

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5日、人民銀行は7-9月期の貨幣政策執行報告を発表した。本稿ではそのポイントを紹介する。

1. マクロ経済の展望

1.1 概況

現在、中国経済は既に新たな発展段階に入っており、正に深刻な方式転換・構造調整を進めており、かつ調整において徐々に成長の潜在能力を発揮させ、新たな成長の牽引力をはぐくみ育てている。

各方面の状況を総合して見ると、将来一時期中国経済は平穩に好転し、安定の中で前進する態勢を維持することになる¹。

(1) 経済発展の潜在能力はかなり大きい

工業化・都市化・情報化の余地はなお広範であり、東・中・西部経済は相互補完・挽回のかなり大きな余地がある。各方面の発展加速の意欲は強く、ファンダメンタルズには決して根本的な変化は発生していない。

(2) 経済構造調整と改革が進展を得ている

政府機能の転換、行政の簡素化・権限の開放、構造的減税、中国（上海）自由貿易試験区の建設等は、いずれも経済運営の活力増強に資するものである。金融改革が更に推進され、金利・為替レートの商品化が不断に新たな歩みを踏み出し、金融商品・金融業態が更に豊富さを増し、金融市場への参入が徐々に緩和されることは、いずれも金融資源の配分効率を高めることに資するものである。

現在、一部のニュー・テクノロジー産業、ニュー・ビジネスモデルの発展の勢いがかなり好く、転換・グレードアップと自主的なイノベーションを積極的に推進している一部の産業・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。所得水準の向上と技術進歩に伴い、観光・情報消費等新たな生活方式も消費構造のグレードアップを牽引している。

(3) マクロ政策は、常に安定成長・構造調整・改革促進の間の関係をうまく処理することを重視している

マクロ・コントロールの枠組みは更に整備され、コントロール方式が刷新され、コントロールの経験が更に豊富になったことは、短期の経済の安定を維持すると同時に、長期の

¹ ゴチックは筆者。

成長の基礎を打ち固めることに資するものである²。

中国の国内貯蓄率はかなり高く、金融システムの資本・支払準備は充足しており、総体として見れば、かなり強いリスク抵抗能力を有している³。

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おり、世界経済は楽観できるとは言い難い。しかし、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引き続き維持することに資するものである。

1.2 リスク・試練

しかし現在の経済運営においては、なお少なからぬリスク・試練に直面していることを見て取らねばならない。

- ①外需・地方政府主導による高投資の成長モデルは転換に直面しているが、新たな力強い成長動力はなお形成を待つ状況であり、経済運営に往々にして衝撃波のような小幅・反復的な波動という特徴が現れている⁴。
- ②ここ数年、かなり大幅にレバレッジを加えて後、経済は今後長期にわたりレバレッジ率の引下げ・生産能力削減のプロセスを経る可能性がある。
- ③不動産・地方政府債務等の問題が比較的際立っており、資源・環境の制約も顕著に増大している。

さらに、経済構造は大きな程度金融構造を決定づけることを見て取らねばならない。地方主導による高投資モデル及び不動産等の分野に対する資源の集中は、その他経済主体とりわけ中小企業に対しクラウドディング・アウト効果を形成し、容易に資金調達難・資金調達のコスト高の問題を激化させる可能性がある。構造問題も、総量政策の効果発揮に影響を与えるのである。

外部環境から見ると、不確定事件が時に発生し、米国が量的緩和政策を徐々に退出させていくに伴い、長期金利が上昇する可能性があり、新興経済国は資本流動と資金調達コストの変化という衝撃に直面しており、これはマクロ・コントロールにも新たな要求を提起している⁵。

総体として見ると、内外環境は複雑で錯綜しており、構造調整と発展方式の転換の任務は十分困難であり、調整・転換のカギ・難点をブレイクスルーする必要がある。

² この記述は新しく追加された。李克強総理の「経済運営が合理的区間にあるときは、景気刺激策を發動せず、経済構造調整・成長方式の転換を重点とする」という方針を反映しているものと思われる。

³ これも新しい。9月末の資金需要逼迫期を無難に乗り切ったことにより、自信を深めたのであろう。

⁴ これも新しい記述である。2012年以降、経済に悪化・好転が繰り返されている状況を言っているのであろう。

⁵ これも新しい記述である。

1.3 物価動向

物価動向は基本的に安定しているが、不確定な変化に密接に注意を払う必要がある。

現在、外部経済には顕著な好転は現れておらず、これに加えてFRBが量的緩和政策を徐々に退出させる可能性がある。大口商品価格が総体として安定しており、国内工業生産能力が充足しており、食糧の豊作が基本的に定まったことは、いずれも物価総水準の基本的安定に資するものである。

しかしながら、労働力、サービス、賃貸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、物価は総需要の変化に比較的敏感であり、**需要拡大の物価に対する圧力は、増大傾向にある**ことをも見て取らねばならない。

最近の経済の反転上昇推進を受けて、PPIの下げ幅は収束傾向にあり、これに加えて前年のベースの効果の影響から、**四半期のCPIの前年同期比上昇率も上振れる可能性があり**、これはインフレ期待に影響する。同時に、不動産価格も一定の上昇が現れており、とりわけ第一線都市の住宅価格の上昇率はかなり大きく、賃貸及びその他関連分野に伝播し、コスト圧力を増大させる可能性がある。

総体的に見て、今後の物価動向・情勢は、盲目的に楽観できない。物価の上振れ圧力が存在しており、インフレ期待を引き続き誘導し、しっかり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。**マクロ経済の政策枠組みをしっかりと把握し、経済運営が総体としては平穏ではあるが、少なからぬ困難・試練に直面している状況下、政策の重点を構造調整・改革促進、転換・グレードアップの推進に置き、金融政策は総量を安定させ、構造を最適化するという要求を堅持しなければならない**⁶。

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、**政策の程度を一定に維持し、精確に力を発揮して**⁷、コントロールの的確性・協調性を増強し、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・リスク防止の均衡点をしっかりと把握し、安定したマネー・金融環境を作り上げることを重点として、**市場主体が合理的で安定した予想を形成するよう促し**⁸、構造調整と転換・グレードアップを推進する。

同時に、金融資源の配分を更に最適化し、政策をしっかりと実施に移し、フローをうまく使い、ストックを十分活用し、实体经济の発展に更に好く奉仕して、経済の安定の中での

⁶ これは、今回新しく加わった表現である。金融政策の重点を構造調整に置く旨が明確化されている。

⁷ 今回、新たに追加された。

⁸ 今回、新たに追加された。

好転傾向を誘導し強固にする。

引き続き改革の深化を通じて市場メカニズムの役割を強化し、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・プルーデンス政策の枠組みを整備し、流動性の総バルブの調節作用を強化し、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⁹。

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、常備貸借ファシリティー¹⁰、短期流動性調節等の手段の組合せを合理的に運用して、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、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。

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。

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するよう金融機関を誘導し、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。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・**グリーン環境保護**¹¹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。

民生への金融サービスを引き続き整備し、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、国家・地域の発展政策と組み合わせて、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し、生産能

⁹ 前回の報告で一旦落ちた「流動性の総バルブ」という表現が復活した。これは9月末に短期金融市場の資金逼迫・混乱が発生しなかったことを踏まえたものであろう。

¹⁰ 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・進捗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る。前回は短期流動性調節の後であったが、順番が入れ替わった。

¹¹ 環境保護が追加された。

力過剰の矛盾解消を促進¹²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十分活用するよう誘導する。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。

(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。

金利の市場化改革を引き続き着実に推進し、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。中央銀行は、市場金利の水準を誘導・コントロールし、価格タイプの伝達・コントロールメカニズムを強化する。

近い時期に市場金利の決定の自律的なメカニズムを順序立てて推進・確立し、貸出基礎金利（プライム・レート）の公報を展開し、同業者間の預金証書の発行・取引を推進する¹³。

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發揮させ、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。

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。

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發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。

¹² 今回、新たに追加された。

¹³ この記述は、新しく追加された。

(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し、イノベーションによる発展能力・国際競争力を高め刷新する。

中国農業銀行の「三農金融事業部」改革テストの範囲拡大を推進し、「三農」・地域経済に奉仕する能力を不断に高める。

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。**金融業の総合経営テストを積極かつ穏当に推進する¹⁴**。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。

(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・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・手形・同業間業務の発展の潜在リスクへのモニタリング・防止を強化する。

市場化メカニズムによって地方政府債務問題を解消し、管理が規範化され、財務が透明で、運営が長期に有効で、リスクがコントロール可能な地方政府の起債による資金調達メカニズムを模索する¹⁵。

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、金融システムに伝播することを防止する。

金融監督管理協調のための部門間合同会議制度を実施し¹⁶、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。

(11月18日記)

14 この記述は、新しく追加された。

15 この記述全体が、新しく追加された。

16 人民銀行と3監督管理委の協調体制が一応できあがったため、表現が改められた。