

# 2007年中国における金融引き締め政策について

佐野 健太郎

## はじめに

中国では2004年以降、中国人民銀行（以下人民銀行）が中心となって金融引き締め政策が実施されてきた。中国で金融引き締め政策が実施されたのは、とりわけ2004年以降、鉄鋼・アルミニウム精練・セメント・自動車などの産業において、過剰投資の傾向が顕著となり、放置すると通貨供給量(M2)の急激な増加や消費者物価指数(CPI)の急上昇につながり、さらなる過剰投資そして最終的には過剰設備の廃棄＝従業員の大量解雇をもたらしかねないからである。

中国人民銀行は、2004年に貸出基準金利を引き上げて以降、2007年12月末までに9回も同金利を引き上げ（2007年一年間で同金利を6回も引き上げている）、預金準備率に到っては、2004年以降2007年12月までに14回も引き上げている<sup>1</sup>。

にもかかわらず、2007年一年間では、消費者物価指数は上昇を続け、2006年以降では鋼材の生産量が消費量を上回る過剰生産状況が継続している<sup>2</sup>。

人民銀行が、「通貨価値（物価－筆者）の安定を確保し、かつこれを以って経済成長（完全雇用－筆者）を促進<sup>3</sup>」（『中国人民銀行法』第3条）するべく、2004年以降断続的に、2007年以降には集中的に金融引き締め政策を実施してきたにもかかわらず、物価の安定および完全雇用あるいは安定した内需の拡大に成功したとは言い難い結果をもたらしたのはなぜであろうか。

本稿では、中国の基準金利が日本や欧米で採用されている誘導目標金利となっていないために、中国の基準金利と公開市場操作との政策上の連携が不十分であり、とりわけ2007年に人民銀行は短期金融市場における資金需要の増加を適切に抑制できず、企業の設備投資向け銀行貸出を増加させ、やがては物価の上昇と実質金利の大幅下落を招き、さらなる過剰消費や過剰投資を促進したという観点から検討を加えることとする<sup>4</sup>。

## 〔1〕中国における金融政策の概要

### （1）金融緩和期（2002年～2004年）

2002年に中国共産党は、第16回党大会において「2020年までにGDP（国内総生産）を2000年の4倍にし、総合国力・国際競争力を目に見える形で強化する<sup>5</sup>」と決意表明した。

中国では、共産党大会が開催されるまでの期間に、内需拡大策を実施して、党大会を成功裡に終わらせるというのが中国のノウハウであると言われている<sup>6</sup>。

事実人民銀行は、2002年2月21日には早くも貸出基準金利を5.85%から5.31%へ引き下げて、金融緩和策を実施した<sup>7</sup>。

すでに人民銀行は、1999年6月10日には貸出基準金利を6.39%から5.85%へ引き下げており<sup>8</sup>、田中修氏が指摘されているように、第16回党大会以前に不動産開発投資が過熱していた<sup>9</sup>。この田中氏の指摘は、『中国人民銀行ホームページ』からアクセスできる「金融機構人民幣信貸収支表」の「貸出」が2002年には16.89%も増加していることから、十分に裏付けられる<sup>10</sup>。

今日に到るまで解消されていない、中国の過剰投資＝過剰生産の芽は、すでに1999年の金融緩和策に始まっていたのであり、2002年11月の第16回党大会における「経済成長戦略」の提起により過剰投資がより一層加速されたと考えることができる。

## (2) 金融引き締め期 (2004年～2007年)

このように、中国政府は1999年6月に貸出基準金利を6.39%→5.85%、2002年2月には5.85%→5.31%と2度引き下げて金融緩和策を実施した<sup>11</sup>。その結果、金融機関の貸出の対前年同月比が、2001年6月から2004年7月までの期間、13%から24%という高い水準で推移した<sup>12</sup>。また同時期の固定資産投資額の対前年同月比も、13%から53%と高い水準で推移することとなった<sup>13</sup>。

人民銀行は、消費者物価上昇率が5%を超えるに至り、ついに2004年10月に貸出基準金利を5.31%から5.58%へと引き上げ、以降金融引き締め策へと政策スタンスを変更した<sup>14</sup>。金融政策が緩和から引き締めに変更されて以降、2005年には貸出基準金利が引き上げられなかったにもかかわらず、貸出の対前年同月比は10%前後までに抑えられていた<sup>15</sup>。

ところが2006年には貸出基準金利を2回に分けて0.54%、預金準備率を3回に分けて1.5%それぞれ引き上げ、2007年には貸出基準金利を6回に分けて1.35%、預金準備率を10回に分けて5.5%それぞれ引き上げたにもかかわらず、原材料価格指数を除く消費者物価指数および農産物価格指数、固定資産投資価格指数・土地売買各価格指数、住宅販売価格指数、のいずれもが、2006年後半から2007年年末にかけて継続的に上昇し、輸入品価格指数も上昇した(表1)。

このような物価上昇に対して、人民銀行は、どのような金融政策を実施するべきであったのであろうか。マクロ経済学の金融理論から考えてみよう。

## (3) 名目通貨供給量と物価の関係

物価と名目通貨供給量(以下 Money Supply, MS)の関係は、以下の式に表すことが

表1 2007年各種価格指数

	消費者 物価指数	農産物 価格指数	原材料 価格指数	住宅販売 価格指数	輸入品 価格指数
1月	2.2% (+0.2%)	3.9% (+2%)	4.7% (-1.7%)	5.6% (+0.1%)	4.7% (+4.8%)
2	2.7 (+1.8%)	4.2 (+1.6%)	4.0 (-2.8%)	5.3 (-0.2%)	4.8 (+5.3%)
3	3.3 (+2.5%)	4.6 (+3.5%)	3.7 (-2.5%)	5.9 (+0.5%)	4.7 (+5.8%)
4	3.0 (+1.8%)	5.2 (+4.7%)	3.7 (-1.2%)	5.4 (+0.2%)	7.3 (+7.5%)
5	3.4 (+2%)	6.6 (+6.6%)	3.6 (-1.9%)	6.4 (+0.6%)	6.4 (+3.8%)
6	4.4 (+2.9%)	6.7 (+6%)	3.4 (-3.2%)	7.1 (+1.3%)	6.6 (+4.1%)
7	5.6 (+4.6%)	7.8 (+7.2%)	3.6 (-3.1%)	7.5 (+1.8%)	8.8 (+3.6%)
8	6.5 (+5.2%)	9.0 (+8.2%)	3.8 (-2.9%)	8.2 (+2.7%)	7.5 (-4.1%)
9	6.2 (+4.7%)	9.3 (+8%)	3.6 (-3.3%)	8.9 (+3.6%)	2.3 (-1.2%)
10	6.5 (+5.1%)	9.7 (+7.9%)	4.5 (-1.1%)	9.5 (+3.9%)	6.8 (+1.4%)
11	6.9 (+5%)	11.8 (+9.2%)	6.3 (+1.5%)	10.5 (+5.3%)	10.6 (+4.3%)
12	6.5 (+3.7%)	13.0 (+9.5%)	8.1 (+3.1%)	10.5 (+5.1%)	8.0 (+2.7%)

(注) 土地売買価格指数：3月9.8% (+4.1%)、6月13.5% (+7.1%)、9月15% (+10.1%)、12月10.7% (+4.6%)。  
 固定資産投資価格指数：3月2.3% (+2.0%)、6月3.5% (+2.1%)、9月4.0% (+1.8%)、12月5.8% (+3.5%)。  
 (出所) 中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2007c) 109ページ。

できる。すなわち、

$$\text{物価} = \text{MS} / \text{実質通貨需要量} (= \text{実質GDP}) \quad - \quad (1)$$

(1)式より、MSの増加率が実質通貨需要量の増加率を上回れば、物価は上昇することになる<sup>16</sup>。なお実質通貨需要量を、実際の経済取引に使用された通貨需要量と考えるならば、実質GDPと同額と考えることができる。

(1)式より、物価とMSの関係を以下のように表すこともできる<sup>17</sup>。

$$\text{物価上昇率} = \text{MS増加率} - \text{実質GDP成長率} \quad - \quad (2)$$

(1)式、(2)式より、中央銀行にとっては、物価を安定させる上で、MS (実際にはM2あるいはM2 + CD)の増加率をコントロールすることが必要となる<sup>18</sup>。

中国におけるM2を信用面から見た表2-1から、「民間信用」と「対外純資産」の占める割合は、それぞれ70.82%と34.15%であり、この2項目だけでM2に占める割合が100%を超えている(表2-1、表2-2)。

このことから、人民銀行にとって、物価を安定させるには「民間貸出」と「外貨準備」の増加率をコントロールすることが必要となる。

表2-1 M2を信用面から見た構成(2007年)

国内信用 (内訳)	33兆9600億元
民間信用	28兆5700億元 (70.82%)
対政府信用	2兆8200億元
その他金融 部門への信用	2兆5700億
対外純資産	13兆7800億元 (34.15%)
その他	-7兆4000億
M2	40兆3400億元

(注) 1、本表を作成するにあたっては、島村高嘉(1996)28ページを参考にした。

2、「その他」= M2 - (対外純資産 - 国内信用)。

3、本表は「民間銀行勘定」と「通貨当局勘定」を合併したものである[本表(出所)より]。

従って「民間信用」は「民間貸出」、「対外純資産」は人民銀行が保有する「外貨準備」に相当すると思われるが、「民間信用」は26兆1691億元、「外貨準備」は11兆5169億元で、「民間信用」と「対外純資産」よりも金額が多めに表示されている[「民間貸出」: 中国人民銀行(2007a)、「外貨準備」: 中国人民銀行(2007d)]。

(出所) 中国人民銀行貨幣政策分析小組(2007q)140ページ。

表2-2 M2の構成(2007年)

(1) 流通中現金	3兆 334億元
(2) 当座預金	12兆2185億
(3) 定期預金	4兆6933億
(4) 儲蓄預金	17兆2534億
(5) その他預金	3兆1415億
(6) M2合計	40兆3401億元

(注) (1) + (2) = M1、(3) + (4) + (5) = 準通貨、

M1 + 準通貨 = M2 (6)。

(出所) 中国人民銀行貨幣政策分析小組(2007m)139ページ。

では実際に人民銀行は、MSをどのようにしてコントロールしているのでしょうか。以下の節で見てみよう。

#### (4) 人民銀行によるMSコントロールの実態

まずMS総括表の「通貨需要」の中の「外貨準備」から検討する。

「外貨準備」とは、人民銀行が外国為替市場（以下外為市場）で「ドル買い・人民元売り」を行って、人民銀行のバランスシートの資産側に積み上がった外貨資産のことである。

人民銀行が外為市場でドルを購入した際に放出した人民元は、「売りオペ」などの金融政策により市場から回収しなければ、「過剰流動性」となってM2増加要因および物価上昇要因となる<sup>19</sup>。

人民銀行は、2005年以降、人民銀行が保有する外貨準備高の年間増加額 3兆808億円を上回る 3兆4469億円の人民銀行手形を発行して、民間銀行に売却し、ドル買い介入時に放出した人民元を回収してきた（表3-1、表3-2）。

次に「民間貸出」について見てみよう。

中国における2007年の「貸出」の増加率は、1月から10月にかけて15.8%から17.68%の間で一貫して増加しており、M2増加要因・物価上昇要因となっていた（表4、付表2）。

2006年以降、貸出基準金利は8回、預金準備率は13回引き上げられたにもかかわらず、2007年に「貸出」の増加率を抑制できなかったことが、M2増加および物価上昇の主要な要因となったと思われる<sup>20</sup>。

表3-1 中国人民銀行が保有する外貨準備高の増加額

2003年	7734億4000万元
04	1兆6098億2000万 (+108.13%)
05	1兆6200億 (+0.06%)
06	2兆2220億7000万 (+37.16%)
07	3兆807億9000万 (+38.64%)
08	3兆4455億5500万 (+11.83%)

(出所) 2002年-2006年：中国人民銀行調査統計司編(2007a)14ページ。  
2007年、2008年：中国人民銀行(2007c)、(2008)。

表3-2 中国人民銀行手形発行額

2002年	1487億5000万元
03	3031億6000万 (+103.8%)
04	1兆1079億 (+265.45%)
05	2兆296億 (+83.19%)
06	2兆9740億6000万 (+46.53%)
07	3兆4469億1300万 (+15.89%)
08	4兆5779億8300万 (+32.81%)

(出所) 2002年-2006年：中国人民銀行調査統計司編(2007b)17ページ。  
2007年、2008年：中国人民銀行(2007c)、(2008)。

人民銀行は、なぜ2007年に「貸出」の増加率を抑制することに失敗したのであろうか。以下の章で検討する。

表4 2007年の貸出

1月	23兆1031億1800万元 (+15.80%)
2	23兆5168億7400万 (+16.98%)
3	23兆9585億5800万 (+16.08%)
4	24兆3805億2200万 (+16.34%)
5	24兆6277億9600万 (+16.31%)
6	25兆792億5900万 (+16.48%)
7	25兆3106億6700万 (+16.67%)
8	25兆6135億4100万 (+17.04%)
9	25兆8970億3300万 (+17.16%)
10	26兆331億4400万 (+17.68%)
11	26兆1205億4000万 (+17.05%)
12	26兆1690億8800万 (+16.15%)

(注) (+%)は前年同月比。

(出所) 中国人民銀行(2007a)より筆者作成。

## 〔2〕 誘導目標ではない短期金利

通常、日本や米国・EUの中央銀行は、短期金融市場金利(コール・レート、FFレート)の誘導目標を設定し、その誘導目標に実際の市場金利を近付けるために、公開市場操作を行なっている<sup>21</sup>。

中国では、そうした政策スタイルは確立していない。中国では、短期金融市場金利は基準金利(誘導目標金利)ではなく、貸出基準金利と預金基準金利が実質的な基準金利となっている<sup>22</sup>。

中国では、短期金融市場金利が誘導目標金利とはならず、人民銀行が短期金融市場において増加し続ける資金需要を必ずしも十分にはコントロールできなかったために、2007年には貸出基準金利が1月の6.12%から12月までに7.47%へ引き上げられたにもかかわらず、消費者物価指数は7月以降5~6台%で推移するという異例の事態となった(表5)。

その結果、2007年の7月以降実質貸出金利は0.39%から1.24%で推移し、実質預金金利もマイナス金利となり、個人は預金を取り崩して株式購入や消費支出、住宅購入に向かうところとなり、非金融企業は設備投資に向かい、急激な株高、企業への銀行貸出の増加を見、さらなる物価上昇を促進することとなった(表4、5、6)。

本章では、人民銀行が金融政策の中で、とくに金利の変更と公開市場操作をどのような狙いをもって実施していたのかという点について明らかにしておく。

表5 2007年中国の経済指標

	CPI上昇率 (1)	貸出基準金利 (2)	実質貸出金利 (2)-(1)	預金基準金利 (3)	実質預金金利 (3)-(1)
1月	2.2%	6.12%	3.92%	2.52%	0.32%
2	2.7%	6.12%	3.42%	2.52%	-0.18%
3	3.3%	6.39%	3.09%	2.79%	-0.51%
4	3.0%	6.39%	3.39%	2.79%	-0.21%
5	3.4%	6.57%	3.17%	3.06%	-0.34%
6	4.4%	6.57%	2.17%	3.06%	-1.34%
7	5.6%	6.84%	1.24%	3.33%	-2.27%
8	6.5%	7.02%	0.52%	3.60%	-2.90%
9	6.2%	7.29%	1.09%	3.87%	-2.33%
10	6.5%	7.29%	0.79%	3.87%	-2.63%
11	6.9%	7.29%	0.39%	3.87%	-3.03%
12	6.5%	7.47%	0.97%	4.14%	-2.36%

(注) CPI (Consumer Price Index) 消費者物価指数。

「貸出基準金利」は、返済期限6ヶ月以上1年以下の短期貸出金利。「預金基準金利」は、1年定期預金金利。

(出所)・CPI：中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007c)109ページ。

・「貸出基準金利」：中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007d)150ページ。

・「預金基準金利」：中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007k)149ページ。

表6 上海総合株価指数の推移(2007年1月～12月)

	月末の終値
1月	2786.33 ポイント
2	2881.07
3	3183.98
4	3841.27
5	4109.65
6	3820.70
7	4471.03
8	5218.83
9	5552.30
10	5954.77
11	4871.78
12	5043.54

(出所) SSE Composite Index Historical Prices, YAHOO! FINANCE,

[<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=000001.SS>

(2009年11月27日取得)]。

## 金融引き締め政策の効果

中国人民銀行が編集・発行している『中国貨幣政策執行報告』（以下『執行報告』）によれば、2007年には通貨供給量(M2)が大幅に増加した。同『執行報告』2007年第4四半期版によれば、2007年7月末にはM2が18.5%という高い水準で増加したが<sup>23</sup>、その理由として以下の点を指摘している。すなわち2007年7月以降（1）商業銀行によるドル買いが増加し、人民銀行によるドル買いも増加したこと、（2）人民銀行手形の償還期限が到来したこと、（3）歳入の増加に伴い人民銀行内の政府預金が増加したこと、（4）企業利益が増加したこと、（5）株式などの証券発行による資金調達が増加したことの5点により、銀行システムに流動性が偏在していたのだと<sup>24</sup>。

つまり(1)と(2)は人民銀行当座預金の増加、(3)は人民銀行のバランスシート負債項目における政府預金の増加、(4)と(5)は商業銀行バランスシートにおける負債項目の預金増加という形でM2の増加要因となっている、という認識を人民銀行が持っていたわけだ。

こうした現状認識のもと、人民銀行は「過剰流動性の発生を防ぐために、公開市場操作を積極的に展開すると同時に、人民銀行は、預金準備率を引き上げることを通じて、銀行システムの信用創造能力を抑制することに全力を傾けた<sup>25</sup>」。

実際人民銀行は、2007年一年間で、貸出基準金利を6回、預金準備率を10回それぞれ引き上げている（表5）。また同時期に、人民銀行は、人民銀行手形を民間銀行に売却する売りオペレーションを行なって、市場から3兆5114億円の資金を回収している（表7）。

果たして人民銀行が実施した、2007年の金融引き締め政策は、どのような効果を発揮したのであろうか。

金融引き締め効果が明らかになったのは、株式市場であろう。中国の代表的な株価指数である上海総合株価指数は、2007年10月には6429.68ポイントの史上最高値を記録して以降、同年年末時点では最安値で5034.41ポイントまで下落した（表6）。また金融引き締め政策が継続していた2008年8月末時点では、同株価指数は最高値で2969.50ポイント、最安値で2398.15ポイントまで急落している<sup>26</sup>。

2007年10月に同株価指数の最高値が6429.68ポイントを記録したことは、消費者にとっては株価などの資産価格が高騰することによって、心理的に消費を促進する効果いわゆる「資産効果」があると考えられ、金融引き締め政策の実施により、株価が下落することによる「逆資産効果」から、消費者の過剰な消費行動が抑えられれば、物価の上昇に歯止めがかかると考えられる。

しかしながら、実際には2007年の消費者物価指数は、1月の2.2%から12月の6.5%まで上昇傾向に歯止めを掛けることはできなかった（表5）。それだけに止まらず、金融引き締め政策が継続していた2008年1 - 8月期では、4.9%から8.7%までで推移しており、やはり消費者物価指数の上昇傾向に歯止めが掛かったとは言い難いように思われる<sup>27</sup>。

では、2007年一年間で消費者物価上昇率に歯止めがかからなくなったことが、中国経済にどのような影響を及ぼしたのか見てみよう。



表7 中国人民銀行の公開市場操作

	売りオペ	買いオペ
2007年1月	手形売り9回、7050億元	リバース・レポ6回、3400億元
2	手形売り6回、1520億元 レポ1回、900億元	-
3	手形売り14回、8650億元	-
4	手形売り12回、3220億元	-
5	手形売り12回、1780億元	-
6	手形売り12回、2170億元	-
7	手形売り13回、2100億元	リバース・レポ2回、650億元
8	手形売り14回、3380億元	債券買い切り1回、6000億元
9	手形売り9回、900億元	リバース・レポ1回、100億元
10	手形売り9回、885億元	リバース・レポ6回、0元
11	手形売り14回、1379億元	リバース・レポ12回、0元
12	手形売り12回、1180億元	リバース・レポ16回、0元 債券買い切り1回、7500億元
総額	3兆5114億元	1兆7650億元

(注)「手形売り」とは、中国人民銀行が、同行発行の人民銀行手形を市場で売却する取引のこと。

「債券買い切り」オペの「債券」とは、2009年8・12月に発行された「特別国債」を指す [「中国財政省、6000億元の10年物特別国債を発行」『REUTERS』(2009年8月29日)(<http://jp.reuters.com/articlePrint?articleId=JPJAPAN-27616620070829> 2010年2月8日取得)]、[「中国人民銀行、国家投資ファンド向けに7500億元の特別国債を買い入れ」『REUTERS』(2009年12月11日)(<http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPJAPAN-29296220071211> 2010年2月8日)]。

(出所) 中国人民銀行貨幣政策分析小組編 (2007h) 162～172ページより筆者作成。

## 実質金利の低下

表5では、貸出基準金利と預金基準金利からCPI上昇率を差し引いた、実質貸出金利と実質預金金利の2007年一年間の推移を掲げてある。2007年1月以降、消費者物価上昇率は1年を通してほぼ持続的に上昇しており、実質貸出金利は3%以下で推移し、実質預金金利も2月以降マイナス金利となっている。

このように実質金利が低水準で推移したことにより、銀行から資金を借り入れる場合には、有利な条件で借り入れることが可能となり、預金を行う場合には、預金を行うことが不利になってしまった<sup>28</sup>。

2007年一年を通じて実質金利が低水準で推移したことにより、以下で詳しく見るように、企業は銀行からの借り入れを増やし、個人は預金を取り崩して消費支出や株式への投資に回したのではないかと思われる。

それでは一体なぜ、2007年から2008年8月までの期間に実施された金融引き締め政策によっても、物価の上昇を抑えられなかったのだろうか。その点を以下で検討する。

## 基準金利の性格

中国の基準金利(=政策金利)には、貸出基準金利と預金基準金利がある。この2つの基準金利を人民銀行が変更することにより、商業銀行は、貸出金利と預金金利を変更する。人民銀行は、この2つの基準金利を変更することにより、商業銀行の預金の取り入れと資金の貸出をより直接的にコントロールすることを目ざしていると思われる<sup>29</sup>。

したがって第〔2〕章冒頭で確認したように、日本や欧米のように、基準金利が短期金融市場金利で、しかも誘導目標金利であって、実際の短期市場金利が誘導目標を一定の幅を超えて変動した場合には、それぞれの中央銀行が公開市場操作による資金調節を行なって、短期市場金利を誘導目標金利に近づけるという作業は、中国では行なわれていない。

中国において、短期市場金利が誘導目標金利となっていないことにより、どのような問題が生じているのであろうか<sup>30</sup>。以下で検討する。

## 物価とマネーサプライの関係

第〔1〕章第3節で確認したように、物価とマネーサプライの関係を、物価 =  $MS(M2)$  増加率 - 実質GDP増加率と考えるならば、 $M2$ の増加率を一定の水準に抑えることにより、物価上昇率を抑えることも可能となろう。

このように考えることが可能ならば、中国において2007年時点で $M2$ を「信用面の対応」という側面から見た構成要素の中で、約60%を占めている「貸出」の増加率をコントロールすることにより、物価上昇率を抑えることが十分に可能になると思われる。

しかしながら、実際に中国における2007年の貸出の増加率は、1月から10月にかけて15.8%から17.68%の間で一貫して増加しており、11・12月に若干増加率が減少したものの、物価上昇率を抑えるという要因とはならず、逆に物価上昇要因となっている(表4)。

このように金融引き締め政策の下で、貸出の増加率が上昇しているのは、なぜなのであろうか。

## 短期金融市場の役割

ここで短期金融市場の役割について確認しておこう。銀行が貸出を増加させた時に、準備預金を短期金融市場において日常的に調達しているのであるが、実際にどのようにして調達しているのかという点について確認しておこう。ここでは、信用創造を説明する図を見ながら説明する。

信用創造とは、一定の現金(本源的預金)を基礎に、貸出が繰り返されることによって、銀行全体としては、その現金の何倍もの預金通貨が創り出されることである<sup>31</sup>。

次に図1の説明に移る。

- (1) A銀行は、預金（本源的預金）100万元を元手にして、企業1に対して90万元を貸し出した。預金準備率が10%なので、A銀行は、100万元の預金の中から10万元を積み立てている。
- (2) 企業1は、企業2に対して購入した資材の支払い代金90万元を支払う。企業2は、企業1から支払われた90万元をB銀行に預金する。
- (3) B銀行は、預金90万元を元手にして、準備預金9万元を積み立てて、企業3に81万元を貸し出す。
- (4) 企業3は、企業4に対して購入した部品の支払い代金81万元を支払う。企業4は、企業3から支払われた81万元をC銀行に預金する。
- (5) C銀行は、預金81万元を元手にして、準備預金8.1万元を積み立てて、企業5に72.9万元を貸し出す。

以下、銀行は、準備預金を使い尽くすまで、預金の受け入れと貸出とを交互に繰り返す。

図1 信用創造の説明

A銀行のバランスシート

資 産		負 債	
預け金	10 万元	預金	100 万元
企業1への貸出金	90 万元		

B銀行のバランスシート

資 産		負 債	
預け金	9 万元	企業2の預金	90 万元
企業3への貸出金	81 万元		

C銀行のバランスシート

資 産		負 債	
預け金	8.1 万元	企業4の預金	81 万元
企業5への貸出金	72.9 万元		

(出所) 浜田文雅・鴨池治編(1992)135-137ページの「信用創造と貨幣乗数」の項目に出てくる説明と表を参考にして、筆者が作成した。

上の信用創造の説明で重要なポイントは、銀行の貸出が増加すると、預金や準備預金も増加するということであり、銀行は、必要となった準備預金を日々短期金融市場で調達している、ということである。以下では、準備預金積み増しのしくみについて、図2を見ながら説明する<sup>32</sup>。

1、銀行Aは、新たに100万円の預金を獲得し、その100万円を企業Aに貸し出すことを希望している〈(1)〉。

預金準備率が10%なので、銀行Aは、準備預金として人民銀行に積み増す10万円を調達しないと100万円を企業Aに貸し出すことができない。

そこで銀行Aは、準備預金を積み増すために、人民銀行へ国債10万円を売却して〈(2)、(3)〉、10万円を借り入れる〈(4)、(5)〉。

2、銀行Aは、人民銀行から借り入れた10万円を人民銀行内に設定した、銀行Aの預金口座に積み増す〈(6)、(7)〉。ここで人民銀行の当座預金残高が10万円増加し〈(7)〉、ハイパワード・マネーおよびMSが増加する。

3、銀行Aは、企業Aに対して100万円を貸し出し〈(8)〉、企業Aの預金口座に100万円を振り込む〈(9)、(10)〉。

図2 人民銀行貸出と準備預金の積み増し

民間銀行(銀行A)のバランスシート

資	産	負	債
(2) 国債	-10	(1) 預金	+100
(6) 人民銀行預け金	+10	(5) 人民銀行借入	+10
(8) 貸出	+100		

民間非金融企業(企業A)のバランスシート

資	産	負	債
(10) 預金	+100	(9) 銀行借入	+100

人民銀行のバランスシート

資	産	負	債
(3) 国債	+10	(7) 人民銀行当座預金	+10
(4) 貸出	+10		

(出所) 岩田規久男「金融政策とマネーサプライ」〈岩田(1993a)〉52ページの「表3・1 手形買いオペとハイパワード・マネーの変化」および同氏「七三～七四年のハイパーインフレと日銀理論」〈岩田(1993b)〉91ページの「表4・4 日銀理論(2階建てモデル)と3階建てモデルとマネーサプライ」を参考にし、筆者が新たに作成した。

こうして銀行Aと他の銀行を含めた銀行体系全体の中で、預金と貸出が繰り返されることにより、当初預金の何倍もの総預金(預金通貨)が創造されて、MSが増加する<sup>33</sup>。

図2の例から、民間銀行は、人民銀行から資金を借り入れて準備預金を人民銀行に預けなければ信用創造機能を果たすことができないことになる。

上の準備預金積み増しの仕組みに関する説明のポイントは、人民銀行が短期金融市場において公開市場操作(買いオペ)を行ない、民間銀行が企業へ貸出を行なう際に必要な準備預金を供給し、民間銀行が企業に貸出を行なうことを促進している、という点にある<sup>34</sup>。

上の準備預金積み増しの仕組みを中国経済に適用するならば、人民銀行の債券買入によるハイパワードマネーの供給増が保証されて、初めて2007年に中国の商業銀行(=民間銀行)は16%~17%という貸出の増加を実現できたと思われる。

そこで次に、人民銀行による公開市場操作(買いオペと売りオペ)の実態について検討してみよう。

## 人民銀行の公開市場操作

人民銀行は、通常売りオペを行なって資金を回収する場合には、人民銀行手形を発行して商業銀行に売却したり、債券レポ市場においてレポ取引を行なって資金を回収している。逆に資金を供給する場合には、債券レポ市場においてリバース・レポ取引や特別国債の買い切りオペを行なって、商業銀行に資金を供給している(表7)。

こうした人民銀行による日常的なオペの慣行を念頭に置いて、実際の人民銀行のオペの実態を見てみよう。

表7によれば、人民銀行は2007年一年間に、136回もの人民銀行手形の売却を行ない、3兆5114億元もの資金を商業銀行から回収している。この人民銀行による売りオペの実態を見るならば、人民銀行が金融引き締め政策を実施していると考えざるを得ないであろう。

しかし同時に人民銀行の公開市場操作と債券レポ市場金利を突き合わせてみると、人民銀行の政策スタンスは、金融引き締め政策で一貫していると考えることができなくなる。

表7によれば、2007年一年間で人民銀行は、1兆7650億元の資金を買いオペによって供給している。実際に人民銀行が買いオペを行なっているのは、2007年の1・7・8・9・12月であるが、人民銀行が突出してリバース・レポと特別国債の買い切りオペによる巨額の買いオペを行なって資金を供給した1・8・12月では、債券レポ市場金利はいずれも低下している(表8)。

特に2007年の8・12月には貸出基準金利が引き上げられており、債券レポ市場に資金を取りに来た金融機関に対して、人民銀行の政策スタンスが金融緩和的であると誤ったシグナルを与えかねない、著しく一貫性を欠く対応であると言わざるを得ない。

しかもこのような一貫性のない人民銀行の対応は、2006年以降特に顕著になっており、2006年の6月から2008年年末にかけて、債券レポ市場における巨額のリバース・レポ取

表8 レポ市場金利の推移

2007年 1月	1.54%
2	2.53
3	1.54 (6.39%)
4	2.42
5	1.82 (6.57%)
6	2.08
7	2.17 (6.84%)
8	1.91 (7.02%)
9	2.93 (7.29%)
10	3.00
11	2.00
12	1.90 (7.47%)

(注)・オーバーナイト金利。

・(%)は貸出基準金利。

・2006年12月のレポ市場金利は、1.78%であった[中国金融年鑑編集部(2007)414ページ]。

(出所) 中国人民銀行(2007c)。

引を通じた買いオペの実施により貸出の高い伸びを許容してしまい、最終的にインフレの抑制に失敗したと思われる(表9-1、表9-2)。

このように人民銀行が、2007年には一方で貸出基準金利を6回、預金準備率を10回もそれぞれ引き上げたり、3兆5114億元もの巨額の人民銀行手形を発行して商業銀行から資金を回収しておきながら、他方で債券レポ市場ではリバース・レポ取引および特別国債の買い切りオペ(「買断」)を通じて巨額の資金を供給して同市場金利を低下させ、商業銀行の貸出を増加させインフレを抑制できなかったのはなぜであろうか。

それは債券レポ市場などの短期金融市場金利を誘導目標金利と規定し、短期市場金利が誘導目標から逸脱した場合には、人民銀行が公開市場操作によって市場の資金需給を調節し、誘導目標に誘導するという、日本や欧米の中央銀行が採用している金融政策における政策手段の整合性を欠いていることにあると思われる<sup>35</sup>。

以下では日本における政策金利(コール無担保翌日物市場金利)と日本銀行の公開市場操作の実態を検討することにより、金融政策の整合性について考えてみることにしよう。

## 日本の政策金利

日本銀行(以下日銀)は2006年3月9日に、2001年3月から実施してきた「量的緩和」政策を解除した。2001年3月に日銀は、不良債権処理を促進して長期の不況から脱出することを目的に、日銀当座預金残高を通常の5兆円前後から、最大35兆円前後まで引き上げて、政策金利(コール無担保翌日物金利)をほぼ0.001%と限り無く0%に近付ける

表 9-1 人民銀行の公開市場操作

	売 り オ ペ	買 い オ ペ
2006年 1月	手形売り 3回、2050億元 アドバース・レポ 1回1183億元	リバース・レポ 4回、1550億元
2	手形売り 7回、6200億元	リバース・レポ 4回、2940億元
3	手形売り 9回、4950億元	リバース・レポ 4回、2550億元
4	手形売り 8回、1680億元	リバース・レポ 2回、1100億元
5	手形売り 7回、2750億元	リバース・レポ 3回、1200億元
6	手形売り 9回、2600億元	リバース・レポ 3回、1850億元
7	手形売り 8回、1640億元	リバース・レポ 4回、1920億元
8	手形売り 11回、1942億元	リバース・レポ 5回、1830億元
9	手形売り 8回、4080億元	リバース・レポ 3回、2600億元
10	手形売り 7回、2840億元	リバース・レポ 4回、660億元
11	手形売り 8回、810億元	-
12	手形売り 9回、2480.5億元	リバース・レポ 3回、1700億元
総 額	3兆5205億5000万元	1兆9900億元

(出所) 中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2006) 140~145ページより筆者作成。

「量的緩和」政策を実施した。

その後不良債権を抱えた民間銀行と民間企業の双方で、不良債権の処理が進行し、輸出関連産業を中心に設備投資が大幅に増加したこと、および消費者物価上昇率がプラスに転じたことを受けて、当時の福井俊彦前日銀総裁は2006年3月9日に「量的緩和」政策を解除した<sup>36</sup>。

ただし福井前日銀総裁は、日本経済が不況から本格的に脱出した訳では無いので、日銀当座預金残高を徐々に減らすという方策を採用した。政策金利の推移を見ると、2006年3月9日には「概ね0%」、2006年7月14日には「0.25%前後」、2007年2月21日には「0.5%前後」で「推移するように促す」としている<sup>37</sup>。

こうした経緯を念頭に置いた上で、2006年3月9日の「量的緩和」政策解除以降の、日本の政策金利と日銀の公開市場操作の関係について検討する。

## 日本の政策金利と公開市場操作

表10によれば、日銀が2006年3月9日に「量的緩和」政策を解除して以降、政策金利(表10ではコールレート)は、それぞれの誘導目標を大きく逸脱してはいない。このように、政策金利が誘導目標を大きく逸脱していないのは、日銀が日常的に公開市場操作(「短期オペレーション」)によって短期市場の資金需給を適切にコントロールしているからである。

表9-2 人民銀行の公開市場操作

	売りオペ	買いオペ
2008年1月	15回、手形売り、4330億元	21回、リバース・レポ、8860億元
2	9回、手形売り、5100億元	13回、リバース・レポ、3170億元
3	12回、手形売り、8340億元	11回、リバース・レポ、6320億元
4	15回、手形売り、7290億元	11回、リバース・レポ、3470億元
5	12回、手形売り、2960億元	8回、リバース・レポ、1300億元
6	12回、手形売り、1420億元	6回、リバース・レポ、350億元
7	13回、手形売り、2185億元	10回、リバース・レポ、1300億元
8	12回、手形売り、2805億元	8回、リバース・レポ、1780億元
9	9回、手形売り、4820億元	7回、リバース・レポ、2920億元
10	7回、手形売り、2800億元	5回、リバース・レポ、1550億元
11	4回、手形売り、300億元	4回、リバース・レポ、310億元
12	2回、手形売り、610億元	7回、リバース・レポ、1920億元
合計	4兆2960億元	3兆3250億元

(出所) 中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2008c) 160~172ページより筆者作成。

表10 コール・レートの推移

2005年8月	0.001%	2006年7月	0.267%
9	0.004	8	0.266
10	0.000	9	0.339
11	0.001	10	0.256
12	0.004	11	0.271
2006年1月	0.001	12	0.275
2	0.002	2007年1月	0.282
3	0.004	2	0.589
4	0.006	3	0.715
5	0.021	4	0.539
6	0.027	5	0.544

(出所) 日本銀行調査統計局 (2007)。

日銀は、「量的緩和」政策を解除して以降、2006年3月下旬、2006年4~5月、2007年3月上旬に集中的に「売りオペ」を行ない、政策金利を引き上げている(表11)。このように日銀が集中的に「売りオペ」を実施して以降2008年10月に政策金利を引き下げるまで、政策金利は2006年3月には0.002%、2006年5月0.02%、2007年3月には0.5%を下回ってはいない(表10)。

しかも日銀が、集中的に「売りオペ」を実施して政策金利を引き上げてしまって以降は、資金需要を一方向的に抑えつけるようなことはせずに、大量に「買いオペ」を行なって十分な資金供給も行なっている(表11)。従って、2006年3月に「量的緩和」政策が解除さ



れて以降も、銀行計貸出残高は前年比で、2006年7月には2.1%、2007年1月には1.8%それぞれ増加していた<sup>38</sup>。

しかし日銀が、集中的に「売りオペ」を行なって政策金利を0.509%へ引き上げた2007年3月から2008年1月までの期間では、銀行計貸出残高の前年比増加率は1%から0.1%の間で減少傾向にあった<sup>39</sup>。ただし銀行計貸出残高の前年比増加率が減少傾向にあった2007年3月以降も「買いオペ」を行なって、コール市場において巨額の資金供給を行なっ

表11 日銀の公開市場操作

(2006年3月)

(単価：億円)

オファー日 Date of Offer	種 類 Instrument	実行日 Date of Exercise	期 日 Date of Resale of Repurchase	オファー額 (a) Amounts Offered	応札額 Amounts of Competitive Bid	落札額 Amounts of Successful Bid	按分・全取レート (b) Pro-rata or Non-pro-rata Rate	平均落札レート Average Successful Bid Rate
2006 3/2	手形買入・全(3)	3/6	4/3	8,000	16,630	7,960	0.013*	0.024
3	C P 買現先(4)	3/7	4/20	4,000	3,203	3,203	0.002*	0.021
6	手形買入・全(3)	3/8	4/10	8,000	24,890	8,002	0.026	0.029
7	C P 買現先(4)	3/9	4/26	4,000	3,059	3,059	0.001*	0.003
8	国債買現先(5)	3/10	4/7	4,000	16,441	4,000	0.025*	0.026
10	国債買現先(5)	3/14	3/20	4,000	3,640	3,640	0.001*	0.002
10	手形買入・本(2)	3/13	3/20	6,000	8,850	6,003	0.001	0.002
13	手形買入・全(3)	3/15	3/28	6,000	6,860	6,002	0.001	0.002
14	C P 買現先(4)	3/16	5/2	3,000	2,887	2,887	0.001*	0.009
16	国債売現先(6)	3/20	3/29	6,000	25,710	6,002	0.003	0.003
16	手形売出(1)	3/20	3/27	8,000	29,800	8,002	0.002	0.001
17	手形売出(1)	3/20	3/29	10,000	37,700	10,002	0.002	0.001
20	C P 買現先(4)	3/23	5/11	3,000	4,330	2,991	0.021	0.036
28	国債売現先(6)	3/30	4/6	6,000	37,100	6,000	0.001*	0.001
29	手形売出(1)	3/31	4/12	6,000	32,500	6,003	0.001	0.001
30	手形売出(1)	3/31	4/17	8,000	31,100	8,002	0.001	0.001

(2006年4月)

オファー日 Date of Offer	種 類 Instrument	実行日 Date of Exercise	期 日 Date of Resale of Repurchase	オファー額 (a) Amounts Offered	応札額 Amounts of Competitive Bid	落札額 Amounts of Successful Bid	按分・全取レート (b) Pro-rata or Non-pro-rata Rate	平均落札レート Average Successful Bid Rate
2006 4/4	手形売出(1)	4/5	4/18	8,000	38,800	8,005	0.001	0.001
5	手形売出(1)	4/6	4/20	8,000	44,800	8,006	0.001	0.001
6	国債売現先(6)	4/10	4/24	6,000	41,710	6,001	0.001	0.001
10	手形買入・全(3)	4/12	6/8	6,000	28,475	5,975	0.027*	0.032
11	国債売現先(6)	4/13	4/28	6,000	30,300	6,002	0.001	0.001
13	C P 買現先(4)	4/17	5/18	3,000	4,427	2,832	0.003*	0.012
13	手形売出(1)	4/14	4/28	8,000	27,700	8,005	0.001	0.001
14	手形買入・本(2)	4/17	5/11	6,000	18,730	6,000	0.005	0.011
20	国債買現先(5)	4/24	5/22	4,000	10,773	4,003	0.003	0.006
24	C P 買現先(4)	4/26	5/26	3,000	6,375	2,985	0.006	0.008
24	手形売出(1)	4/25	5/8	6,000	21,430	6,001	0.004	0.003
26	手形買入・全(3)	4/28	6/27	6,000	28,304	6,160	0.033*	0.037
27	手形買入・本(2)	4/28	5/26	6,000	25,106	6,001	0.020	0.027
28	国債買現先(5)	5/2	5/26	4,000	13,005	4,001	0.026	0.030

(2007年3月)

オファー日 Date of Offer	種類 Instrument	実行日 Date of Exercise	期日 Date of Resale of Repurchase of Repayment	オファー額 (a) Amounts Offered	応札額 Amounts of Competitive Bid	落札額 Amounts of Successful Bid	按分・全取レート (b) Non-pro-rata Rate/Loan Rate	平均落札レート Average Successful Bid Rate or Loan Rate
2006 3/1	共通担保資金供給・本(2)	3/1*	3/2	12,000	13,350	12,000	0.450	0.536
1	国債買現先(5)	3/5	3/13	6,000	17,811	6,003	0.560	0.565
1	共通担保資金供給・本(2)	3/5	3/29	6,000	23,202	6,003	0.560	0.562
1	共通担保資金供給・本(2)	3/5	4/19	6,000	33,088	6,002	0.600	0.601
2	国債買現先(5)	3/6	4/5	6,000	22,030	6,007	0.590	0.598
2	共通担保資金供給・本(2)	3/6	3/30	6,000	21,042	6,003	0.550	0.559
2	共通担保資金供給・全(3)	3/6	5/14	8,000	29,493	8,009	0.600	0.609
5	手形売出(1)	3/5*	3/6	4,000	13,565	4,002	0.500	0.485
5	国債買現先(5)	3/7	4/9	6,000	18,228	6,005	0.590	0.597
5	手形売出(1)	3/5*	3/6	3,000	8,080	2,840	0.500*	0.489
6	手形売出(1)	3/6*	3/7	6,000	19,110	6,002	0.490	0.484
6	手形売出(1)	3/6*	3/7	4,000	9,505	4,002	0.500	0.492
7	手形売出(1)	3/7*	3/8	10,000	23,820	10,005	0.520	0.508
7	手形売出(1)	3/7*	3/8	3,000	7,510	2,890	0.520*	0.512
7	共通担保資金供給・本(2)	3/9	3/28	6,000	15,182	6,002	0.540	0.542
7	共通担保資金供給・本(2)	3/9	5/24	8,000	40,660	8,003	0.600	0.602
8	手形売出(1)	3/8*	3/9	8,000	15,835	8,002	0.520	0.512
8	国債買現先(5)	3/12	3/20	6,000	14,505	6,005	0.530	0.544
8	共通担保資金供給・本(2)	3/12	3/30	8,000	21,050	8,004	0.540	0.541
9	共通担保資金供給・全(3)	3/13	5/23	8,000	43,495	8,008	0.610	0.612
12	共通担保資金供給・本(2)	3/14	3/20	6,000	17,900	6,003	0.530	0.544
12	共通担保資金供給・本(2)	3/14	5/7	8,000	34,945	8,003	0.600	0.608
13	国債買現先(5)	3/15	3/30	8,000	19,058	8,004	0.530	0.548
13	共通担保資金供給・本(2)	3/15	3/22	8,000	23,500	8,002	0.540	0.546
14	共通担保資金供給・本(2)	3/14*	3/15	3,000	5,782	3,002	0.540	0.540
14	共通担保資金供給・本(2)	3/16	4/9	6,000	38,870	6,001	0.640	0.657
14	共通担保資金供給・本(2)	3/16	6/5	8,000	22,505	8,002	0.590	0.599
15	共通担保資金供給・本(2)	3/15*	3/16	10,000	10,850	10,001	0.500	0.524
15	国債買現先(5)	3/19	3/29	6,000	17,845	6,003	0.550	0.565
16	国債買現先(5)	3/20	3/30	6,000	21,840	6,002	0.590	0.597
16	共通担保資金供給・全(3)	3/20	6/1	6,000	41,607	6,006	0.610	0.623
19	共通担保資金供給・本(2)	3/22	4/13	6,000	46,832	6,003	0.670	0.688
20	国債買現先(5)	3/23	4/18	6,000	21,825	6,004	0.650	0.655
22	共通担保資金供給・本(2)	3/22*	3/23	4,000	9,934	4,003	0.530	0.538
22	国債買現先(5)	3/26	4/9	8,000	27,133	8,002	0.660	0.678
22	共通担保資金供給・本(2)	3/26	4/23	8,000	38,835	8,002	0.620	0.638
23	共通担保資金供給・本(2)	3/26	3/30	8,000	23,772	8,001	0.580	0.594
23	共通担保資金供給・全(3)	3/27	4/19	8,000	39,073	8,007	0.620	0.629
26	国債買現先(5)	3/28	4/10	8,000	20,642	8,003	0.610	0.624
26	共通担保資金供給・本(2)	3/28	4/2	6,000	26,573	6,000	0.680	0.695
27	手形売出(1)	3/27*	3/28	4,000	10,740	4,003	0.520	0.508
27	手形売出(1)	3/27*	3/28	3,000	8,745	3,175	0.510	0.495
27	共通担保資金供給・本(2)	3/29	4/4	8,000	33,885	8,003	0.660	0.662
28	手形売出(1)	3/28*	3/29	6,000	13,055	6,002	0.520	0.509
28	国債買現先(5)	3/30	4/4	8,000	20,222	8,003	0.640	0.650
29	共通担保資金供給・本(2)	3/29*	3/30	3,000	7,717	3,001	0.550	0.561
29	共通担保資金供給・本(2)	3/30	4/3	4,000	21,165	4,002	0.670	0.682
30	共通担保資金供給・本(2)	3/30*	4/2	10,000	31,243	10,001	0.680	0.684
30	共通担保資金供給・本(2)	4/4	4/12	8,000	51,440	8,000	0.580	0.581

(出所)・2006年3月：日本銀行調査統計局 (2006a) 11ページ。

・2006年4月：日本銀行調査統計局 (2006b) 11ページ。

・2006年5月：日本銀行調査統計局 (2006c) 11ページ。

・2007年3月：日本銀行調査統計局 (2007b) 11ページ。

ている(表11)。

このように日本の金融政策が、政策金利と公開市場操作の連携により、ある程度マネーサプライ・コントロールに成功していると考えられるならば、中国においても短期市場金利を誘導目標金利と位置付けて、公開市場操作との連携により、マネーサプライ・コントロールの実現を旨とすることが求められているように思われる。

### 〔3〕個人消費と設備投資の「両立」

#### 国民所得と消費の関係

2007年中国の国内総生産総額は26兆3242億元、「個人消費支出」が9兆3317億元で全体の35.44%を占め、設備投資を含む「固定資本形成総額」が10兆5221億元で全体の39.97%を占めており、個人消費と設備投資のそれぞれが全体に占める割合がほぼ等しくなっている<sup>40</sup>。

これは経済拡大過程(あるいは乗数プロセス)の中で、消費の拡大を投資の拡大が追い抜いた結果と本稿では考えている。こうした消費の伸びを投資の伸びが追い抜いた典型的な産業として中国鉄鋼産業に絞り、「金融引き締め政策」の下で、どのようにして鉄鋼製品への消費・投資および金融機関貸出が拡大していったのかについて検討する。

まず中国全体の個人消費支出と設備投資を取り巻く状況について確認しておこう。

経済拡大過程、ケインズ経済学で言うところの乗数プロセスでは、平均消費性向を拡大することが国民所得総額を拡大する近道となる。そのことを簡単な式であらわすと以下ようになる。

すなわち、

$$Y = I / (1 - c) \quad (1)$$

[ただし、Y = 国民所得 (= GDP)、c = 平均消費性向 (c=C/Y)、I = 投資]

ここに出てくる平均消費性向とは、国民が所得のうちどのくらいの割合を、貯蓄にではなく、消費支出に回すのかを表わす指標である。(1)式の(1-c)では、c(平均消費性向)は1(所得総額)を超えて増加できないこと、c(平均消費性向)は所得が増加して初めて増加することを表わしている。

またIはYの大きさに関係なく拡大する。したがってIが拡大することによって投資と消費と生産が同額になるという均衡国民所得水準に到達するが、完全雇用国民所得水準には、消費支出と投資支出から成る需要の不足を政府支出の増額などによって補わなければならない<sup>41</sup>。

ここで(1)式のcに0.8と0.9を、I(投資)に10をそれぞれ代入して、Yがどのように変化するかを見てみよう。ここでは平均消費性向は0.8よりも0.9の方が大きいと考える。

〈1〉 $c = 0.8$ 、 $I = 10$ の場合

$$1 / 1 - 0.8 = 1 / 0.2 = 5、5 \times 10 = 50 \text{ よって } Y = 50。$$

〈2〉 $c = 0.9$ 、 $I = 10$ の場合

$$1 / 1 - 0.9 = 1 / 0.1 = 10、10 \times 10 = 100 \text{ よって } Y = 100。$$

以上のように、 $c = 0.9$ の方が $c = 0.8$ の時よりも $Y$ の値が大きくなるのがわかる。(1)式で、 $(1 / 1 - c)$ のことを乗数値と言うが、乗数値とはある産業で当初需要が増大し、生産・所得が増大するなかで派生需要が次々に増大することにより、初期需要額の何倍の総需要額 $Y$ が生産されるのかを表している<sup>42</sup>。

例〈2〉のように、 $c$ の値よりが大きくて乗数値がより大きく $I$ (投資)の値が不変の場合には、 $Y$ (国民所得)の値はより大きくなるのが理解できる。

中国の場合で考えてみよう。ここでは平均消費性向=消費支出/可処分所得で考えることにする。まず表12によれば、都市部・農村部ともに可処分所得・個人消費が順調に増加していることが分かる。とくに2004年以降では、都市部・農村部ともに可処分所得・個人消費の伸びが9%を超えて増加している。

しかし平均消費性向の場合では、都市部では2000年以降一貫して低下傾向にあり、農村部でも2007年以降低下傾向にある(表12)。これは(1)年金制度や医療保険制度など

表12 中国の平均消費性向

(都市部)

	都市部可処分所得	都市部消費支出	平均消費性向
2000年	6280元	4998元	79.58%
05	1万493	7942	75.68
06	1万1759(+12%)	8696(+9.4%)	73.95
07	1万3785(+17%)	9997(+15%)	72.52

(農村部)

	農村部純収入	農村部生活消費支出	平均消費性向
2000年	2253元	1670元	74.12%
05	3254	2555	78.51
06	3587(+10%)	2829(+11%)	78.86
07	4140(+15%)	3224(+14%)	77.87

(出所)・2000年、05年、06年：中華人民共和国国家統計局編(2007)343ページ。

・2007年：中華人民共和国国家統計局編(2008a)315ページ。

が未整備で、可処分所得の少ない部分が貯蓄に回っている、(2) 教育関連支出や住宅ローン残高が年々増加しているなどの理由が考えられる<sup>43</sup>。

このように中国の消費動向は、政府の施策なしにはその拡大を望むことができないような状況にあったことが理解できる。

## 人民銀行サイドからの消費拡大策

人民銀行は2004年以降、商業銀行の貸出を直接的にコントロールする「窓口指導」に、本格的に乗り出した。「窓口指導」とは、通常中央銀行の担当者が民間銀行（中国では商業銀行）の貸出担当者に対して、特定の産業に対して貸出を減らす、あるいは増やすように指導することを指す。

中国では、2003年に鋼材・セメント・電解アルミの各業界において、設備投資の対前年同期比増加率が92.9%～121.9%に達し<sup>44</sup>、また2004年3月の新設固定資産投資の増加額が60%を大幅に超え<sup>45</sup>、明らかに過剰投資の様相を呈していた。また2004年には土地取引価格指数も3月の+7.5%から6月には+11.5%へ上昇していて、不動産投資に対する規制も必要となっていた<sup>46</sup>。

こうした状況を踏まえて2004年に人民銀行は商業銀行に対して、(1) 鉄鋼・アルミ・セメント・不動産の各業界および大型プロジェクトに対する貸出を抑制すること、(2) 農業関連・雇用拡大分野・消費者ローン・教育支援分野に対する貸出を促進すること、という内容で「窓口指導」を行なった<sup>47</sup>。

人民銀行の実施した「窓口指導」により、鉄鋼業における固定資産投資完成額を、対前年同期比の増加率で2004年の+39.26%および2005年の+21.97%と比較すると、幅はあるものの2006年には+1.75%、2007年には+20.3%へとそれぞれ抑え込むことに成功した<sup>48</sup>。

しかも個人向けローン(消費者ローン)については、逆に2007年12月末では前年同期比36.1%の増加を実現し、個人向けローンの内訳では、住宅ローン+36.1%・乗用車ローン+17%・学資ローン+31%と、それぞれ増加を実現している<sup>49</sup>(表13)。

以上の実状を踏まえるならば、人民銀行が2004年に実施した「窓口指導」は、複数の過剰投資に陥った産業に対する貸出の伸びを抑制し、個人消費を促進する消費者向け貸出を逆に増加させることに成功しているように見える。だがしかし、人民銀行が実施した「窓口指導」が果たして本当にバランスのとれた消費と投資の拡大に寄与したのだろうか。この点を以下の節で検討する。

## 不動産開発投資と鋼材需要の拡大

表14に見られるように2007年12月に不動産開発投資が30.2%増加し、同年に住宅ローンも36.1%増加したことによって、オフィスビル・商業用建築物・個人住宅(マンション)

表13 2007年の消費者向け融資額

	総 額	個人住宅ローン	自動車ローン	学資ローン
3月末	2兆5722億元 (+14.5%)	2兆1149億元 (+12.02%)	992億元 (-3.21%)	189億元 (+38.7%)
6月末	2兆7897億 (+26.03%)	2兆2796億 (+24.03%)	1041億 (+6.65%)	193億 (+36.3%)
9月末	3兆968億 (+34.45%)	2兆5435億 (+33.3%)	1099億 (+15.56%)	204億 (+30.17%)
12月末	3兆2783億 (+36.1%)	2兆7031億 (+36.1%)	1107億 (+17%)	238億 (+31%)

(出所)・3月末：中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2007n) 129ページ。

・6月末：中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2007o) 138ページ。

・9月末：中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2007p) 141ページ。

・12月末：中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2007g) 144ページ。

表14 不動産開発投資の実態

	不動産開発投資総額 (完成分)	住宅向け	オフィス・ビル	商業地開発向け
2006年3月	2793億元 (+20.2%)	1888億元 (+23.1%)	121億元 (+1.2%)	341億元 (+20.9%)
6月	7695億 (+24.2%)	5328億 (+28.2%)	346億 (+16.3%)	938億 (+20.7%)
9月	1兆2902億 (+24.3%)	9076億 (+29.5%)	579億 (+15.8%)	1541億 (+16.9%)
12月	1兆9382億 (+21.8%)	1兆3612億 (+25.3%)	923億 (+21%)	2345億 (+15%)
2007年3月	3544億 (+26.9%)	2462億 (+30.4%)	149億 (+23%)	402億 (+17.7%)
6月	9887億 (+28.5%)	6955億 (+30.8%)	440億 (+27%)	1099億 (+17.1%)
9月	1兆6814億 (+30.3%)	1兆2050億 (+32.8%)	728億 (+25.7%)	1847億 (+19.9%)
12月	2兆5280億 (+30.2%)	1兆8010億 (+32.1%)	1037億 (+11.7%)	2776億 (+17.9%)

(出所)・2006年3～9月：中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2006) 99ページ。

・その他：中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2007) 121ページ。

ンを含む)の建築に必要な、耐震補強などに用いる構造用材、すなわち鋼筋・線材・棒鋼などの鋼材に対する需要も拡大した。オフィスビルや個人向け住宅建設に必要な鋼材の2007年の消費量で見ると、中小型型鋼+28.03%、棒鋼+11.97%、鋼筋+16.39%、線材+11.16%それぞれ増加している(表15)。

こうした建築用鋼材の価格の推移を見てみると、2007年一年間では鋼材価格がゆるや

表15 中国における鋼材の消費動向 (2006～2007年)

	(参考)2005年の生産量	2006年の消費量	2007年の消費量	増加率(06～07年)
鉄道用鋼材	312.9万トン	326.95万トン	288.97万トン	-11.62%
大型型鋼*	735.9万	754.1万	609.86万	-19.13%
中小型型鋼*	2490.9万	2211.75万	2831.68万	+28.03%
棒鋼*	3052.1万	3726.81万	4172.85万	+11.97%
鋼筋*	7259.4万	8424.75万	9805.54万	+16.39%
線材*	5962.7万	6619.94万	7358.64万	+11.16%
厚鋼板×	1113.9万	1334.8万	1613.08万	+20.85%
中厚板 ? × b ◇	1871.9万	2244.67万	2554.87万	+13.82%
熱延薄板	23.47万	50.95万	201.86万	+296.19%
冷延薄板 ? #	576.9万	761.22万	1573.62万	+106.72%
熱延広幅帯鋼 ? # b	1071.1万	1687.59万	1840.75万	+9.08%
冷延広幅帯鋼 ? #	889.9万	2053.31万	2007.42万	-2.23%
メッキ鋼板 ? #	877万	1540.91万	1797.18万	+16.63%
総計	3億8151万トン	4億4634.31万トン	5億2029.83万トン	

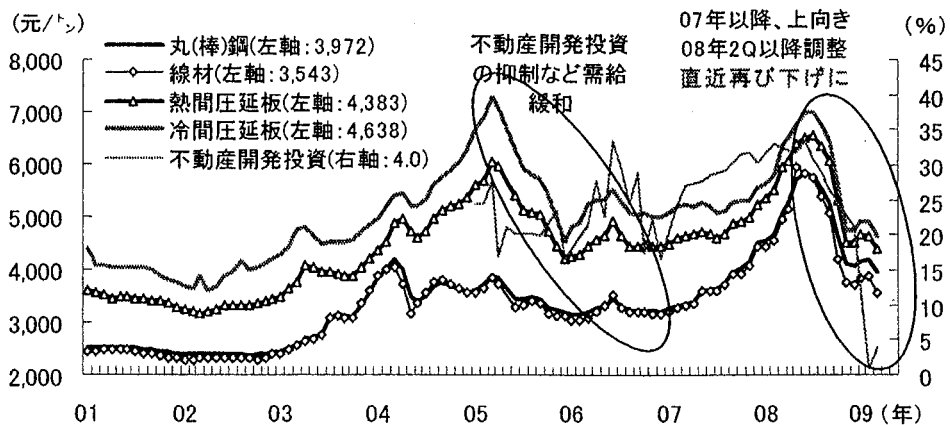
(注) 実際には22品目であるが、本表では中国経済の分析に必要な13品目に絞った。

(記号)

- \*住宅・ビル・マンションなどの建設、産業機械、部品向け
- ?自動車向け #家電製品向け ×船舶向け bコンテナ向け
- ◇貨車向け

(出所)・2005年 : 株式会社シープレス編(2008a)44～45ページ。  
 ・2006、2007年: 中国鉄鋼工業年鑑編集委員会(2008)97ページ。

表16 中国の鋼材市況 (01年～)



(注) 月次ベース、不動産開発投資は年初来累計前年同期比、直近は09/3

(備考) CEIC Dataを基にSRI作成

(出所) 吉川健治(2009)。

かに上昇していることが見て取れる(表16)。

2004年以降に実施された金融引き締め政策(金利引き上げ、売りオペ、預金準備率の引き上げ、窓口指導など)により、2006・07年の中国鉄鋼業の固定資産投資完成額が大幅に抑制されるという状況の中で、建築用鋼材などの需要増に対応する鋼材供給体制はどのようにして構築されていたのであろうか。

### 「過剰投資」防止策と大型高炉増強

2003年に引き続き、2004年度第1四半期における鉄鋼・セメント・電解アルミ3産業の設備投資増加率は、107.2%・101.4%・39.3%と幅はあるが高水準にあった<sup>50</sup>。

上記3産業の中では、電解アルミ産業の2004年第1四半期の設備投資増加率が大幅に減少しているものの、上記3産業の設備投資増加率は、明らかに「過剰投資」状態にあったと思われる。

したがって、こうした主要産業の過剰投資を抑制するために、2004年以降中国政府は様々な過剰投資防止策を実施してゆくことになる。そしてそうした過剰投資防止策の一環として、2004年3月には、国家発展改革委員会は総合鉄鋼メーカーや精錬所の新規建設を原則認めないという方針を発表した<sup>51</sup>。

建設の必要がある場合には、十分な根拠を示し、國務院の認可を受けることを義務付けた<sup>52</sup>。

しかしこうした「過剰投資」防止策が実施される一方で、既存の鉄鋼メーカーによる2000㎡以上の大型高炉(以下「大型高炉」)の建設は急速に進んだ(表17)。「過剰投資」であったと言われた2003年の「大型高炉」の建設は4件9900㎡であった。様々な「過剰投資」防止策が実施された2004年以降、「大型高炉」の建設は実際には、2004年8件2万390㎡・2005年9件2万5080㎡・2006年6件1万8300㎡・2007年5件1万6260㎡と、逆に「過剰投資」防止策が実施される以前の2003年までよりも、2004年以降の「大型高炉」建設の方がより大きな規模で進行している(表17)。

中国の鉄鋼産業において、一見矛盾したように見える上記の設備投資の増強も、実は以下で見ると設備投資を増強しなければならない合理的な根拠があった。

表18に明らかなように、2005年までは、中国における鋼材の消費量は鋼材の供給量を上回っており、国内供給だけで賄えない鋼材については輸入に依存せざるを得なくなっていた。例えば、2003年の中国国内鋼材生産量は2億3600万トンで、対前年比増加率は+21.5%であったが、同年の鋼材輸入量は3717万トンで、対前年比増加率は+51.8%にのぼっていた<sup>53</sup>。

また2006-07年は、中国における鋼材の消費量はその供給量を下回っていて明らかに過剰生産状態にあったが、鋼材価格はゆるやかに上昇していて、2007年中は鋼材に対する需要圧力がまだ非常に強かったと推測できる(表16、18)。

しかもこの2007年における鋼材価格のゆるやかな上昇は、不動産開発投資の増加と連



動していたのであり、2004年の「窓口指導」により貸出を促進するように指示が出されていた個人向け住宅ローンが2007年には30%を超えて増加したことは、鋼材需要増加に大いに寄与したと思われる(表14、16)。2007年における個人住宅やオフィスビル・商業施設の建設を含む不動産開発投資の増加は、大規模な鋼材需要の拡大に寄与したと考えることができる。

### 鉄鋼企業の再編統合

鋼材需要に対する増加要因としては、不動産開発投資の増加に止まらず、自動車や家電製品の生産・販売の増加も大いに寄与していたと思われる。不動産開発投資増に伴って増加した鋼材は線材であったが、自動車や家電製品の生産・販売増に伴って増加した

表17 中国鉄鋼大手の高炉設備増強

2003年	鞍山鋼鉄	3200m <sup>3</sup>	2005年	唐山鋼鉄	2000m <sup>3</sup>
	馬鞍山鋼鉄	2500m <sup>3</sup>		邯鄲鋼鉄	2000m <sup>3</sup>
	唐山鋼鉄	2000m <sup>3</sup>		江蘇沙鋼集団	2680m <sup>3</sup>
	華菱集団漣源鋼鉄	2200m <sup>3</sup>		広東韶鋼	2600m <sup>3</sup>
2004	鞍山鋼鉄	2580m <sup>3</sup>		安陽鋼鉄	2200m <sup>3</sup>
	本溪鋼鉄	2600m <sup>3</sup>	2006	武漢鋼鉄	3200m <sup>3</sup>
	武漢鋼鉄	3200m <sup>3</sup>		華菱集団湘潭鋼鉄	2500m <sup>3</sup>
	首鋼集団遷安鋼鉄	2650m <sup>3</sup>		天津鋼鉄	3200m <sup>3</sup>
	江蘇沙鋼集団	2680m <sup>3</sup>		江蘇南京鋼鉄	2550m <sup>3</sup>
	天津鋼鉄	2000m <sup>3</sup>		承鋼	2500m <sup>3</sup>
	江蘇南京鋼鉄	2000m <sup>3</sup>		太原鋼鉄	4350m <sup>3</sup>
2005	鞍山鋼鉄	3200m <sup>3</sup>	2007	武漢鋼鉄	2800m <sup>3</sup>
	鞍山鋼鉄	3200m <sup>3</sup>		馬鞍山鋼鉄	4080m <sup>3</sup>
	本溪鋼鉄	2850m <sup>3</sup>		馬鞍山鋼鉄	4080m <sup>3</sup>
	上海宝山鋼鉄集団	4350m <sup>3</sup>		安陽鋼鉄	2800m <sup>3</sup>
2007年	寧波鋼鉄	2500m <sup>3</sup>			

(注) 上表に登場する中国大手鉄鋼企業各社は、以下のように再編・統合された。

- (1) 鞍本鋼鉄集団 — 2005年8月鞍山鋼鉄集団と本溪集団が統合して、鞍本鋼鉄集団に。
- (2) 河北鋼鉄集団 — 2006年唐山鋼鉄集団と宣鋼・承鋼が統合して、「新唐鋼」に。2008年6月に邯鄲鋼鉄を統合して「河北鋼鉄集団」に。
- (3) 江蘇沙鋼集団(沙鋼) — 2007年9月沙鋼が河南安陽鋼鉄を買収。
- (4) 宝鋼集団 — 2008年6月広東韶鋼が、2009年2月寧波鋼鉄が、それぞれ宝鋼集団の傘下へ。

〈上記注は、「別刷 中国鉄鋼企業の統合・再編と日・米・欧州企業との合弁・提携図」(株式会社シープレス編(2009b)を参考にした)。

(出所) 中国鋼鉄工業協会(2008)97-99ページ。

鋼材は、板材や帯鋼であった。従来中国の鋼材市場では、建築用資材である線材の生産・販売が主流であったが、自動車や家電製品の生産・販売増に伴って、板材や帯鋼の生産・販売が急速に増加している(付表1、表15)。

このように中国経済の生産構造が変化するに伴って、鋼材市場において取引される鋼材の種類も豊富になり、既存の鉄鋼企業にとっても、従来あまり得意では無かった板材や帯鋼の分野においても品揃えに工夫が求められるようになった。

例えば複数の中国鉄鋼大手メーカーと海外メーカーが、2002年以降、自動車の車体や家電製品向けに、高度な技術で表面処理を施した亜鉛メッキ鋼板を協同で生産する合弁契約を取り交わし、合弁生産が活発になった<sup>54</sup>。

このように鉄鋼産業の生産構造にも変化が迫られる中で、中国鉄鋼産業でも2005年以降統合・再編が始まった。

中国の鉄鋼産業は、粗鋼生産において2002年には1億8224万トンを生産し、2002年以降世界最大の粗鋼生産国の地位を維持し続けている<sup>55</sup>。しかしながら、中国の鉄鋼企業1社当たりの国内シェアは非常に低く、中国における粗鋼生産最大手の宝鋼集団でさえ、2008年の粗鋼生産は3540万トンであったが、国内シェアはたかだか7.01%である(表19)。

日本の粗鋼生産第2位のJFEグループでさえ、2008年の粗鋼生産は3300万トンでシェアは27.79%である(表19)。

中国の鉄鋼メーカーは、2006年には6999社であったが、2007年には162社増加して7161社となった<sup>56</sup>。日本の鉄鋼メーカーはほぼ60社くらいだから、中国の鉄鋼業界では、

表18 中国における鋼材の生産・消費状況

	生産量	消費量	生産能力
2000年	1億3146万トン	1億4121万トン	
01	1億5702万(+19.44%)	1億6950万(+20.03%)	
02	1億9250万(+22.59%)	2億1154万(+24.8%)	
03	2億4108万(+25.23%)	2億7129万(+28.24%)	
04	3億1976万(+32.63%)	3億3484万(+23.42%)	
05	3億7771万(+18.12%)	3億8301万(+14.38%)	4億7000万トン
06	4億6893万(+24.15%)	4億4443万(+16.03%)	
07	5億6561万(+20.61%)	5億1983万(+16.96%)	7億5546万

(出所) 中国鉄鋼工業協会(2008) 59、95ページ。

表19 2008年の粗鋼生産と国内シェア

	宝鋼集団	JFEグループ
粗鋼生産	3500万トン(世界3位)	3300万トン(世界6位)
国内シェア	7.01%(国内1位)	27.79%(国内2位)

(出所) 粗鋼生産・世界順位: World Steel Association (2008a), (2008b).

過当競争から過剰生産に陥ることは時間の問題であった。また企業の規模が小さいことにより、海外の鉄鋼メーカーなどからの吸収合併の危険にさらされることにもなった<sup>57</sup>。

2005年8月に遼寧省の鉄鋼メーカー大手、鞍山鋼鉄集団と本溪鋼鉄(集団)が統合して、「鞍本鋼鉄集団」を設立することが発表され、それ以降中国鉄鋼メーカーの再編統合が本格化した<sup>58</sup>。これに続く形で2005年12月には武漢鋼鉄(集団)(武鋼)と広西柳州鋼鉄(集団)の「武鋼柳鋼(集団)連合」、2006年1月河北省の3社(唐山・宣化・承徳の3鋼鉄集団)による「唐山鋼鉄集団(新唐鋼)」同年8月に山東省の済南鋼鉄集団(済鋼)と萊蕪鋼鉄集団(萊鋼)による「山東鋼鉄集団」と大型統合が相次いだ<sup>59</sup>。

こうした大型統合が進む中で、やはり統合再編により急速な成長を遂げつつある中規模鉄鋼会社もあらわれた。

2005年の民営企業売上高でレノボに次いで2位の中国最大手民営企業である江蘇沙鋼集団は、粗鋼生産で2004年の7位から2005年には一挙に4位へ、そして2007年にはついに3位へと踊り出た(ただし2008年は5位)(表20)。2007年に粗鋼生産で3位となるまでに、江蘇沙鋼集団は、2006年6月には江蘇淮鋼集団・2007年9月には河南安陽永興鋼鉄・2007年12月には江蘇永鋼集団をそれぞれ傘下に収めていた<sup>60</sup>。

表20 粗鋼生産の推移

	江蘇沙鋼集団	武漢鋼鉄集団	宝鋼集団
2001年	253万トン	709万トン	1914万トン
02	360万(+42.29%)	755万(+6.4%)	1948万(+1.77%)
03	502万(+39.44%)	844万(+11.78%、3位)	1987万(+2%)
04	755万(+50.39%、7位)	931万(+10.3%、3位)	2141万(+7.75%)
05	1045万(+38.41%、4位)	1350万(+45%、3位)	2273万(+6.16%)
06	1460万(+39.71%、4位)	1380万(+2.22%、5位)	2250万(-1.01%)
07	2290万(+56.84%、3位)	2020万(+46.37%、5位)	2860万(+27.11%)
08	1920万(-16.15%、5位)	2770万(+37.12%、3位)	3540万(+23.77%)

(注) 江蘇沙鋼集団は、中国最大の民営鉄鋼会社。

(出所) 株式会社シープレス編(2008d)。

表21 純利益の動向

	江蘇沙鋼集団	武漢鋼鉄集団	宝鋼集団
2002年	7億9900万元	15億2000万元	
03	10億2000万	26億8000万	69億7572万元
04	23億4600万	39億7800万	93億9523万
05	10億4500万	33億6500万	126億6600万
06	29億6000万	25億2600万	130億1000万

(注) 純利益 = 売上高 - (費用 + 納税額)

(出所) 株式会社シープレス編(2008b) 334ページ。

この一連の企業統合の過程で、江蘇沙鋼集団は951万トンの粗鋼生産の増加を実現していた。

また2006年6月江蘇沙鋼集団は、医薬・鉄鋼・不動産開発・商業の4部門を柱に事業展開する民営企業大手の上海復星高科技(集団)有限公司と戦略的に提携し、鉄鉱石やコークス・鉄くずなどの原燃料の購入で協力することとなった<sup>61</sup>。

こうした企業努力の結果、江蘇沙鋼集団は、2006年には純利益で鉄鋼大手の武漢鋼鉄を追い抜くことに成功した(表21)。

### 鉄鋼企業再編と大型高炉増設

江蘇沙鋼集団に限らず、中国鉄鋼企業の再編統合の過程では、多くの鉄鋼企業が2000m<sup>3</sup>を超える大型高炉の設備を増設していた。鉄鋼企業の再編統合を担ってきた中国大手鉄鋼企業グループは、多くの場合2000m<sup>3</sup>以上の大型高炉を増強してきた(表17)。

以上のように有力鉄鋼企業は、統合再編の過程で規模の優位性を確保するべく、大型高炉の設備増強にも取り組み、シェアの拡大に努めた。こうした設備増強によって、江蘇沙鋼集団は、粗鋼生産において国内シェアを04年の7位から07年には3位へと大きく躍進することに成功した(表20)。

しかしながら、このような鉄鋼大手企業による再編統合過程における大型高炉の相次ぐ設備増強により、過剰投資・過剰生産の問題が表面化することも避けられなかった。2006-07年には、鋼材生産は鋼材消費を上回り、鋼材の過剰生産が明らかになった(表18)。

実際、上海鋼材市場における2008年の1mm冷延鋼板の価格推移を見てみると、7月18日に7350円の最高値を付けて以降、11月10日の4100円まで急落し、鋼材の供給が需要を大幅に上回る過剰生産に陥っていたことがわかる(表22)。

2008年10月末中国鋼鉄工業協会は、2008年1-9月の最終損益が赤字であった企業の損失合計が11億5400万円となったと発表した<sup>62</sup>。同協会によれば、会員企業の損失が拡大した背景として、原燃料費の上昇に伴う製鉄コストの上昇と鋼材価格の下落を挙げている<sup>63</sup>。

こうした状況の下鉄鋼4社は、2008年10月の鉄鋼生産量を20%減産することで合意した。協調減産の狙いは、鋼材価格の維持と原燃料コストの抑制にあると見られていた<sup>64</sup>。

また協調減産で一致したのは、首都鋼鉄集団(首鋼)・河北鋼鉄集団(河北)・山東鋼鉄集団(山東)・安陽鋼鉄(安陽)の4社<sup>65</sup>。

以上首鋼・河北・山東・安陽の4社は、いずれも中国鉄鋼企業の統合再編の一翼を担っており、2004年以降、2000m<sup>3</sup>を超える大型高炉の設備を首鋼は1基、河北は4基(唐山2基、邯鄲1基、承德1基)、安陽は2基それぞれ増設していた<sup>66</sup>(表17)。

#### 〔4〕 おわりに－「過剰生産」から脱却するための処方箋－

以上の考察から明らかなように、中国の基幹産業とりわけ鉄鋼・セメント・電解アルミなどの固定資産投資の規模の大きい産業の場合、貸出基準金利や預金準備率の引き上げ（以下通常の金融引き締め政策）だけでは、産業固有の問題である「過剰生産」を防ぐことは不可能である。

具体的には、通常の金融引き締め政策と、窓口指導を通じて金融機関に対して消費者ローンを増やすように指導する消費喚起政策や鉄鋼大・中規模企業の統合再編など、ともすると「過剰生産」を促進しかねないような政策を、どのように調整してゆくのが問われるところである。

それでは、とりわけ中国の鉄鋼産業において「過剰生産」を防ぐには、どのような点に留意すればよいのであろうか。

まず「過剰生産」を金融面から支持する「貸出」の増加を抑えることにより、M2や物価の上昇率が抑えられる。2007年に限定して言うならば、物価上昇率を2.5%以下に抑

表22 1mm冷延鋼板価格推移（上海）

2007年7月6日	4750元	2008年8月1日	6950元
15日	4700	8日	6820
20日	4700	15日	6600
27日	4730	22日	6250
8月3日	4760	29日	6350
10日	4850	9月5日	6430
17日	4900	12日	6400
24日	4950	19日	6200
31日	5080	26日	5830
9月7日	5200	10月10日	5150
14日	5330	20日	4470
21日	5350	30日	4430
28日	5300	31日	4400
11月23日	5230	11月10日	4100
12月7日	5520	20日	4150
2008年7月4日	7300	28日	4250
11日	7280	12月10日	4400
18日	7350	19日	4300
25日	7070	30日	4450

（出所）中国鉄鋼工業協会（2009）。

えることが可能ならば、実質預金金利がマイナスになって「過剰消費」を煽ることや、実質貸出金利がマイナスとなって「過剰投資」を煽ることを防ぐことが可能となる(表5)。

したがって実質金利をマイナスにしない範囲すなわち2.5%以下に物価上昇率を抑える必要があり、そのためには物価上昇要因であるM2の60%前後を占める「貸出」の増加率を実質GDP成長率+2%程度に収めることが可能な範囲、すなわち10~13%程度に抑制する必要がある、ということになる(物価=M2増加率-実質GDP増加率)。

では消費者物価上昇率を年率で2.5%以下、主要産業への「貸出」増加率を13%前後に維持するには、どうすれば良いのであろうか。

まず、短期市場金利を誘導目標金利とする。次に、人民銀行が短期市場金利の変動を公開市場操作を通じた資金需給調節によって、貸出の伸びをコントロールし、消費者物価上昇率を2.5%以下に抑えることが必要となる。

そのためには、短期金融市場を不正取引の無い健全な金融市場に育成することが求められる<sup>67</sup>。

次に、主要産業への「貸出」の増加率を13%前後に維持するには、どうしたら良いのであろうか。

まるで商業銀行が主要産業に行なってきた「過剰融資」を追認するような、人民銀行による無原則的な「買いオペ」は即刻停止するべきであろう。商業銀行による「過剰融資」は、短期金融市場金利が誘導目標金利になっているならば、人民銀行が集中的な「売りオペ」によって金利を上げ切ってしまうと、十分に阻止できることである。

また主要産業の「過剰投資」を産業の側から見れば、新規設備投資を行なう主要産業に対しては、研究開発投資や高付加価値製品開発を行わなければ銀行融資を認めないなどの措置により、「過剰投資」を阻止できると思われる。

最後に低落傾向にある平均消費性向を、どうすれば上向かせることができるのであろうか。ここはやはり可処分所得を増やすことにより、消費支出を増加させることが可能ならば、最終的に平均消費性向を上向かせることができると思われる。

そのためには、年金や医療保険の積立金の個人負担を軽減するべく、巨額の外貨準備を取り崩して社会保障基金に充当するという方策が考えられる。個人の社会保険費用負担を軽減することにより消費支出が増加するならば、平均消費性向は増加傾向へと転じるとされる<sup>68</sup>。

このように平均消費性向を増加傾向に転じることができれば、無理な「窓口指導」によって個人向け住宅ローンの貸出を促して個人に対する住宅購入を煽り、結果的に建築用鋼材の過剰生産を招来することも防ぐことが可能になるように思われる(〈補注〉を参照のこと)。

(付表1) 中国自動車生産台数の推移

2002年	347万7400台
03	449万6500 (+29.3%)
04	519万6500 (+15.57%)
05	615万3400 (+18.41%)
06	727万8900 (+18.29%)
07	888万7000 (+22.09%)
08	961万5400 (+8.2%)

(出所)『東洋経済 統計月報』2009年8月号、78ページ。

(付表2) M2とマネタリー・ベース

	M2	マネタリー・ベース
1998年	10兆4498億元	2兆6808億元
99	11兆9897億 (+14.73%)	2兆9369億 (+9.55%)
2000	13兆4610億 (+12.27%)	3兆1957億 (+7.95%)
01	15兆8310億 (+17.59%)	3兆3957億 (+6.25%)
02	18兆5007億 (+16.87%)	3兆7727億 (+11.1%)
03	22兆1222億 (+19.57%)	4兆3798億 (+16.09%)
04	25兆4107億 (+14.86%)	5兆8856億 (+11.38%)
05	29兆8755億 (+17.57%)	6兆4343億 (+9.32%)
06	34兆5603億 (+15.68%)	7兆7758億 (+20.84%)
07	40兆3442億 (+16.73%)	10兆1514億 (+30.55%)
08	47兆5166億 (+17.77%)	12兆9222億 (+27.29%)

(出所) 1998年から2008年の期間で、M2(「貨幣と准貨幣(M2)」)が掲載されている「貨幣供給量」および「マネタリー・ベース(準備貨幣)」が掲載されている「貨幣当局資産負債表」は、中国人民銀行ホームページの「統計データ」からアクセスできる[「統計データ」『中国人民銀行網站』(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju>) 2010年2月8日取得]。

(付表3) 宝鋼集団の借入金

	短期借入金	長期借入金
2001年	6億7000万人民幣	108億8268万人民幣
02	5000万 (-95.38%)	87億6840万 (-19.42%)
03	2億5644万 (+412%)	60億628万 (-31.5%)
04	11億8579万 (+362%)	39億552万 (-34.97%)
05	107億7707万 (+808%)	161億9497万 (+314%)
06	189億4513万 (+75.79%)	95億9012万 (-40.78%)
07	204億8112万 (+8.1%)	164億3194万 (+71.34%)

(出所) Baoshan Iron & Steel Co., Ltd., *Annual Report*. 各年版のバランス・シートを参照して作成した。なお同社のアンニュアル・レポートは、以下の同社のサイトからアクセスできる[[http://www.baosteel.com/plc\\_e/06culture/ShowArticle.asp?ArticleID=1255](http://www.baosteel.com/plc_e/06culture/ShowArticle.asp?ArticleID=1255) (2010年) 2月16日取得]。

## 〈注〉

- 1、貸出基準金利については、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007d)150ページ。預金準備率については、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007j)147ページ。
- 2、2007年の消費者物価指数については、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007c)105ページ。鋼材の過剰生産状況については、中国鉄鋼工業協会(2008)59、95ページ。「中国政府製鉄所新設、3年間認めずー生産能力過剰に危機感ー」(『日本経済新聞』2009年8月14日)。
- 3、長谷川俊明・王軍衛編訳(1997)3ページ。
- 4、最近の中国経済に関する論考を精力的に発表されている関志雄氏の見解に拠りながら、2007年前後の中国の金融政策の特徴について概観してみよう[関(2007)]。

関氏によれば、近年中国の経常収支および資本収支黒字が拡大し、急激な元高を抑えるために通貨当局が、外為市場において「ドル買い・人民元売り」介入を行っている。その結果、通貨当局の資産項目には巨額の外貨準備が、通貨当局の負債項目には外貨準備と同額の人民元(ベース・マネー)がそれぞれ積み上がっている。

通貨当局による介入の規模は、2006年時点では2475億ドルでGDPの9.4%に達し、また2007年6月時点では、中国の外貨準備高は1兆3326億ドルで、第2位の日本の9136億ドルを大きく引き離していた。

実際に消費者物価上昇率は、2007年8月で前年比6.5%上昇しており、2006年以来実質金利は低下の一途をたどっている(とりわけ実質預金金利は、マイナス)。

こうして流動性が膨張することにより、消費者物価上昇率と資産価格(不動産価格と株価)の上昇率が跳ね上がることとなる。

中国政府と通貨当局は、このような過剰流動性の発生による需要の急激な拡大を抑えるために、何らかの対策を講じる必要に迫られていた。

まず、人民元の切り上げや適格国内機関投資家制度などの対外黒字削減策が挙げられる。

次に、金融政策による対応が挙げられる。金融政策の中でも最も直接的に過剰流動性の発生を抑制できると思われるのは公開市場操作である。

人民銀行は、公開市場操作(国債や人民銀行手形の売却すなわち「売りオペ」)を通じて、ベース・マネーを回収している。

「しかし、介入の規模があまりに大きく、しかも中長期的に持続されているだけに、それに伴って増大する流動性を吸収するための不胎化操作は、金利の上昇を招くなど、ますます困難になってきている」[関(2007)]。

2003年4月以降人民銀行は、保有する国債の不足を補うため自ら人民銀行手形を発行している。2007年6月時点での人民銀行手形発行残高は、ベース・マネーの45.5%に相当する3兆7600億元に達している。

人民銀行手形の発行残高が増加するに伴い、当初の3ヶ月物から1年物が中心となり、人民銀行にとっては資金調達コストが増加し、人民銀行手形の利回りも上昇しつつある。こうした金利の上昇は、更なる「ホット・マネー」の流入を招き、不胎化(「売りオペ」)の規模拡大という悪循環を招きかねない、と関氏は警鐘を鳴らしておられる。

関氏は、こうした悪循環を断つためには中国の為替制度を完全変動相場制へ移行する以外には方法は無いと結論付けておられる。

関氏の見解に対して、王紅・長井滋氏は、7日物インターバンク・レポレートが急激に低下したことを指摘されている。王・長井氏によれば、「2006年暮れ頃からは、貿易黒字などの



海外からの資金流入により短期金融市場へ流動性が流れ込んできた結果、超過準備率が再び上昇、短期金利が弱含んでいる。…より市場の実勢をあらわすレポ・レートは急激に低下した。2007年1月5日発表の法定準備率引き上げで一時的に急上昇した後もすぐに急落し、2月16日には再び法定準備率の引き上げがアナウンスされた。これらの措置は、金融機関の貸出抑制を促すために引き締めのシグナルを発する意図もあるが、根本的な狙いは、急落した短期金利（レポレート）を引き上げることにあったと思われる」[王・長井（2007年）17ページ]。

王・長井氏は、「2006年暮れ頃からは、貿易黒字などの海外からの資金流入」[王・長井（2007）17ページ]により、超過準備率が上昇し、短期市場に流動性が増加して短期金利が低下傾向にあると、2006年年末の中国短期市場を特徴付けられる。

王・長井氏は、2006年後半のレポレートが低下した要因として、貿易黒字などの海外からの資金流入を挙げておられる。

この指摘は関氏が言われるように、人民銀行手形の増発による人民銀行手形の発行利回りの上昇といった側面とは異なり、人民銀行が公開市場操作の介入対象となっている債券レポ市場の金利が、金融引き締め局面であるにもかかわらず低下していることを指摘されていて非常に興味深い。

ただ王・長井氏は、債券レポ市場の資金需給を詳細に検討されているわけではない。本稿では、2007年に3兆5000億元もの「売りオペ」が行われ、貸出基準金利の6回もの引き上げ、預金準備率の10回もの引き上げが行われたにもかかわらず、レポレートが低下していたことを、人民銀行が債券レポ市場で巨額の「買いオペ」を実施していたことから説明する。その際人民銀行が、「買いオペ」を実施した背景には、鉄鋼産業に対する設備投資向け貸出が増加していて、商業銀行が準備預金用の資金を必要としていたことを明らかにする。

- 5、6、田中修（2007）156ページ。
- 7、8、中国人民銀行貨幣政策分析小組編（2007d）150ページ。
- 9、田中修（2007）156-157ページ。
- 10、中国人民銀行（2002）。田中氏は同上書の「第七部第1章 1996-2006年のマクロ経済動向と財政・金融面の対応」の表Ⅶ-1 主要経済指標の動向（前年比）の中で、1996年から2006年までのM2の対前年比増加率を掲載されている [田中（2007）478ページ]。同表より、金融緩和期におけるM2はそれぞれ2001年-17.6%、02年-16.8%、03年-19.6%増加しており、貸出の増加もある程度予測できるようになっている。しかし田中氏は、M2の60%前後を占める貸出については掲載されていない。ちなみに「金融機構人民幣信貸収支表」の「貸出」は、それぞれ2001年は13.02%、02年は16.89%、03年は21.1%の増加であった。[中国人民銀行（2001）、（2002）、（2003）]
- 11、中国人民銀行貨幣政策分析小組編（2007d）150ページ。
- 12、中国人民銀行（2001）、（2002）、（2003）、（2004）。
- 13、『東洋経済 統計月報』2002年11月94ページ、2003年11月92ページ、2004年11月96ページ、2005年11月95ページ。
- 14、中国人民銀行貨幣政策分析小組編（2007d）150ページ。
- 15、中国人民銀行（2005）。
- 16、17、18、岩田規久男（1990）87-91ページ。
- 19、岩田規久男氏は、日本銀行の外為市場への「ドル買い・円売り」介入により、日銀当座預金すなわちハイパワードマネーの供給が増加し、そのことがマネーサプライの増加要因となることを図示されている [岩田（1993a）57-58ページ]。
- 20、岩田（1993b）90-92ページ。岩田氏は、日本銀行が民間銀行への貸出を通じた日銀当座預

金(準備預金)を供給したことが、民間銀行の企業等への貸出の増加を支えたとされている[岩田(1993a)91ページ]。本稿でも岩田氏の見解を踏襲しながら、人民銀行による民間銀行への貸出増加が、中国民間銀行の中国企業等への貸出を増加させた点について以下の章で詳述する。

21、日本銀行は、無担保コール翌日物金利を金融調節を行う上での誘導目標金利としている、と同行のホームページ上で公表している[杉浦俊彦(2000)]。

なお同行が、無担保コール翌日物金利を公定歩合よりも低めに誘導し始めたのは、1995年7月からである[小塩隆士・岸本達士(1996)34-35ページ]。

また日本銀行が発行している『金融経済統計月報』に掲載されている「海外主要経済指標(1)」には、アメリカの政策金利である「フェデラル・ファンド・レート誘導目標」など海外諸国の政策金利一覧が掲載されている[日本銀行(2009)]。

22、人民銀行は、2007年1月4日から上海銀行間貸借市場貸出金利(Shibor)の運用を開始した[中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007b)14ページ]。

人民銀行は、Shiborが運用後僅か1年間で市場を代表する基準金利となり、返済期限3ヶ月以下の取引では、82%以上のコール取引とレポ取引がShiborによって行われていると指摘している[中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007b)15ページ]。しかし人民銀行は、Shiborが誘導目標金利であるとは認めていない。

なお人民銀行は、同行が民間金融機関に対して貸し出す際の金利である「公定歩合」にあたる「中央銀行基準利率」、預金基準金利にあたる「金融機構法定人民幣存款利率」、貸出基準金利にあたる「金融機構貸出利率」を、四半期ごとに公開している『執行報告』に掲載している[中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007i)148~150ページ]。ここに掲載されている利率を見ると、「中央銀行基準利率」の変更は、2002年2月21日から2008年1月1日までの6年間に僅か3回と極端に少なく、同利率の変更は形式的なものと思われる[中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007i)148ページ]。

他方同時期に「金融機構法定人民幣存款利率」は9回、「金融機構貸出利率」は10回と頻繁に変更されていて、人民銀行はこの2つの金利を機動的に変更している。

さてそれでは、なぜ中国で代表的な市場金利である上海銀行間出し手金利(Shibor)が、日本や欧米のように誘導目標金利として位置づけられていないのであろうか。

その理由として以下の2点に注目してみたい。

まず第一に、中国人民銀行(人民銀行)は、日本や欧米の中央銀行とは異なり、国債などの十分な債券を保有していないという問題がある。

人民銀行が公表している「貨幣当局資産負債表」によれば、人民銀行の国債保有額に相当する「対政府債権」は、2000年1月から2007年6月まで3007億元を超えたことがなかった。ところが2007年12月には、同行が保有する国債は1兆6317億7000万元までに急増し、資産総額の9.64%を占めるようになってきている(2000年から2007年までの「貨幣当局資産負債表」には、中国人民銀行のホームページの「統計数据」からアクセスできる[「統計数据」『中国人民銀行網』(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju>) 2010年2月8日取得])。

同行の国債保有額が急増した理由は、本稿表7で明らかにしたように、同行が「特別国債」を「買いオペ」によって、2007年の8月と12月に合計で1兆3500億元分を商業銀行から引き受けていたからであると思われる。

人民銀行が置かれた状況とは異なり、『日本銀行勘定』によれば、2007年12月末時点で日本銀行が保有していた国債は70兆4612億円で、同行資産総額の51.41%を占めていて、日本銀行の資産項目の中で最大規模となっていた。

日本銀行は、こうした豊富な保有国債を用いて、機動的に公開市場操作を行って政策金利を誘導目標金利付近に誘導している（日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』2008年10月、9-10ページ）。

一方、2008年の人民銀行のバランス・シートの資産項目を見ると、資産総額に占める割合が一番大きいのは「外貨準備」で、保有額は14兆9624億元となっていて資産総額の72.24%をも占めるに至っている〔中国人民銀行(2008)〕。

ただし2008年1年間に人民銀行が保有する「外貨準備」が増加した額は、3兆4455億元であった〔中国人民銀行(2008)〕。

中国には毎年、輸出代金・対中直接投資および投機資金などの形で巨額のドル資金が流入し、それを放置すると人民元と外貨の交換レートが大幅に上昇して中小の輸出業者の経営に打撃を与えることになる。そこで人民銀行は、毎年巨額の「ドル買い・人民元売り」介入を行っている。人民銀行が保有する外貨準備が膨れ上がるという訳である。

しかしながら、ここで人民銀行は巨額の「ドル買い・人民元売り」介入を行うことにより、同時に巨額の人民元を市場に放出することになる。これも放置するならば、物価上昇の要因となりかねない。そこで人民銀行が毎年4兆元前後の「人民銀行手形」を発行して、「外貨準備」増加額相当(2008年は3兆4455億元)の人民元供給額相当分を回収する売りオペを行って(=不胎化)、物価上昇要因を除去しなければならないとなっている。

人民銀行のバランス・シートの負債項目を見ると、「人民銀行手形」の発行額は、4兆5780億円となっていて、負債総額の22.1%を占めている〔中国人民銀行(2008)〕。

このように人民銀行は、日常的に巨額の「ドル買い・人民元売り」介入および「人民銀行手形」の発行に追われ、誘導目標金利の設定および短期金融市場における公開市場操作の環境整備、国債市場の育成などに時間を費やす余裕がないように思われる。

第二に、渡邊真理子氏は、中国の短期金融市場が十分に確立していない原因として以下の2点を指摘されている〔渡邊真理子(2006)275-277ページ〕。

まずコール市場の資金取引額が伸び悩んでいる原因として、国有4大商業銀行の預金額が預金総額の8割を占めていて、コール市場から資金を調達する必要がないこと。また取引額が急速に伸びている債券レポ市場についても、1990年半ばに資金の償還ができなくなるという事態に直面し、政府が介入して数百億元の延滞債務を解消したこと。

以上の諸問題を解消するべく努力することが、Shiborを誘導目標金利と位置付ける上で必要不可欠であると思われる。

なお2008年の取引総額では、債券レポ市場は56兆3829億5000万元、コール市場は15兆491億8400万元であった〔「2008年統計データ」『中国人民銀行(網站)』<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/index2.asp?year=2008>からアクセス可能。債券レポ市場の取引総額は「全国銀行間市場債券回購交易期限分類統計表」、コール市場の取引総額は「全国銀行間同業拆借市場交易期限分類統計表」]

23、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007e)138ページ。

24、(1)、(2)、(3)の要因は中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007a)6ページ。(4)、(5)の要因は中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007f)1ページ。

25、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007a)6ページ。なお人民銀行は2007年第4四半期の『執行報告』でも、2007年には預金準備率を引き上げ、人民銀行手形を発行してベース・マネーの増加スピードを抑えたと指摘している〔中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007f)2ページ〕。

26、中国人民銀行(2007b)[<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile>]

- asp?file=2008S10.htm (2009年11月27日取得)]。
- 27、中国人民銀行貨幣政策分析小組編 (2008a) 105ページ。
- 28、関志雄 (2007)。注4も参照のこと。
- 29、注22を参照のこと。
- 30、日本で誘導目標金利創設の基礎となる無担保コール翌日物金利の誘導が開始されたのは、1995年7月であると言われている [小塩隆士・岸本達士 (1996) 34-35ページ]。
- 31、33、浜田文雅・鴨池治編 (1992) 135ページ。
- 32、岩田 (1993a) 52ページの「表3・1 手形買いオペとハイパワード・マネーの変化」および岩田 (1993b) 91ページの「表4・4 日銀理論 (2階建てモデル) と3階建てモデルとマネーサプライ」を参考にし、筆者が新たに作成した表に基づいて説明を加えた。
- 34、本稿では、日本銀行による民間銀行への公定歩合貸出の増加により、準備預金を確保した民間銀行の企業への貸出が増加したことが、1973-74年のハイパー・インフレーションを引き起こしたという岩田規久男氏の見解を参考にしている [岩田 (1993b) 90-92ページ]。
- 35、「リバース・レポ」とは、『執行報告』では「正回購 (Reverse Repurchase Agreement)」のことである。「リバース・レポ」を直訳すると、「売り戻し条件付き債券購入」となる。人民銀行が「リバース・レポ」取引を行うと、人民銀行が民間銀行から債券を借り入れ、民間銀行に対して担保として現金を支払うことになるので、「買いオペ」と同様の効果を発揮することになる。
- 逆に人民銀行が、『執行報告』の表記に従って、「レポ」すなわち「逆回購 (Repurchase Agreement)」を行うとどのような効果を発揮するのであろうか。「レポ」を直訳すると、「買い戻し条件付き債券売却」となる。すなわち人民銀行が「レポ」取引を行うと、人民銀行は民間銀行へ債券を貸し出し、民間銀行は人民銀行に対して担保として現金を支払うことになるので、「売りオペ」と同様の効果を発揮することになる [「リバース・レポ」と「レポ」の中国語表記および英語表記については、中国人民銀行貨幣政策分析小組編 (2007h) 162-172ページを参考にした]。
- 36、「量的緩和」政策から解除までの経緯については、拙稿 [佐野 (2007)] 142-149ページを参照のこと。なお「量的緩和」政策の背景にあった「平成不況」のマクロ経済学からの理解については、とりあえず古結昭和 (2006) を参照のこと。
- 37、日本銀行調査統計局 (2007) 2ページ。
- 38、39、「統計データ金融」『NIKKEI NET』[<http://www.nikkei.co.jp/keiki/zandaka/> (2009年11月28日取得)]。
- 40、中華人民共和国国家統計局編 (2008d) 54-55ページ。
- 41、(1) 式は、次のようにして導かれる。いま国民所得Yを拡大して、完全雇用国民所得水準を実現する条件について考える。なおここではある国の国民経済が、家計部門と企業部門から成り立っていて、政府部門と海外部門が存在しないものとする。

$$Y = C + I - (1) \quad (C: \text{消費}, I: \text{投資})$$

ここでYが一定の割合(c:平均消費性向)で消費されていると仮定すると、

$$C = cY - (2)$$

( $c = C/Y$ 、ちなみに  $1 - c = s$ 。s:平均貯蓄性向。  $s = S/Y$ )

(2) 式を(1)式に代入すると、

$$Y = cY + I$$

$$Y - cY = I$$

$$(1 - c)Y = I$$

$$Y = I / 1 - c$$

$$Y = 1 / 1 - c \cdot I \quad (3)$$

こうして導かれた(3)式が、本文の(1)式である。(3)式では、所得の増加に依存する $c$ 、すなわち消費の割合が決まれば、所得の規模に依存しない投資が増加することによって、 $Y$ の規模が均衡国民所得水準 $Y^*$ に決まることが示される。均衡国民所得水準では、消費と所得と生産の規模が一致している。しかし $Y^*$ では、完全雇用国民所得水準に達していないので、政府支出 $G$ を動員して需要不足を補わなければならない。

[以上伊東光晴(2006)、伊藤元重(2005)を参考にして筆者が整理し直した]。

- 42、乗数および乗数値の説明は、伊東(2006)120-135ページ、伊藤(2005)55-60ページ、根井(2008)274-279ページを参照のこと。
- 43、劉家敏(2006)12-20ページ。
- 44、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2004b)30-31ページ。
- 45、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2005)117ページ。
- 46、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2004d)123ページ。
- 47、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2004c)11-12ページ。玉木知己・山澤光太郎(2005)157ページ。
- 48、株式会社シープレス編(2009a)39ページ。
- 49、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2007g)144ページ。
- 50、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2004a)30-31ページ。
- 51、52、株式会社エヌ・エヌ・エー(2004)26ページ。
- 53、中国人民銀行貨幣政策分析小組編(2004a)31ページ。
- 54、宝山鋼鉄と新日本製鉄による、自動車車体用の亜鉛メッキ鋼板の合弁生産については、とりあえず拙稿[佐野健太郎(2003)]を参照のこと。
- 55、World Steel Association, (2002)。
- 56、株式会社シープレス編(2009a)38-39ページ。
- 57、2007年11月には、鉄鋼世界最大手のアルセロール・ミタル社が、2008年に粗鋼生産で国内27位の河北津西鋼鉄の持株会社である中国東方集団の株式を28%取得した[株式会社シープレス編(2009b)]。
- 58、59、株式会社シープレス編(2008b)30ページ。
- 60、株式会社シープレス編(2008b)331ページ。
- 61、株式会社シープレス編(2008c)301ページ。
- 62、63、「〈中華経済〉鉄鋼企業、1-9月の損失合計は12億元-中国」『レコード・チャイナ』[http://

- www.recordchina.co.jp/group/g25417.html (2008年10月31日取得)]。
- 64、65、「〈中華経済〉鉄鋼4社が20%の協調減産で合意、原材料買い付けも縮小」『レコード・チャイナ』[http://www.recordchina.co.jp/group.php?groupid=24618 (2008年10月7日取得)]。
- 66、なお河北鋼鉄集団は2008年6月30日に、唐山鋼鉄グループと邯鄲鋼鉄グループが統合して設立された[河北鋼鉄集団(2009)]。
- 67、注を参照のこと。
- 68、加藤弘之氏や劉家敏氏は、中国の再分配機能を拡充し、個人消費を拡大するには、年金・医療・教育・住宅などへの補助やサービス供給の拡充が必要不可欠であると述べておられる[加藤弘之(2008)25ページ、劉家敏(2006)1ページ]。

## 〈参考文献〉

### (日本語文献)

- 伊東光晴(2006)『現代に生きるケインズ-モラル・サイエンスとしての経済理論-』岩波新書。
- 伊藤元重(2005)「有効需要と乗数メカニズム」『入門経済学 第2版』日本評論社。
- 株式会社エヌ・エヌ・エー(2004)「生産世界一も投資加熱に懸念」『図解「中国・台湾・香港」の主要企業と業界地図』日刊工業新聞社。
- 岩田規久男(1990)「インフレはなぜ起きるか(1) - その長期的側面 -」『インフレとデフレ - 不安の経済学 -』講談社現代新書。
- (1993a)「金融政策とマネーサプライ」『金融政策の経済学 - 「日銀理論」の検証 -』日本経済新聞社。
  - (1993b)「七三〜七四年のハイパーインフレと日銀理論」『金融政策の経済学 - 「日銀理論」の検証 -』日本経済新聞社。
  - (2001)「金融政策とマクロ経済学」『金融入門 新版』岩波新書。
- 王紅・長井滋人(2007)「中国における金融市場調節：金融政策か為替政策か」(2007年5月)『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』[http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/wps/wp07j09.pdf (2010年2月5日取得)]。
- 小塩隆士・岸本達士(1996)『日銀ウオッチング-金融政策の実戦的読み方-』日本経済新聞社。
- 加藤弘之(2008)「“中国の奇跡”を解剖する」『経済セミナー』8月号。
- 柯隆(2007)『中国の不良債権-高成長と非効率のはざままで-』日本経済新聞出版社。
- (2008)「中国の金融制度改革」『経済セミナー』8月号。
- 関志雄(2007)「流動性の膨張を如何に抑えるか-迫られる完全変動相場制への移行-(2007年10月2日掲載)」『中国経済新論』(http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/071002ssqs.htm (2009年11月27日取得))。
- 古結昭和(2006)「平成不況の特質について-バランスシート不況-」『高知論叢』第85号。
- 佐野健太郎(2003)「中国企業の戦略的パートナーシップ-上海宝山鋼鉄の事例を中心に-」『高知論叢』第78号。
- (2007)「株価はどのようにして決まるのか-日経平均、ライブドア、同時テロ後の米国航空機産業株-」『高知論叢』第88号。
- 株式会社シープレス編(2008a)「中国鉄鋼産業の概況」『中国の鉄鋼産業2008』。
- (2008b)「江蘇沙鋼集団有限公司(沙鋼)」『中国の鉄鋼産業2008』。
  - (2008c)「上海復星高科技(集団)有限公司(復星集団)」『中国の鉄鋼産業2008』。

- (2008d) 「中国と世界主要鉄鋼企業83社・粗鋼生産量ランキング2001～2006(1)」『中国の鉄鋼産業2008』。
  - (2009a) 「中国鉄鋼産業の概況」『中国の鉄鋼産業2009』。
  - (2009b) 「別刷 中国鉄鋼企業の統合・再編と日・米・欧州企業との合併・提携図」『中国の鉄鋼産業2009』。
- 島村高嘉 (1996) 『図解 金融入門—システムとメカニズムの解明—』東洋経済新報社。
- 杉浦俊彦 (2000) 「コール市場と金融調節 (2000年1月作成)」『日本銀行ホームページ』 [<http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku/expcall.htm> (2009年11月28日取得)]。
- 玉置知己・山澤光太郎 (2005) 『中国の金融はこれからどうなるのか—その現状と改革の行方—』東洋経済出版社。
- 田中修 (2007) 「胡錦涛指導部の経済政策」『検証 現代中国の経済政策決定—近づく改革開放政策の臨界点—』日本経済新聞出版社。
- 津上俊哉 (2009) 「「百年に一度の経済危機」が中国にもたらすもの (その2) 通貨問題をめぐる心象風景」Tsugami Toshiya's Blog (2009年5月19日) (<http://www.tsugami-workshop.jp/blog/index.php?i...> (2009年10月24日取得))。
- 日本銀行 (2009) 「海外主要経済指標 (1)」『金融経済統計月報』 [『日本銀行ホームページ』 <http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/sk/sk.htm> (2009年12月13日取得)]。
- 日本銀行調査統計局 (2007) 「金融市場調節方針」『金融経済統計月報』11月号。
- 長谷川俊明・王軍衛編訳 (1997) 「中国人民銀行法」『中国金融六法』東京布井出版。
- 浜田文雅・鴨池治編 (1992) 『金融論の基礎』有斐閣。
- 根井雅弘 (2008) 「ジョン・メイナード・ケインズ」『経済学の歴史』講談社学術文庫。
- 吉川健治 (2009) 「〈中国〉09年1-3月期GDP+6.1%と3月にかけ押し上げ」『SRIアジア経済ウォッチ (新光総合研究所)』No. 9-14, [[http://www.shinko-ri.co.jp/dynmc/gcnt.php/DL0000003743/01/04/090416\\_asia\\_china.pdf](http://www.shinko-ri.co.jp/dynmc/gcnt.php/DL0000003743/01/04/090416_asia_china.pdf) (2009年12月14日取得)]。
- 劉家敏 (2006) 「中国の個人消費—1998年以降の消費実態と個人消費に影響する要因—」『みずほ総研論集』第Ⅲ号。
- 渡邊真理子 (2006) 「マクロの問題：市場経済化と金融政策手段の変質」 [今井健一・渡邊真理子 『シリーズ現代中国経済 4 企業の成長と金融制度』名古屋大学出版会、2006年 第8章所収]。

#### (中国語文献)

- 中国鋼鉄工業年鑑編集委員会 (2008) 「2007年中国鋼材生産消費と市場状況」『中国鋼鉄工業年鑑2008』。
- 中国鋼鉄工業協会 (2008) 「世界大型高炉」『中国鋼鉄統計2008』。
- (2009) 「地区価格」『中国鉄鋼工業協会網』。 [<http://www.chinainasa.org.cn/more.php?classid=348&perpage=20&leftnum=7> (2009年4月27日取得)]
- 中国金融年鑑編集部 (2007) 「全国銀行間市場質押式債券回購交易期限分類統計」『中国金融年鑑2007』。
- 中国人民銀行 (2001) 「金融機構人民幣信貸収支表」『中国人民銀行 (網站)』 [<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2001-S1c.htm> (2009年11月25日取得)]。
- (2002) 「金融機構人民幣信貸収支表」『中国人民銀行 (網站)』 [<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2002-S1.htm> (2009年11月25日取得)]。

- (2003) 「金融機構人民幣信貸收支表」『中国人民銀行（網站）』[[http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2003\\_S1.htm](http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2003_S1.htm) (2009年11月25日取得)]。
- (2004) 「金融機構人民幣信貸收支表」『中国人民銀行（網站）』[[http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2004\\_S1.htm](http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2004_S1.htm) (2009年11月25日取得)]。
- (2005) 「金融機構人民幣信貸收支表」『中国人民銀行（網站）』[[http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2005\\_S1.htm](http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2005_S1.htm) (2009年11月25日取得)]。
- (2006a) 「公開市場業務交易公告」『中国人民銀行（網站）』[<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=451&ID=1238> (2009年12月19日取得)] (なお表9-1で参考にした本公告は、2006年第76号から同年99号までであり、URLは末尾の番号〈=1238〉だけが変わるので、ここでは第76号から第99号までのURLは末尾の番号を記すことにする。1238、1242、1247、1253、1258、1262、1269、1273、1278、1282、1288、1293、1298、1307、1312、1321、1328、1331、1335、1340、1345、1350、1355、1359)。
- (2006b) 「金融機構人民幣信貸收支表」『中国人民銀行（網站）』[[http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2006\\_S03.htm](http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2006_S03.htm) (2009年12月25日取得)]。
- (2007a) 「金融機構人民幣信貸收支表」『中国人民銀行（網站）』[[http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2007\\_S03.htm](http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2007_S03.htm) (2009年11月25日取得)]。
- (2007b) 「全国股票交易統計表」『中国人民銀行（網站）』[[http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2007\\_S10.htm](http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2007_S10.htm) (2009年11月25日取得)]。
- (2007c) 「全国銀行間市場質押式債券回購交易期限分類統計」『中国人民銀行（網站）』[<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2006S13.htm> (2009年12月13日取得)]。
- (2007d) 「貨幣当局資産負債表」『中国人民銀行（網站）』[<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2007S04.htm> (2009年12月13日取得)]。
- (2008) 「貨幣当局資産負債表」『中国人民銀行（網站）』[<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2008S04.htm> (2009年12月13日取得)]。

中国人民銀行貨幣政策分析小組編

- (2004a) 「主要産業運行正常、産業結構有待進一步調整」『中国貨幣政策執行報告』(以下『執行報告』) 第三季度、中国金融出版社。
- (2004b) 「宏觀經濟分析」『執行報告』第一季度。
- (2004c) 「貨幣政策操作」『執行報告』第一季度。
- (2004d) 「各種價格指數一覽」『執行報告』第四季度。
- (2005) 「固定資産投資累計完成額按建設性質分增長趨勢」『執行報告』第三季度。
- (2006) 「公開市場業務」『執行報告』第三季度。
- (2007a) 「貨幣政策操作」『執行報告』第三季度。
- (2007b) 「專攬3 Shibor 在貨幣市場的基準利率地位初步建立」『執行報告』第四季度。
- (2007c) 「各種價格指數變動表」『執行報告』第四季度。



- (2007d) 「金融機構法定貸利率」『執行報告』第四季度。
- (2007e) 「月度M0、M1、M2及変化趨勢」『執行報告』第四季度。
- (2007f) 「貨幣信貸概況」『執行報告』第四季度。
- (2007g) 「2007年年末個人消費貸款構成」『執行報告』第四季度。
- (2007h) 「中央銀行公開市場業務」『執行報告』第四季度。
- (2007i) 「利率」『執行報告』第四季度。
- (2007j) 「金融機構法定人民幣存款準備金率」『執行報告』第四季度。
- (2007k) 「金融機構法定人民幣存款利率」『執行報告』第四季度。
- (2007l) 「居民儲蓄存款、企業存款、財政存款余額及增長率」『執行報告』第四季度。
- (2007m) 「貨幣供給量構成」『執行報告』第四季度。
- (2007n) 「2007年3月末個人消費貸款構成」『執行報告』第一季度。
- (2007o) 「2007年6月末個人消費貸款構成」『執行報告』第二季度。
- (2007p) 「2007年9月末個人消費貸款構成」『執行報告』第三季度。
- (2007q) 「存款性公司概覽」『執行報告』第四季度。
- (2008a) 「各種價格指數變動表」『執行報告』第四季度。
- (2008b) 「金融機構法定人民幣存款準備金率」『執行報告』第四季度。
- (2008c) 「公開市場業務」『執行報告』第四季度。

中華人民共和國國家統計局編

- (2007) 「人民生活基本狀況」『中国統計年鑑』中国統計出版社。
- (2008a) 「人民生活基本狀況」『中国統計年鑑』。
- (2008b) 「對外經濟貿易基本狀況」『中国統計年鑑』。
- (2008c) 「人民幣率」『中国統計年鑑』。
- (2008d) 「支出法国内生産総値結構」『中国統計年鑑』。

河北鋼鉄集団(2009)「集団概況」『河北鋼鉄集団網』[<http://www.hebgjt.com/lists.jsp?pid=17> (2009年11月25日取得)]。

(英語文献)

World Steel Association, (2002), Crude Steel statistics Total 2002(<http://www.worldsteel.org/?action=stats&type=steel&period=latest&month=13&year=2002> (2009年11月25日))。

- (2008a), Crude Steel statistics Total 2008. (<http://www.worldsteel.org/?action=stats&type=steel&period=latest&month=13&year=2008> (2009年11月25日取得))。
- (2008b) Top steel producers 2008(<http://www.worldsteel.org/?action=storypages&id=330> (2009年11月25日取得))。

〈補 注〉

景気過熱局面における金融緩和政策の「効果」

2004年に人民銀行は、商業銀行に対していわゆる「窓口指導」により、鉄鋼・セメント・電解アルミなどの産業に対する融資を抑制し、個人向け住宅・自動車・学資への融資すなわち消費者向けローンを増やすように指導した。

この2004年に行われた「窓口指導」により、とくに個人向け住宅開発投資が30%増となり、また自動車販売・生産も活発になったことから、結果的には鋼材生産も急激に増加するに至り、鉄鋼生産の過剰生産は2009年になっても解決できていない。

本論文で見て来たように、貸出基準金利が引き上げられた2004年10月以降は金融引き締め期にもかかわらず、2006年から2008年にかけて人民銀行は、「買いオペ」によって巨額の資金を市場に供給してきた。

人民銀行は2006年から2007年にかけてCPI上昇率を抑えるために貸出基準金利を引き上げたにもかかわらず、「買いオペ」によって巨額の資金供給を行ったことにより、レポ市場金利やコール・レートは下落して逆に企業金融を増加させ、CPI上昇率を引き上げる要因をつくりだしてしまった。

人民銀行は、一体なぜ金融引き締め期に「買いオペ」を実施して巨額の資金供給を行ったのであろうか。

考えられることとしては、人民銀行が、2004年に行った「窓口指導」によって増加した個人向けローンとりわけ個人向け住宅ローンの急増および自動車販売の急増とその後の鋼材生産の急激な増加、という「金融緩和」政策の波及効果を十分に予測できていなかったことに第一の原因があると思われる。

第二に、2004年の「窓口指導」による「金融緩和」政策により2006年以降個人向け融資に止まらず、「窓口指導」によって当初商業銀行に対して融資を抑制することが要請されていた鉄鋼産業の2000㎡以上の大型高炉建設ラッシュを見るに至り、結局商業銀行も鉄鋼産業向けの融資に応じない訳にはゆかなくなったと思われる(付表3)。

その結果、商業銀行がレポ市場やコール市場などの短期金融市場に資金を取りに行かざるを得なくなり、人民銀行も「買いオペ」に踏み切らざるを得なくなったと考えることができる。

では2004年10月以降中国の金融引き締め期において、どのような金融政策および経済政策が実施されるべきであったのであろうか。

ここで留意しなければならないことは、2004年10月に実施された貸出基準金利の引き上げは、鉄鋼・セメント・電解アルミなどの基幹産業での過剰投資をいかに抑制するかという観点からなされていた、ということである。

しかしながら実際には、やはり2004年に実施された「窓口指導」により個人住宅ローンや自動車ローンの増加により、建設用・自動車向け鋼材生産が急増し(表13、14、15、付表1)、鉄鋼産業への融資も増加して同産業の過剰投資は、結局解決することはなかった。

しかも中国政府は、急増する建設用・自動車向け鋼材生産を安定的に確保するために、国内大手鉄鋼メーカーに対して2000㎡以上の大型高炉の建設を次々に許可していった。

このように複数の経済政策を執行するに際して、事前に鉄鋼産業の過剰生産が再発しないように産業間で生産調整が行われていなければならなかった。すなわち大量の鋼材を必要とする自動車生産や建設業における増産を抑制することが必要であった。

しかし実際には全くそのような調整が行われていなかったことが、未だに中国鉄鋼産業が過剰生産を克服できない最大の原因であるように思わすにはいられない。

このような経済政策および金融政策の事前調整を可能にする為には、人民銀行の国務院からの独立が求められていると思われる。

なお本稿では、鉄鋼産業への銀行貸付について十分に論じることができなかったが、この点については、「窓口指導」との関連で別の機会に論じることとする。

また中国の不良債権問題や過剰流動性問題で発言されている柯隆氏の論考については、本稿で検討できなかったため、別稿で検討することとしたい[柯隆(2007)、(2008)]。