

中国の経済成長と金融政策の役割

金 貞 玉[†]

—目次—

はじめに

I 中国のマクロ経済成長

II 金融政策の変遷と役割

終わりに

はじめに

我々が直面している経済状況は常に安定的なものではなく、沈滞や過熱に見舞われるごく複雑で不安定なものである。1930年代に起きた世界大恐慌はまさにその一例であり、市場メカニズムに任せているだけではこれらの状況をうまく改善することはできず、政府による何らかの政策が必要であることを示唆した。ケインズによって提唱されたマクロ経済政策（主に財政政策と金融政策）は、まさにこのような経済問題に必要な処方箋であると言える。

たとえば、景気が加熱している時は沈静化対策（緊縮的財政政策や金融引締政策）、景気が沈滞している時は浮揚化対策（拡張的財政政策や金融緩和政策）がとられ、適切な経済成長、適切な雇用の拡大だけでなく、物価や為替レートの安定など、マクロ経済の安定化のためにもよく用いられ、世界各国の経済発展と経済安定化のために大きな役割を果たしていることはいままでもない。特に、マクロ経済政策の一環として、金融政策は貨幣供給量や利子率の変化を通して、これらの政策目標の達成に貢献している。また、経済の国際化や金融の自由にともなって、金融政策によるマクロ経済政策の効果もますます高まりつつある。

中国経済は1978年の改革・開放政策以来、今日にいたるまで、著しい経済成長を遂げており、特に1997年に起きたアジア通貨危機のような不安定な世界経済環境の中でも、やや

[†] 大阪産業大学 経済学研究科 大学院生
原稿受理日 10月30日

落ち着いたテンポを辿りながら、2006年のGDP成長率は11.1%で世界平均経済成長率を大きく上回る経済成長を遂げ、そのパフォーマンスはますます世界の注目を集めている。

このような持続的な経済成長が中国で可能になったのはいかなる要因によるものか。その原因を究明することは大変興味深いことであり、今後もこのような持続的な経済成長が必要であることは言うまでもない。

本論文の目的はマクロ経済政策面に立脚して、1994年から2005年までを分析の対象期間とし、金融政策が中国の経済成長に果たした役割について究明することにある。

本論文の構成を紹介しておく。まず、第I章では、主なマクロ経済指標を用いて中国の改革・開放政策の成果を概観する。そして、第II章では中国の金融政策の変遷を紹介した後、IS-LMモデルを用いて金融政策の効果を解明し、その役割を検討する。最後に、終わりでは今回の研究結果に基づいて今後中国の金融政策のあり方や課題について展望する。

I 中国のマクロ経済成長

中国の高度経済成長は、大きな変動に見舞われながら高い成長を維持している。これまでの経済成長を振り返ってみるとGDPの成長率は1994年の13.1%から1999年の7.6%までに下がったものの、世界経済が低迷する中、著しく高い成長率であったといえる。その後、経済は着実に成長しつづけ、2006年には11.1%という高い経済成長率を実現した。

表1でわかるように、一人当たりGDPを見ると、1994年のそれは4044元であったが、2005年には14103元となり、わずか10年あまりに3.5倍も上昇した。ちなみに、輸出も1994年には10421.8億元だったが、2005年のそれは62648.1億元になり、年平均13%という高い成長を成し遂げた(表1)。

表1 中国の主要マクロ経済指標

	GDP (億元)	貿易 (億元)		一人当たり GDP (元)	実質 GDP 成長率 (%)
		輸出	輸入		
1994	48108.5	10421.8	9960.1	4044	13.1
1995	59810.5	12451.8	11048.1	5046	10.9
1996	70142.5	12576.4	11557.4	5846	10.0
1997	78060.8	15160.7	11806.5	6420	9.3
1998	83024.3	15223.6	11626.1	6796	7.8
1999	88479.2	16159.8	13736.4	7159	7.6
2000	98000.5	20634.4	18638.8	7858	8.4

	GDP (億元)	貿易 (億元)		一人当たり GDP (元)	実質 GDP 成長率 (%)
		輸出	輸入		
2001	108068.2	22024.4	20159.2	8622	8.3
2002	119095.7	26947.9	24430.3	9398	9.1
2003	135174.0	36287.9	34195.6	10542	10.0
2004	159586.7	49103.3	46435.8	12336	10.1
2005	184739.1	62648.1	54273.7	14103	10.4

(出所) 中華人民共和国国家統計局、『中国統計年鑑』, 中国統計出版社, 2007年, 57, 59, 724ページより作成。

図1は各需要項目のGDPに対する貢献度を示したものである。この図のとおり、これまでの経済成長において主な原動力となったのは消費と投資であり、次に政府支出と純輸出の順になっている(図1)。

寄与度は、国内総生産(GDP)の変化に対して、その構成要素である各項目がどれほど寄与(貢献)しているかを示す指標である。つまり、一国のGDPを支出面から定義すると、

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

となる。(Y国内総生産, C消費, I投資, X輸出, M輸入を表す。)

ここで(1)式を時系列変数で表わすと、

$$Y_t = C_t + I_t + G_t + (X_t - M_t) \quad (2)$$

となる。 t は今期を表わすものであり、当然ながら(1)式は、前期($t-1$)期にも成り立つから、次式になる。

$$Y_{t-1} = C_{t-1} + I_{t-1} + G_{t-1} + (X_{t-1} - M_{t-1}) \quad (3)$$

(2)式から(3)式差し引くと

$$\dot{Y} = \dot{C} + \dot{I} + \dot{G} + (\dot{X} - \dot{M}) \quad (4)$$

となる。(・は $t-1$ 期から t 期の変化分を表す。)

(4)式を($t-1$)期の国内総生産(Y_{t-1})で割ると寄与度が得られる。すなわち、寄与度は、次の式で表せる。

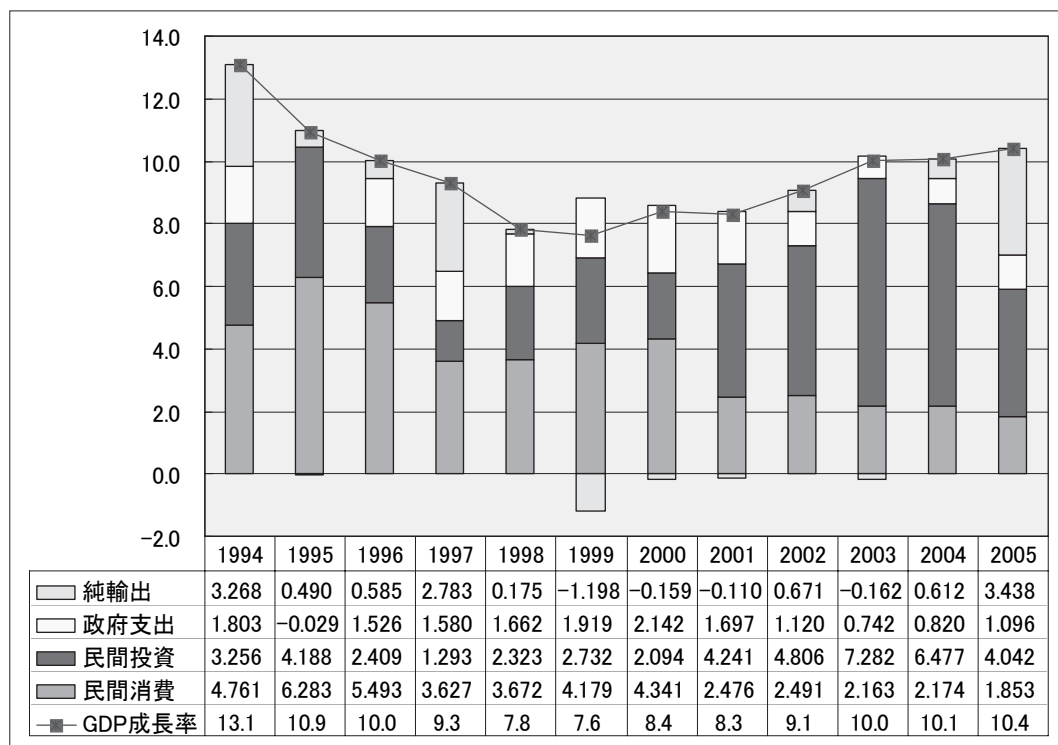
$$\frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{C}}{Y} + \frac{\dot{I}}{Y} + \frac{\dot{G}}{Y} + \left(\frac{\dot{X}}{Y} - \frac{\dot{M}}{Y} \right)$$

図1でわかるように、消費は1994年から2005年までの間、平均して3.626ポイントという高い寄与をみせている。特に外需不足の状態であった1998年頃から2000年の間は、経済成長の主な牽引力となった。また、消費構造も大きく高度化し、90年代の家電製品を中心とした基本生活用耐久財のブームが、2000年には住宅や自動車に変化した。消費需要は所得、物価、市場の需給バランス、習慣などいろんな要素の影響を受けるが、この期間の消費、特に自動車消費需要の増加は、中国のWTO加盟によって輸入自動車の関税引き下げ期待のもとで価格が低下し、人々の購買力が喚起された結果であると思われる。

投資は改革・開放政策に伴って、とりわけ、1994年から設備投資を主として活発に行われた。1997年から2000年までの間、投資はアジア通貨危機と国際経済の影響もあって落ち込んだ様子が窺えるが、それでも1999年には2.732ポイントという高い寄与度を示している。その後、2001年に入ってはWTO加盟や北京オリンピック開催を背景に再び上昇し始め、2005年にはやや低下したものの、GDP成長率の10.4%に対して4.042ポイント寄与している。

図1 各需要項目のGDP成長率への寄与度

(単位：%)



(出所) 中華人民共和国国家統計局、『中国統計年鑑』, 中国統計出版社, 2007年, 60, 70, 71ページより作成。

貿易黒字を表す純輸出は、1999年から2003年までは、ほとんどマイナス貢献をしているが、その他の年においてはすべてプラス効果を表わしている。1978年の輸出と輸入はそれぞれ167.6億元、187.4億元であったが¹⁾、2005年には62648.1億元、54273.7億元に達した。そして、貿易拡大に伴って外貨準備も急速に拡大し、2006年には1兆ドルを突破し、日本を抜いて世界第一位となった²⁾。

II 金融政策の変遷と役割

1、金融政策の変遷

中国の金融政策は市場経済化の段階に対応して、次の3段階を経て変化している。1979年から84年までの第1期には、財政、金融の分離と中央銀行制度を確立し、準備預金制度が導入された。中国人民銀行は1983年9月、国務院の決定によって中央銀行としての地位を確定し、中央銀行の職務に専念するようになった。しかし、改革当初は明確な金融政策の最終目標がなく、貸出に関する規模管理を中間目標として直接的な金融操作と間接的な金融操作を併用する金融政策を行った。その後、1985年から1993年までの第2期には中央銀行と商業銀行の分離、マネーサプライによる金融政策の試みが行われた。しかし、1988年から93年にかけては貸付枠管理という数量規制に逆戻りしてしまった。第3期は1994年から現在までで、この時期は中国人民銀行の中央政府からの独立性の強化、対外経常取引の自由化による金融政策の「市場化」の促進が行われた時期である。中国ではこの第三期以降、マネーサプライや金利などといった金融政策手段の運営が初めて可能になったといえる。この論文の分析期間(1994～2005年)は、まさにこの理由によって設定したものである。

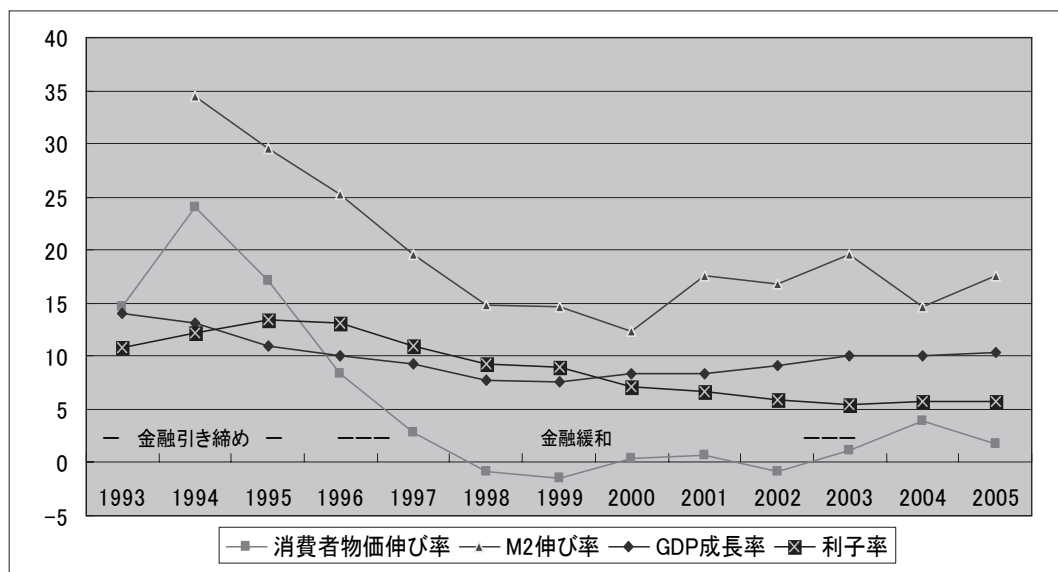
1994年の中国の金融政策の中間目標は、主に貸出枠管理という従来の方式から、マネーサプライの調整へと転換され、それぞれのマネーサプライのデータが公表されるようになった。さらに、中国人民銀行は、1996年からマネーサプライを金融政策の中間目標として正式に採用し、マネーサプライの具体的目標および、四半期ごとにマネーサプライの供給計画を策定するようになった。そして、預金準備率、基準金利、公開市場操作などの政策手段を用いてマネーサプライを調整し、最終目標である物価の安定と経済成長の達成に努めている。

図2は、M2伸び率と利子率、GDP成長率、物価上昇率を表したものである。これから、1994年以後、どのような金融政策が行われたかを検討する。

1) 中華人民共和国国家統計局、『中国統計年鑑』、中国統計出版社、2007年、724ページ。

2) 中国研究所、『中国年鑑2007』、創土社、2007年、169ページ。

図2 M2伸び率と利率, GDP成長率, 物価上昇率の推移 (単位: %)



(出所) 中華人民共和国国家統計局, 『中国統計年鑑』中国統計出版社, 各年版より作成。

図2で明らかなように、中国経済は1990年代に入ると高い成長率を遂げながら高いインフレーションに見舞われている。1994年には13.1%というGDP成長率に対して消費者物価伸び率は前年比24.1%という高い水準になっている。中国の改革・開放政策以来、数回にわたって発生したインフレーションの原因は急速な経済発展に伴う需給バランスの崩壊や、国の価格調整による混乱などによるものであるが、マネーサプライの急速な増加も見逃すことはできない。こうした状況のもとで、中国人民銀行は、利率を引き上げると同時に窓口指導も行って、貨幣供給量の増加を抑制する「金融引締政策」を採用した。その結果、M2³⁾の伸び率は、1994年の34.5%から1998年には14.8%まで減少し、インフレーションはGDP成長率を下回る水準まで沈静化したものの、GDPと物価はともに減速局面に入るようになった。そして、その後金融政策の舵取りは「金融緩和」の方向へ転換された。

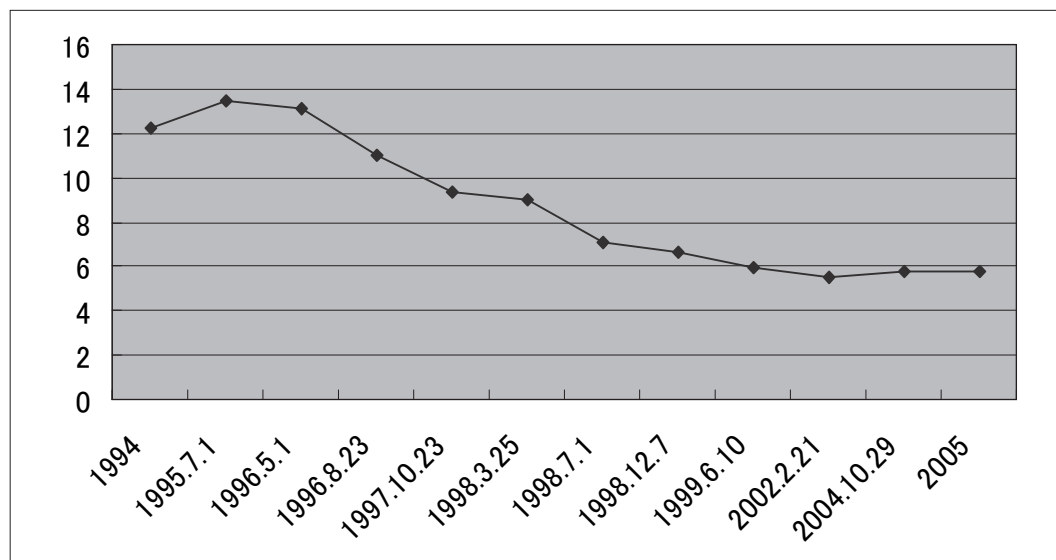
この時期の物価の下落は主に総需要の不足によるものであるという認識から、中国人民銀行は国際経済環境の不確実性に備えて、国内需要拡大政策として「積極な財政政策」+「穏健な金融政策」⁴⁾という組み合わせを基本的なスタンスとして、国内需要を創出し、消費、

3) 1997年、中国人民銀行は金融統計制度の調整を行ったため、1997年からの統計データとその前のデータとの比較は不完全なものである。

4) 中国人民銀行の総裁である戴相龍によると穏健な金融政策は消極的な政策ではなく、一連の積極的な内容が含まれている。より詳細な内容は今井・渡邊(2006)を参照。

投資を刺激するため、1996年5月から、2002年2月までの間、連続8回にわたって利子率の引き下げを行ってきた（図3）。

図3 金融機関の法定貸出名目利子率推移（1～3年物）（単位：％）



（出所）中華人民共和国国家統計局、『中国統計年鑑』中国統計出版社、各年版により作成。

しかし、このような一連の金融緩和政策にもかかわらず、GDP成長率は回復の兆しが見られず、経済学者の中にはこの時期の金融政策は無効だと論ずるものもあった⁵⁾。本当にこの時期、金融政策は無効だったのかどうかについては、より精緻な分析が必要であると思われる。

2. 金融政策の効果

金融政策が経済成長において果たす役割についてはすでに多くの研究が存在する⁶⁾。

5) たとえば、呉軍（2001）と劉金全（2002）はインフレーションの時、金融政策の物価安定化効果に対しては肯定的であるが、デフレーションの時、景気浮揚対策としては否定的である。また、謝平（2000）は金融政策の波及ルート、貨幣乗数の不安定性や資産市場の未熟性などから金融政策の効果に対して全面的に否定している。

6) これについては、次の文献を参照されたい。

吉川洋、『金融政策と日本経済』、日本経済新聞社、1996年。

岩田規久男、『金融政策の経済学』、日本経済新聞社、1993年。

岸真清、『経済発展と金融政策』、東洋経済新聞社、1992年。

張紅地、「現段階中国金融政策の中間目標研究」、『中国金融』、経済科学出版社、2003年。

これらの先行研究の帰結は、金融政策が実体経済に与える影響についてはある一定のコンセンサスが得られているが、「利子率」対「マネーサプライ」、そして、「ルール」対「裁量」をめぐる論争はいまだに決着がついていない。二つ論争のエッセンスを簡単に整理すると「利子率」重視論者は、景気循環を主に実物変動によるものと考え、しばしばマネーサプライの内生要因が強調されるのに対し、「マネーサプライ」重視論者は貨幣のみが景気循環の主因であると考え。その結果、マネーサプライを予めアナウンスして、一定率の成長を促すルールが望ましいと主張している。いずれもケインジアンとマネタリストの考え方の違いである。本論文ではハイパワードマネーによるマネーサプライと利子率のコントロールに注目しながら分析を進めていく。

金融政策がどのようにして実質GDPの増加をもたらすかという理論的根拠は、ヒックスによって開発されたIS-LMモデルによって最も容易に説明できる⁷⁾。記号は次のように定義する。

Y …… 国民所得	C …… 民間消費
G …… 政府支出	X …… 輸出
M^d …… 貨幣需要	M^s …… 貨幣供給
P …… 物価	T …… 税金
c_1 …… 限界消費性向	i_0 …… 基礎投資
i_1 …… 限界投資性向	r …… 利子率
m_0 …… 基礎輸入	m_1 …… 限界輸入性向
k …… 貨幣需要の所得弾力性	h_1 …… 貨幣需要の利子率弾力性

IS 曲線の導出

財市場の均衡条件は、

$$Y = C + I + G + X - M \quad (1)$$

によって与えられる。そして、消費関数、投資関数、輸入関数をそれぞれ次のように定義する。

$$\text{消費関数： } C = c_0 + c_1(Y - T) \quad c_1 = \frac{\partial C}{\partial(Y - T)}, \quad 0 < c_1 < 1 \quad (2)$$

7) J. R. Hicks, "Mr. Keynes and the Classics, A Suggested Interpretation," *Econometrica*, April 1937.

$$\text{投資関数: } I = i_0 - i_1 r \quad \frac{\partial I}{\partial r} < 0 \quad (3)$$

$$\text{輸入関数: } M = m_0 + m_1 Y \quad \frac{\partial M}{\partial Y} < 0 \quad (4)$$

(2), (3), (4) 式を (1) 式へ代入して整理すると, 次の (5) 式になる。

$$\begin{aligned} Y &= c_0 + c_1 (Y - T) + i_0 - i_1 r + G + X - (m_0 + m_1 Y) \\ r &= -[(1 - c_1 + m_1)/i_1] Y + [(c_0 + i_0 - m_0) + G + X - c_1 T]/i_1 \end{aligned} \quad (5)$$

(5) 式を Y で微分すれば,

$$dr/dY = -(1 - c_1 + m_1)/i_1 < 0 \quad (6)$$

が得られる。つまり, Y (GDP) と利子率 (r) との間で, 負の相関関係が成立することが明らかである。

LM 曲線

貨幣市場の均衡条件は,

$$M^d = M^s/P \quad (7)$$

によって与えられる。

$$\text{貨幣需要関数: } M^d = kY - h_1 r \quad \frac{\partial M^d}{\partial Y} > 0, \quad \frac{\partial M^d}{\partial r} < 0 \quad (8)$$

(7), (8) 式から, (9) 式が得られる。

$$r = (k/h_1) Y - (M^s/P)/h_1 \quad (9)$$

(9) 式を Y で微分すれば

$$dr/dY = k/h_1 > 0 \quad (10)$$

となる。したがって, Y (GDP) と利子率 (r) との間で, 正の相関関係が成立することが明らかである。

(5) 式と (9) 式を連立させて Y について解くと,

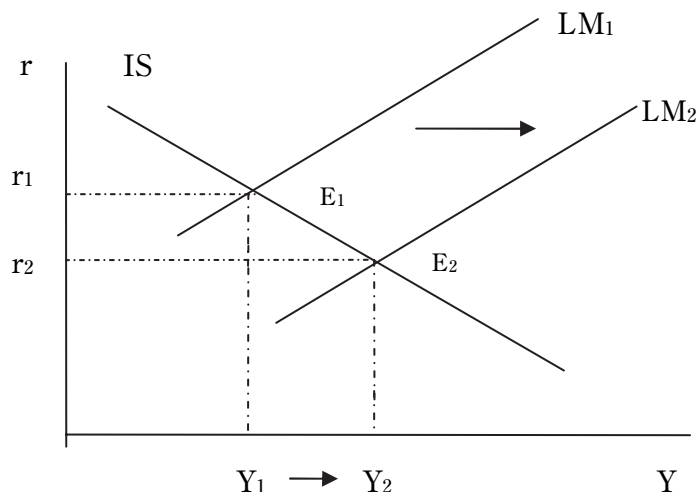
$$Y = [h_1 (c_0 + i_0 - m_0 + G + X - c_1 T) + i_1 (M^s/P)] / [i_1 k + h_1 (1 - c_1 + m_1)] \quad (11)$$

となり, (11) 式を (M^s/P) で微分すれば, 次式が得られる。

$$\begin{aligned} \frac{dY}{d(M^s/P)} &= i_1 / [i_1 k + h_1 (1 - c_1 + m_1)] \\ dY &= \frac{1}{k + h_1 (1 - c_1 + m_1) / i_1} d(M^s/P) \end{aligned} \quad (12)$$

ここで $\frac{1}{k + h_1 (1 - c_1 + m_1) / i_1}$ は, 貨幣供給量 1 単位の変化によって持たされる均衡国民所得の変化分を示すものである。図4は貨幣供給量の増加によって持たされた国民所得の増加を表している。貨幣供給量増加は LM 曲線を右にシフトさせるので, 均衡点は E_1 から E_2 まで移動する。その結果, 国民所得は Y_1 から Y_2 まで上昇する。

図4 金融政策の効果



計測結果

本論文では最小2乗法 (OLS) を用いてそれぞれのパラメータの推定を行った⁸⁾。推定結果は表2のとおりである。限界投資性向を除けば, t 値と自由度調整済決定係数は一定の信頼ができる結果を得ている。つまり, 分析の結果, 貨幣乗数は1.15を示しており, 1994年から2005年までの貨幣供給量 1 単位の変化は1.15の乗数効果をともなって経済成長に影響を与えたことになる。

金融政策が経済成長に与える経済効果をより具体的に分析するためには, 金融政策が各需要項目に与える効果を分析しなければならない。

8) データは『中国統計年鑑』各年版より作成。

表2 推定結果

期間（1994～2005）	回帰係数	<i>t</i> 値	<i>R</i> ²
<i>c</i> ₁	0.352031	20.0599	0.973327
<i>i</i> ₁	-3981.93	-2.602311	0.344146
<i>m</i> ₁	0.357152	12.40656	0.932895
<i>k</i>	0.657781	14.11898	0.977716
<i>h</i> ₁	-846.3827	-1.318459	
$\frac{1}{k + h_1(1 - c_1 + m_1)/i_1}$		1.15	

（出所）筆者作成。

まず、投資について検討することにしよう。投資は「投資の二面性」が象徴しているように、一つの需要項目として総需要に影響を与えるだけではなく、供給面でも生産拡大効果を通して経済成長に貢献している。前者の役割だけに注目すれば、投資は景気循環の「牽引車」となる。したがって、いかに投資をコントロールするかが、政策当局の重要な課題であることは言うまでもない。

金融政策は、利子率やマネーサプライを変化させることによって、投資の変化をもたらし、それによって経済成長を実現させるものである。

第二次世界大戦後、20年近く高い経済成長を遂げてきた日本の高度成長期には、「投資が投資を呼ぶ」と言われる現象が生まれ、積極的な設備投資によって高い経済成長を実現したのに対し、中国の場合は、海外からの新しい産業技術の導入を背景に活発な設備投資が行われ、それが経済成長を牽引している。

計画経済体制から市場経済体制の転換期にある中国では、投資の主体である企業のあり方が、ごく複雑であるが、概ね以下の3つのグループに分けることができる。1つ目は、500社以上の国家重点企業グループである。2つ目は、収益性が不確実で全国に多く分布する、中小企業に代表される中間企業グループである。3つ目は、経営赤字で不良債権を抱えている主に国有企業に代表される企業グループである。

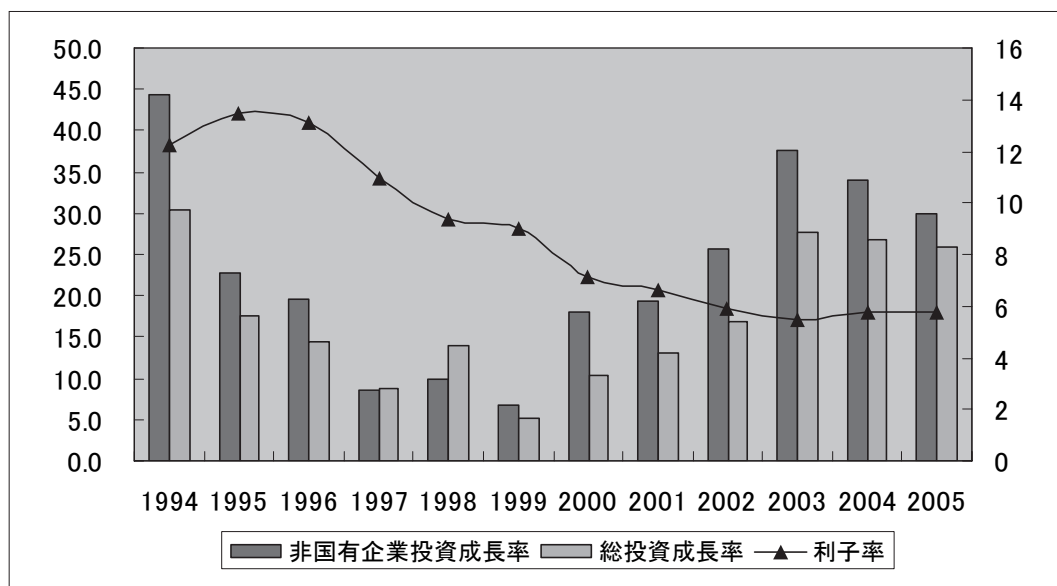
一番目のグループは経営状況と経済収益性がよく、国家による支援もあって銀行からの融資は容易であるが、三番目のグループは経営赤字と大量の不良債権問題で銀行からの融資は容易ではない。これらの二つのグループは、いずれも政策変数である利子率の変動による投資の刺激効果は少ないと思われる。

しかし、二番目の中小企業に代表される中間グループは、収益の不確定性、リスク管理能力が低いものの、不良債権問題も少なく一定の利潤の見込みもあるため、生産コストに非常に敏感であり、利子率による投資の刺激効果は大きいと考えられる。中国の民間投資

の半分ぐらいは非国有企業による投資であり，中小企業の大部分は非国有企業である。したがって，非国有企業の投資変動は総投資変動に大きな影響を与え，総投資に対する利率の弾力性も大きいといえる（図5）。

図5 利率と投資成長率の推移

(単位：%)



(出所) 中華人民共和国国家統計局, 『中国統計年鑑』, 中国統計出版社, 各年版より作成。

図5でわかるように，非国有企業投資と総投資の成長率は1997年と1998年を除けば同じトレンドを見せている。また，金融政策の時間的ずれと1997年に起きたアジア通貨危機の影響を考慮すれば，いずれも利率とかなり強い負の相関関係にあるといえる。具体的にいうと，利率の引き下げによって，非国有企業投資と総投資の成長率は，1999年にはそれぞれ6.7%，5.1%であったが，2000年には18.0%と10.3%に，2001年には19.5%と13.1%と年々拡大している。しかも，非国有企業投資成長率は総投資の成長率を大きく上回っており，それによって総投資が牽引され，さらにGDPの成長をもたらしたことはない。

しかし，このように利率変動に敏感な非国有企業にもかかわらず，その多くの投資需要は実現されていない。その主な原因は，国有商業銀行による「貸出偏向」であると考えられる。中国において，多くの企業は間接金融によって融資を行っている。国有商業銀行は間接金融の主役であり，国有企業と長い歴史的な関係を築いている。したがって，投資の効率を問わず，国有企業の融資は容易であるのに対し，非国有企業の融資は相当困難な

ものである。この歪んだ金融構造により、投資は成長し続けたものの、経済成長を9%⁹⁾前後と予測される潜在経済成長率のところまで牽引しえなく、経済学者の間で金融政策の有効性が議論されるようになった。

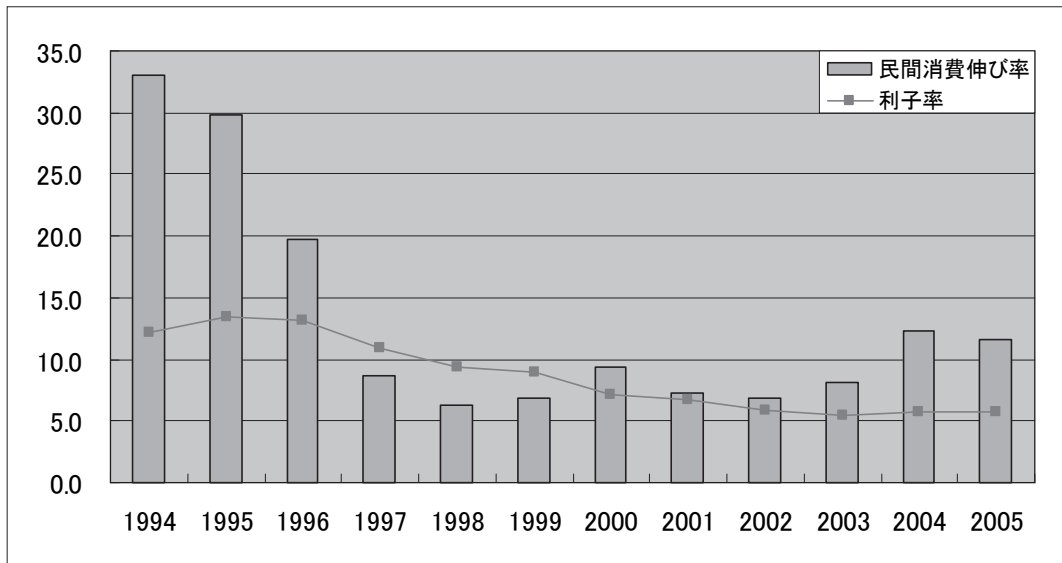
次に、消費について検討する。寄与度分析（図1）で示されているように、最大需要項目である消費は、景気循環を安定化させる役割を果たしている。しかも、将来の消費が見込まれて始めて旺盛な投資も可能になることはいうまでもない。

金融政策による利子率の変動は、資産効果や、耐久消費財支出増加などいろんな経路を通じて消費に影響を与えるが、金融市場がまた未熟な中国の現段階では、利子率の変動による所得効果が大きいと考えられる。

たとえば、金融緩和政策による利子率の引き下げは、利子率に弾力的な非国有企業だけではなく、利子率に非弾力的な国有企業の負担も軽減させ、企業の利潤を高めると同時に、労働者の所得も増加させ、消費も増加することになる。

図6 利子率と民間消費の伸び率推移

（単位：％）



（出所）中華人民共和国国家統計局、『中国統計年鑑』，中国統計出版社，各年版より作成。

図6は利子率と民間消費の伸び率の推移を表したものである。図6でわかるように、1998年から2000年までの間、消費は利子率引き下げを反映して緩やかに上昇しているが、

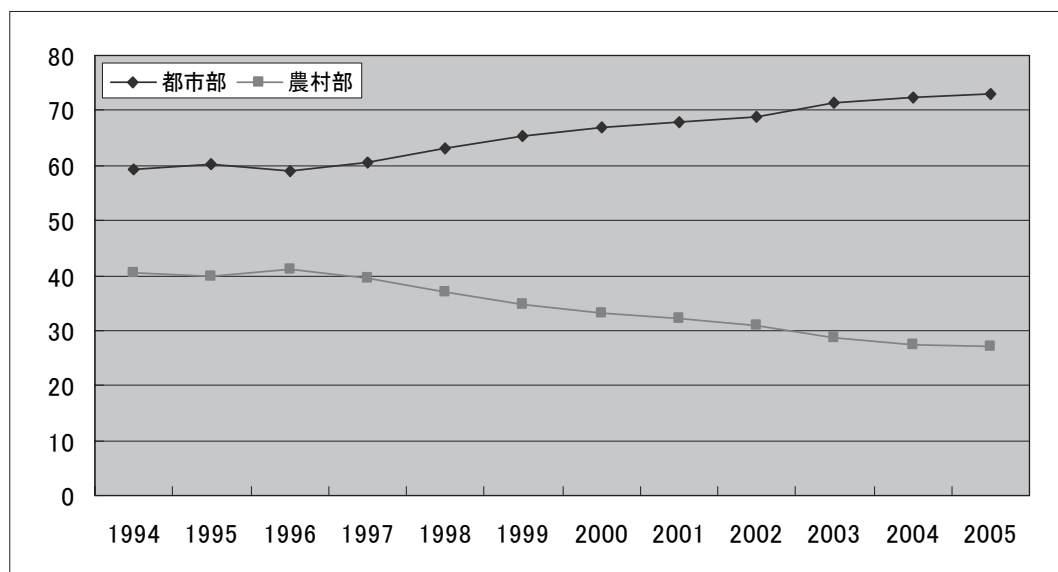
9) 中国の多くの研究によると中国の潜在成長率は9%前後である。たとえば、江小涓編、『中国经济運行与政策報告』，社会科学文献出版社，2003年，24ページ。

全体的なトレンドとしては、利子率と消費との間で負の相関関係を見出すことができない。

しかし、民間消費支出における都市部と農村部の消費支出の推移を表している図7においては、都市部の消費支出と利子率の負の相関関係が窺える。つまり、都市部と農村部の消費支出は、利子率の引き下げによる金融緩和政策がとられた1996年からまったく異なる動きを見せている。都市部の消費支出は緩やかに増加し続けている一方、農村部の消費支出は低下し続けている。つまり、利下げによる金融緩和政策は、都市部の消費に一定の影響を与えているが、農村部にはまったくといっていいほど影響を与えていないことがわかる。しかも、農村部の消費支出低下は、民間消費成長の阻害要因になっている。したがって、利下げによる刺激効果は都市部消費に一定の影響を与えているものの、農村部の効果は限定的であるといえる。

図7 都市部と農村部の消費支出推移

(単位：%)



(出所) 中華人民共和国国家統計局、『中国統計年鑑』, 中国統計出版社, 2007年, 73ページより作成。

農村部を始めて消費が伸び悩む原因として、まず、所得の不確実性の存在があげられる。近年、中国国民の所得構造は大きく変化し、所得の中で占める非賃金の割合が高くなっている。このような所得構造は安定的ではなく、所得は増えるものの、消費は増えない。

第二は、将来に対する不安と支出の不確実性が取り上げられる。市場経済への移行によって、医療、年金、保険、教育費用などはだんだん個人負担となった。そして、将来に対する不安と老後に多くの支出が予想され、所得は増えるものの、消費は増えなく、貯蓄意欲

ばかりが高まっている。

第三は、流動性の制約も見逃すことができない。中国において、消費構造は経済成長とともに高度化している。90年代にブームになった基本生活用耐久財が、21世紀に入ってから住宅や自動車などより高級な消費需要に変わった。このような消費決定で、重要な役割を果たすのは生涯所得であり、流動性の制約に直面している人にとっては実現できない消費需要であることはいうまでもない。そして、図7で示しているように、都市部の消費が利率に弾力的にもかかわらず、民間消費を力強く牽引しえない理由もここにあると考えられる。

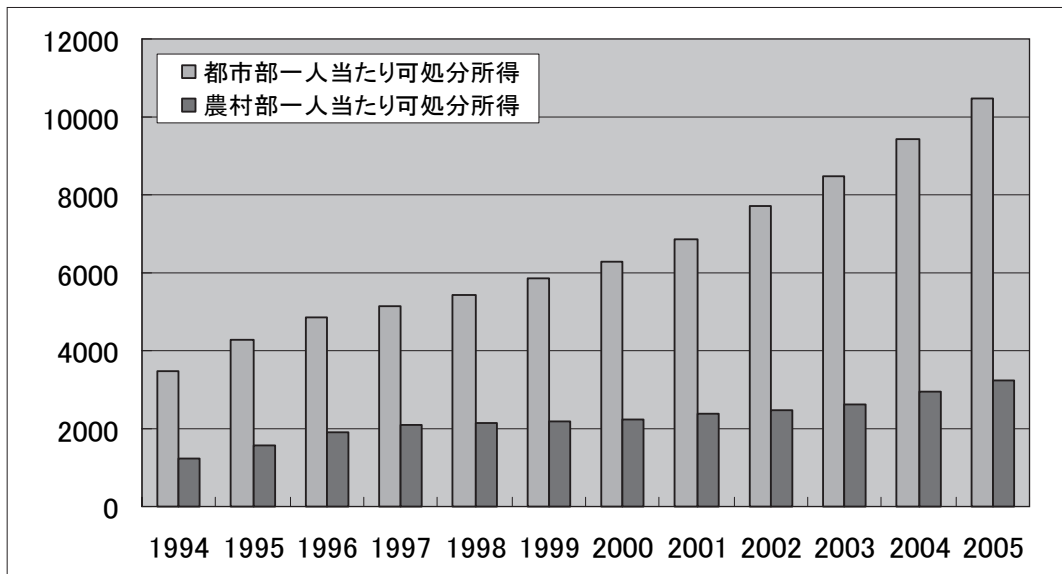
しかし、このような消費需要から生まれてくる消費者信用の拡大によって、消費の利率弾力性も大きくなっていくことは、すでに都市部で起こっている不動産高騰からも窺える。

その他、農村部は公共インフラ不足からくる厳しい生活環境や農村部と都市部を切り離す「戸籍管理制度」など独自の問題も抱えている。いずれも、民間消費の拡大阻害要因であることはいうまでもない。しかも、ますます拡大しつつある所得格差によって、農村部消費はさらに伸び悩んでいる（図8）。農村の消費レベルが改善されなければ国全体の消費が急速に伸びることはない。

したがって、いかにこれらの問題を解決しながら農村部の消費を促進していくかは、中国政府に課された大きな課題であることはいうまでもない。

図8 都市部と農村部の所得格差推移

（単位：元）



（出所）中華人民共和国国家統計局、『中国統計年鑑』，中国統計出版社，2007年，345ページより作成。

最後に、輸出について検討する。海外需要である輸出は、為替レートだけではなく、海外の所得水準や国際経済環境などより多くの外部要因の影響を受けている需要項目である。

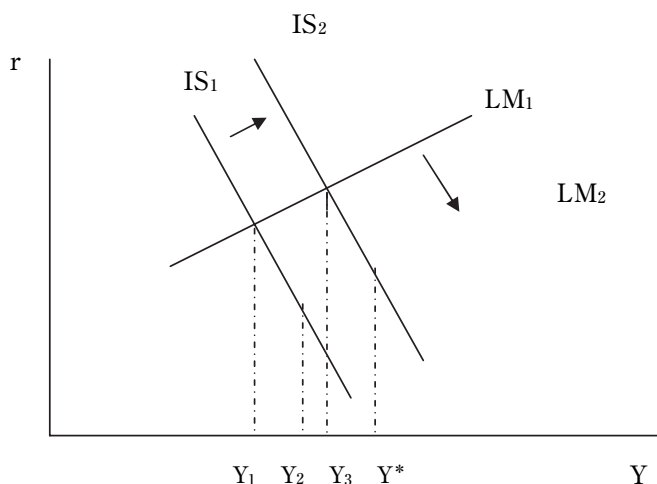
金融政策による利子率の変動は、変動為替制のもとでは、為替レートの変動を通して輸出に影響を与え、さらにGDPに影響を及ぼす。

たとえば、利子率の引き下げによる金融緩和政策が発動された場合、高い外国の金利を求めて、資本が海外へ流出し、自国通貨は安くなる。自国通貨安は輸出を増加させるので、GDPは増える¹⁰⁾。

しかし、「市場の需給を基礎にした、単一的かつ管理された変動為替制度」を採っている中国では、ある程度の為替レートの変動は認められるものの、常に中国通貨当局が厳しく管理しているため、固定相場制に近い性質を持っている。したがって、利子率引下げ→人民元安→輸出増→GDP増の効果は小さい。それどころか、固定相場制のもとでは、金融政策の有効性が問われている¹¹⁾。

以上のように、中国人民銀行による金融緩和政策は利子率の変化を通して、各需要項目に影響を与え、GDP成長をもたらした。IS、LM曲線を用いてその効果を図で表すと、以下のようになる。

図9 中国における金融政策の効果



10) 韓福相, 『財政金融政策のマクロ経済学』, ナカニシヤ出版, 2007年, 208ページ。

11) 一般に, ①固定為替レート, ②自由な資本取引, ③金融政策の独立性の三つは, 同時に成立しないというトリレンマの関係が知られている。たとえば, 景気が沈滞した時, 金利の引き下げによって対応しようとしても, 資本取引が自由かつ為替レートが固定されていれば, 高金利を求めて資本が海外へ流出するため, 自国通貨が海外通貨に転化され, 貨幣供給量が減少し, 金融緩和政策が相殺されてしまう。中国では資本移動を規制することによって, 金融政策の有効性と人民元レートの安定を維持している。

図9でわかるように、GDP成長における金融緩和政策の効果（ $Y_1 \rightarrow Y_2$ ）は限定的ではあるが、金融緩和政策を伴わない拡張的な財政政策の効果（ $Y_1 \rightarrow Y_3$ ）も大きいとはいえない。つまり、拡張的な財政政策も金融緩和政策をともなつてこそ、その効果（ $Y_1 \rightarrow Y^*$ ）が大きくなることはいうまでもない。したがって、経済成長において、金融政策は財政政策と同じく、きわめて重要な役割を果たしていることはいうまでもない。

終わりに

改革・開放政策以来、中国経済は著しい経済成長を成し遂げてきている。その背景にはさまざまな要因があるが、本論文で明らかになったのは、中国政府や中国人民銀行による適切な金融政策運営が大きな役割を果たしたということである。これまでの分析で得られた結論を整理すると、

1. 分析期間中、中国の貨幣乗数は1.15であり、中国人民銀行による貨幣供給量1単位の増加は、1.15単位のGDP増加をもたらしている。
2. 金融緩和政策が各需要項目に与える影響はさまざまであるが、その有効性は限定的である。中国で金融緩和政策（利率の引下げ）が発動された結果は、次のとおりである。
 - ①非国有企業の投資に大きな影響を与え、それによって総投資は牽引された。
 - ②都市部の消費には一定の影響を与えているが、農村部にはまったく影響を与えていない。したがって、消費の刺激効果は限定的である。
 - ③固定相場制に近い体制のため、輸出に与える刺激効果は小さい。

このように限定的な金融政策の役割を一層有効にするためには、その阻害要因である一連の規制と制限の枠組みを改革しなければならない。

第一に、もっと柔軟な為替レート制をとるべきである。中国人民銀行は1994年3月から、輸出拡大にともなつて増加した外貨の大量の流入に備えて、インターバンク外貨市場に直接介入し、外貨に対する公開市場操作を行っている。具体的にいうと人民元レート維持のために、急増したマネーサプライを抑制する不胎化政策を行っている。しかし、貿易・サービス収支の不均衡が長期にわたつて継続した場合、中国人民銀行はそれによって発生する巨額のマネーサプライの変化をすべて不胎化政策で相殺することはできないはずである。

第二に、国際間の資本取引の制限を緩和すべきである。中国は、1996年12月に經常取引の自由化に伴いIMF8条国に移行したが、資本移動に関しては規制を維持している。し

かし、WTO加盟に伴って国内市場、特に金融市場が開放されつつあるため、資本移動の規制の緩和を中心とする金融国際化は不可欠である。

第三に、金利自由化を急がなければならない。金利が自由化され、貨幣供給と金利の変化が連動する関係を構築して初めて、金融政策の効果は期待できる。しかし、中国においては、1996年からインターバンク市場の金利自由化を始め、金利の自由化が行われてきているものの、預金、貸出金利はまだ完全に自由化されていない。

第四は、金融市場の育成を急がなければならない。金融政策がより効果を発揮するためには発達した金融市場が必要であることは言うまでもない。現在、中国の金融市場として、インターバンク市場、国債市場、手形市場などが挙げられるが、いずれも小規模で未熟なものである。したがって、第一、第二の改革が緩慢な現状では、金融政策の独立性と為替レートの安定のためには、何よりも金融市場の育成を急がなければならない。

さらに、本論文では触れなかった物価、雇用、為替レートなどを考慮しながら、経済成長における金融政策の役割をより総合的に検討する必要があるが、これについては今後の研究課題にしたい。

【参考文献】

<日本語>

- 岩田規久男, [2000], 『金融』, 東洋経済新報社。
—— [1993], 『金融政策の経済学』, 日本経済新聞社。
黒田晃生, [1996], 『金融政策の話』(第4版), 日本経済新聞社。
吉川洋, [1996], 『金融政策と日本経済』, 日本経済新聞社。
岸真清, [1992], 『経済発展と金融政策』(第2版), 東洋経済新聞社。
小川一夫, [2003], 『大不況の経済分析』, 日本経済新聞社。
小川一夫・得津一郎, [2002], 『日本経済: 実証分析のすすめ』, 有斐閣。
白砂堤津耶編, [1998], 『例題で学ぶ, 初歩からの計量経済学』, 日本評論社。
中島隆信・吉岡完治編, [1997], 『実証経済分析の基礎』, 慶応義塾大学出版会。
森棟公夫編, [1999], 『計量経済学』, 東洋経済新聞社。
韓福相, [2007], 『財政金融政策のマクロ経済学』, ナカニシヤ出版。
豊倉三子雄編, [2000], 『経済原論入門』, 中央経済社。
中谷巖, [2000], 『入門マクロ経済学』(第4版), 日本評論社。
喜治元郎・今野秀洋訳, [1984], 『マクロ経済学』(第2版), マグロウヒルブック株式会社。
貝塚啓明・原田泰編, [1993], 『90年代の金融政策』, 日本評論社。
今井健一・渡邊真理子, [2006], 『企業の成長と金融制度』, 名古屋大学出版社。

<中国語>

- 尹洪霞・劉振海, [2005], 『中央銀行と金融監管』, 中国金融出版社。
- 王広謙, [1999] 『中央銀行学』, 北京高度教育出版社。
- 張紅地, [2003], 「現段階中国金融政策の中間目標研究」, 『中国金融』, 經濟科学出版社。
- 楊目, [2000], 「金融政策と財政政策の有効性」, 『マクロ經濟論文集』, 北京大学出版社。
- 江小涓編, [2003], 『中国經濟運営と政策報告』, 社会科学文献出版社。
- 劉国光, 王洛林, 李京文編, [2002], 『中国經濟情勢と予測』, 社会科学文献出版社。
- 江其務編, [2003], 『中国金融：WTO 加盟後の挑戦と対策』, 經濟科学出版社。
- 包祖明, [2004], 『中国貨幣供給規画及其方法研究』, 東北財經大学出版社。
- 劉建国, [2003], 『轉型時期的通貨緊縮』, 華東理工大学出版社。
- 丁シン, [2004], 『中国貨幣環境与貨幣運行研究』, 中国金融出版社。
- 曾剛, [2006], 『貨幣流量分析理論研究』, 人民出版社。
- 李揚, [2004], 『中国金融論壇』, 社会科学文献出版社。
- 崔建軍, [2006], 『中国貨幣政策有効性問題研究』, 中国金融出版社。
- 謝平, [2000], 「新世紀中国貨幣政策的挑戰」, 『金融研究』, 第1期。
- 劉金全, [2002], 「貨幣政策作用的有効性和非対称性」, 『管理世界』, 第3期。
- 吳軍, [2001], 『緊縮与拡張－中国經濟宏觀調控模式選択』, 清華大学出版社。

The Economic Growth and the Role of the Monetary Policy of China

JIN ZHEN YU

Abstract

The economic conditions are not always stable, but unstable and extremely complicated undergoing stagnation and overheat.

The global Great Depression that happened in 1930's is just one example, and it suggested that the improvement of the situations was not done only by the market mechanism, but that it required some governmental policies. The macroeconomic policies (mainly fiscal and monetary policies) that were proposed by Keynes can be said to be the prescription that was vitally necessary for such economic problems.

Until today since the reform and the open door policy of 1978, the Chinese economic growth has been really remarkable. It has been due to various factors, but the role of the macroeconomic policy by the Chinese Government and the People's Bank of China must have been important.

In this thesis I set the period between 1994 and 2005 as the object of analysis, and study the role of the monetary policy that accomplished the Chinese economic growth.

The composition of this thesis is as follows:

In Chapter I, I outline the fruit of the Chinese Reform and Open Door Policy showing Main Macroeconomic Indicators.

In Chapter II, I analyze the process that the Chinese monetary policy has traced, and then study the effect of the monetary policy by using the IS-LM Model.

And last of all, I view the ideal form as well as the problems to be solved of the future Chinese monetary policy on the basis of this study.