中央銀行手形は、ある程度の信用創造力を持っている。中央銀行手形の発行規模がある程度に達し、超過準備率が低水準に下がった場合、仮にマネタリーベース総額が比較的うまく抑制されたとしても、インフレや資産バブルを助長する恐れがある。

その理由を挙げてみよう。第一に、商業銀行は中央銀行手形という流動性の比較的高い資産を保有するために、超過準備の規模を減らすことができる。つまり、中央銀行手形はマネタリーベースに対してある程度の代替性を持っている。第二に、中央銀行手形は、一定条件下で、金融機関や非金融機関が随時これを担保とすることで、信用規模の拡大を実現できる。現在、中央銀行手形の発行残高はすでに3兆8000億元となり、市場のレポ金利を基に考えると、レポ取引により最大値で3兆6000億元の融資が発生し得ることになる。個々の商業銀行の視点から見れば、0.97という担保比率の場合、最大で33倍のレバレッジ効果が発生することになる。2007年5月の1カ月のみで、レポ取引に使用された中央銀行手形は1兆300億元に達した。

7. 経済成長率が同じでも、マネーサプライ増加率は異なっている。

年間のマネーサプライ増加率の目標設定は、中央銀行の日常的な政策操作の頻度や強度に直接の影響を及ぼす。現在、中央銀行はマネーサプライ増加率を16%前後に抑えているが、市場では流動性の過剰感が根強い。では、今後のマネーサプライ(M2)の調整目標をいかに定めてい

くべきであろうか。1980年代中期から現在まで、1989、1990年の政治的混乱の影響を除外すれば、中国のGDP成長率はかなり長期間にわたって高水準で推移しており、年平均で10.4%に達する。ただし、20年間余りにわたってGDPが高成長を続けているものの、M2の増加率には大きな波があり、この間の変動についてはほとんど法則性がみられない（図表20）。

20年余りの間、GDP成長率は10%前後ではほぼ一定であるが、M2の増加率は最高で37.3%（1993年）、最低で12.3%（2000年）となっている。この中で、GDP成長率がともに10%近くで推移した2003－2006年の4年間と、1995－1997年の3年間とを比べると、1995－1997年の3年間はM2の年増加率が平均24.8%で、2006年までの4年間は同17.2%にとどまっている。この分析では、物価要因や1990年代の金融政策が「荒削り」だったことなどを考慮していないが、基本的な判断には全く影響しない。つまり、経済改革が絶えず進み、金融市場が絶えず深化し、制度が大きな路線転換を迎える時期において、中央銀行が金融政策において最も危惧すべきことは、経験や理論の偏重であり、最も重要なことは時期を選んだ意思決定である。現在、市場関係者の多くが過剰流動性を認識し、各マクロ経済指標もマネーサプライの過剰を示している中、マネーサプライ（M2）増加率を16%とする目標は、すでに修正すべき時期に来たのではないだろうか。具体的な見直しについては、過去の経験を参考に、再び理論的検証を行ったうえで、試行錯誤によって、ふさわしいM2目標値を探ることを提案したい。特に、今年の経済成長率が11%前後の高成長を維持する可能性が高く、しかも資産価格が急激に上昇し、環境や資源などの面でボトルネックや矛盾が目立つ中、今後2、3年以内にマネーサプライ増加率を14－15%程度、またはそれ以下に抑えることを目標とし、試行錯誤型の調整を行うことは、必要かつ可能である。

現在、銀行の超過準備率はすでに低水準にあるが、これは過剰流動性に対する調整の効果を示しているのだろうか。超過準備率は、銀行システム内の流動性の多寡を直接反映する指標である。経済活動の調整にとって、同指標は中央銀行の金融政策における操作目標であり、実体経済と直接的に密接なかわりを持つ金融政策の中間目標ではない。中央銀行の金融調整における当初目標とは、銀行の超過準備率を何とかして下げることであり、超過準備率の低下によりマネーサプライの増加率を下げることは可能ではあるものの、これがすなわち中央銀行の金融調整の理想的目標を完全に示しているわけではない。銀行の超過準備率が過去に比べて大幅に下がったものの、

図表20 GDPとM2の関係（1985－2006年）

年	前年比%)										
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GDP	13.5	8.8	11.6	11.3	4.1	3.8	9.2	14.2	14.0	13.1	10.9
M2		29.3	24.0	21.2	18.3	28.0	26.5	31.3	37.3	34.5	29.5
M2*			29.3	24.0	21.2	18.3	28.0	26.5	31.3	37.3	34.5
年	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GDP	10.0	9.3	7.8	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7
M2	25.3	19.6	14.8	14.7	12.3	17.6	16.8	19.6	14.6	17.6	16.9
M2*	29.5	25.3	19.6	14.8	14.7	12.3	17.6	16.8	19.6	14.6	17.6

（注） M2*は1年前のM2

（出所） 中国政府統計より作成

市場の流動性に余裕を感じる見方が大勢である場合、中央銀行はさらにマネーサプライの増加率目標を引き下げる必要がある。調整の強度をさらに高め、商業銀行の超過準備率が低くなってはじめて、貸出や貸出以外の資産のさらなる縮小調整を引き起こし、市場金利を引き上げることができ、ひいてはマネーサプライ増加率のさらなる抑制が可能になり、流動性管理の理想目標を実現できる。

8. 為替政策は、人民元高観測の打破に注力すべきである

現在の過剰流動性は、当然ながら国際収支不均衡や為替相場水準ともある程度関係している。このため、為替相場の視点から国際収支不均衡の問題を解決することが、より緊迫した課題となっている。ただし、中国の現在の国情を考えると、為替相場問題の解決策は、人民元相場の上昇であるとは限らず、一連の構造調整政策と連携を取る必要があり、ある程度の時間をかけたプロセスとなる。また、為替相場問題は米中間の貿易黒字の根本的な解決策にはならない。この点は、ほとんど世界の有識者の共通認識となっている。こうした状況下で、人民元為替相場の27-40%の引き上げを求める米議員の「政治的」な要望に現時点で応じたとすれば、米中両国ひいては世界全体の経済発展に災厄が及ぶのは必至である。中国政府が再び「想定外」の調整に踏み切るとすれば、中国政府の公約に反することになり、米議員はさらに踏み込んだ要求を突きつけてくるだろう。また、もし小幅、均等、緩慢な相場引き上げを進めた場合、国際市場に強烈かつ予測可能な上昇観測を呼び起こすことになり、為替調整の主導権が大きく失われるだろう。このため、戦略的に考えれば、中国の為替相場改革は外圧に屈する形で行うわけにゆかず、また圧力がなければ放置してよいわけでもない。各種の政策により、中国経済の内外不均衡を解決すると同時に、中国の経済成長、雇用、環境資源などの状況に合わせて、主体的かつ段階的に中国の為替相場形成メカニズムを改善し、合理的な相場水準が形成されるようにすべきである。

ここで、管理相場制から変動相場制への転換プロセスにおいては、市場の強い観測に基づく圧力を打ち破ることが戦略上、極めて重要である。このため、意思決定段階においては経済発展の中期において必要となる比較的合理的な為替相場水準を算定した上で、市場における予測可能な上昇観測を徹底的に打ち破りながら、相場をある一定の期間内に比較的合理的かつ安定した水準へと、調整してゆく必要がある。

著者紹介

夏 斌 (Xia Bin)

国務院発展研究センター金融研究所 所長

1951 年生まれ。1984 年人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。

中国人民銀行政策研究室副主任、非銀行金融機構監督司司長などを経て、2002 年 9 月より現職。主要著書に『中国九十年代的貨幣政策』、『中国貨幣供給理論的実証研究』などがある。

陳 道富 (Chan Daofu)

国務院発展研究センター金融研究所綜合研究室 副主任

1976 年生まれ。2002 年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。

主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直屬事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research