

当面の金融政策（２）

田中 修

はじめに

各紙は 8 月 19 日に人民銀行の周小川行長が受けたインタビューの概要を掲載するとともに、人民日報海外版 2013 年 8 月 21 日は、この解説記事を掲載している。本稿ではこの概要を紹介する。

1. 人民銀行周小川行長インタビュー（8 月 19 日）

記事は断片的であるので、ここでは新華網北京電 2013 年 8 月 19 日と証券日報 2013 年 8 月 20 日の記事をもとに、内容を復元する。

○現在の経済成長 7.5%前後は、正常な水準である。中国の経済成長の内在的動力は強く、引き続き滑り落ちるような状況は出現しない。

我々は 1 つの均衡点を探し当てた。この均衡点は、経済の比較的速い成長を維持できるだけでなく、同時に構造を最適化できる。この範囲では、改革開放強化にとって操作の余地がある。

我々は経済成長の方面において、いわゆる「空中に漂う」とか「ハードランディング」といった言い方は主張しない。ハードランディングという言い方は、中央銀行にとってはインフレを指し、経済成長率を指すものではない。

○下半期は、穏健な金融政策を引き続き執行すると同時に、必要があれば構造的微調整を行う。もし必要があれば柔軟な調整を行うこともできるが、私は下半期大きな調整はないと思っている。調整があったとしても微調整であり、適切な構造的微調整を進めることとなる。

中国の金融政策は多くの目標制を採用している。即ち、金融政策は経済成長・雇用状況・物価水準・国際収支バランスを配慮する必要がある。

○国際環境の全体状況はあまりよくない。このような全体の環境下で、わが国経済のファンダメンタルズは、なお比較的平穏に成長している。私はこれはやはり容易でないことと思っている。

世界経済が不景気で、国内では経済構造調整と産業のグレードアップを進めている状況下、上半期に新たに 700 万余りの就業ポストを増やした。これは大した数字である。

○預金金利の市場化改革について、預金金利の開放は限定的に行うという発想・計画に基づき進められているが、個人的には楽観視している。人民銀行として述べるならば、我々は技術・条件の上でしっかり準備している。この準備は、即ちできるだけ早期に預金金利の市場化を実現できるようにすることである。

- 人民元レートについては、双方向の波動区間に徐々に向かうことを希望している。
- 中期的な段階からすれば、中国経済の流動性は総体として充足しており、短期的な事件によって大きな影響を受けることはない。
- ネット金融については、人民銀行は発展を支援するという態度である。
ネット金融にはリスクがあり、現行法と合わないものもあるが、正常な心を維持してイノベーションの理念を支援しなければならない。我々は自行の研究生に対し、「ネット金融」「ネット銀行」について研究させている。
私はネット金融を楽観視しており、個人的にはすでに比較的顕著な発展傾向にあると考えている。監督管理はまだ観察の範囲内にある。
- 引き続き、実体経済に対する金融支援を強化する。ここ数年、中小企業向け貸出・三農向け貸出の伸びは、明らかに貸出全体の伸びより速いが、実体経済の要求とはなお開きがあり、更に強化しなければならない。
今後中国の大企業は、更に債券発行により資金調達を行う傾向となる可能性があり、銀行は中小企業・三農向け貸出を更に重視するようになる。

2. 「経済流動性は将来、全体としては充足している」(人民日報海外版 2013年8月21日)

6月に出現した流動性逼迫状況を経て後、市場は下半期のマネーサプライと金融政策の内容について関心をみなぎらせている。現在、人民銀行の周小川行長は、「中国経済は引き続き滑り落ちる状況は出現しない。下半期は穏健な金融政策を引き続き執行すると同時に、必要があれば構造的微調整を行う。中期的に見れば、中国経済の流動性は総体として充足している」と述べた。

(1) 1-7月期のマネーサプライはやや引き締まっていた

中国の金融政策は、多くの場合穏健を主旋律としており、この基調の下、やや緩めたりやや引き締めたりという調整が行われている。暨南大学国際商学院の孫華好副院長は本紙の取材に対し、「長期にわたり、中国中央銀行は穏健な金融政策の下、多くの時期にはやや緩和していた。マネーサプライの伸び率は、GDP成長率とインフレ率の和を超えていたのだから、これはやや緩和していたと言ってよい。20-30年来、経済は緩和の中での運営に慣れてしまっていた」と述べている。

今年に入り、金融政策は引締めを開始した。年初制定された年間M2の伸びの予期目標は13%であり、この目標は第11次5ヵ年計画(2006-2010年)以来、最低の目標値である。社会科学院の余永定学部委員は、「あらかじめこのようなシグナルを出すことは、経済の安定、経済過熱の防止、資産バブルの再発生の防止に資するものであり、これは慎重かつ周到な目標である。これは、適度に引締め気味の運営を試みたいという中央銀行の意向を反映したものである」とする。

しかし、事実上、今年1-7月期のM2の伸びから見ると、すでに予期目標を超えていた。中央銀行のデータでは、今年1-7月期、M2の伸びはそれぞれ15.9%、15.2%、15.7%、16.1%、15.8%、14.0%、14.5%である。これからすると、今年1-7月期のマネーサプライはやや緩めであったと判断してよいのだろうか？孫華好は「全体として見れば、1-7月期のわが国のマネーサプライは、依然としてやや引き締められていた」とする。

彼女の分析によれば、「伝統上、わが国のM2の伸びは一般的にいつも17%を超えていたが、現在は15%前後に落ちている。予期目標は超えているものの、過去に比べれば皆なやや引締めと感じている。とりわけ6月に、中央銀行は過度の緩和を避けるため戦略を転換し、適度に引締めるというシグナルを放った」。

(2) 短期の事件は、流動性に影響を与えない

下半期のマネーサプライは、依然として引締め気味となるのであろうか？6月の「カネ不足」事件について、周小川は「中期の段階から言えば、中国経済の流動性は総体として充足しており、短期の事件によって大きな影響を受けることはない」と述べている。

孫華好は「周小川の講話は、態度上の調整を表わしている。マネーを引締め気味にすることは正しいが、6月の『カネ不足』事件は、それをゆっくりとやり、一挙に引き締めてはならず、市場の反応に応じて微調整を進めなければならないことを物語っている」と考えている。

孫華好は、今後のマネーサプライは適度に緩和してもよいとする。彼女の予想では、下半期のM2の伸びはおおむね15%を超えない。以前のM2の伸びは17%で比較的高かったが、もし12-13%の伸びにまで落ちると、実体経済が耐えられないとする。

中金会社の彭文生チーフエコノミストは、「最新の金融政策の動向は経済成長の下振れリスクに制約されている。穏健な金融政策を明確にしたことは、ここ数ヵ月のかなり速いフローの伸びを理由に、下半期にM2の伸びを13%にまで厳しく圧縮することはないことを意味するものである」と述べている。

問題のカギは、供給されたマネーが真に実体経済に行くかどうかである。中金会社は、現在のマネー環境には矛盾が存在すると考えている。M2の伸び、銀行貸出、社会資金調達の総量等の拡張はかなり速いが、銀行の加重平均による貸出金利、インターバンク金利がかなり高く、価格指標を反映させた実質金利がかなり高いことが、総需要の伸びを抑制している。人民元の実効為替レートの上昇が速すぎることも、同様に実体経済を抑制している。このため、企業が直面している実質金利はかなり高い水準にあり、実体経済の回復を弱めている。

孫華好もM2の大部分が沈殿しており、工商企業の用に回っていないと指摘する。

(3) 金融政策は引き続き穏健を主とする

金融政策には調整はあるが、周小川は下半期に穏健な金融政策を引き続き執行すると表

明している。彼は、「もし必要があれば柔軟な調整を行うことはできるが、私は今年下半期には大きな調整はないと考えている。調整があっても微調整であり、適切な構造的微調整を進める」と述べている。

人民銀行が最近公表した「2013 年第 2 四半期中国貨幣政策執行報告」の中では、「穏健な金融政策を引き続き実施し、コントロールの的確性・協調性を増強し、適時適度に事前調整・微調整を行い、安定成長・構造調整・改革促進・リスク防止の均衡点をしっかり把握し、経済の構造調整と転換・グレードアップのために安定した金融環境・マネー条件を創造する」と述べられている。

孫華好は、「中国の金融政策は伝統上ずっと、多くの目標制を採っていた。経済成長を促進するのみならず、インフレをも抑制しなければならない。この 2 つの目標には矛盾があり、バランスをしっかり掌握する必要がある」と考える。彼女によれば、下半期のマネーサプライは総量の上で相対的に穏健となり、M2 の伸びはおおよそ 14-15% となろう。その中で、時には市場の状況に応じて調整が進められることになる。たとえば、四半期末あるいは月末の資金が逼迫した際である。孫華好は同時に、「もし米国が QE を取り止めた後、国内からの資金の大規模な流出を引き起こすことになれば、中央銀行はマネーを緩和することにより流出部分の穴を塞がなければならない」と指摘している。

(8月22日記)