分析レポート

海外経済金融

過剰流動性の発生と中国人民銀行の対応

王　雷軒

要旨

2010年以降、中国人民銀行（以下「人民銀行」）が9回の法定預金準備率の引き上げと3回の利上げを実施したにもかかわらず、インフレの高まりや不動産バブルへの懸念は未だに解消しなかった。むろん、人民元切り上げへの期待によるホットマネーの流入や国際商品価格の上昇などの海外要因もあるが、人民銀行の為替介入による米ドル買い・人民元売りを受けて過剰流動性の発生がその大きな要因となっている。

対外収支不均衡の拡大と外貨準備増加

図表1によれば、1994年から2010年までの国際収支は一貫して黒字状態にあり、特に2000年以降は貿易黒字を中心に経常収支の黒字幅が拡大傾向にあるのに加え、直接投資の流入増加による資本収支黒字も増大しており、その結果、外貨準備の増加額が顕著となっていることが分かる。

これにより中国の外貨準備残高は、06年10月末に1兆米ドルを突破し、10年末には2.85兆米ドルまで膨れ上がった。これは名目GDP比で5割近い金額である。

このように外貨流入が大幅に増大するなか、人民元の為替相場水準をコントロールするために、人民銀行は米ドル買い・人民元売り介入を行っている。

図表1 中国の国際収支の推移

（資料）中国国家外貨管理局、CEICデータより作成
（注）2010年は資本収支と誤差脱漏が発表されていない

人民銀行の為替介入の仕組みを図表2に示しているが、市中銀行に集まった外貨の多くは人民銀行によって買い取られ、その分だけ金融市場に対して人民元の流動性が供給されている。

図表2 人民銀行の為替介入の仕組み

（資料）農林中金総合研究所作成

このような大規模な外貨流入を背景に金融市場に大量の流動性が供給されている下で、企業や個人投資家は高い収益を求めて不動産市場や商品市場に投資・投機しており、それが資産価格の高騰やインフレの高まりにつながっている。

流動性増加への人民銀行の政策対応

こうした為替介入による金融市場への流動性増加に対して、人民銀行は中央銀行手形の発行などを実施し、外貨の購入代金を吸収するといったマネタリーベースの増加を抑制するような対応（＝不胎化介入）を行っている。

まず、人民銀行は債券オペに使われる国債の不足を補うために、03年4月から

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3ヶ月物、6ヶ月物、1年物、3年物の中央銀行手形の発行を開始し、不胎化を行っている。図表3からは、06年後半まで人民銀行が保有する外貨準備高の増加に伴い、手形の発行額が増加していたことがわかる。

図表3 人民銀行の保有する外貨準備高と不胎化のための債券発行

(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成 (注) 直近は2010年12月

なお、人民銀行手形の発行により、人民銀行は公開市場プライマリー・ディーラー（金融機関）に対して国内の市場金利並みの利子を支払っている。一方、介入によって取得したドル等は米国短期債券などで運用していると見られるが、それらからの収益より人民銀行手形の支払利息総額が上回れば不胎化コストが生じることになる。そのため、人民銀行には大きな介入コストが発生している。更に、最近の国内金利水準の上昇や銀行新規融資の急増などで、人民銀行手形の市中消化量にも制約も生じている。

このため、06年後半以降、人民銀行はもう一つの不胎化介入手段である預金準備率の引上げを頻繁に利用するようになっており、積み上がる流動性を凍結している。

図表4によれば、06年後半に入り、人民銀行は法定預金準備率を頻繁に引き上げるようになったが、08年後半に発生した世界的金融・経済危機の影響を受けて一旦引き下げたことが分かる。しかしながら、10年からは再び引上げに転じ、現在まで計9回の引上げを実施したことが見て取れる。こうした頻繁な引上げの実施により、大手金融機関の法定預金準備率はすでに20%にまで達している。

中国では、預金準備は法定預金準備と超過預金準備に分けられているが、市中金融機関の預金準備に対して人民銀行は金利を支払っている。11年2月の法定預金準備に対する年利率が1.6%（1年物の貸出基準金利は3%）と、超過預金準備の利率が0.6%となっている。従って、法定預金準備率の引上げは、流動性を吸収する効果が高まる反面、人民銀行にとっては負担増となっている。

しかし、中国国内の経済情勢を見れば、為替介入による人民元売りの一部は不胎化できていないようである。今後はマクロ経済の安定性を確保するために、為替介入をより緩めつつ、一方で対外投資促進のための資本規制の自由化を図っていく必要があろう。

（2011.3.22現在）

図表4 金融機関の預金準備の動向

(資料) CEICデータより作成 (注) 直近は2011年2月

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます