

(金融庁中国金融研究会)

中国人民銀行の金融政策の枠組みと 最近の運営動向

大阪経済大学 福本智之
2022年6月6日

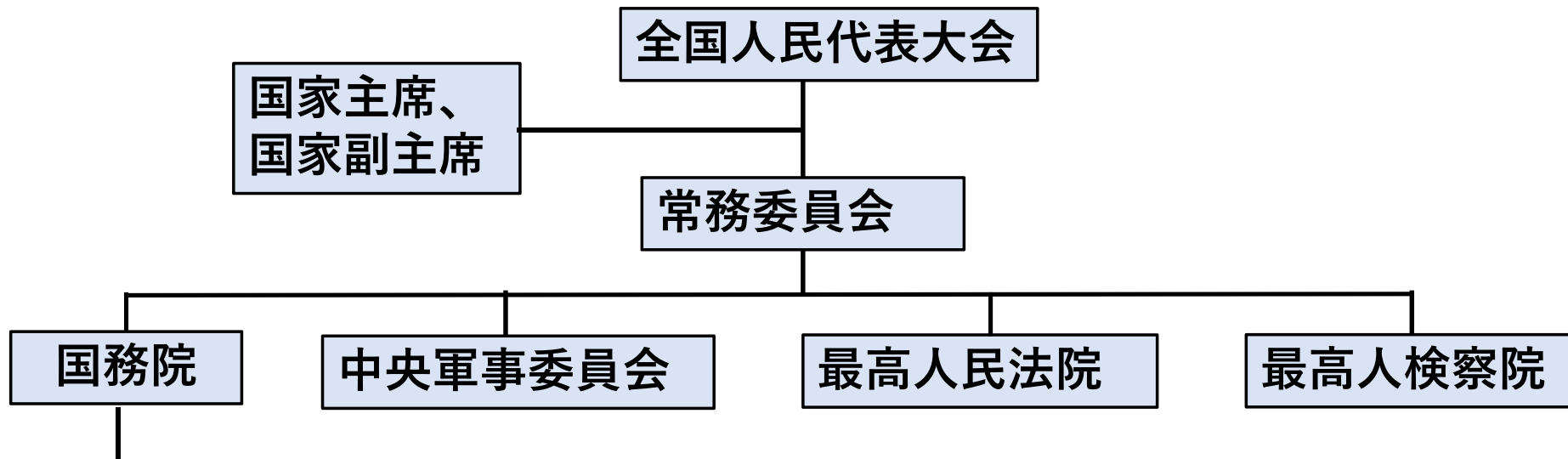
本日はお話しすること

- 中国人民銀行の位置づけと金融政策の決定メカニズム
- 金融政策の目標
- 金融政策の手段
- 最近の経済情勢と金融政策

中国人民銀行の位置づけ

- 中国人民銀行は、「国務院行政機構設置と編制管理条例」及び関連規則により、国務院の26の組成部門の一つとされている。
- 中国人民銀行法も、「中国人民銀行は国務院の指導の下、金融政策を定めて実行し、金融リスクを防止・解消し、金融の安定を維持する」（同法第2条）と定める。

中国の中央国家機構



国务院を構成する26の部門(直属機構等は別途存在)

外交部、国防部、国家発展改革委員会、教育部、科学技術部、工業和信息化部、公安部、国家安全部、監察部、民生部、司法部、財政部、人力資源和社会保障部、国土資源部、環境保護部、住房和城郷建設部、交通運輸部、鉄道部、水利部、農業部、商務部、文化部、衛生部、国家人口和計画生育委員会、**中国人民銀行**、審計署

(出所) 中国政府網等を基に講演者作成

金融監督体制

国務院金融安定発展委員会

2017年11月設立

党中央と国務院が決定した金融分野に関する政策の遂行
金融改革・発展および監督管理の統一的な調整
金融政策と金融監督管理の関連事項の協調
金融政策及びそれに関連する財政政策・産業政策等の調整

中国人民銀行

銀行業、保険業に関する重要規則・監督管理方針の起草
金融持株会社に対する監督、総合的な金融統計整備

2018年3月～ マクロプルーデンスの権限を強化

銀行保険監督管理委員会

銀行業および保険業の統一的な監督管理
銀行業および保険業の合法的・安定的な運営
金融リスクの防止・解消、金融安定の維持

証券監督管理委員会

証券市場に対する統一的な監督管理
証券市場の秩序の維持
法律に基づく市場運営の保障

2018年4月～ 銀監会と保監会を統合

(出所) 講演者作成

金融政策の決定と執行

- **重要な金融政策は国務院が決定する**

「中国人民銀行が年度の貨幣供給量、利率、為替レートおよび国務院が規定するその他の重要事項について下した決定は、国務院に報告し認可を得た後、執行する」（中国人民銀行法第2条）

- **人民銀行は独立して金融政策を執行する**

「中国人民銀行は国務院の指導の下、法に基づき独立して貨幣政策を執行し、職責を履行し、業務を展開し、地方政府・各級政府部門・社会団体及び個人の干渉を受けない」（同法第7条）

- **貨幣政策委員会には決定権限はなく、諮問的役割にとどまる**

「貨幣政策委員会は、国家のマクロコントロール、金融政策の制定と調整において、重要な役割を発揮しなければならない」（同法第20条）

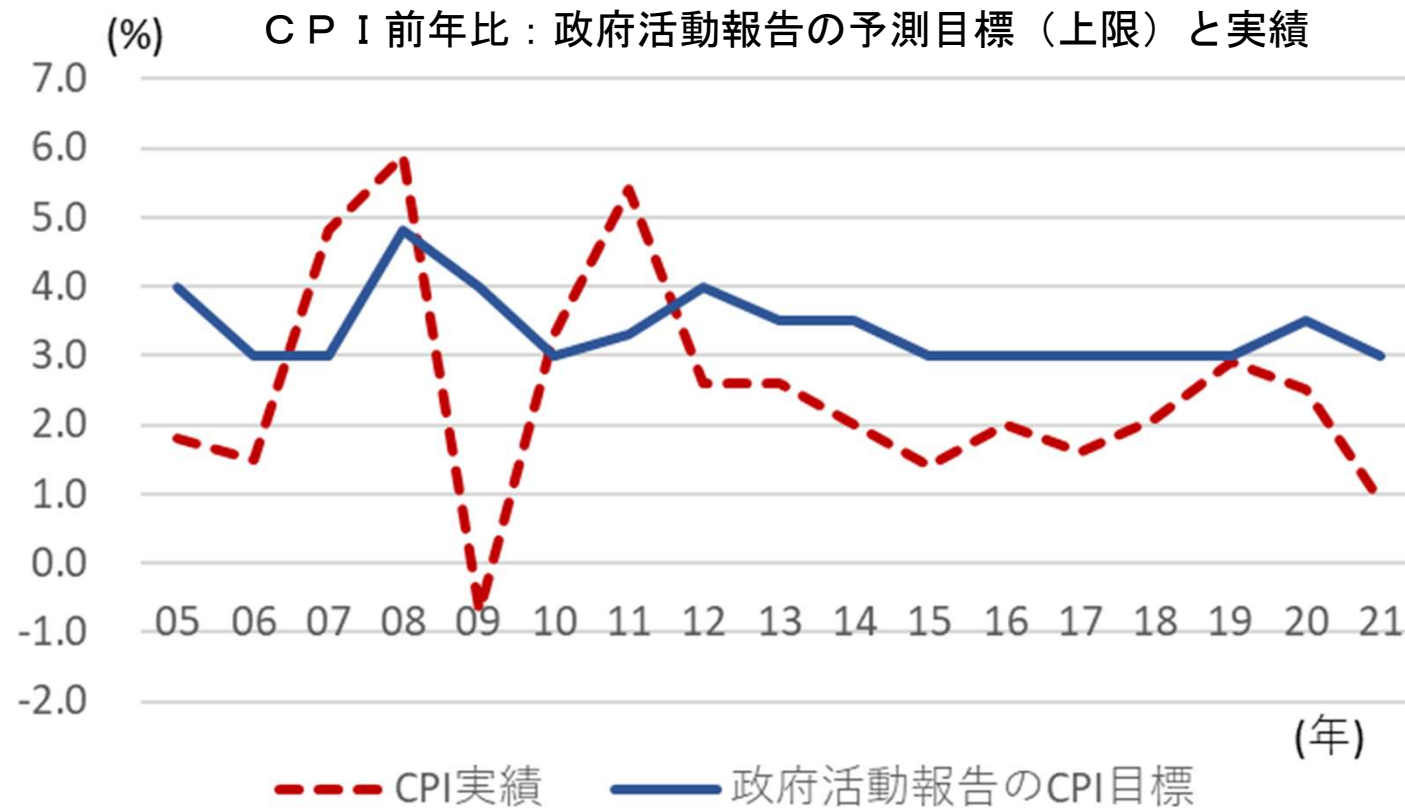
貨幣政策委員会

- 「貨幣政策委員会は、中国人民銀行が金融政策を策定する際の諮問議事機関」（同委員会条例第2条）。
- 毎四半期に一度（3月、6月、9月、12月）に開催。
- メンバーは、議長が人民銀行行長、委員は人民銀行副行長や政府関連部門のトップ、次席、銀行代表、政府系エコノミストの14名で構成される。

議長：易綱人民銀行行長

委員：丁学東國務院副秘書長、連維良発展改革委員会副主任、余蔚平財政副部長、陳雨露人民銀行副総裁、劉国強人民銀行副総裁、康義統計局長、郭樹清銀保監会主席、易会満証券監督管理委員会会長、潘功勝外貨管理局長、田国立中国銀行業協会会長、劉世錦中国発展研究基金会副理事長、蔡昉中国社会科学院国家先進シンクタンク首席専門家、王一鳴中国国際経済交流センター副理事長

中央銀行の独立性とインフレ抑止の関係



(出所) 国家統計局、中華人民共和国国史網を基に講演者作成

本日はお話しすること

- 中国人民銀行の位置づけと金融政策の決定メカニズム
- 金融政策の目標
- 金融政策の手段
- 最近の経済情勢と金融政策

中国人民銀行の金融政策の目標の特徴

- **中国人民銀行法上の目標**

「金融政策の目標は、通貨価値の安定を維持し、これにより経済成長を促進することである」（中国人民銀行法第3条）。

- **複数の目標の追求**

- ✓物価の安定維持
- ✓経済成長の促進
- ✓雇用の促進
- ✓国際収支の基本的な均衡
- ✓為替相場の基本的な安定

- **政府部門としての政策金融的目標の追求**

中小企業金融、グリーンファイナンス、公共住宅金融等

中国人民銀行の金融政策の目標:人民銀行幹部の発言

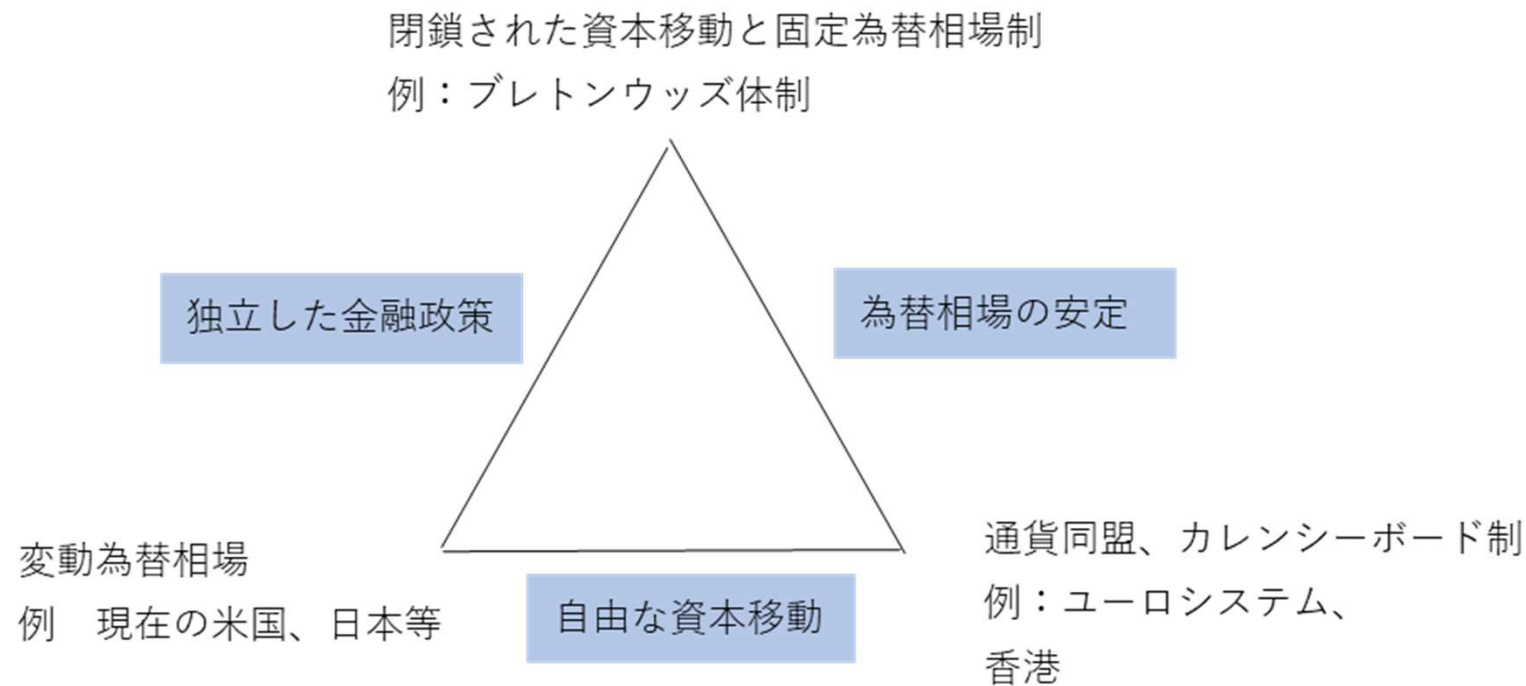
2016年6月 周小川中国人民銀行行長（当時） IMF講演

- 物価の安定を維持する（金融政策の）単一目標制は、簡潔さ、バランスの取りやすさ、コミュニケーションのしやすさなどからみれば、うらやましい制度である。しかし、現段階の中国にとっては、あまり現実的ではない。
- 人民銀行に与えられた年次目標は長らく、物価安定の維持、経済成長の促進、雇用の促進、国際収支の基本的な均衡の維持だった。
- 中国人民銀行は国際収支均衡問題に注目しなければならず、それに応じて為替レート、外貨、外貨準備、金準備、国際収支統計などの管理機能も担う必要がある。

2021年2月 孫国峰中国人民銀行貨幣政策司長（当時） 雑誌「中国金融」

- 通貨価値の安定とは、対内的には物価の安定を維持し、対外的には人民元相場を合理的で均衡のとれた水準で基本的に安定させ、経済発展に適切な通貨・金融環境を提供することを意味する。
- 同時に実体経済に奉仕する方向で、雇用を考慮に入れなければならない

国際金融のトリレンマと目標の同時達成の難しさ



(出所) Joshua Aizenman (2019), “A modern reincarnation of Mundell-Fleming's Trilemma”, *Economic Modelling*, 81, 444–454, September 2019を基に講演者作成

中国人民銀行の金融政策の目標:人民銀行幹部の発言

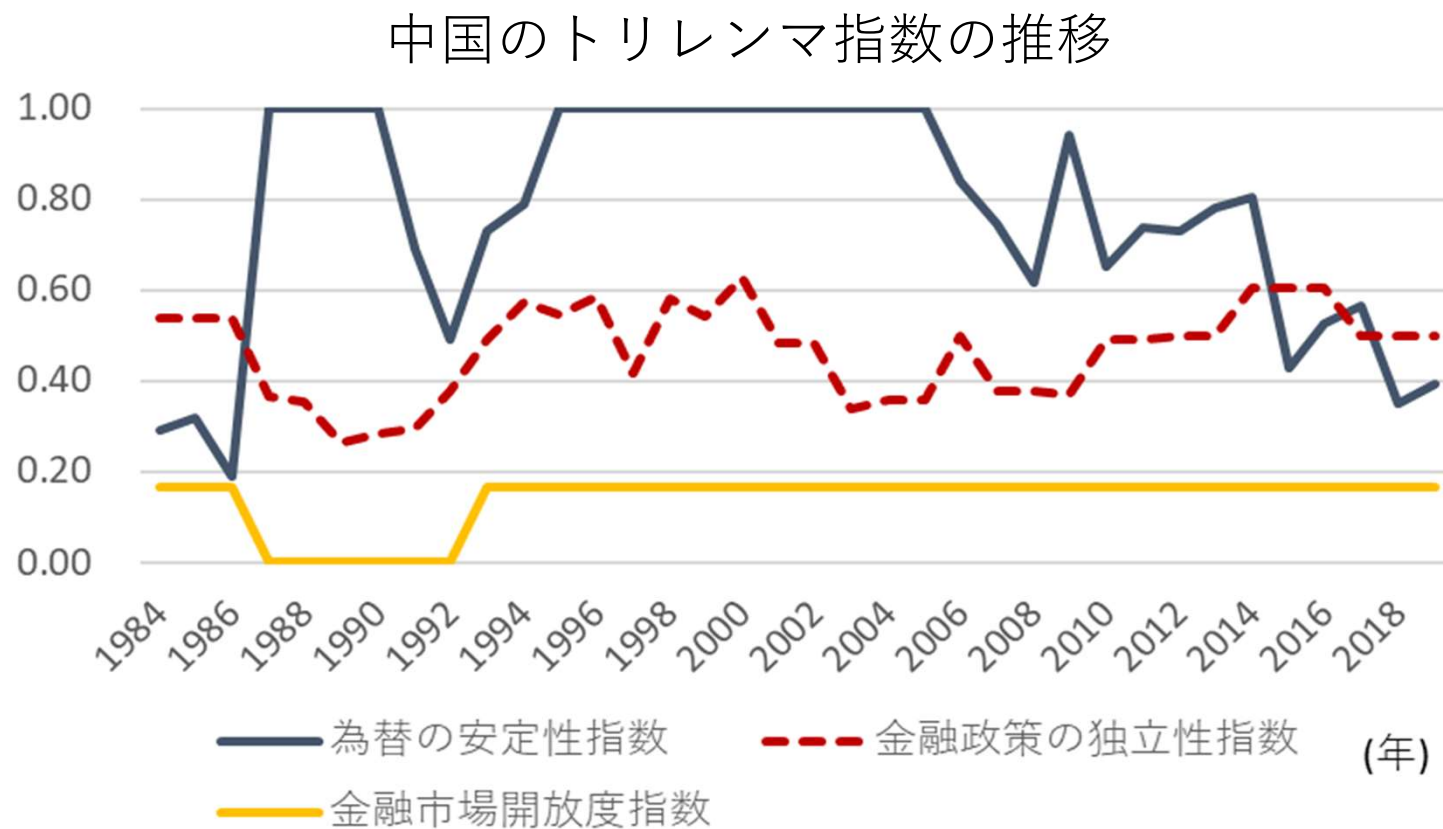
2018年12月 易綱人民銀行長経済50人論壇講演

- 「不可能な三つの組み合わせ」が示すとおり、中国は世界経済と深く統合されてきたので、金融政策等を考える際、海外要因を考慮に入れる必要がある。為替相場と内外金利の関係は重要な見方を提供してくれる。
- 中国の金融政策は、国内経済に役立つために自主性に固執する必要がある。同時に、海外要因を考慮に入れなければならない、よりよい対外環境を求める必要もある。為替レート政策を設計する際、我々は外的バランスを頑健で強靱なものにするため、為替相場を柔軟にする必要がある。

2006年2月 易綱人民銀行行長助理講演

- 現在米ドル金利は人民元金利よりも3%高い。金利平価からみれば、人民元の増価が3%以内であれば、裁定取引者は人民元を攻撃しても利益を得られないことを意味する。金利平価は我々が考慮するうえで役立つ枠組みだ。

国際金融のトリレンマにおける中国の選択



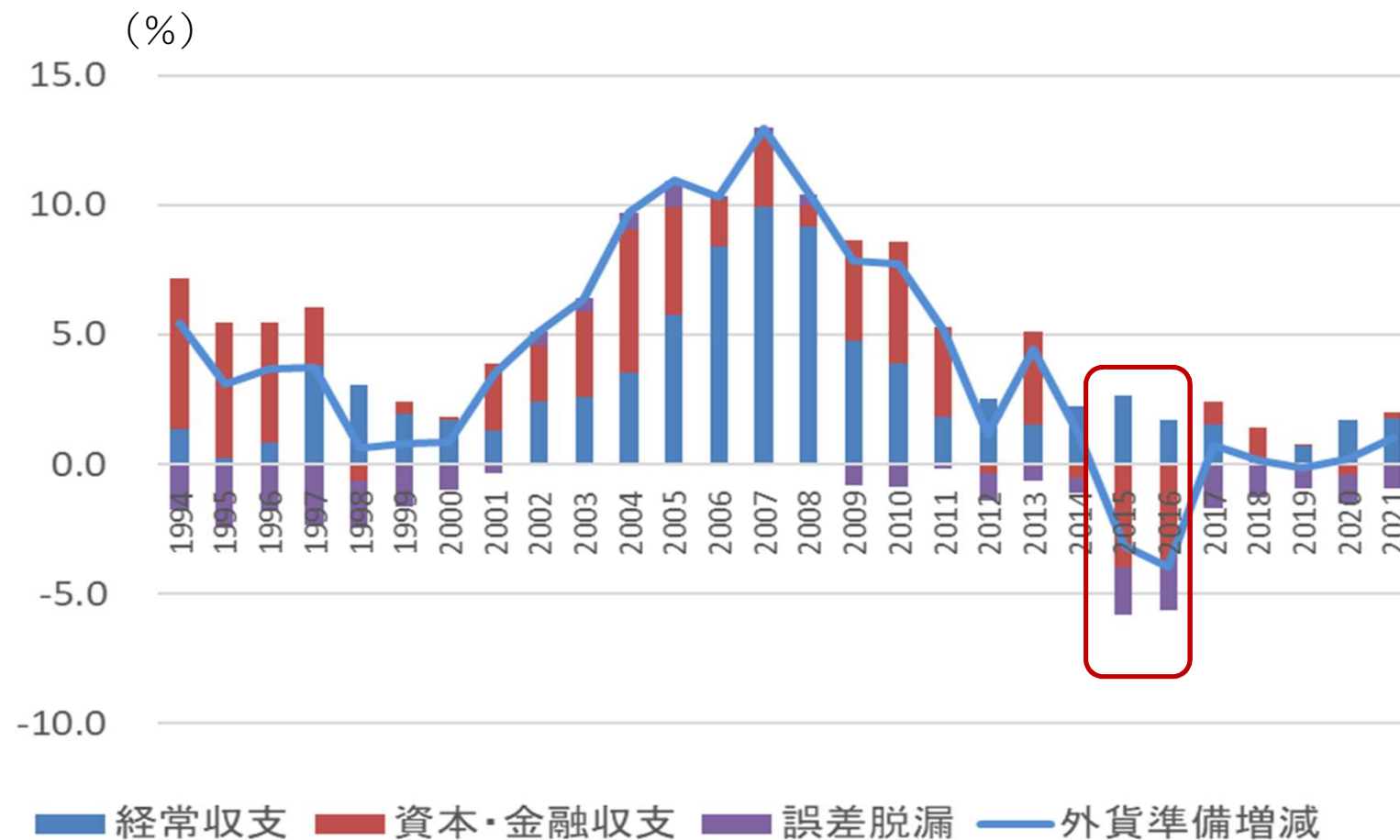
(出所) Aizeman 他の Trilemma Indexesを基に講演者作成

為替管理の自由化の推移

1996年	外為管理条例を公布、貿易等經常取引での人民元の兌換性を原則実現（いわゆるIMF協定8条国に移行）
2001年	対内直接投資に関する地理的制限を撤廃
2002年	国務院の承認する戦略案件について対外直接投資開始 QFII(適格海外機関投資家)による国内株式投資開始（以後、投資対象、上限順次緩和）
2005年	対外直接投資に関する上限金額の撤廃
2006年	QDII（適格国内機関投資家）による対外証券投資開始（以後、投資上限順次緩和）
2007年	企業が經常取引から得た外貨の保有規制が完全撤廃される
2014年	上海・香港取引所の株式取引の相互乗り入れ解禁
2015年	外国政府・海外中銀等による中国国内債券購入を限度額なしで可能化 上海自由貿易試験区での、海外調達資金の一定の制限下の人民元交換が可能化
2016年	適格海外機関投資家の銀行間債券市場での投資規模制限撤廃 深圳・香港取引所の株式取引の相互乗り入れ解禁
2017年	中国国内A株がMSCI新興国市場インデックスに組み入れられることが決定 （以後株・債券とも様々なグローバルインデックスに順次組入れ） 本土・香港の債券相互取引（北向き）開始
2020年	QFII、RQFIIの枠、ロックアップ期間を撤廃
2021年	本土・香港の債券相互取引（南向き）開始

（出所）講演者作成

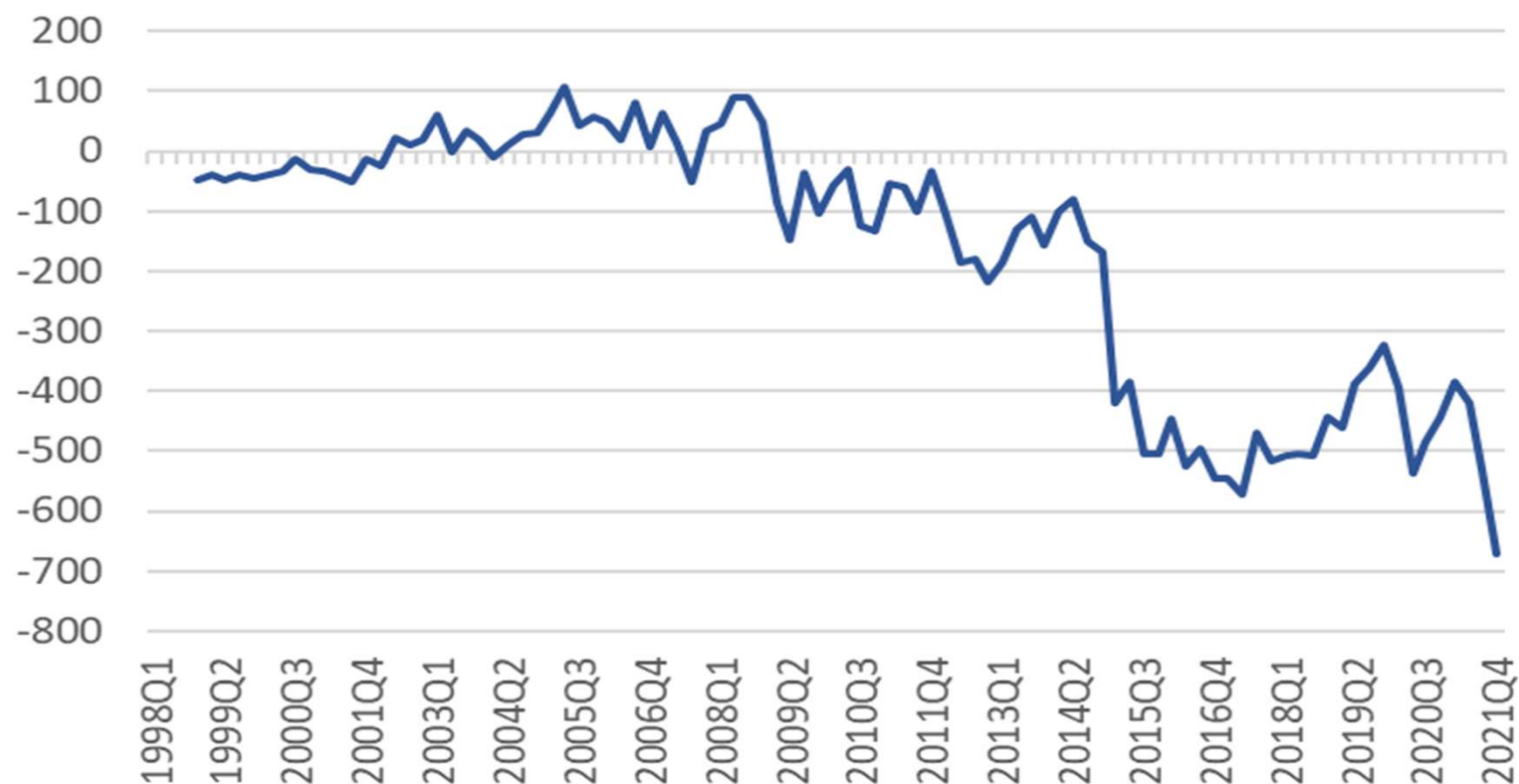
中国の国際収支の対GDP比率推移



(出所) 国家外貨管理局、CEICを基に講演者作成

国際収支・誤差脱漏（4四半期後方移動平均）の推移

（億ドル）



（出所）国家外貨管理局を基に講演者作成

国際金融のトリレンマにおける中国の選択

- 中国人民銀行は、国際金融のトリレンマの中で、人民元相場の安定を一定程度図りつつも、資本移動を限定することで、金融政策の他国からの独立性を一定程度確保してきた。
- しかし、近年は、実態上の資本移動の自由度が高まってきた。
- こうした中で、中国人民銀行は、人民元相場の柔軟性を高めることによって、金融政策の他国からの独立性の確保に努めてきた。

本日はお話しすること

- 中国人民銀行の位置づけと金融政策の決定メカニズム
- 金融政策の目標
- 金融政策の手段
- 最近の経済情勢と金融政策

金融政策の手段の特徴

- 公開市場操作による金利操作のウェイトを徐々に高めている
 - ✓短期の7日物リバースレポオペと期間1年のMLFを重視
- 貸出に直接働きかける手法を重視している
 - ✓日本が以前使っていた窓口指導やそれを進化させたMPAを駆使
- 「構造的金融政策」として政策性金融的な手段を使っている
 - ✓中小企業支援、脱炭素、公共性住宅等の目標で実施

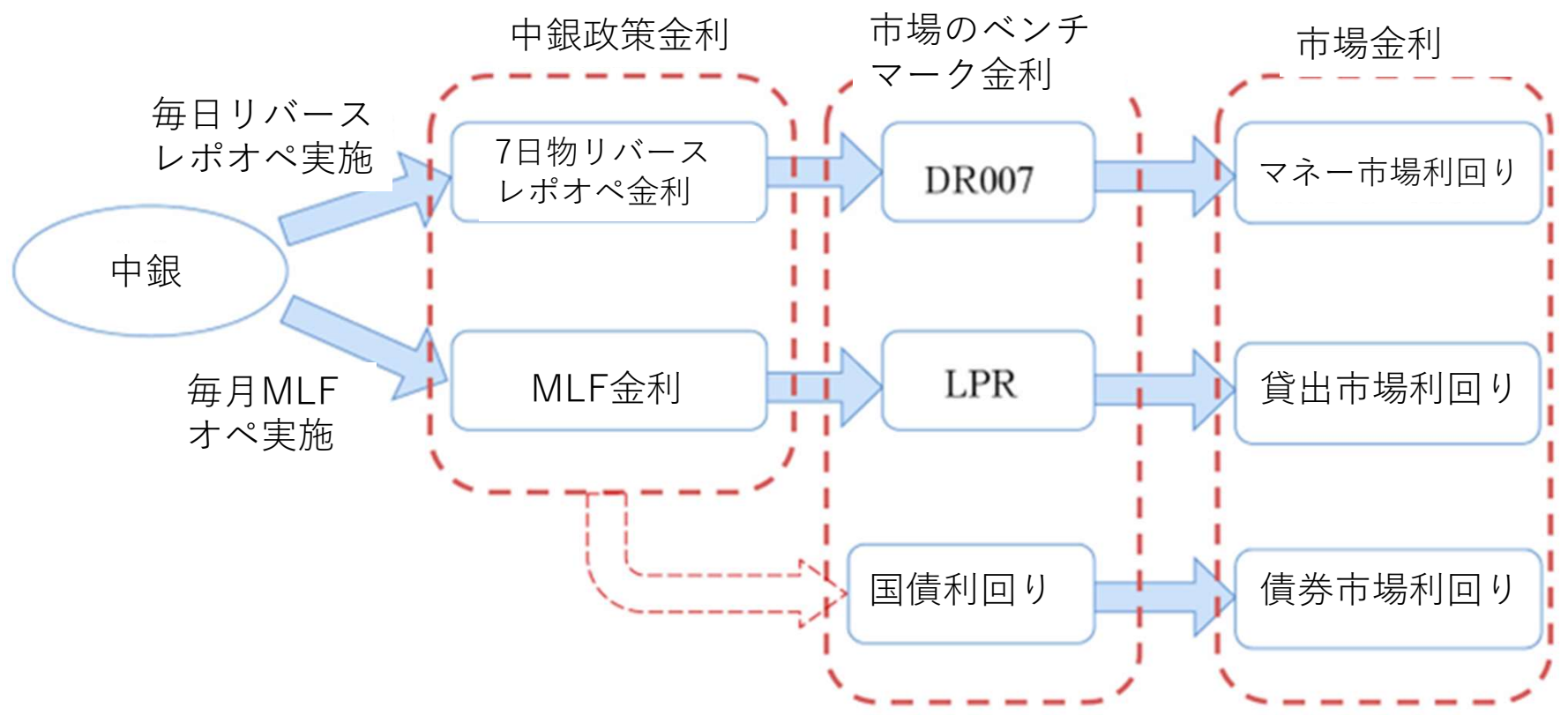
中国人民銀行の金融政策手段

金融政策手段	操作手段
公開市場操作	レポオペ・リバースレポオペ、SLF、MLF
預金準備率操作	
貸出・預金基準金利	
窓口指導・MPA(Macro Prudential Assessment)	
構造的金融政策	再貸出・再割引・PSL・TMLF・ターゲットを絞った預金準備率操作

金利政策

- 中国人民銀行は近年公開市場操作の金融政策におけるウェイトを引上げ
- 政策金利のベースは公開市場操作で使う政策金利（短期はリバースオペ金利7日物、中期はMLF金利1年物）
- **2021年1月 孫国峰中国人民銀行貨幣政策司長（当時）** 雑誌「中国金融」
 - ✓ 中央銀行の政策金利体系で操作目標を達成する。公開市場操作金利を短期政策金利とし、中期貸出ファシリティー(MLF)金利を中期政策金利とする。
 - ✓ 人民銀行は政策金利システムを通じて市場金利に影響を与え、貸出優遇金利(LPR)は、MLF金利に基づいて市場化方式によりスプレッドを上乗せして形成され、銀行がLPRの価格決定を通じて実際に実行される貸出金利に影響を与える。

中国人民銀行による金利波及効果の説明図



(出所) 人民銀行総裁易綱「中国的利率体系与利率市场化改革」2021年第9期

短期市場金利のコリドー



(出所)CEICを基に講演者作成

金利政策——貸出金利、預金金利

- 貸出金利

- ✓ 2013年7月、人民銀行が定める基準金利対比の上限と下限が撤廃されたが、基準金利は残り、それをベースに付利が行われていた。
- ✓ 2019年8月、商業銀行の貸出優遇金利LPR（Loan Prime Rate）をMLF1年金利にスプレッドを乗せて決める方式とした。18の商業銀行がLPRを報告し、平均値を全国同業コール中心が公表（毎月20日目の9：30）。

- 預金金利

- ✓ 2015年10月に人民銀行が定める基準金利対比の上限と下限は撤廃されたものの、基準金利は残り続けている。

金利自由化、金融市場整備の推移

1988年	国債流通市場開始
1990年	上海証券取引所設立
1991年	深セン証券取引所設立
1996年	全国統一銀行間コール市場設立 国債発行市場の競争入札による発行開始
1997年	全国統一銀行間債券・債券レポ市場設立
1999年	人民元金利管理規定制定。銀行は貸出金利について人民銀行の決める基準金利対比+30%から-10%の間で自由度を与えられた
2000年	外貨貸出金利の自由化
2004年	人民元預金金利の下限と貸出金利の上限を撤廃 大口外貨預金金利の自由化
2012年	人民元貸出金利の下限緩和（基準金利対比-30%まで）、預金金利の上限緩和（基準金利対比+10%まで）
2013年	人民元貸出金利の下限撤廃、貸出金利原則自由化
2015年	預金保険制度施行 CDの企業・個人向け発行の解禁
	数度の緩和を経て、人民元預金金利上限を撤廃、預金金利原則自由化
2019年	貸出優遇金利（LPR）につき、MLF1年物を基準に18の商業銀行が報告、全国同業コール中心が平均値を発表開始

（出所）講演者作成

自由化されたとはいえない預金金利

- 預金金利には基準金利が残り、「自律上限」が課されている。
- 2021年6月、人民銀行は一部行の高利での預金調達を抑制するためこれまでの倍率方式から、ベースス付加方式に転換。

期 間			当座	3か月	半年	1年	2年	3年	%
預金基準金利			0.35	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75	
預金 金利 自律 上限	改正前 (倍率 方式)	国有大手行 (1.4倍)	0.49	1.54	1.82	2.10	2.94	3.85	
		その他行 (1.5倍)	0.53	1.65	1.95	2.25	3.15	4.13	
	改正後 (ベーシ ス付加方 式)	国有大手行 (+50bps)	0.45	1.60	1.80	2.00	2.60	3.25	
		その他行 (+75bps)	0.55	1.85	2.05	2.25	2.85	3.50	
加重平均預金金利の変化 (2021年5月→9月)			0.00	0.01	0.00	-0.04	-0.25	-0.43	

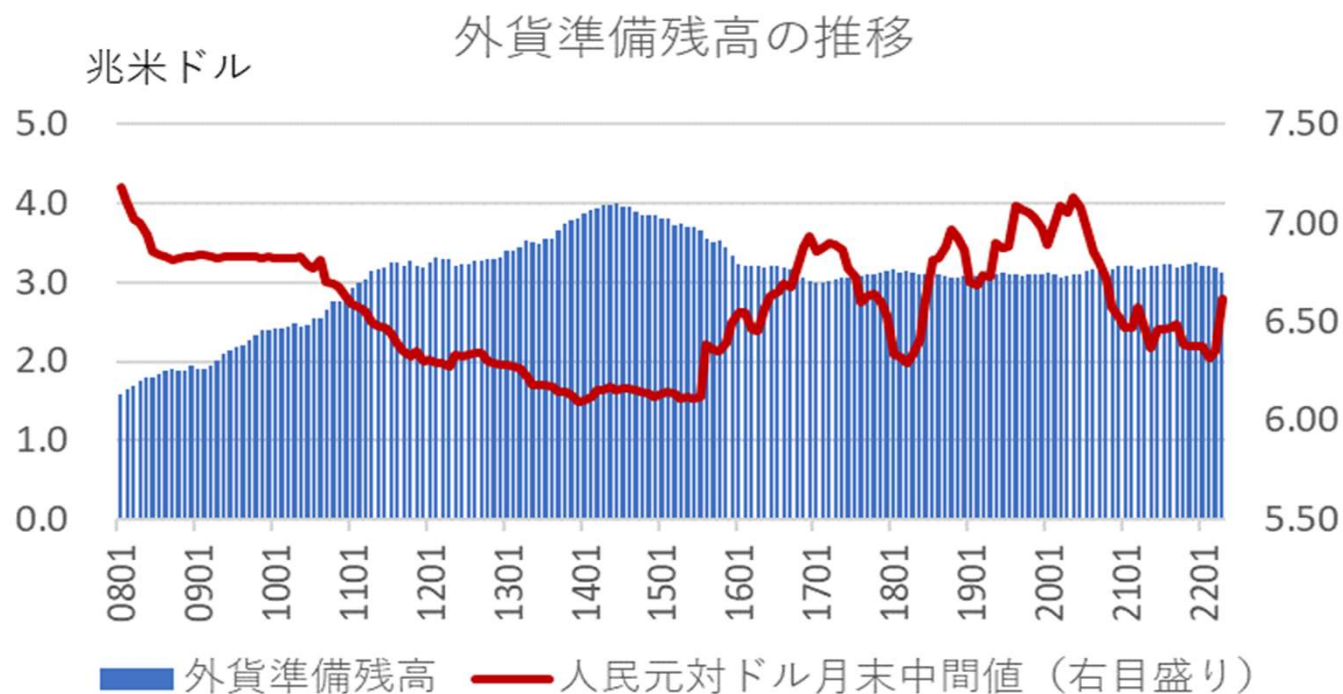
(出所) 中国人民銀行「貨幣政策執行報告2021年第3四半期」

流動性の供給手段の変遷

- **2000年代から2014年頃まで**資本純流入が続いていた間は、人民銀行は急すぎる人民元高を抑制するために、人民元売り・ドル買い介入を実施。外貨準備残高が増加するとともに人民元の流動性が大量に供給された。
- 人民銀行はこれに対して、預金準備率の引上げと中央銀行売出手形をつかって流動性の供給を図っていた。
- **2015年入り後**、景気が減速し、資本流出に転じ、特に**2015年8月**に為替相場の切り下げにより資本流出が加速すると、人民元買い・ドル売り介入を実施して、相場の下支えに努めた。外貨準備残高が減少するとともに、人民元の流動性が吸収された。
- **2017年以降**、為替介入は殆ど実施されていない。国内に流動性を供給するため、人民銀行は預金準備率引下げのほか**MLF、SLF、PSL**などの新たな流動性供給手段を使って市場に流動性を供給している。

為替介入によるマネタリーベースの供給・吸収

- 2014年までは資本流入に伴う人民元高を抑制するため人民元売り・ドル買い介入を実施。これが通貨供給の中心であった。
- 2015～16年は人民元安を抑制するため人民元買い介入を実施、2017年以降は介入は殆どなし。



（注）直近は
2022年4月

（出所）国家外貨管理局を基に講演者作成

預金準備率操作

- 為替介入により増えたマネタリーベースは主として預金準備率引上げで吸収。
- 2015年以降、預金準備率引下げは主たる流動性供給手段となった。



(注) 直近は2022年6月2日

(出所) CEICを基に講演者作成

主な流動性の供給・吸収手段

長期

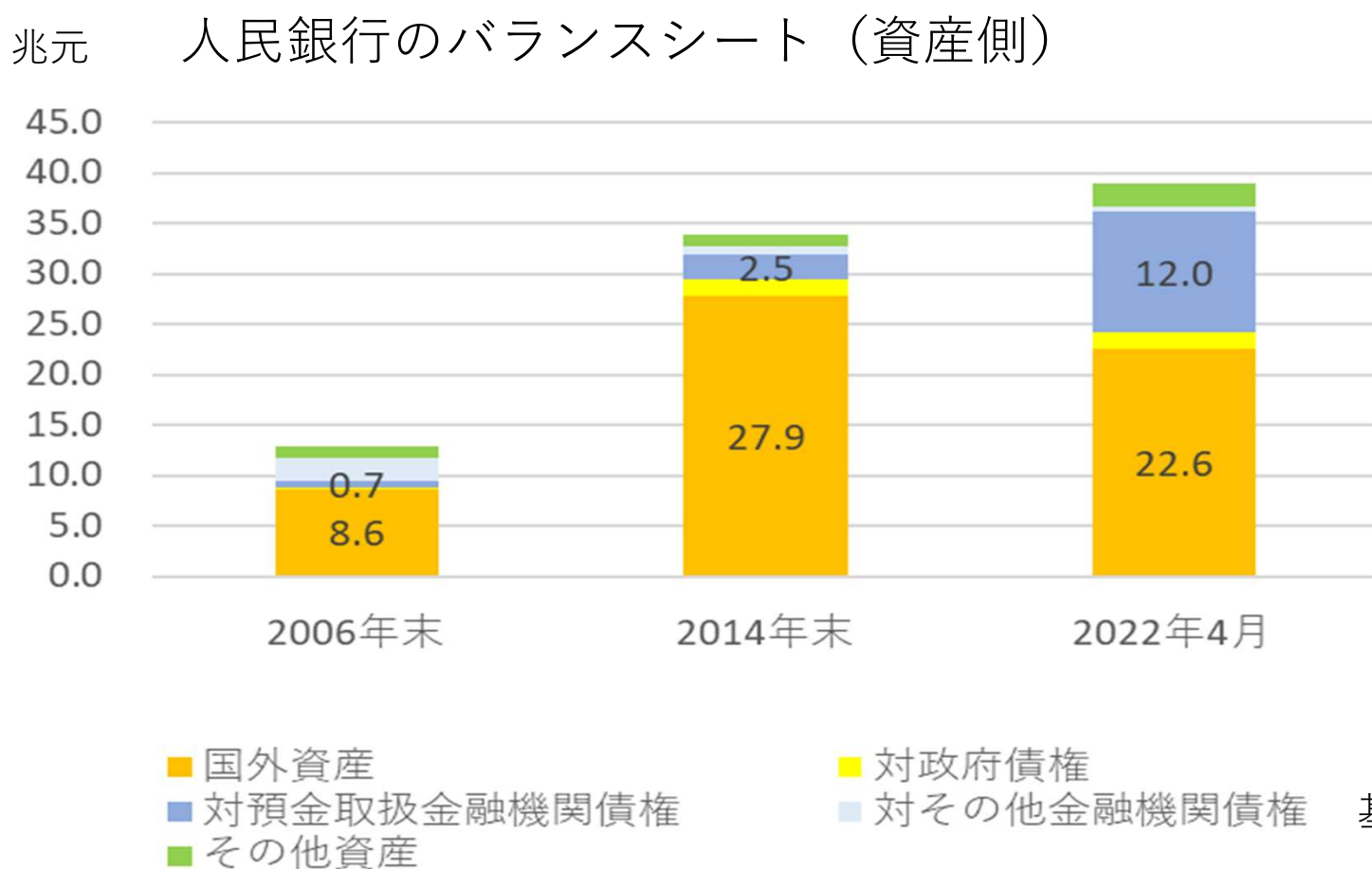


短期

手段名	概要
預金準備率	引上げは資金吸収、引下げは資金供給と同じ
PSL (Pledged Supplementary Lending)	国家開発銀行のブラック地区改造資金等のため政策性銀行に供給する中長期資金
MLF (Medium-term Lending Facility)	3か月～1年の中期資金の供給手段
TMLF (Targeted Medium-term Lending Facility)	中小企業向け貸出促進のための中期資金供給
再貸出	金融機関に対する優遇金利での貸出
再割引	優遇金利での適格手形の再割引
中央銀行売出手形	手形を通じて資金吸収する手段
SLF (Standing Lending Facility)	金融機関への短期資金の供給 (7日、14日、1か月、3か月)
リバースレポ	債券を担保に資金を供給する手段。7日、14日、28日があるが7日物がメイン。
レポ	債券を担保に資金を吸収する手段

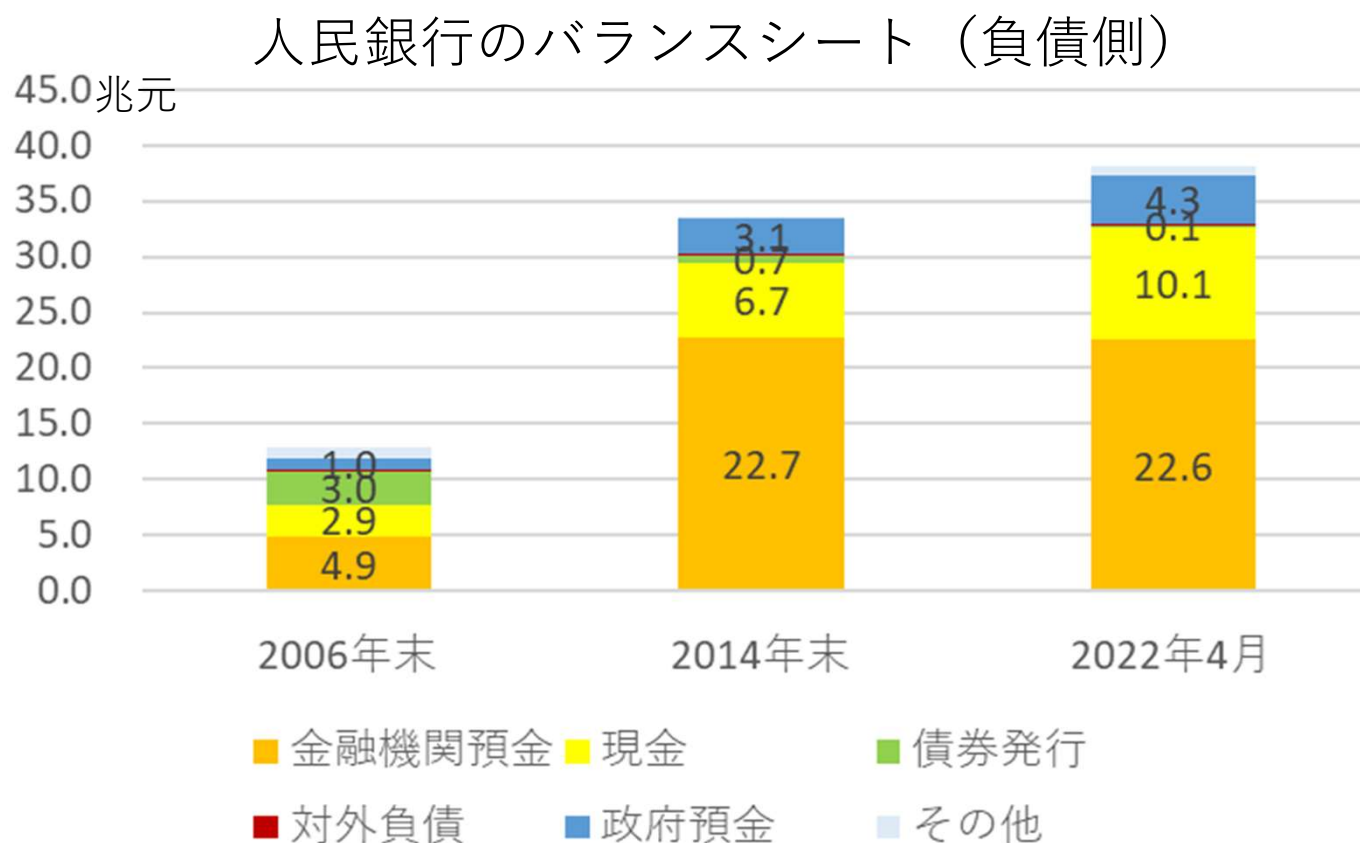
(出所) 講演者作成

人民銀行の資産は、2014年までは国外資産を中心に増加、その後は、国外資産が減少し、金融機関向け貸出が急増



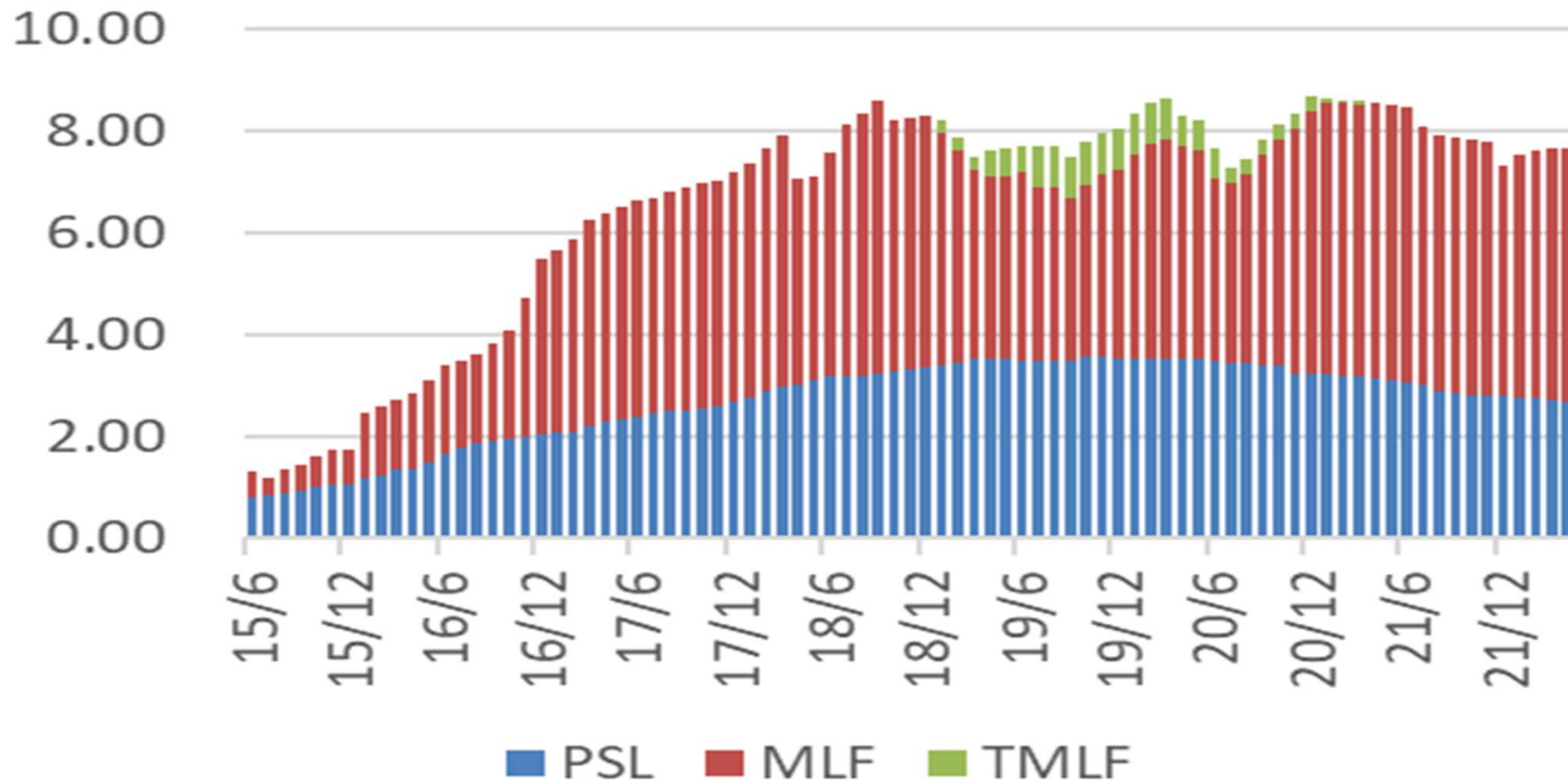
（出所）中国人民銀行を
基に講演者作成

人民銀行の負債のうち、06～14年は預金準備率引上げにより金融機関預金が増、その後はほぼ横ばい



（出所）中国人民銀行を
基に講演者作成

兆元 PSL・MLF・TMLFの残高推移



(出所) CEICを基に講演者作成

マクロプルーデンス評価（MPA）

- 2016年から実施されている金融機関のマクロプルーデンス評価を差別的預金準備率に反映させる制度。
- 金融政策と金融システム安定の両方の目標に使用されており、国際収支均衡といった趣旨にも活用。
- 中国人民銀行による解説（2015年12月29日、抜粋）
 - ✓MPA体系は、①資本とレバレッジ、②資産負債、③流動性、④価格設定行為、⑤資産の質、⑥外債リスク、⑦信用政策の執行など七大方面を重点的に考慮。
 - ✓金利価格設定行為は重要な考察面であり、金融機関の自主価格設定能力とリスク管理レベルの向上を促進し、非合理的な価格設定行為を抑制し、悪性競争を回避し、良好な市場競争環境を維持し、資金調達コストの低下に有利。
 - ✓毎四半期のデータに基づき事後評価を行うとともに、毎月の期中モニタリングと誘導を行い、運用面で金融機関自身と自律メカニズムの自己抑制作用を発揮させる。

窓口指導

- 中国人民銀行は、金利自由化が途上であることや政策金融的趣旨から、「信貸政策」というかたちで現在でも貸出の方向性等について、金融機関に指導を行う窓口指導を駆使している。
- 最近の窓口指導の例
 - ✓2021年7月「中小零細企業の金融サービス能力向上プロジェクトの踏み込んだ展開に関する通知」を発出。中小零細企業の金融サービス能力の向上について、具体的に要請。
 - ✓2021年8月「金融支援による貧困撲滅の堅塁攻略成果の強化・拡張による農村振興の全面的な推進テレビ電話会議」を開催。金融機関に貧困撲滅地区と貧困撲滅人口の発展を支援するよう督促・指導。

構造的金融政策

- 人民銀行は、金利の自由化が途上であることや、多くの政策目標の達成を実現するため、「構造的金融政策」として、公開市場操作による金利誘導以外の様々な政策手段を有する。
 - ✓ ターゲットを絞った預金準備率引下げ、MPA（Macro Prudential Assessment）、再貸出・再割引や窓口指導（「信貸政策」）、PSL、TMLF等。

構造的金融政策の手段	実施事例
MPA	2021年は、零細企業と製造業の中長期貸出への評価を引上げ。
ターゲットを絞った預金準備率操作	2022年4月の預金準備率引下げの際、小規模・零細企業や「三農」への支援を強化するため、省をまたいで経営をしていない都市商業銀行や預金準備率が5%を上回る農村商業銀行に対し、預金準備率を0.25%追加的に引き下げ。
再貸出・再割引	市場金利対比低利での対象を絞った中国人民銀行による市中銀行への貸出や手形の再割引。 2021年末、農業支援再貸出残高は4,967億元、小企業支援再貸出残高は12,351億元、貧困扶助再貸出残高は1,750億元、同再割引残高は5,903億元となった。 2021年11月、脱炭素関連の資金支援に関する通知を発出。金融機関は脱炭素関連企業に優遇金利貸出を実行した後、中国人民銀行に資金支援を申請、中国人民銀行は条件に合致した貸出に対して金融機関に低コストの再貸出を実施。2021年第4四半期、882億元の同再貸出を実施。

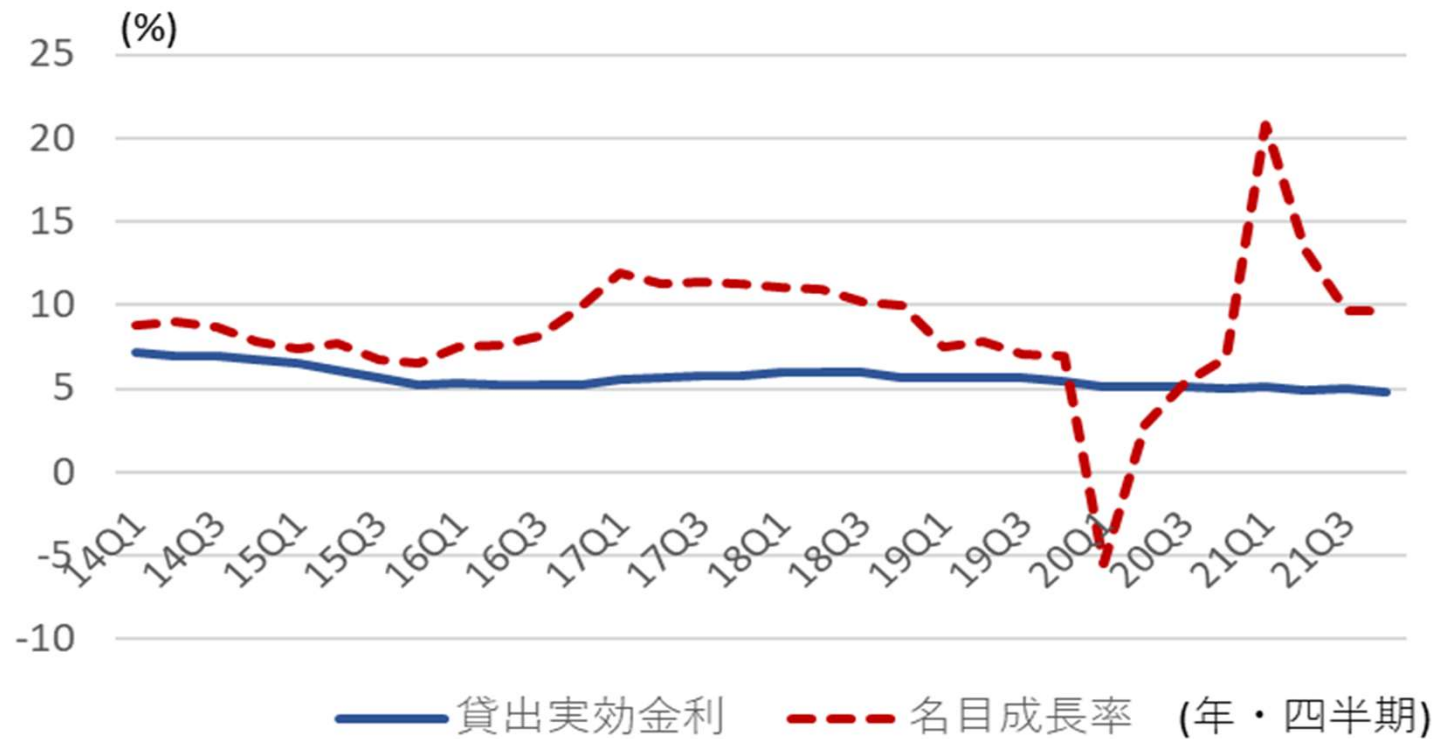
(出所) 中国人民銀行金融政策執行報告等を基に講演者作成

構造的金融政策の手段	実施事例
PSL (Pledged Supplementary Lending)	2014年に開始。市中銀行の担保資産を担保に中国人民銀行が中期の貸出を実施。2014年、中国人民銀行は、国家開発銀行に期間3年の1兆元のPSLを実施、バラック地区の改造支援、住宅安住プロジェクトの保障、三農と零細企業の発展に充てた。PSL残高は、ピーク時（2019年11月）には3.6兆元に達した。
TMLF (Targeted Medium-term Lending Facility)	2018年12月創設、各金融機関の零細企業、民営企業向け貸出の増加ペースに基づき、金融機関に期間3年のMLF金利よりも0.15%低い金利で資金を提供。TMLF残高は、ピーク時（2019年12月）には0.8兆元に達した。

なぜ金利以外の金融政策手段を使うのか

- 中国では依然人為的低金利政策によって超過資金需要が存在し、貸出を抑制するために人為的に信用割当を行う必要がある。
- 中国では、前述のとおり金融政策の他国からの独立性が不完全であり、市場金利を国内事情のためだけで操作できない。それを補うために、金融機関の融資行動に直接働きかける必要がある。
- 中小企業サポート、貧困対策、脱炭素など政策金融推進のためには金融機関の融資の内容にまで踏み込んで指導する必要がある。

貸出実効金利と名目GDP成長率の推移



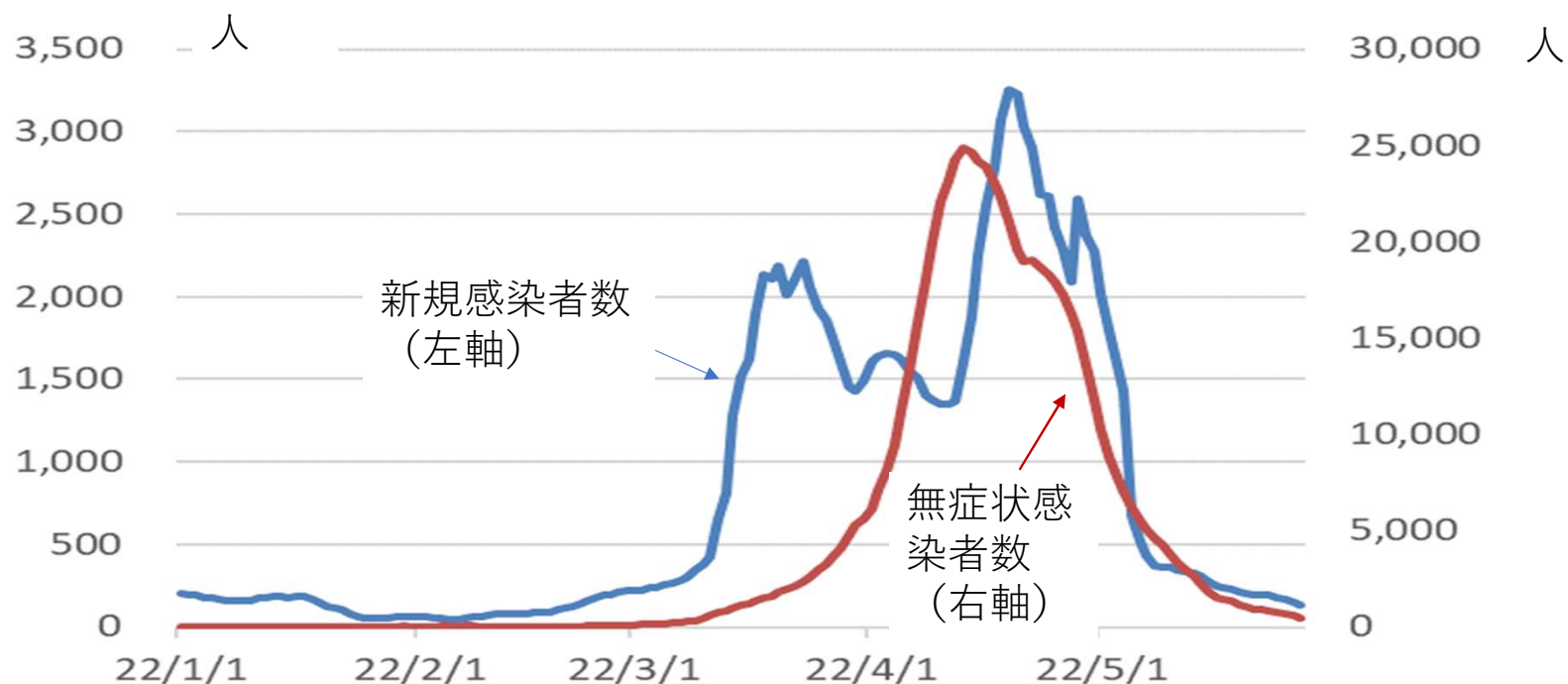
(出所) 中国人民銀行、国家統計局

本日はお話しすること

- 中国人民銀行の位置づけと金融政策の決定メカニズム
- 金融政策の目標
- 金融政策の手段
- 最近の経済情勢と金融政策

オミクロン株の感染拡大に対して、これまで以上に厳しく長い感染防止措置がとられた

<全国新規感染者数（後方7日間平均）の推移>

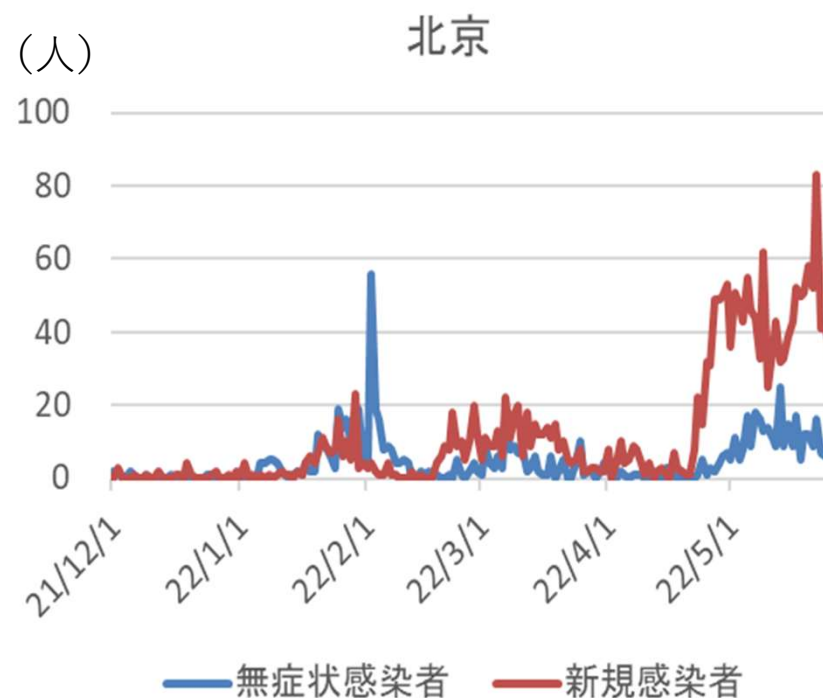
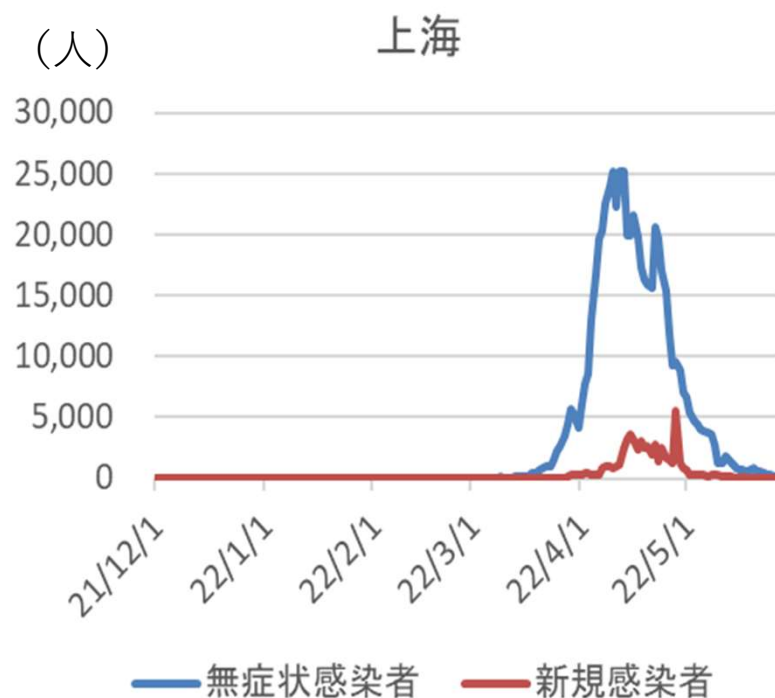


(出所) CEIC

直近は5月27日

上海と北京の新規感染者数推移

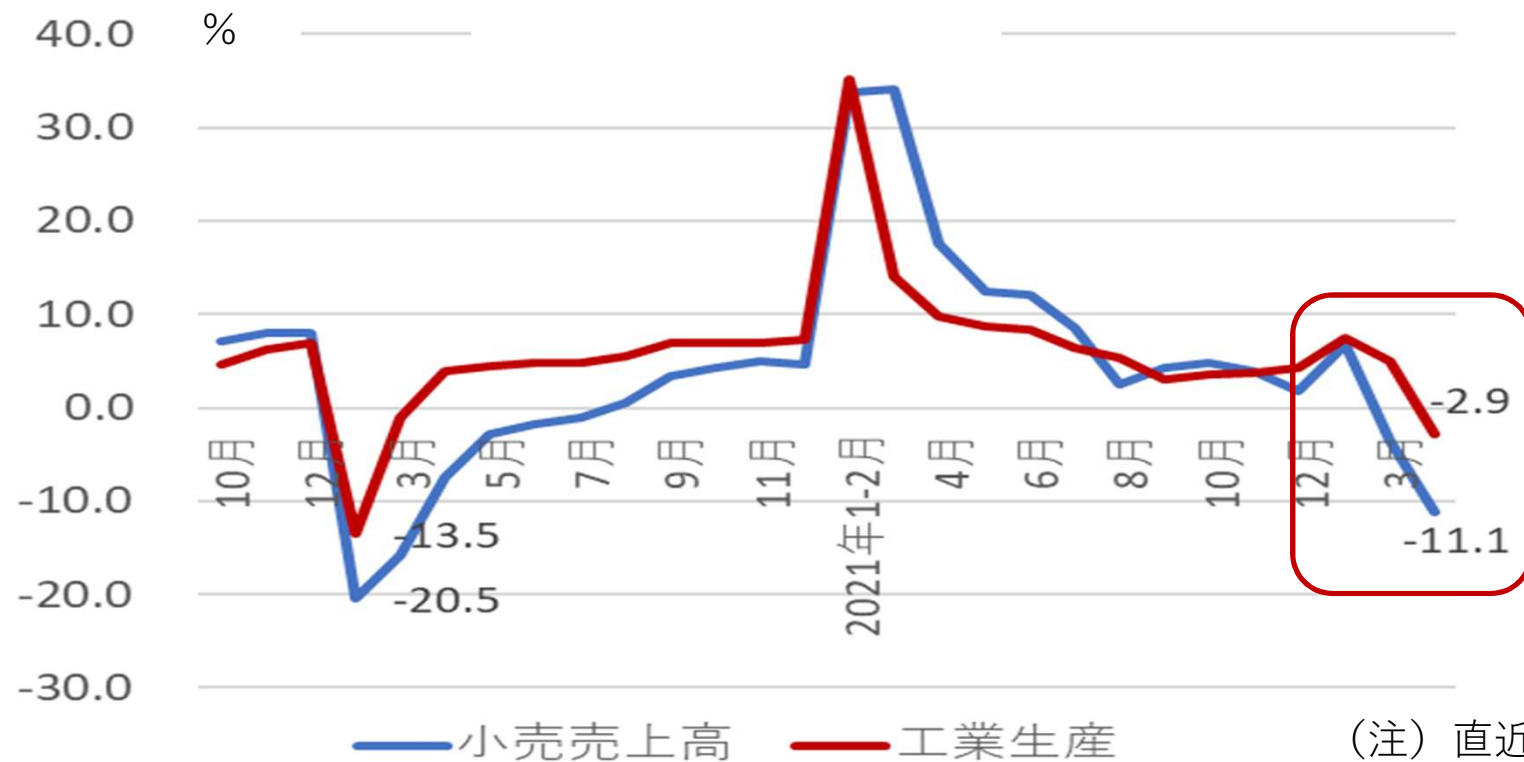
<新規感染者数の推移>



(出所) CEIC 直近は5月27日

消費、生産ともコロナ禍の影響で急速に落ち込み

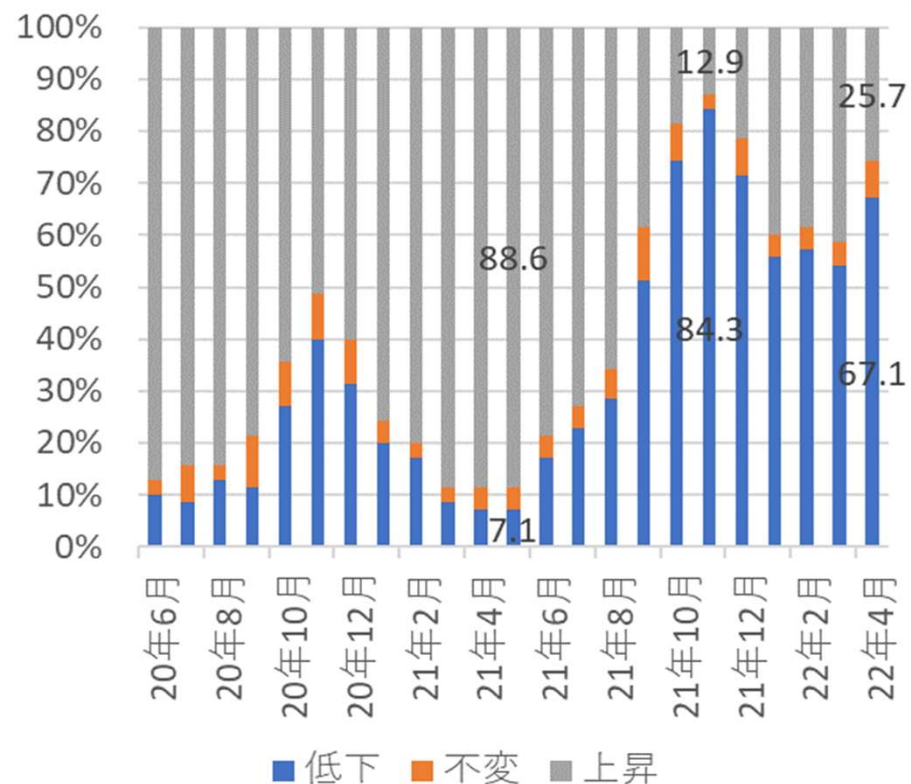
<小売売上高>



(出所) 国家統計局を基に講演者作成

住宅市場の低迷はコロナ禍でさらに深刻化

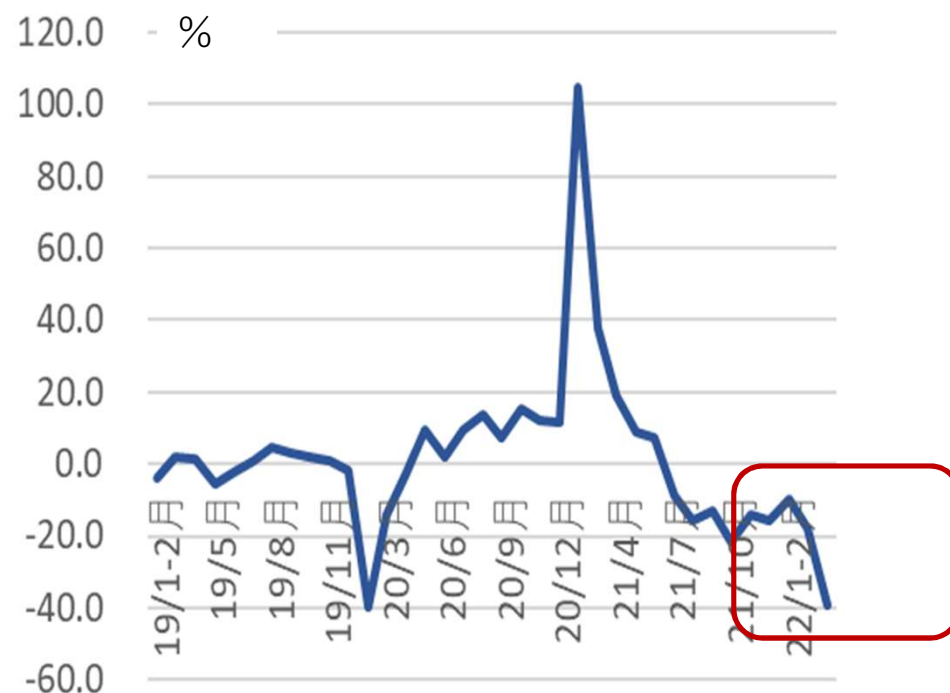
< 70都市新築住宅価格 >



(注) 直近は2022年4月

(出所) 国家統計局

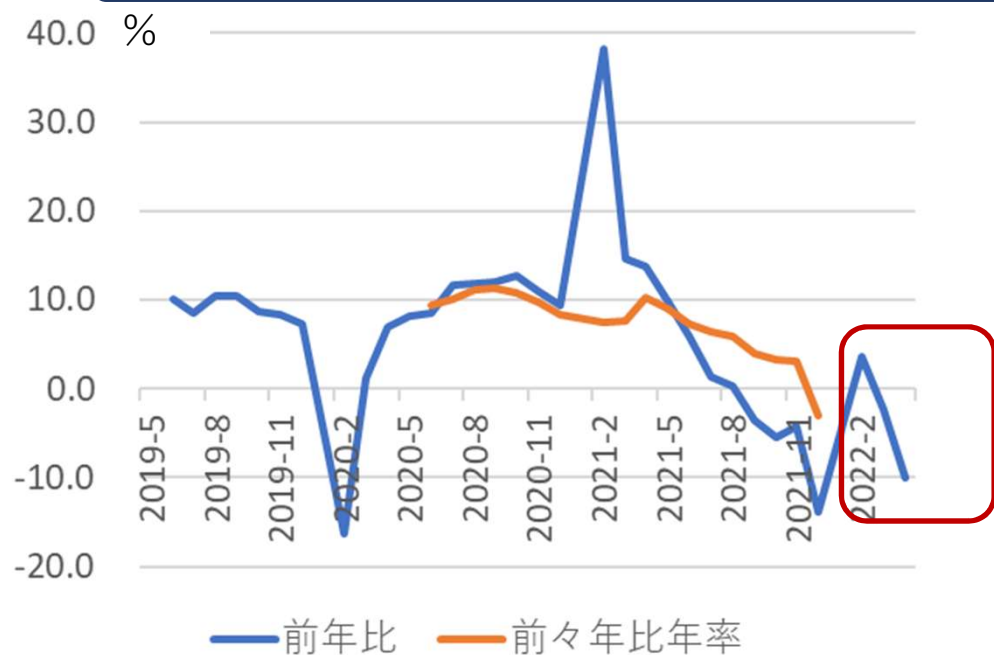
< 商品不動産販売面積前年比 >



(注) 直近は2022年4月

不動産開発投資は、再びマイナスへデベロッパーの資金繰り難は続く

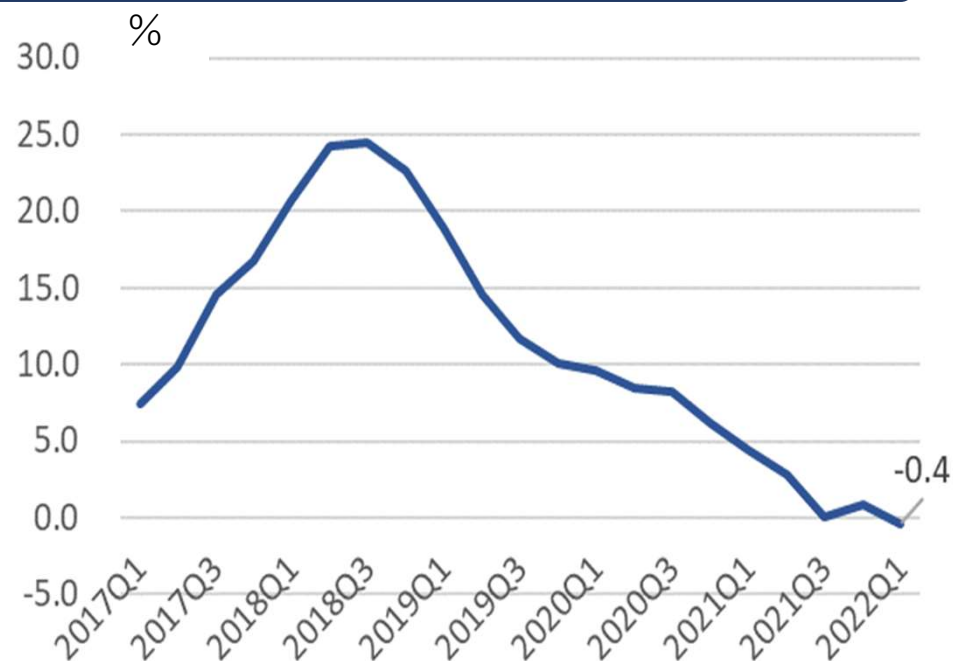
<不動産開発投資前年比>



(注) 直近は2022年4月

(出所) 国家統計局、中国人民銀行

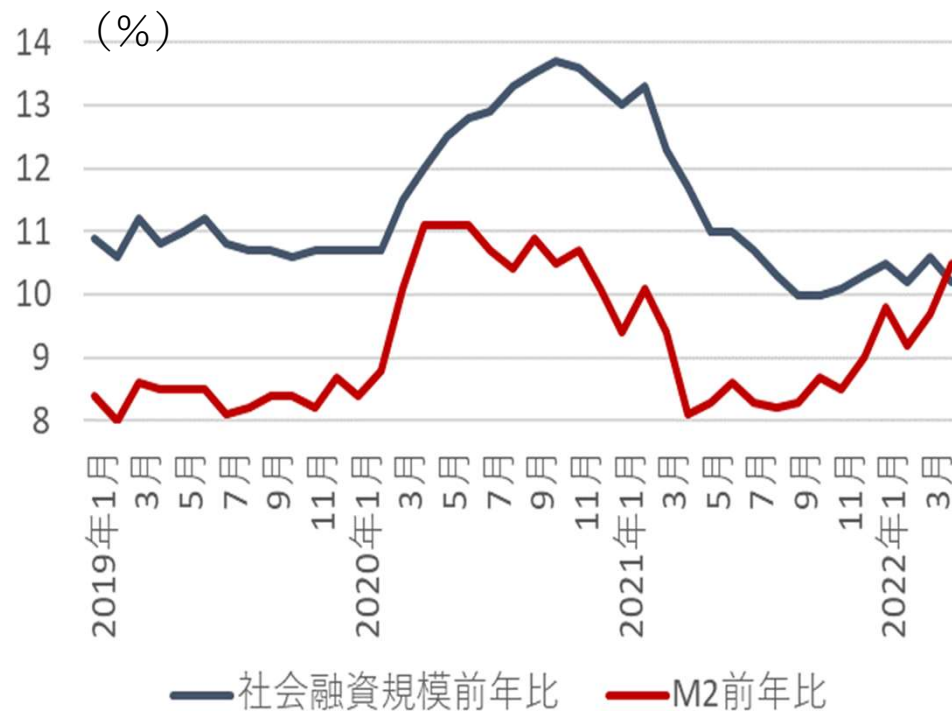
<不動産開発向け貸出残高前年比>



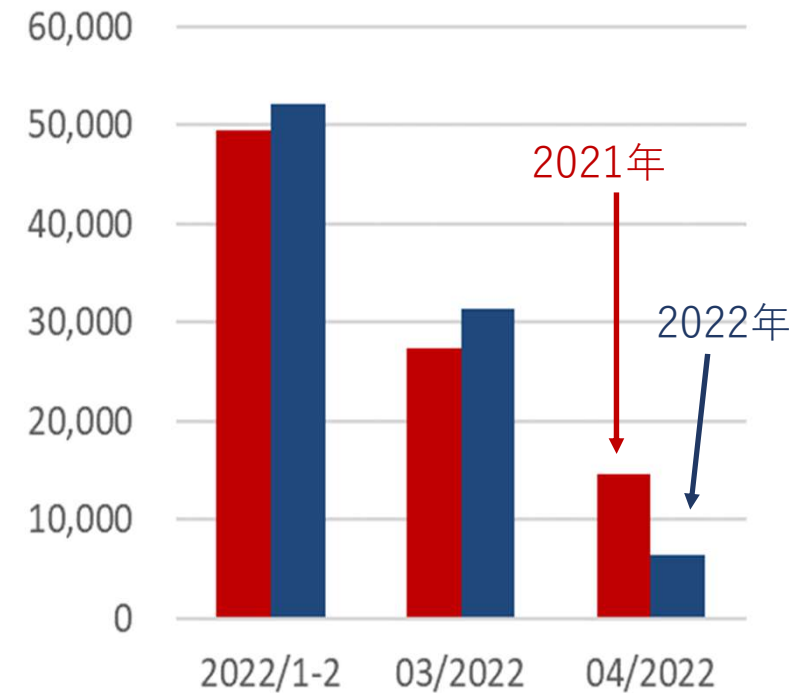
(注) 直近は2022年第1四半期

4月の社会融資規模、貸出ははっきり減速

<社会融資規模とM2の前年比>



<貸出増加額>



(出所) 中国人民銀行、CEICを基に講演者作成

中央経済工作会议では景気への厳しい認識の中、 景気安定化を志向する意思が示された

12月10日 中央経済工作会议

- 経済発展は需要の収縮、供給の衝撃、見通しの弱さという3つの圧力に直面している
- 質の高い発展を堅持し、党の基本路線の要求である経済建設を中心とすることを堅持する ← 久しぶりに経済建設中心を明言しことは成長重視の表れ
- 来年は党の第20回代表大会が開かれる。これは党と国家の政治生活における重要なことであり、平穏で健全な経済環境、国が安定した社会環境、清廉潔白な政治環境を維持しなければならない。
- 来年の経済活動は安定を第一とし、安定の中で前進を求める。
- 積極的な財政政策は効果を高め、正確で持続可能なことをより重視しなければならない。財政支出の強度を保証し、支出の進度を速める必要がある。
- 穏健な金融政策は柔軟かつ適度で、流動性を合理的かつ潤沢に保つ必要がある。
- 内需拡大戦略をしっかりと実施し、発展の内生的原動力を強める。

GDP成長率を5.5%と減速傾向からすれば高めに設定

全人代 政府活動報告

	22年目標	21年目標	21年実績
GDP成長率	5.5%前後	6%以上	8.1%
個人所得成長率	GDP成長率 と同じ歩調	同左	8.1%
都市新規就業者増	1100万人以上	1100万人以上	1269万人
都市調査失業率	5.5%以内	5.5%前後	5.10%
CPI上昇率	3%前後	3%前後	0.90%

政治局會議：非常事態に対し全力での内需拡大を指示

4月29日 共産党中央政治局會議

- 新型コロナの感染状況とウクライナ危機によってリスクと試練が増えた。
- 動態的ゼロコロナを堅持、…感染症が経済社会の発展に与える影響を最大限に減少させる必要。
- マクロ政策調整の力の入れ具合を強め、経済を着実に安定させ、年間経済社会発展の所期目標の実現に努め、経済の動きを合理的な範囲内に保つ。
- すでに確定した政策の実行を加速し、税還付・減税・料金引き下げなどの政策を実施し、各種の金融政策ツールを適切に使用。

政治局会議：非常事態に対し全力での内需拡大を指示（続き）

4月29日 共産党中央政治局会議

- 政策手段の増分計画に力を入れ、臨機応変なコントロールに力を入れ、目標指向の下での政策の前倒しと残余量を把握。
- 国内需要を全力で拡大し、効果的な投資の鍵となる役割を発揮し、…、インフラ建設を全面的に強化する必要。経済循環に対する消費の牽引的役割を発揮させる。
- 住宅は住むためのものであり、投機のためのものではないという位置づけを堅持。各地が現地の実情から不動産政策を改善することを支持。
- プラットフォーム経済の特別是正を完成し、常態化した監督管理を実施。プラットフォーム経済の規範的で健全な発展を支持する具体的な措置を打ち出す。

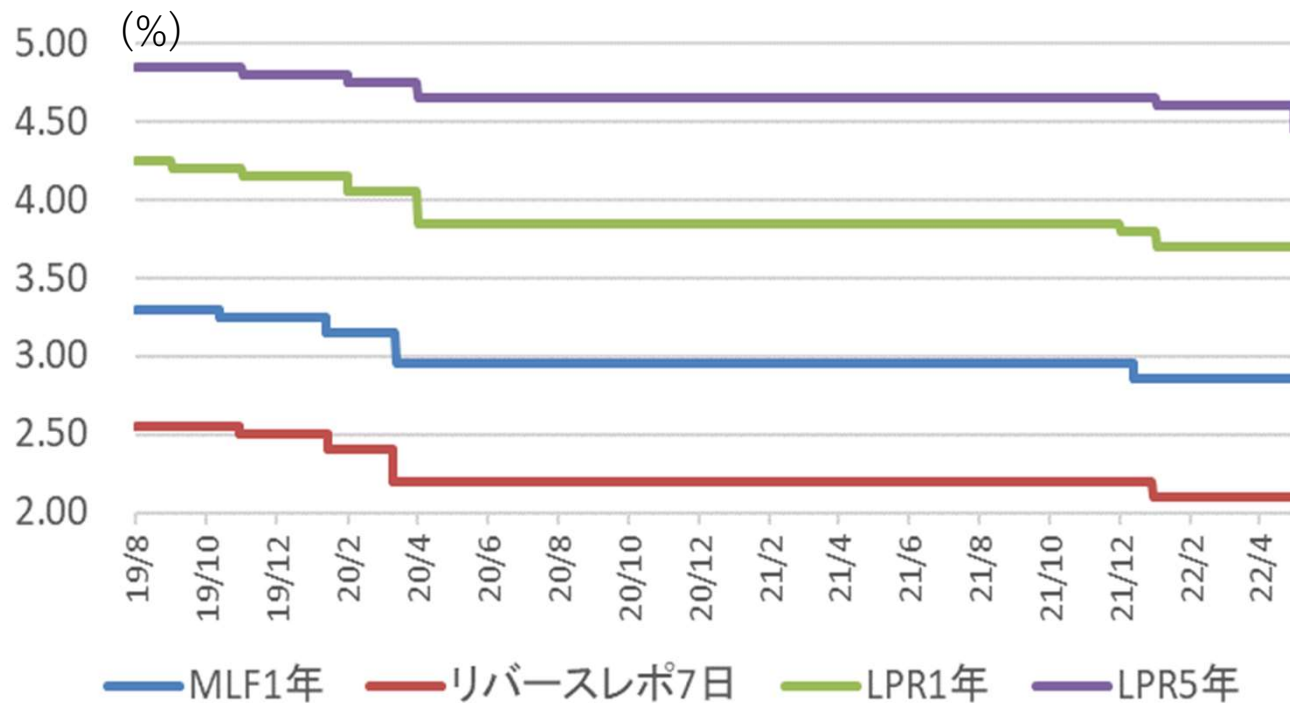
中国人民銀行の政治局会議を受けた対応方針

5月4日 中国人民銀行特別会議

- すでに確定した各政策措置の正確な実施の推進を加速する。
- 小規模・零細企業への融資量の増加、規模の拡大、金利引き下げを推進し、…困難な業界の困難な救済を支援する。
- 増量政策手段の計画を急ぐ。
- 金融のシステミックリスクをもたらす可能性のある重点分野と重点対象を正確に把握、…システミックリスクを発生させないというボトムラインを断固として死守。
- 不動産関連与信政策を適時最適化し、不動産融資の安定・秩序を保ち、堅固・改善性住宅の需要を支持する。

景気の急減速の割には利下げ幅は小さい

中国人民銀行のオペ金利とLPRの推移



(出所) CEICを基に講演者作成

外国投資家の中国証券売却の動き

< 銀行の顧客からの証券投資のネット外貨購入 >

億米ドル



景気悪化を背景とした急速な人民元安

<人民元対米ドル中間値>

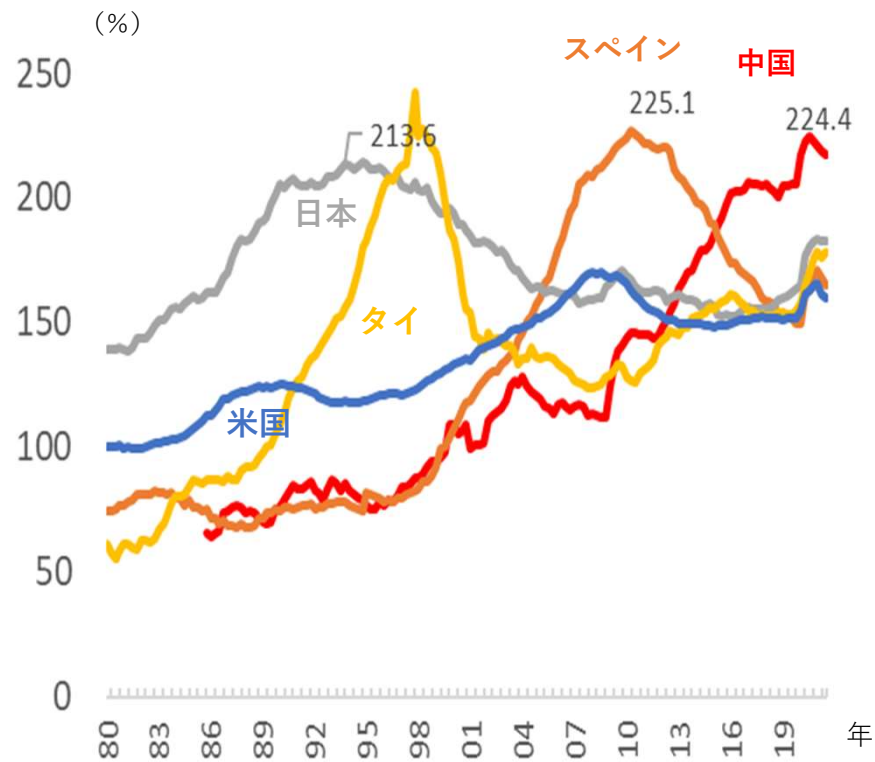


(出所) CEICを基に講演者作成

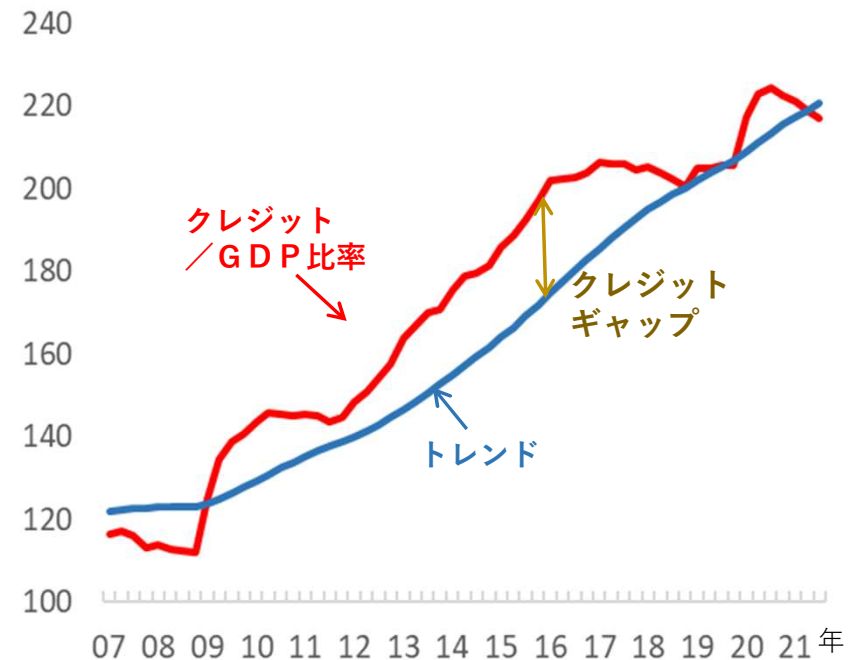
中国の金融リスク：マクロレバレッジ

<民間（企業＋家計）債務の対GDP比率>

<クレジットギャップ>



(%) (民間債務対GDP比率のトレンドからの乖離)



(注) 直近は2021年Q3

(出所) BISを基に講演者作成

まとめ

- 中国人民銀行は、国務院の一部門として、物価安定だけでなく、政策金融も含め様々な目標を掲げている。
- 国際金融のトリレンマの下、近年は資本移動の自由度が上昇したことに対応し、為替相場の変動性を高めることで、金融政策の他国からの独立性を限定的ながら確保。
- 金融政策手段としては、公開市場操作による市場金利誘導の位置づけが高まっているものの、依然窓口指導、MPAを多用。