

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8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

今回の国際金融危機以来、世界経済は深い調整期に入り、構造調整を主要な内容とする世界経済のリバランスはなおかなり長いプロセスを経ることになる。発展途上の大国として、中国経済の成長の潜在力は依然巨大であり、新しいタイプの都市化、サービス業、ハイエンド製造業及び消費のグレードアップは、なお大きな発展の余地があり、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いない。

世界経済の深い調整という大背景の下、わが国経済の周期的・構造的問題が相互に折り重なっているが、主要なものは構造的矛盾と発展方式上の問題であり、構造調整と改革を通じて成長の潜在力を解き放ち、新たな成長動力を形成する必要がある。

サプライサイド構造改革、行政の簡素化・権限の委譲、イノベーション駆動戦略が不断に深く実施されるに伴い、中国経済の新たな動力エネルギーが累積されており、伝統的な動力エネルギーの改造・グレードアップも加速しており、生産能力削減・在庫削減は一定の進展を得て、企業のレバレッジ率はある程度安定化傾向にある。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、新たに登記する企業が急速に増え、ハイエンド製造業・サービス業の発展は加速している。消費は安定した伸びを維持しており、1-9月期の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13.3ポイント高まった。

これと同時に、マクロ・コントロールの経験がより豊富となり、一連のマクロ・コントロール措置は総需要を適度に拡大する方面において、重要な役割を発揮した。流動性が全体として充足し、市場金利が低レベルで安定した運行を維持し、マネー・貸出と社会資金調達総量が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。

2016年以降、中国経済の成長は総体として平穏であり、企業収益は改善し、雇用情勢は安定し、1-9月期の都市新規就業者増は既に年間予期目標を達成した。とりわけ、7-9月期以降、経済の反転上昇は加速しており、失業率は一層低下し、民間投資の伸びも小幅な反転上昇が出現した。

1.2 リスク・試練

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なお抜け出しておらず、大口取引商品価格の反転上昇等の影響を受け、一部の新興経済体の経済はある程度好転しているが、主要経済体の回復はそれぞれで、世界経済は総体として見ると依然力を欠いている。将来の主要経済体の金融政策の動向等の不確定要因が増大し、とりわけ**自国民第一主義**¹、**脱グローバル化・保護主義**が台頭しており、**徐々に世界経済の回復に影響を及ぼす重大なリスクとなりつつある**。地政学による政治と社会の不安定性が増加し、金融分野の潜在リスクはなお累積しており、不確定・不安定要因は依然かなり多い。

(2) 国内経済

経済運営はかなり大きな程度、不動産とインフラ投資に依存しており、民間投資の活力が不足し、内生的な成長動力はなお増強が必要である。

経済成長の安定・資産バブルの防止・グリーン発展の促進の間のバランスは、更に多くの試練に直面しており、一部分野のボトルネックは未だ打破されておらず、参入規制と価格規制が存在し、成長の潜在力の発揮を制約している²。

総体としての債務のレバレッジはなお速く上昇しており、地域経済の分化がかなり顕著で、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、経済の潜在成長率と発展段階の変化に適応し、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、マクロの税負担を引き下げ、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・主動性をよく発揮させ、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、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。

1 ゴシックは筆者。新たに盛り込まれた。

2 新たに盛り込まれた。

(3) 物価

物価は短期的にはやや上昇圧力がある³、全体としては相対的に安定している。

現在の内外環境からすると、世界経済は総体として力を欠き、一部の経済体の経済はある程度好転している。国内経済の運営はかなり平穏であり、最近は一定の安定回復傾向が出現している。これまでに出現した住宅価格のかなり速い上昇はなお徐々に波及する可能性がある⁴。このような大きな環境の下、消費者物価上昇率は相対的な安定が期待されるが、やや上昇圧力がある⁵。

2015 年下半期以降、工業品価格の下落率は引き続き縮小しており、9 月は既にプラスに転じ、連続 54 カ月のマイナスを終了した。このような変化は既に国際大口取引商品価格の反転上昇と国内供給サイドの生産能力削減・在庫削減推進を受けたものであるのみならず、不動産・インフラが牽引する関連業種の回復等需要面の変化と関係があり、短期的にみると PPI はなお引き続き上昇する可能性がある⁶。

将来の物価の上昇率は、需給の相対変化によって決まるものであり、なお不確定が存在し、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。

穏健な金融政策を実施することを堅持し、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・有効性を増強し、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、合理的な流動性の充足を維持すると同時に、資産バブルの抑制と経済金融リスクの防止を重視し⁷、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、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。

3 上昇の表現が追加された。

4 「経済の下振れ圧力」という表現が消え、経済に対する判断が前向きになっている。

5 低レベルでの安定ではなく、上昇圧力に改められた。

6 PPI の記述が全面的に書き改められた。

7 新たに盛り込まれた。

(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、短期金融市場の安定を促進し、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、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・担保補充貸出の役割をしっかりと発揮させ、サプライサイド構造改革推進における貸出政策の重要な役割を強化し、金融機関が貸出構造を最適化するよう誘導する。

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、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行う。

中西部鉄道、北京・天津・河北協同発展⁸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引き続き強化する。

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、産業構造の戦略的調整を推進し⁹、新旧発展動力エネルギーの接続・転換を加速し、経済の質・効率の向上と転換・グレードアップを推進する。

金融による精確な貧困扶助の情報システムを改善・整備し、貧困家庭の基礎情報と貧困への金融支援情報とのリンク・共有を推進する。金融機関を督促・指導し、転地貧困扶助移転貸出資金とリンクさせた貸出を加速し、転地貧困扶助移転建設の順調な展開を促進する。

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を整備し、貧困への精確な金融支援の政策効果の評価制度を検討・確立し、金融機関が貧困地域と脆弱部分への貸出支

⁸ 「長江経済ベルト」が削除され、「北京・天津・河北の協同発展」が復活した。

⁹ 新たに盛り込まれた。

援を強化するよう督促・誘導する。

起業債務保証の実施を強化し、科学技術を金融と結びつけるテストを深化させ、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し、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。

(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。

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。

市場化改革と発展の方向を堅持し、イノベーションと監督管理の協調を堅持し、様々なレベルの資本市場建設を推進し、実体経済の発展に金融が奉仕する能力と効率を高めることに力を入れる¹⁰。

債券市場の商品のイノベーションを積極的に推進し、制度建設を整備し、債券デリバティブの取引メカニズムを最適化する。債券市場の対外開放を適切に推進し、国外の機関が

¹⁰ 新たに盛り込まれた。

国内債券市場での発行・取引の利便性を高める。

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。

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。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¹¹。

(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力・水準を不断に高める。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。

開発性・政策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・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、**改革の深化を通じて、中国の特色に符合し、当面の経済発展に更に好く奉仕でき、運営が持続可能な開発性・政策性金融機関とその政策環境の確立を加速する**¹²。

資産管理会社の商業化転換を引き続き推進する¹³。

(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・事前警告システムを整備し¹⁴、重点分野のリスクの嚴重なチェックを一層強化し¹⁵、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。

企業の債務リスク、銀行資産の質と流動性の変化情況、**株式市場の異常な変動、保険資金の運用、資産管理業務、インターネット金融等**¹⁶の分野のリスクに対するモニタリング・

11 情報公開・信用格付けの記述は削除された。

12 新たに盛り込まれた。

13 郵貯銀行の株式制改革は削除された。

14 「処理」が削除された。

15 「隠れた弊害」という表現が削除された。

16 株式市場・保険資金・資産管理が追加され、民間金融・クロスボーダー資金が削除された。

分析を強化する。

金融機関・金融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、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¹⁷。

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波及に対する分析・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、資本市場の安定した健全な発展を促進する。

預金保険制度の機能を引き続き整備し、リスクによる差別化した保険料率等の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し、**ハイリスクの金融機関へのモニタリングを強化し、金融機関の市場化された退出メカニズムを整備する¹⁸。**

民間金融を規範化し、違法な資金調達活動への取締りを強化する。

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。

3. 不動産融資の状況

9月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は25.3兆元、前年同期比25.2%増であり、伸びは6月末より1.2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24.3%であり、6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16.8兆元、同34.9%増であり、伸びは6月末より2.7ポイント加速した。住宅開発融資残高は4.2兆元、同9.6%増であり、伸びは6月末より2.1ポイント減速した。土地開発融資残高は1.6兆元、同0.9%増であり、伸びは6月末より6.6ポイント減速した。

1-9月期、不動産融資の新規増は4.3兆元で、前年同期より1.5兆元多く、各種融資新規増に占めるウエイトは42.5%であった。

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2.3兆元、同36%増であり、伸びは6月末より6.2ポイント減速した。1-9月期は4760.58億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の110.5%を占め¹⁹、1-6月期に比べ13.4ポイント高くなった。

(11月26日記)

¹⁷ ストレステストの記述が復活した。

¹⁸ 金融機関の退出メカニズムが明記された。

¹⁹ 1-9月期の不動産融資新規増は4307.80億元であり、うち社会保障的性格をもつ住宅開発融資の新規増は4760.58億元、分譲建物開発融資（分譲住宅・商業用建物を含む）は452.78億元の純減であり、社会保障的性格をもつ住宅開発融資のウエイトは110.5%に達した。