

中国人民銀行の政策運営の展望

「緩和」から「中立」に移行しつつ安定維持に腐心

アジア調査部中国室主任研究員

三浦 祐介

03-3591-1385

- 中国では2016年に入り、それまでの金融緩和姿勢が徐々に変化。過剰生産能力等を背景に経済が力強さを欠く一方、住宅価格、資本流出、シャドーバンキング等への対応が必要となったことが背景
- これを受け、政策運営の方法も変化。人民銀行は近年新設した資金供給のツール等を活用し、柔軟性と機動性を重視した流動性の調整を行うとともに、金融システム安定化の監督管理手法も改善
- ただ、足元では相対的に長めの資金を供給し、SHIBOR等の緩やかな上昇を誘導する動きも。「穏健で中立的」とされた2017年の金融政策の方針のもと、同様の金融調節が当面続けられる見込み

1. 「緩和気味」から「中立」へと変わる中国の金融政策運営

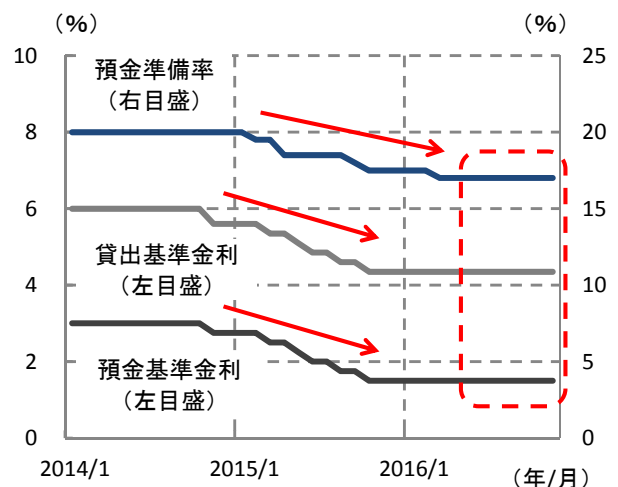
中国では、「経済のニューノーマルへの移行」¹というスローガンのもと、高成長から中程度の高成長への移行に向けた経済構造改革が進められている。その過程で景気が急減速しないよう、積極的な財政政策に加え、「穏健な金融政策」の名のもとでの金融緩和も実施されてきた。とくに2014年11月に金利の引き下げが実施されて以降は緩和の度合いが強められ、2015年には利下げと預金準備率の引き下げが立て続けに実施された（図表1）。

しかし、2016年に入り、それまでの金融緩和姿勢が徐々に変化した。同年3月に預金準備率が一度引き下げられたのを最後に、金利や預金準備率の引き下げが実施されなくなったのだ。また、2016年10月28日に開催された中国共産党中央政治局会議では、金融政策に関して「資産バブルの抑制と経済・金融リスクの防止に力を入れる」との言及がなされ、緩和的な政策に伴う副作用に対する警戒感も示されるようになった。

こうした変遷を経て、同年12月16日に閉幕した中央経済工作会議では、2017年は「穏健な金融政策」を継続するとしつつも、具体的には「穏健で中立的な」運営とする方針が示された。「穏健な金融政策」の名のもと、実質的には緩和に偏っていたここ数年の運営を見直す考えが示された。

そこで本稿では、2016年の金融政策の変化の

図表1 貸出・預金基準金利と預金準備率



(注) 貸出・預金基準金利は、ともに1年物。預金準備率は、大型金融機関への適用率。

(資料) 中国人民銀行、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

過程で考慮された経済情勢や、具体的な金融政策運営の実態を整理したうえで、中央経済工作会議の結果を踏まえて今後の金融政策の方向性を展望したい。

2. 金融政策を取り巻く経済情勢が複雑化した2016年

2016年になって金融政策に変調の兆しがみられるようになった背後には、どのような経済情勢の変化があるのだろうか。人民銀行による金融政策の年間目標のフレームワーク（経済成長の促進、就業の促進、価格の安定の保持、国際収支の基本的バランスの維持）と金融システムの安定という同行の職責に即して整理すると、以下の4点が指摘できる。

（1）経済成長と就業の促進 ～構造転換促進と景気下支えのため方向感を変えづらい状態

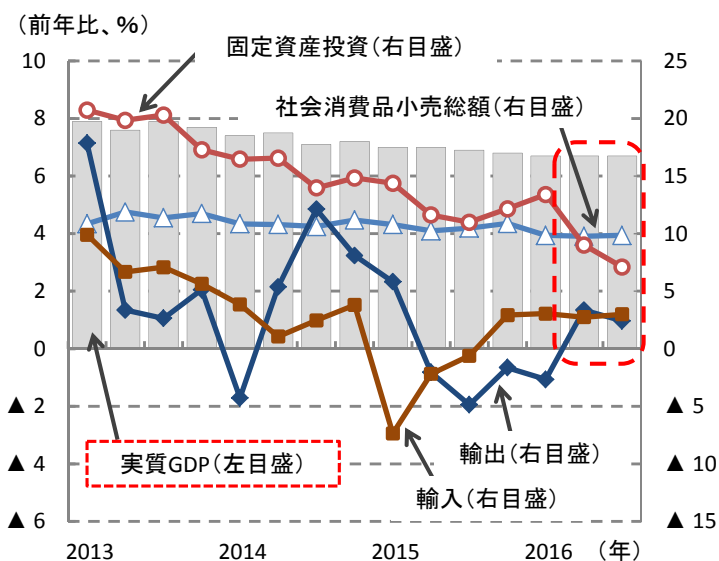
持続的な経済成長と就業の促進という実体経済面での目標の実現には、冒頭で述べた構造改革の推進と景気の安定維持の両立が不可欠であるため、一層の金融緩和を行うことも大きく引き締めを舵を切ることもしづらい状況にある。

前者の構造改革の推進については、中国政府が目下対策に力を入れているのが、過剰生産能力と対GDP比で167.6%（2016年6月末時点）にのぼる企業債務の問題だ。いずれもリーマンショック後の4兆元の景気刺激策の負の遺産ともいえる問題で、現在でも景気の下押し圧力となっていることから、中国政府はこれらの問題の解消を2016年の重点施策の中に盛り込み、優先的に取り組みを進めている。主な動向を紹介すると、過剰生産能力に関しては2016年2月に鉄鋼と石炭の過剰生産能力淘汰の数値目標とタイムスケジュールが示され、同年10月には当年分の目標が前倒しで達成された。企業債務に関しては、同年10月に国务院から企業のデレバレッジに関する基本方針が公表され、主要な取り組みのひとつとして期待されているデット・エクイティ・スワップ（DES、中国語で「債转股」）の実施事例も早速出始めた。

こうした構造改革に対して、一層の金融緩和は阻害要因となり得る。過度な緩和は企業の資金調達を必要以上に容易にし、過剰生産能力の淘汰や企業債務の削減を遅らせてしまう恐れがあるためだ。他方、利上げなどの引き締めが大きく舵を切れば、景気の悪化や利払い負担の増加を通じて、債務不履行の続発など経済の混乱を引き起こしかねない。潘一飛・人民銀行副総裁も、企業のデレバレッジに関する基本方針公表時の会見の場で同様の見解を示している²。

こうした見解の背後には、実質GDP成長率が2016年の年初から7～9月期にかけて3期連続で+6.7%となっており、表面的には安定した状況が維持されているものの、その足取

図表2 主要経済指標



(注) 固定資産投資は固定資産価格指数、社会消費品小売総額は小売物価指数により実質化。輸出、輸入はともに数量指数。
 (資料) 中国国家统计局、中国海関、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

りはまだ力強さを欠いているとの景気判断があると考えられる(図表2)。個人消費は比較的堅調に推移し、外需も緩やかに持ち直しているものの、経済のけん引役として重要な投資が、民間部門を中心に勢いを欠いており、国有企業主体のインフラ投資で下支えしているという構図になっているためだ。

むろん中国のここ数年の投資減速傾向の背後には、過剰生産能力や過剰債務といった構造的な問題がある。このため、一層の緩和を行ってもその投資誘発効果は限定的となる可能性が高いが、上述のとおり、景気の下支えという観点からは、緩和的な金融環境の維持は不可欠だ。

(2) 物価の安定維持 ～物価の上昇傾向・住宅価格の急伸を背景に一層の金融緩和は困難に

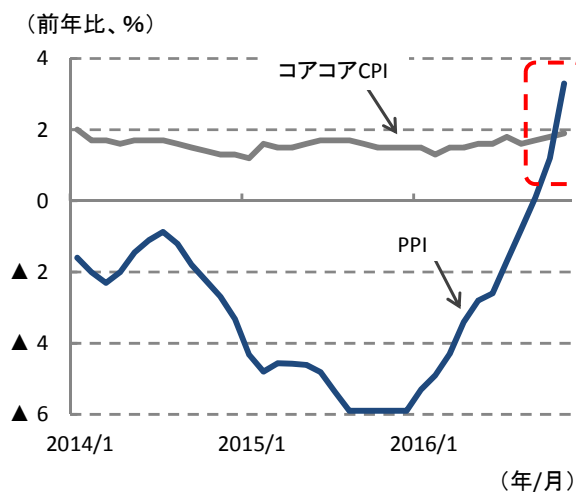
物価動向をみると、一層の金融緩和にはふさわしくない状態が最近になって生じつつある。

1点目として、消費者物価(CPI)や生産者物価指数(PPI)が上昇する傾向にある。例えば、食品とエネルギーを除くコアコアCPI(以下、いずれの指標も前年比伸び率)が2016年初から上昇基調にあるほか、PPIがマイナス幅の縮小を続け、2016年9月には約4年半ぶりにプラスに転じた(図表3)。2016年11月時点では、コアコアCPIが+1.9%(CPIは+2.3%)、PPIが+3.3%となっている。

2点目に、より重要な問題として資産価格、とくに住宅価格の上昇が挙げられる。中国の住宅販売価格は、住宅在庫の積み上がりを主因に2014年から比較的長期にわたる調整を経験したが、2015年半ばから回復に向かい、2016年になると回復のペースが加速した。全国的にみれば、多くの地方都市では住宅在庫がまだ高水準で供給過剰気味のため、価格上昇ペースは緩慢だが、大都市など一部では需給のひっ迫と投機資金の流入を背景に価格の上昇が顕著だ(図表4)。例えば北京では9月に+27.8%、上海では9月に+32.7%、深圳では4月に+62.4%など、過去を大きく上回る価格の伸びが一時記録され、10月前後には各都市で住宅購入制限策が相次いで公表されるに至った。

このように、物価や資産価格が上昇傾向をみせ、実質金利が低下しやすい環境となっているなかで一層の金融緩和を行えば、投機を促し、大都市などで住宅市場の過熱に拍車をかける恐れがある。上述の中央政治局会議での資産バブルに関する言及は、過度な金融緩和が引き起こし得るリスクに対す

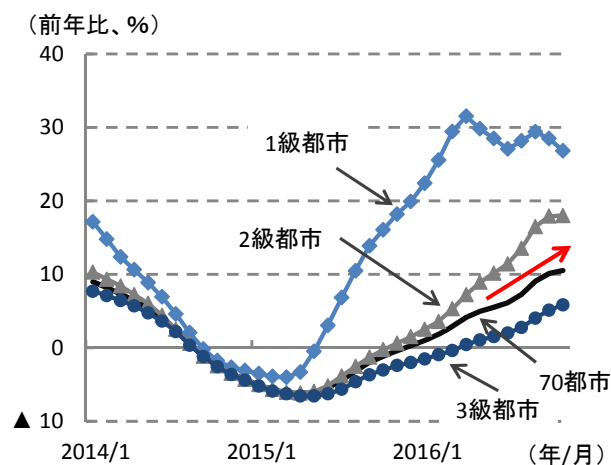
図表3 コアコアCPIとPPI



(注)「コアコアCPI」は食品とエネルギーを除いた消費者物価指数。

(資料) 中国国家统计局、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

図表4 新築住宅価格



(注) 1級都市は北京、上海、広州、深圳の4都市。2級都市は南京、杭州、寧波、合肥、厦門等の20都市。3級都市はその他の46都市。

(資料) 中国国家统计局、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

る指導部の警戒感を表しているといえよう³。ただ、他方で中小地方都市での住宅在庫解消という観点からは住宅需要を冷やすわけにもいかず、一律に引き締めに変換するのも難しいというのが実情だろう。

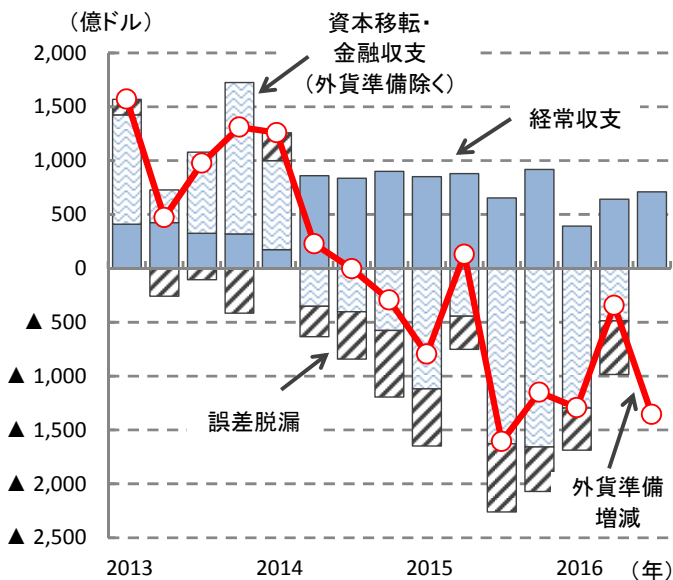
(3) 国際収支の基本的バランスの維持 ～資本流出の過度な進展を防ぐため一層の緩和は困難

国際収支のバランス維持という目標からみても、一層の金融緩和は望ましくない状況にある。資本流出の過度な進展を防ぎ、国内金融市場の安定を維持することが、目下の重要な課題となっているためだ。

中国の国際収支をみると、米国での利上げに向けた動きや中国での金融緩和の進展を受けた人民元の先安期待の高まり等を背景に、2014年4～6月期より資本が純流出を続けるようになった(図表5)⁴。特に2015年後半には、同年8月11日に公表された人民元レート形成メカニズム見直しに伴う人民元の一時急落を受けてマーケットが混乱し、流出幅が拡大した。これに対して人民銀行は、ドル売り人民元買い介入の実施や資本取引に対する監督の強化などの措置を講じて、マーケットの安定を図ろうとしてきた。加えて、2015年12月には、主要通貨のバスケットから成るCFETS指数を公表し、為替の安定維持上、対ドルレートよりも同指数を重視する方針を示した。

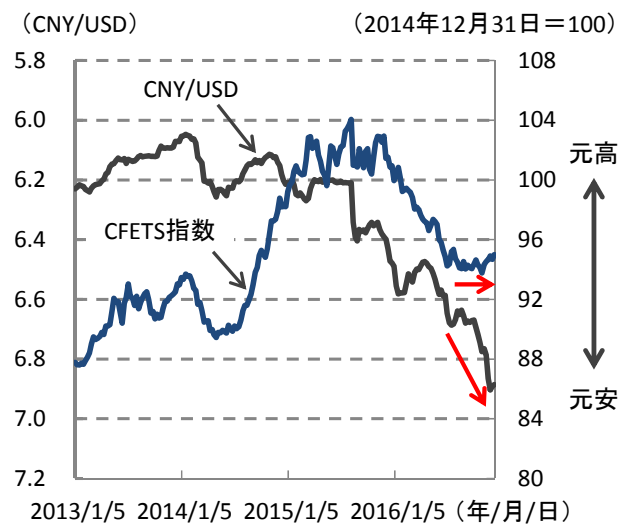
もっとも、2016年に入ってから、マーケットは必ずしも安定しなかった。年初の対ドル基準値の元安設定が更なる元安期待を喚起したためだ。年半ばになると、CFETS指数が比較的落ち着きを見せるようになった一方、対ドルレートの減価は続いている(図表6)。ただし、これは11月の米大統領選で勝利したトランプ次期大統領の政策への期待を背景とした世界的なドル高によるものであるため、人民銀行は基本的に静観をしている模様であり、マーケットも年初のような混乱はみせていない。しかし、一層の金融緩和を行えば、人民元の先安期待が強まることで資本流出が加速し、国内金融環境の不安定化を招く恐れもある。

図表5 国際収支



(注) 2016年7～9月期は経常収支、外貨準備増減のみ。
 (資料) 中国外貨管理局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

図表6 人民元CFETS指数・対ドルレート



(注) 直近値は2016年12月10日。
 (資料) 中国貨幣網、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

(4) 金融システムの安定 ～システムリスク予防のために十分な流動性の供給が必要

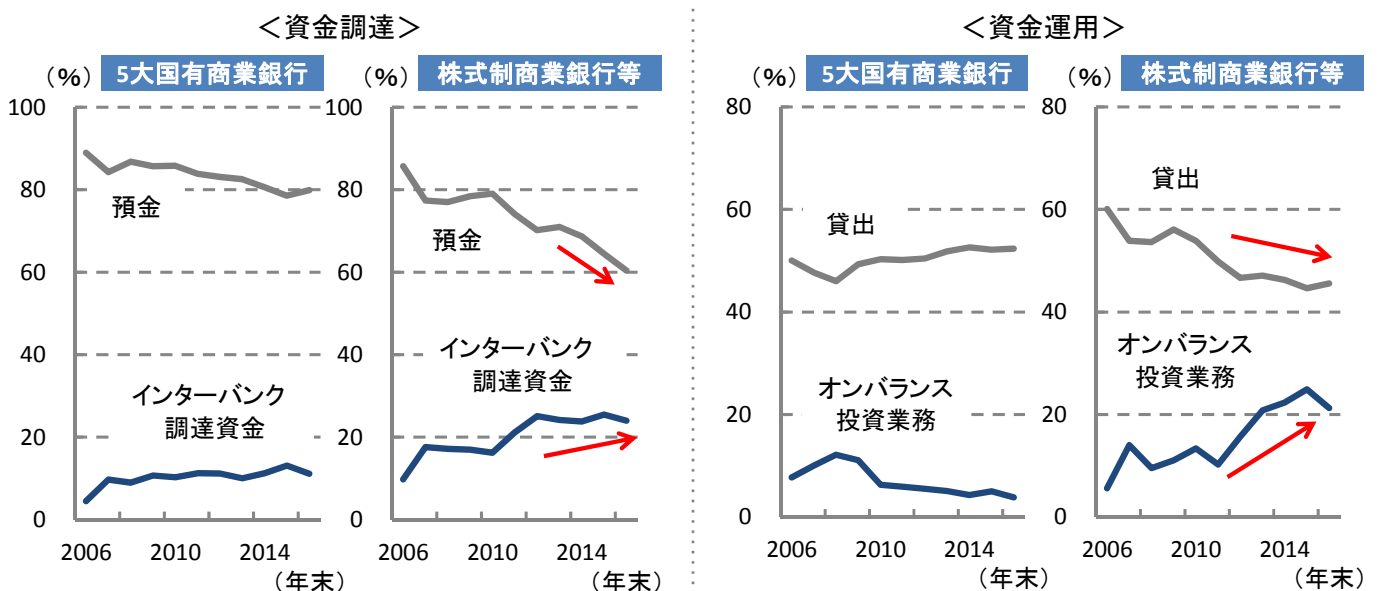
他方で、金融システムの安定の観点からは、現状の緩和気味な金融政策を続け、十分な流動性を供給しておく必要がある。主に中小規模の金融機関の資金調達・運用構造が変化しており、流動性のタイト化に脆弱になっているからである。

例えば、株式制商業銀行など8行の調達資金の内訳の推移をみると、預金のシェアが減る一方、コールマネーや売現先など、銀行間市場で調達した資金への依存度が高まっており、資金調達構造が短期化、不安定化する傾向にある（図表7左図）。

他方、運用面では、通常の貸出での運用が減り、オンバランスでの投資業務が増える傾向にある（図表7右図）。しかも最近では、特定資産管理計画と呼ばれる証券会社等による資産運用サービスやファンドおよびファンド・オブ・ファンズ（FOF）など、外部への運用委託（中国語で「委外」）を活用するなど、運用の仕組みが以前に比べて複雑化している模様だ。また、5大国有商業銀行も含め、委託貸出等のオフバランス業務や、同じくオフバランスとして扱われている理財商品の運用など、いわゆるシャドーバンキングでの運用も拡大を続けている。2013年末から2016年6月末にかけての委託貸出および理財商品の残高の年平均伸び率は、それぞれ27%、47.2%と、人民元貸出残高の年平均伸び率（13.9%）を上回っている。これら監督管理が十分に及びづらいルートを通じ、最終的には不動産やインフラなど比較的风险の高いセクターで運用されている資金も少なくないとみられる⁵。

このため、ひとたびある金融機関で信用リスクや流動性リスクが発生すると、それがインターバンク市場を通じて金融システム全体に波及する可能性も否定できない。これを予防するために、一定の流動性を金融機関に供給しておく必要がある。ただ、上述のような調達・運用に拍車をかけるような過度な流動性の供給も望ましくないと考えられる。

図表7 主要商業銀行の資金調達・運用構造



(注) 1. 株式制商業銀行等は、中信銀行、光大銀行、華夏銀行、民生銀行、招商銀行、興業銀行、平安銀行、上海浦発銀行の8行。

2. 直近は2016年9月末時点。

3. インターバンク調達資金は、コールマネー、売現先、同業預金の合計。

4. オンバランス投資業務は、買現先、投資未収金（应收款项类投資）の合計。

(資料) 各行有価証券報告書、Windより、みずほ総合研究所作成

3. 人民銀行は様々なツールを駆使して安定的な金融環境を維持

～ ただし 2016年8月以降は SHIBOR の上昇を誘導する動きもみられるように

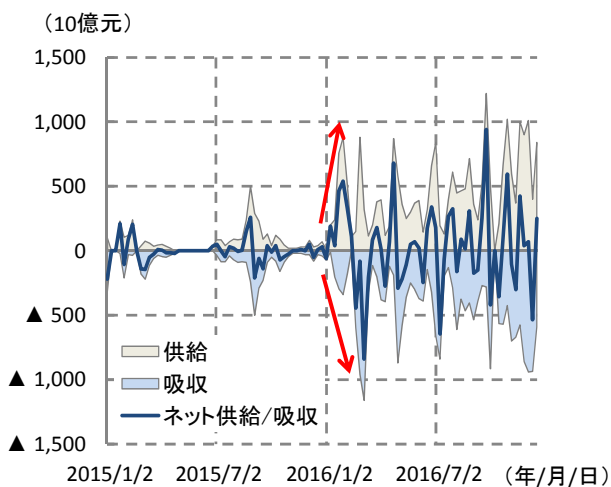
以上のように、企業のデレバレッジや、物価および住宅価格、資本流出の動向を踏まえると一層の緩和は望ましくない一方、実体経済や金融システムの安定維持という観点からは十分な流動性など緩和気味な金融環境が必要とされている。こうしたなか人民銀行は、2016年も2015年と同様「穏健な金融政策」の実施という基本方針を堅持してはいるが、2016年入り後は、基準金利や預金準備率の調節よりもむしろ「適度に弾力的な運営を続け、フォワードルッキングで小刻みな調整を適宜実施する」という方針のもと政策運営を行ってきた。

(1) 複数のツールを活用して小刻みに流動性を供給

政策手段としては、公開市場操作のほか、2014年に新設されたMLF（中期貸出ファシリティ）やPSL（担保付き補完貸出）などのツールが活用されている。MLFは、人民銀行がマクロプルーデンス政策上の条件を満たした商業銀行や政策性金融機関に対して中期（3か月～12か月）の資金を有担保で貸し出す仕組みで、PSLは、政策性金融機関に対して経済・社会政策上重要な分野（バラック地区改造や農村の道路整備など）に必要な長期（3年～5年）の資金を有担保で貸し出す仕組みである。

これらのツールは、以下のような特徴を有しており、基準金利や預金準備率の調節と比べて柔軟性や機動性に長けている。すなわち、①1回の実施で供給・吸収される資金の規模を小さくできる。例えば2015年2月に預金準備率が一律0.5%引き下げられた際には、6,000億元程度のベースマネーが供給されたとみられている⁶⁾のに対し、MLFの場合、月単位でみると1,000億～2,000億元供給される月が多い。②市場へのシグナル効果が強くない。基準金利や預金準備率の場合、変更に伴ってマーケットのボラティリティが高まるなど副作用も発生する恐れがあるが、小刻みな調整が可能なMLF等のツールではそのような恐れが小さい。③機動的に実施しやすい。基準金利や預金準備率の操作は、実施に際して国务院や国家発展改革委員会など関係各部門との調整を経る必要がある一方、これらのツールは人民銀行単体で実施を決定できるとされており、実行スパンを短縮して機動的な対応ができる。な

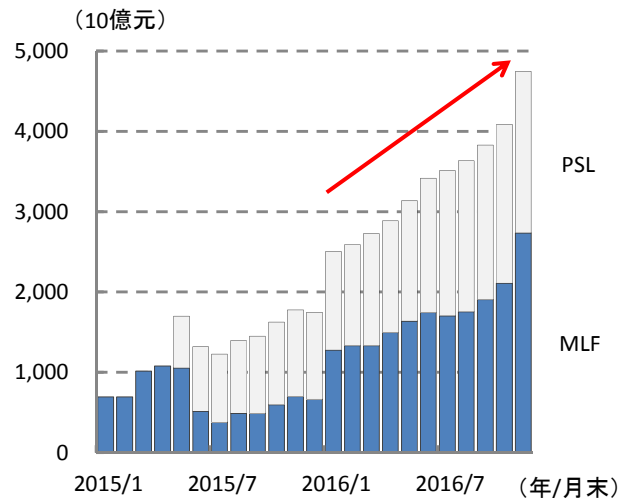
図表8 公開市場操作



(注) 直近値は2016年12月16日。

(資料) 中国人民銀行、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

図表9 MLF・PSLの残高



(資料) 中国人民銀行、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

お、公開市場操作については、2016年2月、実施の頻度がそれまでの原則週2回から毎営業日まで増え、機動性が高まった。④特定の分野・金融機関を対象に資金を供給できる。預金準備率でも小規模零細企業など対象を絞った運用をすることは可能だが、MLF等の場合は、上述の通り対象の金融機関まで指定して実施することが可能で、個別行の流動性ニーズに対応できる。

それぞれのツールの実施状況は、前頁図表8および図表9の通りだ。2016年に入り、公開市場操作（リバースレポおよびレポ）による資金供給の金額、MLF・PSLの残高ともに拡大しており、人民銀行が積極的に流動性を供給してきたことがうかがえる⁷。

ただし、2016年8月頃から、その内実には微妙な変化がみられる。例えば公開市場操作において、7日物のリバースレポに加えて14日物や28日物のリバースレポも多く実施されるようになったり、MLFについても3カ月物の資金ではなく、6カ月物や1年物の資金を貸し出すようになったりと、供給する資金の期間が長くなっているのだ。また、SHIBOR（上海銀行間取引金利）も緩やかに上昇するようになっている（図表10）。いずれも、金融機関の流動性の安定度を高める一方で、金融機関の資金調達コスト上昇につながるもので、前節で述べた金融機関によるリスクの高い資金調達・運用をけん制しようとの思惑があるとみられる。また、11月以降は、米国での金利上昇に伴い資本流出の加速抑制も意図されている可能性がある。

（2）マクロプルーデンス評価システムの導入により金融システムの監督管理体制を改善

また、金融システムの安定維持に関しては、流動性の調整によるリスク防止のほか、2016年からマクロプルーデンス評価システム（MPA）が導入され、金融機関の監督管理体制が改善された。

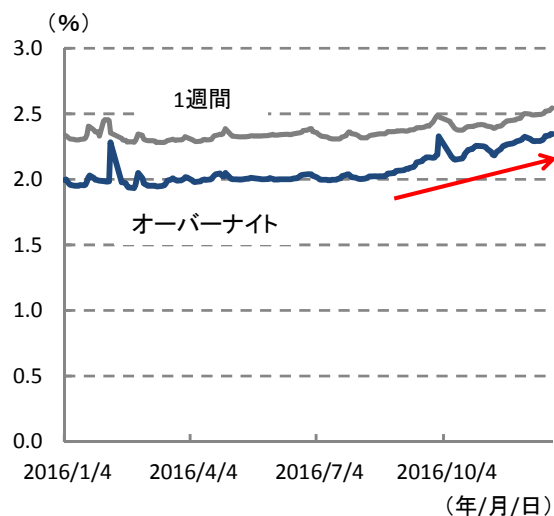
MPAは、四半期ごとのバランスシートの状態や貸出政策の実施状況等に基づいて各金融機関をスコアリングするシステムで、点数が低いほど資本の健全性が低いとみなされ、高い預金準備率が課されることになっている。具体的には、自己資本比率の高さ、オンバランスにおける「広義の貸出」（貸出のほか、債券投資、売現先なども含む）やオフバランスの委託貸出の伸びとM2の伸びの乖離の度合い、不良債権比率の高さなどが、スコアリングの対象指標となっている。

なお、2016年7～9月期からは「広義の貸出」の定義に、当初は対象外だったオフバランスの理財商品を追加して模擬的なスコアリングを行い、2017年1～3月期から正式に追加するとされた⁸。これまでも、人民銀行などの金融当局が新規制等を導入する度に、それを回避する新たな資金の流れが生まれ、金融システム不安定化のリスクが残存してきたことから、今後も制度の改善が進められるとみられる⁹。

4. 中央経済工作会議の結果を踏まえた2017年の金融政策の展望

以上、2016年の金融政策を取り巻く経済情勢と運営の内容をみてきた。これに対して2017年の金融政策は、冒

図表10 SHIBOR（上海銀行間取引金利）



(注) 直近値は2016年12月21日。
(資料) 上海銀行間同業訴放利率、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

頭で述べたように中央経済工作会議において「穏健で中立的な」ものになると定められ、それまでの実質的に緩和に偏っていた政策運営を見直し、中立的なスタンスとする方針が示された。その背後では、2節でみた①実体経済、②物価、③国際収支、④金融システムを巡る動向や今後の見通しが引き続き考慮されていることが、会議結果の各所からうかがえる。具体的には以下の通りだ。

①実体経済については、過剰生産能力、企業のデレバレッジとも、解消には息の長い取り組みが必要となる。今後も、これらを主因とする景気の下押し圧力に対応するために、政策の下支えが必要だろう。会議でも「安定の中で進展を求めるという基本方針が、国のガバナンスにおける重要な原則である」とし、景気の安定維持と改革の推進という基本方針を堅持している。そのうえで、「安定こそが主な基本方針、そして大局で、安定という前提のもと、鍵となる分野で一定の取り組みを進める（後略）」とし、安定の維持を強調している。2017年秋に、党指導部の今後5年の人事を決める中国共産党第19回全国代表大会という重要政治イベントが開催予定であることが、その背景だろう。他方、「我が国経済が直面している突出した矛盾と問題は（中略）根本的には重大な構造的不均衡であり、それが経済の循環を滞らせている」として、2016年から実施されているサプライサイド構造改革¹⁰を継続する考えも示されており、その代表的取り組みである過剰生産能力淘汰や企業のデレバレッジは、重点経済施策の第1の柱に据えられている。

②物価の安定については、住宅市場の動向が引き続き焦点となるだろう。住宅販売面積に住宅価格の動きが遅行するという過去の傾向や住宅購入制限策の実施を考慮すると、2017年初には前年比でみた住宅価格の伸び率はピークアウトすると考えられるが、住宅市場が再び過熱するリスクは残存している¹¹。会議でも、サプライサイド構造改革の一環で3級・4級都市の住宅在庫解消を進める一方、「住宅は住むためのもので、投資するためのものではない」ことを強調し、金融をはじめとする様々な手段を用いて不動産バブルを抑制し、価格の大幅な上昇と下落を防ぐとしている。

③国際収支の安定についても、上述のような中国経済の不安定な足取りに加え、トランプ政権発足後の米国経済動向など世界各国・地域で不確実性が高まっており、市場が不安定化して人民元安や資本流出が再び加速するリスクは2017年も残存すると考えられる。こうした状況を踏まえ、為替については、2015年末の同会議では「為替レート形成メカニズムの整備」とだけ言及されていたのに対し、今回の会議で「合理的な均衡水準で基本的な安定を維持する」ことが言明された。為替レートの安定を重視する指導部の姿勢がうかがえる。

④金融システムの安定に関しては「金融リスクの防止をより重要な位置づけとして、決心を固めて一連のリスク材料を処理し、資産バブルの防止に注力する。監督管理の能力を向上、改善し、金融のシステミックリスクが確実に発生しないようにする」とされ、前回の中央経済工作会議の時以上に重要な政策課題とされた。これは、流動性供給に対するスタンスの変化にも反映されている。前回の同会議では「合理的で十分な流動性を維持する」とされてきたのに対し、今回の会議では「基本的に安定した流動性を保つ」と、やや抑制的な表現に改められた。指導部は、リスク防止のための流動性供給は必要な一方、それまでの流動性供給のスタンスだと、金融機関のリスクの高い資金調達・運用を助長してしまうとの懸念を抱いているものと考えられる。

金融政策の手段に関しては、2017年も2016年と同様、流動性調整の重要なツールとして公開市場操作やMLF、PSLが活用されることになるだろう¹²。具体的には、相対的に長期の資金の供給を増

やすことで、SHIBORなど金融機関の資金調達金利をこれまでよりも高めの水準へ誘導するような金融調節が当面は続けられると予想される。それと同時に、為替・国際収支の安定維持のために為替介入や資本取引の監督管理強化をしたり、金融機関の資金運用を規範化するためにMPAの運用を本格化したりと、行政的な手段も引き続き用いられると考えられる。なお、最近のSHIBORの上昇を背景に、人民銀行が貸出・預金基準金利の引き上げに踏み切り、引き締め姿勢を明確にする可能性を示唆するような論調も一部にみられる¹³が、足元の動きはあくまでも上記④で挙げた一部での金融リスクに対する懸念の高まりを受けたものであり、上記①のように景気の安定が重視されるなか、それを利上げに向けた布石と捉えるのは時期尚早と思われる。实体经济が自律的回復力を取り戻すペース等にもよるが、現時点では、金利は通年で据え置きとされる可能性が高い。預金準備率引き下げも、大規模な資本流出や上記ツールの一斉満期到来といった特殊なケースを除き、実施される可能性は低いだろう。

上述の通り、2017年には重要な政治イベントが控えているなか、安定した経済環境が例年以上に重要となる。内外の不安定な経済環境の変化に適切に対応すべく、金融政策には慎重かつ能動的な運営が求められることになるだろう。

【参考文献】

- 伊藤信悟（2015）「2015年の中国のマクロ経済運営」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年1月28日）
- 大久保智啓（2016）「中国人民銀行の金融政策について」（みずほ銀行『みずほチャイナマンズリー』2016年10月号）
- 神宮健（2016）「最近のシャドーバンキング対策について」（http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2016/20161117_2.html、2016年12月9日アクセス）
- 玉井芳野（2015）「中国・預金準備率引き下げの狙い」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年2月13日）
- 玉井芳野（2016）「難度高まる中国の経済政策運営」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年1月26日）
- 露口洋介（2016）「金融システム安定化政策と金融政策」（http://www.spc.jst.go.jp/experiences/tsuyuguchi/tsuyuguchi_1606.html、2016年12月9日アクセス）
- 中澤彩奈（2016）「過熱感が続く中国の住宅市場」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年9月29日）
- 銀行業理财登记托管中心（2016）「中国银行业理财市场报告（2016年上半年）」（<http://www.chinawealth.com.cn/zzlc/sjfx/lcbg/20160831/765281.shtml>、2016年12月9日アクセス）

¹ ニューノーマルに対する中国指導部の基本的な考え方については、伊藤（2015）。

² 「国新办举行积极稳妥降低企业杠杆率有关政策情况发布会」（『中华人民共和国国务院新闻办公室网站』2016年10月10日、<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/33978/35225/index.htm>）。

³ それに先立って、2016年9月には人民銀行研究局チーフエコノミスト、同年10月には人民銀行総裁からも、住宅価格上昇を警戒する発言がなされていた。

⁴ 2015年後半からは、中国企業の対外進出加速も資本純流出の一因となっている。

⁵ 例えば銀行業理財登記托管中心(2016)によれば、投融資先の業種別にみた理財商品残高の上位3位は、2016年6月末時点で、土木建設、不動産、公共施設管理となっている。

⁶ 玉井(2015)。

⁷ このほかにも新旧様々なツールが存在するが、最近ではMLFやPSLに比べてあまり利用されていない模様だ。例えば、比較的短期(1~3カ月)の資金を有担保で貸し出す常備貸借ファシリティ(SLF、2013年初新設)の2016年9月末時点の残高は、278億元となっている。また、従来から存在する流動性供給のツールとして、用途を限定して政策性金融機関に資金を無担保で貸し出す中央銀行貸出(再贷款)制度や、金融機関が保有する商業手形を人民銀行が再割引する形で資金を供給する再割引(再贴现)制度については、2016年9月末時点の残高が、それぞれ3,128億元、1,138億元となっている。

⁸ 「央行将引导银行 加强表外理财业务风险管理」(『新华网』2016年10月28日、http://news.xinhuanet.com/2016-10/28/c_1119802583.htm)、「央行有关负责人就表外理财纳入宏观审慎评估答记者问」(『金融时报』2016年12月20日、http://www.financialnews.com.cn/jg/dt/201612/t20161219_109791.html)。

⁹ 人民銀行によるMPAの導入以外にも、銀行業、証券、保険の各監督管理委員会等からも、シャドーバンキングを通じた資金の流れを規範化するための措置が公表されている。例えば11月23日には、銀行業監督管理委員会から「商業銀行オフバランス業務に係るリスク管理ガイドライン」の意見募集案が公表され、理財商品もオフバランス業務の対象とすることが検討されていることが示された。

¹⁰ サプライサイド構造改革の詳細については、玉井(2016)。

¹¹ 例えば、中澤(2016)。

¹² 会議では「貨幣供給のあり方の新たな変化に適応し、貨幣の調節弁を適切にコントロールする」と言及され、資本純流出という環境のもと、人民銀行が各種政策ツールを活用して主体的に流動性の調整を行う姿勢も示されている。

¹³ 「2017年央行货币政策猜想：加息降准政策组合靠谱吗」(『澎湃新闻』2016年12月12日、http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1578306)。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。
