

**議 題** 日銀の政策運営と中国の経済対策

**開催日時** 2022年7月14日<20時00分~22時00分>（テレビ会議形式で開催）

**講師** 加藤 出 氏（東短リサーチ 取締役社長・チーフエコノミスト）  
徐 奇淵 氏（中国社会科学院 世界経済と政治研究所副所長）

1. 加藤出氏講演
2. 徐奇淵氏講演

### 1. 加藤出氏講演

#### <日銀“異次元緩和策”の現状と課題>

##### ○アベノミクスの下での「異次元緩和」の推移

・2012年12月の衆議院選挙を経て誕生した安倍政権は「3本の矢」からなる「アベノミクス」を打ち出した。「第1の矢」は大胆な金融緩和、「第2の矢」は機動的な財政政策、「第3の矢」は規制緩和であるが、安倍政権は「経済低迷の主因はデフレにあり、デフレは金融現象なので金融政策で対処できる」と考え、「第1の矢」を特に重視した。

・2013年1月、政府と日銀は「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携」と題する共同声明を発表し、日銀は2%のインフレ目標を正式に採用した。同年3月には黒田氏が日銀総裁に就任し、「量的・質的金融緩和(QQE)」を開始した。日銀はマネタリーベースを2年で2倍の270兆円に増やす方針を打ち出し、長期国債を年間50兆円、上場投資信託(ETF)を年間1兆円、不動産投資信託(J-Reit)を年間300億円、各々保有残高が増加するように買入れる計画を発表した。中央銀行がインフレ目標の達成に向けた強いコミットメントを示し、それを裏付ける「異次元の金融緩和」を実施すれば、インフレ期待の上昇を通じて実質金利を低下させ、経済活動の活性化を通じてインフレ目標を達成できると説明した。

・しかし、インフレ率は期待したようには上がらず、日銀も2014年10月に国債買入れ規模を引き上げたほか、2016年1月にはマイナス金利政策を導入したが、所期の効果は得られなかった。このため日銀は、同年9月にイールドカーブコントロール(YCC)を導入し、金融緩和の「持久戦」に移行した。YCCの下で、日銀は、短期の政策金利を-0.1%に維持する一方、10年国債金利をゼロ%近辺に誘導する（許容変動幅は当初は±0.1%であったが、2018年7月に±0.2%に拡大）ことで、イールドカーブ全体を低位に維持した。その後、2021年3月には10年国債金利の許容変動幅を±0.25%に拡大するとともに、市場で金利上昇圧力が生じた場合への対応策として「連続指値オバベ制度」を導入した。その下で、日銀は今年の春までは国債買入れ額を抑制しつつ、長期金利の安定を維持することができた。

##### ○構造要因による金融緩和効果の制約

・2013年以降にマネタリーベースは増加し続けており、2022年には

650兆円と当初の目途であった270兆円をはるかに上回った。日銀の資産残高の対名目GDP比もFRBに比べて顕著に上昇し、足許で130%に達している。もっとも、期待成長率は低位に止まり、インフレ期待も停滞している。ウクライナ情勢を背景とするエネルギーや食品の価格の高騰が日本にも輸入インフレ圧力をもたらし、日銀が重視するコアCPI(生鮮食品を除く)の上昇率も足許で2.0%を上回っているが、米国型のコアCPI(除く食品、エネルギー)の上昇率は0.2%に止まる。サマーズ氏は、2018年8月に「インフレを押し上げる日銀の広範な努力は完全な失敗となった。金融政策は常にインフレ率を規定できる訳ではない」と指摘した。

・日銀の超低金利政策や企業に対する政府の資金繰り支援策は、企業倒産件数の減少をもたらした。先進国で最も低位な失業率を実現した。一方で、「ゾンビ企業」の残存も招き、これらの企業による低価格戦略のために優良企業の価格決定力を阻害した。結果として、企業全体の競争力と収益力は低下し、社会全体の賃上げを困難にした。欧米に比べて、日本は名目賃金と物価の上昇率が相対的に低く、実質賃金の伸びも鈍かった。また米国では2000年代初頭以降に一貫して実質消費支出が拡大してきたが、日本の実質消費支出の増加は非常に緩やかであり、超金融緩和の下でも顕著に増加しなかった。しかも、2020年にコロナ禍によって低下した後、現時点でもコロナ前の水準に回復していない。

・日銀は、こうした悪循環にも拘らず、賃金が上昇することを期待して超金融緩和を継続している。つまり、賃金が改善するまで超金融緩和は継続されることになるが、私は日本経済への副作用を懸念している。

・一般に低金利政策の下では、経済主体は低金利を活かした資金調達を行い、それを生産の拡大に活用することで経済活動が活性化される。しかし、こうした効果が実現するには様々な条件がある。日本は高齢化社会に突入しており、低金利でも借入れのニーズが高まりにくい点で金融緩和の効果は低下している。年金受給者が総人口の3分の1に達した状況では経済活動の刺激は期待しにくい。また、企業も資金を国内投資に活用せず海外企業の買収に充当しているだけに、金融緩和の効果が海外にリークしてしまう。

・人口の減少と高齢化もデフレ問題を悪化している。人手不足が賃金上昇を招くとの見方もあったが、実際には「ゾンビ企業」の影響もあって、そうした状況は生じていない。また、人口の減少は消費市場の縮小にもつながるほか、人口の高齢化は生産性の低下だけでなく年金支出の増加による財政負担の上昇にもつながっている。日本政府は「人生 100 年時代」を掲げ、様々な対策を講じているが、人々は longevity のリスクを意識して、消費に慎重化し、貯蓄形成に努めることになる。

・日銀の白川前総裁は、QE の主な効果は将来の投資や消費を現在に実現する点で「需要の前借り」に過ぎず、しかも日本では長期に亘って低金利政策を実施してきた結果、今や「前借り」の余地も限られているとして、低金利政策の継続による効果に懐疑的な見方を示している。

### ○政府債務の持続可能性に関する懸念

・日銀の超金融緩和は、公的債務の持続可能性に対する懸念を招いている。日本の政府債務残高の対 GDP 比は先進国でも突出しており、過去 20 年で顕著に上昇した。金融機関はともかく、個人投資家は財政リスクへの懸念もあって国債投資に前向きではない。また、将来に向けての増税への不安のため、富裕層には海外に資産をシフトする動きもみられる。公的年金の持続可能性に対する不安を背景に、若年層の間では老後のために資産形成や海外資産への投資への関心が高まっている。

・日銀が国債金利を極めて低位に抑制していることで、政府が国債発行を増加させても国債費が大きく増加することはない。しかし、国債金利が上昇すれば、政府の利払い負担は増加し、その財源を捻出するために他の歳出を削減する必要が生じうる。

・政府債務に関しては国内に不可解な楽観論もみられ、日銀が国債買入れを続ける限り、政府はどれだけ多くの債券を発行しても問題ないとの主張もみられる。今般の参議院選挙でも、多くの野党は財政支出の増加を提唱したが、具体的な資金源や政府債務の持続可能性については議論しなかった。

・将来、海外の格付機関が日本国債の格付を現在より引き下げた場合には、日本の銀行や事業法人の格付も低下するので、海外での外貨資金の調達コストが上昇し、日本企業の海外事業に全体的な影響を与えうる。今のところ多くの格付機関はこの問題は制御可能だと見なしているようだ。しかし日本政府が支出を安易に拡大していくと、彼らの見方が変わってくる恐れはある。

・日本が巨額の政府債務に即効性のある措置を講じることは難しいとしても、政治家を含む関係者がこの問題を真剣に議論していないことが懸念される。楽観論に陥ることにはリスクが大きい。

### ○世界的な高インフレに伴う円安と金融政策の展望

・日銀が YCC を導入した際には、現在のようない世界的なインフレと FRB の利上げとを想定していなかったかもしれない。本年初以降、主要国の 10 年国債金利は大幅に上昇したが、日本だけが比較的低い水準を維持している。ヘッジファンド等の海外投資家は、YCC

の維持が困難との思惑をもとに日本国債の先物市場で積極的に空売りを行うことで、現物債の利回りに対する上昇圧力をかけている。これに対し日銀は一貫して 10 年国債を大量に買い入れるほか、7 年国債の市場にも介入することで先物市場の機能を毀損しつつ、10 年国債金利を 0.25% 以内に抑え込んでいる。今年 6 月に日銀が購入した長期国債は 16 兆円と、「異次元緩和」の開始以降で最高になった。

・日銀は 10 年国債の金利を低域抑制する姿勢を堅持しているため、海外主要国で高インフレに対応して中央銀行が利上げを進める中で、金利差の拡大によって円安が進行してきた。ドル円レートは足元で 139 円台にある。長い目で見れば今の名目レートが極端に低い訳ではないが、購買力平価との乖離幅はすでに 50% を超え、1980 年代をはるかに上回っている

・円安に関する日銀と政府の見解は概ね整合的である。日銀は、円相場の急落は望ましくないが、現在の水準ではメリットの方が大きいと主張している。政府(財務省)は急激な円安に懸念を示している。政府は円安批判を抑制しようとしている一方、岸田政権は日銀による金融緩和の継続を支持している。先日の参議院選挙で銃撃されて死亡した安倍元首相への同情票が集まるなど、国民によるインフレへの不満も政治的には顕在化していない。

・日銀は、円安を活かしてインフレ率の 2% 目標の持続的な達成を企図している。しかし、歴史の経験を踏まえると、その実現は困難である。過去 20 年で、日本は世界の 60 か国の中で通貨が最も大幅に減価し、実質実効為替レートは 41% も低下したが、この間の実質賃金の上昇率はわずか 3% にとどまった。

・円安による物価上昇が経済的弱者の負担増を招いている点に配慮し、政府は財政負担による支援策を講じている。例えば、石油産業界向けに補助金を提供することで、ガソリンの販売価格を一定の水準に抑え込むよう求めている。しかし、こうした対策を政府が国債発行で賄うとすれば、政府債務の一層の増大を招く。

・黒田総裁の任期は来年春に満了となるが、それまで現在の金融緩和を変える気配はない。しかし、日本では賃金の伸びが鈍い一方、年金受給者が 4000 万人と国民の約 3 分の 1 にも達する中で、円安が引続き進行し、今後も物価が上昇し続けると、インフレ率が欧米ほど高くなくても国民は不満を募らせるだろう。将来、政府が日銀に政策の変更を求めるかどうかは、国民の世論次第である。

### 2. 徐奇淵氏(講演):

#### <日本経済に関するコメント>

・円相場は購買力平価から 50% を超える大幅な乖離を示している。中国政府が海外旅行制限、日本政府が外国人観光客の入国制限を各々撤廃すれば、日本への観光客が復活して円相場をある程度円高方向に動かす可能性はあるが、現時点でその実現は困難である。

・中国が直面する金融市場の環境やマイクロ経済の基盤は、日本とは反対の特性を有する。加藤氏は、日本では金融緩和の結果として



ンビ企業の淘汰が難しくなり、資源配分の効率が低下すると指摘した。これに対し中国では、適者生存のメカニズムが確立していないので、金融引締めを行うと、より活力を有する民間企業や中小企業が融資を受け難くなる恐れがある。つまり、中立的で緩和的な金融政策の方が中小企業や民間企業に有利である。現在まで国有企業改革は十分に実施されず、市場競争環境に歪みが存在するだけに、今後は公正競争の水準をさらに高める必要がある。

・日銀の政策を国際金融のトリレンマの観点からみると、資本フローの自由を堅持し、資本取引の管理を実施していないほか、10 年国債金利の安定を維持する目標の下で、金融政策の独立性を堅持している。従って、為替レートの安定を放棄せざるを得ず、実際にも円相場の変動は比較的急激である。外的ショックの圧力は円相場を通じて解放される。

・日本国内の経済環境は足許で比較的安定している一方、海外の経済環境は大きく変化しており、円相場の変動は FRB の利上げが予想を上回るかどうか大きく依存している。米国が直面するインフレが深刻になるほど、FRB は予想以上に金利を引き上げ、ドル円レートは軟調な地合いとなると考えられる。円相場の変動は、海外の経済環境の変化による面が大きい。

### <中国経済:2つの朗報と2つの悲報>

#### ○中国経済の回復基調

・中国経済の第一の朗報は、上海と東北地域でのコロナ感染がピークアウトし、経済は回復基調にある点だ。

・製造業と非製造業の景況感を反映した PMI 指数は 5~6 月に大幅に回復し、特に非製造業 PMI の回復はより顕著になった。景気の好転を反映した指標は他にもあるが、悲報も PMI に反映されている。PMI を前月比でみると顕著に回復しているが、前年比では 5~6 月の回復は小さく、前年比でみた経済活動の回復には時間を要する。

・前年比で見た総合 PMI と GDP 成長率の相関を推計した上で、総合 PMI の前年比から GDP 成長率を推計すると、特殊要因によって 2020 年第 1 四半期の GDP 成長率が特に低く、2021 年第 1 四半期の成長率が特に高かったことがわかる。これらの異常値を除いた散布図を作成すると、両者の相関は高いことが推察される。

・このような観察に基づくと、2022 年第 2 四半期の GDP 成長率は 1%~1.5%の範囲にあると計算できる。しかし、実際に統計局が発表した GDP 成長率は 0.4%と、我々の推計より低かった。これは、PMI が主観的なデータであり、実際の経済活動とは多少の違いがあるためと考えられる。しかし、この点も景気回復の困難さを示している面がある。

・上半期の GDP 成長率が約 2.5%に止まったため、年間目標である 5.5%成長を達成することは非常に困難である。下半期には比較的高い成長率の達成が期待されているが、現時点では景気を阻害する要因も多く、回復の足取りが緩慢で力強さに欠け、緩やかに回復する可能性が高い。

#### ○財政・金融政策の発動余地が大きい

・中国経済の第二の朗報は、既に経済対策の策定や実施が強化されているほか、財政・金融政策の発動余地が依然として大きいことである。

・財政政策の面では、地方政府专项債の発行限度枠は昨年とほぼ同じ(3.65 兆元)だが、今年の実際の発行ペースは非常に速い。昨年は 8 月末時点で発行限度枠の約 50%、6 月末時点では 30%未満を消化したに過ぎなかったが、今年は 6 月末時点で発行限度枠の 90%を消化した。今後にインフラ投資や地方政府专项債の発行が停止されるリスクに関しても、現状は比較的楽観的である。来年の発行限度枠を今年に繰り上げ利用したり、特別国債を発行したりすることなどが既に議論されている。これらは下半期のマクロ政策の選択肢となる可能性があり、地方の財源が不足している中で上半期の経済対策を継続する力になる。

・金融政策に関しては、米中金利差の拡大と国内のインフレ圧力が制約になるとの懸念がみられる。

・米中金利差については、5 月 20 日に LPR 金利が 15bp と大幅に引き下げられた際の市場の反応が興味深い。一般に、中国の金融緩和は人民元相場の減価につながるが、当日には対米ドルで人民元相場は増価し、そうした傾向が数日間続いた。これは、米中間の金融政策の乖離が金融市場で為替相場の決定要因として重視されず、金融緩和が中国経済への信頼を高め、リスクへの懸念を緩和したことを示唆する。つまり、中国の「良い金融緩和」は金融市場での信頼の向上や成長期待の安定、為替相場の安定に寄与する。一方、米国の「悪い金融引締め」は、米国の経済成長と雇用の拡大を犠牲にし、金融市場の不確実性も高めている。中国の観点からは米中金利差の制約にあまり注意を払う必要はない。また、人民元の実質実効為替レートも統計開始以来のピークに近づき、対ドルで人民元相場が小幅に下落しても、正常な調整といえる。

・金融市場では中国の CPI インフレ率が今年の下半期と来年の上半期に 3%を上回る局面があるとの見方が強い。それでも、特に米国と比較して、中国のインフレ率は制御可能と予想されている。インフレ率が実際に 3~4%に達するにはまだ距離があるほか、世界の大多数の国がインフレ圧力にさらされる中で、中国のインフレ率が相応に上昇しても不思議ではない。中国にとってより重要な挑戦は、国内金融市場での信頼と国内経済での総需要の二つの不足である。

・これらを踏まえると、中国では金融政策の余地が大きいことが分かる。もっとも、第二の悲報は、实体经济が直面している挑戦に加えて、金融市場の信頼が再び打撃を受けたことである。銀行にとって M2 は資金調達源である一方、社会資金調達規模は銀行や他の金融機関が保有する貸出や債券などであり、信用の表れである。後者が前者を伸び率で上回るとは、信用拡大のトランスミッションが良く機能していることを意味する。逆に、前者が後者を伸び率で上回るとトランスミッションが悪化していることになるが、こうした状況が 2009 年初、2015 年の中盤と下半期、2016 年の上半期に続いて最近数カ

月に発生している(なお、2011 年以前は年次データであり、月次データに変更すれば状況は好転する)。

・信用拡大のトランスミッションの足許での悪化は、2009 年初や 2015 年下半年期といった比較的困難な時期に似ている。これに対し、2020 年初にも、M2 の伸び率は社会資金調達規模の伸び率に急速に接近したが、後者を上回ることはなかった。つまり、信用拡大のトランスミッションに関する足許の機能低下は 2020 年初より深刻であり、このような状況は 6 月まで続いている。6 月には社会資金調達は前月比で好転したが、伸び率は依然として M2 を下回った。

#### ○住宅ローンの返済拒否への対策の必要性

・日本では、住宅ローンの返済拒否の拡大や村鎮銀行の問題が中国経済に与える影響を懸念する向きがみられるようだ。

・河南省の村鎮銀行の預金者がオンラインの預金引出しができない事態に直面した直前の営業日(4 月 18 日)の株価を 100 として、業態別に銀行の株価指数をみると、実際に預金引出しが不可能となった 4 月 20 日にも株価は業態別に分化し、銀行部門全体への影響は生じなかった。さらに、6 月 13 日には、村鎮銀行の預金者がコロナ感染に伴う行動制限(赤い健康コード)を付与される事態も生じたが、銀行の株価指数に大きな影響はなく、翌日から上昇し続けるなど、金融市場のセンチメントに影響を与えなかった。7 月 10 日までに村鎮銀行の預金者は権利の保護に向けた抗議活動を行ったが、村鎮銀行は上場銀行ではないためか、直近の 7 月 8 日にも上場銀行の株価は影響を及ぼさなかった。むしろ、金融市場は上場銀行の業績により楽観的になり、各業態の株価が上昇した。このように村鎮銀行の問題は金融市場にシステミックな影響を及ぼしていない。

・しかし、7 月 12 日以降に住宅ローンの返済拒否がますます白熱し、これに関連する報道がさまざまな経路で拡大したことで、直近では主要な上場銀行、特に大型商業銀行の株価が下落している。4 種類(大型商業銀行、株式制商業銀行、農村商業銀行、都市商業銀行)の株価が平均 2.5~3.5%下落したため、住宅ローン返済の拒否は確かに株式市場にシステミックな影響を及ぼしたように見えるが、その程度は依然として制御可能な範囲にある。金融監督・管理部門が果敢かつ迅速に措置を講じれば、金融市場の信頼を取り戻すことができる。

・講演を総括すると、下半期に中国経済は回復するが、多くの攪乱要因の影響を受けて力強いリバウンドは生じ難く、緩やかな回復となる可能性が高い。中国経済が直面している挑戦は、金融市場の信頼の回復と内需の拡大であり、インフレ圧力は金融政策の現在の制約条件ではない。また、中国経済には独立したマクロ政策を実施する条件が存在し、FRB の利上げ政策は制約条件ではない。

\*\*\*