

人民銀行第 4 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

はじめに

本稿では、2月6日に公表された第4四半期（10－12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、世界経済はなお深刻なバランスの調整期にあり、異なる経済プレートとマクロ政策は引き続き分化しており、国際金融市場の震動は激化している。錯綜し複雑なグローバル経済環境の下、中国経済は総体として中高速成長を維持しており、依然として世界で成長が最も速い大型経済体の1つであり、経済成長はよりバランスがとれ、構造の最適化傾向にあり、少なからぬ注目点も現われている。

2015年の都市新規就業増は1300万人を超え、経済成長に対する消費の寄与率も前年比で15.4ポイント高まり、GDPに占める第3次産業のウエイトは50%を超え、前年より2.4ポイント高まった。消費とサービス業は、正に経済成長を安定させる重要な牽引力となっている。

現在、中国経済の下振れ圧力は主として、資源・エネルギー等の伝統産業と生産能力過剰業種から来ており、同時に新たな成長動力も生育中であり、行政の簡素化・権限の下方委譲等一連の措置の助力・推進の下、民間の起業・イノベーションのブームが沸き起こっている。少なからぬ新業態・新モデル・新分野が勢い盛んに発展し、一部分野内の生活力は増強され、いくらかの省区と業種の企業利潤は2ケタ以上のかなり速い伸びを維持している。

短期的に見ると、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、流動性が全体として充足され、市場金利が引き続き低レベルで平穏な運営を維持しており、マネー・貸出の伸びが比較的速いことは、いずれも経済成長の安定に資するものである。

長期的に見ると、中国経済が好転しているというファンダメンタルズに変わりはなく、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は変わりはなく、サプライサイド構造改革が引き続き推進されるに伴い、全要素生産性がより高まることが期待され、国民経済のより質の高いより持続可能な発展の実現を促進することになる¹。

¹ ゴチックは筆者。中央経済工作会議で「サプライサイド構造改革」が全面的に打ち出されたことに伴い、新たに盛り込まれた。

1.2 リスク・試練

現在、内部外部の情勢は依然錯綜し複雑であり、経済発展と構造調整はなお少なからぬ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

FRB が引き続き利上げ²をするテンポ・程度等には不確実性が存在し、政策のスピルオーバー効果はクロスボーダー資本流動、主要資源の配分、新興金融市場、マクロ政策等に、いずれも重大な影響を生み出す。

グローバル・バリュー・チェーンの再生と貿易投資構造には変化が発生しており、先進经济体の回復がわが国の経済を牽引する作用が弱化する可能性があり、地縁政治もより複雑化傾向にあり、不確定・不安定要因は依然かなり多い。

最近、いくつかの国際組織・機関は世界経済成長率の予測を引き下げている。世界銀行は、既に 2016 年の世界経済成長率予測を 3.3% から 2.9% に引き下げた。

(2) 国内経済³

供給の構造的矛盾は依然かなり際立っており、供給過剰と供給不足が併存し、構造的な生産能力過剰がかなり深刻であり、不動産等の業種の在庫がかなり大きく、いくらかの新分野の成長潜在力の発揮が不足しており、市場は調節機能を発揮し難く、経済活力に影響を及ぼしている。

企業コストと経済運営コストの上昇がかなり速く、一部の分野では生産性の上昇速度を超えており、経済競争力の増強に不利となっている。

経済の下振れ圧力が依然かなり大きく、同時に債務水準がなおかなり速く上昇しており、経済・金融分野のリスクがますます露わになっている。

見て取るべきは、これらの矛盾は主として構造的なものであり、これらの問題をしっかり解決するカギは、総需要を適度に拡大すると同時に、サプライサイド構造改革を早急に推進し、生産能力を削減し、在庫を削減し、脱レバレッジを進め、コストを引き下げ、不足を補充するという 5 大任務にしっかり取り組まなければならないということである。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、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・主動性をよく発揮させ、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。

石油等大口取引商品の価格は低レベルで運行されており、国内経済になお段階的な下振

² FRB の利上げが盛り込まれた。

³ サプライサイド構造改革の内容が全面的に盛り込まれた。

れ圧力が存在し、構造的な生産能力過剰問題がかなり際立っており、加えてバラッサ＝サミュエルソン効果における非貿易財価格のキャッチアップ効果がなお一定期間持続するので、速度が鈍化する可能性があり、構造調整プロセスにおける物価上昇率は相対的にかなり低レベルを維持する蓋然性がかなり大きい。

しかし、見て取るべきは、現在物価の絶対水準は低くなく、かつ引き続き構造的な特徴を示しているということである。PPIとCPIの間はかなり大きな乖離を維持している。PPIは連続40ヵ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に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。

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払い、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、改革開放を堅持し、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、**サプライサイド構造改革の中で総需要管理をしっかりと行い、構造改革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、金融政策の実体経済への伝達ルートを疎通させ、経済・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、政策の組合せを最適化して、マクロ・プルーデンス管理を強化・改善し、マクロ・プルーデンス評価⁴を組織的にしっかり実施し、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、流動性と市場金利の水準をうまく調節し、短期金融市場の安定を促進し、量・価格両方面からマネー環境の安定と適度な中立性を維持する⁵。

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安排し、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⁶。

(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。

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。

金融資源配分において市場の決定的役割を発揮させ、政府の役割を更に好く発揮させることを軸に、金融の改革・発展を全面的に推進し、生産能力削減・脱レバレッジ・在庫削減・コスト引下げ・不足補充に関する党中央・国务院の各政策決定・手配を真剣に実施し、経済の転換・グレードアップを更に力強く支援し、实体经济の発展に更に好く奉仕する⁷。

銀行を奨励・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・鉄道・流通・エネルギー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と行い、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す。

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、鉄鋼・石炭等の業種の過剰生産能力解消と困難脱却・レベルアップを積極的に支援し⁸、グリーン金融の政策体系を早急に確立・整備する。

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。

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、銀行を誘導して水利、農業インフラ、第1次・第2次・第3次産業の融合、農業対外協力、現代的な種苗業、新しいタイ

4 マクロ・プルーデンス評価が盛り込まれた。

5 新たに盛り込まれた。

6 「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」という一文が削除された。

7 新たに盛り込まれた。

8 新たに盛り込まれた。

プの都市化等重点分野への支援を更に強化する⁹。

貧困扶助の健全な金融メカニズムを確立し、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、貧困地域への貸出を増やすよう金融機関を誘導する。

「三農」と小型・零細企業への政策誘導効果の評価を整備し、貧困扶助のための貸出・金融サービスの特別評価メカニズムを模索し、脆弱部分への貸出支援を増やすよう金融機関を誘導する¹⁰。

金融の機能・役割を更に発揮させ、起業・イノベーション・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支援を強化する¹¹。

女性・障害者・出稼ぎ農民・大学生の村役人への就職等集団就職・起業を政策の重点として¹²、雇用、就学支援等の民生金融の新局面の開拓に努力する。

（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。

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。

金利の波及メカニズムを模索し¹³、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、有効な方式を採用して金利決定行為を奨励・規制し¹⁴、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。

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、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流動へのマクロ・プルーデンス管理を整備する。

⁹ 水利と第1次・第2次・第3次産業の融合の記述が追加された。

¹⁰ 新たに盛り込まれた。

¹¹ 新たに盛り込まれた。

¹² 新たに盛り込まれた。

¹³ この節が新たに盛り込まれた。

¹⁴ この節が新たに盛り込まれた。

(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。

市場の基礎的制度建设と金融市場のインフラ建設を整備し、市場の監督管理を強化し、金融リスクを防止する。

健全な情報公開・信用格付け等の市場化された規制メカニズムの建設を更に強化して、発行情報の公開と重大情報の公開の要求を整備し、信用格付機関の格付行為を規範化して、仲介機関が職責履行を全うするための奨励・懲戒メカニズムを形成する¹⁵。

債券カウンター業務の品目を豊富にし、債券デリバティブの取引メカニズムを最適化し、集中清算メカニズムの刷新を推進する¹⁶。

条件のより多く符合した内外機関投資家を市場に参入させ、投資家群を豊富にし、インターバンク債券市場の投資管理効率を不断に高める。

市場の対外開放レベルを高め、条件により多く符合した国外発行者によるインターバンク市場での人民元債券発行を推進し、国外機関投資家の範囲を更に拡大し、対外開放における債券市場インフラの全体配置を整備し、国内外の市場システムと制度をしっかりとリンクさせる¹⁷。

(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。

政策性・開発性金融機関の改革方案を実施し、資本規制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、持続的な運営が可能な開発性・政策性金融機関を構築する¹⁸。

大型商業銀行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「三農金融事業部」の「三農」と区域経済へのサービス能力・水準向上を推進する。引き続き交通銀行改革深化方案を実施する。

資産管理会社の商業化転換を引き続き推進する。

15 新たに盛り込まれた。

16 新たに盛り込まれた。

17 文章が大幅に整理された。

18 表現が大幅に改められるとともに、順位が筆頭に繰り上がった。

(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、金融機関が改革を深化させるよう督促し、リスク防御の能力・水準を高める。

リスクのモニタリング・事前警告を強化し、リスクの隠れた弊害を動的に厳重にチェックして、企業の債務リスク、銀行貸出資産の質、インターネット金融、民間金融及び違法な資金調達、クロスボーダー資金流動等の分野のリスクに対するモニタリング・分析を強化し、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し、デフォルトのリスクを法に基づき処置する¹⁹。地方政府債務リスクを有効に解消し、政府債務管理を整備する²⁰。

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する。全方位の監督管理を強化し、各種資金調達行為を規範化し、インターネット金融のリスク特別対策を早急に展開し、金融リスクの防止・解消、金融犯罪の取締り、地方金融と社会の安定の擁護における地方政府の役割を確実にしっかりと発揮させる²¹。リスク案件を適切に処理し、違法な資金調達が蔓延する勢いに断固として歯止めをかけ²²、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

2015年末、主要金融機関(外資を含む)の不動産融資残高は21.0兆円、前年同期比21.0%増であり、伸びは2014年末より2.1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22.4%であり、2014年末より1.1ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は13.1兆円、同23.9%増であり、伸びは2014年末より6.3ポイント加速した。住宅開発融資残高は3.9兆円、同18.6%増であり、伸びは2014年末より5.7ポイント減速した。土地開発融資残高は1.5兆円、同12.8%増であり、伸びは2014年末より12.9ポイント減速した。

2015年、不動産融資の新規増は3.6兆円で、前年同期より8434億円多く、各種融資新規増に占めるウエイトは30.6%であり、2014年末より2.5ポイント高くなった。

2015年末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は1.8兆円、同59.5%増であり、伸びは2014年末より2.3ポイント加速した。2015年は6761.3億円増加し、同時期の不動産開発融資の増量の92.7%を占め、ウエイトは2014年末より37.7ポイント高まった。

¹⁹ デフォルト対策は、サプライサイド構造改革5大任務の重要内容となっている。

²⁰ 地方政府債務管理は、サプライサイド構造改革5大任務の重要内容となっている。

²¹ 新たに盛り込まれた。インターネット金融のリスク、地方政府の役割が強調されている。

²² 違法な資金調達防止は、サプライサイド構造改革の5大任務の重要内容とされている。

4. 預金準備率政策について

一部で、人民銀行が預金準備率引下げに慎重との報道が出ているが、これは貨幣政策執行報告の「コラム 5 準備金率、流動性と中央銀行 B/S」の次の表現が引用されたものである。

「開放されたマクロ構造の下、金融政策は為替レートの『ハードな制約』及び資産価格の国際間の『ハードな対比』の制約に直面している。本国の金融政策を過度に緩和すると、容易に自国通貨切下げ圧力をもたらす。もし、国内物価と住宅価格が高すぎれば、投資は国外の資産価格がより低い地方へと移る可能性がある。これらはいずれも、資本の外部流出と外貨準備の低下として表現される。

中央銀行の B/S からみると、準備金を例にとれば、もし法定預金準備率を引き下げたならば、負債の部のうちその他預金性会社預金の法定準備金が相応に超過準備金に転化し、銀行システムの流動性が増え、市場金利の低下が促進される。加えて、預金準備率引下げのシグナル的意義はかなり強いので、対策が緩和されるとの予想を強める可能性があり、これは一定の状況下では自国通貨の切下げ圧力増大をもたらす可能性があり、資本流出が増大して、外貨準備が低下する。

これは、B/S の『複式バランス』の結果からみれば、負債の部の準備金が低下すると同時に、資産の部の外貨準備も相応に低下することを意味する。

このため、開放されたマクロ構造の下、金融政策は国際的視野をもたねばならず、資源配分・経済の動態均衡に対する金融政策の影響についてより注意を払い、これらの影響が最終的にクロスボーダー資金の流動として現われる可能性があることに注意しなければならない。

金融政策は適度な中立性を維持しなければならず、構造調整プロセスにおいて出現する総需要の慣性的な下降を防止するだけでなく、過度に放水し市場が有効に調節機能を発揮することを妨げてはならない。多様な金融政策手段の組合せを総合的に運用し、経済構造の調整と転換・グレードアップのために適切なマネー・金融環境を作り上げなければならない」。

(2月10日記)