

みずほマーケットインサイト

market

2007/05/22

みずほ総合研究所 アジア調査部中国室
シニアエコノミスト 鈴木 貴元(03—3201—0515)
takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp

中国の金融政策

～バブル対策色の濃い3つの政策の同時変更

中国は5月18日の為替、金利、預金準備率の同時変更で金融政策のパターンを修正

上海総合株価は4,000ポイントの最高値圏で推移。年内5,000ポイントの期待高まる。

労働節連休明けの中国株式市場は、上海総合株価が早々4,000ポイントをつけ、なお強気ムードが支配的となっている。年内更に2割上昇して5,000ポイント、株式時価総額≒名目GDPの達成も期待される場所となっている。

一昨年までは、景気は過熱に向かっているとの認識が強くあったため、これを抑制する政策を政府は総動員させる可能性があり、景気は先行き減速、株価は上昇が難しいとの見方があった。しかし、昨年後半以降、株価の上昇が加速する中で、「政府は株価の高騰、バブルをもたらす過剰流動性への対策は強化しようが、今後の政治・イベント日程などから、景気にリスクとなるようなレベルの対策は行わない」、「株価は企業収益などから見れば合理的と解釈しよう」との見方が強まり、株価はやはり上昇を続けるとの確信を作ってしまった。

こうした確信は、二つの意味で政府の経済政策判断を歪ませた。第一に、政府の景気に対する公式見解、金融政策のスタンスを硬直的にしていった。金融政策のスタンスは「安定成長のために微調整を続ける」というと聞けば良いが、実態と乖離し、アナウンスメント効果を含めた調整力を失っていった。第二に、景気も株価も上下するものという経済循環の常識を失わせ、長期的な成長神話に寄りかかっていた。そのため、景気はより過熱しやすくなっていった。

5月18日、対ドル人民元レート変動幅、貸出・預金金利、預金準備率の変更を同時発表。

そうした中、5月18日、中国人民銀行は、5月22日から対ドル人民元レートの1日の変動幅を基準値±0.3%から±0.5%に拡大する、5月19日から貸出金利を0.18%、預金金利を0.27%引き上げる（基準金利による利ザヤは0.09%ポイント縮小）、預金準備率を6月5日より11.0%から11.5%に引き上げる、過剰流動性対策を主眼とした政策変更を発表した。

人民元、金利、預金準備率政策を同時発表。政策効果の波及を相殺する金融政策パターンを修正。

今回は人民元、金利、預金準備率政策を同時発表したことが注目される。これまではこれらの政策が同時発表されることはなく、人民元上昇ペースアップ時には、これを相殺するように市場からの安定的な資金吸収、金利の安定がはかられ、一方、市場から積極的な資金吸収、金利の引き上げが行われる時には、人民元の安定がはかられた。今回は政策効果の波及を相殺するパターンを修正し、同時かつ前倒して複数の金融政策を実施した。

4月の景気指標がそろって強め。香港財界重鎮などから株価の高値警戒感。22-23日の米中戦略対話をにらみ実施。

来月6月は上場企業の配当月にあたり、株式市場の地合いが悪化に転じやすい時期にあるため、景気がさらに強まるようであれば、金融政策はこれまで通りの預金準備率の追加引き上げ程度に留まる可能性があった。しかし、4月の生産（前年同月比+17.4%）、投資（同+25.5%）、輸出（同+26.8%）、消費者物価（同+3.0%）とそろって強めの指標が出て、景気の過熱懸念もさることながら、株価が高騰しやすい5月にさらに上昇するリスクが高まった。また、好決算が伝えられる中とはい

え、今年に入ってから株価上昇率は50%を超え、香港財界の重鎮の李嘉誠などからも過熱警戒感が伝えられるようになっていた。そのため、22、23日の米中戦略対話での手土産という対外的なパフォーマンスも狙えるこの時期に、前倒しで政策変更したとみられる（ちなみに5月18日の第一経済日報は、今後設立される国家外匯（外貨準備）投資会社が、既設の中央匯金（準備金）公司を通して米投資ファンド・ブラックストーングループに30億ドルを投資すると報道した。これは中国からのドル還流策であり、人民元安材料となると見られる）。

実質預金金利は依然としてゼロ近傍。今回の金融政策が一時的なアナウンスメントにとどまる可能性は高い。

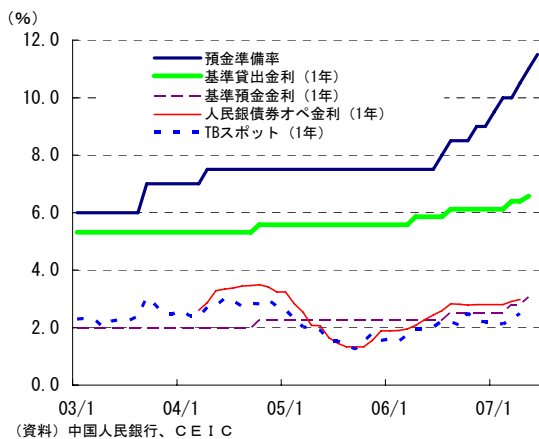
今回の金融政策の調整では、利上げのペースも早まり、中小企業や家計への配慮の部分が減った。また、銀行収益の90%を占める貸出利ざやを犠牲にしても引き締めを行う覚悟が示された。ただし、実質預金金利は依然としてゼロ近傍であり、強い引き締め効果は期待しにくい。今回の金融政策は景気過熱とバブル対策を一步踏み込んだものであったが、なお一時的なアナウンスメントにとどまる可能性は高い。

なお、2月末の株式市場の急落は、世界市場に強いインパクトをもたらした。中国本土の株式は海外からの取引がかなり制限されており、インパクトは心理的な部分によるところが多いが、香港には多くの中国企業が上場しており、中国株が下落を始めると香港株の下落を通して、アジア、日本、欧米へと連鎖していく可能性がある。時価総額は日本の4割にまで膨らんでいる。

【図表1】 上海総合株価とPER



【図表2】 政策金利と市場金利



【図表3】 人民元と一日の変動率

