

人民銀行第 2 四半期貨幣政策執行報告

田中 修

はじめに

本稿では、8月11日に公表された第2四半期（4－6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はかなり良好さを示しており、IMFとOECDは前後して2017年の世界経済成長率の予想を上方改定した。

（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、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牽引作用が強さを維持している。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。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¹。

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するという態勢がかなり明白となっており²、**主要指標は予想より好く、総需給がよりバランスし、構造がある程度最適化され³、製造業投資・民間投資の伸びはある程度上昇し、企業利潤と個人所得がかなり速く伸び、雇用情勢は安定し、経済成長の安定性・協調性・包摂性が増**

1 サプライサイド構造改革の成果が前回よりも強調されている。

2 表現が前回よりも強まった。

3 ゴシックは筆者、新たに盛り込まれた。

強されている⁴。

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、いくらかの古い問題が依然存在し、構造的な矛盾が依然際立っていることをも、見て取らねばならない⁵。

(1) 国際環境

世界経済は、なお大調整のプロセスにあり、深層レベルの問題はなお根本的には解決しておらず、成長を強める動力は依然不足しており、過去数年極度に緩和した金融政策の環境下で徐々に累積したグローバルな資産バブルが調整される可能性が内在しており、これに加えて、FRB が利上げと資産圧縮を行い、ECB と日銀も量的緩和から退出する可能性がある。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⁶、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、一定程度世界経済が回復している背景の下、外需の回復により推進されているものであり⁷、企業収益の改善はなお多くが石炭・鉄鋼・非鉄金属等の川上・川中産業に集中している。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⁸、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的際立っている。

経済の長いサイクルと構造の最適化・グレードアップという視点から、経済発展の段階的特徴を把握し、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を主線として、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⁹、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、中央と地方の財政関係を一層調

4 新たに盛り込まれた。

5 表現が新しくなった。

6 表現が新しくなった。

7 前回は、経済の上昇は不動産とインフラ及び在庫補充効果が原因といていたが、今回は外需が原因となっている。

8 新たに盛り込まれた。

9 新たに盛り込まれた。

整して¹⁰、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¹¹、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・空間を開拓する¹²。

(3) 物価

物価動向は総体としてかなり安定している¹³。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、現在世界経済が総体として回復の態勢を続けており、少なからぬ経済体が好転傾向にあり、大口取引商品価格が上方に動揺している。国内経済の運営は安定の中で好転しており、これに加えて最近企業の在庫がある程度削減され、鉄鋼・石炭等の工業品価格に再び上昇の兆しが現れている。2017年4-6月期GDPデフレーターは3.9%と、なおかなり高い水準にある。

当然、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、将来一時期の物価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

人民銀行は中央経済工作会議精神、**全国金融工作会議精神**¹⁴を真剣に貫徹実施し、党中央・国务院の戦略・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。

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・方式を刷新する¹⁵。

政策の連続性・安定性を維持し、穏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。

10 新たに盛り込まれた。

11 新たに盛り込まれた。

12 前回の「貸出の拡大へのかなり強い衝動が表れており、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」という表現は削除された。

13 前回の「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」よりもさらにインフレ懸念がトーンダウンした。

14 全国金融工作会議が新たに加わった。

15 全国金融工作会議で決定された任務が追加された。

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、**实体经济の強化・バーチャル経済の抑制に力を入れ、金融リスクの防止・コントロールを重視し、金融監督管理の協調を強化し、实体经济に金融がサービスする効率・水準を高める¹⁶**と同時に、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、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、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」¹⁷流動性の基本的安定を擁護し、安定成長・構造調整・総量コントロールの関係をうまく処理する。

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する。

金融機関が同業者からの資金調達に依存する程度をより全面的に反映させるため、金融機関が流動性の管理をしっかりと行うよう誘導し、2018年1-3月期の評価時から、資産規模5000億元以上の銀行が発行する1年以内の同業者向けCDを、マクロ・プルーデンス評価(MPA)の同業者負債のウエイト指標に組み入れ、考査を進める。その他の銀行については、引き続きモニタリングを進め、適時に適切な要求を再提起する¹⁸。

(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。

实体经济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。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、实体经济のコストを引き下げる¹⁹。

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

16 全国金融工作会議を踏まえ、表現が強まった。

17 新たに盛り込まれた。

18 新たに盛り込まれた。代わりに、「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止」する旨の記述が削除された。

19 新たに盛り込まれた。

スを着実にしっかり行う。

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」建設のための金融支援を深く推進する。

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、農村の土地経営権・住宅財産権を担保とする貸出テストを深く推進し、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、**小型・零細企業、「三農」、辺境地域への金融サービスを強化する²⁰**。

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の政策効果の評価とモデル地区の創設を展開し、金融による精確な貧困扶助を強化し、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・零細企業の資金調達環境を最適化する。

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²¹。

（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

²⁰ 新たに盛り込まれた。

²¹ 貸出資産の証券化の記述は（4）に移された。

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。

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²²、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。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**²³。

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。

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、**グリーン金融債券の評価・認証に関連する事務を推進し**²⁴、資産の証券化を推進する²⁵。

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、**債券デリバティブの取引メカニズムを最適化し、市場化された健全なリスク処理メカニズムを整備し、債券市場の平穏な運営を擁護する**²⁶。

債券市場の双方向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、「債券通」(ボンドコネクト)²⁷等の市場インフラのクロスボーダー協力を一層整備し、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。

22 新たに盛り込まれた。

23 新たに盛り込まれた。

24 新たに盛り込まれた。

25 (3) から移動した。

26 新たに盛り込まれた。

27 例示が盛り込まれた。海外投資家が、香港経由で中国本土の債券を売買できる制度を指す。

(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²⁸、コーポレートガバナンスを整備し、株主構造を最適化し²⁹、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、リスク防止への金融機関の主体的責任を強化し³⁰、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) システミック金融リスクを積極的に防止・解消することを更に重要と位置付け、多様な措置を採用して、金融の安全と安定を確実に擁護する³¹。

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・事前警告を強化し、重点分野におけるリスクの防止・解消に力を入れ、金融の安全防衛ラインとリスクの応急処理メカニズムを整備する。銀行業の不良資産リスクを防止・解消し、不良貸付の増大をコントロールする³²。

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、監督管理の差異による利ザヤ稼ぎを減らし、市場秩序を規範化する³³。

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。

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を引き下げることが重

28 新たに盛り込まれた。

29 新たに盛り込まれた。

30 新たに盛り込まれた。

31 表現が、システミック金融リスクの防止・解消を重点に改められた。

32 表現が全面的に改められた。

33 資産管理業務の監督管理強化が盛り込まれた。

点中の重点とし、「ゾンビ企業」の処理にしっかり取り組み³⁴、市場化・法治化された債権の株式転換を着実に推進する。累積された地方政府の債務リスクを積極かつ穏当に解消し、地方政府の起債行為を有効に規範化する。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。

国务院金融安定発展委員会弁公室の職責をしっかり履行する³⁵。金融監督管理の協調を強化し、政策の程度・テンポをしっかり把握し、市場の予想を安定化させる。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³⁶。

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。

施策の総合化を堅持し、金融のリスクポイントを有効に処理し、モラルハザードを防ぎ³⁷、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守る³⁸。

3. 不動産融資の状況

6月末、主要金融機関（外資を含む）の不動産融資残高は29.7兆元、前年同期比24.2%増であり、伸びは3月末より2.0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25.9%であり、3月末より0.3ポイント高まった。

うち、個人住宅ローン残高は20.1兆元、同30.8%増であり、3月末より4.8ポイント鈍化した。住宅開発融資残高は5.0兆元、同20.2%増であり、伸びは3月末より0.5ポイント加速した。土地開発融資残高は1.4兆元、同-17.9%であり、下落幅は3月末より3.6ポイント縮小した。

1-6月期、不動産融資の新規増は3.0兆元で、伸びは前年同期より0.1兆元多く、各種融資新規増に占めるウエイトは38.1%で、1-3月期より2.2ポイント低下した。

6月末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は3.0兆元、同36.2%増であり、伸びは3月末より11.5ポイント減速した。1-6月期は4514.7億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の60.4%を占め、1-3月期に比べ11.7ポイント上昇した。

(8月21日記)

34 新たに盛り込まれた。

35 新たに盛り込まれた。

36 新たに盛り込まれた。

37 新たに盛り込まれた。

38 マクロ・プルーデンス管理の強化、債券市場のリスク防止の記述は削除された。