

人民銀行第 1 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

はじめに

本稿では、5月12日に公表された第1四半期（1-3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

世界経済の成長の勢いはある程度強化され、IMF等は2017年の世界経済成長率は16年を超え、18年もなお引き続き成長率が高まる可能性があるとして予測している。

（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、中国経済の新たな動力エネルギーが増強されており、経済成長に対する内需の寄与が増大し、新技術・新製品・新サービスが不断に湧き起こり、かつ急速に成長している。産業の最適化・グレードアップが不断に推進され、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、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¹しており、製造業投資・民間投資の伸びは持続的に上昇し、企業収益は改善し、雇用情勢は安定している。

1.2 リスク・試練

当然、現在の経済の好転にはサイクル的要因等があり、経済構造調整は任重く道遠しで、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 ゴシックは筆者。前回の「経済の下振れ圧力が軽減」から、表現がより強まった。

(1) 国際環境

世界経済は、なお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、自国民第一主義（ポピュリズム）とアンチ・グローバル化の影響がなおかなり大きい可能性がある。一部の経済体の金融政策と財政政策の調整がリスクのスピルオーバー効果を形成する可能性があり、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

経済の上昇は、不動産とインフラ及び在庫補充効果を受けて推進されている面がかなり大きく、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いる。政府の PMI は、大企業が拡張し、小企業が縮小している構造を引き続き示しており、経済の内生的な成長動力はなお増強が必要であり、構造的矛盾はなお比較の際立っており、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、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ている。現在、わが国が直面しているのは、なお主として構造的矛盾と発展方式上の問題であり、経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。

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なければならない。「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・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²**、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

インフレは総体として安定を維持しており、PPI と CPI の顕著な乖離は、収縮が期待される³。

² 新たに盛り込まれた。

³ インフレ懸念の表現がトーンダウンした。

一面において、世界の大口取引商品価格は総体としてなお低レベルにあり、国内の鋼材・石炭等の生産財価格の下落と前年からの要因の段階的な低下等は、PPIの上昇傾向を鈍化させる可能性があり、これに加えて川下業種の競争が相対的に十分なことは、消費者物価の平穩維持に資するものである。

他方で、国内経済の安定化傾向に伴い、非食品価格とサービス価格が持続的に上昇しており、CPIに対して一定の上昇圧力を生んでいる。現在CPIの上昇率はかなり平穩ではあるが、GDPデフレーターの上昇幅が拡大しており、一部都市の不動産市場の熱気も依然かなり高い。これについては、引き続き密接に注意を払い、物価の安定を擁護すると同時に、資産バブルの抑制と金融リスクの防止を重視しなければならない⁴。

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・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。

穩健で中立的な金融政策をしっかりと実施し、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。

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、実体経済への金融のサービスを強化し、金融リスクの防止を重視し、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、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注意を払い、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、多様な金融政策手段の組合せを柔軟に運用して、関連手段の組み合せとオペレーションのテンポを合理的に按配し⁵、流動性の基本的安定を擁護する。

貸出の合理的伸びのために必要な流動性支援を提供するだけでなく、貸出の速すぎる拡張とレバレッジ率の一層の急上昇を防がなければならない。さらに金融監督管理の協調を強化し、監督管理政策を打ち出すタイミング・テンポを有機的にリンクさせ、市場の予想

⁴ 新たに盛り込まれた。

⁵ 新たに盛り込まれた。

を安定化させ、脱レバレッジと流動性の基本的安定とのバランスをしっかりと把握し、安定成長・構造調整・脱レバレッジ・バブル抑制・リスク防止のために、相対的に平穏な流動性環境を提供しなければならない⁶。

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、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⁷、金融機関が流動性の管理を強化するよう誘導し、負債の資金源の多元化を進め安定性を高め、流動性リスクと期間のミスマッチリスクを厳格にコントロールし⁸、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度な伸びを実現する。

(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。

流動性の投入方向・構造を引き続き最適化し、貸出政策の重要な役割を強化し、サプライサイド構造改革を推進する。

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サービスを全力でしっかりと実施し、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⁹。

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・河北協同発展等の国家重大戦略、及び養老等の新たな消費分野への金融支援を強化する。

市場化を主とし、持続可能性と互惠・ウインウインの原則を堅持し、各種の投融資方式を豊富にしてうまく使い、「シルクロード経済ベルト・21世紀海のシルクロード」建設のために金融支援を確実に提供する¹⁰。

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。

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、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。

インクルーシブファイナンスに対するマネー・貸出支援政策を整備し、再貸出、マクロ・プルーデンス評価に関連した政策パラメーター、貸出政策の誘導評価など、インクルーシブ

⁶ 新たに盛り込まれた。2017年は党大会の年であり、安定成長を維持しつつ、脱レバレッジ・構造調整・バブル抑制・リスク防止を図るといふ難しいオペレーションが要求されているのである。

⁷ 「簿外の理財業務のマクロ・プルーデンス管理への組み入れ」は削除された。

⁸ 新たに盛り込まれた。

⁹ 火力発電が追加された。

¹⁰ 新たに盛り込まれた。

ブファイナンス業務に対する貸出政策支援のプラスの奨励・誘導作用をよく発揮させる¹¹。

金融による健全な貧困扶助のメカニズムを整備し、金融による精確な貧困扶助政策の効果の評価とモデル地区の創設を展開し、貧困地域への貸出しを増やすよう金融機関を誘導する。

小型・零細企業の売掛金に対する融資特別行動を展開し、小型・零細企業への金融サービスの効率を高める。

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、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国債イールドカーブを引き続き育成し、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。

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、「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¹²。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

¹¹ 新たに盛り込まれた。

¹² 新たに盛り込まれた。

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積極的に促進し、商業銀行の資本補充手段を豊富にし¹³、金融債券発行の管理制度を一層整備し、商業銀行の窓口債券業務を積極的に発展させ¹⁴、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着実に推進し、関連政策の制度手配を整備し、市場インフラのクロスボーダー協力を推進し¹⁵、国外の発行者・投資家のためにより友好的で便利な制度環境を創造する。

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。

(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、慎重・周到でルールに則った経営理念を強化し¹⁶、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¹⁷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、多様な措置を採用して、金融リスクを有効に防止・解消し、金融の安全と安定を確実に擁護する¹⁸。

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

13 新たに盛り込まれた。

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。

17 新たに盛り込まれた。

18 これまでの「金融リスクの防止を更に重要と位置付け、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」から見出しが変更された。

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。

リスクの真相を一層探って明らかにし、リスク防止意識を増強し、転ばぬ先の杖で、密接にモニタリングし、精確に予想・判断し、重点分野におけるリスクの防止・コントロールを強化する。銀行の不良債権リスクを防止・解消し、不良貸出の増加を抑制する。

信用リスクを処置するメカニズムの整備を推進し、債券市場のリスクを防止する。

差別化した貸出政策を厳格に執行し、貸出が投資・投機的な住宅購入に向かうことを制限する。規制基準を統一し、資産管理商品などシャドーバンキングのリスクを有効に防止・コントロールする。

多様な手段を総合的に運用して、脱レバレッジを積極かつ穏当に進め、総レバレッジ率をコントロールする前提の下、企業のレバレッジ率を引き下げることが重点中の重点とし、市場化・法治化された債権の株式転換を支援する。地方政府の起債行為を規範化する。インターネット金融のリスク特別対策を引き続きしっかり行う。

マクロ・プルーデンス管理を強化し、業種・市場をまたぐ交差的な金融リスクを有効に防止し、金融システムの良性の運営を確保し、重点部分をしっかり把握することを確保し、監督管理の不足部分を補完する¹⁹。

預金保険のリスクの識別・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。

様々なレベルの資本市場を積極かつ規範的に発展させ、資本市場の安定した健全な発展を促進する。

施策の総合化・協調組合せの強化を堅持し、テンポ・程度をしっかりと把握し、市場の予想の安定化を重視し、出現する可能性がある関連金融リスクを遅滞なく処理・解消し、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。

3. 不動産融資の状況

3月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は28.4兆元、前年同期比26.1%増であり、伸びは12月末より0.9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25.6%であり、12月末より0.6ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は19.1兆元、同35.6%増であり、12月末より1.1ポイント鈍化した。住宅開発融資残高は4.8兆元、同19.7%増であり、伸びは12月末より6.3ポイント加速した。土地開発融資残高は1.4兆元、同-21.5%であり、下落幅は12月末より16.6ポイント拡大した。

1-3月期、不動産融資の新規増は1.7兆元で、伸びは前年同期より0.2兆元多く、各種融資新規増に占めるウエイトは40.4%で、2016年より4.4ポイント低下した。

3月末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は2.7兆元、同47.7%増であり、伸びは12月末より9.3ポイント加速した。1-3月期は2284.92億元増加し、同時期の不動

¹⁹ ゴチック部分は、表現が全面的に改められた。

産開発融資の増量の48.7%を占め、2016年に比べ64.8ポイント低下した。

4. コラム「マクロ経済動向についての議論」

今回の報告では、コラムで経済の現状をどう見るかについて、様々な議論を紹介している。その部分の概要は以下のとおりである。

2016年以降、中国経済は総体として安定化・好転の傾向が顕著である。とりわけ、2016年7-9月期以降経済の上昇の勢いがある程度加速しており、2017年1-3月期の経済の前年同期比成長率は、連続2四半期小幅に上昇し、累計で0.2ポイント上振れている。

発電量・鉄道貨物輸送量の伸び等の実物量の指標はかなり速く上昇しており、2016年1-3月期から2017年1-3月期にかけて、発電量は前年同期比1.8%増から6.7%増に上昇し、鉄道貨物輸送量は同-9.0%から15.5%増に反転上昇し、さらに外国の学者は、夜間照明のデータ等を通じて中国経済の回復の証拠を提供している。

国内のインフレ期待もある程度高まっており、PPIは前年同期比で2015年10-12月期の最低時の-5.9%から、今年1-3月期の7.4%にまで持続的に反転上昇している。

現状から見ると、今回の経済の回復持続期間はすでに12ヵ月を超えており、ここ数年を明らかに超えている。最近の経済データがかなり明るいものであるため、当面の経済動向について、長期的な下振れ傾向下の短期的な反動なのか、それとも新たな上昇サイクルに入ったのか、各方面の議論が高まっている。

ある観点からすれば、中国経済におけるサイクル的要因が好転し、構造的要因も改善をみているとする。

サイクル的要因から見ると、輸出・外需の回復が1-3月期GDP上昇の重要な動力である。2017年1-3月期、GDP前年同期比成長率に対する財・サービス貿易純輸出の寄与率は4.2%であり、前年同期より15.7ポイント高まった。GDP前年同期比成長率に対する財・サービス貿易純輸出の寄与度は0.3ポイントであり、前年同期より1.1ポイント高まった。

ある研究では、世界経済の回復が加速する背景下での外需回復が、企業の在庫補充・生産回復を推進し、加えて生産設備の更新サイクルの駆動が、工業生産・投資の好転を持続的にもたらした可能性があり、さらには雇用促進と個人所得向上に資するものであったとする。このほか、不動産在庫の削減とホットスポットの都市の土地供給加速の受益により、不動産投資のサイクルに上振れの余地ができたとする。

別の人は、サイクルの転換点を判断する際には、慣性的な思考にかく乱されやすく、サイクルの転換点は往々にしてかなり長い期間を経て後、ようやく確認されるものであると提起する。

構造的観点からすれば、過去数年の経済調整・改革を経て、サプライサイドの構造がある程度改善され、市場による合併再編と優勝劣敗が産業の集中度と全要素生産性を高め、シェアリングエコノミー・「インターネット+」等の新業態・新動力エネルギーの発展の勢

いが良好であり、「シルクロード経済ベルト・21世紀海のシルクロード」と高速鉄道経済圏のボーナス効果が徐々に顕在化し、国内経済発展の積極要因が累積してきており、産業のグレードアップ・環境保護・都市化の進展と医療・教育等のサービス業の成長余地が依然大きいとする。

ある観点からすれば、中国経済の成長モデルは根本的変化が発生しているとは未だいえず、今回の経済の安定化・回復は不動産・インフラ投資と外需の回復が推進した部分がかかなり大きく、将来はなお不確定性が存在するとする。

国内からすると、2017年1-3月期の投資の不動産・インフラへの依存度が上昇しており、1-3月期不動産開発・インフラ投資が固定資産投資総額に占めるウエイトは45.9%と、前年同期より2ポイント高まっており、将来の投資の変化にはなお不確定性がある。PPIの上昇率が徐々に反落するにつれて、在庫補充のサイクルも最終段階に近づく可能性がある。レバレッジ水準がかなり高いことや、不動産バブルなどは、なお経済の長期的な動力エネルギーを制約する可能性がある。このほか、外需の改善の持続性も、世界経済の回復プロセスによって決まるものであり、なお少なからぬ試練に直面している。

言うべきことは、今回の経済回復は、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徐々に深化されていることの表れであり、わが国が経済発展の新常態に積極的に適応し、これをリードして、構造調整と新旧動力エネルギーの転換を積極的に推進し、人民の生活と保障水準を引き続き改善し、インフラの経済下支え能力を不断に高めることは、いずれも経済の持続的で健全な発展のために、内生的動力を引き続き提供するものである。

当然、現在の経済の好転にはサイクル的要因等の作用があり、わが国経済運営における構造的矛盾と深層レベルの問題がなおかなり際立っていることを見取らなければならない。

新常態という大ロジックを用いて経済情勢を検討・判断することを堅持し、困難をより十分押し量り、リスクをより深く考慮し、経済構造の戦略的調整を断固として推進し、安定の中で前進を求めるという政策の総基調を堅持し、政府と市場、中央と地方、国内と国外の3つの関係をうまく処理することに力を入れ、新たな動力エネルギーの育成に力を入れ、経済社会の発展の活力を奮い立たせ、経済の平穏で健全な発展を確保し、サプライサイド構造改革が深化されることを確保し、システミックな金融リスクが発生しないことを確保しなければならない。

(5月22日記)