

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 10 日、人民銀行は 10-12 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、成長率の変化、構造調整及び動力の転換等の角度から見ると、経済が「新常态」に入っているという特徴が更に顕在化している¹。

伝統的な成長エンジンは鈍化し、経済成長はギアチェンジの時期に入っている。同時に、新興産業・サービス業の発展はかなり迅速であり、雇用状況は全体として安定し、消費はかなり速い伸びを維持しており、経済発展におけるサービス業・消費の貢献が増大している。起業ブームが現在興ってきており、国内資本のグローバルな配分も徐々に加速し、新たな傾向と典型的な構造調整の特徴が表現されている。

総体として見ると、中国経済の容量はかなり大きく、新しいタイプの工業化・情報化・都市化・農業現代化を協同推進することによる挽回の余地は大きく、市場空間は広大で、リスク抵抗能力も比較的強い。

巨大な成長の潜在力を発揮し、形態がより高級、分業がより複雑、構造がより合理的な段階に向けた経済の発展変化を推進するには、構造的改革を断固として推進する必要がある。

近年、マクロ政策のコントロール方式は不断に刷新・整備されており、経験が更に豊かさを増しており、区間管理の枠組みの下、方向を定めたコントロールが更に重視され、短期的な需要調節と同時に、改革促進・構造調整・民生優遇の政策措置が更に重視されている。

一方で、資源配分における市場の決定的役割を更に好く発揮させ、大衆による起業・万人によるイノベーションの推進を通じて新しいエンジンを作り上げる。他方で、政府の役割を更に好く発揮させる。重点は、公共財・公共サービスの供給拡大を通じて、伝統的エンジンを改造・グレードアップする。新たな 2 つのエンジン構造は、将来の経済の持続的

¹ ゴチックは筆者。新しい表現である。

で健全な発展と雇用の安定にとって支えを形成することになる²。

外部環境から見ると、世界経済の分化傾向がより顕著となっているが、総体としてはなお温和で回復軌道にあり、外需環境は概ね安定している。

1.2 リスク・試練

当然、経済運営において直面する少なからぬ旧い矛盾・新たな試練をも見て取らねばならない。

(1) 国際情況

グローバル経済のリバランス・調整プロセスにおいて、各プレート経済の運営・マクロ政策は分化している。米国経済が強まっている影響を受けて、米ドルは利上げルートに入っているが、具体的な時点・歩みは不確定である。欧・日の金融政策は引き続き緩和されているが、テンポ・程度いずれにも不確定性がある。政策分化のスピルオーバー効果が増大しており、国際主要通貨のレート変動とクロスボーダーの資本流動は一層拡大する可能性があり、地縁政治等非経済的な攪乱要因も比較的多く、環境は複雑で変化に富んでいる。

(2) 国内情況

主として、内生的成長動力はなお増強が必要であり、財政・税制と投融資体制改革が引き続き推進されていることも、全社会投資行為等に影響を生み出している。構造調整の歩みが加速するにつれて経済の下振れ圧力が増大しており、これに伴い一定のリスクが露わになることは避けがたい。同時に、全社会の債務水準がなお上昇しており、供給過剰と供給不足が併存し、経済の構造的矛盾が依然際立っている。安定成長・構造調整・改革促進・民生優遇・リスク防止という任務はなお十分に困難である。

多重の要因の影響を受けて、物価上昇率は鈍化している³。ここ数カ月、消費者物価上昇率は引き続き鈍化し、工業品価格の下落率は引き続き拡大している。今回の物価上昇率の鈍化は、経済構造調整の歩みの加速が引き起こした需要面の変化と関係があり、かなり大きな程度国際大口商品価格の大幅な下落の影響をも受けている。大口商品価格の変化がもたらしたコスト低下は、大口商品輸入国にとってはプラスの衝撃作用となっている。このほか、一部の生産能力過剰業種がなおかなり速い速度で生産能力を増やしていることも、物価とりわけ工業品価格の下落圧力を増大させている。

将来一時期を展望すると、外需にはおそらく大きな変化が現れ難く、国内経済はなお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、経済構造調整プロセスにおける下振れ圧力は依然かなり大きい。加えて、国際大口商品価格が低レベルを維持する可能性があり、これらはいずれも将来の物価への影響を形成する。しかし、前期のかなり速い上昇を経て、現在物価に対する庶民の感受性は依然かなり強く、

² 新しい表現である。これは李克強総理のダボス会議での演説内容を反映している。

³ 今回、物価に関する記述が詳細になった。

物価予想はなお不安定である。総じて見ると、物価動向に影響する需要面の要因も供給面の要因も経済構造調整と緊密に関係しており、物価反落が市場の予想・経済主体の行為に一定の影響を生み出す可能性があるので、全面的・客観的に対処し、かつ将来可能性のある変化を密接にモニタリングし、対応に際しては区別し、重点をしっかりと掴み、多くの措置を併用し、統一的に各方面を配慮する必要がある。

(3) 経済構造調整とマクロ総量政策の関係

総体として見ると、現在わが国の経済発展は新常态に入っており、発展条件・発展環境がいずれも変化しており、しかもその核心は経済発展方式と経済構造の改変である。このようなマクロ経済の大背景下、経済構造調整とマクロ総量政策との間の関係をうまく処理しなければならない⁴。

① 経済は正に高速成長から中高速成長に転換している

マクロ総量政策は方向・程度をしっかりと把握し、コントロールの柔軟性を高めなければならない。基礎条件にかなり大きな変化が出現している時には適時適度な調整を行い、経済に慣性的な下降が出現することを防止しなければならない。同時に過度に「放水」し構造の歪曲を固定化させ。債務・レバレッジの水準を推し上げることも防止しなければならない。

② 経済はかなり長期にわたり転換・調整プロセスを経験する可能性がある

伝統的な成長エンジンと新興産業の発展が併存し、過剰生産能力の淘汰と新興産業の発展援助という二重の任務に直面することとなる。総量の安定を維持すると同時に、構造の最適化を更に促進し、構造調整という方式を用いて経済運営における際立った問題を的確に解決し、ストックを活性化させ、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しなければならない。

③ 構造調整のプロセスにおいて一定のリスクが露わになることは避け難い

その中にマーケットクリアリング・構造調整という積極的シグナルを見出すだけでなく、各種リスクを解消する健全な体制メカニズムを確立し、金融システムに大幅な変動・経済サイクル増幅問題が出現することを防止し、システムック・地域的な金融リスクを発生させないことを確保しなければならない。

④ 構造調整と改革の任務は緊迫性・困難を更に増している

生産性と経済活力の向上に努力し、改革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なければならない。これは、金融改革の継続深化と金融市場の発展に対して提起されたよりハイレベルの要求である。経済の構造調整と改革の歩みを確実に加速し、経済構造と需要構造の変化に適応し、一部のカギとなる分野でブレークスルーを得なければならない。重点は、新たな経済成長スポットを育成し、経済活力を奮い立たせ、成長の質・効率を高めることである。これは、金融資源を有効に配分する分野・空間を開拓すること

⁴ この部分は大幅に追加された。

にも資する。

2. 今後の主要政策の考え方

人民銀行は18回党大会、18期3中全会・4中全会、中央経済工作会議精神を真剣に貫徹実施し、党中央・国務院の戦略的手配に基づき、安定の中で前進を求めるという政策の総基調と、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総体的考え方を堅持する。経済発展の新常態に更に積極的に適応し、発展方式の転換と構造調整を更に重要と位置づける⁵。

政策の連続性・安定性を維持し、穏健な金融政策を引き続き実施し、緩和と引締め of 適切な度合を更に重視し⁶、適時適度に事前調整・微調整を行い、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。

改革・イノベーションを更に重視し、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を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、際立った問題の解決に力を入れ⁷、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、マクロ・プルーデンス管理を強化し⁸、政策の組合せを最適化して、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。

内外経済・金融情勢の変化に基づき⁹、各種金融政策手段を柔軟に運用して¹⁰、中央銀行の担保管理の枠組みを整備し、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安排し、資産・負債の総量と期間構造を合理的に安排し、流動性リスクの管理水準を引き上げるよう誘導する。

差別化した準備金の動態調整メカニズム¹¹のアンチシクリカルな調節作用と構造誘導作用を引き続き発揮させる。小型・零細企業支援、「三農」支援という貸出方向、自己資本比率の高低、リスク内部コントロールの状況、機関の新設、地域の発展等の五大「元素」を結びつけ¹²、政策パラメーターを合理的に確定して適時調整し、差別化・的確性を更に好く

5 中央経済工作会議の表現が盛り込まれた。

6 中央経済工作会議の表現が盛り込まれた。

7 新しく盛り込まれた。

8 マクロ・プルーデンス管理の表現が強くなった。

9 金融イノベーションが流動性に及ぼす影響が削除された。

10 公開市場操作の例示が削除された。

11 新しく盛り込まれた。

12 新しい表現である。

体現させる。金融機関が実需と季節性ルールに基づき、貸出の量・テンポをうまく按排し、同時に更に多くの貸出資源を「三農」、小型・零細企業等の重点分野・脆弱部分に配分し¹³、实体经济の発展を支援するよう誘導する。マクロ・プルーデンス管理のメカニズム・手段を、引き続き模索・整備する¹⁴。

(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。

金融商品・サービスの刷新を推進し、農業の適度な規模の経営を支援し、水利建設プロジェクトへの傾斜を強化し、新しい都市化のための各金融サービスを積極的にしっかりと行う¹⁵。

小型・零細企業を援助する政策措置を引き続き貫徹実施し、小型・零細企業の多元化された資金調達ルートを開拓し、小型・零細企業の健全な発展を支援する¹⁶。

貸出政策の誘導効果の評価を更に整備し、評価結果と金融政策・金融市場手段の連関を強化し、金融機関が引き続き「三農」、小型・零細企業への貸出資金投入を増やすよう誘導する¹⁷。

イノベーション駆動による発展戦略への金融サービスをしっかりと行い、企業の技術イノベーションという需要の特徴に適した融資商品を開発し、金融機関が重点業種と科学技術・文化・戦略的新興産業等重点分野への金融支援を増やすよう誘導し、生産能力が深刻に過剰という矛盾を解消するための金融サービスをしっかりと行うよう努力する¹⁸。

貧困扶助開発への金融サービスをしっかりと行い、貧困扶助マイクロ・ファイナンスを積極的かつ穏当に推進・発展させ、広域にわたって集中的に存在する特別困難地域への金融サービスの協調・連動を強化する¹⁹。

インクルーシブな（普く恩恵が及ぶ）金融を積極的に発展させ、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・サービスをしっかりと行うよう努力する。

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、正常

13 新しい表現である。

14 新しく盛り込まれた。

15 水利・都市化が新たに追加された。

16 1文が追加された。

17 新しく盛り込まれた。

18 新しく盛り込まれた。

19 貧困扶助の記述が大幅に増加した。

化・市場化された資金調達ルートを更に開拓する²⁰。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整備、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、末梢的な問題と根本問題を共に解決し、社会資金調達コストの引下げに力を入れる²¹。

(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。同業者間の 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、予想の誘導を強化し²²、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

20 投機・投資的な住宅購入需要の抑制が削除された。

21 環境対策関連の記述が削除された。

22 新しく盛り込まれた。

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育成のための基礎を打ち固める。

投資家集団を豊富にし²³、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、**条件の符合した国内外投資家によるインターバンク債券市場への投資を推進し²⁴**、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。

市場の監督権力を強化し、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発揮させ、監督管理の協調を強化し、**情報公開・信用格付け等の市場化された制約メカニズムの建設を更に強化して²⁵**、市場主体の取引行為を規範化し、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」改革深化テストの範囲拡大を検討し、「三農」への営利的金融サービスの持続可能なモデルを引き続き模索し、「三農」と地域への金融サービス水準を引き上げる。

政策性・開発性金融機関の改革方案を実施し、資本規制のメカニズムを科学的に確立し、コーポレート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て、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・開発性金融機関及びその政策環境を構築する²⁶。

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。

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

23 新しく盛り込まれた。

24 新しく盛り込まれた。

25 新しく盛り込まれた。

26 輸出入銀行・農業発展銀行・開発銀行の記述は削除され、代わりに開発金融機関が盛り込まれた。

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。

関係部門を組み合わせることで地方政府の債務の整理・処理を強化し²⁷、債務リスクの防御に力を入れる。

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、生産能力過剰業種・地方融資プラットフォームへの貸出、不動産市場、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²⁸、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、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。

預金保険制度打出しの各準備と組織的な実施を着実にしっかり行う²⁹。

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

2014年末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は17.4兆元、前年末比18.9%増であり、伸びは前年末より0.2ポイント減速し、11月末より0.6ポイント加速した。各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは21.3%であり、前年末より0.3ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は10.6兆元、同17.6%増であり、伸びは前年末より3.4ポイント減速し、11月末より0.4ポイント加速した。住宅開発融資残高は3.3兆元、同24.4%増であり、伸びは前年末より8.6ポイント減速した。土地開発融資残高は1.3兆元、同25.7%増であり、前年末より15.9ポイント加速した。

2014年、不動産融資の新規増は2.7兆元で、前年より4057億元多い。各種融資新規増に占めるウエイトは28.1%であり、前年と同水準である。

2014年末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は1兆1410億元、同57.2%増であり、伸びは不動産開発融資残高より35.5ポイント高く、全住宅開発融資残高の35%である。

(3月2日記)

²⁷ 今年から地方政府債務の処理が本格化するため、表現が強まっている。

²⁸ 監視対象に生産能力過剰業種と不動産市場が追加された。

²⁹ 今年制度が創設されるため、表現が強まっている。