

## 人民銀行貨幣政策委員会例会の波紋

田中 修

はじめに

3月31日、人民銀行は中央銀行貨幣政策委員会2010年第1四半期例会の内容を公表した。その表現にいつもと異なる部分があったことから、関係者の憶測を呼んでいる。本稿では、その概要を紹介したい。

### 1. 例会の発表文

(1) 会議は当面の内外経済金融情勢を分析した。

会議は当面の経済金融の発展が直面している情勢は極めて複雑であると認識した。世界経済の運営における積極的変化は次第に多くなっており、わが国経済の回復好転の勢いは更に強固になっている。しかし、経済社会の発展には依然際立った矛盾・問題が存在し、経済発展方式の転換、経済構造の調整は更に切迫している。マネー・貸出の総量をコントロールし、貸出構造を最適化し、金融リスクを防止するという任務は依然非常に困難である。

(2) 会議は、次のことを提起した。

党中央・国務院の統一的手配に基づき、引き続き適度に緩和した金融政策を実施し、経済の平穏で比較的速い発展・経済構造調整・インフレ期待の管理の関係をうまく処理しなければならない。金融政策実施の程度・ペース・重点をしっかりと把握し、政策の連続性・安定性を維持し、新情勢・新状況に対応し政策の的確性・柔軟性を高め、経済発展に対する金融支援の持続可能性を高め、金融システムの健全で安定した運営を維持しなければならない。

(3) 会議は、次のことを強調した。

多様な金融政策手段を柔軟に運用し、銀行システムの流動性の合理的な充足を維持し、マネー・貸出総量の適度な伸びを誘導しなければならない。商業銀行のコーポレートガバナンスを引き続き整備し、科学的で有効な業績考課制度とリスク管理制度を確立し、短期目標と中長期発展目標とを有機的に結びつけ、貸出資金を相対的にバランスよく貸し出すよう努力し、年間のマネー・貸出コントロール目標の実現を促進しなければならない。

(4) 会議は、次のことを強調した。

経済発展方式の転換と経済構造の調整に対する金融支援を強化しなければならない。維持するものと抑制するものを区別する貸出政策を引き続き実施し、貸出構造を調整・最適化し、経済社会の脆弱部分、就業、戦略的新興産業、産業移転等の方面への貸出政策の支援を強化し、農業・小企業の融資難問題の緩和に努力する。エネルギー多消費・高汚染業種、生産能力過剰業種、及びプロジェクト新規着工に対する貸出を厳格に抑制する。金融

市場を大いに発展させ、直接金融を積極的に拡大する。マクロの周到かつ慎重な管理制度を研究・確立し、各種の潜在的システミックリスクを有効に防止し除去する。

## 2. 今回の発表文の特徴

(1) 「マネー・貸出総量の『適度な』伸びを誘導する」という表現が登場した

これまでは、「合理的な」伸びとされていた。今回は貸出総量のコントロールが強調されており、アナリストは今後更に厳格な貸出の管理・統制が進み、預金準備率が更に引き上げられる可能性があるが、近いうちに利上げが行われる蓋然性は大きくないとしている。また、中国投資協会の張漢亜副会長は、「中央銀行は實際上、貸出引締め政策を行っている」と指摘している（経済参考報 2010 年 4 月 1 日）。

(2) 「商業銀行のコーポレートガバナンスを引き続き整備し、...年間のマネー・貸出コントロール目標の実現を促進しなければならない」という表現が盛り込まれた

これは中央銀行の貸出総量コントロールと貸出のペース管理という任務が重要であることを示している（経済参考報 2010 年 4 月 1 日）。

(3) 「マネー・貸出総量をコントロールし、貸出構造を最適化し、金融リスクを防止するという任務は『依然非常に困難』である」という表現がみられる

これは、2010 年の新規貸出増のコントロール目標が 7.5 兆元であるにもかかわらず、1 - 2 月期で貸出が 2.1 兆元近く増えてしまい、貸出規模をコントロールするという任務のプレッシャーが強まっていることを示している（経済参考報 2010 年 4 月 1 日）。

(4) 貸出について「『相対的に』バランスよく」という表現を使っている

これは、貸出については实体经济の需要と貸出規律を適応させなければならず、単純にバランスさせてはならないと中央銀行が考えていることを示すものである。伝聞によれば、監督管理当局は今年の四半期ごとの貸出を 3 : 3 : 2 : 2 の比率にコントロールするよう要求している。これで計算すると、3 月の貸出枠は 1500 億元しか残っていないことになるが、多くの業界関係者・専門家は、現状では単純に 3 : 3 : 2 : 2 とすると経済発展の需要を満足し難く、4 : 3 : 2 : 1 に変更すべきであるとしている（上海証券報 2010 年 4 月 1 日）。

(5) 「当面のわが国経済金融の発展が直面する情勢は『極めて複雑』である」としている

これは、温家宝総理の政府活動報告に合わせたものである。第 1 四半期の中央銀行の金融政策を振り返ると、市場が普遍的に予想していた「毎月 1 回」の預金準備率の引上げは 3 月にはなかった。これは、ここ 2 年の預金準備率の月ごとの調整のペースとは全く異なる。このペースの変化は、当面の金融政策が微妙な境目にあることを際立たせるものであり、それはあたかも高い上空に張られたワイヤーの上を歩くようなものである（中国証券報 2010 年 4 月 1 日）。

## 3. 当面の金融政策

(1) 公開市場操作

人民銀行は連続 6 週資金の純回収を行っており、合計額は 6530 億元となっている。市場全体の金利水準は依然低位で運行されており、十分な流動性に逆転の兆しが出現していないので、近い将来中央銀行は純回収を続けることにより過剰な資金を収縮させていくものと見られている(国際金融報 2010 年 4 月 2 日)。4 月 6 日にも人民銀行は 1 日で 1400 億元の資金純回収を行った。

#### (2) 預金準備率

興業銀行のエコノミスト魯政委は、「もし 3 月の最終貸出のデータが、予想される 2000 - 4000 億元を超えなければ、4 月は政策の『空白期』となろう。しかし、貸出のデータが予測を超える可能性は依然排除できず、その場合は預金準備率が引き上げられる可能性がある」と指摘している(国際金融報 2010 年 4 月 2 日)。

#### (3) 利上げ

魯政委は、「もし突発的な状況により、ある月の CPI が 3% を超え、あるいは数ヶ月連続で 2.5% 以上が続く、すなわち 2.25% (1 年物預金基準金利) を超えるということがなければ、中央銀行が利上げをする可能性は大きくない」としている(経済参考報 2010 年 4 月 1 日)。

しかし、元人民銀行の貨幣研究局長の景学成は、今回の例会で預金準備率・利上げについて明確なシグナルが出なかったことにつき、「これは決して利上げの予想を引き下げるものではない」としており、ある専門家は「中国はすでに利上げの窓口に入っており、4 月に利上げの可能性もある」としている(上海証券報 2010 年 4 月 1 日)。

#### (4) 為替レート

社会科学院経済評価センターの劉煜輝主任は、近いうちに人民元レート形成メカニズムがレート変動の突破口となる可能性があるとする。すなわち、人民元レートが徐々にドルペッグの形成メカニズムから脱し、通貨バスケットにペッグするようになるとしている。

上海証券のチーフアナリスト胡月暁も「人民元がドルにペッグしているため、昨年未だ始まったドル強含みの影響を受けて、2010 に入り人民元レートは米国に従って上昇傾向となっている。実際のところ、人民元の対外価値は構造的アンバランスの局面に直面している。ドルに対しては低評価で、他の通貨に対しては高評価となっているのである。別の角度からみると、2008 - 2009 年の金融危機はドルの国際決済通貨としての地位に強烈な打撃を与え、将来国際貿易の決済通貨の多元化傾向は不可避である。中国のドルペッグのシステムは、通貨バスケットにペッグするレート決定メカニズムに変えなければならない。中央銀行はこここのところずっと、為替レートの柔軟性は通貨ペッグを指すだけでなく、ペッグの対象の変化であり、ドルに対する切上げではない、と強調している」と述べている(新京報 2010 年 4 月 1 日)。

これは、かりに米国の圧力で中国が人民元の対ドルレートを切り上げる場合でも、対内的にはあくまでドルペッグから通貨バスケットへのペッグへの変更だとし、結果としてドルに対して上昇していると説明する可能性を示唆するものであろう。

なお、今回人民銀行貨幣政策委員に就任したばかりの夏斌は、4月8日に開かれた討論会で次のように述べている（中国証券報 2010年4月9日）。

「米国政府の当面の核心的利益は、人民元切上げの問題ではなく、世界の資金を米国に還流させ米国経済の回復を援助させることである。しかも、中国の現在の経済構造はレートを完全に開放することはできず、同時にこのように大きな経済体として、わが国は独立した金融政策を追求すべきである。このため、この2つの角度から出発し、当面の環境に基づけば、我々は管理され通貨バスケットにペッグした変動為替レート制度を採用するしかない。全体の方向としては、人民元はゆっくり切り上げるべきであるが、切上げのある段階で市場がゆっくりと切り上げることを予想することにより、過剰な投機資金の流入を招くくらいなら、一気に切り上げた方がましである。前2回の切上げの教訓を汲みとらなければならない。」

ただ一方で彼は「もし人民元を一気に大幅に切り上げたならば、中国にとっても米国・世界経済にとっても利点はない。なぜなら、中国の対米輸出の利潤の半分以上は米国が対中投資で設立した企業が生み出したものである。中国の現在の為替レート制度は中国経済の急速な回復を保証しており、2009年の中国経済の成長が世界経済の成長に対して行った貢献は50%に及ぶ。中国経済の急速な成長と回復は、世界経済に大きな貢献をなしており、もし人民元が一気に大幅に切り上げられ経済が冷却化すれば、米国の消費者を含む世界経済にとって不利となる」とも述べている（新華網総合 2010年4月9日）。

つまり、ホットマネーの大量流入という非常事態が発生しない限りは、原則としてゆっくり切り上げるということであろう。

なお夏は人民元の国際化については、「秩序だった漸進的なプロセスであるべき」とし、人民元国際化のプロセスにおいて次のことをしっかり行う必要があるとしている。

国内金融機関・金融市場の改革をしっかりと行う。中国は現在できるだけ速やかに人民元の国境を越えた決済を広く展開すべきであり、現在のテスト方式を採用すべきではなく、条件の整った省には人民元の国境を越えた決済業務を全面開放すべきである。

人民元を海外進出させる方法を考えるべきである。一部の国家に対し、人民元借款、人民元投資、人民元対外援助の方式の採用を考慮してよい。

人民元のオフショア市場を確立する。人民元オフショア市場においては、人民元の完全自由な取引を進めるべきである。

投資・貯蓄機能をもつべきである。海外で人民元を保有する人に中国の高成長の利点を享受させるべきである。

債券市場において一歩先行させ、周囲の債券市場が海外の人民元に対し投資を完全に開放する。アジアの債券市場を早急に発展させ、アジア各国が外貨準備により、アジアに関わる政府機関の発行する債券を購入することを奨励し、アジアの実体経済の発展を支援するべきである。

（4月9日記）