



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 —

関 志雄※

要 約

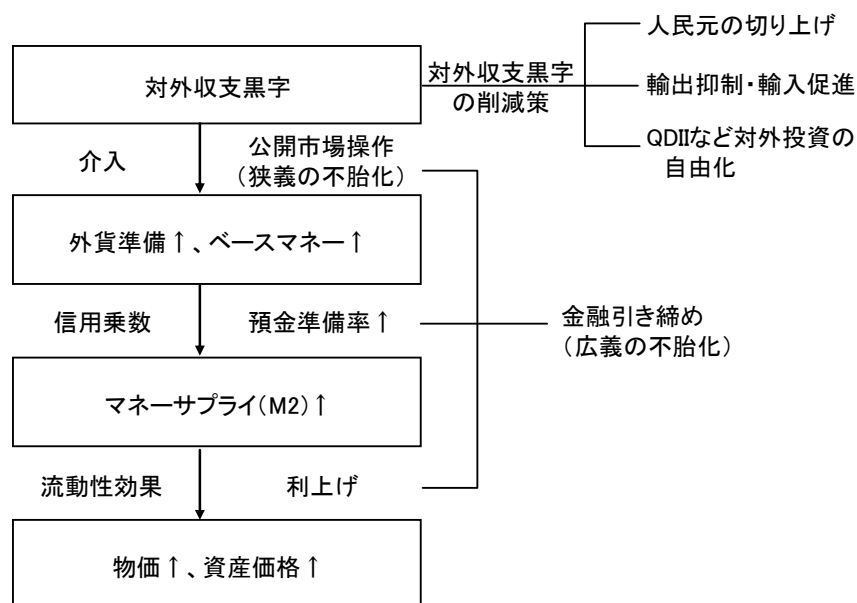
1. 中国では、近年、外貨準備の急増に伴うマネー・サプライの高い伸びに象徴される流動性の膨張を背景に、不動産や株式の価格が急上昇し、バブルの様相を呈している。さらに、インフレ率も上昇の一途を辿っており、11年ぶりの高い水準となっている。流動性の膨張を抑えるために、中国当局は、国際収支黒字の削減と金融引き締めに取り組んできたが、対ドル安定という為替政策に制約され、所期の効果を上げるに至っていない。
2. 対外収支黒字が発生している直接的原因は、人民元レートが割安なために、外貨（ドル）が供給過剰になり、当局がそれによる為替レート上昇を抑止する目的で市場に介入していることにある。中央銀行が原則として介入しないという完全な変動制の下では、外為市場における需給のインバランスは、為替レートの変動によって解消される。仮に経常収支が黒字になっても、必ず資本収支の赤字（純流出）に相殺されることになり、その結果、流動性の膨張がその発生源で止められることになる。このように、完全変動制への移行こそ、流動性の膨張を抑える最も有効な手段である。
3. 日本は1973年2月に変動制に移行したが、そのきっかけは、まさに1971以降、外貨準備とともにマネー・サプライが急増したことである。現在の中国も、流動性の膨張を抑えるための最後の手段としては、もはや完全変動制への移行しか残っていない。

I、はじめに

中国では、近年、外貨準備の急増に伴うマネー・サプライの高い伸びに象徴される流動性の膨張を背景に、不動産や株式の価格が急上昇し、バブルの様相を呈している。さらに、インフレ率も上昇の一途を辿っており、11年ぶりの高い水準となっている。流動性の膨張を抑えるために、中国当局は、国際収支黒字の削減と金融引き締めに取り組んできたが、対ドル安定という為替政策に制約され、所期の効果を上げるに至っていない（図表1）。

※ 関 志雄（梶野村資本市場研究所 シニアフェロー）

図表 1 流動性の膨張：メカニズム・影響・対策



(出所) 筆者作成

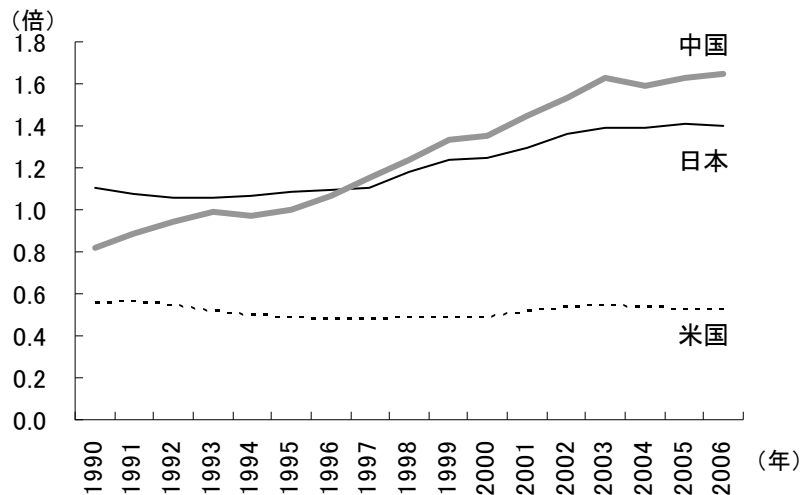
Ⅱ、流動性膨張のメカニズムとその影響

中国は、貿易を中心とする経常収支と資金の流れを表す資本収支がともに黒字になっており、この双子の黒字が、人民元の上昇圧力をもたらしている。通貨当局が人民元の切り上げを抑えようとして、外為市場においてドル買い・人民元売りの介入を行っているが、これが直接、(通貨当局の資産としての) 外貨準備と(負債として) 同額のベースマネー(人民元換算)を増やしている。外貨準備の増加分によって示されるように、介入の規模は、2006年には2475億ドル(GDPの9.4%相当)に上り、今年に入ってからさらに拡大し、上半期だけで、2663億ドルに達している。これを反映して、2007年9月現在、中国の外貨準備は1兆4336億ドルと、世界一の規模となっており、第二位の日本(9456億ドル)との差がますます広がっている。

ベースマネーの増加は、信用乗数を通じて、広義のマネー・サプライ(M2)を増やす。その結果、2006年末のM2の規模は、34.6兆元に上り、それをGDPで割ったマーシャルのkも、165%という、歴史的に見ても、国際的に見ても、高い水準に達している(図表2)。

このように拡大する「流動性」は、消費者物価(CPI)と資産価格(不動産価格、株価)を押し上げている。まず、不動産価格の急騰は、2002年頃から上海をはじめとする沿海都市部から始まり、次第に内陸部の都市にも広がっている。株式市場も2005年から始まった「非流通株改革」をきっかけに、上げ相場に入っており、ベンチマークとなる上海総合指数は、この2年余りで5倍ほど急騰している。さらに、インフレも加速しており、2007年11月のCPIの上昇率は、前年比6.9%と、ほぼ11年ぶりの高水準となった。

図表2 中国におけるマネー・サプライの対GDP比（マーシャルのk）の推移
― 日米との比較 ―



(注) マネー・サプライは中国と米国が M2、日本は M2+CD。

(出所) 各国の公式統計に基づき作成

Ⅲ、対外収支黒字の削減策

流動性の源ともいふべき対外収支黒字を減らすために、中国は、人民元の緩やかな切り上げを容認しながら、輸出抑制と各種の対外投資の自由化を中心に対策に取り組んできた。

1. 人民元の切り上げ

人民元の切り上げは、輸入の促進と輸出の抑制を通じて、貿易収支、ひいては経常収支の黒字を押さえ、さらに、直接投資流入の減速を通じて資本収支黒字を減らす効果も期待される。中国は 2005 年 7 月に、それまでの実質上のドルペッグ（対ドル固定相場制）を改めて、人民元レート 2.1% の切り上げとともに、「管理変動制」に移行した。それ以降、人民元の対ドルレートは、緩やかに上昇傾向を辿ってきている。そのペースは、当初の年率 1% 程度から、直近では年率 5% ほどに加速している。しかし、依然として人民元の割安感が解消されるには至っておらず、更なる切り上げの期待はかえって投機的資金の流入を招いている。

2. 輸出の抑制と輸入の促進

貿易黒字を減らすために、輸出抑制と輸入促進という政策や措置が採られた。2006 年以降、中国政府は、輸出抑制の見地から、高エネルギー消費、高汚染の製品を中心に、輸出に係る増値税（付加価値税）の還付廃止ないし還付率引き下げを行ってきた。中でも、2007 年 7 月 1 日に、輸出品目の 37% にあたる 2,831 品目について、品目別に設定される輸出増値税還付率の引下げや還付自体の取止めを実施した。その中には、貿易摩擦を引き起こしやすい 2268 品目が含まれている。その上、今年 7 月には、加工貿易の制限の対象となる品目の範囲が拡大された。一方、輸入については、今年に入って、2 回にわたり、230 項目の輸入関税を引き下げている。さらに、

輸入管理措置を簡素化し、輸入貿易の利便性を高めた。

3. 適格国内機関投資家（QDII）制度

資本流出規制緩和策の一環として、中国当局は 2006 年 4 月、銀行、証券会社、保険会社などの国内の機関投資家に対して一定の条件の下、本土域外の証券市場での運用を認める適格国内機関投資家（QDII）制度を導入した。これにより、中国の国内の投資家も割り当てられる枠内で海外の証券を取得することができるようになった。QDII の運用対象は、当初債券などの固定利回り商品に限定されていたが、その後、「域外の証券取引所（現段階では香港のみ）に上場された株式」に広げられた。中国人民銀行（中央銀行）が発表した「2007 年第 3 四半期貨幣政策執行報告」によると、国家外為管理局が認可した QDII 限度額は 2007 年 9 月末の時点で累計 422 億ドルに達しているが、人民元が上昇基調にある中で、為替差損を回避すべく、対外投資使用額は累計 109 億ドルにとどまっている。

4. 個人の外貨取得枠の拡大と香港証券市場への投資の部分的自由化

中国本土では 2007 年 2 月に「個人外貨管理弁法」が施行され、個人が外貨を購入できる年間限度額が 2 万米ドルから 5 万米ドルに引き上げられた。また、国家外為管理局は 2007 年 8 月 20 日に、個人による香港への直接証券投資を許可する計画を発表した。しかし、これがきっかけとなって、香港市場における株価が暴騰し、バブルの様相を呈している。市場の安定の観点から、その後、同計画はまだ具体化には至っていない。

5. 中国企業の対外直接投資への支援

対外投資を奨励するために審査を緩和した。資金調達においても、中央政府が、主要省・市に対外投資用の外貨融資枠を設定し、地方政府も独自の予算で資金支援、奨励基金を設置するなどの優遇政策を実施している。

6. 域内機関の経常項目下の外貨保有制限の撤廃

国家外為管理局は 2007 年 8 月 13 日に、国内機関に課してきた（輸出などで獲得した外貨の一部を留保することを認める）経常項目外貨口座の限度額を撤廃した。これまで、域内機関の外貨保有は前年度経常項目外貨収入額の 80%と経常項目外貨支出額の 50%の合計額を上限に制限されていたが、今後、各自の経営上のニーズに応じて経常項目外貨収入を自己保有できるようになった。新しい政策の実施は、域内機関の外貨保有・使用の自主性と利便性をいっそう強め、域内機関の資金管理の強化、国際収支の均衡を促す上でプラスとなる。

IV. 金融政策による対応

対外収支黒字の拡大に伴う流動性の膨張を抑えるために、通貨当局は次の三つの手段で、金融引き締め政策（広い意味での不胎化）を行ってきた。

1. 公開市場操作

中央銀行は、公開市場操作（所有する国債、または自ら発行する中銀手形の売却）を通じて、

積極的にベースマネーを回収している（狭い意味での不胎化）。しかし、介入の規模があまりにも大きく、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。

まず、2003 年 4 月から、中央銀行は、公開市場操作を実施する際、自ら中銀手形を発行して保有する国債の玉不足を補ってきたために、その発行量が膨らんでいる。2007 年 8 月現在の残高は前年同期と比べて、1 兆 1239 億元増え、4 兆 675 億元（ベースマネーの 48.6%相当）に達している。

当初、発行された中銀手形は 3 ヶ月物が中心であったが、満期期限がだんだんと長期化しており、現在では 1 年物が中心になっている。長期金利が短期金利を上回っているため、中央銀行にとって資金調達のコストがその分だけ高まっている。

さらに、中銀手形の発行利回りも高まりつつある。金利の上昇は、更なる資本流入、ひいては介入と不胎化の規模の拡大という悪循環を招きかねない。

2006 年 5 月以降、中央銀行は、入札と並行して中銀手形を市場実勢より低い金利で、強制的に銀行に割り当てるようになった。これを通じて、不胎化のコストの一部を銀行に負わせるのである。

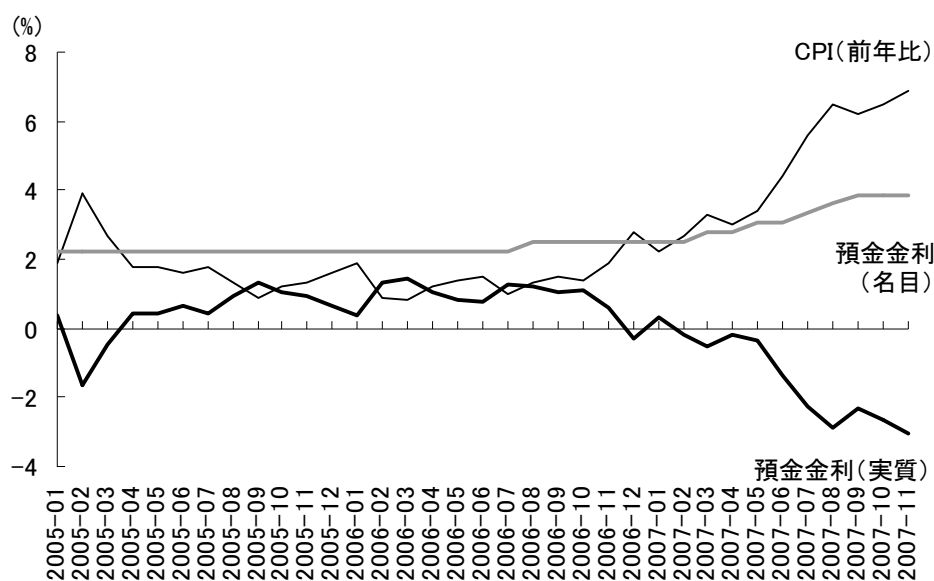
2. 預金準備率の引上げ

中央銀行は、銀行を対象とする預金準備比率の引上げにより、信用乗数、ひいては、マネー・サプライを抑えようとしている。中国人民銀行は、2006 年以降 13 回にわたって預金準備率を計 7.0%ポイント（そのうち今年に入ってから 10 回にわたって計 5.5%ポイント）引上げ、14.5%とした。中央銀行に預ける準備金から得られる金利は貸出より低いため、準備率の引上げは銀行の収益にとってマイナスである。

3. 利上げ

金利の引上げの狙いは、資金調達のコストを高めることによって、投資や株や不動産など、預金以外の金融資産への需要を抑え、これを通じて、物価と資産価格の上昇圧力を緩和することである。2004 年 10 月以来、貸出金利（一年満期）はすでに 9 回にわたって計 2.16%ポイント（そのうち、2007 年に入ってから 6 回にわたって計 1.35%ポイント）の利上げが実施されている。一方、預金の魅力を高めることで、株式市場へ資金流出に歯止めをかけるために、当局は、2004 年 10 月以来、8 回にわたって、預金金利（一年満期）の計 2.16%ポイントの引上げを実施した。しかし、利上げのペースはインフレの高騰に追いつかず、2006 年初以来、実質金利は低下の一途を辿っており、中でも、預金金利はマイナスの水準に落ち込んでいる（図表 3）。このままでは、物価と資産価格の上昇を抑えることはできない。

図表3 インフレの高騰でマイナスに転じた実質預金金利



(注) 預金金利は一年満期

(出所) 中国人民銀行の発表に基づき作成

V、最後の手段としての完全変動制への移行

このように、中国において、金融政策の有効性は非常に限られている。その理由は、「国際金融のトリレンマ説」で示されている通り、「どの国においても、『自由な資本移動』、『独立した金融政策』、『固定相場制』という三つの目標を同時に達成することができない」からである(図表4)。中国は、これまで実質上のドルペッグである固定相場制を維持しながら、資本移動を制限する(「自由な資本移動」を放棄する)ことで、独立した金融政策を維持しようとしてきた。しかし、WTO加盟などを経て資本移動が活発化するにつれて、これまで見てきたように、金融政策の有効性も低下している。中国は、2005年7月に「管理変動制」に移行したが、為替政策の重点が「変動」よりも、依然として「管理」に置かれているため、金融政策が大きく制約されているという状況はあまり変わっていない。

図表4 国際金融のトリレンマ説

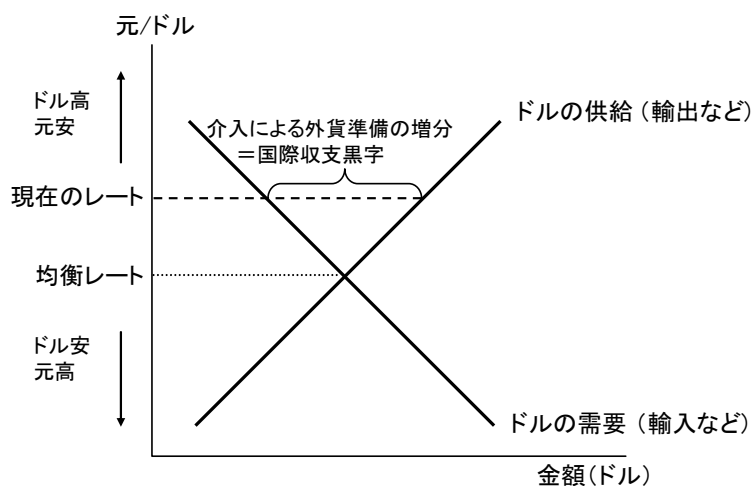
	自由な 資本移動	独立した 金融政策	固定相場制	例
資本規制	×	○	○	2005年7月までの中国
通貨同盟	○	×	○	香港、EU
変動相場制	○	○	×	日本、オーストラリア

(出所) 筆者作成

実際、対外収支黒字が発生している直接的原因は、人民元レートが割安なために、外貨（ドル）が供給過剰になっているにも関わらず、当局がそれによる為替レート上昇を抑止する目的で市場に介入していることにある。中央銀行が原則として介入しないという完全な変動制の下では、外為市場における需給のインバランスは、為替レートの変動によって解消される（図表 5）。仮に経常収支が黒字になっても、必ず資本収支の赤字（純流出）に相殺されることになり、その結果、流動性の膨張がその発生源で止められることになる。このように、完全変動制への移行こそ、流動性の膨張を抑えるもっとも有効な手段である。

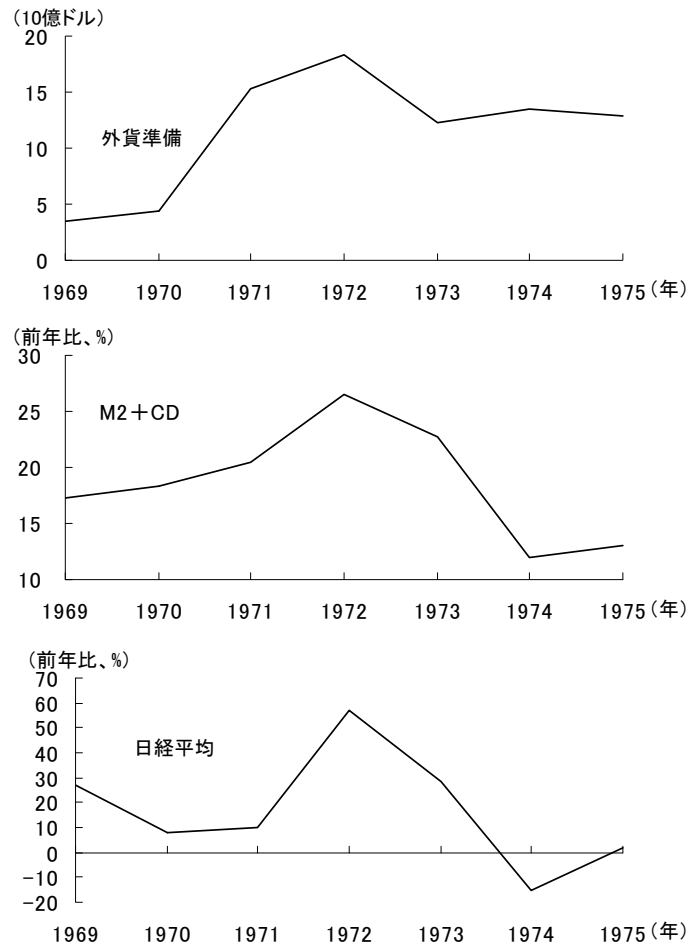
日本は 1973 年 2 月に変動制に移行したが、そのきっかけは、まさに 1971 以降、外貨準備とともにマネー・サプライが急増したことである（図表 6）。現在の中国も、流動性の膨張を抑えるための最後の手段としては、もはや完全変動制への移行しか残っていない。

図表 5 人民元切り上げと外貨準備増のトレードオフ関係



（出所）筆者作成

図表 6 変動相場制に移行する前後の日本の金融情勢



(出所) 総務省「日本の長期統計系列」に基づき作成

著者紹介

関 志雄 (かん しゅう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』などがある。



Chinese Capital Markets Research