



舵取りが難しくなるマクロ経済の運営¹

余 永定[※]

要 約

1. 中国経済は 2003 年以来 5 年連続の高成長を遂げるなど、全体として良好な状況にある。しかしその一方で、インフレが加速しており、資産価格もバブルの域に達している。インフレと資産バブルはすでに互いに助長しあっており、「物価と株価の連動」が強まれば、双方のコントロールが効かなくなり、実体経済も深刻な影響を受けかねない。
2. 資産価格が暴騰する主因は、当局による外為市場への介入に伴う貨幣供給の増加と、資金が銀行預金から株式など他の資産にシフトすることに伴う貨幣需要の縮小によってもたらされている「流動性の過剰」である。過剰流動性を抑えるためには、不胎化政策に加えて、預金金利の引き上げなどを通じて、資金を銀行部門に引き戻さなければならない。
3. 「マンデルのトリレンマ」が示唆しているように、中国において、資本移動が活発化する中で、人民元の切り上げを抑えようとする、金融政策の自由度が大きく制約されることになる。金融政策の有効性を高めていくためには、資本規制を強化しながら、より市場の需給関係を反映した為替相場の形成が求められている。

1. インフレの危険性

中国における目標インフレ率は約 3% である。しかしながら、2007 年 8 月以降の消費者物価指数（CPI）の上昇率（前年比）は、当局にとって赤信号と言うべき 6% 台にまで上昇している。

市場経済において、価格は基本的なシグナルの一つである。物価が全般的に上がり続けられ、個別の財とサービスの価格の変動はシグナルとしての機能を失い、市場も資源を合理的に配分する機能を失ってしまう。また、インフレ率の上昇は、所得格差の拡大を招く。CPI 上昇の最大の被害者は中・低所得層の労働者である。さらに、中・低所得層の労働者は不動産を購入するといった形で貯蓄の価値を維持することができない。わずかな預金をはたいて株式を購入しても、巨大なリスクがついて回る。インフレは社会のさまざまな階層の所得格差や資産格差を拡大させるため、社会不安を招く大きな要因となる。

インフレ対策を考案するに当たっては、まずインフレがコストに起因するものか、需要に起因

¹ 本稿は、中国社会科学院世界経済政治研究所編『国際経済評論』2007 年 9-10 月掲載の「現在の中国マクロ経済における新たな試練」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経済政治研究所 所長

するものかを判断することが必要である。2003 年 10 月に穀物価格が急騰して CPI が大幅に上昇したことを受けて、インフレの性質や傾向に関する論争が起きたことがあった。ある人々は穀物価格の上昇は自然災害による減産という個別部門の問題であると考えた。したがって、穀物価格の上昇は強い伝播・拡散作用を持たないため、悪質なインフレの発生につながることはなく、しかも経済構造の改善に役立つと主張した。一方で世界銀行などは、穀物価格の上昇は不動産開発やインフラ整備により生じた用地の不足によるものであると考え、典型的な需要に起因するインフレであると主張した。前者の主張を支持する人々は、引き締め型の財政政策と金融政策を採る必要はなく、政府が各部門別に相応の政策を採るべきだと結論づけている。つまり、公共部門、独占が生じている市場および不動産市場での価格上昇を抑える一方で、農産品価格の上昇については容認すべきと考えた。後者の主張を支持する人々はインフレが需要起因型である以上、政府は引き締め型のマクロ経済政策を採る必要があり、需要全体の伸びを抑える必要があると結論づけた。

この両者の視点は、いずれも対立するものというよりも補完的なものと見るべきである。事実、政府は一方では総合的な政策措置を採り、一方では適度に引き締め型のマクロ経済政策を採った。経済は比較的高い成長率を維持しながら、インフレも抑制された。前者の人々が予想した通り、2005 年には穀物価格が下がり、CPI もこれによって急速に下降した。適度な引き締め型の金融政策により、2005 年上半期の経済成長が減速したため、政策関係者は金融政策の引き締め緩和を検討した。しかし、2006 年第 1 四半期には中国経済は力強いリバウンドを見せ、人々を驚かせた。固定資産投資の増加率、建設中・新規着工プロジェクト件数は、いずれも前年の同時期を上回り、経済成長率は 10%を超えた。さらに企業の収支もやや好転している。そして 2006 年第 4 四半期以降、CPI は再び上昇しはじめた。同時に、経済の過熱もますます鮮明になっている。2007 年 8 月、CPI の上昇率はとうとう 6%台に乗り、10 年来の高い水準となった。後者の人々が予想した通り、中国の不動産、そして株式のバブルは、これまでにない深刻さを見せている。2007 年のインフレは、2003 年以来のインフレの延長線にあると言えきだろう。2003 年以降のインフレに関する論点は、ほぼ 2007 年にも該当する。ただし、今回のインフレの悪化は、需要起因型の色合いがさらに濃くなっている。この需要起因型のインフレは、一般的に金融政策による引き締めが不十分であったことに関係している。

従来、中国のマクロ経済政策が直面する主要なジレンマは、いかにして高い経済成長率のもとで低いインフレ率を維持するかである。確かに経済学の文献も示している通り、長期的に見て経済成長とインフレの間にはトレードオフという関係はない。しかし、中国の過去の経緯においては、経済成長スピードが 2 年連続で 10%を超えた場合、インフレ率が大幅に上昇するという傾向が見られる。そして、インフレ抑制の結果は例外なく、経済成長率の低下として現れている。中国の経済成長率およびインフレ率には、少なからぬ関連性があると言えるだろう。中国の経済成長率の上昇および低下は往々にして、インフレ率の上昇および低下に先行している。インフレ率の変化は、経済成長の変化からほぼ 4~5 四半期遅れで現れる²。今回のサイクルにおいては、経済成長率が 10%近くあるいはそれ以上となっている期間が、すでに 4 年を超えている。このため、インフレに対する警戒を強化しなければならない。さらに、2007 年には中国の経済成長

² 1980 年代、経済成長は 1984 年、1987 年という 2 度のピークを迎えた。これに対応するインフレ率のピークは 1985 年、1988 年に現れている。1990 年代、経済成長のピークは 1992 年に現れたが、インフレは 1994 年にピークに達した。

率は 11%を超える可能性があり、失業問題もさほど懸念される問題にはなっていない（2008 年には状況に変化が生じる可能性もある）。当面の間、インフレの抑制がマクロ経済政策の主要目標となるはずである。インフレ率の上昇と資産価格の暴騰が同時に現れる中、政策当局にとってはさらなる引き締め以外の選択肢はない。

Ⅱ、資産バブルおよびその弊害

資産バブルが経済発展に与える影響、そして政府がその対策を講じるべきか否かについて経済学者の間ではなお意見が分かれているが、中国の資産バブルが深刻であることは否定しえない。ここでいう「バブル」とは資産の価格が、その将来収益の割引現在価値を大幅に上回っていることを指す。

資産バブルが起こると、次のような現象が同時に見られるようになる。

まず、通常とは異なり、需要と価格の関係が「正比例」となり（例えば、株式相場でいう「追随買いによる堅調な相場」）、価格が高くなれば高くなるほど需要が増える。需要曲線は右肩上がりなので、資産の需給インバランスがより大きなインバランスをもたらす。資産価格は上昇し続け、ピークに達したところで需要と価格の間の正比例関係は崩壊に転じる。

第二に、最終便に乗り遅れるな、とばかり、一般大衆までがわれ先にと株取引に参加する現象である。

第三に、自分が愚かであったとしても、相手の方が自分よりも愚かであればよい、さらに愚かな人間もいるはずだ、といった心理がもたらす現象である。このような心理状態にある投資家は、株式の実質的価値を全く気にせず、株価が上がれば買い入れる。無知は無謀な行動につながるが、自分より無知かつ無謀な者がいるかぎり、この「ババ抜き」は最後の一人が「ババ」を引き当てるまで続く。

第四に、多くの国の経験が示しているように、資産バブルが急拡大し、人々が疑念を持ち始めた時に、必ず弁解する人間が現れることである。彼らは、「今回は状況が異なる」という言い訳をするが、惜しむらくは歴史は常に繰り返されており、異なるのはその形式あるいは細部のみである。現在、議論の雰囲気はすでにこうしたレベルにまで到達しており、現在の「超強気」相場に対して懐疑的な考えを表明すれば、「悲観的」とされ、「売国奴」とみなされる。また官僚が資産バブルを示唆するのは当然「不適當」であり、「経済学者」たちは、口を頑なに閉ざすか、あるいは正面からコメントするのを避けているのである。

資産バブルは、次のように、経済の健全な発展にとって極めて有害である。

まず、資産の持つ価値を逸脱した資産価格の急激な上昇は、誤った資源配分をもたらすことになる。全体的に資本コストが低くなりすぎることは、過大投資を招いてしまう。その上、銘柄を問わず株価が上昇する中、資金を有効に利用されるように誘導するという株価の機能が失われてしまう（これはインフレが価格のシグナル機能を破壊する現象に類似している）。

第二に、株価の全般的上昇により、株式市場は企業経営に対する監督機能を失ってしまう。株価の急騰により、他社の株式を保有する企業の収益が改善されるため、企業経営者に本業における経営管理の改善を求める圧力も軽減する。

第三に、株式市場における株価の急騰とこれに続く崩壊は、所得分配を歪める。バブルの間に生じた「富」（現在の中国株式の時価総額は、すでに GDP を超えている）は、かなりの部分に

において投機に起因した実体のない富である。こうした「富」はわずか数カ月の間に形成され、一瞬にして消失する。バブルの間、人々は「儲かっている」ために安心し、誰もが歓喜の中にいる。ところが、いったんバブルが崩壊すると、早くから投資に参加していた動きの速い者は、すばやく資金を引き揚げて難を逃れるが、後から投資を始めた動きの遅い者は、手痛い損失を被ることになる。前者の利益こそ、後者の損失である。こうしたゼロサム・ゲームでは、株の売買は経済成長につながらない。より悲惨なのは低所得者である。株式を購入すれば家計の助けになると思っていたにもかかわらず、株式バブルの崩壊により彼らのなけなしの蓄えが泡と消えてしまうのである。

第四に、景気の低迷期では、資産価格の上昇は経済成長を刺激したが、経済が急成長している間は、資産バブルの拡大が無謀な投資や不合理な消費を助長することになる。これによって社会資源の浪費やインフレの悪化、社会的矛盾の激化がもたらされる。

第五に、資産バブルにより、人的資源や資金が金融サービスに過剰に流れてしまい、実体のあるセクターの人的資源や資金の不足を招いてしまう。

第六に、株価が急騰している時は、一攫千金の誘惑が生じ、富を得るための不正行為が野放しにされ、社会的調和を旨とする文化的、道徳的基盤が大きな打撃を受ける。

Ⅲ、資産バブルと流動性の過剰

資産価格の暴騰をもたらしている主因は、「流動性の過剰」であろう。いわゆる「流動性」とは、従来、商業銀行が持つすぐに融資などに使用できる資産、たとえば金庫内に保管されている現金である。流動性の過剰とは、商業銀行の準備金が法で定められた最低額を超えていることであり、すなわち準備金の過剰である³。商業銀行の超過準備は、流動性の過剰を測る物差しとして、しばしば使用される。流動性はまた、貨幣量と名目GDPの比としても定義される。この定義を土台に、動学的な視点から見ると、貨幣供給量の伸びと名目GDP成長率の差を流動性過剰の物差しにできる。

分析を簡略化するために、流動性の過剰を貨幣供給が貨幣需要を上回っていることと考えてもかまわないだろう。ここで強調すべきことは、流動性が「過剰」になる場合は、貨幣供給だけではなく、貨幣需要という問題も存在することである。特定の条件において、流動性の過剰は主として貨幣需要の減少によって起こる。例えば、金融のイノベーションにより投資者には高収益、低リスクで流動性の高い金融資産が提供されたため、投資者はモーゲージ証券（MBS）などの資産を増やそうとし、現金のような流動性の高い資産を好まなくなっている。同じ貨幣供給量（あるいは流動性の供給）のまま、潜在的な投資家が貨幣の保有をあまり望まなくなれば、流動性の過剰が生じたことになる。心理的な要素、例えば楽観的心理、リスク志向、ひいては欲望、無知、無恥も、流動性の過剰をもたらす重要な原因となっている。事実、経済の急成長は人々の食欲さを刺激しやすい。ヘッジファンドなど、一部の市場関係者は、投資家の食欲さや無知を利用し、いわゆる「金融イノベーション」という名目で投資家を騙し、あるいは投資家に迎合している。投資家は次々と保有する現金やその他流動資産を手放し、よりリターンのか大きな投資機会を探す。この時、金融政策に何の変化がなくとも、流動性の過剰が自然に生じるのである。逆に、

³ Magnus Saxegaard: Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa. IMF, Working Paper, WP/06/115.p12

サブプライムローン問題を発端に、安全資産である貨幣への選好が強まり、世界経済が急速に流動性の過剰から流動性の不足に変わってきている（BOX）。

Ⅳ、中国に流動性の過剰をもたらした要因

中国における流動性の過剰には、二つの原因がある。一つは、中国の国際収支の不均衡および人民元レート柔軟性の乏しいために新たな流動性が生み出されていることである。もう一つは、中国の貨幣需要関数の変動により、これまで蓄積されてきた流動性が活性化していることである。

大量の「双子の黒字」が継続していることで、人民元には大きな上昇圧力がかかっている。為替レートの安定を維持するため、中央銀行（中国人民銀行）は外国為替市場に積極的に介入し、人民元を発行して米ドルを購入することを余儀なくされている。人民元の新規発行は、流動性の新規拡大を意味している。貨幣の増加率を経済成長に見合ったレベルで保つために、中央銀行は不胎化措置として中央銀行手形を売り、過剰な流動性を吸収せざるを得ない。過去4年間、外貨の購入により増加したマネタリーベースは8兆4,000億元に上ったが、中央銀行手形の発行（約4兆元）と準備率の引き上げ（約2兆元）により6兆元余りの流動性が吸収された。毎年の経済成長に必要なマネタリーベースの増加額が5,000億元から7,000億元とされることから計算すると、外貨購入によるマネタリーベースの増加の大半は相殺されたと言える⁴。

商業銀行の統計データによると、流動性抑制のための不胎化措置は一定の効果を上げているものの、2002年以降、商業銀行の預金・貸出残高の増加率は依然として高すぎる。2006年の貸出残高の増加率は15.1%で、新規貸出は3兆1,800億元だった。2007年上半期の新規貸出額は2兆5,400億元で、2006年に比べ増加率がさらに拡大している。2005年以降、商業銀行の預貸比率（貸出残高÷預金残高）は下降の一途をたどり（2006年には67.7%）、預金残高と貸出残高の差がますます広がっている。（2007年6月末現在、史上最高の14兆8,600億元）。2006年の商業銀行の超過準備率も高い水準にある⁵。今になってみれば、過去数年間における中央銀行の不胎化措置は、もっと強力でも良かったように見える。

ただし、ここにきて、多数の商業銀行がすでに資金難を感じ始めている。一部の商業銀行の超過準備率はすでに2%まで下がっており、全体としては、不胎化措置が超過準備の減少に寄与していると見られる。

しかし、不胎化措置の実行に当たっては大きな問題点が二つある。まず、不胎化の程度を適度に調節できるかどうかは、中国と米国の間の金利差に左右されることである。依然として米国の金利は中国よりかなり高いため、不胎化措置によって金利が上昇しても、資金の流入が限られている。しかし、米中間の金利差は今後縮小し、逆転する可能性すらある。そうなれば、中央銀行の不胎化は国際資本の流入により完全に効果を失ってしまう。次に、中央銀行の不胎化措置がすでに商業銀行の経営に対してマイナスの影響をもたらしていることである。収益性の低い資産が銀行の総資産に占める割合が増えれば、全体の収益率を維持するために、銀行はハイリスク・ハイリターン融資業務を増やしたり、融資規模を拡大したりすることになる。こうした行動は、

⁴ ト永祥「調控流動性應該成為当前貨幣政策的重中之重（流動性の調整は当面の金融政策の最重要事項）」『中国金融』2007年第17号, p43～45

⁵ ト永祥「調控流動性應該成為当前貨幣政策的重中之重（流動性の調整は当面の金融政策の最重要事項）」『中国金融』2007年第17号, p43～45

必然的に銀行の不良債権の増加につながり、将来に禍根を残すことになる。このように、不胎化政策を長期的に続けるのは難しい。

双子の黒字に加え、中国の貨幣需要関数の変化が、過剰流動性をもたらしたもう一つの発生源となっている。長期にわたり、中国における広義の通貨（M2）の伸び率は、GDPの成長率を大幅に上回ってきた。中国のM2と名目GDPの比は上昇し続け、すでに160%を超えて世界最高となっている。貨幣数量説では、マネーサプライの成長率がGDPの成長率を上回った場合、その差がインフレに転嫁される⁶。中国のマネーサプライの増加率はGDPの成長率を大幅に上回るが、貨幣数量説で予想されるような深刻なインフレは起きていない。その原因としては、貨幣が中国において単なる取引手段ではなく、価値を貯蓄する手段と考えられていることがある。過去の長い間、買い換えようとする高級品もなく、購入すべき資産もなかったため、経済成長によって人々は所得を得たにもかかわらず、必要以上に貨幣を預金として蓄積していた。そのため、貨幣需要は、貨幣供給の増加に伴い自動的に拡大した。かつて中国の経済学者は、受け身的な形で増えていく預金を「かごの中の虎」と呼んだ。貨幣供給が経済成長のための必要量を超えてしまう中、このように蓄積した巨額の預金も、潜在的なインフレ圧力となる（資産価格の上昇圧力でもある）。これはいつ外に出て来てもおかしくない「かごの中の虎」である。

政策当局が直面する新たな課題としては、貨幣供給に対して人々の貨幣需要が減少していることがある。資本市場の発展により、人々は資産構成を調整できるようになった。彼らは預金という単一の資産だけでは満足できず、収益とリスクを総合的に考え合わせ、貯蓄の一部を株式、債券あるいは不動産に回している。これを発行市場から見ると、金融市場の発展に伴い、「預金離れ」がM2/名目GDPを押し下げていることを意味している。中国において貨幣以外の金融資産の対名目GDP比が上昇しているが、このことは、本来は資本市場発展の結果であり、健全な現象である。問題は、過去20年余りにわたり蓄積してきた38兆元に上る預金が一気に動き出せば、資金が洪水のように奔流するようになることである。株式供給が不足する中、株価の暴騰は避けられない。不動産の急騰のメカニズムも、株価の急騰と同様である。このように、貨幣供給量が変わらなくとも、預金に対する需要が減少すれば、資産価格の急騰を引き起こしうるのである。その上、インフレにより実質金利が低下するため、人々はますます預金を保有したがらなくなる。

2006年下半年期以降の株価の上昇は、人民元切り上げ観測に起因する資本の流入や、中央銀行の不胎化措置によっても過剰な流動性が十分に吸収できなかったことと関連するかもしれない（もちろん、非流通株改革がもたらした投資マインドの回復を主因と考えるべきであろう）。しかし、ここ数カ月、特に2007年第2四半期以降の流動性の過剰は、おそらくは主として貨幣需要の減少によるものであり、貨幣供給が増加した結果ではないだろう。貨幣需要が減少する環境において、中央銀行が不胎化により「双子の黒字」に起因する過剰流動性を完全に吸収し、マネタリーベースの増加率とM2の増加率を歴史的に見て適度な引き締めレベルで維持したとしても、貨幣供給は依然として貨幣需要より大きく、このため流動性過剰という状態は続いている。こうした過剰はすでに、銀行の過剰な超過準備率や銀行融資の増加率といった形ではなく、主として大量の銀行預金の株式市場および不動産市場への流入として現れ、株価の熱狂的な急騰や不動産価格の持続的かつ急速な上昇につながっている。

⁶ このため、M2と名目GDPの比は常に変わらないはずである。

V、資産バブルはさらに膨張するか

長期にわたり、中国の貨幣供給量の増加率は、経済成長率を大幅に上回っている。人々が意図せずに蓄積してきた預金残高は膨大であり、政府が資産価格の上昇に介入せず、外部条件に重要な変化が生じなかった場合、「預金離れ」（プラス外部からの投機資金の流入）はなおも続き、株価や不動産価格もさらに上昇するだろう。

しかし、資産バブルの膨張は不安定なプロセスであり、バブルもいつかは突然崩壊するだろう。資産価格の上昇が続けば、暴落するリスクがますます高くなる。最後の愚か者（最大の愚か者）が、株式の最後の一枚を最高の価格で購入した時、貨幣需要量の減少と貨幣供給量の増加により生じる過剰な流動性が、ついに株式市場に完全に吸収されることになる。株価がピークに達した日こそ、買いが買いを呼ぶ関係が売りが売りを呼ぶ関係に転じる時である。この時になれば、たとえ政府が介入しなくとも、資産価格のバブルは崩壊する。このような事態は是非とも避けるべきである。

一部の人は、政府の株式市場への介入は絶対に許されないと考えているが、こうした主張は、何の理論的根拠もなければ、根拠とする具体的事例も見あたらない。逆に、株式市場や不動産市場の著しい異常な動きに対して、政府が介入を行わずになりゆきに任せたケースも見あたらない。

VI、今後の経済情勢のさらなる悪化・複雑化

過去 20 数年間、中国経済は大きく前進しており、かつ驚くべき成果を上げている。将来について楽観的な態度を取らないという理由はない。しかし、注意すべき点は、現在の中国のマクロ経済には不安定要因が顕在化しつつあることである。政策当局は今まさに、これまでのいかなる時よりも複雑かつ巨大な試練に直面している。

まず、資産（不動産と株式市場）のバブルが膨張していると同時に、CPI も大幅に上昇している。

第二に、CPIが大幅に上昇すると同時に、PPI（生産者物価指数）も下降から上昇へ転じ始めている（2007 年 8 月は前年同期比 3.3%上昇）。造船、鉄道、機械製造、自動車、工場の建築、不動産開発に使用される鉄鋼量が大幅に増加し、鋼材価格の上昇を招き、さらにはPPIの上昇につながっている⁷。最近のCPIの上昇をもたらした原因については、大きな議論の余地があるが、PPIの上昇について言えば、需要起因型であることは疑いない。

第三に、CPI 上昇を促した要素は、すでに穀物から他の分野にまで拡散しており、インフレはコスト起因型から需要起因型へと変化している。耐久消費財の生産部門に広く存在する生産過剰は、かなりの間 PPI 上昇の波及を抑えると見られるが、いずれは川下の工業部門に波及する。こうした状況において、一部の企業が赤字に転落し、ひいては倒産するという事態が生じかねない。

第四に、中国の労働コストは急上昇しており、強まるインフレ期待は、必然的に給与引き上げの圧力を増加させる。インフレと労働コストの上昇が助長しあうという悪循環が形成されつつある。

第五に、2002 年以降、固定資産投資の急増が中国の経済成長を押し上げる主な原動力となっ

⁷ 「21 世紀経済報道」2007 年 9 月 10 日付

てきた。長期にわたり、中国の固定資産投資の増加率は、GDP成長率を大きく上回っている。投資の対GDP比は 2005 年にはすでに 42.6%に達した。短期的にみて、固定資産投資は有効需要という重要な構成部分であるため、固定資産投資の急増は経済の過熱を引き起こすことになる。長期的に見れば、投資の過剰が、生産過剰を招くことになる⁸。東アジア金融危機後のある時期、中国の固定資産投資は著しく不足した（特に石炭、電力、油類、輸送などの部門）。このため、2002 年から 2003 年以降の投資の急増は、ある程度においてはこれを埋め合わせるものであると言える。しかし、2005 年下半年以降の第 2 次投資ブームは、主として全国的な不動産開発ブームによるものであり、各級政府の主導で展開される「都市建設運動」が招いたものである⁹。固定資産投資の抑制を、当面のマクロ経済政策の重要目標とすべきである。

第六に、中国の統計の不備は、経済成長の要因に対する分析を非常に難しくしている。例えば、固定資産投資や最終消費において、政府投資と非政府投資、政府の最終消費と民間の最終消費の構成が明らかにされていないため、固定資産投資をどの程度抑制すれば良いのか、窺い知ることができないままである。

第七に、中国は大量の貿易黒字を抱えているため、貯蓄と投資のギャップを減らさなければならない。中国の投資率はすでにかなり高く、このため唯一の選択肢は民間消費の伸びを高めることであるように見える。しかし、民間消費が伸びるようになれば、インフレ圧力がさらに高まり、しかも経済における今後のインフレ圧力に対する吸収能力も損なわれることになる（投資と違って消費は将来の生産能力を生み出すことはできない）。過去の経験が示しているように、経済成長率が 10%を超えれば景気が過熱になり、後にインフレが発生することになることから、マクロ政策を通じて、9~10%程度の成長率を目指すべきである。

第八に、総需要の急激な伸びを抑えるために、現在の貨幣供給の増加率をより低く抑える一方で、金利をさらに引き上げる必要がある。しかし、現在の状況において、貨幣供給の伸びを抑制しても流動性の過剰を完全に解決できない。なぜなら、外貨準備の増加に加え、貨幣需要の減退も、流動性過剰の要因となっているからである。

第九に、今後一定期間内において、中央銀行は引き続き利上げを行うと考えられる。米国が利上げを行わない、あるいは利下げを行う状況の中、国際資本の流入によって引き締めの効果が相殺されることを防ぐためには、人民元レートの一層の柔軟化が求められている。しかし、人民元が上昇しすぎた場合、中国の輸出セクターや経済全体が重大な影響を受けかねない。

第十に、現在、中国の貿易黒字は急速に拡大しており、人民元レートの上昇も加速している。しかし、中国の対外貿易情勢の不確実性は増している。予想される 2008 年の米国経済の減速は、中国の輸出にマイナスの影響を与えるだろう。人民元相場の動向にも、急な変化が現れるかもし

⁸ 国家統計局のデータ『統計年鑑』によれば、2006 年、中国の投資率は 43%前後となり、世界でもまれなレベルとなった。多くの研究が示すとおり、中国の投資効率は低いとは言えず、生産額に対する資本ストックの比率も高くない。企業の利益水準は近年大幅に向上しており、投資過剰の問題は存在しない。しかし、中国経済の単位当たりの生産額に対するエネルギー消費、原材料消費、環境汚染が非常に高い水準に達していることは周知の事実である。これらの相互矛盾はまだ解決を見えていない。

⁹ 2003~2004 年にかけて、多くの経済学者は、高すぎる投資増加率が生産過剰、デフレをもたらす可能性を懸念していた。しかし、現在までのところ、全面的な生産過剰やデフレの兆候は目立たない。その理由としては数点挙げられる。まず、投資過剰がもたらす過剰な生産能力は、新たな固定資産投資がもたらす需要に吸収された（例えば、鉄鋼の過剰な生産能力過剰は、新たな鉄鋼所建設による需要によって吸収できる）。また、固定資産投資のうち相当部分が生産手段ではなく住宅投資などに向けられ、固定資産投資により形成される生産能力は予想よりも小さくなっている。さらに、過剰な生産能力は輸出でかなり吸収されている。

れない。

最後に、現在、経済が過熱気味であるのは明白である。金融引き締めの方針が一段と強まり、国際経済情勢が悪化する中で、今後、資産バブルが崩壊し、生産過剰、デフレが出現する可能性も排除できない。

Ⅶ. 新たな情勢下における金融政策と為替相場政策

中国の当面の主要な問題は、インフレと資産バブルがますます悪化していることである。中央銀行が金融引き締めをさらに強化する必要があることは疑いない。しかし、当局の外国為替市場への介入に伴って生じた流動性の過剰は、貨幣需要の減少により生じた流動性の過剰とは性質に大きな違いがある。前者への対策としては、準備率の引き上げと中央銀行の手形売りオペが、現在のところ実行可能な手段である。しかし、いずれも後者への対策としては妥当とは言えない。前者の場合、貨幣供給の問題であるが、後者の場合は貨幣需要の問題である。前者への対策には貨幣供給を減らし、後者への対策としては貨幣需要を増やさなければならない。現在の条件下において貨幣需要を増やす二つの手段としてはインフレ抑制と金利の引き上げがある。金利の引き上げは、インフレ抑制のための重要な措置でもある。このため、金利の引き上げが、今後中央銀行にとって最も重要な選択となるだろう。各種資産の相対的な収益率を変えることでようやく、貨幣需要が回復し、「預金離れ」も適度に緩和されるだろう。

しかし、中央銀行の金利引き上げ余地にも限りがある。資本市場にマイナスの影響をもたらす可能性があるほか、金利引き上げは国際資金の流入をさらに増加させ、過剰流動性を供給側から増やしてしまうことになる。そうなれば、中央銀行も不胎化措置の強化を余儀なくされる。まさに「マンデルのトリレンマ」が示唆しているように、自由な資本移動を前提にすれば、為替レートを抑えようとする、金融政策の独立性が損なわれてしまう。あえて典型的な「マンデルのトリレンマ」との相違点を挙げれば、流動性が資本の国際的な流れにより増加しているのみならず、貨幣需要の減少によっても生じていることである。こうした新しい環境では、中央銀行は引き続き不胎化や準備率の引き上げを図ると同時に、インフレや資産バブルの状況に合わせて利上げを行わなければならない。金利政策の有効性を高めていくために、資本規制を強化することに加え、市場における需給関係をより加味した人民元相場の形成が求められる。

長期的には、中国では経済成長モデルの調整を図る必要性に合わせて、人民元相場を引き上げる必要がある。多くの事実が証明している通り、「双子の黒字」と引き替えに外貨準備高が増え続けることで、中国国民の利益が損なわれ続けている。中国は今後どのくらいの間、米国の資産バブルのツケを支払わなければならないのだろうか。サブプライムローン危機の発生以前、中国の外貨準備による損失は主として米ドル相場下落による外貨準備金の購買力低下に現れていた。一方、現在、中国の外貨準備は米国証券資産の信用リスクにより著しい損失を受けている。過去3年余りの経緯が証明するとおり、人民元相場の上昇による中国の輸出へのダメージは、それほど深刻ではない。逆に、人民元相場の上昇は中国の交易条件を改善しており、中国の貿易黒字は数年連続で切り上げ前の記録を塗り替えている。人民元上昇が中国の輸出産業にもたらすダメージは、財政政策により完全にカバーできる。

これに対して人民元上昇のペースが緩やかに抑えられることは、中国企業に長い調整期間を与えている一方で、いろいろな弊害をももたらしている。まず、貿易黒字が増え続ける中で、相手

国との貿易摩擦が激化している。その上、外需依存型成長から内需依存型成長への転換も進んでおらず、対外依存度は下降するどころか、むしろさらに上昇している。これから、米国経済の成長率が大幅に低下し、また世界の貿易保護主義が急速に激化した場合、中国は大きな試練に直面することになる。

Ⅶ、結び

経済成長のスピードやインフレ率からみても、資産バブルの進展状況から見ても、中国経済はすでに過熱に向かっている。あらゆる代価を惜しまず、当面のマクロ政策目標はインフレ率のさらなる上昇を阻止し、資産価格の上昇を一定の範囲内に抑えることに置くべきである。マクロ経済政策の目標を数値化して公表することも、一案だろう。考え得る今後の政策の組み合わせを次に挙げる。

1. より頻繁かつ小幅な利上げを行い、名目金利の上昇率がインフレ率の上昇を上回るようにし、マイナスとなっている実質金利を早期解消することで、「預金離れ」による貨幣需要の減少を緩和する。
2. 預金準備率の引き上げと中央銀行の手形売りオペを継続し、中央銀行の外国為替市場に対する介入が招いた過剰な流動性を不胎化し、マネタリーベースと M2 の伸びを抑制する。
3. 外国為替市場に対する介入を減らし、人民元のより急速かつ大幅な上昇を容認する。
4. 資本の流れに対する管理を強め、国際資本の不法な流入を厳しく取り締まる。財政政策と金融政策の連携を惜しまず、資産（不動産と株式）バブルを抑える一方で、人民元相場上昇や他の原因により一時的な困難に陥るセクターやグループへの補償を行う。
5. 株式市場のバブル化が進む場合、市場への直接介入の可能性も排除しない。例えば、(IPO などを通じて) 金融資産の供給を増やすことで、株価の上昇を抑える。
6. 資産市場におけるルール違反を厳しく処罰し、政府当局の公務員が個人的にビジネスまたは投資に関与する場合の行動規範を厳しく定める。例えば、証券監督管理委員会等の組織の責任者が、直接的または間接的に株式を購入することを禁止あるいは制限する。
7. 安定成長を維持するために、マクロ経済政策、間接的調整を主体としつつ、法的手段や行政手段をも活用すべきである。不法行為によりもたらされた既成事実に対し、政府は法による事後矯正の権限を放棄してはならない。

実際、多くの決定が先送りにされており、政策選択の余地もすでに狭まりつつある。断固とした措置を早めに取りなければ、中国のインフレや資産バブルはコントロールできなくなり、中国経済のハードランディングは避けられなくなるだろう。

最後に指摘しておくべき点は、世界経済は依然として非常に大きな不確実性に直面していることである。米国のサブプライムローン危機によって明るみに出たのは、氷山の一角に過ぎない。国際資本の流れが突然変わり、米国経済が大きく傾けば、中国の今後の経済発展にも重要な影響が及ぶことになる。この時、中国のマクロ経済政策の組み合わせにも、大きな調整が必要となるだろう。



流動性の過剰から不足へ向かう世界経済

21 世紀に入って以来、世界では流動性の過剰が生じている。しかし、流動性の過剰は一夜にして不足に変わりうる。流動性の過剰がいかにして不足に変化するのかを理解すれば、何が流動性の過剰であるかについても、よりよい理解が得られるだろう。

2007 年 8 月 16 日、米国のサブプライムローン問題が表面化し、米国の住宅金融会社カントリーワイド・フィナンシャル（Countrywide Financial Corporation）は、115 億ドルの銀行の信用枠を使用すると表明した。これは、同社が従来通りに市場から資金を調達できなくなったことを示している。カントリーワイドは米国最大手の住宅ローン会社であり、米国の住宅取得者の 17%が同社のローンを利用している。同社の資金繰りの悪化は（さらに、同社がすでに破産の危機に直面しているとするアナリストもいる）市場において大きなパニックを引き起こした。たちまちにして、あらゆる債券が売れなくなり、誰もが資金を借り入れられなくなった。一方、人々は手中の証券を売却して現金を確保することを望んだ。投資家たちは、最も安全な短期国債以外の証券保有を望まなくなった。このとき、グローバル経済において流通する貨幣量は変化しておらず、貨幣が世の中から消えたわけでもない。変化したのは、人々が貨幣、特に現金の保有を望むようになったことのみである。これにより、貨幣需要は一気に増した。各国の中央銀行が公開市場操作による貨幣注入や利下げを行ってこの新たな需要に応じたが、これだけで危機を乗り越えられるかは、まだ油断できない。

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