

金融政策の動向

田中 修

はじめに

人民銀行が公開市場操作による流動性供給を暫時停止したことが、様々な憶測をよんでいる。本稿では、人民銀行の影響が強い国際金融報と、中立系の経済参考報の分析記事を紹介する。

1. 国際金融報 2013 年 10 月 23 日「公開市場操作が連続して暫時停止された。中央銀行は売りオペにより流動性抑制を始動するかもしれない」

10 月 22 日、中央銀行は引き続き公開市場操作を停止した。これは先週木曜に中央銀行が公開市場操作を暫時停止したのに続く 2 度目である。今年に入り、中央銀行の金融政策はずっと相対的に安定した状態を維持しており、基本的にそれほど大きな操作をしておらず、ただ公開市場操作の方式によって短期市場の流動性を調節するのみで、しかも買いオペが最近数ヶ月の中央銀行の公開市場操作の主要操作であった。中央銀行が連続して 2 回買いオペを暫時停止したことは、金融政策に既に微調整が出現したことを意味するものであろうか？

中央銀行は先週木曜日、公開市場操作の買いオペを暫時停止した。これは 7 月に売りオペを再開して以降初めてのことである。事実今年 6 月、中央銀行が連続して数回公開市場操作を暫時停止する同様な状況が出現したが、その後中央銀行は公開市場において中央銀行手形の発行と売りオペを基本的に停止し、買いオペを再開した。しかも、その後は買いオペが中央銀行の公開市場における主要操作となり、中央銀行が市場に対して流動性を供給する主要手段となっていたのである。

しかし、市場アナリストはあまねく、中央銀行が今月連続して 2 回公開市場操作を暫時停止したことは、決して金融政策に微調整が出現したことを意味するのではなく、主として外貨ポジション（外貨買取残高）が意外にも大幅急激に上昇したことがもたらす流動性過剰の状況を調節するためだったと考えている¹。10 月 21 日、中央銀行が公表したデータによれば、9 月末の金融機関の外貨ポジションの残高は 27 兆 5179.54 億元であり、8 月末の 27 兆 3915.92 億元に比べ 1263.62 億元増加し、今年 4 月以来最高となった。これは 8 月以降、外貨ポジションで連続 2 カ月純増が出現していることになる。

オーストラリア・ニュージーランド銀行は、7-9 月期の GDP 成長率と 9 月の CPI 上昇率がいずれも予想より高く、しかも M2 の伸びが 13% の増加目標の上を維持していることは、中央銀行が短期内に現在の相対的に緊縮的な金融政策を改めることはないことを示す

¹ ゴチックは筆者。

ものだとしている。

また、ある金融業界アナリストは、10-12月期、わが国の金融機関の外貨ポジションの新たな増加は、月平均で引き続き1000億元以上の規模を維持する可能性があり、このため中央銀行は金融政策の量的微調整手段を再起動するかもしれない。例えば、公開市場での売りオペによって過剰流動性を抑制するかもしれないと予想している。

2. 経済参考報 2013年10月23日「金融政策は、再び多くの困難・苦境に陥った」

中央銀行の最新の公表によれば、9月末の金融機関の外貨ポジション残高は27.52兆円に上昇し、新たに外貨ポジションが1264億元増加し、8月の前月比に比べ1000億元近く増加した。これは5月以来金融機関の外貨ポジションの増加額で単月の新高値であり、FDIと経常項目の黒字を差し引いて初めての純流入でもある。

クロスボーダーの資金大幅流入は、再び中国を多くの困難を抱えた政策の苦境に陥れている。国際と国内、実体と金融、金利と為替レートの間でバランスをとることについて、金融政策にはそれほど政策余地はない。

9月の金融統計データでは、金融項目から貿易黒字とFDIを除いた後は、ホットマネーの純流入は17億ドル前後である。外貨ポジションの激増と相呼応して、9月の銀行の決済後外貨の純増は268億ドルと連続2ヵ月純増が出現しており、しかも純増額は8月の純増の3倍以上となっている。このほか、7-9月期は外貨準備が1600億ドル余り激増し、3.66兆ドルに至っており、市場の予想をはるかに超えている。これらはいずれも、クロスボーダー資金の中国への流入圧力が更に増大していることを示すものである。

クロスボーダー資金の流入は、直接人民元レートの「虚構の高値」をもたらしている。9月12日、人民元対ドルレートの間値は6.16を突破し6.1575となった後さらに一方的に上がり続け、10月21日には6.1352の新高値になった。ここまで、人民元は年初以来既に累計で2.4%切り上がっており、昨年の上昇率を超えている。これと同時に、世界の主要経済国が低金利を維持する環境で、中国の金利水準は安定を維持しており、金利差の不断の拡大が更に多くの資金を吸引し、クロスボーダー資金の流動激化と人民元の更なる切上げ圧力をもたらしている。

足元では米国は債務違約の出現をぎりぎり回避したもの、債務上限の暫時引上げは2014年2月7日までであり、政府が開門を維持できるのは2014年1月15日までである。しかし、違約リスクが暫時延期されて以後、来年は両党が中間選挙に直面し、政府の閉鎖と債務上限を切り札として、両党は勢い必ず新たなシーソーゲームを展開することになり、FRBが更に長期間QEを行う決定を下すことは避けられないだろう。

グローバルなマネー緩和が引き続き深化する可能性がある背景下、周囲の政策の不確定性は勢い必ず中国の金融政策をジレンマの境地に陥れることになる。もし流動性を引き締

めなければ、資産バブルに歯止めをかけることが難しくなる可能性がある。もし政策を引き締めれば、決して安定していない回復の基礎を動揺させ、中国経済の成長の勢いを阻む可能性がある。

現在のグローバル経済の情勢がかなり複雑であり、国内経済の下振れ圧力が増大する背景下、マネー及びマクロ・コントロールは更に複雑化しており、このような状況は昨年末と比較的似ている。一面において、インフレがなお穏やかに反転上昇し、とりわけクロスボーダー資金の流入と人民元レートの持続的切上げ・住宅価格の上昇が予想される背景下、中央銀行は貸出引締めを開始する可能性がある。

統計データによれば、7-9月期、全国重点都市で高価格が出現した区画は131件であり、前年同期比41件増、増加率は46%であった。北京・上海・深圳等の一線都市と一部のホットスポット都市では、一部の土地の成約額あるいは単価が歴史的な最高値を上回り、不動産コントロールは九仞の功を一簣に欠くようなカギとなる段階にあるようにみえる。

総体として流動性が充満していることは、中央銀行が金融政策を緩和させない立場を維持しなければならないことを決定づけている。

しかしながら他方で、18期3中全会がますます近づくにつれて、10-12月期の政策の主たる基調は構造改革を主とするものに転換している。構造改革が深まり、改革のボーナス効果が遅れるに伴い、国内経済は短期内では下振れ圧力を受ける可能性がある。経済の内生的動力は依然不足しているため、政策刺激が弱まると、10-12月期の経済成長率は小幅に反落すると予想される。これは、金融政策の大幅な引締めが不可能であることを意味している。