

マクロ経済政策転換への模索（ 1 1 ）

田中 修

はじめに

国家情報センター・マクロ政策動向課題グループは、2010年の金融政策についてレポートを発表した（責任者：範剣平、執筆者：朱敏）。内容は大部に及ぶが、同センターは国家発展・改革委員会の影響が強く、同委の意向をある程度反映していると思われるので、その概要を紹介したい。あわせて、最近の周小川人民銀行行長等人民銀行関係者の発言、銀行業監督管理委員会の動向を紹介する。

1．国家情報センターレポート（中国証券報 2009年11月16日）

1.1 わが国経済の回復の基礎はなお脆弱であり、金融政策による「護送」がなお必要である

今年意向、わが国経済の穏やかな好転は主として政府投資の牽引に依存しており、民間投資・個人消費・輸出は依然低迷状態にある。政府投資が単独牽引する経済回復には大きなリスクがあり、経済が安定し協調的で持続可能な内生型成長軌道に入ることを困難にしている。現在の経済回復は周期的な回復ではなく、政策的回復であり、殆ど全ての指標が経済急降下後の技術的な反転上昇という特徴をもっている。このため、過去数ヶ月の前月比で将来の持続的变化を推測してはならず、経済回復の基礎を地固めし市場の期待を安定化するという面で、金融政策は依然積極的な役割を果たすことが必要である。

昨年7-9月期に実施を開始した金融緩和政策は、わが国経済の急降下傾向をおし止め、デフレを防止し、市場の期待を安定化させるうえで積極的役割を果たした。来年は経済刺激策の増量は今年より小さく、経済の自主的な成長はなお回復が待たれるため、GDP成長率は8.5%前後、インフレ率は2.5%前後と予想され、典型的な「低成長・低インフレ」となる。このような状況下、金融緩和政策を軽率に退出させれば、市場主体のなお脆弱なコンフィデンスが深刻に挫折し、極めて大きな代償を払うことになり、ようやく現れた経済回復の「新芽」が半ばで摘み取られる可能性がある。経済は再び下降に入り、甚だしきは長期に低迷することになる。このため、2010年は適度に緩和した金融政策を堅持し、動揺させてはならない。

1.1.1 経済の安定的回復には、なお市場が十分な流動性を提供する必要がある

現在、わが国経済の下げ止まり・反転上昇は、政府投資が牽引する外生的成長であり、経済成長の内生メカニズムはなお完全に形成されておらず、経済回復は堅固ではなくアンバランスである。短期的な外需下降はすでに定まっており、消費の急増は難しく、政府投資の継続が難しい情勢下、将来民間投資が遅滞なく追いついて政府投資のバトンを引き継

ぎ、経済成長を駆動する主動力となることができないならば、わが国経済が「二番底に向かうこと」は決して脅かしではない。世界経済が徐々に回復し、個人の消費意欲・能力が大幅に上昇し、民間投資が真に動き出し、生産能力過剰局面が有効に緩和した後、わが国経済ははじめて持続可能・健全・協調的な発展ができるのである。このため、現段階で適度に緩和した金融政策を決して急に止めてはならず、マネーサプライの伸びは依然十分な流動性を提供する必要がある、4兆元の経済刺激計画が動員する投資需要と消費需要が生み出すマネー需要に適合させ、政府が経済を牽引する政策の総合的效果を最大化しなければならない。

1.1.2 現在、インフレの現実的脅威はなお考慮するに足りない

理論上、経済後退の時期に緩和した金融政策を行っても、一般的にインフレを誘発しない。経済が「流動性の罠」に陥っているときは、マネー環境を緩和しても人々に幻想を与えるだけであり、投資活動が創造するマネー需要は存在せず、流動性は流れることができず、インフレを創造することもできない。

現実からしても、わが国で近いうちにインフレが出現する可能性は小さい。

(1) 総需要の角度からすると、現在国有企業も民間企業も投資需要が均しく比較的低迷している

民間企業からすれば、一面において貸出の新規増の大部分が大型国有企業に流れ込んでおり、民間企業が得られる貸出資金の支援は極めて限られている。他方で、民間企業にはかなり厳格な参入ハードルがあることとの関係で、現在民間企業に開放されている産業分野には普遍的に生産能力過剰が存在し、儲けることのできる投資プロジェクトを探し出すことは難しい。しかも、一部の独占業種には民間企業は参入不可能である。

国有企業からすれば、実際のところ決して資金は不足しておらず、企業は貸出資金を得た後、一部を在庫積み増しに使用し、残りは銀行に戻している可能性がある。ある意味で、貸出が拡張するほどデフレ傾向がますます明白になり、貸出資金は過剰産業に入り在庫を引き続き増加させているだけだとも言える。

消費需要からすれば、政府調達の増加だけが最も顕著であり、個人消費はむしろ冷めており、しかも政府支出の増加は無制限ではない。

(2) 総供給の角度からすると、「コストプッシュ型」インフレの可能性も小さい

現在主要商品の価格急上昇は、決して実需に支えられたものではなく、投機とドル安の相乗作用の結果である。世界経済が短期間に後退から脱出できないときに、これらの商品への実需が急増することは不可能である。実需が不足している状況下では、国際主要商品価格の持続的な上昇は、経済回復の助けにならないばかりか、却って経済の更なる後退をもたらすことになる。なぜなら、世界が依然後退し、回復が出現していない状況下、国際市場の主要商品価格が急上昇すれば、川下企業の生産コストを上昇させ、企業の生産利潤を圧縮し、企業の経営好転を遅らせるだけでなく、企業の在庫積み増しを中断し、企業の

生産能力を更に過剰にすることになる。このような状況下、主要商品の価格情報は最終消費品には転嫁できず、インフレが出現することは不可能である。

(3) 2010年の物価総水準の大幅上昇は困難と予想する

根本的に、来年世界において生産能力過剰と貨幣流通速度の緩慢化に根本的変化が現れることは不可能であり、大部分の商品の供給過剰局面はなお持続し、物価下振れ圧力を形成する。

2010年のドルの安定化は、主要商品価格を安定に向かわせる。ドルは確かに氾濫・下落傾向にあるが、その他の通貨も同様の問題を抱えており、もっと深刻かもしれない。このため、ドルは相対的に安定した通貨である。その他の通貨が短期間にドルに取って替わることは不可能であり、このことが主要商品価格の安定のために基礎を打ち固めることになる。

最近政府の政策上の変化あるいは許可が、物価の一部後年度への影響を除去するかもしれない。確かに、2010年の物価は2009年からの後年度影響要因が今年より大きい。初步的に推計すると、2010年CPIの後年度影響要因は1.2%、PPIは3.6%前後となろう。しかし、最近国務院は明確に「インフレ期待の抑制」をマクロ・コントロールの2大目標の1つとして提起した。もし来年のCPIの実質の伸びが高すぎれば、政府は新たな物価規制・公益事業価格改革の暫時停止等の措置を始動し、穀物・養豚補助等供給推進を強化する可能性がある。政府が採用する行政措置がインフレをコントロールするので、来年のインフレ率は高くはならない。

1.1.3 貸出の高い伸びのリスクは、コントロール可能である

一面において、現在の貸出のうち中長期貸出の比率が半分近く、新たに増えた手形融資のうち手形割引の保証金への要求が不断に高まっており、償還の保証力が強まっている。他方で、銀行業監督管理委員会はリスク防止について更に高い要求を提起し、銀行の自己資本比率と貸出の引当率についての要求も高くなっており、銀行は不良債権処理を通じて不良債権を引き下げ自ら消化するかなり強い実力を有している。このため、将来不良債権が反転増となっても、大きな程度コントロール可能であり、システムック・リスクは大きくない。

1.1.4 単純な金融引締めが資産価格バブルを抑制する作用には限りがある

現在、緊縮的金融政策を主張する人のもう1つの理由は、資産価格の急上昇を抑制するためということである。しかし、実践上からすると、中央銀行の株式市場コントロール能力には限りがある。金融政策と株価には重要な関連があるが、大多数の場合、資産価格の波動は金融政策と無関係である。金融政策と資産価格の間の弱い関連は、中央銀行が資産価格をコントロールする能力は、非常に限りがあることを示している。このように、中央銀行が資産価格が一定の方向に発展するよう希望を表明しても、それは往々にして反対の

方向に発展してしまうのである。

1.2 金融政策は「インフレ抑制・回復促進」を目標とすべきである

上記の分析に基づき、来年わが国経済の実勢は、「低成長・低インフレ」が出現する蓋然性が比較的大きい。このため、来年のマクロ政策で引締めを始めるのはサイクル的根拠が不十分であり、なお適度に緩和した金融政策を維持し経済回復の基礎を強固にすべきである。金融政策は「インフレ抑制・回復促進」という中心目標をめぐり、適度に緩和の基調の下、経済情勢・物価の変化に基づき適時調整し、政策実施の重点・程度・テンポをしっかりと把握し、経済回復のために十分な流動性を提供し、市場のインフレ期待を有効にしっかりと誘導すべきである。もし経済情勢の突然の変化がなければ、基準金利調整等のハードな手段を使用することは極力回避し、主として公開市場操作・窓口指導等の手段に依拠して流動性を「微調整」すべきである。

1.2.1 金融政策は先見性をもつべきであり、市場期待の誘導に重点をおくべきである

金融政策の実施にはタイム・ラグがあるため、伝達の効率に損失をもたらす。金融政策のコントロールは先見性が必要であり、M1・M2がCPIに波及するまでにおおよそ8-19ヶ月のラグがあることを考慮する必要がある。CPIがマイナスからプラスに転じ、かつ持続的上昇傾向が現れたならば、流動性の回収を開始すべきであり、資金供給をなだらかにし、貸出の拡張速度を相応に緩めるべきである。金利・預金準備率は安定させるべきであり、これによりいざというとき金融政策が過度な調整となるリスクを回避し、政策の時間的効率を強化することができるのである。インフレにはプロセスがあり、消費者のインフレ期待と高度に関係がある。このため、金融政策は前もって市場期待を積極的に誘導すべきである。これは一面において、金融政策に対する人々の「一度に全部やろうとする」「突然襲撃する」という考えを打ち消すことができ、他方では、人々を誘導し、インフレにはあるとき突然爆発する屈折点などはないことを認識させることができるのである。「予想可能」とは、経済運営が平穏であることを意味し、「予想不可能」とは経済運営が非常に不確定であることを意味する。このため、金融政策が「予想可能」であることは、経済運営の安定にとって非常に重要なのである。

1.2.2 主として公開市場操作の手段に依拠して、流動性の「微調整」を行う

金融政策は、経済成長が完全に安定化する前に方向を変えてはならない。インフレ圧力を緩和するため、金融政策は過剰流動性の回収について、公開市場操作の手段に依拠し「微調整」を進めるべきである。運用可能なマネー手段は、結果が比較的確定しており、的確性が比較的強く、目標・方向が比較的明白な市場化手段であるべきである。例えば、中央銀行手形発行による資金回収、中央銀行手形の特定金融機関への割当、特別預金、貸出の窓口指導等である。公開市場手段・期間構造・操作の程度を科学的に組み合わせ、ベース

マネー・貨幣乗数に対して調節を進め、規模・程度を穏やかな範囲内でコントロールすべきである。もし、年間の経済成長が 9%以下であり、年間のインフレ水準が 2%を超え、M2 が 10 - 15%の伸びを維持するならそれで十分である。

1.2.3 金融政策の構造的調整を通じて、経済回復の動力切換え問題を解決する

経済回復の基礎はなお堅固ではなく、金融政策は総量的な緊縮への調整を進める必要はないが、必要な構造調整は進め、現在経済成長が過度に政府投資に依存している問題を解決し、回復の動力を投資牽引型から市場の内生的成長型へ切り換えなければならない。これには、各銀行間の貸出のアンバランス、大型国有企業と中小企業間の貸出のアンバランス、業種間の貸出のアンバランス、地域間の貸出のアンバランスについて、調整を進めることを含む。窓口指導・担保利息補助等の政策を通じて、銀行が生産能力調整と構造のグレードアップを結合し、技術改造と設備更新に対する貸出支援を徐々に拡大し、貸出の重点を現在のインフラ投資から設備投資に移すよう誘導する。政府投資とりわけ地方政府投資のテンポ・構造を調節し、竈から薪を抜き取る方式で総量面から大中型銀行の貸出衝動を抑制し、同時に中小企業・中西部・農村地域に対する貸出差別意識を除去し、経済の自主的な回復を促進する。

1.2.4 過剰流動性の流れをよくし、真に融資と必要とする実体経済に還流させる

関係部門は新規上場を加速し、創業ボードを拡大し、企業債券の発行を強化し、中小企業の資金調達のために債券の品目を開発し、不動産投資信託ファンドその他の商品を推進し、投資家の不動産一辺倒の投資形式を改めさせるべきである。上述のルートを通じて、資金が株式流通市場・不動産市場に過度に集中すること、及びリスクが銀行システムに過度に集中することを防止することができ、大量の流動性を銀行以外のルートで銀行が通常付き合いを好まない実体経済（中小企業・ハイリスクのハイテク企業）に流し込むことができる。これは、資産バブル・銀行の不良債権のリスクを引き下げるだけでなく、資金を渴望している非主流企業に貴重な資金調達の機会を提供することになる。

1.3 経済情勢に突然異変が発生した状況下の金融政策腹案

2010 年は世界経済情勢、国内突発事件、資産価格、政策のタイム・ラグ、「極端な政策調整」等依然大きな不確定性が存在する。このため、わが国経済に「低成長・高インフレ」、「高成長・高インフレ」、「高成長・低インフレ」がいずれも出現する可能性がある。このような状況下、2010 年の金融政策は、正常な状況・特殊な状況それぞれに異なる対応腹案を制定する必要がある。

1.3.1 もし経済が「二番底を打ち」（例えば成長率が 8%を下回る）、しかもインフレ圧力が大きくないならば、金融緩和政策を強化すべきである

このとき、金融政策の操作の程度は、緩和しても緊縮にすべきではない。まず、公開市場において買いオペを進め、同時に中央銀行手形の発行頻度・規模を減少し、商業銀行が「三農」・自主的なイノベーション・省エネ・汚染物質排出削減・中小企業・サービス業・就業などの経済社会発展の脆弱部分への貸出を強化するよう奨励することを考慮してよい。異なる発展段階においては、経済は一定のインフレ受容能力をもつべきである。EUは2%のインフレを緊縮的金融政策発動の指標としているが、これはEUの経済成長率が大体ずっと1%前後だからである。わが国の経済成長率は一般に8%以上であり、受容できるインフレ率は当然EUよりは高い。全人代・全国政協への報告では、インフレを4%以内に抑制することが提起されている。所得水準と経済成長が同歩調で、中国が8%以上の経済成長の水準の下では、インフレ受容能力は4%を超えるはずであり、現段階のインフレ受容可能能力は6%前後となるはずである。

1.3.2 もし経済が「スタグフレーション」のリスクに直面したならば、金融政策を「相対的な中立」に転向させるべきである

経済が不景気な時期の投資機会は不足しており、緩和されたマネー環境は商品市場への資金の大規模流入を非常に容易に推進することになる。この大規模な投機行為は、経済がまだ完全に危機から脱出する前に、経済の基本的な下支えがない状況下で国際主要製品の価格を押し上げ、世界的な「スタグフレーション」を引き起こす可能性が完全にある。現在世界経済には既にこの兆しが現れており、実体経済の回復見通しがなお明瞭でない状況下、エネルギー・原材料価格は既に先行して底を打ち、反転上昇の態勢となっており、価格の変化は実体経済の変化より遅れるという長きにわたるルールを打ち破ってしまった。この価格の変化の主因は、実体経済の需給に変化が発生したのではなく、マネー・金融・「ホットマネー」が先行してはりついているのである。エネルギー・原材料価格の動向を受けて、将来わが国にCPIがGDPより先に長期平均水準にまで上昇し、段階的な「スタグフレーション」局面が現れる可能性がある。もしCPIが連続数ヶ月3%の警戒ラインを超え、しかもGDPの成長率が9%以下を徘徊し、経済に「スタグフレーション」の萌芽が現れるならば、金融政策は先駆けて行動し、積極傾向から相対的な中立に転向するべきである。

1.3.3 もし経済が安定的に回復し、インフレ圧力が上昇したならば、金融緩和政策は前もって退出メカニズムを考慮すべきである

もし将来経済が既に自身の力により9%近く或いはこれを超える高成長を実現できるようになり、しかもインフレ圧力が日増しに峻厳となったならば、金融緩和政策は前もって退出メカニズムを考慮すべきである。経済が安定的な上昇軌道に入っているか否かを判断するカギは、輸出市場の回復が危機前数年の平均水準に達し、外需の牽引がその作用を發揮し始める、個人消費が持続的に拡張し、伸びが16%以上に安定する、民間投資が実質的に始動する、の3つの指標を見ることである。インフレの萌芽が初めて現れ、例え

ば CPI が連続 2 ヶ月 3% 近く或いはこれを超えれば、金融政策は適度な緊縮を開始すべきであり、まずは貸出を収縮させ、公開市場において資金回収を進め、特定金融機関に割り当てる中央銀行手形の発行量・発行頻度を増やすことを考慮してよい。もし「高成長・高インフレ」の局面が出現したならば、預金・貸出基準金利及び預金準備率の引上げ、貸出規模の抑制等の手段を通じて、銀行資金を引き締め、貸出のインフレへの波及を抑制し、同時に大衆のインフレ期待を緩和して過熱する経済を冷ましてもよい。

1.3.4 もし経済が安定的に回復し、物価が平穏であれば、金融政策は資産価格バブルに重点的に注意を払うべきである

現在、中国の実体経済の見かけはよく、物価は平穏であり、最大の問題は十分な流動性の刺激の下、資産価格バブルが急激に膨張していることである。国際経験が示していることは、資産価格が高騰し一般物価が安定していることは、政策決定指導層が対応困難となる局面の 1 つであり、中央銀行の通常の選択は、緩和政策で経済成長を刺激し、資産価格の上昇を座視することである。(このあと米国と日本のバブルの例が分析されている)

現在、わが国の金融政策もこの種の試練に直面している。経済回復のカギとなる時期に物価はなおマイナスであり、金融政策は緩和を引き続き維持するしかないが、これは資産価格を更に推し上げることになる。事実上、経済サイクルと金融サイクルの相関性から見ると、資産価格は経済運営の信号判別システムであり、資産価格の敏感性ゆえに、往々にして経済サイクルのバロメーターとなる。CPI が明らかに全面的に上昇する頃は、往々にして経済金融バブルの崩壊前夜となってしまっているのである。米国のサブプライムローン危機と日本のバブル経済の破裂を回顧すると、正に物価の持続的な低空飛行が不動産・株式市場・貸出バブルが累積する巨大なリスクを覆い隠し、経済を後戻りできなくして、人々は宴の後の身を切るような苦しみを味わうことになるのである。我々の貯蓄は投資より大きく、貿易黒字は高止まりし、人口ボーナス期にあり、これらの要因はかなり長期間改め難い。短期で見ると、経済の強い回復、貸出の無限の伸び、資本項目・経常項目の黒字、人民元の上昇期待が強烈であることは、世界資金のわが国への還流をもたらす。これらの要因の全てが、過剰流動性をわが国経済の常態とし、資産価格を持続的に推し上げる可能性がある。このため、わが国は米国・日本の教訓を吸収し、金融政策は CPI・GDP 等の伝統的コントロール目標にばかり目をとられるのではなく、資産価格に注意を払うべきであり、わずかな兆候から全てを見通し、前もって行動し、資産価格バブルを経済が受容可能な範囲内に抑制すべきである。

本レポートを読むと、前半は、当面インフレは心配なく、資産バブルについても金融政策の打つ手は限られているとしているが、後半では、インフレ・資産バブルに金融政策は早めに対応せよとしている。おそらく 1.1 から 1.2 は国家発展・改革委の意向を強く反映したもので、1.3 は範劍平の懸念を反映しているのではなかろうか。

2. 人民銀行の動向

2.1 周小川行長の発言

11月20日、中国企業連合会・商業週刊雑誌主催の「2009年世界CEO大会」で次のように発言している（新華網北京電2009年11月20日）。

「金融システムが実体経済に対しより良いサービスができるか否かのカギとなる要因は、金融機関自身が健全性を維持できるか否かにある。一部の金融機関は、自身の貸借対照表をいかに修復し、資本金を充実し、不良資産を消化するか考慮し、実体経済に対するサービス能力を不断に高めるべきである。現在、中国の大型金融機関の資本金は依然充足を維持し、引き続き実体経済に有効なサービスを提供する能力を有してはいるが、各自なお警戒を維持し、金融機関の持続的な『健全性』を維持すべきである。

人民銀行が価格（金利）政策を制定する際には、金融システムが実体経済に提供するサービスの圧力・動力を維持することを考慮しなければならない。圧力の面からすると、一方では競争を維持しなければならない。競争は圧力を生み出す。他方、適度な金利とりわけ預金金利水準を維持しなければならない。預金金利が過度に低いあるいはゼロ金利となると、時に金融機関の実体経済へのサービスの圧力を減少させることになる。しかし、一定の圧力を維持してこそ、金融機関の資金運用が実体経済に届き、資金困り込み現象が出現する可能性を低下させるのである。

また一定水準の金利差を維持しなければならない。適度な金利差があつてこそ、金融機関は資金運用を通じた利潤獲得動機を維持することができるのである。金利差が過小であると、金融機関の貸出による利潤獲得の動力に影響を及ぼすことになる。これらの考慮に基づき、金融市場構造及び関連政策等の各方面において、金融部門が実体経済に提供するサービスの圧力・動力を維持し、適切な価格メカニズムの採用を考慮することが必要である。

わが国の内需拡大を通じ金融危機を克服するという手法は、すでに成果を勝ち取った。現在の状況からすると、都市化プロセスは、大量の投資需要、とりわけ都市インフラ・公共施設・社会事業・住宅需要を生み出した。投資に際しては、現在一部産業ですでに生産能力過剰の状況が出現していることを考慮しなければならないし、現在適切な需要の分野に投資するよう注意しなければならない。

一部地方政府のファイナンス会社が土地担保、プロジェクト外の費用徴収により資金を獲得していることに注意を払わなければならない。都市化は現在正確な方向であり、金融界の支援が必要であるが、同時に多くの試練をもたらすものであり、多くの問題を提起するものである。これをうまく解決できなければ、償還能力や不良資産の問題を生み出す可能性がある。」

なお、この会である記者が「来年中期中に利上げはあり得るか？」と尋ねたところ、周行長は肯定も否定もしなかった（経済参考報2009年11月23日）。

2.2 その他関係者の発言

ところで、周小川行長以外の人民銀行関係者も、このところ活発に動いている（新華網北京電 2009 年 11 月 23 日）。

例えば、元副行長で現在全人代財経委員会副主任の呉曉靈は、19 日、「現在経済はすでに安定化傾向にあり、来年は中央銀行に手段選択の主動権・自主権を与え、適時預金準備率を動かす可能性をもたせるべきである」と述べた。

また、研究局副巡視員の王宇は 20 日、「経済成長全体に更に注意を払うと同時に、これまで貸出が多すぎたことにより引き起こされたインフレ期待と資産価格の膨張問題にも注意を払わなければならない」と述べている。

さらに、貨幣政策委員会委員の樊綱もここ数日以内に 2 度、「インフレは短期間には到来しないが、財産バブルのリスク・資産バブルのリスクは、確実に警戒に値する事柄である」と警告を発している。

3 . 銀行業監督管理委員会の動向

商業銀行に対し、慎重に監督管理を行うという要求に基づき、前もって年末の貸出リスク管理をしっかりと行うよう、次の 3 点の要求を行った（新華網北京電 2009 年 11 月 23 日）。

振り返りを行い、貸出の事後評価をしっかりと行う

昨年 10 - 12 月期から今年上半期までの高額貸出について評価を行う。

慎重に監督管理を行うという科学的要求を厳格に把握する

資本の事後補充メカニズム・中長期資本補充計画・商業発展計画を確立・整備し、自己資本比率がかなり低く、科学的で適切・実行可能な資本補充計画・商業計画が未だ制定できていない銀行に対しては、銀行業監督管理委は市場参入・对外投資・機構増設・業務拡張等の面で制限を設ける。

資源上の考慮から、テンポを把握する

自身の発展戦略・リスク管理能力・資本充足状況・引当状況に基づき、年末前の貸出のテンポを科学的・合理的に手配し、貸出の平穏で持続的な伸びを確保し、乱高下を防止しなければならない。

このように、11 月末にも開催されると噂されている中央経済工作会議に向け、マクロ経済政策とりわけ金融政策の方向性・表現をどうするかで、関係者の激しい駆け引きが続いているのである。

（11 月 24 日記）