

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6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

国際金融危機が爆発して以降、世界経済は深刻なリバランスの調整期にあり、このプロセスはなお完成していない。

わが国の経済も、成長のギアチェンジ・構造調整・前期政策の消化の3つの時期が重なり合う段階にあり、経済発展のルールと新たな常態の視点から中国経済を観察・分析する必要がある¹。

不動産市場の調整・環境汚染対策・製造業の伸びの鈍化は、短期的には経済成長に一定の影響を生み出すが、都市化の推進と経済成長方式の転換に伴い、中長期にはより持続可能でより質の高い成長が実現され、中国経済のグレードアップ版が作り出されることになろう²。

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り、リスク抵抗能力も比較的強い。

インフラ投資・不動産等伝統的な成長動力がある程度鈍化すると同時に、モバイルインターネット・電子情報・ネットショッピング等の新興業態が急速に発展しており、IT、可科学技術サービス、リース、ビジネスサービス業の固定資産投資の伸びは40%前後のかなり高い水準を維持しており、サービス業は引き続きかなり速く成長しており、**経済運営には典型的な構造調整期の特徴が現れている**³。

マクロ政策のコントロール方式が不断に刷新・整備され、経験が更に豊富さを増しており、区間管理の枠組みの下、方向を定めたコントロール・精確な力の発揮が更に重視され、短期的な需要調節を、急速に推進されている改革促進・構造調整・民生優遇の一連の政策措置の早急な推進と相互に組み合わせることは、経済成長に対する支えを形成することに資するものである。

サービス業の雇用吸収能力がかなり強く、人口構造の変化が労働年齢人口の減少をもた

1 ゴチックは筆者。新しい表現である。

2 新しい表現である。

3 新しい表現である。

らしている等の影響を受けて、成長の雇用弾力性が高まっており、雇用情勢は相対的に安定し、個人所得は引き続きかなり速い伸びを維持している。

外部環境から見ると、世界経済は引き続き分化傾向を示しているが、総体として見ればなお温和な回復軌道にあり、外需環境は概ね安定している。

1.2 リスク・試練

(1) 国内情況

当然、経済運営が直面するリスク・試練が少なくないことをも見て取らねばならない。近年、経済情勢は複雑で変化に富んでいるが、いくらかの古い問題・古い矛盾は常に存在している。経済成長の内生的動力はなお増強が必要であり、成長の債務・投資への依存が高すぎる等の矛盾が際立っており、同時に資源・環境の過度な負担・制約も更に際立っている。

経済構造調整のプロセスでは、一定の段階において経済の下振れ圧力と潜在リスクが暴露される可能性がある程度増大しており、一部の地域で成長を追求するためエネルギー多消費産業が再び台頭している⁴。

ソフトな制約と構造的矛盾がかなり際立った環境の下、金融政策の作用・伝達も影響を受け、各方面を併せ考慮して対応する必要がある矛盾が更に多くなっており、経済の平穏な運営を促進するだけでなく、過度な「放水」による構造の歪みの固定化、インフレ・債務水準の推し上げをも防止しなければならない⁵。

(2) 国際情況

各経済体のマクロ政策には分化が出現しており、米国の金融政策の調整の歩みが加速するに伴い、グローバルな資本流動と資金コストにかなり大きな影響を生み出す可能性がある。

これらは、いずれもマクロ政策が直面する試練と実施の難度を増大させることになる。総体として見ると、内外の複雑な情勢に対して、経済構造調整と発展方式の転換の任務はさらに緊迫しており、**経済構造調整と短期の需要管理政策の間の順序づけと相互の協調・組合せを統一的にしっかり把握する必要があります**⁶、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、発展戦略の角度から経済の成長スポットについて計画を図り、改革の深化を通じて経済運営に存在する深層レベルの問題を解決し、イノベーションの進展を推進し、経済の活力・競争力を一層奮い立たせなければならない。

4 新しい表現である。

5 新しい表現である。

6 新しい表現である。

1.3 物価動向

物価上昇率は鈍化しており、動向はかなり安定している。現在、外部環境は相対的に平穏であり、国内の経済調整がある程度加速し、いくらかの分野の生産能力過剰問題が際立ち、とりわけ供給の増加・米ドル上昇等の要因の影響を受け、国際大口商品の価格が引き続き反落している。これらはいずれも物価上昇を抑制する働きを有している⁷。

当然、供給面の変化、労働力・サービス業価格に潜在的な上昇圧力が存在していること等の要因の影響を受けて、需要の拡張に対し、物価はなお比較的敏感になっている。

さらに注意すべきは、前期のかなり速い上昇を経て、物価の絶対水準は低くなく、少なからぬ国内商品価格も既に外部より高くなっており、庶民の物価に対する感受性はなおかなり強く、物価への予想がなお余り安定していないということである⁸。将来の物価動向に影響を与える供給動態の変化に、密接に注意を払う必要がある。

2. 今後の主要政策の考え方

人民銀行は党中央・國務院の戦略的手配に基づき、安定の中で前進を求め、改革・イノベーションを行い、マクロ政策を安定させ、ミクロ政策を活性化させなければならないという要求を貫徹する。

安定成長・構造調整・改革促進・民生優遇・リスク防止を統一的に企画し、穏健な金融政策を引き続き実施し、政策の連続性・安定性を維持する。「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、主動的に行動し、**経済のファンダメンタルズの変化に応じて**⁹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・有効性を増強する。経済の構造調整と転換・グレードアップのために**中立的で適度な**¹⁰マネー・金融環境を作り上げ、経済の科学的発展・持続可能な発展を促進する。

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の進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、供給増加と競争を通じて金融サービスを改善し、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、政策の組合せを豊富にし最適化して、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、公開市場操作等多様な金融政策手段を柔軟に運用して¹¹、中央銀行の担保管理の

7 新しい表現である。

8 新しい表現である。

9 新しく挿入された。

10 「安定した」から表現が改められた。

11 これまで列挙されていた、「預金準備率・貸出・再割引、常備貸借ファシリティー(SLF)、

枠組みを整備し、流動性の水準をうまく調節し、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、「方向を定めた預金準備率引下げ」に関連した措置をしっかりと実施し、貸出政策支援、再貸出・再割引政策の役割をしっかりと発揮させ、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。

貸出政策の誘導効果の評価を模索・整備し、現有の貸出ストックを更に好く活性化させ、貸出ストック資金の小型・零細企業への投入を増やす。

金融の機能を更に発揮させ、**鉄道・船舶等重点業種の改革・発展への金融サービスを引き続きしっかり行い**¹²、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、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・サービスを更に増やす。

建設中・建設継続が必要なプロジェクト¹³の合理的な資金需要を保証する。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。

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安住プロジェクト建設への金融サービスを改善し、引き続き個人・家庭の合理的な住宅消費を支援し¹⁴、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、バラック地区の改造を支援する。

引き続きマネー・貸出の合理的伸びの維持、銀行のコーポレートガバナンスの改善、不

短期流動性調節」が削除された。

¹² 新たに追加された。

¹³ 前は「重点プロジェクト」であった。都市インフラ建設への支援は削除された。

¹⁴ 住宅ローンの要件が緩和されたことに伴い、「住宅・中小タイプの一般分譲住宅の建設、庶民が自ら住む最初の一般分譲住宅の消費」という表現は削除された。

合理的な金融サービスの手数料徴収の整理、様々なレベルの資本市場の整備、金融供給の増加、改革・構造調整の強化等多くの措置を併せて打ち出すことを通じて¹⁵、末梢的な問題と根本問題を共に解決し、資金調達コストの引下げに力を入れる。

(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。

市場による金利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し、人民元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。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出入企業のために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・グレートアップの推進、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好く発揮させる。

市場インフラの建設を強化し、経済の構造調整と転換・グレートアップのために効率の高い投融資市場を提供する。

市場のイノベーションを推進し、債券市場の商品・種類を豊富にし、投資家の需要を更に好く満足させる。マーケットメイカー制度を引き続き整備し、債券市場の流動性を高め、有効なイールドカーブの育成のための基礎を打ち固める。

多元的な参加主体を育成し、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、市場化による制約とリスク分担メカニズムを強化する。

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する。

市場の監督権利を強化し、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

¹⁵ 前回は例示がなかったが、今回は具体的に列挙された。

発揮させ、監督管理の協調を強化し、市場主体の取引行為を規範化して、金融リスクを防止し、金融市場の安全で効率の高い運営と規範的な発展を促進する。

(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。

大型商業銀行とその他大型金融企業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。

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」と県域への金融サービス水準を引き上げる。

中国輸出入銀行・中国農業発展銀行の改革を早急に推進し、政策的機能の位置づけを強化し、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、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。

国家開発銀行の改革を深化させ、重点分野・脆弱部分・カギとなる時期における開発金融の機能・役割を更に発揮させる¹⁶。

資産管理会社の商業化転換を引き続き推進する¹⁷。

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。

インターネット金融に関連する基準・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、投資家の権益を確実に擁護し、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、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、債務リスクの防御に力を入れ、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。

¹⁶ 開発金融の特性に関する具体的記述が削除され、「バラック地区改造と都市インフラ等に関連するプロジェクト建設を重点的に支援する」という記述も削除された。

¹⁷ 8月28日、華融資産管理会社が中国人寿保険グループ、米国華平投資グループ、中信証券国際、マレーシア国庫持株公司、中金公司、中糧グループ、復興国際、ゴールドマンサックスグループの8戦略投資家と正式に戦略的協力の協定を締結し、中国人寿保険グループの持ち株増、及び新たに加わったその他7社の戦略的投資家の投資総額は145.4億元となり、華融資産管理会社の増資後の株式総額の21.0%を占めることとなった。

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、地方融資プラットフォームの債務、各種シャドーバンキングの業務、企業の相互・連帯保証等のリスク分野に対するモニタリング・分析を引き続き強化し、リスクの隠れた弊害を動的に厳重にチェックして、金融機関及び関係方面が各種状況下での対応案をしっかりと作るよう督促する。

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、**交差的・市場をまたがった金融商品のリスクのモニタリングと監督管理の協調を強化し¹⁸**、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。

預金保険制度の確立を加速し、金融機関の市場化による退出メカニズムを整備する。

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。

3. 不動産融資の状況

9月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は16.7兆元、前年同期比18.2%増であり、伸びは6月末より1.0ポイント減速した。各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは21%であり、6月末より0.2ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は10.2兆元、同17.6%増であり、伸びは6月末より0.9ポイント減速した。住宅開発融資残高は3.2兆元、同24.5%増であり、伸びは6月末より2.4ポイント減速した。土地開発融資残高は1.2兆元、同12.7%増であり、6月末より3ポイント加速した。

1-9月期、不動産融資の新規増は2兆1127億元である。各種融資新規増に占めるウエイトは27.5%であり、1-6月期より0.7ポイント高まった。

9月末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は1兆440億元、同52.1%増であり、伸びは不動産開発融資残高より32.1ポイント高い。1-9月期は3149億元増加し、同期の不動産開発融資増に占めるウエイトは48.5%であった。

4. 中期貸借ファシリティ操作の創設

2014年9月、人民銀行は中期貸借ファシリティ（Medium-term Lending Facility, MLF）を創設した。中期貸借ファシリティは、中央銀行が中期のベースマネーを提供する金融政策手段であり、対象はマクロ・プルーデンス管理の要求に符合した商業銀行・政策性銀行であり、担保方式を採用して貸出を行い、かつ国債・中央銀行手形・政策性金融債・ハイレベルの信用債等優良債券を合格担保として、その提供を要する。

9月、10月、人民銀行は中期貸借ファシリティを通じて、国有銀行・株式制商業銀行・かなり大規模な都市商業銀行・農村商業銀行等にそれぞれベースマネー5000億元・2695億元を貸し出した。期限はいずれも3ヵ月、金利は3.5%である。

¹⁸ 記述が具体的になっている。

これは、流動性を提供すると同時に中期政策金利の役割を發揮するものであり、商業銀行が貸出金利と社会資金調達コストを引き下げることが誘導し、实体经济の成長を支援するものである。総体として見ると、外貨の人民元交換ルートで放出されるベースマネーに段階的な鈍化が出現している情況下、中期貸借ファシリティーは流動性不足を補充する役割を果たし、中立的で適度な流動性水準を維持することに資するものである。

マネー市場の流動性の総体情況に基づき、7-9月期、人民銀行は常備貸借ファシリティー¹⁹操作を展開しておらず、常備貸借ファシリティーの残高は0を維持している。

(11月12日記)

¹⁹ 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、实体经济の支援に資し、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。