

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8日、人民銀行は1-3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、世界経済は長期のリバランスの調整期にあり、各経済プレートの運営は、徐々に差異・分化が現れている。総じて見ると、弾力性がかなり強く、市場メカニズムが機能し、構造調整がかなり速い経済体では、より強い回復の勢いが現れている。

世界的な調整の大背景下、中国経済も成長率のギアチェンジ・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。

構造調整は、中長期の経済成長のために動力を注入するものであるが、短期で見れば、むしろ下方への調整圧力に直面することになり、安定成長・構造調整・改革促進・リスク防止の間の関係をうまく処理することを堅持する必要がある。

直面する内外情勢は依然として錯綜し複雑であるが、中国経済が平穏でかなり速い成長を維持するには、なお少なからぬ有利な条件がある¹。

①経済の容量はかなり大きく、市場空間は広大で、挽回の余地は大きく、リスク抵抗能力も比較的強い。

産業から見れば、伝統的な成長のエンジンは鈍化しているが、新しい業態・新しいビジネスモデルが急速に発展しており、インターネット経済等に代表される新たな成長スポットが急速に成長しており、消費のホットスポットが不断に湧き起っている。

地域から見れば、一部の旧工業地区・資源地区はかなり困難になっているが、構造調整を早く立ち上げ、転換・グレードアップの歩みが速い東部地域と一部の中西部の省の経済は、徐々に平穏な運営へと向かっている。

②経済の活力を奮い立たせることに力を入れた改革・構造調整措置が次々と打ち出されるに伴い、新たに資本登記する企業が急速に増大し、起業ブームが興隆しており、これは経済成長の内生動力を増強する助けとなる。

「シルクロード経済ベルト、21世紀海のシルクロード」、「北京・天津・河北」及び「長江経済ベルト」戦略が徐々に推進され、鉄道・水利・バラック地区改造等の一連の重大プ

¹ 以下の説明ぶりは新しい表現となっている。

プロジェクトと公共施設プロジェクトが実施を始動していることは、いずれも投資の安定と経済成長に有利である。

③マクロ政策の効果が徐々に顕在化している。

金融政策は緩和と引締め of 適切な度合と事前調整・微調整をさらに重視しており、流動性が全体として余裕があり、市場金利が明らかに反落し、社会資金調達コストがある程度低下していることは、実体経済に対する金融支援の促進に有利である。遊休資金の統一的な企画・使用と活性化の程度が徐々に増大するに伴い、財政政策が更に好く力・効果を増すことを助け推進することにもなり、実体経済に対する支援の程度を増すことになる。

上述の要因が共同で推進される下、国民経済は、平穏でかなり速い発展の態勢が維持されるものと期待している。

1.2 リスク・試練

当然、経済運営において直面する矛盾・問題は、依然として際立っている。

(1) 国際情況

多様な要因の影響を受けて、外需の改善が輸出を牽引する作用にはかなり限りがあり、グローバル経済のリバランス・調整プロセスにおいて、各地域の運営・マクロ政策は引き続き分化し、スピルオーバー効果が増大している。国際主要通貨のレート変動とクロスボーダー資本流動の不確実性が比較的大きくなる可能性があり、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

経済の下振れ圧力が増大しており、内生的成長動力はなお増強が必要であり、経済成長はなおかなり大きな程度、政府主導による投資推進に依存しているが、投資率がすでにハイレベルにあり債務の制約が強まっている情況下、さらに拡張する余地には限りがある。しかも、引き続き増大する債務規模は、大量の資源を債務の償還・つなぎに用いる結果をもたらしており、これは容易にマクロ経済に内生的なデフレ効果を生み出し、構造調整と生産能力削減のプロセスは、なお経済の下振れ圧力を伴うことになる²。

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、非常に困難である。

経済構造と需要構造の変化に適応し、カギとなる分野でブレークスルーを得て、新たな経済成長スポットを早急に育成・強化し、経済の活力を奮い立たせ、成長の質・効率を高め、金融資源を有効に配分する分野・空間を開拓する必要がある。

多方面の要因の共同作用の下、物価上昇率は低レベルを維持している。物価の変化は、主として需給両方面の影響を受ける。需要面からは、経済成長率がある程度鈍化し、供給面からは、世界経済の緩やかな回復・米ドルが変動しながら強含みとなっている等の影響

² 今回は債務規模の増大のデフレ効果が強調されている。

を受けて、ドルベースでの大口商品価格が低いレベルで調整される可能性があることが、物価動向に対して引き続き影響を生み出すことになる。総じて見ると、物価が低いレベルを維持する蓋然性はかなり大きい。

見てとるべきは、経済成長率のギアチェンジと構造調整のプロセスにおいて、一定の物価下落圧力が出現するのは避け難く、なかでも大口商品と原材料の下落、電子ビジネスの急速な発展による物流コストの減少、イノベーションがもたらした生産性上昇等は、いずれもコスト引下げに有利にはたらし、供給面でプラスの衝撃作用を生み出すということである³。

当然、もし物価が引き続き下落すれば、市場の予想に影響を生み出し、実質金利水準を押し上げる可能性がある。このため、物価の変化とその影響については、全面的・客観的に検討・判断しなければならない。将来の物価動向は、内外経済環境の変化によって決まる。しかも、これまでに打ち出された一連の政策措置の効果が徐々に顕在化しており、引き続き密接にモニタリング・観察しなければならない⁴。

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・政府活動報告精神を真剣に貫徹実施し、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るといふ政策の総基調と、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、政策の連続性・安定性を維持する。

穏健な金融政策を引き続き実施し、緩和と引締め適切な度合と事前調整・微調整を更に重視する。過度の「放水」による構造の歪みの固定化、債務とレバレッジ水準の推し上げを防止しなければならない。また、流動性の需給・物価・経済情勢等の基礎的条件の変化に応じて、適度に調整を進めなければならない⁵。経済構造の調整と転換・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と緊密に結びつけ、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、金融政策の実体経済への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、金融の運営効率と実体経済へのサービス能力を高める。

³ これは新しい説明ぶりである。

⁴ 前回よりも、物価下落を前提としたトーンになっている。なお、前回詳細に記述されていた「経済構造調整とマクロ総量政策の関係」についての解説は、削除された。

⁵ ゴチックは筆者。新しい表現である。

(1) 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・整備し、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、各種金融政策手段を柔軟に運用して、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。現在、各種金融政策手段は、いずれもかなり大きな余地があり、流動性を有効に調節・供給することができ、量的緩和の方式によって流動性水準を大幅に拡張すべきではない⁶。

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引き続き誘導する。

差別化した準備金の動態調整メカニズム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、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・的確性を更に好く体现させる。金融機関が実需と季節性ルールに基づき、貸出の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、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。

(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。

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。

貸出政策の方向・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「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。

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合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。

⁶ 新しく盛り込まれた。それだけ、量的緩和への要求が強まっているのであろう。

貧困扶助開発への金融サービスをしっかり行い、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。

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、正常化・市場化された資金調達ルートをもっと開拓する。

開発性・政策性金融の役割をもっと発揮させ、バラック地区の改造・水利・中西部鉄道等重大プロジェクト建設を支援する⁷。

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、不合理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。

（3）金利の市場化・人民元レート形成メカニズムの改革をもっと推進し、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もっと健全化し、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、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もっと整備し、市場による為替レート決定を強化し、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もっと好く奉仕する。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。

⁷ 水利と中西部鉄道が追加された。

(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育成のための基礎を打ち固める。

投資家集団を豊富にし、多面的な参加主体を育成し、金融市場・金融商品・投資家・融資仲介の多面的な発展を引き続き推進し、条件の符合した国内外機関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、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推進する。

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、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。

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⁸。

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。

⁸ 農業銀行の記述は削除された。

(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、金融機関が内部コントロールを強化し、貸出管理・流動性管理を確実に改善し、リスク防御の能力・水準を高めるよう督促する⁹。

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、地方政府の債務、不動産市場、生産能力過剰業種、各種シャドバンキングの業務、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¹⁰、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情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。

預金保険制度の組織的な実施を着実にしっかり行う。

総合的な措置を採用して金融の安定を擁護し、地域的・システミックな¹¹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

3月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は18.4兆元、前年同期比19.4%増であり、伸びは前年末より0.5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21.4%であり、前年末より0.1ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は11.2兆元、同17.9%増であり、伸びは前年末より0.3ポイント加速した。住宅開発融資残高は3.5兆元、同24.2%増であり、伸びは前年末より0.2ポイント減速した。土地開発融資残高は1.5兆元、同30.6%増であり、前年末より4.9ポイント加速した。

1-3月期、不動産融資の新規増は9935億円で、各種融資新規増に占めるウエイトは27%であり、前年同期より0.6ポイント高まった。

3月末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は1.3兆元、同64.3%増であり、伸びは不動産開発融資残高より42.1ポイント高かった。

(6月8日記)

⁹ 表現がやや詳細になっている。なお、金融イノベーション支援の記述は削除された。

¹⁰ 地方政府債務の整理・処理と地方融資プラットフォームへの貸出の記述が削除された。

¹¹ 地域リスクとシステミックリスクの順番が入れ替わった。