

# 人民銀行第 1 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

## はじめに

本稿では、5月6日に公表された第1四半期（1-3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

将来かなり長期にわたり、世界経済はなおリバランスの調整期にある。中国経済も構造調整とサプライサイド構造改革推進のプロセスにある。少なからぬ問題と試練に直面しているが、中国経済が持続的に成長するファンダメンタルズは変わっておらず、強靱性が強く、潜在力が十分で、挽回の余地が大きいという特質は変わっておらず、新しいタイプの都市化はなお大きな潜在力があり、改革のボーナス効果が不断に発揮されるのに伴い、中国経済が引き続き中高速成長を維持する望みがあることを見て取らなければならない。

行政の簡素化・権限の開放等の一連の改革措置による推進助力の下、新たな成長動力が育まれており、民間の起業・イノベーションのブームが沸き起こり、少なからぬ新業態・新モデル・新分野が勢い盛んに発展し、一部分野の内生活力が増強され、一部の省区と一部の企業利潤は、2桁以上のかかなり速い成長を維持している。

公共サービス分野の発展の余地・潜在力は依然大きく、消費とサービス業は経済成長を安定させる重要なエンジンとなっている。2016年1-3月期、GDPに占める第3次産業の付加価値のウエイトは56.9%であり、前年同期より2.0ポイント高まり、第2次産業より19.4ポイント高まった。とりわけ、科学技術・情報サービス業等の成長がかかなり速い。

これまでに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、流動性が全体として充足し、市場金利が低レベルで平穏な運営を維持し、マネー・貸出と社会資金調達総量はかなり速く伸びていることは、いずれも経済成長の安定に資するものである。

1-3月期の経済運営には積極的な変化が出現し、工業生産は鈍化の中で安定傾向にあり、固定資産投資の伸びはある程度反転上昇している。最近、IMF等の国際機関は、中国経済の成長率の予想を普遍的に上方改定している。

### 1.2 リスク・試練

当然、内部外部の情勢はなお複雑であり、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

世界経済の成長はかなり疲弊しており、先進経済体の成長の勢いはある程度弱まり、一部の新興経済体の経済情勢はかなり峻厳である。国際金融市場の自信は比較的脆弱であり、FRB が引き続き利上げをするテンポ・程度等にはなおかなり大きな不確定性が存在し、一部経済体はマイナス金利等の非伝統的な金融政策を打ち出しており<sup>1</sup>、これらの政策のスピロオーバー効果及びその他経済体の逆流効果は、グローバルなクロスボーダー資本流動、主要資産の配分、金融市場及びマクロ政策等に、影響を生み出している。地勢学による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。

## (2) 国内経済

構造的矛盾はなおかなり際立っており、経済の反転上昇は不動産とインフラ投資への依存がかなり大きく、民間投資の伸びとそのウエイトが低下し<sup>2</sup>、経済の内生的成長動力はなお増強が必要である。

供給過剰と供給不足が併存し、いくらかの新分野の成長潜在力の発揮が不足しており、経済活力に影響を及ぼしている。債務のレバレッジの上昇がかなり速く、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の推進を断固として主線とし<sup>3</sup>、新たな発展動力エネルギーの育成を加速し、伝統的な比較優位性を改造・グレードアップし、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み、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、市場の自信を一層奮い立たせなければならないということである。

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、国有企業改革を深化させ、非公有制経済の健全な発展を促進し、成長の質と効率を高め、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、インフレ率はある程度上昇しており、将来の変化になお注意を払わなければならない。1-3 月期のインフレ率には一定の反転上昇が出現しており、各方面がかなり注目している。

現在直面している内外環境からすると、世界経済は総体としてかなり疲弊しており、リバランスの調整はかなり長期間を経過しており、国内経済構造調整プロセスはなお終息し

---

1 ゴシックは筆者。今回はマイナス金利政策が新たに追加されている。

2 新たに盛り込まれた。

3 これは第 13 次 5 ヵ年計画の方針である。

ておらず、経済の反転上昇の基礎はなお堅固ではなく、下振れ圧力は依然として存在する。これに加えて最近のマネーサプライの伸びはハイレベルである程度安定化しており、穀物に対する豚肉の相対価格は歴史的ハイレベルにあり、将来反落する可能性もある。もしこの傾向が続くのであれば、総体として見て物価の基本的安定の維持に有利である。

当然、最近国際大口取引商品価格は反転上昇しており、これまで累積したマクロ政策要因が物価に一定の圧力を形成する可能性があり、住宅価格のかなり速い上昇がインフレ期待を強化しており、これに加えて物価の絶対水準がかなり高いこともインフレに対する庶民の感受性をより強烈にすることをも見て取らねばならない。

将来の物価動向は、大きな程度経済運営の状況とマクロ政策の把握度によって決まるので、引き続き密接に観察しなければならない<sup>4</sup>。

## 2. 今後の金融政策の考え方

人民銀行は18回党大会、18期3中全会・4中全会・5中全会、中央経済工作会議及び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、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、適度な柔軟性を維持し、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一層整備し、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スムーズにし、マクロ・プルーデンス政策の枠組みを整備し<sup>5</sup>、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、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<sup>6</sup>。**

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

---

<sup>4</sup> 前回よりも、インフレへの警戒がやや強まっている。

<sup>5</sup> マクロ・プルーデンス政策が追加された。

<sup>6</sup> 見出しからマクロ・プルーデンス政策とマクロ・プルーデンス管理・評価が削除され、マクロ・プルーデンス政策は(6)に、マクロ・プルーデンス管理・評価は(1)の本文に移された。

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、マクロ・プルーデンス管理を強化・改善し、マクロ・プルーデンス評価を組織的にしっかり実施し、量・価格両方面からマネー・金融環境の安定と適度な中立性を維持する。

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高めるよう引き続き誘導する。

## (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、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、貸出政策の方向を定めた構造調整機能を強化し<sup>7</sup>、金融機関が貸出構造を最適化するよう誘導する。

生産能力削減・脱レバレッジ・在庫削減・コスト引下げ・不足補充という 5 大任務を軸に、貸出政策の実施方式を転換し、貸出政策の執行力・誘導力を引き上げる<sup>8</sup>。

金融機関を奨励・誘導して、製造強国建設に対する支援を増やし、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。

金融機関を督促して、工業の安定成長・構造調整・収益増加<sup>9</sup>を金融支援する各政策を完全実施し、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、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等重大戦略への金融サービスをしっかりと行う。

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法に基づき穏当かつ規範的に推進し<sup>10</sup>、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、新しいタイプの都市化等重点分野への支援を更に増やす。

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、貧困への金融支援情報のリンク・共有を強化し、精確な貧困扶助と産業面での貧困扶助を有機的に結びつけ、貧困への金融支援政策が真に実効を上げることが保証する<sup>11</sup>。

「三農」と小型・零細企業への政策誘導効果の評価、及び貧困扶助への貸出・金融サー

7 「方向を定めた預金準備率引下げ」の代わりに盛り込まれた。

8 新たに盛り込まれた。

9 「生産能力過剰の解消」から置き換えられた。

10 「慎重に」が削られ、表現がやや前向きになった。

11 表現が全面的に書き改められた。

ビスの特別評価メカニズムを整備し、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。

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増やす。

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、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、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好く発揮させ、有効な方式を採用して金利決定行為を奨励・規制し、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、人民元のクロスボーダー使用<sup>12</sup>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。**

市場のイノベーションを推進し、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完備し、市場の監督管理を強化し、金融リスクを防止する。

---

<sup>12</sup> 「決済」から「使用」に表現が変更された。

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確立して、発行情報の公開と重大情報の公開の要求を完備し、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。

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。

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。

#### **(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の深化を引き続き推進し、農業銀行の「三農金融事業部」改革の成果を密接にモニタリング・評価し<sup>13</sup>、地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を引き続き推進・実施し、市場競争力を高める。

政策性・開発性金融機関の改革方案の実施を加速し、関係機関と共に改革方案の要求と職責分業に基づき、業務の区分・ガバナンス構造の健全化・リスク補償メカニズムの整備・定款の改正等の後続政策を早急にしっかり実施し、3銀行の金融サービスと持続可能な発展能力を着実に引き上げ、重点分野・脆弱部分・カギとなる時期における開発金融・政策金融の重要な役割を更に好く発揮させる<sup>14</sup>。

郵貯銀行の株式制改革<sup>15</sup>と資産管理会社の商業化転換を引き続き推進する。

#### **(6) マクロ・プルーデンス政策の枠組みを整備し<sup>16</sup>、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。**

金融リスクのモニタリングと重点分野のリスクの厳重なチェックを一層強化し、实体经济とりわけ生産能力過剰業種・不動産・地方政府債務等の分野のリスクに注意を払う<sup>17</sup>。

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

13 農業銀行改革の表現がより踏み込んだものとなっている。

14 表現が大幅に改められるとともに、順位が筆頭から二番目に戻った。

15 郵貯銀行改革が新たに追加された。

16 マクロ・プルーデンス政策が(1)から移り、見出しに追加された。

17 サプライサイド構造改革の内容が盛り込まれた。

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、金融機関と市場のリスクのストレステストを引き続きしっかり行い、遅滞なくリスクを提示し、対応案を整備し、多様な措置・手段を運用したリスク防止・解消を模索する<sup>18</sup>。

マクロ・プルーデンス管理を強化し、景気サイクルに順じ、業種をまたがり、市場をまたがった金融リスクを有効に防止する。

資本市場体制メカニズムの改革を深化させ、資本市場の安定し健全な発展を促進する<sup>19</sup>。

インターネット金融のリスク特別対策を展開し、民間金融を規範化して、違法な資金調達に対する取締りを強化する。

預金保険制度の宣伝と投資家教育を一層強化し、局部的・異常な集中取付けの有効な解消と預金者の信頼擁護の方面での預金保険制度の役割を更に十分に発揮させる<sup>20</sup>。

地域金融の監督管理責任制を一層推進・実施し、金融リスクの防止・解消、金融犯罪の取締り、地域金融の擁護と社会の安定における地方政府の役割を確実にしっかり発揮させる。

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<sup>21</sup>、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

3月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は22.5兆元、前年同期比22.2%増であり、伸びは2015年末より1.3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22.8%であり、2015年末より0.5ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は14.1兆元、同26.5%増であり、伸びは2015年末より2.6ポイント加速した。住宅開発融資残高は4.0兆元、同13.2%増であり、伸びは2015年末より5.4ポイント減速した。土地開発融資残高は1.8兆元、同22.8%増であり、伸びは2015年末より10.0ポイント加速した。

1-3月期、不動産融資の新規増は1.5兆元で、前年同期より5045億元多く、各種融資新規増に占めるウエイトは32.5%であり、2015年より1.9ポイント高くなった。

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1.9兆元、同45.4%増であり、伸びは2015年末より14.1ポイント減速した。1-3月期は396.3億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の22.0%を占める<sup>22</sup>。

(5月19日記)

---

18 新しく盛り込まれた。

19 新しく盛り込まれた。

20 新しく盛り込まれた。預金保険制度の知識が普及していないことが分かる。

21 新しく盛り込まれた。今回は違法な資金調達の取締りが繰り返し強調されている。

22 2015年の92.7%からウエイトが大きく減少した。