

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14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かなり多い。

（1）国際面

世界経済の回復は上ぶれており、主要な経済体は国際金融危機以来、初めて同歩調の成長を実現した¹。国際貿易・投資は谷を出て、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

中国経済のファンダメンタルズが長期に良好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の段階的成果は顕著であり、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、過剰生産能力は引き続き解消され、2017年の工業生産能力利用率は77%と、ここ5年で最高となった。不動産在庫は低下し、需給関係がある程度改善し、消費のグレードアップと戦略的新興産業の急速な発展に適応して、経済構造は引き続き最適化された。

2017年10－12月期から、中国のマクロのレバレッジ率の伸びは、既にある程度低下し始めている²。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。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、サプライサイド構造改革と質の高い発展³のために、適切なマネー・金融環境を作り上げた。

多様な要因による共同推進の下、2017年以降国民経済は安定の中で好転し、経済運営は安定性が強まり、質が高まり、構造が最適化されるという態勢が現れている。

1 世界経済の評価がより積極的になった。

2 ゴシックは筆者。「安定化傾向」から表現が前向きになった。

3 「中高速成長」から置き換えられた。

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。

(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、**グローバル金利の中枢はある程度上ぶれる可能性があり**⁴、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、**国際金融市場の最近の変動もある程度増大しており**⁵、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**⁶により推進されているものであり⁷、民間投資の活力はなお相対的に不足しており、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。

中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、サプライサイド構造改革を通じて、供給システムの質・効率を高めることに力を入れ、「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」ことを堅持し、「**重大リスクの防止・解消、精確な脱貧困、環境対策**」の**3大堅塁攻略戦をしっかりと戦わなければならない**⁸。

イノベーションがリードし、協同発展する産業システムを建設し、全要素生産性を高める。生産要素市場の市場化された配分と財政・税制等の重点分野の改革を引き続き深化させ、**質の優れたフローの供給を拡大し、ストック資源の配分を最適化し、無効な供給の除去に力を入れ**⁹、「ゾンビ企業」の処理を重要な掴みどころとし、国有企業改革を深化させる。新しいタイプの都市化の発展を推進し、**多くの主体が供給し、多くのルートで保障し、賃貸・購入が並立した住宅制度の確立を加速し**¹⁰、労働力市場の柔軟性を増やし、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より十分に発揮させる。

都市・農村、地域の協調発展を積極的に推進し、**現代化した経済システムの空間配置を最適化する**¹¹。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

4 新たに盛り込まれた。

5 新たに盛り込まれた。

6 「在庫の補充」が削除された。

7 「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」という従来の表現が削除された。

8 新たに盛り込まれた。

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。

係を一層調整して、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る。各種市場主体の活力を奮い立たせ、民営企業の発展を支援し¹²、財産権保護政策を実施し、ビジネス環境を改善し、市場の予想を安定させ、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・空間を開拓し、実体経済に現代金融がサービスする能力を不断に増強する¹³。

(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。

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、国内経済は総体として平穩に運営¹⁴されている。

当然、生産能力削減、環境保護監査、大口取引商品価格の回復、ベース要因等の相乗作用により、インフレ水準は小幅な上昇圧力が存在する可能性¹⁵も見て取らねばならない。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。中央経済工作会議は、質の高い発展の推進は、現在と今後一時期、発展の考え方を確定し、経済政策を制定し、マクロ・コントロールを実施するための根本要求であることを明確に提起した。質の高い発展の主要な内容とは、総量の拡張から構造最適化へと転換し、供給システムの質・効率の向上に力を入れることである。金融コントロールは、質の高い発展という総要求を軸に、政策を展開しなければならない¹⁶。

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、19 回党大会精神と中央経済工作会議・全国金融工作会議精神を全面的に深く貫徹し、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、「五位一体」の総体配置を統一的に規格・推進するという要求に基づき、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、わが国社会の主要な矛盾の変化をしっかりと把握し、実体経済への奉仕、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、金融マクロ・コント

12 新たに盛り込まれた。「非公有制企業」から「民営企業」に表現が明確化されている。

13 新たに盛り込まれた。

14 前回の「上振れ圧力も下振れ圧力もあり」から変更された。

15 上昇圧力の表現が緩和された。

16 中央経済工作会議の内容が盛り込まれた。

ルールを刷新・整備する。

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、政策の協同を強化し、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る。

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る。重大な金融リスクを防止・解消する堅塁攻略戦をしっかりと戦い、金融の改革・開放を大いに推進・発展させ、実体経済のためにより好い金融サービスを促進する。

(1) 金融政策の穏健・中立性を維持する¹⁷。

マネーサプライの総バルブをしっかりと管理し、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、マネー・貸出と社会資金調達規模の合理的な伸びを維持し、安定成長・脱レバレッジ・リスク防止の間のバランスをしっかりと把握する。

一方面で、流動性の尺度をしっかりと掌握し、脱レバレッジと金融リスクの防止・解消に助力する。他方で、金融監督管理政策のマクロ効果、金融業態・市場運営構造に及ぼす影響を総合的に考慮して、監督管理の協調を強化する¹⁸。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」流動性の合理的安定を擁護する。

マクロ・プルーデンス評価を一層整備し、同業間の CD、グリーン金融をマクロ・プルーデンス評価システム (MPA) 考課に組み入れる。

(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¹⁹。

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する。インクルーシブファイナンスの発展に力を入れ、実体経済に奉仕し、起業・イノベーションと新動力エネルギーの育成を支援する上で、より大きな役割を発揮させる²⁰。より多くの金融資源を経済社会発展の重点分野・脆弱部分に配分し、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。

製造強国建設への金融支援を引き続きしっかりと行い、先進製造業分野への貸出支援を増やす。貸出政策の実施方式を一層改善し、鉄鋼・石炭産業の生産能力解消を支援し、企業

17 見出しの表現が全面的に変更された。

18 新たに盛り込まれた。

19 これまで掲げられていた、インフラ支援、「一带一路」・西部大開発支援、都市化支援は削除された。

20 新たに盛り込まれた。

債務と銀行の不良債権を適切に処理する²¹。

「北京・天津・河北」協同発展への金融サービス水準を引き続き引き上げ、雄安新区のハイレベル建設のため、有力な金融支援を提供する²²。農村振興戦略への金融サービスを重点的にしっかり行い²³、第1次・第2次・第3次産業の融合発展を促進し、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適切に推進し、「契約農業²⁴+保険+先物」テストの展開を模索²⁵する。

金融による精確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サービスを強化し、金融による産業発展支援が貧困家庭の脱貧困の牽引とリンクする健全なメカニズムを確立し、金融による貧困支援のリスクの提示と防止を強化し、金融による貧困支援の持続可能性を促進する²⁶。

「三農」、小型・零細企業、精確な貧困支援への貸出政策の誘導効果の評価を整備し、評価結果の運用を強化し、金融機関が脆弱部分への貸出を増やすよう誘導する。「中小企業促進法」を宣伝・貫徹²⁷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深く展開し、知的財産権を担保とした貸出モデルを刷新・支援²⁸し、小型・零細企業の資金調達環境を最適化し、小型・零細企業への金融支援を強化する。

金融機能の役割を一層躍起させ、起業・イノベーション、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支援を強化する。養老・健康・文化等新しい消費分野への金融支援を引き続き強化する。

資産証券化を一層推進し、資産証券化市場に関連する基準・規範を統一し、証券化市場の規範化した発展を推進する²⁹。

（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³⁰。

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と国債イールドカーブを育成し、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

21 新たに盛り込まれた。

22 新たに盛り込まれた。

23 新たに盛り込まれた。

24 リーダー企業との契約に基づき、農業者が行う農業生産、契約栽培など。

25 新たに盛り込まれた。

26 金融による貧困支援が、リスク防止・持続可能性の観点から大幅に内容が変更された。

27 新たに盛り込まれた。

28 新たに盛り込まれた。

29 新たに盛り込まれた。

30 「一帯一路」建設への人民元使用、資本取引自由化が削除された。

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。

人民元レート形成メカニズムの改革を深化させ、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³¹、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サービスを提供する³²。

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、人民元とその他通貨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のために更に好く奉仕する。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。

直接金融のウエイトを高め、様々なレベルの資本市場の健全な発展を促進し、実体経済のために更に好く奉仕する³³。債券市場の商品のイノベーションを引き続き推進し、債券市場の深度と広さを拡大する³⁴。債券市場の制度建設を強化し、公司信用債券の情報開示の分類統一を推進し、債券のデフォルトリスクを防止・処理する健全なメカニズムを不断に整備し、債券発行後の継続監督管理を一層整備し、ランキング付け等の市場化された規制メカニズムを強化する³⁵。

資本市場の双方向の開放を推進し、クロスボーダー融資関連の政策制度手配を不断に整備する。債券流通市場の発展を引き続き推進し、取引・清算・決算に関連した制度手配を整備し、マーケット・メーカーの考課・評価等市場化された評価システムの建設を推進し、債券市場の流動性を一層引き上げる³⁶。

金融市場インフラの統一的な企画・管理の枠組みを整備し、取引報告制度の建設を推進し、対外開放が不断に深化される背景下における、金融市場の安全で効率の高い運営と全

31 新たに盛り込まれた。

32 従来の表現ぶりに戻った。

33 新たに盛り込まれた。

34 新たに盛り込まれた。

35 表現が全面的に改められた。

36 表現が整理された。

体の安定のために制度保障を提供する³⁷。

(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、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**³⁸。

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奮い立たせ、**县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³⁹。

(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、重点分野のリスクの防止・処理をしっかりと行う。

リスクのモニタリング・評価を強化し、リスクの事前警告・応急処理メカニズムを整備し、リスク対応案をしっかりと準備する。

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。

マクロ・プルーデンス政策の枠組みを一層整備し、シャドーバンキング・不動産金融等のマクロ・プルーデンス管理を強化し、「金融機関の資産管理業務に関する指導意見」についての社会の意見をしっかりと研究・吸収し、関連部門と修正・整備を進め、手順に従い国務院の批准を申請し公布する⁴⁰。

金融持ち株会社監督管理規則を引き続き推進し、市場参入・コーポレートガバナンス・自己資本比率・関連取引などへの監督管理要求を明確にし、相応な監督管理メカニズムの整備を模索する。

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引下げを重点中の重点とし、市場化・法治化された債務の株式転換を深く推進する⁴¹。地方政府の起債による

37 新たに盛り込まれた。

38 新たに盛り込まれた。代わりに、「国有金融資本管理を整備」は削除された。

39 「資産管理会社の転換・発展」は削除された。

40 新たに盛り込まれた。

41 「ゾンビ企業」の処理が削除された。

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。

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。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、施策の総合化を堅持し、重大金融リスクの防止・解消の堅塁攻略戦をしっかりと戦い、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⁴²。

3. 不動産融資の状況

2017年末、主要金融機関(外資を含む)の不動産融資残高は32.2兆元、前年同期比20.9%増であり、伸びは前年末より6.1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26.8%であった。

うち、個人住宅ローン残高は21.9兆元、同22.2%増であり、前年末より14.5ポイント鈍化した。住宅開発融資残高は5.6兆元、同26.7%増であり、伸びは前年末より13.4ポイント加速した。土地開発融資残高は1.3兆元、同-8.0%であり、下落幅は前年末より3.1ポイント拡大した。

2017末、全国の社会保障的性格をもつ住宅開発融資残高は3.3兆元、同32.6%増であり、伸びは前年末より5.7ポイント減速したが、なおかなり速い伸びを維持している。2017年は8202.5億元増加し、前年より1230.3億元伸びが増え、同時期の不動産開発融資の増量の61.8%を占めた。

(4月20日記)

⁴² 預金保険・資本市場・デフォルト処理の記述は削除された。