

2007 - 08 経済諸会議の動向 (2)

田中 修

5 . 人民銀行工作会議 (2008 年 1 月 4 日)

会議では、周小川行長と蘇寧副行長が別々に講話を行った。

5.1 経済発展におけるチャレンジ (試練) 及び潜在リスク

蘇寧副行長は次の 5 点を指摘している (21 世紀経済報道 2008 年 1 月 4 日)。

(1) 経済の急成長と構造のアンバランスが並存している

経済成長が投資と輸出の牽引に過度に依存し、消費率が低すぎ、貯蓄率が高すぎるとい
う矛盾が依然際立っている。経常黒字の対 GDP 比は大国の中で既に最高水準にあり、貿易
摩擦は日増しに大きくなっている。同時に、資源・エネルギーの消費が多すぎ、環境汚染
は日増しに深刻化し、省エネ・汚染物質排出削減情勢は楽観を許さない。

(2) 経済成長がかなり速い (状態) から過熱に転じる傾向は、未だ有効に緩和されてい ない

経済の急発展は企業の収益改善に資するため、企業の発展意欲はかなり強烈である。特
に経済主体の資本の実力が上昇し、負債能力が顕著に強化され、楽観的な予想が普遍化し
ているとき、リスクは往々にして低評価され、貸出の拡張圧力はかなり大きくなり、投資・
融資行為が相互に増強され自己膨張していく構造が容易に形成されてしまうのであり、将
来の投資反動増の圧力は依然かなり大きい。

(3) 物価が構造的な上昇から明らかなインフレに変化するリスクが大きくなっている

最近の物価上昇は主として食品価格の上昇が牽引しており、構造的な特徴を有している。
2008 年、食品価格の上昇圧力はかなり大きく、労働力コストはある程度上昇し、資源類の
産品価格も所要の調整が行われる可能性がある。世界的にインフレ圧力が大きくなってお
り、インフレ期待も強まっている。これらの要因が総合的に作用すると、将来の一時期国
内物価が高いレベルで上昇する圧力は依然かなり大きい。

(4) 資産価格の持続的かつ大幅な上昇が、資産バブルを不断に累積させている

ここ数年、わが国の不動産・株式市場の発展は速く、一部の都市の不動産価格は上昇率
がかなり高く、株価指数は高いレベルで上下している。資産価格の上昇は速すぎ、資産バ
ブルと潜在リスクを不断に累積させており、経済運営とりわけ金融の不安定要因を増加さ
せている。

(5) 貸出の拡張圧力が大きくなっている

近年わが国国際収支は 2 つの黒字が継続しており、マネーサプライ急増の巨大な圧力が
形成されている。同時に、流動性がかなり多いことを背景に、金融機関の利潤動機が強ま

り貸出需要が旺盛なため、貸出拡大に拍車がかかっている。

5.2 2008年の金融政策の基本方針

会議は、「2008年は17回党大会の精神を全面的に貫徹実施する第1年であり、改革開放30周年でもある。新情勢のもとで人民銀行の各種施策をしっかりと行うことは、17回党大会精神を貫徹実施し、金融業の持続的・健全・安全な発展を一層促進するうえで意義がとて重大である」とし、次の諸点を挙げている（人民網2008年1月4日）。

科学的発展観を深く貫徹実施し、引締め気味の金融政策を真剣に執行し、経済成長がかなり速い（状態）から過熱に転ずることと、物価が構造的な上昇から明らかなインフレに変化することを防止する。

金融体制改革を着実に推進し、改革の成果を強固に拡大する。

金融安定のための長期有効なメカニズムを早急に構築し、金融システムの安定した運営を適切に維持する。

イノベーションを強化し、金融市場の発展を推進する。

外貨管理体制改革を更に深化させ、資本項目の兌換可能性を徐々に推進する。

金融インフラ建設を引き続きしっかり行い、中央銀行の金融サービス水準を不断に高め、経済の良好で速い発展と社会主義の調和のとれた社会の建設に重大な貢献を行う。

5.3 引締め気味の金融政策

（1）意義

会議は、引締め気味の金融政策を実行する意義について次のように解説している（人民網2008年1月4日）。

引締め気味の金融政策の実行は、科学的発展観を深く貫徹実施し、社会主義の調和のとれた社会を構築するという要請に基づくものである。

2003年以来何年も続けてきた「穏健な金融政策」¹及び2007年7月に提起した「穏健な中にも適度に引締め気味の金融政策」を「引締め気味の金融政策」に転換したことは、党中央・国務院が経済の良好で速い発展を促進するため、時勢の動きをよく見極めて行った重大な政策決定であり、全社会に将来のマクロ・コントロールの政策方向を明確に示したものである。これは、経済成長がかなり速い（状態）から過熱に転ずることを防止し、物価が構造的な上昇から明らかなインフレに変化することを防止することに資するものであり、各方面が構造改革の緊迫性への認識を深めることに資するものである。

引締め気味の金融政策を実行することは、発展が不要だということではなく、経済を良

¹ 「穏健な金融政策」という表現は、1998年以来用いられている。にもかかわらず「2003年以来」としたのは、2003年以降「穏健」の意味が緩和から引締めの方向にシフトしていたことを示唆するものである。

好で速く発展させるためのものである²。

引締め気味の金融政策を実行すると同時に、経済構造調整に対する貸出政策の積極的役割を十分に発揮させ、金融機関に対し貸出構造の改善を誘導し、中小企業・自主的なイノベーション・省エネ・環境保護・雇用拡大等の方面に対する貸出支援を強化し、「三農」に対する貸出投入を適切に増加させ、経済発展方式の転換を促進しなければならない。

(2) 具体的手段

会議に参加した関係者は、蘇寧副行長が次の5方面を強調したとしている(21世紀経済報道2008年1月4日)。

貸出の伸びを厳格に抑制する

国際収支の均衡が実質的な進展をみない前は、引き続き預金準備率引上げと公開市場操作等の方式を通じて流動性の不胎化に力を入れる。窓口指導を強化し、商業銀行が貸出を抑制するよう誘導し、銀行システムの貨幣創造機能を抑制する。

為替レートの弾力性を引き続き増大する

実効為替レートの変化を重視し、国際収支の調節・構造調整の誘導・経済の均衡のとれた成長能力の向上・物価上昇の抑制における為替レートの役割を更に発揮させ、金融政策の自主性と有効性を強化しなければならない³。

金利のテコを合理的に運用する

実質金利の水準を推し量る際には、現在わが国の消費者物価指数がかなり高い状況における国際価格の伝播と資源価格改革等の構造的要因を十分に考慮すべきであり、これらの特殊要因に対する金利政策の一定の余地を残しておかなければならない⁴。この基礎のうえで、経済過熱を防ぎインフレを抑制することに対する金利のテコ作用をできる限り発揮させる。同時に、大衆のインフレ期待に対する誘導を強化する。

構造調整の促進における貸出政策の積極的役割を十分に発揮させる

貸出政策の制度建設を更に強化し、貸出政策の実施方式を改善し、金融機関の貸出構造の改善を誘導し、経済発展方式の転換を促進する。貸出政策と金融監督管理政策・財政税制政策・産業政策の協調的組合せを引き続き強化し、マクロ・コントロールの任務を遂行するうえでの連動効果を強化する。

均衡のとれた成長を実現するための根本策について新たな進展をできるだけ速やかに勝ち取り、内需拡大のための一連の構造政策を推進し、国際収支の均衡化を促進する⁵

² このように強調しているのは、金融引締めに対し高成長論者からの反発が強いためであろう。

³ これは、資本取引を規制するなかで為替レートの弾力性を制限しているため、結果的に消費者物価の上昇に応じた迅速な利上げが困難となり、中国の金融政策が米国の金融政策にひきずられている現状を物語るものである。

⁴ これは、実質金利が完全にプラスになるまで金利を上げ続けるわけではないことを示唆している。

⁵ 蘇寧副行長は、5点のうちこれを最も重要と強調した。

現在の経済が持続的にかなり速く成長し、財政収入が大幅に増加している好機をうまく利用し、関係部門は構造改革の強化を推進し、国内資源・エネルギー価格を合理的なものにし、環境保護の法執行を強化し、第 1 次分配における労働報酬のシェアを引上げ、社会保障体系を速やかに整備しなければならない。

また会議では、「引締め気味の金融政策を実施するに際しては、全世界を視野に入れ、国際経済・金融情勢と主要な経済主体（国・共同体）の金融政策の変化がわが国に及ぼす影響を十分に認識・把握しなければならない」としている（証券時報 2008 年 1 月 8 日）。これは特に米国経済の先行きが不透明になっていることを意識しているのであろう。

（ 3 ） 程度

多くの専門家は、引締めを強化することは政策の打出しが更に頻繁になることを意味しないと考えている。ドイツ銀行・中信証券等の 15 の内外機関の予想では、2008 年の預金準備率引上げは 5 回（3.5 ポイント）、利上げは 2 回（0.54 ポイント）と見るのが主流であり、いずれも 2007 年の預金準備率引上げ 10 回・利上げ 6 回よりは少ないと考えている。また、2008 年の人民元レートについて市場は、米ドルに対する引上げ幅、バスケットに対する引上げ幅、レートの変動区間、いずれも大きくなるのではないかと予想している（中国証券報 2008 年 1 月 7 日）。例えば、工商銀行都市金融研究所は、対米ドルで 8% を超える切上げがあるとみている（中国証券報 2008 年 1 月 8 日）。

また、中金会社のチーフエコノミストの哈繼銘は「現在のインフレの大部分は国際市場からの伝播であり、利上げはこのような輸入型のインフレに対する最も好ましい方式とはいえない。しかも、FRB はすでに利下げのサイクルに入っており、今年も 1 ポイント前後利下げを行うと思われ、その他の主要先進国・共同体も次々に利下げないし利上げの停止を行っている。このような状況下で中国が引き続き利上げを行うことは、『両手を広げてホットマネーを抱え込む』ことに等しい」とし、2008 年の利上げはせいぜい 1 回ではないかとする。彼はむしろ人民元レートの速やかな切上げの方が輸入型インフレを抑制する有効な手段であるとし、もし人民元の名目実効レートが 10% 切上げられると、他の条件が不変であるならば、消費者物価は短期で 0.8 ポイント、長期的には 3.2 ポイント下降すると試算している（証券時報 2008 年 1 月 8 日）。

一方、中信証券のマクロ経済アナリストの諸建芳は、人民銀行が頻繁に基準金利を調整するのではないかと予測している。彼は「中央銀行工作会議から明らかになった情報からすれば、コントロール当局の物価の趨勢に対する懸念はさらに強くなっている。インフレ防止が 2008 年のコントロールの重点であり、関係部門が力を合わせ強硬措置を採用して積極的に対応することが絶対的に要請される。その中で、金利政策は全面的インフレの予防にとって代替不可能な役割を有しており、2008 年の利上げは元々の予測より 2・3 回多くなる可能性がある」としている（証券時報 2008 年 1 月 8 日）。工商銀行都市金融研究所も、0.27 ポイントの引上げを 4 回前後行うと予想している（中国証券報 2008 年 1 月 8 日）。専門家の間でも人民銀行の今後の出方について、意見が分かれているのである。

5.4 コントロール目標の非公表

今回の会議で多くの識者が意外に感じたのは、2008年のマネーサプライ・貸出額について人民銀行が抑制目標を定めなかったことである。2006年のときは、人民銀行はM1、M2、新規貸出増について抑制目標と定めていた。しかし、2006年の新規貸出増が3.18兆元と抑制目標額2.5兆元を大きく上回ってしまったため、2007年からは新規貸出増の抑制目標設定をやめ、M2のみ16%の抑制目標を設定した。しかし、2007年11月末のM2の伸びは18.5%であり、M1は21.7%と抑制目標の達成は困難となっていた。すると2008年はM2の抑制目標設定もやめてしまったのである。

この点につき、業界関係者からは貸出抑制をより柔軟に行うためではないかとの見方が出ている。多くの専門家が中央銀行は年度抑制目標を四半期抑制目標に切り替えるべきだと建議していたからである（上海証券報2008年1月8日）。だが、十分な説明のないままの非公表は、目標未達成の責任追及を回避するためととられる可能性が高く、経済過熱の現実に金融政策が引きずられている印象を与えるおそれがある。

人民銀行が抑制目標を明らかにしなかったため、人民銀行がどの程度の伸びを念頭においているのか、様々な憶測が飛び交っている。

(1) M2

国務院発展研究センター金融研究所の夏斌所長は、「もし国際機関や国内専門家の2008年中国の予想（実質成長率10.5%、物価上昇3.5-4%）が正確であり、貨幣流通速度が比較的安定していれば、2008年のM2の伸びは16%前後の水準を維持し、2007年より1-2ポイント減少するだろう。これは比較的妥当である」としている（中国証券報2008年1月7日）。

(2) 新規貸出増

2007年1-10月の新規貸出増は3.5兆元を超えており、人民銀行と銀行業監督管理委員会は新規貸出増の規模を10月末の水準に抑制し、2008年も2007年と同水準に抑え込もうとしていると伝えられている。2007年末には、2008年の新規貸出の伸びを12%以内とするという情報も流れていたのである（国際金融報2007年12月28日）。

このため、天相投資会社の石磊高級アナリストは、2008年の貸出の抑制目標を13.5%前後と予想している（中国証券報2008年1月7日）。工商銀行都市金融研究所も10%前後と厳しい見方をしている（中国証券報2008年1月8日）。

これに対し国務院発展研究センター金融研究所の夏斌所長は、「2007年11月末の新規貸出増は3.6兆元であり、17.03%の伸びである。12月についても基本的には回収のみで貸出を行わず、13.5%の伸びに貸出規模を抑制するならば、正常な経済成長に対し過度の打撃を必ず与えることになる。安定的な経済成長のためには、2008年の貸出の伸びの目標は14.5%前後が比較的妥当である。これは2008年の新規貸出増が3.86兆元前後であることを意味する。ただし、これは予期目標であり、行政指令であるべきではない」とする（中国証券

報 2008 年 1 月 7 日)

5.5 人事

会議では、周小川行長から冒頭に馬徳倫と易綱を副行長に昇任させるとともに、呉曉靈副行長を高齢につき退職させる人事が発表された(21 世紀経済報道 2008 年 1 月 4 日)。新副行長 2 名のプロフィールは以下のとおりである⁶。

(1) 馬徳倫

1949 年生まれ。1985 年人民銀行入行。1990 年 12 月 1991 年 12 月、シンガポール金融監督局で研修。政策研究室副主任、弁公庁主任、会計財務司長、国家外貨管理局副局長を経て、2005 年 3 月から行長助理。

(2) 易綱

1958 年生まれ。北京大学経済系で学んだ後米国に留学、イリノイ大学で経済学博士号取得。1986 年 - 1994 年、インディアナ大学で助手・准教授を勤める。1994 年帰国し、林毅夫等と北京大学中国経済研究センターを設立、教授・副主任に就任。1997 年、人民銀行貨幣政策委員会副秘書長に就任。その後、同秘書長兼貨幣政策司副司長、貨幣政策司長を経て、2004 年 7 月から行長助理。

5.6 周小川行長の発言

1 月 7 日、バーゼルで G10 中央銀行総裁会議に出席した際、海外メディアに対して人民元レート決定要因を次のように語っている(上海証券報 2008 年 1 月 8 日)。

「中央銀行は、貿易黒字が一定程度緩慢になったものの、2007 年の絶対的数値が依然かなり高いことに注意している。他の要因としては、現在消費者物価指数が更に高まっており、監督管理部門は石油価格が高いレベルにあることに密接に注意を払っている。国内需給からみると、金融機関を含む一部の中国企業が最近数ヶ月、市場への外貨売却を強めている。上述の要因が全て総合され、人民元レート形成の主たる要因となっている可能性がある」

(1 月 9 日記)

⁶ このほか、1 月に入り国家外貨管理局の魏本華副局長が退職し、後任に王小奕が就任、銀行業監督管理委員会の副主席に王兆星が就任している。