

下半期の金融政策

田中 修

はじめに

本稿では、下半期の金融政策をめぐる議論の動向を紹介する。

1. 人民銀行支店長座談会（7月31日 - 8月1日、河南省鄭州で開催）

（1）思想・行動を中央の政策決定・手配に統一させ、引き続き穏健な金融政策をしっかりと実施する。

現在、わが国経済発展は政策による刺激から自主的な成長へと秩序立って転換しており、引き続きマクロ・コントロールが予期する方向へと発展している。わが国の経済発展のファンダメンタルズは良好であり、経済の平穩で比較的速い発展の維持は多くの有利な条件・積極的要因を備えており、経済政策をしっかりと実施することへの自信は更に強まっている。

同時に、経済発展におけるアンバランス・不協調・持続不可能な矛盾は依然際立っており、国際環境・国内経済運営において新たな状況・新たな問題・新たな矛盾が不断に出現している。とりわけ、国内のインフレは依然かなり強く、物価安定の基礎はなお牢固でなく、いったん政策を緩めればすぐ反動が現れる可能性がある。

下半期、中央の政策決定・手配に基づき、引き続き経済の平穩で比較的速い発展の維持・経済構造の調整・インフレ期待の管理の3者の関係を適切に処理し、物価総水準の安定をマクロ・コントロールの第1の重要任務とすることを堅持し、引き続き穏健な金融政策をしっかりと実施し、必要な政策の度合を維持しなければならない。同時に、マクロ・コントロールの方向・程度・テンポをしっかりと把握し、コントロールの的確性・柔軟性・展望性を更に高める。

金利・為替レート・公開市場操作・預金準備率・マクロブルーデンス管理等の手段の組合せを総合的に運用し、合理的な社会の資金調達規模・テンポを維持しなければならない。貸出構造を更に最適化し、金融機関が引き続き条件の符合した中小企業、とりわけ小・零細企業への支援を強化するよう誘導しなければならない。

「不動産をコントロールする決意を動揺させず、方向を改めず、程度を緩めない」という要求に基づき、差別化した住宅貸出政策を更にしっかりと執行し、金融機関が条件の符合した社会保障的性格をもつ住宅建設プロジェクトに対し遅滞なく貸出しを行うよう督促し、不動産市場の健全で平穩な発展を促進しなければならない。

引き続き農村金融商品・サービス方式のイノベーションを全面的に推進し、農地水利建設に対する金融支援を強化しなければならない。地域経済の協調的発展を促進する金融支援活動をしっかりと行う。

(2) 金融の改革・発展・安定政策をしっかりと推進し、中央銀行の金融サービス・管理水準を引き上げる

重点分野・カギとなる部分の改革を深化させる。引き続き金融機関が金利決定メカニズムの建設を強化するよう誘導し、金利の市場化改革を推進する。人民元レート形成メカニズムを更に整備し、為替レート調節における市場需給・通貨バスケットの役割を更に多く発揮させる。

既に制度改正した大型商業銀行の現代的な金融企業制度の整備を推進し、中国農業銀行の「三農金融事業部」改革テストの深化を引き続き推進し、「三農」への金融サービスを引き続き改善する。政策性金融機関の改革を推進する。農村信用社の改革深化を引き続き検討し、農村信用社の資本の質・コーポレートガバナンス・「三農」へのサービス等の方面での一段のステップアップを推進する。預金保険制度の各種基礎的専門課題研究を引き続き展開する。

クロスボーダーの人民元決済を全国的に展開し、国外プロジェクトに対する人民元融資テストを段階的に推進し、外資による直接投資の人民元による決済を開放する。外貨管理体制の改革を引き続き深化させ、資本項目の開放を秩序立てて推進する。

金融リスクのモニタリング・評価メカニズムを整備し、システミックリスクを防止し、金融の安定を適切に維持する。金融市場の監督管理の職責を確実に履行し、金融商品のイノベーションを加速し、インターバンク市場・金取引市場等の規範的な発展を促進する。金融のサービス・管理水準を更に引き上げる。法に基づく行政を全面的に推進し、金融消費者保護テストを引き続き展開する。統計標準化を推進し、社会の資金調達規模の統計・モニタリングシステムを更に整備する。

2 . 人民銀行第 2 四半期貨幣政策執行報告 (8 月 10 日発表)

例年よりは公表が遅れた。これは、前日の国務院常務会議の議論を踏まえて文章を調整する必要があったからであろう。

2.1 主な注目点

(1) 人民元レートの動向

6 月末時点で、2010 年末から対米ドルで 2.33% 切り上がっている。2005 年の人民元レート改革以降 2011 年 6 月末までに、対米ドルで累計 27.89% 切り上がった。

BIS 計算によれば、2011 年上半期、人民元の名目実効為替レートは 1.50% 切り下がり、実質実効為替レートでは 3.02% 切り下がった。2005 年の人民元レート改革以降 2011 年 6 月末までに、人民元の名目実効為替レートは 13.05% 切り上がり、実質実効為替レートは 18.91% 切り上がった。

(2) 公開市場操作

上半期、中央銀行手形の発行累計は 9210 億元であり、純資金回収は 1 兆 3600 億元であ

った。6月末の中央銀行手形発行残高は、約2.4兆元である。1年以内の中央銀行手形と短期資金回収操作を主とし、3年物の中央銀行手形でこれを補うことにより、公開市場操作の期限構造は不断に最適化されている。

公開市場操作の金利の弾力性も増強され、3ヶ月物の中央銀行手形の発行金利は3.0801%（2010年末から約1.06ポイント上昇）、1年物は3.4982%（0.99ポイント上昇）となっている。

（3）不動産融資の状況

6月末の全国主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は10.26兆元であり、前年同期比16.9%増加した。伸びは3月末より4.4ポイント減速している。

うち、個人住宅ローン残高は6.26兆元、同17.5%増で、伸びは3月末より5.3ポイント低下した。

建物開発融資残高は2.62兆元、同18.4%増で、伸びは3月末より0.9ポイント低下した。

土地開発融資残高は7968億元、同0.5%増で、伸びは3月末より12ポイント低下した。

6月末、不動産融資残高が全貸付残高に占める比率は20.5%である。2011年上半期の不動産融資新規増は7912億元であり、前年同期より伸びは5985億元少なかった。上半期、不動産融資新規増が全新規貸出増に占める比率は19.7%であり、1-3月期より4.3ポイント低下し、2010年より7.2ポイント低下した。

上半期、社会保障的性格をもつ住宅開発融資の新規増は908億元であり、年初より54.8%増加した。これは不動産開発融資の年初からの伸び48.3%よりも高い。

2.2 マクロ経済の展望

現在、世界主要先進国の成長動力は不足しており、財政負担は重く、ソブリン債危機が頻発している。回復プロセスは曲折・波動が充満している可能性があり、情勢が緩和する可能性もあれば、段階的な下振れリスクに直面する可能性もあり、総体として見ると、不安定・不確定要因が依然かなり多いことを見て取るべきである。

これは一面において、国際情勢の発展・変化に密接に注意を払い、重大な変化にタイムリーに対応することが必要となる¹。他方で、消費内需拡大を核心とする経済構造調整の歩みを更に加速させ、経済発展の質・水準を高め、有効な措置を採用して国内市場の空間を開拓し、市場の取引・発展環境を改善し、経済発展の協調性・持続可能性・内生動力を増強することが必要となる。

物価情勢はなお楽観できない。一連の政策措置の効果が徐々に現れるにつれて、現在総需要は総体としてかなり安定しており、マネー・貸出の伸びは2010年下半年以降反落傾向を維持しており、マネー条件は常態に回帰している。加えて、世界経済の成長がある程度鈍化し、国際大口商品価格が最近相対的に安定しており、物価安定に有利な要因が増えている。

¹ ゴチックは筆者によるものである。

しかし、物価安定の基礎はなお堅固ではなく、情勢は決して楽観できないことを見て取らねばならない。現在、主要先進国の新たな成長エンジンは未だ形成されておらず、経済は比較的疲弊している。加えて、財政問題が際立っている大環境の下、極度に緩和された国際マネー条件は短期には改変し難く、大量の資金がなお成長の比較的速い新興経済国に流れ込む可能性がある。国際大口商品価格の動向もかなり大きな不確定性があり、外部からの輸入要因の影響は依然存在する。

国内労働力コスト及び資源性製品価格は上昇傾向にあり、かなり長期間物価上昇の推進力を構成することになる。さらに、過去 2 年間に国際金融危機に対応するためわが国の投資規模は大幅に拡張されており、建設中のプロジェクトがかなり多く、総需要の反転上昇はかなり速く、現在政策コントロールの影響を受けて経済総体は比較的安定しているものの、なお比較的速い成長水準にあり、かつ拡張・膨張圧力が依然かなり大きいことを見て取るべきである。マクロ政策は引き続き、程度・テンポをしっかりと把握する必要がある。

2.3 当面の主要政策の考え方

今後、人民銀行は国务院の統一的手配に基づき、科学的発展を主題とし、経済発展方式の転換を主線として、穏健な金融政策をしっかりと実施し、マクロ・コントロールの基本方向を変えないことを堅持し、引き続き物価総水準をマクロ・コントロールの第 1 の重要任務とする。内外経済情勢への観察・分析を強化し、政策の程度・テンポをしっかりと把握し、コントロールの的確性・柔軟性・展望性を高め、前期のコントロール成果を強固にし、今期と予期される将来の効果を科学的に評価し、経済の平穏で比較的速い成長・経済構造の調整・インフレ期待の管理の関係をうまく処理する。

(1) 金利・為替レート・公開市場操作・預金準備率・マクロブルーデンス管理等、多様な政策手段の組合せを合理的に運用して、社会の合理的な資金調達規模を維持する

引き続き流動性管理を強化し、流動性の総バルブをしっかりと把握する。経済金融情勢と外貨流動の変化状況に応じて、政策手段の組合せ・期限構造・操作の程度を合理的に手配し、流動性の管理を強化し、銀行システムの流動性を合理的・適度に維持して、マネー・貸出の適度な伸びを促進する。

金利等の価格コントロール手段を合理的に運用し、資金需要及び投資・貯蓄行為を調節し、インフレ期待を管理する。

マクロブルーデンス政策の枠組みを健全化し、マネー・貸出及び流動性管理の総量調節とマクロブルーデンス管理の強化を結びつけ、マクロ情勢の変化及び銀行システムの安全性の状況等に応じて適度に調整を進める。差別的な準備金の動態調整措置を引き続きしっかりと実施し、金融機関が自ら穏健を維持し貸出を調整することを誘導・奨励し、金融機関のリスク防止能力を引き上げる。

社会の資金調達総量に対するモニタリング・調節を強化し、社会の合理的な資金調達規模を維持する。

(2) 貸出構造の最適化に力を入れ、金融サービス水準を高め、構造調整とりわけ農業・小企業に対する貸出支援を強化する

金融機関が貸出の進度・テンポをしっかりと把握するよう誘導し、金融商品・サービスのイノベーションを強化し、重点分野・脆弱部分への資金支援を強化する。所要のコントロールの程度を維持すると同時に、更に多くの資金が「三農」・中小企業に向けられるよう誘導し、就業・就学助成・貧困扶助等の金融サービスをしっかりと行う。

経済構造の調整・経済発展方式の転換という国家の要求に基づき、戦略的新興産業、省エネ・環境保護産業、現代サービス業、科学技術の自主的イノベーション及び農地水利建設等への金融支援を改善・整備する。エネルギー多消費・高汚染業種及び生産能力過剰業種への貸出を厳格に抑制し、低炭素経済の発展を支援する。消費者ローンを発展させ、内需拡大を支援する。地域経済の協調的発展への金融支援を引き続きしっかりと行う。

差別化した住宅ローン政策を更にしっかりと実施し、条件に符合した社会保障的性格をもつ住宅建設プロジェクトに対して遅滞なく貸出を行い、不動産市場の健全で平穏な発展を促進する。システミックリスクの防止を強化する。地方融資プラットフォーム会社への貸出、簿外資産、不動産融資のリスク管理を引き続き強化する。

(3) 金利市場化改革と人民元レート形成メカニズム改革を段階的に推進する

金融市場の基準金利体系建設を引き続き強化し、金融機関が金利決定メカニズムの建設を強化するよう誘導し、金利市場化を更に推進するための友好的な方途を積極的に模索する。

主動性・コントロール可能性・漸進性の原則に基づき、人民元レート形成メカニズムを更に整備し、為替レート形成における市場需給の基礎的作用を発揮させ、通貨バスケットを参考に調節を進め、為替レートの弾力性を増強し、合理的な均衡水準における人民元レートの基本的安定を維持し、国際収支の基本的均衡を促進する。

外為市場の発展を加速し、為替レートのリスク管理手段のイノベーションを推進する。クロスボーダー取引・投資における人民元の使用を拡大し、人民元の流出・還流ルートを段階的に開拓する。資本流動に対する国際情勢の変化の影響に密接に関心を払い、クロスボーダーの資本に対する有効な監督・コントロールを強化する。

(4) 金融市場の健全な発展を引き続き推進し、金融企業改革を深化させる

資源配分における金融市場の基礎的役割を十分発揮させ、直接金融のルートをもっと拡大し、株式・債券・産業ファンド等の資金調達手段の役割をうまく発揮させる。市場の発展という主線をめぐり、金融商品のイノベーションを支援し、金融市場制度・インフラ建設を不断に整備し、実体経済の発展に対する金融市場の貢献を推進する。インターバンク市場の対外開放を積極かつ穏当に推進する。

既に制度改革を実施した大型商業銀行の現代金融企業制度の整備を推進し、中国農業銀行の「三農金融事業部」改革テストを引き続き推進し、「三農」金融サービスを全面的に改善する。政策性金融機関の改革の実施を推進する。農村信用社の改革を引き続き検討・深化させ、農村信用社が資本の質・コーポレートガバナンス・「三農」へのサービス等の面で

の更なるランクアップを推進する。

3. 留意点

貨幣政策執行報告からは人民銀行の次のような姿勢がうかがえる。

当面は、米国債格下げに端を発した国際金融市場の動揺の行方、これまでの金融政策の累積効果を見極める

「内外経済情勢への観察・分析を強化し、政策の程度・テンポをしっかりと把握し、コントロール的確性・柔軟性・展望性を高め、前期のコントロール成果を強固にし、今期と予期される将来の効果を科学的に評価し」という表現に、その姿勢が見られる。

しかし、人民銀行は利上げをあきらめてはいない

7月の預金は実質マイナス金利を背景に大きく減少した。この傾向が続くと、資金は実物資産や民間金融に流れ、人民銀行のコントロールの手を離れてしまうことになる。物価の高止まり傾向が当面続くなかで、人民銀行としてはできるだけ実質金利のマイナス幅を縮小しようとするであろう。

これは、金融政策の手段が「金利・為替レート・公開市場操作・預金準備率」の順に記載されていることにはっきり現れている。本来、金利は国务院の承認事項であり、利上げへの反対論も強いことから、貨幣政策執行報告では明記しないか、「価格手段を用いて」といった抽象的な表現をすることが多く、むしろ公開市場操作・預金準備率が前面に出ていた。それを敢えて「金利」と明記し、しかも冒頭にもってきたことは、人民銀行の利上げに対する並々ならぬ意欲がうかがえる。

逆に預金準備率が後順位になったのは、M2・貸出の伸びが鈍化し、金融市場がタイトになってきたことから、更なる引上げが難しくなってきたことを示すものと考えられる。

為替レートが金融政策手段に

これまで、為替レートの問題は「人民元レート形成メカニズムの改革」の問題であるとされ、金融政策とは切り離して言及されることが普通であった。しかし、為替レートをあえて金融政策の部分で取り上げ、しかも金利に次ぐ2番目の順位としたことは、それだけ輸入インフレが深刻であり、為替レートをインフレ防止の有力手段として用いざるを得ない事情がうかがえる。

(8月24日記)