

「組合拳」と呼ばれる人民元変動幅拡大

発表日：2007年5月25日（金）

～組合拳＝コンビネーション・パンチの意図～

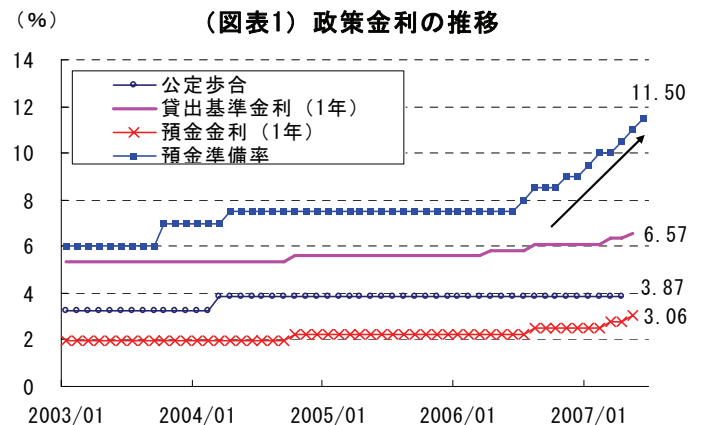
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（外線：5221-5223）
董 氷（外線：5221-4527）

中国が、人民元の許容変動幅の拡大を実施した。金利引き上げ、準備預金率引き上げと併せて、中国では「組合拳」＝コンビネーション・パンチと呼ばれている。一連の政策は、中国が目指している北京オリンピックまでの高度成長の弊害として生じる景気過熱を取り除こうとする意図がある。これまでの過剰流動性は、為替調整の激変緩和に配慮して、貿易黒字が膨らんだことが間接的な原因だっただけに、為替調整に踏み出したことは新しい展開と言える。

追加された引き締め策

中国は、5月18日に、①銀行間市場における人民元変動の許容幅の拡大、②預金・貸出金利の引き上げ、③法定準備預金率の引き上げ、の3つを発表した。この3つを併せた政策は、中国国内では組合拳（コンビネーション・パンチ）と呼ばれている。段階的な金融引き締めは、2006年4月の人民銀行の貸出金利引き上げ以来続いているが、今回の施策は、人民元の前日比の変動の許容幅を上下0.3%から0.5%へと広げる措置を新たに加えることで、引き締め効果の一層の徹底を図ろうとするものである（図表1）。

（図表1）政策金利の推移



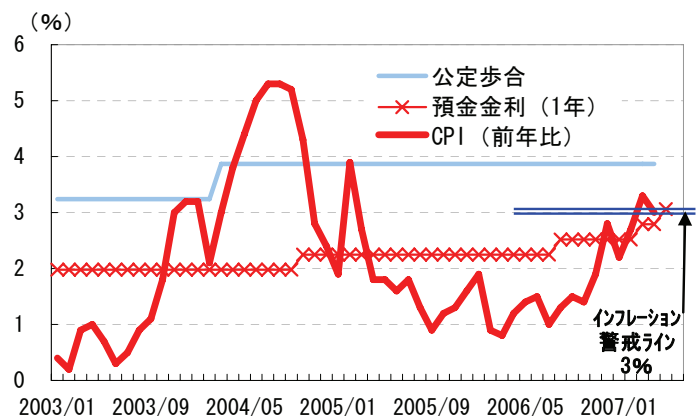
景気過熱は引き締め発動のターゲットを超えていた

今回の措置に関して、5月22～24日の第二回米中戦略経済対話の直前に、通貨外交のカードとして用いられたという見方は拭えないだろう。一方、中国政府はそうした対米交渉からの観点よりも、国内の景気過熱への対応という問題意識に軸足を置いて説明している。

温家宝首相は、5月16日に中国上海で行われたアフリカ開発銀行年次総会で、金利政策をより柔軟に変動できるようにし、通貨供給量を規制するあらゆる利用可能な手段を用いて、安定した経済成長を図っていくことを宣言している。また、中国人民銀行の周小川総裁は、17日のアジア開発銀行の年次総会の記者会見の席で、「われわれは通貨政策以外の方法も考慮し、マクロ経済の安定持続に努める。そのため、預金準備率や金利の引き上げを含むあらゆる可能性も排除しない」と、組合拳の発動をおおむね趣旨の発言をしていた。

こうした首脳発言を裏付けるように、国内経済指標にも景気過熱が深刻の度合いが強まっていた。まず、中

（図表2）CPIと金利水準



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

国の1～3月の実質GDPの前年比11.1%に上昇した。足元の成長率は、3月に開催された全人代の2007年の経済目標である実質成長率8%前後を大幅に超えている。第11次5か年計画の2006～2010年の実質成長率7.5%と比べても、高い数字である。

消費者物価上昇率に関しても、4月は前年比+3.0%上昇し、2007年の全人代で設定されたインフレーション警戒ラインである3.0%の上限に達している(図表2)。マネーサプライに注目しても、4月のM2の前年比は+17.1%と増加し、人民銀行が設定したM2の前年比伸び率16.0%より高くなっていた。

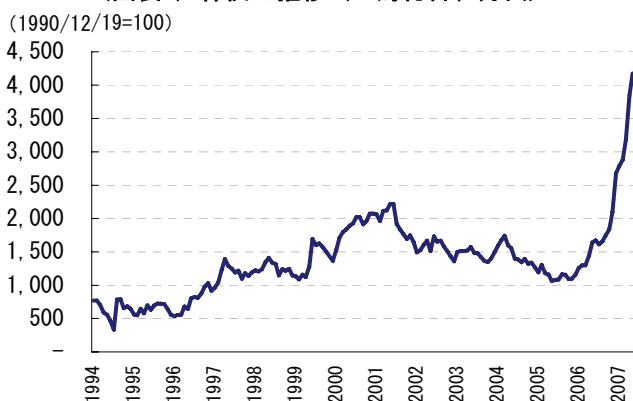
このインフレーション警戒ライン自体は1年前2006年の全人代から変わっていないが、当時(2005年)の消費者物価は1.5%の上昇にとどまっていた。インフレ指標が、段階的な金融引き締めが発動された2006年4月以降、かえって上昇加速の度合いを強めていることが、中国政府を人民元の変動幅調整を加えた組合拳に踏み切らせたという見方ができよう。

資産インフレも根強い

消費者物価の上昇率3.0%という状況が中国国内マネーの資産シフトを誘発させる面がある。すなわち、物価上昇率と貸出・預貯金金利を対比してみると、実質化した預貯金金利はほとんどゼロ%近傍まで下がっていることになる(前掲図表2)。この関係は、個人投資家がインフレヘッジを企図して、運用資産を預貯金から株式・不動産投資へとシフトさせる動機を与えているとも言える。

中国の上海株は、2月末の世界同時株安の引き金を引いた犯人の一人だ。同時株安時の上海総合株価指数は、3,000ポイントを超えた直後に一時的に下落する場面がみられたが、現在のように4,200ポイント近くまで上昇する局面では過熱の沈静化はどく吹く風という印象がある(図表3、4)。こうした過熱振りについて、グリーンズパン前FRB議長は、23日の講演で「いずれ劇的な収縮が起きる」という過激な発言をしたと伝えられる。これは、中国株が過熱しているリスクを市場関係者に例外視させて、リスクが2月末のように他市場に連鎖しないことを言い含める意図があるのだろう。ただし、株価に関しては、中国の引き締め政策が直接的な冷却作用を及ぼすという期待を持つ人は少ない。株価は、中国の資産インフレの度合いを示すバロメーターとして注視されていくだろう。

(図表3) 株価の推移(上海総合、月次)



(図表4) 株価の推移(上海総合、日次)



次に、中国の資産インフレについて不動産市場をみていくと、こちらの方が根深い。2000年の頃から、「2008年に北京オリンピック、2010年に上海万博」というイベントを根拠に、都市開発のユーフォリアが生まれてきた。特に、都市部の不動産取引では、北京オリンピックに向けた建設ラッシュとあいまって過熱感を高めている。最近の固定資産投資は、1～4月でみて前年比25.5%も上昇しているが、この投資増は、生産能力の拡張に伴うもの以外に、海外からの投資資金が、不動産分野などに流れ込んで引き起こされたものも含まれる。そうした大都市部の資産価格高騰は、他の都市への波及もみせており、2007年1～3月の新築住宅価格は大・中都市70か所で前年同期比6.0%上昇している。住宅価格の上昇には地域格差が

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

大きく表れており、新築住宅価格の上昇率が高かった都市は、高い順に広西チワン族自治区北海市15.1%、広東省深圳市10.3%、北京市9.8%、広東省広州市9.0%となっている。土地取引価格を種類別にみると、2007年1～3月では住宅用地8.9%、工業倉庫用地5.7%、商業・観光・娯楽用地20.9%だった。

為替維持と過剰流動性のジレンマ

以上のような、景気過熱・インフレ傾向に対して、組合拳とどのような原理で効いてくるのかというメカニズムを今一度振り返っておきたい。

インフレ・リスクの元凶を手繰っていくと、過剰流動性が貿易黒字を通じて民間企業・銀行に散布されていくことがある。その経路は、巨大な貿易黒字の発生に伴って、商業銀行に集った外貨や、在外華僑の送金など海外から流入してくる資金（いわゆるホットマネー＜熱銭＞）がマネタリーな要因となっている。中国では、貿易黒字によって発生した輸出企業が保有する外貨は、強制外貨決済制度の下、その50～80%までは外貨のまま保有が認められ、それを上回る部分は政府指定の銀行に売却し、人民元に替えなくてはならない。この人民元への交換が、マネーサプライの増加につながっている。

一方、商業銀行に集まった外貨は、人民銀行が実施する外貨買取りの介入のオペレーションを通じて、商業銀行への人民元資金の供給に変換される。この外貨吸収オペレーションは、人民元の供給オペレーションと同じことになるので、マネタリーベースの増加になる。中国にとっては、人民元のレートを管理するスタンスを採り続けている以上、商業銀行が保有する外貨買取りのオペレーションを行わざるを得ない関係にある。

それに対して、組合拳で行われた法定準備率の引き上げは、人民銀行が商業銀行の自由に使えるマネタリーベースの自由度を狭める意味がある。人民銀行が金利引き上げにしようとするときにも、資金吸収オペレーションを通じて、商業銀行の保有資金を吸収し、商業銀行のマネタリーベースを減らすことで資金需給をタイト化させる効果を持っている。ちょうど、この資金吸収オペレーションは、外貨介入の反対売買の関係になる。

もともと、過剰流動性対策として行われてきた法定準備率引き上げと金利引き上げの位置づけを考えると、中国に流入し続ける外貨を吸収するための受動的対応でしかなかったとも言える。因果関係をはっきりさせると、今のような為替レート水準を維持し続けている限り、貿易黒字の拡大が起り、外貨が続々と流入してくる。いくら金融引き締めをしても、根本的に外貨流入を変えることができないとすれば、インフレ抑制はうまくできないと考えられる。マンデルが示した「国際金融のトリレンマ」の図式がここに成り立っている。

中国としては、そうした微妙な利害調整の身の置き方として、成長優先を選択しているのだろう。少なくとも北京オリンピックまでは高度経済成長を遂げたいため、成長の梃子になっている貿易拡大に水を差したくないという思いがあって、大幅な為替調整を躊躇している。今回の措置は、そうした思惑の範囲内で、過熱の抑制に軸足を動かしたとも理解できる。従来の引き締め策に、人民元の変動幅の拡大を加えたことは、事実上、人民元を緩やかに引き上げていくことを許容するものである。国内的な過剰流動性対策に関して、人民元の調整の併用しないままでは画竜点睛を欠くので、今回改めて為替調整を加えた組合拳に踏み切ったと表現できる。

資産インフレに歯止めをかけられるか

もともと、基本的な図式として、人民元のレート調整に関して激変緩和を意識して緩やかにしか調整しないスタンスは堅持されていることは、いずれ時間が経過すれば、過剰流動性の拡大を容認するリスクがある。組合拳は、ようやく為替調整に手をつけたことに意味があるが、その有効性はすべての矛盾を解決できるまでには至らない可能性がある。景気過熱が激しさを増せば、中国政府は北京オリンピックまでの安定的な経済成長を図るために、追加的な為替調整に動く予想される。こうした意味で、中国の組合拳はそもそも漸進的な性格を持っていると言えよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。