

当面の金融政策

田中 修

はじめに

人民銀行は8月2-3日、支店長座談会を開催し、8月2日には第2四半期貨幣政策執行報告を公表した。本稿では、このうち金融政策関連部分を紹介する。

1. 支店長座談会（8月2-3日）

上半期の経済金融情勢を分析検討するとともに、下半期の政策重点について手配を行った。会議には、ゲストとして工業・情報化部の朱宏任総工程師と財政部財政科学研究所の賈康所長が招待され、それぞれ「生産能力過剰の矛盾を解消し、産業構造調整を促進する」、「現在の財政収支状況及び財政政策・改革」と題する報告を行った。以下は会議の概要である。

今年に入り、内外経済環境は十分複雑である。党中央・国務院の正確な指導の下、人民銀行は18回党大会・中央経済工作会议精神を貫徹実施し、安定の中で前進を求めるという政策の総基調を堅持し、穏健な金融政策を引き続き実施し、金融の改革開放深化に力を入れ、金融リスクを厳格に防止した。各政策の進展は順調である。

現在、わが国の主要経済指標は年度の予期目標の合理的区間にあり、経済社会の発展は総体として平穏である。経済は平穏な成長を維持しており、物価総水準は基本的に安定し、経済構造調整は安定の中で前進しており、転換・グレードアップは安定の中で質を高めている。

同時に、世界経済は深度の調整期にあり、内外発展環境は更に錯綜・複雑さを増し、経済運営は安定の中に憂いがあり、経済成長は動力と下振れ圧力が併存している¹。

下半期の金融マクロ・コントロールと金融の改革・発展・安定の各政策任務は、依然として十分繁雑で荷が重い。人民銀行の系統組織は、思想・行動を中央の経済情勢に対する分析判断と各政策決定・手配に統一させ、国務院の「経済の構造調整と転換・グレードアップへの金融支援に関する指導意見」及び全国小型・零細企業金融サービス経験交流テレビ電話会議の精神を全面的に貫徹実施しなければならない。穏健な金融政策を引き続き実施し、政策の連続性・安定性を堅持し、コントロールの的確性・協調性を増強し²、情勢の変化に応じ適時・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

¹ ゴチックは筆者。

² 以前は「予見性・柔軟性」の増強が重視されていたが、「協調性」の増強が重視されるようになっている。

ク防止³の均衡点をしっかり把握しなければならない。

ストックを活性化し、フローを最適化し、金融資源を整理合理化して小型・零細企業の発展を支援し、企業の資金調達ルートを開拓し、「三農」分野への貸出支援を強化しなければならない。消費者金融を更に発展させ消費のグレードアップを促進し、重点分野・業種の転換・調整を更に好く誘導・推進し、経済の構造調整と転換・グレードアップへの金融支援を強化し、実体経済に更に好く奉仕しなければならない。

現在の経済金融情勢について、正確に認識し、深く分析し、研究を強化し、政策を整備・蓄積しなければならない。最低ラインを維持するという考え方をよく用い、モニタリング・分析を強化し、システミックな金融リスクを有効に防止し、システミック・地域的な金融リスクを発生させないという最低ラインをしっかりと固守しなければならない。

2. 第2四半期貨幣政策執行報告（8月2日）

第1四半期報告に比べ、6月19日の国务院常务会议の金融政策に関する決定、6月末の短期金融市場の資金逼迫・混乱、7月20日の貸出金利の自由化を踏まえ、表現が大幅に変更されている。

2.1 マクロ経済の展望

（1）概況

現在、中国経済は構造調整と転換・グレードアップのカギとなる時期にある。将来一時期を展望すると、中国経済は構造調整の中で成長の潜在能力を徐々に発揮するプロセスを経験することになる。

直面する環境は複雑であり、制約・試練は少なくないが、経済の持続的で健全な発展を実現する積極的要因と有利な条件は依然かなり多く、ファンダメンタルズに決して根本的な変化は発生していない。

一面において、工業化・都市化の余地はなお広範であり、多年の急発展を経て、人的資本・インフラ・工業生産及びこれに関連する能力はかなり大きく向上している。東部地域の経済総量は大きく、経済の内生的成長動力と安定性はいずれもある程度増強されており、景気状況は改善傾向にある。中西部地域の後発の優位性は比較的顕著であり、発展加速の意欲が強く、地域の協調的発展にはなおかなり大きな余地がある。消費のグレードアップとサービス業の発展は加速しており、とりわけいくらかの欠点・ボトルネックの問題がいったん突破されれば、巨大な需要の潜在力が放出されることになる。

他方で、経済構造調整は積極的な進展を得ている。消費率は連続10年下降の後、ここ2年ある程度反転上昇し、2012年は49.2%に達した。第3次産業の発展は加速しており、2013年上半期のサービス業の成長率は、前年同期より0.5ポイント加速し、第3次産業の投資の

³ マクロ政策全般では、安定成長・構造調整・改革促進の統一的企画が重視されているが、金融政策ではこれに「リスク防止」が追加されている。

伸びは、第 2 次産業より 8 ポイント高かった。現代サービス業・ハイテク産業及びニュータイプの業態の発展の勢いはかなり良好であり、とりわけ転換・グレードアップを積極的に推進し自主的なイノベーションを進めている産業・企業には、かなり強いリスク抵抗能力と発展活力が現れている。

外部環境から見ると、深層レベルの体制メカニズムの問題が未だ決して有効に解決されておらず、国によって経済の回復・金融政策の態勢にも分化が出現しているが、総じて見ると世界経済は相対的に安定しており、これはかなり安定的な外需環境を維持することに資するものである。

現在の経済運営においては、なお少なからぬリスク・試練に直面しており、情勢は錯綜し複雑である。

- ①経済の潜在成長率が段階的に鈍化傾向にある大背景の下、これまでの高成長に適合した伝統製造業の生産能力過剰問題が比較的際立っており、製造業の投資は引き続き低下している。
- ②経済成長はかなり大きな程度なおインフラ投資に依存しており、上半期のインフラ投資の伸びは、全投資の伸びより 5.2 ポイント高かった。現在の投資率は歴史的な高水準にあり、投資率が更に持続可能な水準へと向かうプロセスにおいては、経済運営に一定の圧力をも生み出すことになる。
- ③一部の企業の負債とレバレッジ水準の上昇がかなり速く、地方融資プラットフォームの資金調達ルートが更に複雑化し、資金調達コストが上昇している。
- ④同時に、資源環境への負荷はかなり重く、空気・水・土壌等の汚染が深刻であり、制約が強まっている。
- ⑤経済運営における際立った構造的な問題も総量政策の効果発揮に影響を与えており、更にレバレッジを高めることの難度はかなり大きい。

経済発展方式を転換し、構造調整と改革の歩みを加速し、家庭消費の拡大・新たなタイプの都市化の推進・サービス業の発展の促進等の重点分野において顕著な進展を得て、新たな成長の牽引力を形成し、経済成長の内生的活力と動力を増強する必要がある。

また、経済構造調整と発展方式の転換のプロセスを経る際には、経済成長に一定の影響を生み出すことは避けがたく、新たな状況・新たな問題が出現する可能性があり、いくらかの経済変量の間にも新たな変化がおきることを見て取らねばならない。カギは、短期と長期のバランスをしっかりと把握し、安定成長・構造調整・改革促進・リスク防止の間の関係を統一的に企画・考慮し、経済の持続的で健全な発展を促進しなければならないということである。

（２）物価動向

物価動向は基本的に安定しているが、不確定性が依然存在する。現在、経済運営は総体として平穏であり、夏季穀物が増産され、工業生産能力が充足し、大口商品・生産財価格

が相対的に安定していることは、いずれも物価の安定化に資するものである。

現在、物価動向に一定の構造的特徴が現れている。一面では、ここ数年の高成長に適合した既存工業の生産能力が相対的に過剰となっており、生産能力の利用率がかなり低く、PPIは引き続きマイナス区間にある。

他方で、労働力・サービス・賃貸料価格に上昇圧力が存在する等の影響を受けて、消費者物価の平穏な動向の基礎はなお堅固ではなく、CPIは総需要の変化に比較的敏感であり、インフレ期待は比較的容易に劇的に高まってしまう。

6月にCPIの一定幅の反転上昇が出現し、前月比上昇率は平年の同期平均値より高い。物価に現れた構造的変化は、一定程度経済構造上の問題をも反映している。総じて見ると、今後の物価動向は、なお盲目的に楽観はできず、インフレ期待を引き続き誘導し、しっかりと安定させなければならない。

2. 今後の主要政策の考え方

人民銀行は引き続き党中央・国務院の統一的手配に基づき、マクロをしっかりと安定させ、ミクロを活性化するとともに、安定の中で前進を求め、安定の中で成果を挙げ、安定の中で質を高めるという要求を貫徹する。政策の安定性・連続性を堅持し、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⁴、適時・適度に事前調整・微調整を行う。安定成長・構造調整・改革促進・リスク防止⁵の均衡点をしっかりと把握し、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とマネー条件を作り上げる。

金融資源の配分を最適化し、ストックを活性化し、フローを最適化し、金融資源を整理・合理化して、小型・零細企業等の重点分野と脆弱部分の発展を支援し、転換・グレードアップと内需拡大に更に好く奉仕する。

引き続き改革を通じて市場メカニズムの役割を増強し、金融政策の伝達メカニズムを整備して、経済の持続的で健全な発展を促進する。

(1) 数量・価格等多様な金融政策手段の組合せを総合的に運用し、健全なマクロ・ブルーデンス政策の枠組みを整備し、マネー・貸出・社会資金調達規模の平穏で適度な伸びを誘導する⁶。

引き続き国際収支・流動性の需給情勢に基づき、公開市場操作・預金準備率・貸出・再割引⁷及び短期流動性調節手段・常備貸借ファシリティ⁸等の手段の組合せを合理的に運用

⁴ 前回は「予見性・的確性・柔軟性」の増強が重視されていたが、「協調性」の増強が重視されるようになっている。

⁵ マクロ政策全般では、安定成長・構造調整・改革促進の統一的企画が重視されているが、金融政策ではこれに「リスク防止」が追加されている。

⁶ 前回の「流動性の総バルブをしっかりと把握し」という表現が落ちている。これは6月末の短期金融市場の資金逼迫・混乱を踏まえたものであろう。

⁷ 同報告によれば、マクロ・ブルーデンスの要求に符合する地方法人金融機関に対し、貸

して、銀行システムの流動性をしっかり管理・調節し、市場と大衆の意思疎通を強化し、予想を安定化させ⁹、市場金利の平穏な運行を誘導する。

同時に、商業銀行が流動性と資産・負債の管理を強化し、各時点での流動性をしっかり按排し、資産・負債の総量と期間構造を合理的に按排し、流動性リスクの管理水準を引き上げるよう誘導する¹⁰。

マクロ・プルーデンス政策のアンチシクリカルな調節作用を引き続き発揮させ、経済・景気の変化、金融機関の健全性の状況、貸出政策の執行情況等関連パラメーターに基づいて適度に調整を進め、金融機関がさらに的確に実体経済の発展を支援するよう誘導する。

（２）ストックを活性化し、フローを最適化して、経済の構造調整と転換・グレードアップを支援する¹¹。

金融資源を整理・合理化して小型・零細企業の発展を支援し、「三農」分野への貸出支援を強化し、消費者金融を更に発展させ消費のグレードアップを促進する¹²。建設中・建設継続が必要な国家重点プロジェクト・現代サービス業・新興産業等へ貸出支援を金融機関が増やすよう引き続き指導し、重点分野・業種の転換・調整を更に好く推進する¹³。

民生への金融を引き続き整備し、就業・貧困扶助・就学支援等の民生プロジェクト支援に努力し、地域経済の協調発展への金融支援・サービスを引き続きしっかり行う。

エネルギー多消費、高排出業種及び生産能力過剰業種への貸出を厳格に抑制する。

差別化した住宅ローン政策をしっかりと実施し、社会保障的性格をもつ住宅・中小タイプの一般分譲住宅の建設、及び庶民が自ら住む最初の一般分譲住宅の消費を支援し、投機・投資的な住宅購入需要を断固として抑制する。

金融機関が状況を区別し、差別化した方式・方法を的確に採用して、ストックを徐々に調整し活性化するよう誘導する。これに対応した考課・奨励メカニズムを整備し、銀行経営の業績を科学的・合理的に考課し、金融の組織体系を最適化し、金融サービスを更に改善する¹⁴。

出・再割引により流動性支援が提供され、その資金により当該金融機関から小型・零細企業と「三農」へ貸出が行われている。6月末で総額は4641億元となっている。

⁸ 新しく追加された。同報告によれば、これはSLFと略され、格付けの高い債券・優良貸出資産等の適格担保を引き受けて、国家の産業政策とマクロ・プルーデンスの要求に符合し、実体経済の支援に資し、総量・進度が比較的健全な金融機関に対し、流動性支援を提供するものであり、6月末の残高は4160億元となっている。

⁹ これは新しい表現である。6月末の短期金融市場の資金逼迫・混乱を踏まえたものであろう。

¹⁰ 新しく挿入された。金融機関に理財商品の管理強化を要求するものであろう。

¹¹ 前回は「貸出資源の配分最適化に力を入れる」であり、新しい表現である。

¹² 今回新しく挿入された。

¹³ 今回新しく挿入された。

¹⁴ このパラグラフも新たに挿入された。

（３）金利の市場化・人民元レート形成メカニズムの改革を更に推進し、金融システムの配分効率を高め、金融コントロールのメカニズムを整備する。

市場化された金利形成メカニズムを引き続き整備し、金融市場の基準金利体系を最適化する。金融機関が自主的に金利を決定する健全なメカニズムを確立し、負債性商品の市場化による価格決定範囲を徐々に拡大し、金融資源配分における市場メカニズムの基礎的役割を更に大きな程度発揮させる¹⁵。

市場金利に対する中央銀行の誘導・コントロール水準を更に高め、価格タイプのコントロールメカニズムを強化し、経済・金融の協調的発展を促進する。

人民元レート形成メカニズムを更に整備し、為替レート形成において市場需給に更に大きな程度基礎的役割を発揮させ、人民元レートの双方向への変動の弾力性を増強することにより、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、国際収支の基本的均衡を促進する。外為市場の発展を加速し、為替レートリスクの管理手段のイノベーションを推進する¹⁶。

クロスボーダーの貿易・投資における人民元の使用を支援し、人民元の流出・還流ルートを着実に開拓する。その他通貨に対する人民元の直接取引市場の発展を推進し、クロスボーダー貿易の人民元決済業務の発展のために更に好く奉仕する。国際情勢の変化の資本流動に対する影響に密接に注意を払い、クロスボーダー資本への有効な監督・コントロールを強化する。

（４）金融市場の規範的発展を引き続き推進し、直接金融への支援を強化し、小型・零細企業の資金調達ルートを開拓する¹⁷。

債券発行の価格決定メカニズムを更に整備し、債券発行の管理を規範化する。金融市場のイノベーションを推進し、リスク防止意識を強化する。市場メカニズムの役割発揮を重視し市場のインフラ建設を不断に強固・強化し、監督管理を強化し、金融市場の健全で規範的な発展を推進する¹⁸。

（５）金融機関改革を深化させる。

大型商業銀行の改革を引き続き深化させ、コーポレートガバナンスの不断の整備を推進し、健全で現代的な金融企業制度を段階的に整備し、発展方式と営利モデルの転換を加速

¹⁵ このパラグラフは、貸出金利自由化の実績を踏まえ、前回の「建設・誘導」を中心とした表現より強くなっている。

¹⁶ 前回の「人民元の資本項目の兌換化の操作方案を提起する」という表現は削除された。

¹⁷ 前回の見出しは、「債券市場の発展を引き続き推進し、企業の直接金融ルートを開拓する」であった。

¹⁸ 前回は債券市場のイノベーションを強調していたが、今回は６月末の短期金融市場の混乱を踏まえ、規範化・監督管理強化のトーンが強まっている。なお、表題には記載されているが、前回あった小型・零細企業融資に関する記述は削除された。

し、イノベーションによる発展能力・国際競争力を高める。

中国農業銀行の「三農金融事業部」改革テストを引き続き深化させ、商業性金融が「三農」に奉仕する持続可能なモデルを模索する。

政策金融の全体としての発展を統一的に企画・考慮し、開発銀行の改革を引き続き深化させ、輸出入銀行・中国農業発展銀行の改革推進を加速する。資産管理会社の商業化転換等を引き続き推進する。地方金融改革テストを引き続き推進する。

民間資本の金融業参入を拡大し、民間資本が金融機関に資本参加し、金融機関の再編・改造に参加することを奨励し、民間資本によるリスク自己負担の民営銀行・ファイナンスリース会社・消費者金融等の金融機関を発起・設立を試み、実体経済の発展のために広範にカバーされ、差異化された、効率の高い金融サービスを提供する¹⁹。

（６）システミック金融リスクを有効に防止し、金融システムの安定を確実に擁護する。

マクロ・プルーデンス管理を強化し、金融機関の健全な経営を誘導し、金融機関が流動性²⁰・内部コントロール・リスク管理を強化するよう督促する。金融イノベーションを支援すると同時に、理財²¹・手形・同業業務の発展の潜在リスクへのモニタリング・防止²²を強化する。

業種を越え、市場を越え、国境を越えた金融リスクのモニタリング・評価を強化して、実体経済の一部の地域・業種・企業のリスク及び非正規の金融リスクが、金融システムに波及することを防止する。

金融監督管理の協調メカニズムを整備し、システミック金融リスクの防止・事前警告・評価システムを健全化する。危機管理とリスク処理の枠組みを構築し、預金保険制度の建設を推進する。総合的な措置を採用して金融の安定を擁護し、システミック・地域的な金融リスクを発生させない最低ラインを固守する²³。

（８月８日記）

¹⁹ このパラグラフが追加された。

²⁰ 流動性の管理強化が追加された。

²¹ 理財業務の潜在リスクが明示された。

²² 従来はモニタリングだけであったが、リスク防止が追加された。

²³ 地方政府の債務リスクに関する記述は消滅した。