

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10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、経済の平穏な¹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いる。IMFは、7月の予測において、今年・来年の2年間正解経済の成長率をいずれも3.9%としている。

（2）国内面

中国経済の強靱性はかなり強く²、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、わが国経済の需給が総体としてバランスし、雇用情勢が好転し、成長動力が急速に転換し、新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、工業企業の利潤はかなり良好であり、生産能力の利用率が高まり、経済構造は引き続き最適化された。

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・解消は初歩的な成果を得た。

金融と経済の関係は、まさにいくらかの変化が発生しており、質の高い発展と経済構造調整の段階にあり、やや低い融資の伸びは、なお経済の平穏な運営を支援できる³。

多様な要因による共同推進の下、2018年1－6月期の中国経済は平穏な発展の態勢を維持し、転換・グレードアップが着実に推進され、新旧の動力エネルギーが継承・転換され、経済運営の内在的な安定性がある程度向上し、質・効率はかなり好い水準を維持した。

1 「健全な」が「平穏な」に変更された。

2 「周期的な態勢は好転しており」という表現が削除された。

3 ゴシックは筆者。表現が変更された。

1.2 リスク・試練

経済が持続的に好い方向へ向かうことを制約する構造的・深層レベルの問題が依然存在し、現代化した経済システムの建設を加速し、質の高い発展を推進するという任務は、非常に困難・繁雑で荷が重いことをも、見て取らねばならない。同時に、**短期内では需要サイドの「いくつかの衝突」が経済に対してハレーションを形成する可能性をも注意し、これを防止しなければならない**⁴。

(1) 国際環境

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し、経済へ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**⁵。

世界の経済・政治情勢はより錯綜・複雑化しており、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⁶、地政学リスクは依然かなり大きく、これらがいずれも金融市場の運営と資本流動等に衝撃を生み出す可能性がある。

(2) 国内経済

地方政府の投融资行為と金融機関の運営がさらに規範化されるに伴い、インフラ投資の伸びがある程度下振れし、**短期内にあるいは経済に一定のハレーションを形成するかもしれないが、中長期で見ると経済成長の動力エネルギーの転換に資することになる**⁷。

いくらかの企業債務リスクが露わになり、民間投資の活力がなお顕著に不足しており⁸、内生的な成長動力は一層の増強が必要であり、構造的な矛盾が依然際立っており、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、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。

世界の主要な経済体の消費価格の上昇率がやや上振れているが、なお多くが低レベルにあり、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、**一部地域は段階的な医療サービス価格改革が完成している**⁹ことは、いずれも物価の平穏維持に資するものである。

当然、大口取引商品価格と農産品価格の反転上昇等¹⁰の影響を受け、価格が上振れる可能

4 新たに盛り込まれた。

5 新たに盛り込まれた。

6 財政政策と貿易政策が削除され、これまでの金融政策に「正常化」が追加された。

7 新たに盛り込まれた。

8 新しい表現である。債務リスクが「圧力」から「暴露」に変わった。全体の表現が簡潔化されている。

9 新たに盛り込まれた。

10 生産能力削減と環境保護監査は削除された。

性も見て取らねばならない。前年の消費者物価上昇の 2018 年への影響も昨年よりもやや大きい、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・國務院の政策決定・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、新発展理念を貫徹し、**質の高い発展という要求を実施**¹¹し、わが国社会の主要な矛盾の変化をしっかりと把握し、実体経済へのサービス、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 つの任務をしっかりと軸に、金融マクロ・コントロールを刷新・整備し¹²、

政策の連続性・安定性を維持し、政策の展望（先見）性・柔軟性・有効性を高める。

穏健な金融政策は**中立的**で¹³、適度な緩和・引締めを維持し¹⁴、**マネーサプライの総バルブ**をしっかりと把握し、「バラマキ」式の強い刺激を行わないことを堅持し、情勢の変化に応じ**事前調整・微調整**を行い¹⁵、予想の安定・誘導を重視し、政策の統一的企画・協調を強化し、サプライサイド構造改革と質の高い発展のために、適切なマネー・金融環境を作り上げる¹⁶。

金融政策とマクロ・プルーデンス政策の 2 つを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、**マネー・貸出政策の伝達メカニズム**をスムーズにし¹⁷、金融の改革開放を大いに推進・発展させ、**メカニズムの刷新**を通じて、**実体経済に金融がサービスする能力・意欲を高める**¹⁸。

構造的な脱レバレッジを断固としてしっかりと行い、**程度とテンポ**をしっかりと把握して¹⁹、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、**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）金融政策の**穏健・中立性**を維持し、**マネーサプライの総バルブ**をしっかりと把握する²⁰。

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

11 新たに盛り込まれた。

12 「五位一体」が削除された。

13 國務院常務会議では、景気中立の表現が削除されたが、ここでは残されている。

14 金融政策の中立性は、まだ維持されている。

15 新たに盛り込まれた。過度な景気刺激を行わないことが強調されている。

16 ここからは「中立性」が削除された。

17 新たに盛り込まれた。

18 新たに盛り込まれた。

19 新たに盛り込まれた。

20 この節の表現が大幅に簡略化された。

足²¹を擁護し、適度な²²社会資金調達規模を維持し、安定成長・構造調整・リスク防止の間のバランスをうまく把握する。

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、その誘導作用を適切に発揮させ、小型・零細企業等の実体経済に対する支援を金融機関が強化するよう誘導する²³。

（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、貸出政策の方向を定めた構造調整機能を強化し、サプライサイド構造改革への金融支援をしっかりと行う。

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²⁴。

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。

「北京・天津・河北」協同発展等の国家重大戦略²⁵、グリーン金融、物流、養老等の現代サービス業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²⁶。

農村振興への金融サービスを積極的にしっかりと行い、「農村振興への金融サービス指導意見」を検討・起草し、各銀行が農村振興戦略をしっかりと軸として、貸出資源を合理的に配分調整し、差別化した業績考課・職を尽くすことによる免責等の内部奨励を強化し、農村振興への金融サービスを全面的にしっかりと行うよう誘導する²⁷。

小型・零細企業への政策措置の実施を強化し、各金融機関が実際と結び付け、政策措置を細分化し、政策目標を明確にし、小型・零細企業への金融サービス投入拡大・コスト引下げ目標の実現を推進するよう指導する²⁸。

科学技術と金融の結合を新化・発展させ、科学技術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²⁹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³⁰に対する金融サービスをしっかりと行う³¹。

21 「安定」が「充足」に改められた。

22 「合理的な」が「適度な」に改められた。

23 新たに盛り込まれた。

24 新たに盛り込まれた。

25 「一带一路」と西部大開発は削除された。

26 新たに盛り込まれた。

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 「起業・イノベーション」「海洋経済」が削除された。

(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、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。

為替レートの市場化改革を深化させ、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、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。

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³²。

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を一層推進し、発行・格付等の制度を整備し、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、取引・清算・決算に関連した手配を最適化し、

³¹ 新消費分野、貧困支援の記述が削除された。

³² 新たに盛り込まれた。

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、債券市場の流動性を高め、会計・会計検査・税制等の方面の関連政策の整備を推進し、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。

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³³。

（５）金融機関改革を深化させ、対外開放を拡大し³⁴、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。

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。

参入前の国民待遇とネガティブリストの原則に基づき、為替レートメカニズム改革と資本項目の兌換化の程度を組み合わせ、金融リスク防止を重視する基礎の上に、金融業を大幅に対外開放し、国際競争力を高める。中国・外国の金融市場の協力分野を開拓し、公開・透明で、オペレーションが便利で、リスクがコントロール可能な、健全な適格国外投資家制度を確立する³⁵。

（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う。

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、国務院金融安定発展委員会のリード・総指揮の下、国務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

³³ 新たに盛り込まれた。

³⁴ 対外開放の拡大が盛り込まれた。

³⁵ 対外開放の拡大が入ったことにより、新たに盛り込まれた。

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し、マクロレバレッジ率と重点分野の信用リスクを有効にコントロールし、シャドーバンキングのリスクを積極的に解消し、各種金融機関のリスクを穏当に処理し、金融秩序を全面的に整理整頓し、予想の管理と輿論の誘導を強化し、金融市場の異常な変動リスクと外部からの衝撃リスクを確実に防止する³⁶。

3年間の努力を通じて、金融機関の適応性を高め、実体経済への金融サービス能力を顕著に増強し、金融行政の法治化レベルを顕著に高め、ハードな制約の制度建設を全面的に強化し、システミックリスクを有効に防止して、小康社会の全面的実現のために良好な金融環境を創造する³⁷。

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35.8兆元、前年同期比20.4%増であり、伸びは3月末より0.1ポイント加速した。各種融資残高に占める不動産融資残高のウエイトは27.7%であった。

うち、個人住宅ローン残高は23.8兆元、同18.6%増であり、伸びは3月末より1.4ポイント鈍化した。住宅開発融資残高は6.7兆元、同34.2%増であり、伸びは3月末より3ポイント加速した。土地開発融資残高は1.5兆元、同7.1%増であり、伸びは3月末より4.9ポイント加速した。

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4.1兆元、同37.4%増であり、伸びは3月末より0.5ポイント減速した。1-6月期は7407億元増加し、同時期の不動産開発融資の増量の62.1%を占めた。

4. 一部金融機関の預金準備率引下げ

(1) 一部金融機関の預金準備率を引き下げて、中期貸借ファシリティー（MLF）に置き換えた

2018年4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、それらが借りているMLFに置き換え、かつ小型・零細企業の資金調達を支援した。

金融機関は、「先に借りたものを先に償還する」という順序に基づき、中期貸借ファシリティーを9000億元償還した後、フロー資金を4000億元近く獲得し、銀行システム資金の安定性を高め、流動性の構造を最適化した。このことは、金融機関が小型・零細企業への貸出増に誘を増やし、小型・零細企業の資金調達コストを適切に引き下げるよう誘導することに資するものであった。

これに関する実施状況については、既にマクロ・プルーデンス評価（MPA）の考課に組

³⁶ 新たに盛り込まれた。

³⁷ 新たに盛り込まれた。

み入れられている。

(2) 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。

そのうち、5つの国有商業銀行と12の株式制商業銀行に解放した資金は約5000億元であり、これはこれらの機関が「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」プロジェクト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、及び外資銀行に解放した資金は約2000億元であり、これは小型・零細企業への貸出能力を増強し、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。

金融機関が引き下げられた準備資金を使用した、「債務の株式転換」と小型・零細企業への支援の実施状況は、既にMPA考課に組み入れられている。

(9月14日記)