

人民銀行第 3 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

はじめに

11月16日、人民銀行は第3四半期貨幣政策執行報告を公表した。10月29日に開催された国務院常務会議では金融政策の方向性が全く示されていないので、これが人民銀行の考え方を知る重要な材料となる。以下その概要を紹介したい。

1. マネーサプライ

9月末の段階ではM2は前年同期比13.0%増であった。これにつき、報告は、「マネー総量の伸びは平穩に戻ってきており、マクロ・コントロールの予期と穩健な金融政策の要求に符合している。このほか、2011年以降簿外財テクなどの金融イノベーションがM2に与えた影響要因を考慮すると、現在実体經濟の實際のマネー条件はなお適度に合理的な水準を維持している」としている¹。

また、金融機関の超過預金準備率は1.4%である。

2. 人民元レート

2010年末から2011年6月末までの対ドルレートの切上げ幅は4.21%である。2005年のレート改革以降では、対ドルは累計30.24%、対ユーロは16.00%の切上げ、対円は11.95%の切下げとなる。

BISの計算によれば、2011年1-9月期で名目実効為替レートは1.56%上昇し、實質実効為替レートは4.24%上昇した。2005年からでは、名目実効為替レートは16.59%上昇し、實質実効為替レートは27.81%上昇した。

3. 金融政策

(1) 公開市場操作

7-9月期に発行された中央銀行手形は1640億元であり、6290億元の資金を回収した。9月末の中央銀行手形残高は約1.93兆元である。

(2) 貸出政策誘導

中小企業・「三農」への貸出を指導した結果、9月末の金融機関の中小企業向け貸出残高は20.76兆元となり、年初より2.26兆元増加した。うち小企業向け貸出残高は10.13兆元

¹ 報告のコラムでは、2011年末の商業銀行の簿外(B/Sに計上されない)財テク商品の残高は3.3兆元に及んでおり、年初より9275億元増加しているとする。また、前回穩健な金融政策を実施していた時期(1998-2007年)においては、半年のM2の伸びが15%を下回ったことがあり、最高は2003年の19.6%、最低は2000年の12.3%、期間における算術平均では15.9%であったとしている。

となり、前年同期比 24.3%増となった。また農業向け貸出残高は 13.96 兆元となり、貸出に占めるウエイトは 24.8%となった。

(3) クロスボーダーの人民元決済

1 - 9 月期で銀行が処理したクロスボーダー人民元清算業務は累計 1 兆 5409 億元となり、前年同期の 7.9 倍となった。

4. 不動産

(1) 不動産融資

9 月末、不動産融資残高は 10.5 兆元、前年同期比 14.6%増であり、伸びは 6 月末より 2.3 ポイント、2010 年末より 12.8 ポイント鈍化した。

うち、個人住宅ローン残高は 6.4 兆元、同 16.2%増であり、伸びは 6 月末より 1.3 ポイント鈍化した。連続 17 ヶ月の鈍化である。

建物開発融資残高は 2.6 兆元、同 14.9%増であり、伸びは 6 月末より 3.5 ポイント鈍化した。連続 5 ヶ月の鈍化である。

土地開発融資残高は 7887 億元、同 4.8%増であり、伸びは連続 3 ヶ月の鈍化である。

不動産融資残高が全融資残高に占めるウエイトは 20.3%であり、6 月末より 0.2 ポイント低下した。

不動産融資の新規増が全融資の新規増に占めるウエイトは 18.3%であり、1 - 6 月期より 1.4 ポイント、2010 年より 8.6 ポイント低下した。

(2) 社会保障的性格をもつ安住プロジェクト

9 月末、全国都市の社会保障的性格をもつ住宅及びバラック地区住宅改造はすでに 986 万戸が着工し、着工率は 98%である。

9 月末、社会保障的性格をもつ住宅の開発融資残高は 2808 億元であり、1 - 9 月期に累計 1150 億元増加し、同時期の不動産開発融資の増加分の 52.3%を占めた。

5. マクロ経済の展望

(1) 全体傾向

2011 年に入り、中国経済の成長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、引き続きマクロ・コントロールの予期した方向へ発展し、総体として平穏で比較的速い成長の態勢を維持してきた。

現在、国際金融危機の深層の影響は引き続き顕在化しており、主要先進国はなおテコ入れプロセスにあり、ソブリン債等の問題が継続的に悪化し、先進国の銀行システムは深刻な脅威を受けている。回復過程の不安定・不確定要因が増大しており、しかも貿易・資本流動・予期等のルートを通じて中国に影響を及ぼす可能性がある。

国内を見ると、過去 2 年間の総需要の回復はかなり速かったが、経済成長が常態に調整されるにつれて、いくらかの新たな状況・新たな問題も徐々に顕在化する可能性がある。

総体として見ると、内外環境は十分複雑であり、内外情勢の発展・変化に密接に注意を払い、システミック・リスクの防止を強化する必要がある。同時に、現在の経済成長の安定化は積極的にコントロールした結果であることを見て取らねばならない²。経済そのものの平穏な成長の内在的動力はかなり強い。各地方の都市化・工業化推進と地域の協調的な発展への情熱は依然かなり強い。

2011年1-9月期の状況を見ると、対外貿易は均衡に更に向かっており、固定資本形成と最終消費のGDP成長(9.4%)に対する寄与度はそれぞれ5.0ポイント、4.5ポイントであり、内需牽引の役割が明らかに強まった。

外需が相対的に疲弊し、国内経済の成長方式が徐々に転換している状況下、中国の潜在成長率水準も徐々に鈍化していくことを見て取るべきである。経済が平穏で適度な成長を維持することは、物価の速すぎる上昇の抑制に資するばかりでなく、中長期的に見ても経済構造調整と経済の健全で持続可能な発展に資するのである。

(2) 物価動向

一連の政策措置の総合作用の下、物価の速すぎる上昇の勢いは初歩的に歯止めがかり、政策効果が徐々に現れた。現在総需要はかなり安定しており、マネー条件は総体として常態に回帰し、秋の穀物も再び豊作が期待できる。加えて世界の経済成長はある程度鈍化しており、国際大口商品の価格も相対的に平穏であり、物価安定に資する要因が増えている。8月以降CPIの前月比の上昇率には鈍化の兆しが現れており、現在のところCPIの前年同期比上昇率は引き続き反落する可能性がある。もし内外経済の成長が更に鈍化すれば、物価上昇率の反落が加速する可能性もある。

しかし、将来の物価動向にはなお不確実性があり、物価安定の基礎はなお堅固でないことを見て取らねばならない。

現在物価はなお高水準にあり、とりわけ世界の極度に緩和されたマネー条件はなお持続するものとみられ、過去2年間内需拡大がかなり速かったという大環境下、インフレ期待は短期間には容易に改め難い。

現在経済に内在する拡張圧力は依然存在し、物価コントロールを緩めてはならず、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。

このほか、中国の労働力コスト、サービス業・非貿易品価格等が持続的で硬直的な上昇プロセスを歩む可能性があり、資源性産品価格も調整が必要である。これらの要因はいずれもインフレ期待を激化させる可能性があり、総需要拡大に対する物価の敏感性も更に強まろう。

6. 当面の主要政策の考え方

当面、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加速を主線として、穏健な金融政策を引き続き実施し、内外経済・金融情勢の発展・

² ゴチックは筆者。

変化を密接にモニタリングし、政策の程度・テンポをしっかりと把握し、政策的確性・柔軟性・展望性を更に重視し、経済情勢の変化に基づき、適時適度に事前調整・微調整を進め、経済の平穏で比較的速い発展の良好な勢いを強固にし、物価総水準の基本的安定を維持し、システミック・リスクの防止を強化する。

(1) 多様な金融政策手段の組合せを総合的に運用し、マクロブルーデンスの健全な枠組みを整備し、マネー・貸出の総量と社会資金調達規模の合理的で適度な伸びを維持する流動性の管理を引き続き最適化し、経済・金融情勢と資本流動の変化に応じ、手段の組合せ・期間構造・操作の程度を合理的に按配し、銀行システムの流動性が適切な水準にあるよう維持し、マネー市場の金利を合理的に誘導する。金利等の価格コントロール手段を合理的に運用して、資金需要と投資・貯蓄行動を調節し、インフレ期待を管理する。

マクロブルーデンスの健全な枠組みを整備し、マネー・貸出・流動性管理の総量調節とマクロブルーデンス管理を結びつけ、かつ金融機関な穏健な経営状況と貸出政策の執行情況に基づき関連パラメーターを適切に調整する。差別化した準備金動態調整措置を引き続き実施し、金融機関が自ら貸出を穏健化・調整するよう誘導・奨励し、リスク防止能力を引き上げる。社会資金調達総量へのモニタリング・調節を強化し、社会資金調達規模の適度な伸びを維持する。

(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増やす

貸出政策と産業政策の協調的組合せを強化し、金融機関が貸し出しの進度・テンポをしっかりと把握するよう誘導する。維持するものと抑制するものとを確実に区別し、建設中・建設継続の重点プロジェクトの資金需要を保証し、産業政策に符合する中小企業を重点的に支援し、民生プロジェクトとりわけ社会保障的性格をもつ安住プロジェクトを支援する。エネルギー多消費・高汚染業種と生産能力過剰業種への貸出を厳格に抑制する。

金融商品・サービス方式を刷新し、中小企業とりわけ小・零細企業と「三農」への有効な貸出を更に増やし、小・零細企業に対する銀行貸出の伸びが貸出全体の平均の伸びを下回らないこと、増量が前年同期の水準を上回ることを勝ち取る。要求を満たす小金融機関に対しては、引き続きかなり低い預金準備率を執行し、同時に小・零細企業及び「三農」サービスに資する金融組織システムの建設を強化し、小金融機関の改革・発展を促進する。

地方融資プラットフォーム会社への貸出・簿外業務・不動産融資に対するリスク管理を引き続き強化し、民間金融に対するモニタリング・分析を強化し、リスクをしっかりと提示し、システミック・リスクを防止する。

(3) 金利の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の建設を引き続き強化し、金融機関の金利決定メカニズム建設を誘導し、金利市場化を更に推進する有効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、レート形成における市場需給の基礎的役割を發揮させる。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強め、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、国際収支の基本的バランスを促進する。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。

クロスボーダー貿易・投資における人民元の使用を拡大し、人民元の流出・回流のルートを経段的に広げる。インターバンク外為市場において、新興市場に対する通貨取引に人民元を上場させることを推進し、クロスボーダー貿易における人民元決済業務を発展させるためサービスを更にしっかり行う。国際情勢の変化が資本流動に及ぼす影響に密接に注意を払い、クロスボーダー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

金融市場の発展に力を入れ、融資構造を最適化し、金融イノベーションを引き続き奨励し、小・零細企業の資金調達ルートを開拓する。金融市場のインフラ制度建設を強化し、市場の法規を整備し、インターバンク債券市場の対外開放を積極かつ穏当に推進し、实体经济の発展への金融市場の貢献を推進する。

中国農業銀行の「三農金融事業部」改革を引き継ぎフォローし、その「三農」金融サービスの全面的改善を促進する。サービス国家発展戦略にしっかり則り、中国輸出入銀行の改革案を引き続き検討・論証する。中国輸出信用保険公司改革実施総体案の実施をできるだけ速やかに推進し、対外貿易発展の支援・「海外進出」戦略の実施におけるその機能・役割を十分に発揮させる。中国農業発展銀行全面改革案を十分調査研究し、早急に検討・論証し、農業・農村経済発展の支援におけるその機能・役割を更に発揮させる。

(留意点 第2四半期報告との違い)

「穏健な金融政策の実施」という表現は維持したものの、第2四半期報告にあった「(マクロ・)コントロールの基本方向を変えないことを堅持する」は削除された。また、「物価総水準の基本的安定の維持」は維持されたが、もはやそれは「マクロ・コントロールの第1の重要任務」とは位置づけられていない。マクロ経済政策がインフレと景気の両にらみとなっている証左であろう。

金融政策手段について第2四半期報告では、「金利・為替レート・公開市場操作・預金準備率」が見出しに具体的に列挙されていたが、今回は本文にさらりと述べられているにすぎない。また、為替レートの記述が金融政策の項からはずれ、従来の人民元レート形成メカニズム改革の項に戻った。これは、国際一次産品価格・PPIの安定により、輸入インフレ防止策としての為替レート引上げの意味合いが減退したことが背景にある。

「システミック・リスクの防止」は第2四半期報告にも記述があったが、今回は大幅に増加し、特に浙江省温州での民間金融の混乱を背景に「民間金融に対するモニタリング・分析強化」が盛り込まれている。

中小企業の融資難を背景に、今回は特に小・零細企業への貸出支援が強調されている。

(11月18日記)