

人民銀行第 4 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

はじめに

2月8日、人民銀行は10-12月期の貨幣政策執行報告を発表した。人民銀行工作会議の公表文が2014年の金融政策を余り具体的に示さなかったため、この報告が2014年の金融政策を知る重要な手掛かりとなる。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

直面する環境は依然複雑であり、制約・試練は少なくないが、経済発展の潜在能力・動力等の総合状況から見ると、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なおも維持することが期待される¹。

(1) 経済発展の潜在能力と余地はかなり大きい

各方面の発展の情熱は高く、なお内在的な拡張の動力を有し、東部・中部・西部経済は相互補完・挽回の余地がある。とりわけ長年の急速な発展を経て、人的資本が継続的に累積し、インフラが大幅に改善し、工業生産とこれに付帯する能力もかなり大幅に向上したことは、生産効率の向上と取引コストの引下げに資するものである。

(2) 改革の全面推進は、経済活力を奮い立たせ、成長の潜在力を発揮させることに資する

2014年は18期3中全会精神を実施し、改革を全面的に深化させる第一年である。中央経済会議は、改革・イノベーションを大いに推進し、発展の強大な動力と内需の巨大な潜在力を発揮させ、経済発展方式の転換を主動し、経済構造調整を主動し、改革開放を主動することにより、経済発展における主動権と国際競争における主動権を勝ち取らなければならないと提起した。各改革措置が次々と打ち出されるに伴い、資源配分における市場の決定的役割の更に十分な発揮に資することになる。

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。

外部環境から見ると、米国経済の回復が加速し、世界経済の持続的な回復の安定性がある程度増強され、多くの機関は2014年の世界経済成長率は2013年より高いと予測してお

¹ ゴチックは筆者。

り、かなり安定した外需環境が維持されることになる。このことも、国内経済の平穏な運営に資することになる、

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) 国内情況

経済成長の内生的動力はなお増強が必要であり、経済・金融分野の潜在リスクに注意を払う必要がある。

ここ数年、中国は外需と国内投資の「2つの駆動」による経済成長モデルを形成した。とりわけ、近年地方主導による大規模な資金調達による建設モデルが更に強化され、GDP成長率を安定させると同時に、経済運営における潜在リスクを増大させた。

現在経済の安定成長の基礎はなお堅固ではなく、投資・債務への成長の依存度はなお上昇している。高投資モデル及び不動産等の分野に資源を過度に集中させることは、債務水準の上昇を容易にもたらし、その他経済主体とりわけ中小企業に対しクラウディング・アウト効果を形成し、資金調達難・資金調達コスト高の問題を激化させる可能性がある。構造問題も、総量政策の効果に影響を与えるのである。

(2) 国際情況

世界の新しい強力な成長動力はなお不明瞭であり、ユーロ経済は全体としてなお相対的に疲弊しており、なお隠れた弊害が存在する。新興経済国の発展モデルの調整はなお進行中であり、脆弱性は未だ解消されておらず、米国が量的緩和政策を徐々に退出させるにつれて、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いる。世界経済の運営における不確定要因が依然存在し、輸出が直面する国際競争も更に激烈になる可能性がある。

総体として見ると、内外環境は依然複雑で変化に富んでおり、構造調整と発展方式の転換を引き続き推進し、調整・転換のカギ・難点において更にブレークスルーを得る必要がある。

1.3 物価動向

物価動向は基本的に安定しているが、同時に不確定要素もある。

物価動向は主として内外の経済情勢と総需要の変化によって決まる。現在、内外経済はかなり平穏であり、マネー環境は比較的安定しており、工業生産能力はかなり充足している。加えて、ベース要因の影響により前年と大体同水準となっている。これらはいずれも、CPIが引き続き基本的安定を維持することに資するものである。

しかしながら、農産品・サービス業等の分野の潜在的物価上昇圧力が依然存在し、住宅

価格は全体としてなお上昇し、とりわけ一線都市の不動産価格の上昇率がかなり高く、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ことにも注意を払わなければならない。

PPI 上昇率は、総体としてなおマイナス区間にあり、これは①構造調整プロセスにおける生産能力過剰問題との関係、②世界の主要経済国の生産財・一次産品価格の変化との関係が比較的高い。世界経済が徐々に回復するにつれて、主要経済国の PPI の変化も国内物価に影響を生み出す。

将来の物価動向は、なお引き続き観察が必要である。

2. 今後の主要政策の考え方

人民銀行は引き続き党中央・国務院の戦略的手配に基づき、18 回党大会・18 期 3 中全会・中央経済工作会議精神を貫徹実施し、安定の中で前進を求め、改革・イノベーションを行うことを堅持する²。

穏健な金融政策を引き続き実施し、「総量の安定、構造の最適化」³という方向を堅持し、政策の連続性・安定性を維持し、コントロールの展望性（先見性）・的確性・協調性を増強する。安定成長・構造調整・改革促進・リスク防止を統一的に企画し、適時・適度に事前調整・微調整を行い、引き続き構造調整と転換・グレードアップのために安定したマネー・金融環境を作り上げる。

同時に、金融資源の配分を更に最適化し、資金調達構造・貸出構造を改善・最適化する。金融政策のコントロールと改革の深化を緊密に結びつけ、資源配分の効率向上・消費者主権の拡大の角度から引き続き改革を深化させることを重視し、資源配分における市場の決定的役割を更に十分に発揮させ、金融の深化とイノベーション・発展に向けて更にコントロールのモデルを整備し、伝達メカニズムを疎通させ、金融の運営効率と実体経済へのサービス能力を高める⁴。

（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、適度な流動性を維持し、マネー・貸出・社会資金調達規模の合理的な伸びを実現する⁵。

市場の深化と金融のイノベーションが急速に進展している背景の下、流動性バルブのコントロールと誘導作用は更に重要となっている⁶。

² 中央経済工作会議を受け、表現が改められた。

³ 新たに入った表現である。

⁴ 党 3 中全会決定を受け、表現が全面的に改められた。

⁵ 前回の報告で復活した「流動性の総バルブの調節作用強化」という表現が見出しから再び消滅し、関連文章は次の部分に移行した。これは 1 月に短期金融市場が再び動揺したことを踏まえたものであろう。

⁶ 新たに挿入された。

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⁷、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促進⁸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・建設継続が必要な重点プロジェクト、**市場の発展の見通しがある先進製造業**、**戦略的新興産業**、**現代 IT 産業及び情報消費⁹**、現代サービス業、伝統産業の改造・グレードアップ分野への資金支援を金融機関が強化するよう引き続き指導する。

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、生産能力過剰の矛盾解消を促進する。

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、金融資源の配分

⁷ 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る。

⁸ 「誘導」から「促進」に表現が改められた。

⁹ ゴチックの産業は新たに挿入された。代わりに「グリーン環境保護」は削除されている。

効率を高め、金融コントロールのメカニズムを整備する。

市場金利の決定の自律的なメカニズムを更に健全化し¹⁰、金融機関の自主的な金利決定能力を高める。CDの発行・取引を引き続き推進し、**企業・個人向けの大口預金の発行を模索し、金融機関の負債性商品の市場による金利決定を徐々に拡大する**¹¹。上海短期金融市場レート（Shibor）と貸出基礎金利（プライム・レート）を引き続き育成し、かなり完備された市場金利体系を建設する¹²。**中央銀行の金利コントロールの健全な枠組みを確立し**¹³、価格タイプのコントロール・伝達メカニズムを強化する。

人民元レート形成メカニズムを更に整備し、**市場需給による為替レート決定を強化し**¹⁴、為替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。国際情勢の変化が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。

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。

金融市場・金融商品・投資家・融資仲介の多元的な発展を引き続き推進し、直接金融のウエイトを高める。インターバンク債券市場の規範的発展を引き続き促進し、債券発行の価格決定メカニズムを更に整備し、債券商品のイノベーションと多元化を推進する。債券市場の情報公開基準を引き上げ、市場の制約とリスク分担メカニズムを強化し、市場運営の透明度を更に高める。債券市場の対外開放を着実に推進する。会社の信用債券への部門を越えた協調メカニズムを発揮させ、監督管理の協調を促進する¹⁵。

金市場への参加主体を引き続き豊富にし、商品のイノベーションを奨励し、モニタリン

10 前回報告では、「近いうちに順序立てて推進・確立する」とされていた。

11 今回追加された。

12 金利改革については、全般に表現が具体的かつ前向きになっている。

13 新しい表現である。

14 党3中全会決定を受け、市場の役割が強化された。

15 債券については、文章が大幅に加筆された。理財商品・信託商品が問題化したことを反映したものであろう。

グ・事前警戒及びリスク防止を強化し、市場の平穏で健全な発展を推進する¹⁶。

(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、発展方式の転換を加速し¹⁷、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」改革を引き続き深化させ、「三農」への金融サービスの全面改善を促進¹⁸する。

輸出入銀行・中国農業発展銀行の改革推進を加速し、政策性の機能を位置づけ、政策性業務を主体とすることを堅持し、営業性業務を周到かつ慎重に発展させる。政策性業務と営業性業務について、別勘定での管理・別々の審査を実施する。資本規制のメカニズムを科学的に確立し、ガバナンスを健全化し、財政・税制による支援政策を整備し、中国の特色に符合し、当面の経済発展のために更に好く奉仕でき、運営が持続可能な政策性金融機関及びその政策環境を構築する。国家発展の需要及び金融体制改革の要求に適応し、国家開発銀行の改革を引き続き深化させ、発展の方向と戦略的位置づけを更に明確にし、債券の信用・資金源等の問題を適切に解決する¹⁹。

民営金融機関の発展を支援し、実体経済に対し競争性金融の供給を増やす²⁰。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²¹。

(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。

地方政府の債務・償還能力へのフォロー・モニタリングを強化し、市場化メカニズムにより地方政府の債務問題を解消することを模索する²²。

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し、地方政府融資プ

16 金市場の記述は全面的に追加された。

17 営利モデルの転換は削除された。

18 以前よりトーンが強くなっている。

19 政策性銀行の記述は大幅に書き改められ、分量が大幅に増えた。また、政策性業務と営業性業務の分離が強調されている。これは党3中全会で政府の役割が限定されたことを反映したものと思われる。

20 前回は「民間資本による金融機関の発起・設立を試みる」とされていたが、表現がより強化された。

21 地方金融改革テストの記述は削除された。

22 地方債発行の記述は削除された。

ラットホーム・生産能力過剰業種・不動産業への貸付の信用違約リスクに対するモニタリングを強化し²³、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の役割を十分発揮させ、交錯し、市場を越えた金融商品のリスクのモニタリング・監督管理の協調を強化し、各種金融市場・各種金融手段の協調発展を促進し、健全な金融の総合統計システムと情報共有メカニズムを確立する²⁴。

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、システムック・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。

(2月12日記)

²³ 新しい表現であり、リスクモニタリングの対象が具体的になっている。

²⁴ 金融監督組織の協調メカニズムがスタートしたことにより、記述が大幅に増えている。