

# 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9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

将来一時期を展望すると、経済の平穏な発展を維持するために有利な要因は依然かなり多い。

#### （1）国際面

世界経済は総体として回復の態勢を継続しており、なおかなり速い成長を維持している。

#### （2）国内面

経済成長の強靱性はかなり強く、総需給は基本的に均衡しており、成長動力は急速に転換し、経済のファンダメンタルズが長期に好い方向へと向かう趨勢に変化はない。中国の発展には巨大な潜在能力があり、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、挽回の余地も比較的大きい。

経済体制改革が引き続き推進され、サプライサイド構造改革と市場メカニズムの作用の下、経済に対する内需の牽引が不断に上昇し<sup>1</sup>、新興産業が勢い盛んに発展し、伝統産業の転換・グレードアップの態勢は良好であり、経済構造は引き続き最適化され、雇用情勢が好転した。

これと同時に、マクロレバレッジ率は安定傾向にあり、金融リスクの防止・コントロールの成果は顕著となっており<sup>2</sup>、実体経済に対する金融の支援力はかなり堅固となった<sup>3</sup>。

### 1.2 リスク・試練

当面の経済運営は安定の中で変化があり、外部環境は深刻な変化が発生し、経済の下振れ圧力がある程度増大し、一部の企業の経営困難がかなり多くなり、長期に累積したリスクの隠れた弊害がある程度露呈し、いくらかの政策効果は一層の発揮を待たねばならぬことをも、見て取らねばならない<sup>4</sup>。

---

1 ゴシックは筆者。新たに盛り込まれた。

2 「初歩的な成果」から、表現が強められた。

3 新たに盛り込まれた。

4 表現が全面的に書き改められた。

### (1) 国際環境

世界の経済・政治情勢はより錯綜・複雑化しており、地政学リスクは依然かなり大きく、主要な先進経済体の金融政策の正常化には不確定性が存在しており、貿易摩擦が将来の輸出情勢にかなり大きな不確定性をもたらす、経済に対する外需の限界的な牽引作用の減退・弱化をもたらす可能性があり、さらに投資家の情緒に衝撃を与え、金融市場の変動を劇化する可能性がある。

IMFは10月に、2018、2019年の世界経済の成長率予想を3.9%から3.7%に引き下げ、2019年の中国の成長率予想を6.4%から6.2%に、米国の成長率予想を2.7%から2.5%に、それぞれ引き下げた。

### (2) 国内経済

インフラ投資の伸びが下振れし、金融機関のリスクはかなりよく低下し、信用の伸びは引き続き鈍化の態勢にあり、小型・零細企業、民間企業の資金調達難の問題がかなり際立ち、金融政策の伝達は依然一定の制約に直面している<sup>5</sup>。

民間投資の活力がなお顕著に不足しており、内生的な成長動力は一層の増強が必要であり、安定成長・構造調整とリスク防止の間のバランスをうまく把握することは、なおかなり多くの試練に直面している。

### (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、主として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。

現在、世界の主要な経済体の消費者物価の上昇率がある程度上振れているが、なお多くが相対的に<sup>6</sup>低レベルにあり、国内経済運営は総体として平穏であり、食糧は豊作であり、一部地域で段階的な医療サービス価格改革が完成していることは、いずれも物価の平穏維持に資するものである。

一部農産品価格の反転上昇、豚の急性伝染病等<sup>7</sup>の影響を受け、短期的には物価が上振れる可能性が存在するが、総体として見ればインフレ圧力はコントロール可能である。将来可能性がある物価の不確定な変化については、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

これから、人民銀行は党中央・国務院の政策決定・手配に基づき、習近平「新時代の中国の特色ある社会主義」思想を導きとし、「安定の中で前進を求める」という政策の総基調を堅持し、新発展理念を堅持し、サプライサイド構造改革を主線とすることを堅持する。改革・開放を強化し、主要な矛盾をしっかりと把握し、实体经济へのサービス、金融リスク

<sup>5</sup> 新たに盛り込まれた。他方、脱レバレッジがある程度ハレーションをもたらすことはやむを得ないとする表現は削除された。

<sup>6</sup> 「相対的に」が盛り込まれた。

<sup>7</sup> 大口取引商品価格が削除され、豚の疫病が盛り込まれた。

の防止・コントロール、金融改革の深化という3つの任務をしっかりと軸として、安定成長・構造調整・リスク防止のバランスをうまく処理する。金融マクロ・コントロールを刷新・整備し、政策の連続性・安定性を維持し、政策の展望（先見）性・柔軟性・的確性を高める。

穏健な金融政策は中立性を維持し、緩和・引締めが適度で、マネーサプライの総バルブをしっかりと把握し、多くの目標の中での総合的なバランスをしっかりと把握し<sup>8</sup>、情勢の変化に応じて遅滞なく動的な事前調整・微調整を行わなければならない。

政策の協調を一層強化し、金融政策の伝達ルートスムーズにし、金融政策の手段・メカニズムを刷新し、实体经济に金融がサービスする能力・意欲を一層高める。

サプライサイド構造改革を一層深化させることに焦点を絞り、穏健・中立的な金融政策の実施、ミクロ主体の活力の増強、資本市場の機能の発揮の3者の中で、三角形の支えの枠組みを形成し、国民経済全体の良質な循環を促進する<sup>9</sup>。

**（1）穏健・中立的な金融政策をしっかりと実施し、政策の展望（先見）性・柔軟性・適格性を増強する<sup>10</sup>。**

金融政策とマクロ・プルーデンス政策の2つを支柱とした健全なコントロールの枠組みを整備し、マネーサプライの総バルブをしっかりと把握し、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安排し、展望（先見）性と事前調整・微調整を強化し、流動性の合理的充足を擁護し、マネー・貸出と社会資金調達規模の合理的な伸びを維持する。

マクロ・プルーデンス管理を一層強化し、マクロ・プルーデンス評価（MPA）のアンチシクリカルな作用を十分発揮させると同時に、その構造誘導作用を適切に発揮させ、小型・零細企業、**民営企業**<sup>11</sup>等の脆弱部分に対する支援を金融機関が強化することを奨励する。

**（2）金融政策の構造最適化作用を発揮させ、経済構造の調整と転換・グレードアップを支援する。**

構造的な金融政策手段をうまく使い、方向を定めて流動性を投入し、ミクロ主体の活力を奮い立たせる方面において、**精確に力を発揮する**<sup>12</sup>。

金融政策手段の刷新を強化し、経営は正常であるが**暫時困難に遭遇しているミクロ市場主体の困難を取り除き、市場の失敗を補う**<sup>13</sup>。

---

<sup>8</sup> 新たに盛り込まれた。

<sup>9</sup> 新たに盛り込まれた。「バラマキ式の強い刺激を行わない」「構造的脱レバレッジを断固として進める」という表現は削除された。

<sup>10</sup> 表現が改められた。

<sup>11</sup> 新たに盛り込まれた。

<sup>12</sup> 新たに盛り込まれた。

<sup>13</sup> 新たに盛り込まれた。

これまでに打ち出した、各種の方向を定めたコントロールと精確なコントロールの各政策措置をしっかりと実施する。

民営企業の債券による資金調達を支援する手段をしっかりと実施し、株式による資金調達が支援する手段を検討・設立し、民営企業の貸出・債券・株式による資金調達ルートの改善を牽引する<sup>14</sup>。

金融機関を誘導して、国有経済・民営経済を同一視する精神をしっかりと実行させ、市場化の原則に基づき、民営企業の資金調達支援を強化する<sup>15</sup>。

方向を定めた預金準備率引下げ、再貸出・再割引、担保補充貸出等の政策手段をうまく使い、中期貸借ファシリティーの適格担保の範囲を拡大し、小型・零細企業等の重点分野・脆弱部分への金融支援を増大し、小型・零細企業への金融サービスの「件数増加、投入増加、コスト引下げ、リスクコントロール可能」という目標の実現を推進する<sup>16</sup>。

引き続き、政策要求を確実に実施し、隠れ債務の増加に断固として歯止めをかけ、銀行からの債務残高を穏当に解消し、分類・協議による債務残高処理を推進し、債権者の合法権益を保護する。

工業の安定的な伸び・構造調整・収益増を積極的に支援し、製造業の転換・グレードアップへの金融の支援・サービスを最適化し、過剰生産能力解消への金融サービスをしっかりと行う。

科学技術と金融が結合した発展を深化させ、カギとなる分野の自主的イノベーションを金融支援する、運営が市場化された長期有効なメカニズムを模索し、科学技術、文化、戦略的新興産業等の国民経済の重点分野とカギとなる分野に対する金融サービスをしっかりと行う。

「北京・天津・河北」協同発展等の国家重大戦略、グリーン金融、物流、養老等の現代サービス業、農村振興等への金融支援を強化する。

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、経済の質・効率向上と転換・グレードアップを推進する。

### **(3) 金利の市場化・人民元レート形成メカニズムの改革を一層深化させ、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、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。

中央銀行の政策金利体系の誘導機能を強化し、金利の波及メカニズムを整備し、金利コ

---

14 新たに盛り込まれた。

15 新たに盛り込まれた。

16 新たに盛り込まれた。

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し、**金利体系の2つの軌道の段階的な一本化を推進する**<sup>17</sup>。

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、市場金利決定の自律的なメカニズムの誘導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。

為替レートの商品化改革を深化させ、市場需給を基礎とし、通貨バスケットを参考として調節を進め、管理された変動為替レート制度を整備し、人民元レートの双方向への変動の弾力性を増強し、**かつ必要なときはマクロ・プルーデンス管理を強化して**<sup>18</sup>、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サービスを提供する。

人民元の資本項目の兌換化を着実に推進し、人民元のクロスボーダー使用の政策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んじることを堅持する。クロスボーダーの貿易・投資において人民元の使用を支援し、人民元とその他通貨との直接取引市場の発展を推進し、クロスボーダー貿易の人民元決済業務の発展により好くサービスする<sup>19</sup>。

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・プルーデンス政策を整備する。

#### **（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。**

金融は実体経済に奉仕するという原則を堅持し、債券市場の商品のイノベーションと制度建設を推進し、債券の健全なデフォルトリスク防止と処理メカニズムを整備し、会社の信用債券の発行参入とディスクロージャー規則の統一を促進する。

グリーン金融債券の存続期間の監督管理を強化し、債券市場の双方向の開放を引き続き着実に秩序立てて推進し、国外の機関が国内市場において債券を発行し、及び国内機関が国外で債券を発行して資金調達を行うことを支援し、同時に国外機関の国内債券市場への投資を推進する。

債券流通市場の発展を引き続き推進し、債券市場の流動性を高め、取引・清算・決算に関連した手配を不断に最適化し、マーケット・メーカー制度等の市場化された評価システムを整備し、市場参加者のためにより友好的で便利な投資環境を創造する。

金融市場インフラの統一的な企画・管理の枠組みを確立し、市場インフラ建設を一層強化し、金融市場の安全で効率の高い運営と全体の安定を確保する。

---

17 新たに盛り込まれた。

18 「市場による為替レート決定の強化」が削除され、代わりにマクロ・プルーデンス管理が盛り込まれた。

19 以前の記述が復活した。

統一した債券市場の法執行メカニズムの確立を加速し、市場の法に違反した犯罪行為を取り締まり、投資家の利益を保護し、債券市場の秩序を擁護し、金融市場の平穏な発展を促進する。

資本市場の改革を軸に、制度建設を強化し、市場の活力を奮い立たせ、資本市場の長期に健全な発展を促進する<sup>20</sup>。

**(5) 金融機関改革を深化させ、対外開放を拡大し、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、株主総会・取締役会・監事会と管理層の関係を規範化し、経営授権制度を整備し、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し、経営管理水準とリスクコントロール能力を高める。

銀行資本の補充手段を刷新し、金融機関の資本水準を高める<sup>21</sup>。

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、有効な措置を採用して県事業部の活力を一層奮い立たせ、地域経済へのサービス能力・水準を不断に高める。

開発性金融機関・政策性銀行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等の後続政策を早急にしっかり実施する。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<sup>22</sup>。

**(6) 重大金融リスク防止・解消の堅塁攻略戦をしっかりと戦い、安定成長と脱レバレッジ・監督管理強化の関係をうまく処理し<sup>23</sup>、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しっかりと守る。**

最低ラインを守るという考え方を堅持し、安定の中で前進を求めることを堅持し、主要な矛盾をしっかりと把握し、国务院金融安定発展委員会のリード・総指揮の下、国务院金融安定発展委員会弁公室の役割を十分発揮し、部門間の協調的組合せを強化し、タイムスケジュール・アウトライン・優先順序を明確にし、政策のテンポ・程度をしっかりと把握する。3年間の努力を通じて、金融機関の適応性を高め、実体経済への金融のサービス能力を顕著に増強し、金融行政・金融政策の法治化レベルを顕著に高め、ハードな制約制度の建設を全面的に強化し、システムミックリスクを有効に防止・コントロールすることにより、小康

20 新たに盛り込まれた。

21 新たに盛り込まれた。

22 金融の対外開放の記述が全て削除された。

23 「成長と脱レバレッジ・監督管理強化の関係をうまく処理する」が盛り込まれた。

社会の全面的実現のため良好な金融環境を創造する<sup>24</sup>。

### 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37.5兆元、前年同期比20.4%増であり、伸びは6月末と同水準であった。各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは28.1%であった。

うち、個人住宅ローン残高は24.97兆元、同17.9%増であり、伸びは6月末より0.7ポイント鈍化した。住宅開発融資残高は7.1兆元、同33.9%増であり、伸びは6月末より0.3ポイント鈍化した。土地開発融資残高は1.45兆元、同6.6%増であり、伸びは6月末より0.4ポイント鈍化した。

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4.25兆元、同34.4%増であり、伸びは6月末より3ポイント鈍化した。1-9月期は9171.8億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の56.5%を占めた（1-6月期より5.5ポイント減）。

### 4. 一部金融機関の預金準備率引下げ

#### （1）方向を定めた預金準備率引下げを通じて、市場化・法治化された「債務の株式転換」と小型・零細企業の資金調達を支援した。

2018年7月、人民銀行は、大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、非県域農村商業銀行、及び外資銀行に対し、人民元預金準備率を0.5ポイント引き下げ、市場化・法治化された「債務の株式転換」と小型・零細企業の資金調達を支援した。

うち、5大国有商業銀行と12の株式制商業銀行の約5000億元の資金を解放した。これは、これらの銀行が「債務の株式転換」を実施する能力を高め、既に契約した「債務の株式転換」の実施を加速することに資するものである。

郵政貯蓄銀行、都市商業銀行、非県域農村商業銀行と外資銀行の約2000億元を解放した。これは、小型・零細貸出の供給能力を増強し、小型・零細企業の資金調達コストを引き下げ、小型・零細企業への金融サービスを改善することに資するものである。

#### （2）一部の金融機関の預金準備率を引き下げ、中期貸借ファシリティ（MLF）を置き換えた。

2018年10月、人民銀行は、大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、非県域農村商業銀行、及び外資銀行に対し、人民元預金準備率を1ポイント引き下げた。

準備率引下げにより解放された資金は、当日満期の約4500億元のMLFの償還に用いられ、銀行システム資金の安定性を一層高め、商業銀行と金融市場の流動性構造を最適化した。

---

<sup>24</sup> 「シャドーバンキングのリスクの積極的解消、金融秩序の全面的な整理整頓」の記述が削除された。

準備率引下げで解放された資金約 7500 億元は、主として金融機関の小型・零細企業、民営企業支援とイノベーション型企業の資金源に用いられ、経済のイノベーションの活力・強靱性向上を促進し、内生的経済成長の動力を増強し、実体経済の健全な発展を推進した。

(11 月 26 日記)