

人民銀行第 1 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

はじめに

5月6日、人民銀行は1-3月期の貨幣政策執行報告を発表した。貨幣政策委員会例会の公表文が当面の金融政策を余り具体的に示さなかったため、この報告が当面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

現在、中国経済は成長率のギアチェンジと発展方式転換の段階にあり、構造調整の陣痛があるのみならず、調整と改革により奮い立たされた活力も徐々に現れている¹。

成長の潜在能力・動力等各方面の要因を総合して見ると、将来一時期中国経済は平穏な運営を維持することが期待される。

ファンダメンタルズから見ると、中国経済は容量がかなり大きく、新しいタイプの工業化・情報化・都市化・農業の現代化を協同で推進することによる挽回の余地が大きく、市場の空間は広大である。都市と地方の間、地域間にはなおかなり大きな格差があり、産業構造はなお不合理であるが、都市・農村構造、地域構造、産業構造の調整・最適化は巨大な成長の潜在力をもたらすことになる。

政策環境から見ると、マクロ・コントロールの方式が刷新され、経験が更に豊富さを増しており、経済運営を合理的区間に維持すると同時に、改革促進・構造調整・民生優遇の一連の政策措置を早急に推進することは、資源配分において市場の決定的役割を十分に発揮させることに資するものであり、要素生産性を引き上げ、経済成長にとって有力な支えを形成するものである。

工業・投資の成長率は相対的に緩慢となっているが、経済運営はサービス業の成長率が減速せず、投資構造がある程度改善し、雇用情勢が比較的良く、所得が平穏に伸びている等の積極的なシグナルを発している。

卸・小売、交通運輸、IT サービス、レンタル、ビジネスサービス業等第3次産業の多数の業種の投資の伸びが、いずれも加速の態勢となっている。

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良く、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。

民衆の起業の情熱は一層奮い立っており、一部の地域で新たに登記した企業数の伸びはかなり速い。

¹ ゴチックは筆者。

経済構造調整とサービス業の発展が加速するに伴い、GDP 単位当りの雇用吸収能力も強化されつつある。

外部環境から見ると、世界経済の持続的な回復の安定性がある程度増強され、外需は引き続き改善が見込まれる。IMF は 4 月に、世界経済の成長率は 2013 年の 3% から 2014 年は 3.6%、2015 年は 3.9% になると予想している。

1.2 リスク・試練

(1) 国内状況

しかし、経済成長の内生的動力はなお増強が必要であり、構造調整・改革の任務はなお十分困難であることをも見て取らねばならない。一部の業種の生産能力過剰問題は依然深刻であり、一部の低効率な企業が資源を大量に占有している。成長率のギアチェンジと構造調整プロセスにおいて資金回転速度が鈍化し使用効率が高くない等の影響を受けて、全社会的債務規模は引き続きかなり速く累積しているが、経済成長に対する債務拡張の牽引作用は低下している。

外需・不動産等成長の動力が減退する状況下、新たに強靱な成長の牽引力の形成が必要となっている。潜在リスクに高度に注意を払う必要があり、調整・転換のカギとなる難点について更にブレークスルーを図る必要がある。

同時に、資源・環境の制約が一層際立ち、大気汚染・水質汚染等の問題が深刻であることは、現行の発展モデルが調整・転換に迫られていることをも示している。

(2) 国際状況

世界経済の回復プロセスは、なおいくらかのリスクに直面している。米国の政策調整の歩みには不確実性が存在し、グローバルな資本流動と資金コストに大きな影響を生み出す可能性がある。ユーロ圏は一定のデフレ・リスクに直面している。日本は連続して貿易赤字が出現し、経済の長期的成長と債務の持続可能性に試練が存在する。新興市場の動揺も外需環境に一定の影響を生み出す可能性がある。

総体として見ると、現在の複雑な情勢に対して、総量のバランスを把握するだけでなく、構造の最適化に着眼しなければならず、改革の深化を通じて経済運営に存在する深層レベルの構造問題を解決し、経済の活力・競争力を奮い立たせなければならない。

1.3 物価動向

物価動向は基本的に安定している。価格の変化は経済の総供給と総需要の対応関係を反映しており、内外経済情勢の変化と緊密に相関している。現在、外部環境は相対的に平穏であり、国内経済の運営は合理的の範囲にあり、マネー環境は相対的に安定しており、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。

当然、現在農産品・サービス業等の分野に潜在的物価上昇圧力が依然存在し、価格改革も上昇圧力を増大させる可能性があり、住宅価格の変化とインフレに対する庶民の予想はなお十分安定はしていないことをも見て取らねばならない。

PPIは、かなり長い時間マイナス区間を維持しており、これは①生産能力過剰問題がかなり深刻であり、②同時に国際大口取引商品の価格が低下していること等と関係がある。将来のPPIの変化は、経済動力の回復と生産能力廃棄の進展等の要因によって大きな程度決まることになる。

内外の需要・供給の変化になお一定の不確実性があることを考慮すると、将来の物価動向に動態的な注意を払う必要がある。

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・中央経済工作会議及び「政府活動報告」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。

穏健な金融政策を引き続き実施し、政策の連続性・安定性を維持し、「総量の安定、構造の最適化」という方向を堅持し、冷静さを維持し積極的に行動し、適時・適度に事前調整・微調整を行い、**コントロールの予見性・的確性・有効性²を増強**する。安定成長・構造調整・改革促進・民生優遇³・リスク防止の関係を統一的に企画し、引き続き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マネー・金融環境を作り上げる。

同時に、コントロールの中に改革を根付かせ、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、資源配分における市場の決定的役割を更に十分に発揮させる。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。

(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。

経済・金融情勢の変化及び金融のイノベーションが銀行システムの流動性に及ぼす影響に基づき、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⁴、短期流動性調節等の手段の組合せを柔軟に⁵運用して、**中央銀行の担保管理の枠組みを整備⁶**し、流

² 「先見性・的確性・協調性」から表現が改められた。

³ 民生優遇が追加された。

⁴ 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。

⁵ 以前は「合理的」であった。

動性の総バルブをうまく調節し、マネー市場の安定を維持する。

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。

流動性の投入方向・構造を最適化し、バラック地域の改造等重点分野と「三農」、小型・零細企業等脆弱部分の資金調達コストの引下げに力を入れる⁷。

貸出政策支援・再貸出等の手段を積極的に運用し、貸出政策の誘導効果の評価を引き続き展開し、金融機関が貸出構造を最適化するよう誘導する。

金融機関が組織・メカニズム・商品・サービスモデルを刷新することを奨励し、農業の適度な規模の経営と新しいタイプの農業経営主体の発展を支援する⁸。

科学技術、文化、情報消費、戦略的新興産業等国民経済の重点分野への金融支援を強化する。

貸出政策の実施方式を不断に改善し、貧困扶助、雇用、就学支援、少数民族⁹、出稼ぎ農民、大学生の村役場就職等「民生」分野への金融支援・サービスを更に強化する。

建設中・建設継続が必要な重点プロジェクトの合理的な資金需要を保証し、鉄道等重大インフラ、都市インフラ、社会保障的性格を持つ安住プロジェクト等民生プロジェクトの建設を積極的に支援¹⁰する。

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。グリーン貸付のメカニズムを確立・整備し、省エネ・環境保護、循環経済、大気汚染対策等の分野への金融サービス水準を不断に引き上げ、関連分野の技術改造等の方面への貸出支援を増やす¹¹。

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。開発性金融の役割を更に発揮させ、バラッ

6 新しく盛り込まれた。

7 景気テコ入れ策を反映して盛り込まれた。

8 景気テコ入れ策を反映して盛り込まれた。

9 最近の治安悪化を反映して盛り込まれた。

10 景気テコ入れ策を反映して盛り込まれた。

11 新しく盛り込まれた。

ク地区の改造を支援する¹²。

(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、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の範囲を徐々に拡大する。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。中央銀行の金利コントロールの健全な枠組みを確立し、価格タイプのコントロール・伝達メカニズムを強化する。

人民元レートの市場化された形成メカニズムを更に整備し、**市場による為替レート決定力を強化**¹³、為替レートの双方向への変動の弾力性を増強して、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する¹⁴。外為市場の発展を加速し、金融は実体経済に奉仕するという原則を堅持し、実需原則に基づく輸入企業のために¹⁵為替レートリスクの管理サービスを提供する。

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及ぼす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) 金融市場のシステムを整備し、経済成長の安定、経済の構造調整及び転換・グレイアップの推進、改革開放の深化、並びに金融リスクの防止方面における金融市場の役割を確実に発揮させる¹⁶。

債券市場の商品・種類を刷新し豊富にすることを奨励する。体制メカニズムを整備し、制度建設を強化し、監督管理を強化する。多元的な参加主体を育成し、市場化による制約とリスク分担メカニズムの建設を強化する。市場インフラ建設を強化する。対外開放を積極かつ穏当に推進する。

直接金融を大いに発展させ、様々な種類の資本市場の建設を加速し、資金調達手段・取引品目を豊富にし、中小企業へのサービス能力を増強する。会社の信用債券につき部門間の協調メカニズムの役割を十分発揮させ、監督管理の協調を強化する。

¹² 景気テコ入れ策を反映して盛り込まれた。

¹³ 3月17日の為替レートの弾力化措置を受け、市場の役割がより強調された。

¹⁴ 「国際収支の基本的均衡の促進」は削除された。

¹⁵ 実需原則が強調されている。

¹⁶ (4)は表現が簡潔に改められた。今回は金市場については言及されていない。

(5) 金融機関改革を深化させ、供給増加と競争を通じて金融サービスを改善する¹⁷。

大型商業銀行とその他大型金融企業¹⁸の改革を引き続き深化させ、コーポレートガバナンスを整備し、有効な政策決定、執行、チェックアンドバランスのメカニズムを形成し、コーポレートガバナンスの要求を日常の経営管理とリスクコントロールの中で真に実施する¹⁹。

中国農業銀行の「三農金融事業部」改革を着実に推進し、「三農」への営利的金融サービスの持続可能なモデルを模索し、「三農」と県域の金融サービス水準を引き上げる²⁰。

中国輸出入銀行・中国農業発展銀行の改革推進を加速し、政策的機能の位置づけを強化し、政策性業務を主体とすることを堅持し、営利性業務を周到かつ慎重に発展させる。政策性業務と営利性業務について、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、ガバナンス構造を健全化し、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²¹。

資産管理会社の商業化転換を引き続き推進する。

監督管理強化の前提の下、各類型の金融機関・金融サービス組織・仲介機関が秩序立って発展することを奨励し、各種市場主体が共同で競争に参加する金融生態を形成する²²。

現在、インターネットのイノベーションに基づく金融の発展は迅速であり、これと伝統的金融を相互補完・融合させることは、競争を促進し、インクルーシブ（普く恩恵が及ぶ）ファイナンスを発展させ、個人所得を増やし、資源配分の効率を高めることに資する。しかし、イノベーションのプロセスにおいては、利鞘稼ぎ、市場の流動性が増大するリスク等を監督管理する問題が存在する。関連基準・制度を更に整備し、公平な競争を促進し、業種の自律性を強化し、リスク防御能力を引き上げ、投資家の權益を確実に擁護し、インターネット金融の健全な発展を促進しなければならない²³。

(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、同業間業務・理財業務の発展に潜在する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

17 「供給と競走を通じた金融サービスの改善」が追加された。

18 「その他大型金融企業」が追加された。

19 新しく盛り込まれた。

20 景気テコ入れ策に基づき表現が改められた。

21 国家開発銀行の記述は削除された。

22 新しく盛り込まれた。シャドーバンキングの拡大を踏まえたものであろう。

23 新しく盛り込まれた。なお、金融業の総合経営テストの記述は削除された。

より地方政府の債務問題を解消することを模索する。

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、地方政府融資プラットフォーム・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、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。

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。

(5月15日記)