

# 人民銀行第 3 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

## はじめに

本稿では、11月6日に公表された第3四半期（7-9月期）貨幣政策執行報告の概要を紹介する。

## 1. マクロ経済の展望

### 1.1 概況

現在、世界経済はなおリバランスの調整期にある。中国経済も「新常态」に入っており、その核心は経済構造調整と経済発展方式の転換である。新情勢に立脚し、新しい視角を運用して世界経済と中国経済を観察・理解する必要がある。

2015年に入り、中国経済は総体として平穏で比較的速い成長態勢を維持しており、世界経済が分化し複雑な大背景下、このような経済成長を実現することは容易ではない。

成長の質・効率からみると、雇用は基本的に安定を維持し、経済成長に対する消費の寄与は更に上昇し、第3次産業がGDPに占めるウエイトは既に50%を超え、前年同期より2.3ポイント高まった。中国経済の成長は、更にバランスがとれており、構造は最適化傾向にある。

更に重要なことは、少なからぬ経済分野の内生的な活力が徐々に増強され、起業・イノベーションのブームが興り、いくらかの新しい業態・新しいモデルの発展は速く、民間投資のウエイトが比較的高く、投資構造も更に合理的になっている。

工業企業の利潤からみると、一部省区及び鉱山採掘等の業種の利潤の下落幅がかなり大きい。いくらかの省区と業種の利潤は2ケタ以上のかかなり速い伸びを維持している。

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地域・業種では、より強い発展の勢いが現れ、典型的な経済構造調整時期の特徴が現われている。

中長期的には、発展途上の大国として、中国経済はなお相当大的な成長の余地と潜在力を有しており、新しいタイプの都市化とサービス業の発展の余地はいずれも比較的大きく、国内地域の差異はなおかなり顕著であり、経済の強靱性が良好で、潜在力が十分で、挽回の余地が大きいという特質に変わりはない。大衆による起業・万人によるイノベーションの推進と、公共財・公共サービス供給の拡大が形成する新たな2つのエンジンは、正にその役割を発揮しており、構造調整と改革を通じて成長の余地と潜在力をさらに発揮する。

短期的には、これまで打ち出した一連のマクロ・コントロール措置の累積効果が徐々に現われており、流動性は全体として充足され、市場金利は低レベルで安定的に運営され、貸出・債券等の資金調達コストは引き続き低下しており、金利・為替レート市場化改革

は新しい歩みを不断に踏み出し、金融資源の市場化された配分と調節のメカニズムが一層整備されている。これらはいずれも実体経済に対する金融の支援を強化し、資源の配分効率を高めることに資するものである。

現在、中国経済の成長の潜在的な産出水準に向けての収斂は、既に一定の時間を経過しており、経済成長の変化、構造調整、リスクの解消、発展方式の転換への各方面の認識が、より客観的・全面的になっていることも、構造調整と改革を一層深化させ、国民経済の質のより高い、より持続可能な発展を促進することに資するものである<sup>1</sup>。

## 1.2 リスク・試練

当然、発展の余地を十分に用い、成長の潜在力を発揮させ、持続的で安定した成長の新たな動力を形成することは、なおいくらかの試練に直面していることをも、見て取らねばならない。

### (1) 国際環境

金融危機後、世界経済は総体として疲弊しており、かつ内生性の特徴が現われており、世界貿易の伸びはかなり低く、外部経済による牽引作用は弱化している。FRBの利上げは、グローバルな金融資産の再配分をもたらし、金融市場の動揺が激化し、外部投資環境は更に複雑化するものと予想される<sup>2</sup>。

### (2) 国内経済

供給の構造的矛盾は依然かなり際立っており、伝統産業と過剰生産能力の下方調整の慣性力は依然かなり大きく、収益の低い企業が大量の資源を占有していると同時に、新しい分野の成長の潜在力発揮が不足しており、経済活力に影響を及ぼしている。経済の下振れ圧力は依然存在しており、債務水準はなお上昇している。

見て取るべきは、現在わが国の周期的な問題と構造的な問題が相互に重なっているが、主要なものは構造的矛盾と発展方式上の問題だということである。構造調整・経済の転換と改革の上で一層のブレークスルーを得て、新しいタイプの都市化プロセスの中で体制メカニズムの問題を解決し、過剰生産能力の矛盾解消に力を入れ、資源配分における市場の決定的役割を更に十分発揮させなければならない。トップダウン設計と末端のイノベーションを結びつけ、新しい情勢下で新しいメカニズムを運用して地方の積極性・主动性をよく発揮させ、新しい経済成長スポットを早急に育成・強化し、成長の質と効率を高めなければならない。金融機関の奨励と規制のメカニズムを整備し、融資の持続可能性を維持し、金融資源を有効に配分する分野・空間を開拓しなければならない。

### (3) 物価

物価動向から見ると、物価上昇率はかなり低く、相対的に安定しており、構造的な特徴が現われている。構造調整の大背景の下、経済には段階的な下振れ圧力が存在し、一部分

---

<sup>1</sup> ゴチックは筆者。新しい言い方である。

<sup>2</sup> FRBの利上げに対する懸念の表現が、より強くなっている。

野の生産能力過剰問題がかなり際立っており、大口取引商品価格は低レベルを維持しており、総体としてみると物価上昇率はなお低レベルの運行を維持する蓋然性がかなり大きい。総需要が安定の中である程度鈍化している情況下、個別商品価格の上昇が物価全体水準を持続的に推し上げることは難しい。

現在、PPI と CPI の間の乖離がかなり大きい<sup>3</sup>。PPI は連続 40 ヶ月余りマイナス区間にあり、伝統工業分野の生産能力過剰の矛盾がなお比較的際立っていることを反映しており、同時に、かなり大きな程度国際大口取引商品価格の大幅な反落の影響を受けてもいる。CPI の上昇率は低レベルのプラスを維持しており、消費需要がおおむね安定していることを反映している。労働コスト・サービス業価格等には一定の硬直性があり、これと同時に、不動産価格等はなお上昇しており、その他の分野に波及する可能性がある。物価動向は、より複雑で構造化した特徴を示している。

引き続き物価動向の発展・変化を観察・分析し、次の段階の物価動向に密接に関心を持ち、これに対するに、区別して対応し、重点にしっかり取り組み、多くの措置を併せて打ち出し、統一して企画し多方面を併せ考慮する必要がある。

## 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・5 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・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 of 適切な度合を維持し、適時事前調整・微調整を行い、的確性・柔軟性を増強し、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、コントロールのモデルを更に整備し、**価格型の調節と伝達メカニズムを強化し**<sup>4</sup>、金融政策の実体経済への伝達ルートを通させ、金融運営における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。

(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・貸出と社会資金調達規模の合

<sup>3</sup> 今回はじめて PPI と CPI の乖離に詳しく言及している。

<sup>4</sup> 預金金利の自由化に伴い、この 1 節が追加された。

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、流動性と市場金利<sup>5</sup>の水準をうまく調節し、短期金融市場の安定を維持する。

商業銀行が流動性と資産・負債の管理を強化し、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。

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<sup>6</sup>。

## (2) ストックを活性化し、フローを最適化して、経済構造の調整と転換・グレードアップを支援する。

実体経済に金融が奉仕するという本質的要求を堅持し、流動性の投入方向・構造を引き続き最適化し、「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・担保補充貸出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。

開発性・政策性金融の役割を発揮させ、バラック地区の改造・水利・中西部鉄道等の分野への金融サービスを増やす。

金融機関を奨励・誘導し、製造強国建設に対して支援を増やし、産業構造の戦略的調整、インフラ建設と船舶・流通・エネルギー・科学技術・文化等の重点分野の改革・発展に対する金融サービスを引き続きしっかり行い、養老・ヘルスケア等のサービス業の発展のための金融支援を増やし、大衆による起業・万人によるイノベーションに適応した金融商品・金融サービスを積極的に提供させる<sup>7</sup>。

銀行を督促し、生産能力過剰という矛盾を解消するための金融支援をしっかりと実施させ、グリーン金融を大いに発展させる。

北京・天津・河北の協同発展、長江経済ベルト建設への金融支援をしっかりと行う。

貸出資産の証券化市場の健全で持続的な発展をさらに推進する<sup>8</sup>。

新しいタイプの農業経営主体に対する金融サービスを改善・整備し、農村の土地請負権・経営権を担保とする貸出テストを慎重かつ穏当に推進し、金融機関を誘導して農業インフラ、農業対外協力、現代的な種苗業、新しいタイプの都市化等「三農」の重点分野への支援を更に強化する<sup>9</sup>。

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、政策の実施状況のフォロー

---

5 預金金利の自由化に伴い、市場金利が追加された。

6 差別化した準備金の動態調整メカニズムの記述が削除され、全体として文章が簡潔になった。

7 このパラグラフが新たに追加された。

8 この1節は、もともと(4)にあるが、ここにも重複して追加された。

9 「三農」の記述が大幅に追加された。

アップ・モニタリングを強化し<sup>10</sup>、小型・零細企業の多元化された資金調達ルートを開拓する。

貧困扶助の金融サービスメカニズムを整備し、インクルーシブな（普く恩恵が及ぶ）金融を大いに発展させ、雇用、就学支援等の民生金融の新局面の開拓に努力する。

多くの措置を併せて打ち出し、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<sup>11</sup>。

**（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。**

金融機関を更に督促し、健全な内部コントロール制度を整備させ、自主的・合理的な金利決定能力とリスク管理水準を増強し、市場基準金利とイールドカーブを引き続き育成し、市場化した健全な金利形成メカニズムを不断に整備する。

中央銀行の健全な政策金利体系を整備し、金利コントロール能力を増強し、中央銀行の政策金利が金融市場さらには実体経済へと伝達するメカニズムを調整する。

金融機関の非理性的な金利決定行為への監督管理を強化し、市場による金利決定の自律的なメカニズムの重要な作用を発揮させ、業界の自律性とリスク防止を強化し、公平な金利決定秩序を擁護する<sup>12</sup>。

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管理の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、人民元のクロスボーダー使用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流動へのマクロ・プルーデンス管理を整備する。

**（４）金融市場のシステムを整備し、経済成長の安定、経済構造の調整及び転換・グレードアップの推進、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、経済構造の調整と転換・グレードアップのために効率の

---

<sup>10</sup> この１節が新たに追加された。

<sup>11</sup> 前回の報告にあった、金融サービス・商品の刷新、差別化した住宅ローン政策の記述は削除された。

<sup>12</sup> 預金金利が完全自由化されたため、表現が全面的に書き改められた。

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。

投資家群を豊富にし、多角的な参加主体を育成し、金融市場・金融商品・投資家・融資仲介の多角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。

貸出資産の証券化市場の健全な発展を更に推進する。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推進する。

**対外開放を拡大し、国外機関が国内で人民元建債券を発行することを一層推進する<sup>13</sup>。**

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。農業銀行の管理体制と運営メカニズムの改革深化を引き続き推進し、「三農金融事業部」の县域経済へのサービス能力・水準を不断に高める。引き続き交通銀行改革深化方案の実施を推進し、その市場競争力を不断に高める。

政策性・開発性金融機関の改革方案を早急に実施し、業務の区分、コーポレートガバナンスの健全化、リスク補償メカニズムの整備、定款修正等の後続政策を早急にしっかり行い、3銀行の改革が法規に則って、穏当に順序立てて推進されることを確保し、国家戦略に奉仕する機能・役割を十分発揮させる<sup>14</sup>。

資産管理会社の商業化転換を引き続き推進する<sup>15</sup>。

**(6) システミック金融リスクを有効に防止・解消し、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・流動性管理を強化し、リスク防御の能力・水準を高め

---

<sup>13</sup> 新たに追加された。

<sup>14</sup> 表現が大幅に改められた。

<sup>15</sup> 各類型の金融機関・金融サービス組織・仲介機関の発展、インターネット金融の記述が削除された。

るよう督促する。

システミック金融リスクの防止・事前警告・評価の健全な体系を整備し、リスクの隠れた弊害を動的に厳重にチェックして、金融市場の予想の安定化を重視する。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、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<sup>16</sup>。

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、**職責の分業に基づき、インターネット金融に対する監督管理を強化し、地方金融の監督管理責任制を一層実施し、各種金融リスクを遅滞なく防止・解消する**<sup>17</sup>。

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

6月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は20.2兆元、前年同期比20.9%増であり、伸びは6月末より1.5ポイント高まった。各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは22.0%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12.4兆元、同21.6%増であり、伸びは6月末より3.4ポイント加速した。住宅開発融資残高は3.8兆元、同21.0%増であり、伸びは6月末より0.9ポイント減速した。土地開発融資残高は1.6兆元、同28.2%増であり、伸びは6月末より4.6ポイント減速した。

1-9月期、不動産融資の新規増は2.8兆元で、前年同期より7016億元多く、各種融資新規増に占めるウエイトは28.4%であり、1-6月期より0.3ポイント低くなった。

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1.7兆元、同61.7%増であり、伸びは6月末より3.5ポイント加速した。1-9月期は5466億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の80.1%を占め、ウエイトは1-6月期より11.5ポイント高まった。

(11月19日記)

---

<sup>16</sup> 金融市場の予想の安定化が削除された。

<sup>17</sup> 新たに追加された。金融の総合統計システムと情報共有メカニズムは削除された。