

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 17 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。今回の特徴は、①19 回党大会の内容が大幅に盛り込まれたこと、②人民元の資本取引の自由化について言及したこと、③国外金融機関の市場参入規制を緩和し、中国の金融市場ルールを国際基準に近づける旨を名言したこと、である。これまでより、改革開放のトーンが強くなっており、2018 年の金融行政・金融政策の動向が注目される。

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は引き続き回復の態勢にあり、最近 IMF 等は今年と来年の世界経済成長率の予想をさらに上方改定した。

（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、イノベーション駆動戦略が不断に深く実施されるに伴い、国内の需給関係がある程度改善し、産業構造調整は加速され、過剰生産能力は引き続き解消され、消費のグレードアップに適応した産業と戦略的新興産業が急速に発展し、各産業の内部組織構造が改善されている。1－9 月期の工業生産能力利用率は 76.6%と、前年同期に比べ 3.5 ポイント上昇し、ここ 5 年で最高となった。

これと同時に、脱レバレッジは進展を得て、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、金融システムの内部レバレッジのコントロールも段階的な成果を得ている。

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、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、経済が中高速成長を実現することに資するものである。

多様な要因による共同推進の下、2017 年以降中国の経済運営は安定の中で好転するという態勢がかなり顕著となっており、製造業の生産能力の需給均衡、産業の集中度の上昇、企業の利潤改善等がかなり顕著となり、経済成長のインフラ投資に対する依存度がある程

度低下し、経済運営に安定性の強まり・質の向上・構造の最適化の態勢が現れている¹。

1.2 リスク・試練

現在、経済・金融分野の構造調整には積極的変化が出現しているものの、構造的な矛盾がなおかなり際立ち、構造の調整・改革は任重く道遠しで、金融リスク防止と脱レバレッジの任務は依然として非常に困難であることをも、見て取らねばならない²。

(1) 国際環境

先進経済体の金融政策の調整は、グローバル経済・資本の流動に衝撃を生み出す可能性があり、国際貿易と投資の伸びはなお堅固ではなく、同時に地政学リスクと不確定性も増大する可能性があり、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。

(2) 国内経済

現在、経済が安定の中で好転しているのは、かなり大きな程度世界経済が回復している背景の下、外需の回復と国内在庫の再補充³により推進されているものであり、企業収益の改善は主として石炭・鉄鋼・化学工業等の川上・川中産業に集中している。民間投資の活力はなお明白に不足しており⁴、一部の不十分な分野のボトルネックはまだ打破されておらず、総レバレッジ水準は依然高めであり、企業とりわけ国有企業の債務圧力は依然かなり大きい⁵。

わが国経済が既に高速成長から質の高い発展へと転換する段階にあるという本質的特長を把握し、質を第一とし効率を優先することを堅持し⁶、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主線として、経済発展の質の変革・効率の変革・動力の変革を推進し、全要素生産性を高め⁷、「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、「ゾンビ企業」の処理という要の部分にしっかり取り組み、国有企業改革を深化させ、新しいタイプの都市化を推進・発展させ、不動産市場の安定的発展を促進する長期有効なメカニズムの形成を加速し、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、発展がアンバランスで不十分であるという問題の解決に力を入れ、発展の質・効率を大いに高めなければならない⁸。

トップダウン設計と末端のイノベーションを結びつけ、中央と地方の財政関係を一層調

¹ ゴシックは筆者。経済への評価が高まっている。

² 表現が新しくなった。

³ 国内在庫の補充が追加された。

⁴ 新たに盛り込まれた。

⁵ 新たに盛り込まれた。

⁶ 19回党大会を受けて表現が変更された。

⁷ 19回党大会を受けて新たに盛り込まれた。

⁸ 19回党大会を受けて新たに盛り込まれた。

整して、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、財産権保護を強化し、ビジネス環境を改善し、市場の予想を安定させ、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引き続きブレークスルーを得る。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・空間を開拓する。

(3) 物価

物価動向は総体としてかなり安定している。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的变化によって決まる。

上昇推進要因からみると、国内経済の運営は安定・好転しており、生産能力削減の推進・環境保護査察等の要因の影響が重なって、インフレ水準には上昇圧力が存在する可能性がある⁹。2017年7-9月期GDPデフレーターは4.1%と、上昇率は4-6月期より0.2ポイント拡大している。

現在世界の主要な経済体のインフレ水準は、多くが低レベルにあり、国内経済には上振れ圧力も下振れ圧力もあり、同時にベース要因が、将来一時期のPPIの前年同期比上昇率を緩和させる可能性があることをも、見て取らねばならない。

総じて見ると、インフレ期待は大体安定を維持している。将来可能性がある不確定な変化については、引き続き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

19回党大会報告は、中国の特色ある社会主義が新時代に入ったことを明確に提起した。これは、わが国発展の新たな歴史方向・位置づけである。

わが国社会の主要な矛盾は、既に人民の日増しに増大する素晴らしい生活への需要と、アンバランス・不十分な発展の間の矛盾へと転換している。わが国経済は既に高速成長段階から、質の高い発展の段階に転換し、正に発展方式の転換・経済構造の最適化・成長動力の転換の難関突破の時期にある。現代化した経済システムの建設は、難関を越えるための切迫した要求・わが国発展の戦略目標である。市場メカニズムが有効で、ミクロ主体に活力があり、マクロ・コントロールが適度な経済体制の構築に力を入れなければならない¹⁰。

これから、人民銀行は党中央・国务院の要求に基づき、19回党大会精神と全国金融工作会议の手配を断固貫徹実施し、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しなければならない。わが国社会の主要な矛盾と経済発展段階の変化をしっかりと把握し¹¹、实体经济への奉仕、金融リスクの防止・コントロール、金融改革の深化という3つの任務を軸に、金融コントロールの考え方・方式を刷新しなければならない。

⁹ 国際要因の記述が消え、国内要因によるインフレ懸念が強調されている。

¹⁰ 19回党大会報告の内容が全面的に盛り込まれた。

¹¹ 19回党大会報告の内容が盛り込まれた。

政策の連続性・安定性を維持し、質を第一とし、効率を最適化することを堅持し¹²、穏健で中立的な金融政策をしっかりと実施し、金融政策とその他関連政策との協調・組合せを強化し、現代化した経済システムの建設を加速し、サプライサイド構造改革と質の高い発展のために適度に中立なマネー・金融環境を作り上げなければならない¹³。

金融政策とマクロ・プルーデンス政策の 2 つの支柱とする健全なコントロールの枠組みを整備し、金利と為替レートの市場化改革を深化させ、コントロールのモデルを一層整備し、価格・量的手段を総合運用して、事前調整・微調整を強化し、銀行システムの流動性の基本的安定を擁護し、政策の伝達のルート・メカニズムをスムーズにし、インクルーシブ（包摂的）ファイナンスシステムを推進し、実体経済への奉仕を軸に、実体経済に金融がサービスする効率・水準を全面的に高める。

国務院金融安定発展委員会弁公室の職責をしっかりと履行し、金融監督管理の協調を強化し、システミック金融リスクを発生させない最低ラインをしっかりと守る。

（１）総量の安定を維持し、価格・量的手段とマクロ・プルーデンス政策を総合的に運用し、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。

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、流動性の情勢と市場の予想の変化を密接にモニタリングし、多様な金融政策手段の組合せを柔軟に運用して、手段の組み合わせとオペレーションのテンポを合理的に按配し、「峰を削り、谷を埋めて」流動性の基本的安定を擁護し、流動性の基本的安定の維持と脱レバレッジの間のバランスをうまく把握する¹⁴。

マクロ・プルーデンス政策の枠組みを一層整備し、マクロ・プルーデンス評価を組織的にしっかりと実施し、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、金融機関が流動性管理をしっかりと行うよう誘導し、マネー・金融環境の穏健さと適度な中立性を維持する。

（２）構造最適化を促進し、経済構造の調整と転換・グレードアップを支援する。

実体経済への金融サービスの効率・水準を全面的に高めることを軸に、流動性の投入方向・構造を引き続き最適化し、貸出政策の誘導作用を強化し、サプライサイド構造改革を推進する。より多くの金融資源を経済社会の発展の重点分野・脆弱部分に向けて配分し、資金調達の円滑化を促進し、実体経済のコストを引き下げる。

工業の安定成長・構造調整・収益増加を引き続き支援し、製造強国建設への金融サービスを全力で推進し、鉄鋼・石炭・火力発電等の生産能力削減に対する金融サービスを着実にしっかりと行う。

¹² 19 回党大会報告の内容が盛り込まれた。

¹³ 19 回党大会報告の内容が盛り込まれた。

¹⁴ 表現が新しくなった。

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、養老・教育・健康等新しい消費分野への金融支援を強化する。

「北京・天津・河北」、「シルクロード経済ベルト・21世紀海のシルクロード」、西部大開発等の国家重大戦略に対する金融サービスを統一的に企画してしっかりと行い¹⁵、地域経済の協調発展を推進する。

ストックの活性化に対する貸出資産証券化の積極的役割を一層発揮させ、経済の質・効率の向上と転換・グレードアップを推進する¹⁶。

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、農村の土地経営権・住宅財産権を担保とする貸出テストを穏当に¹⁷推進し、銀行を誘導して、農業インフラ、第1次・第2次・第3次産業の融合、新しいタイプの都市化等の重点分野への支援を一層増やす¹⁸。

金融による健全な貧困支援のメカニズムを整備し、貧困が深刻な地域への金融による貧困支援を強化し、金融による貧困支援モデル地区の建設を推進し、貧困地域への貸出しを増やすよう金融機関を誘導する。「三農」、小型・零細企業への貸出政策の誘導効果の評価を整備し、金融による精確な貧困支援政策の効果の評価結果を積極的に運用し、金融機関が脆弱部分への貸出を増やすよう誘導する。

小型・零細企業への支援を一層強化し、小型・零細企業への金融サービスを改善・整備し、小型・零細企業の売掛金に対する融資特別キャンペーンを展開し、小型・零細企業の資金調達環境を最適化する。

金融機能の役割を一層発揮させ、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、金融市場の深度を高めることから着手して、引き続き市場基準金利を育成し、国債イールドカーブを整備して、市場化され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一層スムーズにする。

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

15 各プロジェクトへの金融の統一運営が強調されている。

16 新たに盛り込まれた。

17 「深く」が「穏当」に修正された。

18 「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」という文言とインクルーシブファイナンスに関する記述が削除された。

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、金融機関が企業の貿易・投融資活動のために、合理的、慎重かつ周到で、多様化した為替レートリスク管理のサービスを提供することを支援する¹⁹。

外貨管理制度改革を一層深化させ、貿易・投資の円滑化を促進し、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、「シルクロード経済ベルト・21世紀海のシルクロード」建設における人民元の役割を積極的に発揮させる。人民元の資本項目の兌換化を穩当に秩序立てて実現²⁰し、人民元のクロスボーダー使用のための政策の枠組みとインフラを整備し、発展・改革とリスク防止を併せ重視することを堅持する。

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し、クロスボーダーの資本流動の衝撃を防止し、国家の経済・金融の安全を擁護する²¹。

（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。

債券市場の商品のイノベーションを引き続き促進し、資産の証券化を推進し、市場主体の多様化した投融資の需要を満足させ、債券市場の情報公開・信用ランキング評価制度の建設を進め、金融の安全擁護の前提の下、国外金融機関の市場参入制限を緩和し、国情に立脚する基礎の上で金融市場のルールを国際基準に一層リンクさせ引き上げる²²。

引き続き債券の流通市場の発展を推進し、取引・清算・決算に関する按配を最適化し、債券市場の流動性を一層高め、会計・監査・税制等の方面の関連政策の整備を推進し、投資家のためにより親しみやすく便利な投資環境を創造する²³。

金融市場のインフラ建設と統一的な管理を強化し、市場の安全で効率の高い運営と全体的な安定を擁護する。

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。

¹⁹ 表現がより詳しく修正された。

²⁰ 新たに盛り込まれた。今回の報告の注目点である。これまでの「その他通貨に対する人民元の直接取引市場の発展を着実に推進」という記述は削除された。

²¹ 新たに盛り込まれた。資本項目自由化が盛り込まれたことへの対応であろう。

²² 金融市場の一層の開放が盛り込まれた。

²³ 債券市場の記述が大幅に変更された。

（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、国有金融資本管理を整備し、現代金融企業制度を整備し、コーポレートガバナンスを整備し、株主総会・取締役会・監事会と管理層の関係を規範化し、経営授權制度を整備し、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する。リスク防止への金融機関の主体的責任を強化し、金融機関の健全な貸借対照表を作り上げるのみならず、健全なコーポレートガバナンス、健全な内部コントロールシステム、複雑な金融商品の健全な取引・清算を促進しなければならない²⁴。

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²⁵。

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、業務範囲の区分、リスク補償メカニズムの整備、マクロ・プルーデンス監督管理弁法の制定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）金融は実体経済に奉仕するという本質的要求に立脚し、引き続き金融リスクをしっかりと防止・解消し、金融の安全と安定を確実に擁護する²⁶。

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。

リスクのモニタリング・評価を不断に強化し、リスクの事前警告・応急処理メカニズムを整備し、重点分野におけるリスクの防止・解消に力を入れる。

企業債務のリスク、銀行の資産の質と流動性の変化の状況、不動産市場、インターネット金融、クロスボーダーの資金流動、業種・市場をまたがったリスク等の分野のリスクに対するモニタリング・防止を強化する²⁷。

資産管理業務の基準・規制を統一し、実質的で透明性を徹底した監督管理を強化し、商品類型に基づき機関の類型に基づかない統一原則により、監督管理の差異による利ザヤ稼ぎを減らし、透明性を徹底するという原則に基づきマクロ・プルーデンス管理と機能の監督管理を強化し、監督管理の全面カバーを実現する。

金融持ち株会社監督管理規則を早急に打ち出し、市場参入・資金源・コーポレートガバ

²⁴ 表現が大幅に改められた。

²⁵ 交通銀行に関する記述は削除された。

²⁶ 表現がシステミックリスクの解消から、実体経済へのサービス中心に改められた。

²⁷ 新しく盛り込まれた。

ナンス・自己資本比率・関連取引などへの監督管理要求を確立し、非金融企業の金融機関への投資を厳格に制限・規範化し、制度上実業セクターと金融セクターを隔離し、監督管理の不足部分を補完する²⁸。

積極かつ穏当に脱レバレッジを進めるという総方針を動揺させないことを堅持し、総レバレッジ率をコントロールする前提の下、国有企業のレバレッジ率引下げを重点中の重点とし、「ゾンビ企業」の処理にしっかり取り組み、市場化・法治化された債権の株式転換を深く推進する。地方政府の起債による資金調達を一層規範化し、地方政府の債務リスクを防止・解消する。

国務院金融安定発展委員会弁公室の職責をしっかりと履行する。金融監督管理の協調を強化し、政策の程度・テンポを統一的に企画し、相乗・共振を防止する²⁹。システム上重要な金融機関と金融インフラに対する統一的な監督管理を強化し、金融業の統計の総合化と監督管理情報の共有化を引き続き推進する。

預金保険のリスクのモニタリングと早期是正メカニズムの整備を加速し、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。

様々なレベルの資本市場体系を積極かつ規範的に発展させ、**市場の運営ルールを整備し、市場化・法治化した健全なデフォルト処理メカニズムを整備する**³⁰。

施策の総合化を堅持し、金融のリスクポイントを有効に処理し、システム金融リスクを発生させない最低ラインをしっかりと守る³¹。

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31.1兆元、前年同期比22.8%増であり、伸びは6月末より1.4ポイント鈍化した。各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは26.4%であり、6月末より0.5ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は21.1兆元、同26.2%増であり、6月末より4.6ポイント鈍化した。住宅開発融資残高は5.3兆元、同26.0%増であり、伸びは6月末より5.8ポイント加速した。土地開発融資残高は1.4兆元、同-12.8%であり、下落幅は6月末より5.1ポイント縮小した。

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3.2兆元、同37.9%増であり、伸びは6月末より1.7ポイント加速した。1-9月期は6486.0億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の61.2%を占め、1-6月期に比べ0.8ポイント上昇した。

(12月28日記)

²⁸ 新たに盛り込まれた。

²⁹ 政策の統一と重複の防止に重点が置かれるようになった。

³⁰ 新たに盛り込まれた。

³¹ 投機・投資的な住宅購入への貸出禁止、市場の予想の安定化、モラルハザード防止の記述は削除された。