

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15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かなり多い。

3大堅塁攻略戦は実質的な進展を得て、サプライサイド構造改革が深化され、経済成長は強靱性を維持し、雇用情勢は安定を維持し、個人所得は着実に伸び、人民の生活は引き続き改善し、経済の持続的で健全な発展と社会の大局的安定を維持した。

積極的財政政策と穏健な金融政策は徐々に力を発揮し、実体経済とりわけ民営、小型・零細企業へのサービスの程度は不断に増大した。中米経済貿易交渉が再開され、市場の自信の安定の助けとなった。金融リスクの防止・コントロールは、穏当・果断に推進され、マクロレバレッジ率の急速な伸びの勢いには初歩的に歯止めがかかり、金融リスクは総体としてコントロール可能であり、実体経済への金融サービスの質・効率は徐々に向上した。人民元レートは、合理的均衡水準で基本的安定を維持し、外部の衝撃への対応能力が増強された。

1.2 リスク・試練

現在、外部環境は錯綜・複雑化しており、経済の下振れ圧力が引き続き増大しており、一部企業の経営困難がかなり多いことを見取らねばならない¹。

（1）国際環境

世界経済の成長は鈍化しており、主要経済体の金融政策は緩和に向かい、地政学リスクは依然かなり大きく、外部の不確定・不安定要因が増大している。

（2）国内経済

国内企業の運営が直面するリスク・試練がかなり多く、企業の生産・投資は慎重化傾向にあり、製造業投資と民間投資の伸びはある程度鈍化し、外需の減退は輸出の伸びに圧力を形成し、経済の内生的な成長動力は一層の増強が必要である。

これについて客観的に認識し、理性的に対応し、自信を確固とし、不動心を維持し、しっかり十分に準備し、自身の事柄に真剣にしっかり取り組まなければならない²。カウンター

¹ これは、報告自身がゴシックにしている。以下、ことわりのないゴシックは筆者。

² これは、報告自身がゴシックにしている。

シクリカルな調節を強化し、構造調整を強化し、改革とコントロール、短期と長期、内部均衡と外部均衡を結びつけ、有効な最終需要と新たな成長点の形成を推進する。

(3) 物価

物価動向は総体としてコントロール可能であるが、不確定要因がある程度増加している³。

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。

最近、国内経済運営は総体として平穏であり、総需給は基本的にバランスしている。サプライサイド構造改革が深く推進され、市場メカニズムの役割が更に好く発揮されている。現在、わが国は、持続的インフレあるいはデフレの基礎は存在しない⁴。

しかし、アフリカ豚コレラ及び周期的要因の相乗効果の影響を受け、豚肉価格の上昇がかなり速く、消費の代替効果がその他肉・家禽と卵類価格のある程度の上昇をもたらしており、消費財価格の上昇幅のある程度の拡大を牽引している。

企業の生産需要が限界的に鈍化しており、大口取引商品価格が前年同期で下落し、前年同期のベースかなり高い等の要因が PPI の低下をもたらしているが、最近の PPI 前月比は、既に連続して上昇している。

総体として見れば、豚コレラの疫病等がもたらした供給への衝撃は、なお平穏に復するまでには一定の時間が必要であり、短期内の消費者物価はなお上昇圧力に直面しており、引き続き動態変化を密接にモニタリングし、インフレ期待の発散を警戒する必要がある⁵。

2. 今後の金融政策の考え方

人民銀行は、習近平「新時代の中国の特色ある社会主義」思想を導きとすることを堅持し、党中央・國務院の政策決定・手配を全面的に貫徹し、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、「雇用・金融・対外貿易・外資・投資・予想の安定化」政策を着実にしっかり実施する。

不動心を維持し、引き続き穏健な金融政策をしっかりと実施し、金融マクロ・コントロールを刷新・整備し、カウンターシクリカルな調節を強化し、質の高い発展の中でリスクを防止・解消することを堅持し、経済の短期的下振れ圧力に適切に対応すると同時に、断固として「バラマキ」を行わない。

予想の誘導を重視し、インフレ期待の発散を防止する⁶。マクロ政策の協調的組合せを強化し、人民元・外貨政策をよく協調させ、内部均衡と外部均衡の間のバランスをしっかりと処理する⁷。

金融サプライサイド構造改革を深化させ、現代中央銀行制度を建設し、高度の適応性・競

3 これは、報告自身がゴシックにしている。

4 新しく盛り込まれた。

5 表現が全面的に改められた。

6 新たに盛り込まれた。

7 新たに盛り込まれた。

争力・包摂性を備えた健全な金融システムを整備し⁸、国民経済全体の良質な循環を促進する。

(1) 穏健な金融政策をしっかりと実施し、カウンターシクリカルな調節を強化し、流動性の合理的充足と社会資金調達規模の合理的な伸びを維持する⁹。

金融政策の不動心を維持し、主要経済体における少数の常態金融政策を実行している国家としての地位をしっかりと積極的に維持し¹⁰、コントロールの展望性・的確性・有効性を増強し、経済成長と物価動向の変化に応じて遅滞なく事前調整・微調整を行い、コントロールの度合いを精確に把握し、予想の誘導を強化し、インフレ期待の発散を警戒する¹¹。

引き続き総量と構造の間の関係をうまくバランスさせ、需給両サイドから金融政策の伝達をスムーズにするミクロ的基礎を打ち立て、局所的な社会信用の収縮圧力を緩和する¹²。

銀行が資本を補充する市場環境と関連政策を整備し、持続可能な資本補充の健全な体制メカニズムを整備し¹³、永久債の発行等の方式を通じて銀行が多くのルートで資本を補充することを推進し、中小銀行の資本補充を重点的に支援し、資本構造を最適化する¹⁴。

マクロ・プルーデンス評価(MPA)の関連政策を改善・整備し、民営、小型・零細企業等に対する支援を金融機関が強化するよう誘導する¹⁵。

(2) 金融政策の経済構造調整を促進する役割を発揮させ、实体经济に更に好くサービスする¹⁶。

方向を定めた預金準備率引下げ、再貸出・再割引等の多様な金融政策手段をうまく運用し、金融政策手段の組合せを刷新し豊富にして、構造的金融政策手段の精確な点滴灌溉作用を発揮させる。

各部門の政策の合成力を引き続き発揮させ、金融機関の貸出構造の最適化を誘導・支援し¹⁷、財弱部分・重点分野への金融支援を強化し、「3ランク・2優遇」の預金準備政策の枠組を一層整備し¹⁸、地方法人金融機関が小型・零細企業等の实体经济への金融サービスに専念

8 党4中全会の表現が盛り込まれた。

9 カウンターシクリカルな調節の表現「適時・適度」から「強化」に変わり、「金利水準の安定」が「資金調達規模の合理的な伸び」に変わった。

10 これは易綱行長が記者会見で強調している考え方である。

11 新たに盛り込まれた。

12 新たに盛り込まれた。

13 新たに盛り込まれた。

14 新たに盛り込まれた。

15 マクロ・プルーデンス政策の記述が大幅に減少した。

16 具体的政策の記述が大幅に簡略化された。

17 新たに盛り込まれた。

18 「3ランク」は、金融機関システムの重要性の程度、機関の性質、サービスの位置づけ等に基づき、預金準備率を3ランクに設定するもの。「2優遇」は、インクルーシブ・ファイナンスへの方向を定めた預金準備率政策の考課基準を満たした第1・第2ランクの銀

するよう誘導する。

債券市場・手形融資への支援を強化し、貸出プライムレートをうまく運用し、民営、小型・零細企業への貸出量増・金利引下げを促進する。

金融機関が脱貧困堅塁攻略への金融支援とリスク防止等の政策を統一的にしっかり企画するよう誘導し、貧困支援の重点分野への金融支援を強化し、**雇用優先政策への金融支援を強化し、より質が高く、より十分な雇用の実現を推進する¹⁹**。

製造業、新たな消費分野、起業・イノベーション、及び国家重大戦略等への金融サービスを引き続き最適化する。

「都市の実情に応じた施策」の基本原則に基づき、不動産の長期有効な管理メカニズムを実施し、不動産を短期的な経済刺激の手段とはしない。

(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る。

商業銀行の貸出プライムレート形成メカニズムを改革・整備し、マクロ・ブルーデンス批評家による考課等の方式を通じて銀行がより多く貸出プライムレートを運用することを推進し、銀行が協同行為を通じて貸出金利の隠れた下限を設定することを断固打破し²⁰、金融政策の伝達を円滑にし、貸出金利の「2つの軌道²¹の一本化」を推進し、市場化改革の方法により実質金利水準の顕著な引下げを促進する。

中央銀行の健全な政策金利体系を整備し、金利コントロール能力を増強する。

市場金利決定の自律的なメカニズムの誘導作用を発揮させ、公平な金利決定秩序を擁護し、銀行の負債サイドのコストの基本的安定を維持する。

銀行が貸出付加手数料を引き下げよう督促し、小型・零細企業の資金調達コストの低下を確保し、更に好く実体経済にサービスする。

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、市場の予想を安定させ、人民元レートの弾力性を維持し、自動安定器の作用を発揮させ、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とインフラを整備し、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する。

行に預金準備率の優遇を与え、地域にサービスする銀行が新たな預金増の一定比率を現地貸出に用いる考課基準に達した場合に預金準備率の優遇を与えるもの。

¹⁹ 新たに盛り込まれた。

²⁰ 新たに盛り込まれた。

²¹ 預金・貸出基準金利と市場化されたゼロリスク金利（レポレート・国債収益率・公開市場操作金利）が両立している状態を指す。

(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よく発揮させる²²。

民営企業の債券による資金調達を支援する手段を引き続き推進し、債券市場の双方向への解放を、引き続き着実に秩序立てて推進し、金融市場インフラ建設を一層強化する。

取引・清算・決算に関連した制度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、債券市場の流動性を高める。

金融市場インフラの統一的な企画・管理の健全な枠組を確立し、ハイリスク企業の債券デフォルトリスクに対する徹底検査・事前警告を引き続き強化する。債券デフォルトの処理メカニズムを一層健全化し、債券買戻しのデフォルトを適切に処理し、リスクの伝染を防止する。

(5) 金融サプライサイド構造改革を深化させ、高度な適応性・競争力・包摂性を備えた健全な現代金融システムを整備する²³。

金融分野の制度建設を強化し、金融業のガバナンス能力を増強する²⁴。

新発展理念を断固として貫徹実施し、金融サービス機能を強化し、実体経済への奉仕、人民生活への奉仕を根本として、金融システムの調整・最適化を重点として、融資構造と金融機関システム・市場システム・商品システムを最適化し、様々なレベルの、カバー率が広い、差異のある銀行システムを構築する。

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、経営管理水準とリスクコントロール能力を高める。中小銀行改革を深化させ、中小銀行の特徴に適応した健全なコーポレートガバナンスとリスク内部コントロールシステムを整備する。根源から中小銀行が発展するための体制メカニズムの問題を解決する²⁵。開発性金融機関・政策性銀行の改革方案の全面実施を引き続き推進し、ガバナンスシステムと奨励メカニズムを整備する²⁶。

金融業の対外開放を一層拡大し、銀行・証券・保険業への市場参入を緩和する²⁷。

(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。

国務院金融安定発展委員会の統一的指導の下、国務院金融安定発展委員会弁公室の役割を十分発揮し、地方の金融監督管理の健全な協調メカニズムを整備し、重大金融リスクを防止・解消する堅塁攻略戦の行動方案の実施を推進し、質の高い発展を推進する中でリスクを防止・解消することを堅持し、構造的リレバレッジを秩序立てて推進し、金融市場の異常な

²² 具体的政策の記述が大幅に簡略化された。

²³ 現代金融システムの整備が題名に盛り込まれた。

²⁴ 新たに盛り込まれた。

²⁵ 新たに盛り込まれた。包商銀行等中小銀行の経営危機が表面化したことを反映したものであろう。

²⁶ ガバナンスシステムと奨励メカニズムの整備が盛り込まれた。

²⁷ 新たに盛り込まれた。米中経済交渉を反映したものであろう。

変動リスクを防止し、重点分野のリスクを精確・有効に処理する。監督管理制度の脆弱部分を一層補完し、金融機関のリスク防止の主体的責任を強化する²⁸。

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43.3兆元、前年同期比15.6%増であり、伸びは6月末より1.5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28.9%であった。

うち、個人住宅ローン残高は29.05兆元、同16.8%増であり、伸びは6月末より0.5ポイント鈍化した。住宅開発融資残高は8.33兆元、同17.3%増であり、伸びは6月末より3.4ポイント鈍化した。土地開発融資残高は1.36兆元、同-6.4%であり、マイナス幅は6月末より0.4ポイント拡大した。

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4.65兆元、同9.4%増であり、伸びは6月末より3.5ポイント鈍化した。1-9月期は3328.2億元増加し、伸びは6月より5843.6億元減少し、同時期の不動産開発融資の増量の31.1%を占めた。

4. 金融機関の預金準備率を引き下げた

人民銀行は9月6日、金融機関の預金準備率を全面的に0.5ポイント引き下げることを公布し、かつそれ以外に省レベル行政区域内でのみ経営している都市商業銀行に対して方向を定めて預金準備率を1ポイント引き下げ、10月15日と11月15日の2回で完全実施した。

今回の預金準備率引下げは商業銀行の長期に安定した資金源を増やし、長期資金約9000億元を解放した。そのうち、全面的な預金準備率引下げが約8000億元の資金を解放し、方向を定めた預金準備率引下げが約1000億元の資金を解放した。さらに資金コストを引き下げ、商業銀行は毎年利息支出を約150億元節約した。

商業銀行への方向を定めた預金準備率引下げは、中小銀行に対しかなり低い預金準備率を実行するという「3ランク2優遇」の預金準備率枠組の重要措置であり、金融サプライサイド構造改革の重要内容である。

これまで、現地にサービスする中小都市商業銀行と、省を越えた拡張がかなり速く、同業向け資産規模がかなり大きい大型都市商業銀行に対し、同じ預金準備率を執行しており、都市商業銀行が地方法人として現地に立脚し、実体にサービスすることを奨励・誘導するようなプラスの奨励作用を体現していなかった。

今回の方向を定めた預金準備率引下げは、省レベル行政区域内でのみ経営している都市商業銀行の預金準備率を引き下げ、現地にサービスし实体经济にサービスする都市商業銀行の経営環境を改善し、現地に立脚し原点回帰することを支援した。方向を定めた預金準備率引下げは、準備金放出を使用して民営、小型・零細企業に貸出す状況を、マクロ・プルーデ

²⁸ 記述が大幅に簡略化された。

ンス評価（MPA）に組み入れる。

5. 銀行の資本補充を推進した（抄訳）

2019年以降、内外の多重な要因の作用の下、わが国は一度かなり大きな信用収縮圧力に直面し、資本補充は信用収縮緩和の重要措置であり、永久債発行は、銀行が多くのルートで資本を補充する突破口である。

2019年に入り、人民銀行は永久債の満期日を銀行の清算日とし、永久債発行が直面する法律と監督管理のジレンマを解決し、関係部門と密接に協力して、永久債の課税ルールを明確にし、永久債への投資主体の範囲を拡大し、中央手形との互換手段（CBS）を創設して、銀行が永久債を順調に発行するよう推進し、銀行が実体経済に持続可能なサービスを行う能力を高めた。

2019年9月末に至り、9行の銀行が既に計4550億元の永久債を発行し、このほか17行の銀行が4700億元を超える永久債の発行を予定しており、信用収縮の局面を有力に転換し、2019年以降の銀行の相対的にかなり速い貸出の伸びを支援し、顕著な成果を得た。

5.（コラム）貸出最優遇金利の形成メカニズムを改革・整備した

国務院の政策決定・手配に基づき、2019年8月17日、人民銀行は貸出最優遇金利の形成メカニズムの改革・改善を公布し、貸出金利市場化・金利市場化改革で重要な進展を得た。

今回の貸出最優遇金利の形成メカニズムの改革・整備の改革は、6つの「新」を体現している。

①新しい金利オファー原則

各金利オファー行は、真に自身の最優良顧客に対して執行する貸出金利をオファーし、市場化されたオファード金利の形成原則を十分体現している。

②新しい形成方式

貸出最優遇金利は、公開市場操作金利への加点に基づいて形成される方式のオファード金利であり、うち公開市場操作金利は主として中期貸借ファシリティー(MLF)を指す。貸出最優遇金利の市場化と柔軟性は顕著に高まる。

③新しい期限品目

これまでの1年を1つの期限品目とする基礎の上に、5年以上の期限品目を増やし、銀行が住宅担保貸出等の長期貸出の金利を決定するために、参考を提供する。

④新しい金利オファー行

これまでの10の全国性銀行の基礎の上に、都市商業銀行・農村商業銀行・外資銀行・民営銀行各2行を加え、18行に拡大し、貸出最優遇金利の代表性を有効に増強する。

⑤新しい金利オファーの頻度

これまでの毎日金利オファーを毎月1回に改め、金利オファー行の重視程度を高め、貸出最優遇金利の質を高める。

⑥新しい運用要求

各銀行ができるだけ速やかに新たな貸出において、主として貸出最優遇金利を参考とするよう要求すると同時に、過去一部銀行が協同で設定していた貸出金利の隠れた下限を断固として打破し、かつ貸出最優遇金利の運用状況をマクロ・プルーデンス評価(MPA)と自主的メカニズム管理の中に組み入れる。

8月20日、初めて新しい貸出最優遇金利を公布してから、10月21日の第3回公布に至るまで、1年物貸出最優遇金利は、同期限貸出基準金利より15ベーシスポイント低く、5年物貸出最優遇金利は3ベーシスポイント低かった。同時に人民銀行は、金融機関が早急に貸出最優遇金利を運用し、貸出最優遇金利を金融機関貸出の主要金利決定基準とするよう、金融機関を督促した。

総体として見れば、貸出最優遇金利形成メカニズムの改革・整備は、既に段階的成果を得ており、9月に新たに発生した貸出のうち、貸出最優遇金利を運用して金利決定したウエイトは46.8%に達しており、うち主要として企業向け貸出に運用されている。貸出最優遇金利改革の効果が徐々に顕在化するにつれて、9月の新規企業向け貸出金利は、2018年の最高金利に比べ0.36ポイント低下し、初歩的に市場化改革の方式による実質貸出金利引下げの政策効果を体現している。

今後人民銀行は、引き続き貸出最優遇金利とその運用をしっかりと行い、金融機関が合理的に金利決定を行うよう誘導・督促し、貸出金利の隠れた下限を一層打破し、貸出金利への市場金利の伝達ルートを円滑にし、ストック貸出金利基準の転換方案を早急に検討し打ち出す。同時に、預金市場の競争秩序を擁護し、銀行負債サイドのコストの基本的安定を維持する。

(1月10日記)