

人民銀行第 2 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

はじめに

本稿では、8月5日に公表された第2四半期（4-6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、世界経済はなお深い調整期にある。中国経済は、新旧の動力エネルギーの転換・接続、構造調整と転換・グレードアップのカギとなる時期にあり、調整と改革はその中を貫く主線である。

中国経済の強靱性が強く、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、中国の1人当たり国民所得は世界平均水準と比べてなおかなり大きな格差があり、国内をみても異なる地域間の格差が比較的大きく、1人当たり域内生産が最高の省は、最低の省と比べて約4倍を超えており、成長と転換・グレードアップの余地・潜在力はなお大きい¹。

サプライサイド構造改革、規制緩和とイノベーション駆動による戦略の推進下で、中国経済の新たな動力エネルギーが累積されており、伝統的動力エネルギーの改造・グレードアップも加速しており、ニューエコノミー・新産業・新たなビジネスモデルが急速に発展していることは、効率を高め、コストを引き下げ、転換を促進し、雇用を保障することにとって、重要な役割を發揮している。

2016年上半期、ハイテク産業と装置製造業が一定規模以上の工業に占めるウエイトは、前年同期に比べて、それぞれ0.7、1.2ポイント高まった。

消費とサービス業は、着実に経済成長を安定させる重要なエンジンとなっており、上半期のサービス業がGDPに占めるウエイトは54.1%に達し、前年同期より1.8ポイント上昇した。経済成長に対する消費の寄与率は70%を超え、前年同期より約13ポイント上昇した。

雇用は相対的に十分な状態であり、上半期都市新規就業増は前年同期と基本的に同水準である。

ニューエコノミーの推進下、GDP単位当たりエネルギー消費は低下し、グリーン発展は新たな進展をみている。

将来、これらの新たな動力エネルギー、新たなモデルは、なお安定成長・転換促進にとって、引き続き重要や役割を發揮する。

さらに見て取るべきは、現在マクロ・コントロールの経験がより豊富となり、一連のマ

¹ 今回は、経済格差の問題が強調されている。

クロ・コントロール措置の累積効果が徐々に顕在化し、流動性が全体として充足し、市場金利が低レベルでの平穏な運営を維持しており、マネー・貸出と社会資金調達総量がかか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ということである。IMFも、7月に中国の経済成長の予想を引き上げている。

1.2 リスク・試練

当然、将来一時期の内外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

世界経済は、国際金融危機後の深い調整期から全く抜け出しておらず、回復は期待に及ばず、分化と動揺がなお続き、脱グローバル化・貿易保護主義が台頭しており、地政学による政治がより複雑化傾向にある。

英国のEU離脱の影響はなお続いており、FRBの今後の金融政策のテンポ・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金融政策を打ち出している。これらの政策のスピル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、影響を生み出しており、不確定・不安定要因は依然かなり多い²。

(2) 国内経済

構造的矛盾は依然際立っており、経済は不動産とインフラ投資への依存がかなり大きく、金融等の資源が一層集中し³、民間投資の伸びとそのウェイトが引き続き低下し、経済の内生的成長動力はなお増強が必要であり、伝統的動力エネルギーの転換と新たな動力エネルギーの育成という任務は依然として非常に困難である。

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。債務のレバレッジがかなり速く上昇しており、地域経済の分化がかなり明白で⁴、経済・金融分野のリスクが徐々に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と解決するカギは、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、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、「開放・管理・サービス」と財政・税制等の重点分野の改革を引き続き深化させ、「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大任務を全面実施し、**国有企業改革を深化させ、新しいタイプの都市化を推進し、労働力市場の柔軟性を高め、資産バブルを抑制し、マクロの税**

² 一部新興経済体の経済が峻厳であるとの記述はなくなった。

³ 新たに盛り込まれた。

⁴ 新たに盛り込まれた。

負担を引き下げ⁵、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、市場の予想を安定させ⁶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・主动性をよく発揮させ、非公有制経済の健全な発展を促進し、消費拡大とサービス業発展という不十分な分野においてブレークスルーを得て⁷、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

物価動向は相対的に安定している⁸。

現在の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、国内経済は正に構造調整と転換のプロセスにあり、経済運営はなお一定の下振れ圧力に直面しているが、マネー・貸出の伸びはなお比較的平穏である。このような大きな環境の下、物価上昇率は低レベルで相対的に安定することが期待される。

しかしながら、現在国内物価の絶対水準が低くなく、インフレ期待がなお不安定で、工業品価格の反転上昇がかなり速く、不動産価格の上昇はある程度鈍化しているものの、前期の住宅価格のかなり速い上昇が徐々に波及する可能性があり、一部地域の洪水災害も農産品価格に一定の衝撃を生み出す可能性があることを見取らねばならない。

将来の物価の変化について、引き続き密接に注意を払わなければならない。

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・国务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

5 ゴシックは筆者。7月26日の党中央政治局会議の表現が盛り込まれた。これは、李克強総理の主張に近い。

6 新たに盛り込まれた。

7 新たに盛り込まれた。

8 1-3月期にみられたインフレへの懸念はなくなった。

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がスムーズにし、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。マクロ・プルーデンス政策の枠組みを整備し、システミック金融リスクを発生させない最低ラインを固守する。

(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。

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、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・金融環境の穏健さ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安排し、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、金融機関が貸出構造を最適化するよう誘導する。

サプライサイド構造改革推進に対する貸出政策の役割を一層強化し⁹、三農、小型・零細、起業・イノベーション等の分野に対する金融サービスをしっかりと行う。

金融機関を誘導して、区別して対応し、支援と抑制を区別し、進退を秩序立てて行うことを堅持し¹⁰、工業の安定成長・構造調整・収益増加、過剰生産能力の解消、グリーン貸出の発展、製造業の転換・グレードアップを支援する金融サービスを積極的にしっかりと行わせる。

中西部鉄道、長江経済ベルト建設¹¹等国家重大インフラと重大戦略プロジェクト建設への金融支援を強化する。

養老・家事・ヘルスケア消費等の新たな消費分野と現代サービス業に対する金融サービス水準を不断に高め、新旧発展動力エネルギーの接続・転換を加速し、経済の質・効率の

⁹ 5大任務の具体的記述は削除された。

¹⁰ 新たに盛り込まれた。

¹¹ 「北京・天津・河北の協同発展」が削除された。

向上と転換・グレードアップを推進する¹²。

金融による精確な貧困扶助を着実に推進し、精確な貧困扶助の情報システムを普及・試用し、貧困への金融支援情報のリンク・共有のメカニズムを確立・整備する¹³。転地貧困扶助移転特別金融債券の発行規模・期限を合理的に按配し、転地貧困扶助移転貸出資金の資金調達が遅滞なく十分に行われることを保証する¹⁴。

新しいタイプの農業経営主体に対する金融サービスを着実にしっかり行い、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、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強化する。

「三農」と小型・零細企業への貸出政策の誘導効果の評価、貧困への精確な金融支援の政策効果の評価制度を検討・確立する。

大衆による起業・万人によるイノベーションに係る金融商品・サービスを刷新し、起業・イノベーションを金融支援する市場化された運営の長期有効なメカニズムを積極的に模索する¹⁵。科学技術を金融と結びつけるテストを推進し¹⁶、科学技術・文化・消費・戦略的新興産業等国民経済の重点分野への金融支援を強化する¹⁷。

（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の金融市場さらには実体経済への伝達をスムーズにする。

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。

12 新たに盛り込まれた。

13 貧困扶助の順位が上がった・

14 新たに盛り込まれた。

15 記述が詳細になった。

16 新たに盛り込まれた。

17 インクルーシブファイナンス、雇用・就学への金融支援の記述はなくなった。

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。

市場の基礎的制度和金融市場のインフラを整備し、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、債券及び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。債券市場の対外開放を適切に推進し、国外機関による国内債券市場での発行・取引の簡便性を高める¹⁸。

金融市場のインフラ建設と統一的な企画・管理を強化し、市場の安全で効率の高い運営と全体的な安定を保証する¹⁹。

信用リスクの健全な処理メカニズムを早急に確立し、債券市場へのマクロ・プルーデンス管理の枠組みを確立する²⁰。債券市場の管理協調と部門を越えた監督管理の協同を強化し、直接金融のウエイト引上げ、金融リスクの防止・解消、資源配分の最適化方面における債券市場の役割を確実に発揮させる²¹。

(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「三農金融事業部」を引き続き推進し、管理体制と運営メカニズムの改革を深化させ、改革の成果を密接にモニタリング・評価し、県事業部の県域経済へのサービス能

18 表現が簡潔になった。

19 新たに盛り込まれた。

20 新たに盛り込まれた。

21 新たに盛り込まれた。

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、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の実施を加速し、関係単位と共に改革方案の要求と職責分業に基づき、定款の改正²²・ガバナンス構造の健全化・業務の区分・リスク補償メカニズムの整備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。

郵貯銀行の株式制改革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、システム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・評価・事前警告・処理システムを整備し²³、リスクの隠れた弊害を全面的・厳重にチェックし、実体経済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。

企業の債務リスク、銀行資産の質と流動性の変化状況²⁴、インターネット金融、民間金融及、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、事前対応案を整備し、多様な措置・手段の運用を模索して、遅滞なく金融リスクを解消・適切に処理する²⁵。

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、市場をまたがったリスク及びリスクの伝染²⁶に対する分析・研究・判定を強化する。

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。

預金保険制度の実施に係る各施策を引き続きしっかり行い、リスクによる差別化した保険料率等核心となるメカニズムが役割を発揮するよう着実に推進すると同時に、預金保険の早期是正・秩序立った処理等の措置と組み合わせ、金融セーフティネットを整備する²⁷。

違法な資金調達活動を厳格に取り締まり、違法な資金調達が蔓延する勢いに歯止めをかけ、民間金融リスクの事件処理をしっかりと行う。

最低ラインを守るという考え方を強化し、遅滞なく有効な措置を採用し、システム金融リスクを発生させない最低ラインを固守する²⁸。

22 定款の改正が筆頭に移った。

23 「評価・事前警告・処理システムの整備」が盛り込まれた。

24 「流動性の変化状況」が追加された。

25 ストレステストの記述が削除された。

26 「リスクの伝染」が追加された。

27 預金保険に関する記述が詳細になった。

28 インターネット金融、地域金融に関する記述が削除された。

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23.9兆元、前年同期比24.0%増であり、伸びは3月末より1.8ポイント高まり、各融資残高の前年同期比の伸びより9.7ポイント速かった。各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは23.6%であり、3月末より0.7ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は15.4兆元、同32.2%増であり、伸びは3月末より5.7ポイント加速した。住宅開発融資残高は4.2兆元、同11.7%増であり、伸びは3月末より1.5ポイント減速した。土地開発融資残高は1.7兆元、同7.5%増であり、伸びは3月末より15.3ポイント減速した。

1-6月期、不動産融資の新規増は2.9兆元で、前年同期より1.0兆元多く、各種融資新規増に占めるウエイトは38.9%であり、1-3月期より6.3ポイント高くなった。

6月末、全国の社会的性格をもつ住宅開発融資残高は2.2兆元、同42.2%増であり、伸びは3月末より3.2ポイント減速した。1-6月期は3597.2億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の97.1%を占め、1-3月期に比べ75.1ポイント高くなった。

(8月15日記)