

# ボアオフォーラムにおける周小川人民銀行行長発言

田中 修

## はじめに

ボアオフォーラムで3月29日、周小川人民銀行行長が行った発言が話題となっており、人民銀行は正確な発言内容を4月2日にホームページに公開した。金融政策・金融改革についての周行長の考え方がよく反映されており、本稿では発言の概要を紹介する。

## 1. 非伝統的金融政策

まず、非伝統的金融政策という概念を私がどう理解しているかについて述べた後、現在の中国の金融政策を紹介する。

今回の国際金融危機の期間、米国・日本・ユーロ圏が非伝統的金融政策を開始した際、金融政策が直面する状況に変化が発生した。

- ①インフレ率が低くなり、甚だしきは小幅なデフレが出現した。
- ②経済の金融危機からの回復が困難であった。

非伝統的金融政策は、一般には以下のような典型的現象をいう。

- ①金利をゼロに接近させ、さらにはマイナス化する。このため非伝統的な量的緩和措置を採用し、流動性を注入する。当然、実践においては、量的緩和には多様な方式がある。
- ②量的緩和措置の実行だけでは不十分なときは、さらに市場参加者の期待を長期に安定させなければならない、政策が1-2年持続する。

このため、中央銀行は先を展望したガイドラインを示し、市場の期待を誘導する。しかし、展望的ガイドラインも困難に遭遇し、甚だしきは困惑するような局面が出現する。人々は、ときには中央銀行が本当に将来1-2年の経済動向を予測できるのか、疑念をもつこともある。

これが、非伝統的な金融政策という概念に対する私の理解である。

国際金融危機に対応するため、中国も大量の努力を払ったが、中国の状況は米国・日本・ユーロ圏とは異なる。基本的に言えば、中国の金融政策は伝統的手段を主としていたが、いくらか非伝統的な金融政策を実施した経緯もある。

- ①アジア金融危機の後から国際金融危機の前に至る時期、つまり2002-2008年、中国の経常黒字の規模は日増しに拡大し、大量の外貨準備が累積した。

このとき人民銀行は、伝統的な金融政策の効果が決してそれほど良好でないと感じた。このため、この時期中国の金融政策は、量的手段を使用して流動性を吸収する傾向を強めた。これはある意味、非伝統的政策である。その後、中国が人民元レート形成メカニズム及び外為市場の改革を実施し、貿易・投資の自由化を不断に推進するに伴い、経常黒字の

対 GDP 比は徐々に 10%から 2%前後に低下した。人民銀行も非伝統的な不胎化政策から退出したのである。

②今回のグローバル金融危機に対応するため、2008-2010 年初、中国は包括的な刺激政策を採用し、これにより経済回復の歩みが加速するよう期待した。

経済刺激は規模からすれば「非伝統的」な意味合いがあったが、財政政策と金融政策が元々アンチシクリカルな性質を備えていることを考慮すれば、関連する政策の理念はなお相対的に伝統的なものであった。

2つの非伝統的な段階を経た後、中国の金融政策は既により伝統的な状態に戻った。しかし現在の常態と過去の常態とは異なっており、新常态と言える。

新常态と伝統的常態の区別は、一面において、金利市場化と金融市場の改革に伴い、中国の金融政策はますます価格メカニズムと数量メカニズムの組合せに依存している、ということにある。これは、比較的伝統的な金融政策の方式である。

今後の金融政策については、我々はインフレ率の低下・大口商品価格の下落を含むグローバル経済の動向に密接に注意を払う。中国経済の成長もある程度鈍化しており、インフレ率の低下・インフレの消滅現象も出現している。我々はある程度警戒を維持し、インフレ率の低下が続くか否か、デフレが出現するか否かを観察しなければならない。

また、金融政策は中国経済の構造調整を支援する必要がある。一方でいくらかの伝統業種は困難な時期にあり、その平穏な調整を促進する必要がある、市場からの退出が必要となる可能性もある。他方で、インターネット・ハイテク業種等のイノベーション型企業の発展を奨励しなければならない。現在、過剰となっている伝統産業は、依然として銀行貸出と資本市場の資源を過剰に占拠しており、この過剰な資源を解放するには一定の時間が必要である。同時に、多くの新しいタイプの企業は大量の資金調達需要があり、資本市場において資金調達を希望している。人民銀行も最近一連の価格・数量手段を採用し、市場により多くの流動性を注入して資金調達コストを引き下げたが、新しい資源配分の効果が現れるには一定の時間が必要である。

2015 年は「ドル年」である。もし、米国以外の多くの経済体が引き続き拡張的な金融政策あるいは量的緩和政策を実行すれば、一定程度ドルレートを推し上げ、さらには資産バブルの潜在的可能性を増やすことになるかもしれない。我々は、米国経済が復活し、ますます強力なパワーを発揮するものと楽観しており、これは世界経済にとって好ましい事である。

しかし歴史的に見て、ドルが強くなることも国際通貨システムと関係する。20 世紀 90 年代、欧州経済はかなり疲弊し、旧ソ連・東欧国家の経済情勢も比較的劣っていた。その後欧州に再び金融危機が出現して、ドルはひたすら強くなった。このとき、人々は国際通貨システムを議論し始めた。この国際通貨システムはドルの堅実さをもたらし、資金を米

国に流入させた。金融政策は国際通貨システムと相互に関連していると言ってよい。

我々は当然、非伝統的な金融政策とりわけ量的緩和政策が、日本経済を含む関係国の早期回復実現の手助けとなることを期待している。しかし注意すべきは、金融緩和政策を実行すると同時に、実体経済は、とりわけ銀行・企業部門さらには家計部門を含め、現在バランスシートの修復中だということである。援助を得られない情況下、修復プロセスはかなり緩慢となっている。見るところ、金融緩和政策は実体経済のバランスシート修復を助ける面では効果が乏しく、時間が予想より長くかかっている。このため、金融政策が財政政策と相互協調して実体経済のバランスシート修復を援助できないか考慮する必要がある。今回の金融危機において、政府が問題銀行を救済するやり方が大きな議論を引き起こし、これがモラルハザードを誘発し、納税者の金を濫用する可能性があるかと心配する人もいたが、この救済措置は確かに回復の全体プロセスを加速した。これも非伝統的な金融政策と見て取ることができる。

## 2. 他の国家の量的緩和政策が中国の金融政策に及ぼす影響

量的緩和政策は、グローバル金融危機に対応するため採用された措置である。グローバル金融危機が爆発した後、中国の反応は最も速く、経済刺激措置を最も先に実施し、積極的財政政策と適度に緩和した金融政策を採用した。当時の緩和の程度はやや度が過ぎて後遺症をもたらしたと考える人もいるくらいであり、2011年夏、中国のインフレ率は6.5%に達した。マネーはいったん市場に投げられるとタイムラグ効果があり、当時かなり多くのマネーが投げられたため、その後市場のマネーはなお相当長期間比較的余裕があった。

当然、経済情勢はいつも不断に変化している。一次産品価格の現状を考慮すると、もしインフレ率が下降し続ければ、経済は引き続き緩和圧力に直面することになり、金融政策は主として国内経済情勢に基づいて判断しなければならない。しかし、これは数量調整が必要とは限らない。中国は価格調整の余地もあれば、数量調整の余地もあり、我々はまだ物価マイナスの区間内にはいない。

このため、我々は多くの手段を運用して経済を調節し、我々の経済状況に基づいて判断し、我々の構造調整の状況・経済の新常態から判断することになり、別の国がどのようにやろうとも、我々は決してプレッシャーを感じることはない。

## 3. 金融政策が中小企業の資金調達コスト引下げに及ぼした効果

まず、金融政策にはタイムラグがある。教科書では、流動性が経済体に入ってから、6-18ヶ月のタイムラグがある可能性が認識されている。このため、金融政策の効果を観察するには忍耐力が必要である。

第二に、インフレと経済成長の観点からすると、グローバル金融危機以来、中国は危機

の克服、経済回復と経済成長の推進の面においては、世界的にみてなかなかのものであった。インフレが一時期やや高まり、資産バブルの問題については人によって異なる見方があるかもしれないが、インフレは2011年夏のピークから反落を開始し、資産価格は現在調整中である。金融政策の評価に際しては、インフレと成長の関係を総合的に考慮しなければならない。

第三に、資金調達コストを引き下げるにはプロセスが必要である。なぜなら、経済調整プロセスにおいては、金融資源に対する需要が比較的大きいし、その他の原因も現在の資金調達コストがかなり高い状況をもたらしているからである。我々の見るところ、短期金融市場の金利低下が比較的顕著に出現しており、我々は一定期間を経れば、これを実体経済に順調に伝達できるものと期待している。

#### 4. 預金金利の市場化

まず、金利の市場化という方向性はずっと明瞭であり、条件もますます成熟しているが、精確な時間ははっきりとは言えない。私は2014年の全人代記者会見において、金利の市場化は2年程度ではないかと思うと述べている。

#### 5. 資本取引の開放

中国は徐々に資本項目の兌換化を実現しており、實際上これは長い年数のプロセスである。中国は1996年に経常項目の兌換化を実現して以来、外為市場管理規則をずっと不断に改善し、行政規制を徐々に減らし、資本項目兌換化に向けて少しずつ歩を進めてきた。この間に2つの曲折があった。1つはアジア金融危機であり、1つはグローバル金融危機である。問題が出た際には、一方で危機をまず処理し、他方で問題の原因を考えてみる必要がある。

長い年を経て、我々は今年「外貨管理条例」を初めて比較的徹底して整理できるものと期待している。新しい規則からすると、我々は中国が資本項目兌換化を基本的に実現することになると認識している。しかし、いかなる金融政策もプラス・マイナス両面の影響があり、我々は異常な資本流動が発生しないか密接に注意を払っている。しかし総じて言えば、中国の改革は資本項目兌換化の方向に向け努力している。

(4月24日記)