

# 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17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

将来一時期を展望すると、経済の安定成長に有利な要因は少なくない。

#### （1）国際面

世界経済は総体として回復の態勢を示し、一部の先進経済体の成長は加速する可能性があり、IMF等は2017年の世界経済成長率は16年を超えると予測している<sup>1</sup>。

#### （2）国内面

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、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。

とりわけサプライサイド構造改革、行政の簡素化・権限の委譲、イノベーションによる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増強されており、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いる。生産能力削減・在庫削減は進展を得て、全社会のレバレッジ率は高いながらもある程度安定化傾向にあり、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、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。消費とサービス業は既に経済成長の安定のための重要なパワーとなっており、2016年の経済成長に対する消費の寄与率は15年より4.7ポイント高まり、GDPに占める第3次産業のウエイトは1.4ポイント高まった。

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發揮し、マネー・貸出と社会資金調達総量が適度な伸びを維持していることは、いずれも経済が中高速成長を実現することに資するものである<sup>2</sup>。

多様な要因による共同推進の下、2016年以降中国経済の下振れ圧力は軽減され<sup>3</sup>、経済は

1 これまでの、世界経済は「深い調整期」「長いリバランス」という見方から修正された。

2 「流動性の充足」「市場の低金利」「マネー・貸出のかなり速い伸び」を評価する表現は、いずれも削除された。

3 ゴシックは筆者。経済の下振れ圧力が軽減された旨明記された。

総体として平穏な成長態勢を維持し、企業収益は改善し、雇用情勢は安定し、とりわけ、7-9月期以降、経済の反転上昇の勢いはある程度加速しており、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

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が直面する試練が少なくないことをも、見て取らねばならない。

### (1) 国際環境

世界経済は、なお100年に一度の大危機・大調整のプロセスにあり、成長を強める動力は依然不足しており、政治・経済・社会分野の「ブラックスワン」事件<sup>4</sup>はなおかなり多くなる可能性があり<sup>5</sup>、自国民第一主義（ポピュリズム）とアンチ・グローバル化<sup>6</sup>の影響がなお増大する可能性がある。これに加えて、FRBの利上げとそのテンポの短縮には不確定性が存在し、過去数年、極度に緩和されてきた金融政策環境の下、徐々に累積されてきたグローバルな資産バブルも調整に内在する圧力となっており、我々はなお高度・複雑で変化に富む国際環境に直面している<sup>7</sup>。

### (2) 国内経済

経済運営の不動産とインフラへの依存がある程度高まっており<sup>8</sup>、最近の企業収益の改善はなお主として石炭・鉄鋼・化学工業等の川上・川中産業に集中しており<sup>9</sup>、民間投資の活力はなお明らかに不足し、内生的な成長動力はなお増強が必要である。構造的矛盾はなお比較的際立っており、経済成長の安定・資産バブルの防止・環境保護の促進の間のバランスもかなり多くの試練に直面している。

同時に、貸出の拡大へのかなり強い衝動が表れており、現実には各方面で多くがマネー条件の一層の緩和を希望し、いったん金融リスクが出現すれば、中央銀行がマネーを増発して支援措置を出してくれるだろうとの期待を寄せている<sup>10</sup>。

経済の下振れ圧力がかなり大きく、金融市場にかなり大きな変動が出現した等の多様な原因の影響を受けて、一時期の金融政策は実施の上で、穏健だがやや緩和寄りであった可能性がある。多くの目標の間でバランスをとることは、金融政策のオペレーション上の難度を増した<sup>11</sup>。

現在、わが国が直面しているのは、主として構造的矛盾と発展方式上の問題であり、経

---

4 常識ではあり得ないような事が起こること。

5 新たに盛り込まれた。

6 「脱グローバル化」から表現が強まった。

7 新たに盛り込まれた。

8 表現が以前より強まった。

9 新たに盛り込まれた。

10 新たに盛り込まれた。

11 新たに盛り込まれた。反省を込めての表現であろう。

済構造の調整プロセスにおいて、金融政策は総体として慎重・周到さと穏健を維持しなければならない<sup>12</sup>。経済の潜在成長率と発展段階の変化に適応して、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、脆弱部分を補強する」という 5 大任務を全面实施し、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。

### (3) 物価

インフレ期待がある程度高まっており、将来の変化は注意に値する<sup>13</sup>。

現在、世界経済は総体として回復の態勢を示しており、一部の経済体の経済は好転傾向にあり、世界のインフレ期待はある程度変化している<sup>14</sup>。

国内の経済運営は、安定の中である程度反転上昇しており、国内のインフレ期待もある程度高まっている。工業品価格はかなり速い反転上昇の態勢を維持しており、これは国内のサプライサイドの生産能力削減・在庫削減と関係があると同時に、需要サイドの回復も工業品価格推し上げの重要な要因となっている。2016年10-12月期のGDPデフレーターは2.9%に達し、7-9月期より1.9ポイント、4-6月期より2.3ポイント、それぞれ反転上昇した<sup>15</sup>。

当然、将来の物価上昇率は根本的に経済のファンダメンタルズの状況と需給の相対変化によって決まる。現在、経済運営は総体としてかなり平穏であり、上振れの動力もあれば、下振れのリスクもあり、同時にベースの要因が将来一時期の前年同期比の物価上昇率を鈍化させる可能性もある<sup>16</sup>。これらはいずれも、物価動向が相対的安定を維持することに資するものである。当然、不確定性も存在し、引き続き密接に注意を払わなければならない。

---

<sup>12</sup> 新しい言い回しである。なお、前回の報告にあった「債務のレバレッジの上昇」「地域経済の分化」という記述は削除された。

<sup>13</sup> インフレ懸念の表現が強まった。

<sup>14</sup> 新たに盛り込まれた。

<sup>15</sup> GDPデフレーターの上昇が新たに指摘されている。

<sup>16</sup> 2015年の消費者物価上昇率は、2月から5月まで2.3%と比較的高かった。

## 2. 今後の金融政策の考え方

人民銀行は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、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<sup>17</sup>。

穏健で中立的な金融政策をしっかりと実施し<sup>18</sup>、コントロールの的確性・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を強化し、マクロ・プルーデンス政策の枠組みを整備し、政策の伝達のルート・メカニズムをスムーズにし、資産バブルを防止<sup>19</sup>し、「実体から離れ虚構に向かう」ことを防止<sup>20</sup>し、金融の運営効率と実体経済へのサービス能力を高めると同時に、システム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) 総量の安定を維持<sup>21</sup>し、価格・量的手段とマクロ・プルーデンス政策<sup>22</sup>を総合的に運用し、事前調整・微調整を強化して、マネーのバルブをしっかりと調節する<sup>23</sup>。

マネーサプライ方式の変化と金融イノベーションの進展に適応し、内外情勢の変化が流動性に衝撃を与える可能性に密接に関心を払い、全社会の実際の資金調達状況をより正確にモニタリング・把握し<sup>24</sup>、多様な金融政策手段の組合せを柔軟に運用して、流動性の基本的安定を擁護する<sup>25</sup>。

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と実施し、簿外の理財業務をマクロ・プルーデンス評価に組み入れ、かつ、より多くの金融活動・金融市場をマクロ・プルーデンス管理に組み入れることを段階的に模索し<sup>26</sup>、マネー・金融環境の穏健さと適度な中立性を維持し、マネー・貸出と社会資金調達規模の適

---

17 金融政策の方針変更に伴い、「政策の連続性・安定性を維持する」という表現は削除された。

18 「柔軟・適度」は削除され「適時事前調整・微調整を行う」は各論に移動した。

19 「資産バブルの抑制」から表現が強化された。

20 新たに盛り込まれた。投機的行為を禁止する趣旨であろう。

21 新たに盛り込まれた。

22 マクロ・プルーデンス政策が盛り込まれた。

23 新たに盛り込まれた。「適度な流動性の維持」は削除された。

24 新たに盛り込まれた。

25 新たに盛り込まれた。

26 マクロ・プルーデンス評価・管理が強化されている。

度な<sup>27</sup>伸びを実現する。

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) 構造最適化を促進し<sup>28</sup>、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。

工業の安定成長・構造調整・収益増加を積極的に支援し、製造強国建設への金融支援・サービスを引き続き改善し、鉄鋼・石炭の生産能力削減に対する金融支援を重点的にしっかりと行う<sup>29</sup>。

インフラ建設及び鉄道・船舶等重点業種・分野の転換・調整への金融サービスを引き続きしっかりと行い、北京・天津・河北協同発展等国家重大戦略、及び養老等の新たな消費分野への金融支援を強化し、貸出資産の証券化・ストックの活性化の積極的役割を一層発揮させる<sup>30</sup>。

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、情報のリンク・共有と統計のモニタリングを強化し、転地貧困扶助移転特別金融債券の発行を貸出資金とリンクさせる貸出管理をしっかりと統一的に企画し、特色ある産業の発展への金融支援を深く推進し<sup>31</sup>、貧困家庭の脱貧困を支援する。

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と行い、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し、貸出が投資・投機的住宅購入に向かうことを厳格に制限する<sup>32</sup>。

「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を展開する。

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・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。

<sup>27</sup> 「合理的な」から「適度な」に改められた。

<sup>28</sup> 「ストックの活性化・フローの最適化」は削除された。

<sup>29</sup> 「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」という一文及び「グリーン貸出」は削除された。

<sup>30</sup> 新たに盛り込まれた。

<sup>31</sup> 新たに盛り込まれた。

<sup>32</sup> 新たに盛り込まれた。

**(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、金融市場の深度を高めることから着手して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及び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する<sup>33</sup>。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、安定成長・構造調整・改革促進とリスク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、債券市場の商品・レベルを豊富にし、市場インフラを整備して、債券市場の対外開放を着実に推進し、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。

債券市場の商品のイノベーションを積極的に推進し、制度建設を進め、金融債券発行の管理メカニズムを一層整備し、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、国外の各種主体が国内人民元市場において債券を発行し資金調達することを支援し、国外の機関が国内債券市場での発行・取引の利便性を高め、国内機関が国外に赴き債券を発行することを推進する。

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。

---

<sup>33</sup> 「人民元の流出・還流ルートを着実に開拓する」の文言が削除された。

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。

**(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、県事業部の县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全面実施を推進し、関係単位と共に改革方案の要求と職責分業に基づき、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。

資産管理会社の転換・発展を引き続き推進する。

**(6) 金融リスクの防止を更に重要と位置付け<sup>34</sup>、マクロ・プルーデンス政策の枠組みを整備し、金融システムの安定を確実に擁護する。**

金融は実体経済に奉仕するという根本を堅持し、金融政策の伝達のルート・メカニズムをスムーズにするよう努力し、総量の安定を維持し、構造の最適化を促進する<sup>35</sup>。

金融リスクのモニタリング・評価・事前警告システムを一層整備し、重点分野のリスクの嚴重なチェックを強化し、企業の債務リスク、銀行資産の質と流動性の変化の情況、株式市場の異常な変動、保険資金の運用、不動産バブルのリスク、インターネット金融、クロスボーダー資金の流動、業種・市場をまたぐリスク等<sup>36</sup>の分野のリスクに対するモニタリング・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、「実体を離れ、虚構に向かう」、「カネで投機を行う」及び不合理なレバレッジ引上げ行為を防止し、資金を実体経済の支援に誘導する<sup>37</sup>。予想を管

<sup>34</sup> 金融リスクの防止の重要度が上がった。

<sup>35</sup> 新たに盛り込まれた。

<sup>36</sup> 不動産バブルのリスク、クロスボーダー資金流動、業種・市場をまたぐリスクが追加され、資産管理が削除された。

<sup>37</sup> 新たに盛り込まれた。

理する能力を高め、金融市場の基本的安定を擁護する<sup>38</sup>。

預金保険のリスク識別・処理機能の整備を加速し、預金保険の市場化されたリスク解消メカニズムの役割を十分発揮させる。

金融監督管理体制改革を深く研究し、かつ適切に推進して、同類の金融商品の基準・規制を統一し、金融持ち株会社の監督管理規則を制定し、監督管理の空白と監督管理の権限争いを減らし、監督管理の責任制を実施する<sup>39</sup>。

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。

総合的な施策を堅持し、決意をもっていくつかのリスクポイントを処理し、資産バブルの防止に力を入れ<sup>40</sup>、遅滞なく有効な措置を採用して金融リスクを防止・解消し、システム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<sup>41</sup>。

### 3. 不動産融資の状況

12月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は26.7兆元、前年同期比27%増であり、各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは25%であった。

うち、個人住宅ローン残高は18兆元、同38.1%増であり、10-12月期の各月の個人住宅ローン新規増は、いずれも2016年9月を下回った。住宅開発融資残高は4.4兆元、同13.3%増であり、伸びは9月末より3.7ポイント加速した。これは主として、社会保障的性格をもつ住宅の開発融資の伸びによるものである。土地開発融資残高は1.4兆元、同-4.9%であり、伸びは9月末より5.8ポイント減速した。

2016年、不動産融資の新規増は5.7兆元で、前年より2兆元多く、各種融資新規増に占めるウエイトは44.8%であった。

12月末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は2.5兆元、同38.3%増であり、伸びは9月末より2.3ポイント減速した。2016年は6972.2億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の113.5%を占め<sup>42</sup>、1-9月期に比べ3ポイント高くなった。

(2月23日記)

---

38 新たに盛り込まれた。

39 新たに盛り込まれた。

40 新たに盛り込まれた。

41 「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」が削除された。

42 2016年の不動産融資新規増は6141.22億元であり、うち社会保障的性格をもつ住宅開発融資の新規増は6972.18億元、分譲建物開発融資(分譲住宅・商業用建物を含む)は830.96億元の純減であり、社会保障的性格をもつ住宅開発融資のウエイトは113.5%に達した。