



現在の通貨・金融情勢に関する 諸問題についての考察¹

陳 道富*

要約

1. 2010年5月末以降、中国の銀行では流動性の不足が発生している。これは中国人民銀行（以下、中央銀行）による余剰資金の吸収や、外貨流入の減速によるもので、中央銀行の措置による政策的効果が出ていると考える。このため、中央銀行は、これ以上の資金を市場から吸収すべきではない。
2. 2010年5月の物価指数を見る限り、短期的にはインフレの発生リスクは小さいと考える。一方、今後については、インフレ派とデフレ派の論争がある。論点は、コストプッシュ型の物価上昇が持続可能であるか否か、またそれがマクロ経済にどのような影響があるかとなっている。インフレにせよデフレにせよ、経済の潜在的成長性を高めることが共通の処方箋である。
3. また、賃金の上昇や所得分配の改革が進んでいる現在、これらは注意を払うべき問題となっている。中国の人口ボーナスが失われていく中で、サービス業の発展を急ぎ、賃金の上昇を経済モデル転換の原動力に使う必要がある。
4. 当面は預金金利を引き上げる必要はないが、今後、高インフレが続くような場合は、預金金利を引き上げ、金利の自由化プロセスを推進すべきである。一方、海外のホットマネーの流入圧力が弱まってきた中で、為替相場の一定範囲内での変動を認めていくべきである。

1. はじめに

2010年4、5月以降、中国では不動産業界や資源浪費型産業に対して政府の介入が行われたほか、市中資金の吸収も不断に行われ、通貨・金融情勢に大きな変化が見え始めた。世界経済の回復基調は続いているものの、欧州の一部で起きたソブリン危機が影を落としている。このため、あらためて現在の通貨・金融情勢を整理し、今後のマクロ調整について検討する必要がある。

¹ 本稿は「現在の通貨・金融情勢に関する諸問題についての考察」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。また、本稿の図表は原論文に従って訳出している関係で、本文の引用内容が反映されていないものもある。

* 陳道富 國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室 副主任

II. 過剰な反応を見せる銀行間の流動性

1. 金融市場でのマネタリーベースの変化

2010年5月下旬以降、銀行間債券市場で資金不足が深刻になりつつあり、全国性商業銀行、都市銀行を含む商業銀行が軒並み資金不足に陥るといふ珍しい事態になった。金融市場において金利は大幅に上昇し、担保式レポ商品R01D、R07Dに至っては約100ベースポイント(bp)の上昇が見られた。3カ月物の国庫定期預入金利も3.48%に急上昇し、3年物の預金金利を上回った。イールドカーブをみると、短期金利が上昇する一方で、長期金利が下落しており、両者の差が縮まって傾きが緩やかになる傾向がうかがえる。一部の銀行はゴールド（金商品）のプレゼントなどの集客手段で預金獲得に力を入れている。これは、年初には極度にだぶついていた市中資金が、現在では需給ギャップがほとんどない状態となり、マネタリーベース²の変化に敏感に反応するようになったことを意味している。

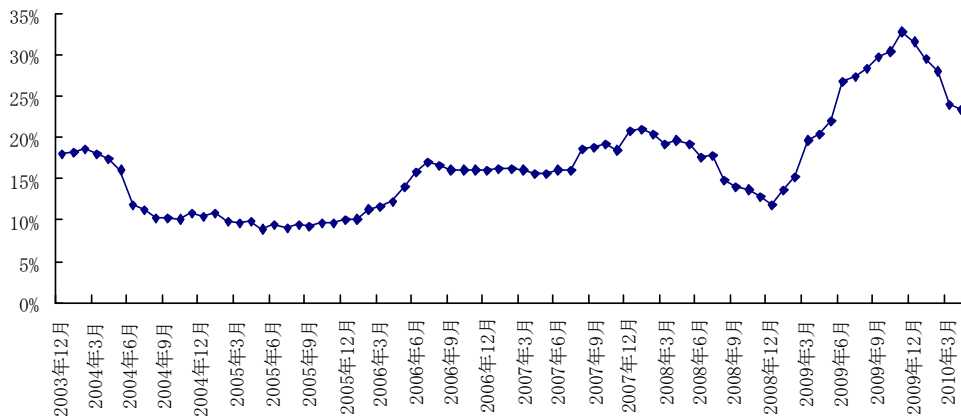
現在の局面に至った原因をマクロの視点から見ると、銀行の超過準備率が予想外かつ急激に減少したことが引き金になったと考えられる。超過準備率の低下は、マネタリーベースの供給量が相対的に不足したことと、銀行資産が過剰に増えたことによる結果と考えられる。

金融機関の資金運用額の前年同期比を見ると、2010年は20%以上の伸び率を維持し、2008年以前のどの時期よりも高いが、2009年と比較すると低下の一途をたどっており、この傾向にまだ変化の兆しはない（図表1参照）。

貨幣乗数³は2009年上半期に急速に回復し、同年8月には4.63のピークに達したが、9月以降は不安定な動きを見せている。2010年に入ってから、再びやや上昇傾向に転じ、同年4月は4.47となった（図表2参照）。

図表1 金融機関の資産拡大は減速するも高い水準を維持

金融機関の資金運用額の伸び率 前年同期比)

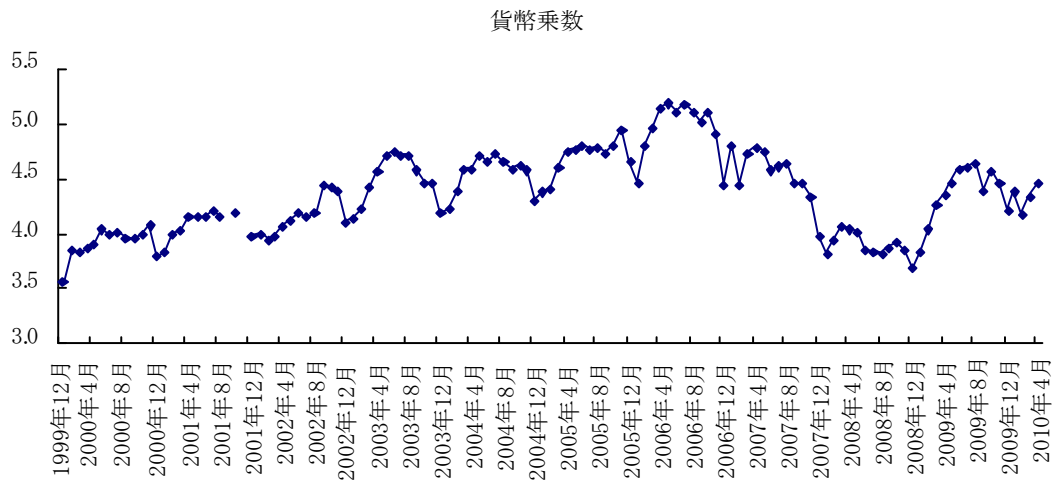


(出所) 国务院発展研究センター

² ベースマネーとも呼ばれる。流通現金（中央銀行券発行高と貨幣流通高）と中央銀行当座預金の合計額。（以上、訳者注）

³ 現金通貨と民間金融機関が保有する中央銀行預け金の合計をマネタリーベース（注1も参照）と呼び、マネタリーベースとマネーサプライの比を、貨幣乗数と呼ぶ。（以上、訳者注）

図表 2 貨幣乗数は上昇基調を回復



(出所) 国務院発展研究センター

このことは、銀行の資産拡大が大幅に減速していることを示している訳ではない。資産の拡大（銀行融資・債券保有などを含む）にこそ、マネタリーベースの大部分が使われている。ただし、2010年5月には銀行の行動に目立った変化はなかったため、銀行の超過準備率が予想外に下がったのは、マネタリーベースの想定外の変動が主因と見るべきだろう。

マネタリーベースの主な変動要因は、中央銀行の公開市場操作、法定準備率の調整、外貨吸収に伴う人民元の供給、国庫等の預金残高の変動などである。2010年には、国庫等の預金残高は5月のみで3,848億元の増加、1～5月の累計では9,811億元の増加となり、市中通貨が大量に吸収された（図表3参照）。同年5月の公開市場操作では、2,335億9,700万元が市中に投入されたが、一方でマネタリーベースの吸収は1～5月の累計でわずか1,907億元だった（図表4参照）。三度にわたる法定準備率の引き上げで、マネタリーベースが約9,500億元凍結された。同年1～4月の外貨吸収に伴う新たな人民元供給金額は1兆300億元（1月から順に2,981億7,000万元、1,795億元、2,701億5,000万元、2,863億1,000万元）に上ったが、5月は1,315億元に急減し、前期比54%の減少となった。

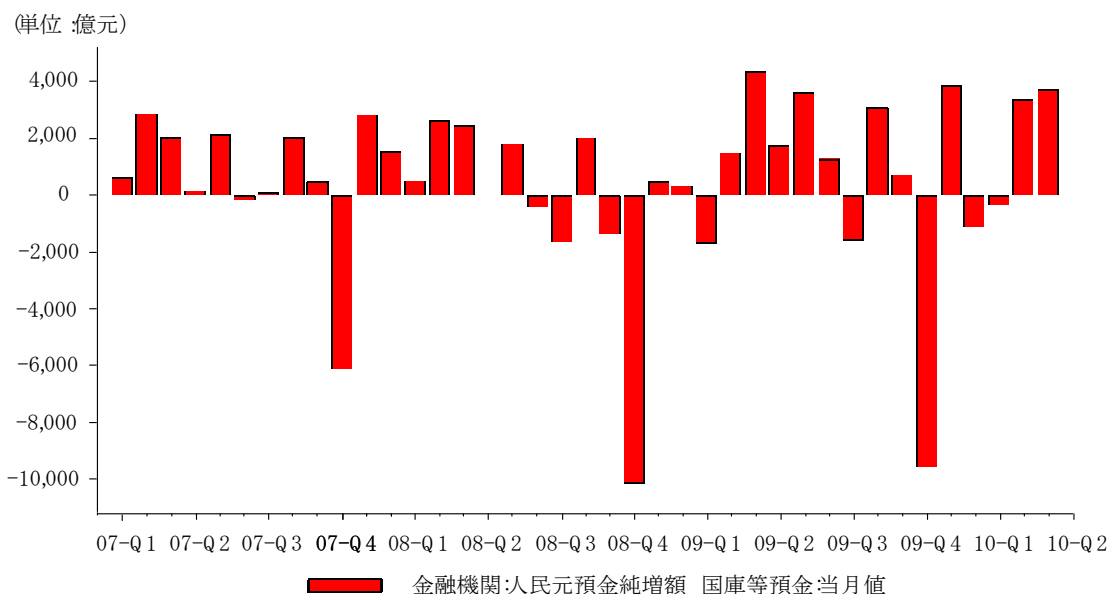
以上からも分かる通り、中央銀行が続けてマネタリーベースを吸収し、商業銀行の資産が拡大し続けていることが、銀行の過剰準備率が下降した原因である。しかし、2010年5月下旬、金融市場で金利が予想外に急上昇したのは、マネタリーベースの想定外の変動が主因である。もちろん、中央銀行が国有銀行に求めた超過準備の上乗せ（1%）も、同年5月末の流動性不足を助長した一因である。

2. 流動性不足の本当の要因

2010年5月下旬の金利上昇について、銀行融資の拡大が減速したことや、銀行の不適切な流動性管理、銀行業監督管理委員会が打ち出した3つの融資先管理措置に原因を求める動きもある。しかし実際は、いずれも短期金利の上昇が続いた原因とは考えにくい。

一部銀行の流動性管理が不適切（短期の調達によって得た資金で長期の債券を購入しすぎた）だとしても、むしろすべての銀行の流動性管理に不適切な点があるため、これらは市場全体の流動性不足の原因とは考えにくい。市場全体の資金供給に想定外の変化が起こったことが原因と言

図表3 国庫等の残高に大きな伸び



(出所) Wind 資訊より 国務院發展研究センター作成

図表4 公開市場操作による通貨投入・吸収額推計表

単位: 億元)

時期	通貨投入量 (-は吸収)	中央銀行 手形発行	中央銀行 手形償還	買戻条件 付き売り オペ	売りオペ 買戻し	利払い
2009年10月	-1,499.96	3,810	3,127.84	3,350	2,400	132.21
2009年11月	-2,980.97	3,090	3,185.80	4,150	1,050	23.23
2009年12月	-473.45	4,080	2,441.92	2,660	3,800	24.63
2010年1月	-616.22	3,160	2,822.64	3,930	3,610	41.14
2010年2月	6,377.56	2,130	4,098.85	300	4,550	158.71
2010年3月	-5,796.83	8,980	6,848.29	4,700	800	234.88
2010年4月	-4,207.79	5,860	3,641.36	5,550	3,360	170.85
2010年5月	2,335.97	3,590	3,124.33	300	3,000	101.64

(出所) 国務院發展研究センター

うしかないだろう。マネタリーベースが充分であれば、銀行の流動性管理が不適切でも、市中資金の全面的な不足にはつながらない。資金不足の背景にある原因は、銀行の債券保有が過度に拡大（レバレッジが拡大、長期化）し、マネタリーベースに対する需要が増えたためである。

銀行貸出の拡大が減速すれば、逆にマネタリーベースへの需要が減り、金融市場を通じて多くの資金が提供される。今年に入り、貸出抑制策を受け、銀行は利益獲得のため、大量の余剰資金を金融市場で運用せざるを得なくなった。市場では低金利が続き、二度にわたる法定準備率の引き上げにもかかわらず、市場金利は安定しており、むしろやや下落している。

銀行業監督管理委員会が打ち出した融資先管理の3つの方法は、貨幣乗数を下げ、流動性管理を難しくするほかは、銀行間の資金分布を変えるのみであり、銀行業全体の資金状況を変えるこ

とはできない。この政策が始まったのは2010年5月以前であり、しかも結果として大手銀行への資金集中を招いていることから見ても、現在問題になっている大手銀行の資金不足とは矛盾する。

このため、金融市場における資金不足は、構造的な要因によるものではなく、資金の需給がほぼ均衡したためと考えられる。つまり、昨年下半年以来、中央銀行が絶えず打ち出してきた流動性吸収という金融政策は、すでに初期の政策目標に達していると言える。流動性の吸収という政策措置はすでに金融政策として実効性を発揮し始めており、政策の実際の影響を考慮すべき時期が来ている。適度にゆとりのある金融政策を維持する観点からみて、中央銀行は当面の市場資金のバランスを維持し、これ以上は通貨の吸収を強化しないことが望ましい。

Ⅲ、インフレかデフレか

1. インフレ派とデフレ派の論争

2010年5月の消費者物価指数（CPI）の上昇率は3.1%で、前月比ベースでは0.1%下落した。生産者物価指数（PPI）は7.1%となり、前月比ベースでは0.6%の上昇となった。市場では、当面のインフレの可能性について、短期的なインフレ発生リスクは小さいとの見方で一致している。比較対象となる前年の物価水準が低かったため、今後数カ月は前年同期比ベースの物価上昇率が高水準で推移すると見られるが、前期比ベースでは下降傾向になるだろう。

一方、今後インフレとなる可能性については、意見が分かれている。経済の過熱を根拠とするインフレ懸念はやや後退したが、一部ではインフレが起こるといふ潜在的リスクが大きいとする見方がある。一方でデフレを懸念する見方もあり、一部では深刻なデフレを予想している。インフレ派、デフレ派はいずれも、①中国の生産能力はすでに過剰で、生産施設の稼働率は金融危機以前の水準には戻っていない、②中国経済は近年見られた上昇局面が終了し、これから下降局面を迎えるとみられ、世界経済の回復にも障害がある、という二つの事実を認めている。このため、需要のみに高インフレ率の原因を求めることは根拠に乏しい。デフレ派は中国経済の今後の成長に悲観的であり、経済の後退リスクや、投資活動による今後の生産能力拡大によってデフレ圧力が生じると強調している。インフレ派は、2009年から2010年にかけての巨額の貨幣供給を懸念し、資金流入あるいはコスト増大を原因とするインフレ、さらにはスタグフレーションの可能性を指摘している。

両者の違いは、コスト増大に伴う物価上昇の幅と持続性に対する判断によって生じている。中国はこれまで、価格制度改革や消費の急激な増加、投資活動に起因する高インフレを経験したが、これらは流動性が少なくなった時に発生したものである。流動性が過剰な時点でコストプッシュ型の大規模なインフレが起こりうるかどうかは、いまだに検証されていない。1970年代のスタグフレーションは、60年代末から70年代初頭にかけての貨幣供給の拡大に関係しているほか、成長力が低下する中で賃金問題や石油ショックが起きたこととも関係がある。中国で今後、コストプッシュ型のインフレが発生するかどうかは、賃金（他の諸収入を含む）や、価格制度改革の範囲や程度、さらに賃金・物価と労働生産性とのバランスにも左右されるだろう。

2. 転換期の政策の選択肢

少なくとも、市場に対する見方が分かれていることは、経済が重要な転換期を迎えている可能性を示唆している。重要な時期を迎える今、政策選択次第で異なる結果が起こりうる。

したがって、まず、より踏み込んだ経済改革に力を入れ、経済の潜在的な成長力を高めることが、デフレやスタグフレーションなどの悪循環を脱する鍵となる。中国の今後の経済成長の鍵は都市化である。しかし、都市化による質の良い経済成長を実現するには、不動産やインフラ整備を良い形で発展させ、更に内需主導型の成長モデルへの転換を急ぐ必要があり、起業の環境整備を進め、住民の所得水準を引き上げ、消費主導による内需型成長モデルを実現させなければならない。そのためには、国有資本が独占している業界や、財政・税制制度の動向、政府の機能転換などが重要である。特に公共サービス業や一般サービス業への参入規制を緩和し、金融体制の改革を進めることが、成長モデル転換の鍵となる。中国の潜在的な成長力はすでに下り坂にさしかかっている。政府は成長目標の設定にあたり、この点を十分に考慮する必要がある。金融政策では、経済成長率を過度に追求するべきではなく、各地で策定する第十二次五カ年計画においても、GDP 成長目標の向上のみに終始するべきではない。短期的な経済成長率のみを求めるのではなく、長期的な視点から、経済構造の調整を進め、経済成長の促進に力を入れるべきである。

次に、資産バブルやスタグフレーションに対応するための十分な政策の準備が必要である。そのために過去2年間に投入された大量の貨幣を、何らかの方法で消化する必要がある。指摘すべきこととしては、貨幣の過剰な供給はインフレや資産バブルの前提条件の一つに過ぎないことが挙げられる。実際には、供給に関する要素も重なった上で、マネーイリュージョン⁴が是正される過程を経て、初めてインフレや資産バブルが引き起こされる。さらに、いわゆる貨幣の過剰供給とは相対的なものであり、流通していなければ意味をなさないため、流通速度も重要な要素となる。このため、一定の経済条件を設ければ、状況を変えることも可能である。

かつて過剰に供給された貨幣を消化するには、次の4つの方法が考えられる。①経済の中で貨幣を媒介した取引が行われる範囲を拡大する。これは国内のより多くの経済活動が貨幣で取引されることを指し、都市化もその重要な手段である。また、世界では、自国通貨を国際化し、国際的な経済活動の媒介としている。②マネタリーベースの供給を減らし、金融機関にバランスシートの圧縮や、企業破産時のバランスシートの確認を促し、直接的手段を通じて貨幣流通量を大幅に引き締める。この手段を取ると、貨幣の流通速度が低下し、資産バブルの崩壊や物価の下落を引き起こすことが多い。これは実質的な経済引き締め政策である。緊縮政策は、貨幣の流通速度が上昇している（経済が活発化あるいは過熱している）時に行うのが理想的である。ただ、貨幣の流通速度と貨幣の信用創造は連動するため、貨幣の流通速度が上昇すると、貨幣の供給量も増える。この場合、緊縮政策は信用創造の負担を軽くするだけの意味しか持たず、すでに市中で流通している過剰な貨幣を消化するためには、結局は経済活動の拡大や活性化が欠かせない。③中央銀行の政策によって一部資金を凍結させ（法定準備率の引き上げ）、現在の購買力を未来の購買力に変え（中央銀行手形の発行）、経済循環の中で通貨の配分を調整する。④資産バブルとインフレを人為的に生み出す。現在の中国では貨幣の使用に制限がある。例えば中国の現在の政策では、住宅購入者の資格を設け、購入数（軒数及び面積）を規制している（投機的行為の防止のため、特定業界に対して取られた規制措置である）。これは、貨幣の視点から見れば、形を変えた貨幣価値の切り下げにあたる。経済成長力が弱まっている時に大量の貨幣を市中へ投入し、成長力の低下に歯止めをかけるために金融政策を過度に利用した場合、短期的には金融や実体経済

⁴ マネーイリュージョンは貨幣錯覚とも呼ばれ、人々が実質所得だけではなく価格水準に影響を受けて需要を変えてしまう状態を指す。（以上、訳者注）

へ良い影響があったとしても表面的な繁栄にすぎず、資産バブルやインフレにつながりやすい。日本では潜在成長率が低下した 1970 年代や 1980 年代に、不動産バブルが起きている。中国はこの点を強く警戒し、当面は不動産政策の持続性を維持するべきである。

3. 賃金上昇圧力への処方箋

別の面から見ると、現在、労働力コストの上昇や、所得分配の改革が物価に与える影響に注意を払う必要がある。近年、中国の労働力供給は頭打ちとなり、人手不足の問題が広がりつつある。一方で、労働者の賃金水準は急速に上昇している。特に、今年に入り台湾・富士康（フォックスコン）社で起きた労働争議や中国沿海部のストライキで賃金の上昇に向けた圧力が高まった。さらに、進行中の所得倍増計画や、所得分配の改革なども合わせて考えると、労働力コスト、ひいては商品価格にも上昇圧力が及ぶだろう。

現在、市場では賃金の上昇がインフレに与える影響は小さいとの見方が一般的である。その主な根拠は、賃金上昇の圧力が輸出関連の製造業に集中するためである。こうした製品の価格は国際市場のメカニズムで決定されるため、企業にとってコストの増加を最終商品に転嫁することは今のところ困難と考えられている。しかし実際はそうとは言い切れない。第一に、賃金を出発点とする価格連動のメカニズムは、企業コストや製品との間で働くのではなく、むしろ消費者物価の上昇圧力として働くと考えられる。特に 2010 年は自然災害が多かった一方で、市中に流通する通貨が多いため、食料市場に想定以上の影響が及び、賃金引き上げの動きが全国に広がる恐れがある。中国では過去にも、公務員の賃金上昇が消費者物価の上昇を招いたという関係が確認されている。第二に、国際製品の価格決定に対する中国の影響力の問題がある。輸出商品の価格決定に関する過去の事例が示すとおり、中国企業が単独で製品価格を左右することは難しいが、外部の共通要因によるコスト上昇であれば、ある程度の価格交渉が可能である。前回の為替上昇時には、中国企業も為替変動分の一部を価格に上乗せすることに成功している。製造業の製品における中国の重要な役割を考えると、賃金上昇の動きが広まった時に最終商品の価格が上昇するかどうかについて、国際的な価格決定メカニズムの問題と簡単に片付けることはできないだろう。

労働者賃金の上昇は、中国が経済成長モデルを変え、国民経済における労働者報酬の比率を高めるために通らねばならない道であり、今後、中国の人口ボーナス⁵が失われていく中で直面せざるを得ない長期的な課題である。中国は賃金上昇による影響の仕組みやレベルに注意し、秩序ある賃金上昇を促すとともに、サービス業界の発展を急ぎ、上昇する賃金を物価上昇圧力に転嫁するのではなく、経済モデル転換へのエネルギーに変えなければならない。

IV. 金利調整措置について

1. 乏しい利上げの余地

最初に指摘すべき点として、銀行間取引金利は西側諸国では金利調整手段に用いられるが、中国で当該金利が目立って上昇している。量的緩和策の終了にあたっては、まず資金供給量の面での措置を終了し、次に金利水準の措置を調整する手順で進めることが、コンセンサスとなっている。中国では 2009 年下半期以降、市中資金の吸収を続けており、現在は金融市場で実質金利が

⁵ 国の人口構成で、子供と老人が少なく、生産年齢人口が多い状態。（以上、訳者注）

上昇している。住宅ローン金利はすでに事実上の上昇が見られている。一軒目の物件購入に対する住宅ローンの金利優遇幅は以前の2割引に戻り、二軒目の物件購入時には基準金利の1割増の金利を適用し、三軒目以上の物件には原則として住宅ローンを提供しないこととなった。不動産市場への介入が強まり、地方政府の資金調達プラットフォーム⁶でのリスク抑制が強化され、同プラットフォーム向けの貸出上限額が抑えられた結果、貸出金利（加重平均）はすでに上昇しつつあり、中央銀行が流動性を十分に吸収できれば、金利面の政策発動を講じる必要は少ない。この状況で金利を引き上げるとすれば、利益再分配のシグナルとしての意義がより大きいこととなる。

次に、中国の経済成長はすでに下降局面にさしかかり、市場の有効資金需要も減少している。工業生産額（付加価値）、設備投資も減少が続いている。消費者物価と不動産、自動車価格との間には強い関連性があり、所得に大きな伸びが期待できる場合、価格は引き続き安定するが、大幅な上昇の見込みは少ない。市場の資金需要を見ると、新規貸出のうち、2010年第2四半期の企業向け中長期貸出は比較的安定しているが、同年第1四半期との比較では大幅に減少した。個人向け貸出は緩やかに減少している。手形割引による資金調達が再び純増に転じた。エネルギー大量消費型産業や過剰な生産能力、不動産、地方政府の資金調達プラットフォームに対し、政府が厳しい管理措置を取る中で、経済的合理性のある資金需要がやや減少している。一方で不動産と密接にかかわる個人向け貸出の新規貸出に占める割合が高まり、2010年1～5月の累計は37.6%、同年3月以降は40%以上を維持し、特に3月は53%に達した（図表5参照）。不動産販売量の減少にともない、個人の資金需要も今後ある程度減るだろう。

世界経済から見ても、景気後退のリスクは存在する。米国では不動産価格が再び下落しているほか、州・地方自治体が深刻な予算不足に陥っている。在庫調整プロセスがまもなく終了する一方、一時的な雇用の増加をもたらした人口センサス調査もまもなく打ち切れ、金融危機対策のための財政出動も相次いで終了することは、米国経済の不安材料となるだろう。米国にとって2

図表5 2010年1～5月 貸出額の変動

単位：億元)

2010年各月の人民元貸出	1月	2月	3月	4月	5月
新規個人向け貸出	4,502	1,994	2,706	3,255	2,633
うち 新規短期貸出	1,069	464	1,208	952	714
新規中長期貸出	3,433	1,530	1,498	2,303	1,919
企業向け新規貸出	9,415	5,074	2,401	4,482	3,766
うち 新規手形割引	-1,809	-1,744	-2,690	470	377
新規短期貸出	3,328	1,960	-256	467	334
新規中長期貸出	7,521	5,088	5,191	3,259	3,087
各貸出の実質月間増加額	13,917	7,001	5,107	7,740	6,394
個人向け貸出の比率 (%)	32.3	28.5	53	42.1	41.2

(出所) 国務院発展研究センター

⁶ 地方政府の資金調達プラットフォームとは、地方政府が公共事業等を行うために設立した特別目的会社を指す。日本の第三セクターに類似する（以上、訳者注）。

番目の輸出市場である欧州では加盟国の債務危機が発生し、ユーロ相場が大幅に下落したことも、米国経済の回復をある程度妨げている。米国の一時的な成長局面はすでに限界に来ている。欧州諸国は債務危機を乗り越えるため、緊縮財政政策を余儀なくされ、これにより欧州経済の回復は遅れるだろう。ユーロ相場や金融市場の変動も、経済の不安定性を助長している。

以上の通り、中国にとって最大の経済後退リスクは、決して経済過熱ではない。このため、先を見据えたマクロ調整手段となる金融政策である金利をこれ以上引き上げるのは望ましくない。

2. 預金金利の上限拡大の必要性

もちろん、金利規制が存在する中国においては、金融政策は貸出基準金利や預金金利にも影響する。今後もし、高インフレが続けば、早期に預金金利を引き上げ、実質金利がマイナスになってしまう状況が長期化することを防ぐ必要がある。金利の自由化に向けた改革という視点からは、今こそ預金金利の上限を引き上げる好機である。2010年5月は所得増や消費動向に関する目立った動きはなく、不動産価格や株価は低迷し、預金残高の伸びは517億元に留まっており、2009年5月に比べて大幅に少ない。大量の貯蓄資金を各種の資産運用商品に変えることは、行政による預金規模の抑制や業界管理への方法として銀行が取る手段であると同時に、金利の自由化を推進する重要なプロセスでもある。加えて、預金の不足（資金不足や業界監督に起因するケース）を受け、各銀行はさまざまな手段で預金の獲得を図っており、預金金利は実質的に上昇している。このため、預金金利の上限を適度に拡大し、金利の自由化プロセスを推進するべきである。

V. 人民元上昇圧力は限定的、今後は上下変動も

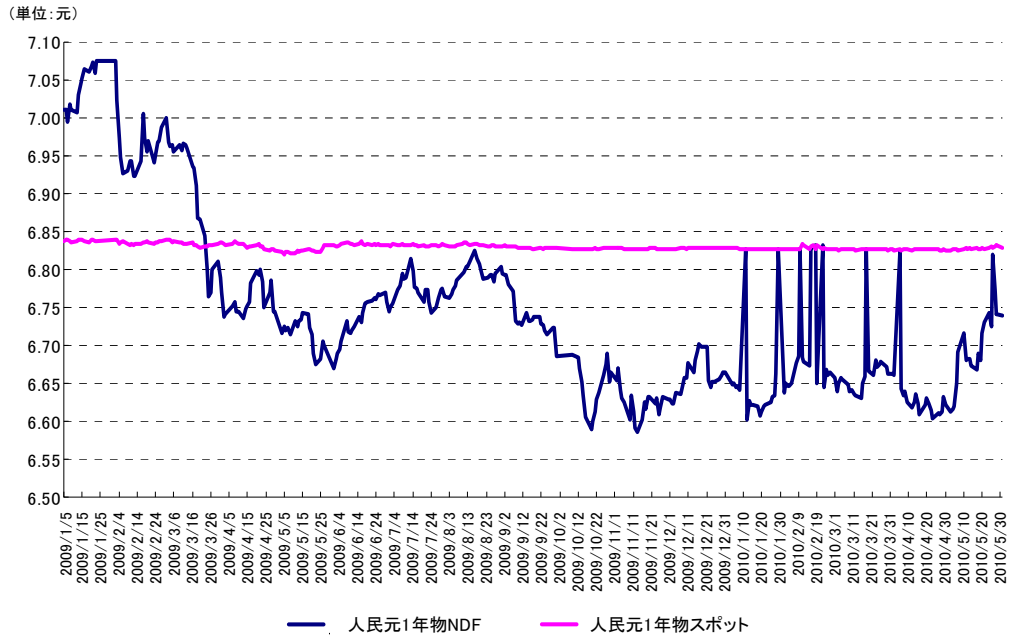
1. 人民元為替制度の柔軟化の効果

2010年6月21日、中央銀行は人民元の変動相場制を再び開始した。取引初日に人民元は295bp上昇したが、2日目には122bp下落した。

変動相場制の再開に先立ち、市場では人民元の上昇期待が大きく減退し、一部で下落観測も出ていた。2010年5月、香港市場の1年物ノンデリバラブル・フォワード（NDF）商品では、人民元の対米ドルレートが低位で推移し、5月上旬には1ドル=6.61元であったものが同月末には1ドル=6.74元まで下がった（図表6参照）。これを受け、市場では人民元の上昇期待が大きく後退していた。中国国内では、2010年5月の外貨建て貸出は14億ドルの純減となり、14カ月連続の純増から逆転した。外貨建て貸出・預金のギャップの伸びも大きく後退した（図表7参照）。国内のブラックマーケットでは、人民元相場が下がり、1ドル=6.9元程度で取引された。

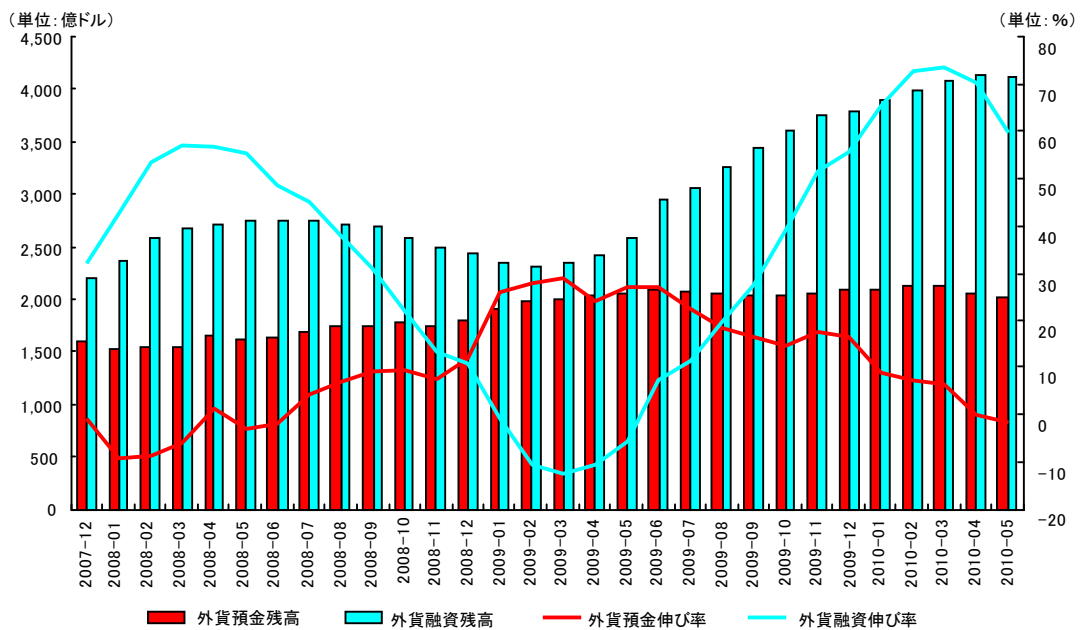
しかし、変動相場制の再開後、香港のNDF商品では人民元が急反発し、向こう一年間の人民元の上昇率は2~3%に達すると見られている。市場では、人民元建ての資産運用商品が活況を呈している。株式市場は、新制度施行後の最初の取引日に2.9%上昇し、その後は小幅な値動きが続いている。為替相場の変動幅拡大が広く認知された後では、人民元の小幅な上昇はホットマネーの運用元にとって魅力的ではなく、アジアやロシアの金融危機の例が示すとおり、上昇の余地が少ないと見られれば、逆にホットマネーの流出を招くだろう。つまり、変動相場制の再開前に比べ、現時点では人民元の上昇期待が強まっているものの、人民元の上げ幅は小さいとの見方が一般的である。

図表 6 香港 1 年物 NDF の推移



(出所) 国務院発展研究センター

図表 7 外貨建て預金・融資の残高



(出所) 国務院発展研究センター

2. 為替相場の変動を容認するのは今が好機

実際、国外のホットマネーが中国に流入する誘因は減退している。中国の株式市場は 2010 年に入って下がり続けている。同年 4 月には不動産市場への厳しい介入も始まり、現在は不動産市場の販売量が大幅に落ち込み、不動産価格も下落の兆しが見えている。欧州の債務危機により国

際金融市場の動揺が大きくなり、米ドルが上昇する中で、自己防衛と安全確保のために海外資金を引き上げる動きが強まり、中国に投資を行うインセンティブは弱まっている。2010年5月の貿易黒字は195億ドル、対内直接投資（FDI）は81億ドルだった。一方、同年5月に外貨吸収に伴って市場に投入された人民元は1,315億元となった。このことは、外貨の流出が流入を上回ったことを意味している⁷。5月末に市場資金の不足が起き始めたことを受け、中央銀行は公開市場操作により絶えず流動性を供給し、2010年6月24日までの五週間に投入された資金は7,160億元に達した。しかし、市場の資金不足は根本的な解決に至らず、外貨吸収による人民元供給金額は引き続き減っている。さらに、国内資産運用市場に魅力が乏しく、経済成長が下り坂にさしかかり、所得分配の改革が進みつつあることを考え合わせると、国内から一部資金が流出する恐れもある。この場合、人民元相場の上昇圧力は急速に後退し、さらには早い段階で下落観測が出ることも考えられる。

これに対し、中国は為替相場の一定範囲内での変動、特に一定程度下落や資金流出を容認すべきである。中国には国際資金の流出入に対応するだけの十分な外貨準備がある。中国の外貨準備高は約2.5兆ドルに達するが、これに対してマネタリーベースはわずか14兆7,000億元であり、たとえ人民元が1ドル＝6元まで上昇した場合でも、マネタリーベースの全額を支えるだけの外貨準備の裏付けがある。中国の外貨準備は、完全なドルペッグを採用している国よりも充実している。単に為替相場の視点からみた場合、為替変動は脅威にならない。

つまり、現在の為替相場は、すでに市場が適正と認める水準に近づいており、これは為替変動の幅を再び拡大する好機である。為替相場の変動においては、上昇、下落いずれの可能性も存在し、これらは実体経済にとって必ずしもマイナスとは限らない。もちろん、中国は為替変動リスクを回避する手段が不十分で、金融機関や企業は為替変動リスクに対応する能力が乏しい。さらに、国際的なホットマネーの動きを監視するシステムが整っておらず、金融緩和政策はホットマネーの影響力を助長してしまった。中国はまだ比較的厳格に管理された変動相場制を維持すべきである。

著者紹介

陳 道富 (Chen Daofu)

国務院発展研究センター金融研究所総合研究室 副主任

1976年生まれ。2002年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。

⁷ この外貨吸収額（193億ドル相当）が貿易黒字と対内直接投資の合計金額（276億ドル）を下回っており、5月単月ではネットで外貨の流出が生じていると筆者は分析している。（以上、記者注）



Chinese Capital Markets Research