

中国の貨幣政策：基本的構造と当面の主要問題

瞿 強¹

Thank you, everybody. 私は、日本語をだいぶ忘れてしますので、迷惑を掛けないように、ICCS 研究員の申さんに通訳をお願いします。

最初は、中国と日本の経済・金融問題を共通に比較しながらにしようと思いましたが、二つの国が抱えている問題は、それぞれ違いますので、中国はインフレをすごく恐れている、日本はインフレしようとしています。今日は、中国に絞って話をしようと思います。昨日、章先生と少し話し合いをしました。章先生は主にインフレに関して発表をしますので、私は2点にポイントを置いて発表します。一つは中国のインフレ、二つ目は貨幣政策について発表したいと思います。

まずは貨幣政策の基本的なフレームワークについてお話しします。次に当面の主要問題について話をしたいと思います。中国の貨幣政策は、皆さん、ご存じのとおり人民銀行が決定しています。中国の中央銀行の独立性はやや弱いです。中央銀行は内閣の一つの組織ですから、機能全体にも影響を及ぼすと思います。

中央銀行の役割には、主に最終目標と中間目標と操作目標というものがあります。皆さん、ご存じのように、全世界的な動向を見ますと、インフレには反対しています。中国も1980年代後半と1990年代初期を経て、最終的には1995年、「中央銀行法（中国人民銀行法）」を公布して、インフレに反対することを決めました。

最近、周小川頭取が解釈したとおり、それはインフレだけではなく、就職問題や国内の

社会問題、不均衡などの問題も全部含めています。中央銀行の役割も、その国全体のマクロ経済の枠組みのなかに設定することになりました。中間目標はいろいろな異議もありましたが、最終的には、利子率と貨幣供給量

(M2) にすることにしました。皆さん、ご存じのとおり、中国の利子率市場はまだ市場化されておらず、投資主体と地方、国有企業も利子率にあまり敏感ではありません。M2はCPI（消費者物価指数）とも、あまり敏感な関係を持っていないため、これも政策を設定するときの一つの段階でもあります。

まずはGDPの乖離が激しく、180%とか200%ぐらいにもなっています。ずいぶん前から、中国は大きなインフレが起こることを予測はしているのですが、まだ起きてはいません。

基本ツールは三つあります。法定預金準備率と割引歩合、公開市場操作です。そして、選択性ツールとして、信用貸出期限、窓口規制、道徳的勧告、歩合規制、去年から始めた常設の融資ファシリティ（SLF）があります。アメリカも公開市場操作で利子率に影響を与えていますが、中国も2003年、2004年から今まで36回の操作を行いました。そのうち32回は利子率を上げる操作で、4回ぐらいは利子率を下げる操作をしました。そして、今、法定預金準備率は19%、20%ということで、これは世界でも稀な高い水準でもありません。中央銀行は1%の法定預金準備率を上げるたびに、市場から4,000億元ぐらいの人民幣を回収することになります。これは多くの

国で使用されている方法ではなく中国独特の方法です。

なぜ市場に任せる方法を使わないかといえますと、これは制度的な問題に関係があります。中国は、経済が加熱して、利子率というものは中央銀行が管理するものではなく、基本的に国家機関が管理しており、中央銀行はただアナウンスする機関にすぎません。

1998年まで、中国は主に信用貸出限度という操作を行いました。それ以降は廃止しましたが、2007年に再び使い始めました。大変な物価上昇が起こったため使うようになりました。2009年にも、また短期的な物価上昇が起きたため使うようになりました。この信用貸出限度とは、中央銀行が普通の商業銀行の貸出金額を決める制度です。これは市場に任せる方法ではありません。あくまでも中国の制度的範囲内の操作です。

シャドープバンク（影子銀行）とは、アメリカが使っているものとは基本的には違うものだと思います。中国は2009年、商業銀行は貸出限度額を超えているため、それ以上の貸し出しができないため、このようなシャドープバンクが貸し出しの役割を担うために、市場に出るようになったのだと思います。

今の貨幣政策は、2009年ごろから始まっています。この貨幣政策は、基本的に間違っていると思います。2008年、2009年、中国経済は大きく悪化したわけではありませんが、中国は貸し出しに対して緊張状態になっています。もともと経済成長を保ち、内需を促して構造調整をするという矛盾した政策でもあります。

中国では、地方自治体や国有企業などが、いろいろなプロジェクトの予算を出して、これに対して商業銀行がお金を振り込むようになっています。これは、さらに既存の問題を強化し、固定化するようになっています。信用が異常に拡大しています。2009年までは、

5万億元くらいでしたが、2009年からは、これが9.6万億元になっています。

このように信用が拡大し、中国のCPIは5%ぐらい上がりました。多くの方はインフレを恐れるようになりました。そのため、中国は政策的に緊縮財政に入りました。今は2014年ですが、2011年、2012年ごろを振り返ってみますと、そのころは、やはり、一番、インフレを恐れていました。私は中央銀行で会議をした覚えがありますが、そのときも、会議に出席した人の多くはインフレを恐れていました。

個人的には、おそらくインフレは起きないと思っています。去年と今年のCPIは約2.6%です。中央銀行が危ない範囲だと定めている数値は3.5%です。もし、この数値設定が間違っていると、政策的ないろいろな措置も間違ってきます。

なぜ、インフレが起きないかといえますと、これはまず政治的な要因です。中国の中央銀行などは、インフレを抑えるのを主要任務の一つと掲げています。もちろん、歴史的な問題もあります。貸し出しが増えていることばかりを見ずに、中国の経済構造と内部構造も見べきだと思います。経済発展の段階など見るべきだと思います。一つの理由としては、労働力が上昇すると、インフレが起きることがあります。中国では、まだ労働力が上がっている様子はありません。その現状ではありません。まだ労働組合などは力を持っていません。輸入商品によるインフレが、国内商品の価格を上昇させるインフレも中国では起きないと思います。

輸入原材料による物価上昇も起きないと思います。原材料を輸入した段階から最終商品になるまでに、いくつかの段階を経由していますが、その過程で労働生産性が上がってきますから、十分に輸入原材料の価格上昇を抑えることができると思います。

今まで中央銀行が物価を想定する基本的な方程式は、「 M (貨幣供給量) V (貨幣流通速度) = 名目 GDP ($MV=PY$)」、これが中央銀行の政策の一般的な考え方でした。これは、フィッシャーの提案した公式です。彼の墓碑にも、この公式が刻んであると思います。

しかし、この公式は中央銀行に誤解を招くこともあり得ます。昔、金融体制がそれほど整っていないときは、 M (名目貨幣供給量) と P (物価) の間には、ある程度、関連があると思います。中国では、人口の 20% の人が全体の預金残高の 80% を占めていて、ジニ係数はすごく不安定な状態です。お互いの金融機構の競争も、とても激しいです。従って、資金は、それらの手に集中するようになります。

それは、どのような政策効果をもたらすでしょうか。もし、みんなに貨幣が平均的に行き渡っていれば、インフレが起きても価格は普遍的に上昇するだけです。今、貨幣というものは、一部の人に集中しています。これによって商品価格が普遍的に上がるのではなく、一部の商品だけに価格上昇をもたらします。今、資産価格バブルというものは、中国のインフレによって代替作用を起こしていると思います。

私は、去年、何回か中央銀行で講演をしましたが、インフレを恐れるのではなく、資産価格バブルのリスクを分類して、政策を立てるべきだという内容の講演をしました。ですから、中国のインフレを恐れるのではなく、資産価格バブルにもっと慎重に対応すべきだと思います。

中国がどのような難題とリスクに直面しているかといいますと、不動産、地方投融資のプラットフォーム、シャドーバンキングで、過剰投資というリスクです。これは鋼鉄やセ

メントなどの産業に集中しています。まず不動産のバブルを見てみたいと思いますが、もしかしたら「バブル」という文字は大げさかもしれません。本当に、バブルが存在しているかどうかということについても、いろいろな意見があります。その基本的な問題は、観察と基本データが不足している状態があるということです。中国はデータを使っても、そのデータの信頼性の問題もありますから、そのリスクも大きいです。

まず中国の不動産についてですが、データによれば、少し投資過剰な現象が生じています。先ほど、いろいろな問題のリスクを挙げましたが、その根本的な問題点は、やはり不動産にあると思います。不動産投資額は、非常に大きいです。不動産のなかでの銀行の投資は 20% ぐらいを占めています。これは政府の統計です。管理部門は、今、言いました、いろいろなストレステストを行います。不動産価格は、10%~20% くらい下がっても大丈夫ですと。

このような分析や方法でも問題があります。銀行業の投資割合は、20% 以上を占めていると思います。私は、いくつかの企業で顧問を務めています。その企業の全てが不動産関連の子会社を持っています。この不動産関連会社は、投資を行うときに、不動産に従事するときには、母会社から資金が入るわけです。この数値は、基本的に銀行の数値には反映されてはいません。個人的には、不動産業の 40% ぐらいに、銀行が投資していると思います。中国の権威のある統計資料の分析の専門家なども、私の、この 40% だというデータは正確だと言っています。ですから、不動産業の改革は、中国の銀行よりもさらに大きな影響を与えると思います。

二つ目は、地方投融資のプラットフォームです。この地方投融資のプラットフォームと

いう事情は、ほかの国ではあまり見られませんので、その背景を少しお話ししたいと思います。

皆さん、ご存じのように中国の地方銀行、地方政府は投資をすることができません。ですから、不動産にも投資をすることができませんので、地方政府が、一つのプラットフォームになる会社をつくって、それが銀行の融資を受けるようにというシステムをつくるようにしています。これは統計資料からも調べることができますが、20兆元くらいの投資を行っています。

これには、流動性のリスクがあると思います。この短期的リスクが、潜在的な長期的リスクに変化するかという問題は、この資産の処理方法にあると思います。市場からすれば、優良な不動産を市場で売買できて、リスクも防ぐことができると思います。2年前、地方政府にいて、いろいろとアドバイスをしたことがあります。そのときに、本当に短期的には流動性のリスクがあることを実感しました。このアドバイスは2期に渡って行いましたが、第1期のあとに情報提供の報告をしていませんので、本当に流動性のリスクはあると思います。

次は、午前中の田代先生もおっしゃったようなシャドバンクについて話したいと思います。シャドバンクの規模の測定は、カバー率にあると思います。2~3週間前に、中国の銀行管理監督委員会に参加しましたが、おそらく資本主流の方法で測定を行うと思います。

主な方法としては、信託会社が商業銀行と共同で不動産など、いろいろな投資を行うというかたちです。このような信託会社をつくることにより、銀行の監視システム下から離れることができます。この信託会社の利子率は、とても高いものです。このような信託会

社は、互いに競争をして利子率を上げたりします。これはポンジ・ゲームという現象を引き起こすと思います。

最近、このようなリスクがあらわになっていると思います。このようなデータは、すぐに調べることができますから、ここでは具体的には述べません。今後のリスクを、どのように考えるかについてお話ししたいと思います。

私たちが、今まで使っているのは、ケインズの総量的分析方法に基づいています。このような分析方法に問題があるのではないかということ、今の経済現象は物語っています。今回、アメリカで金融危機が発生して以来、私たちは、それに対して解釈をすることができません。解釈ができなければ、それを予測することはもっとできないはずで

なぜケインズ主義が経済危機以降に使われなくなったかといいますと、それは現実的に可能なものだからです。ケインズ主義は、方法的に言えば、即効性のある薬のような役割を果たすと思います。しかし、一般的には、多くの政府にとっては、それを常備している風邪薬のように使われています。ですから、このような使い方の違いによって効果が表れていないと思います。

個人的には、構造的な分析方法を使っています。総量的な分析方法は使っていません。今は、マネーサプライをととても大事にしています。総量的な分析方法を使うときは、マネーサプライをととても大事にしています。しかし、マネーサプライだけを重視しますと、問題が発生したときには、もう手遅れになってしまいます。ですから、もっと規模を規制すべきだと思います。信用が突然拡大すると、そのリスクも同じく膨張すると思います。ですから、従来の貨幣政策であるCPIの注視から資産価格の注視に移行すべきだと思います。

中国の貨幣システムには問題があります。決して突然あらわになることはないと思います。2013年8月に「日中金融円卓会合」の際には、中国の役員や日本の役員も一緒に出席をしました。このようなリスクの問題を話し合いましたが、私はリスクはすぐには表れないと言いましたが、日本経済新聞社の方が、中国の貨幣システムは、いろいろとリスクを抱えているというふうに書きました。

リスクはあっても、将来的にはコントロール可能なリスクであると思っています。1998年ごろに比べて、中国はリスクに対抗する力もついてきたと思います。1998年のときは、学术界や政界においても、中国は完全に破産状態であると言われていました。中国の資本充足率（自己資本比率）は4%で、不良債権は27%を占めています。しかし、中国の銀行業は、この困難を乗り越えています。

1997年、私は一橋大学を卒業して帰国しました。このとき、2人の指導教官がともに、「中国の銀行業は全体的に破滅する」と言っていました。しかし、私は、「絶対にそうならない」と賭けをしました。実際に、私の勝ちでした。そのときの根拠になっていたのは、理論的な根拠ではなく、一つのアメリカの映画です。『スピード』という映画です。その映画のなかで、テロ組織が電車の中に置いた爆弾は、電車が時速80キロを維持すれば爆発しないけれども、それ以下であれば爆発するように設定されています。金融システムのリスクは、この爆弾と一緒に走ります。この走る列車は、経済そのものと一緒です。中国の経済が、一定程度のスピードで発展し続ければ、爆弾は爆発しないと思います。

中国の発展は、昔のように10%以上の高成長ではなく、安定的な成長期に入ると思います。このように安定的な成長期に入るため、先に述べたリスクもコントロール可能だと思います。

います。

これはデータですが、このデータからも資産の充足率（自己資本比率）や不良貸出などの問題は、基本的には改善されている様子が見られます。ですから、中国の貨幣政策の重点もインフレ抑制だけに置くべきではないと思います。それよりも資産価格の大暴落を防ぐことに置くべきだと思います。

世界のどの中央銀行も、これに対して正解を出しているわけではありません。バブルという問題も事前の予防策を立てることもできません。ただ、起きたあとに、その対処策を練らなければならないことはあります。中央銀行も、不動産業に対していろいろな対策を打っていますが、その効果がどう出るかは、しばらく観察すべきだと思います。

ちょうど、時間になったので、私はここまでにしたいと思います。ありがとうございます。

【質疑応答】

○高橋 瞿先生のご報告にも教わるころが大変多かったです。ご質問がありましたら、何なりとどうぞ。

○フロアー 素晴らしい報告をありがとうございます。日本の1990年のバブル崩壊から、日本経済が大変なことになってきました。それは金融システムが破壊されたからですが、おっしゃるとおり日本は、1989年に、資産価格の上昇と一般的なインフレーションを混同したところがありました。

実は、あのときの消費者物価はほとんど上昇していません。ただ、地価と株価が非常に上昇したわけです。土地価格と株式価格が上昇していますが、一般物価はそれほど上昇しませんでした。土地と株式の価格上昇を抑えようとして、総量規制をしたわけです。銀行に貸し出しを止めさせました。それにより株

価が暴落してしまいました。そのため銀行が融資能力をなくしていき、そこから長期不況に入っていくことになりました。

中国の場合もそうで、おっしゃるとおりに一般的なインフレーションと資産価格の上昇は分けて考えるべき現象です。日本以上に、中国のジニ係数は高いです。つまり、所得分配が非常に偏っていますから、インフレーションが起きて困るのは、膨大な預金を持っている富裕層です。毎月の給料で暮らしている人からすれば、そこは問題ではありません。それよりも資産価格が暴落することを避けることのほう大事だということが、非常に重要なポイントだと思います。

先ほどのお話のなかでありましたが、国民党の失敗があり、残っている資料から計算すると、1949年3月に上海の消費者物価が1日当たりで14%上昇しています。

○ 瞿 1949年、スパークインフレーションのときですね。

○ 男性1 そのときです。この記憶は、今でも中国の金融政策を縛っているのでしょうか。つまり、ものすごいハイパーインフレーションが起きると、收拾不可能になるということが、中国の非常に抑制的な金融政策、あるいは金融システムというものを維持している大きな理由なののでしょうか。あるいは、もう一つあった1989年のときも非常に中国はインフレーション率が上昇しています。そちらのことが当然、新しい経験ですから、非常に印象に残っているのでしょうか。どちらが今の中国の金融政策に大きな影響を与えているとお考えでしょうか。

○ 瞿 この二つの政策の影響は、量的には、他のものとは比べることはできないと思います。一般市民と政界人、経済学者に、このようなインフレに関する調査を行ったときに、経済学者はインフレに対する容認度が一

番大きかったです。

しかし、政治家と市民は、そのようには見ていませんでした。政治家が見ているのは、物価上昇が起きたあとの国からの補助金、企業に対する補助金とかを出さなければいけないので、そういうところを見ていると思います。インフレによる市民の社会に対する不安は、まちまちだと思います。政府のインフレに対する容認度は3%ぐらいです。経済学者は、これはもう少し上げるべきだと提言しています。個人的には、大きなインフレは起きないと思います。稼働的な緊縮政策は、経済成長を減速させるだけではなく、根本的な問題も解決できないと思います。

○ 高橋 私からちょっと一つ、大変面白いのですが、このグラフによって、2003年と2012年の10年間を比較したのですね。2012年のほうの不良債権が減っているわけですね。また減っているわけですね。

○ 瞿 だいぶ減りました。

○ 高橋 この減った理由ですが、一つには、こういう理由があるのではなからうかということで、先生のご意見を聞きたいと思います。不良債権率は長期資金ですか、短期資金、全部ですか。債権の貸し付け機関が長期貸付、あるいは短期貸付。

○ 瞿 全部。

○ 高橋 全部ですが、たまたま、中国の銀行の貸付機関別の残高を見る機会がありました。それを見ますと、最近では徐々に短期から長期へ移っています。短期資金から長期資金へ移っていくということです。短期資金から長期資金へ移っていくことは、当然、償還期間が長くなるわけですから、それによって延滞、つまりデフォルトが生ずる危険性も減っていきます。つまり、短期から長期へ移っていくに従い、リスクは減っていくわけです。そのようなこととの関連はないのかどうか、その

点を確かめたいということが一つです。

それから、もう一つは、ポンジ理論はリスクの発生の問題を理論的に整理されたミンスキーの理論のことですね？

○ 瞿 そうです。

○高橋 ミンスキーの理論を中国の金融問題に使われるということは、中国も金融面においては、市場経済の部分に相当程度入っているという認識が先生にあるわけですね。そうでないと、ミンスキーのポンジ理論は、なかなか打倒できないところがあると思います。私が先ほど、お渡しした英文の論文に、ミンスキーのポンジ理論のことを書いております。これはまったく市場経済を前提とした理論ですから、中国の場合はどうなのかと、先生はどのようにお考えになっているかという点が二つめです。

○ 瞿 だいたい分かりました。銀行間では相互の貸し出しを行って、結局は信託に行くわけですが、信託というのは、もともと長期的なものが多いです。直接的な目標は、不良資産を減らすのではなく、リスクを隠すような作用があるようです。シャドバンクです。しかし、客観的には、おそらく不良債権のリスクを隠しました。

○高橋 そうですね。

○ 瞿 第2の問題は、すごく興味深いです。ミンスキー・モーメント、ポンジ・ゲーム。今、1人の院生の指導を行っていますが、ポンジ・ゲームのマイクロモデルを、できればマクロ的に展開しようと工夫をしています。ポンジ・ゲーム理論で、信託のリスクの問題なども解釈しようと思っています。今後、この理論に関しても、お互いに意見交換を深めたいと思います。

○高橋 私もミンスキーの理論は、中国と日本の金融危機理論を、あるいは金融リスクを考えると、大変参考になる理論だと思

います。実は私も関心がありました。先生と共通項があったなど、うれしく思った次第です。

○ 瞿 融資をするときに、三つの段階があります。最初はスペキュレーション

(Speculation : 投機)、最後はポンジ・ゲームで、だんだん発展します。しかし、ミンスキーの理論は、まだ厳格なモデルがありません。

○高橋 そうですね、まだ厳格なモデルはないですね。もう死んでしまったからできないかもしれませんが…。

○ 瞿 はい。

○高橋 有意義なご報告をありがとうございました。また、あとでいろいろとお尋ねすることがあると思います。

脚注*

¹ 中国人民大学財政金融学院教授