

# 人民銀行の利下げ・金利市場化

田中 修

## はじめに

人民銀行は11月22日から突如利下げを断行した。また、金利自由化も更に進めている。本稿では、利下げ・金利自由化措置の概要と人民銀行責任者の解説、及び市場の反応・識者のコメントを紹介する。

## 1. 決定内容

2014年11月22日から、貸出・預金基準金利を引き下げる。金融機関の1年物貸出基準金利は0.4ポイント引き下げ5.6%とする。1年物預金基準金利は0.25ポイント引き下げ、2.75%とする。

同時に金利市場化改革の推進と結び付け、金融機関預金金利の変動区間の上限を、預金基準金利の1.1倍から1.2倍に調整する。その他各期間の貸出・預金基準金利も相応に調整し、かつ基準金利の期間別ランクを適切に簡素化・併合する。

### 新しい基準金利 (%)

(括弧書きは従来の金利)

預金金利	
(1) 普通預金・当座預金	0.35 (0.35)
(2) 定期預金	
3ヵ月	2.35 (2.60)
半年	2.55 (2.80)
1年	2.75 (3.00)
2年	3.35 (3.75)
3年	4.00 (4.25)
	(5年 4.75)
貸出金利	
1年以内 (含む1年)	5.60 (6ヵ月以内 5.60、6ヵ月-1年 6.00)
1-5年 (含む5年)	6.00 (1-3年 6.15、3-5年 6.40)
5年以上	6.15 (6.55)

## 2. 人民銀行責任者の解説

### (1) 今回の政策調整は重点的にどのような問題を解決するのか？

現在、わが国経済は引き続き合理的区間で運営されており、経済構造調整には積極的変

化が出現しているが、実体経済に影響を与えている「資金調達難、資金調達コスト高」の問題はなお比較的に立っている。

今年7月、国務院が一連の措置を打ち出して後、関係方面が大量の施策を実施し、「資金調達難、資金調達コスト高」はいくらかの地域・分野で緩和傾向を示している。しかし、経済成長に下振れ圧力があり、構造調整は難関を乗り越える時期にあり、企業経営の困難がある程度増大している状況下、**一部企業とりわけ小型・零細企業の資金調達コストに対する受容能力がある程度低下している**<sup>1</sup>。企業とりわけ小型・零細企業の資金調達コストが高い問題を解決することは、安定成長・雇用促進・民政優遇にとって重要な意義を有する。

今回の金利調整の重点は、基準金利の誘導作用を発揮させ、市場金利と社会資金調達コストを的確に誘導して引き下げ、実質金利が徐々に合理的水準に回帰することを促進し、企業の資金調達コストが高いという際立った問題を緩和し、経済の持続的で健全な発展のために中立的で適度なマネー・金融環境を提供することにある。

## (2) 今回の金利調整は金融政策の方向転換を意味するものなのか？

今回の金利調整はなお中立的なオペレーションに属しており、決して金融政策の方向に変化が発生したことを代表するものではない。現在、わが国の経済運営は合理的区間を維持しており、物価上昇率は総体として反落傾向を示している。中央銀行は経済のファンダメンタルズの運行態勢に基づき、金利手段を柔軟に運用して微調整を進め、適切な実質金利水準を維持する必要がある。これは、正常な金利調整メカニズムを堅持・整備するために意義のあることであり、金融政策的確性・有効性を高めるために要求されるものである。

現在、国際環境は錯綜し複雑であり、わが国経済も一定の下振れ圧力に直面しているが、わが国の経済は容量が大きく、市場の空間は広大であり、新しいタイプの工業化・情報化・都市化・農業現代化を協同で推進することによる挽回の余地は大きく、リスク抵抗能力は比較的強い。総じて見ると、わが国のマクロ経済はなお中高速成長を維持しており、物価上昇率は反落し、経済構造は不断に最適化・グレードアップしており、経済成長は要素・投資による駆動からイノベーションによる駆動へと転換している。このため、**経済に対して強い刺激措置を採用する必要はなく、穏健な金融政策という方向は改めない。**

## (3) 今回の政策調整は、金利市場化改革の推進と結びつく、どのような新措置があるのか？

実践が表明しているのは、改革に向かうには動力が必要であり、改革により発展を促し、改革ボーナス効果を十分発揮することが、現在の内外の複雑な情勢に対応し、わが国の経済の長期にわたる安定を促進するカギだということである。

近年、わが国の金利市場化改革は、不断に新しい進展を得ている。現在、人民銀行は金

---

<sup>1</sup> ゴチックは筆者。

融機関の預金金利に対して上限管理を実行するのみである。金利市場化改革が不断に深化されるに伴い、市場による金利形成と伝達メカニズムは徐々に健全化されており、金融機関のガバナンス構造は不断に整備され、自主的な金利決定とリスクコントロール能力が顕著に向上しており、わが国は既に金利市場化改革を更に前へと推し進める基礎的条件を基本的に具備している。

今回の政策調整は、まさにマネーコントロールと改革深化を緊密に結びつけたものであり、コントロールの中に改革を根付かせ、マクロコントロールを整備・刷新し、金利市場化改革を更に推進したものである。具体的改革措置は、主として3方面に体现されている。

#### ①非対称方式を採用して、貸出・預金基準金利を引き下げた

今回貸出基準金利の下げ幅が預金基準金利より大きいのは、伝統的な金利調整方式を改善するものであり、市場金利及び社会資金調達コストを更に的確に誘導して引き下げることが体现したものである。

貸出金利の角度から見れば、基準金利は金融商品の金利決定にとってなお重要な誘導的意義を備えており、今回の貸出基準金利のかなり大幅な引き下げは貸出金利決定の基準を直接的に引き下げるものであり、かつ債券等その他金融商品の利回り決定の引下げをもたらすものである。

政策を打ち出すと同時に、人民銀行は既に金融機関に、経済社会の発展を促進するという大局から出発し、社会的責任を確実に負担し、実体経済に金融が奉仕するという理念を牢固に樹立し、マクロコントロールの誘導方向をしっかりと貫徹実施し、基準金利の調整に基づいて貸出金利水準を合理的に確定するよう要求しており、かつ市場による金利決定の自律的メカニズムを通じて、金融機関が企業の資金調達コストを引き下げよう誘導する。

預金金利の角度から見れば、預金基準金利の小幅な引下げが金利の変動区間の拡大と結びついていることは、金利を適切な水準上に維持し、預金者の合理的な実質収益を擁護し、個人消費を拡大し、内需を振興することに資するものである。

#### ②預金金利の変動区間の上限を基準金利の1.1倍から1.2倍に拡大した

これは、2012年6月から預金金利の上限を基準金利の1.1倍に拡大して以後、わが国の預金金利市場化改革のさらなる重要措置である。預金金利の変動区間拡大後、もし商業銀行が上方への変動区間を十分活用すれば、上方への変動後の預金金利は調整前の水準に相当することとなる。

同時に、金融機関が自主的に金利を決定する余地が更に広がることは、金融機関が金利決定メカニズムの整備を促進し、自主的な金利決定能力を増強し、経営モデルの転換を加速し、かつ金融サービス水準を高めることに資するものである。同時に、健全な市場金利形成メカニズムを整備し、資源配分における市場の決定的役割を更に好く発揮させることに資するものでもある。

### ③預金基準金利の期間別ランクを簡素化・併合した

預金・貸出基準金利の期間別ランクの使用情况及びその重要性等の要素を結びつけ、今回預金・貸出基準金利の期間別ランクについて簡素化・併合を進めた。5年物定期預金の基準金利はもう公表せず、貸出基準金利を、1年以内（含む1年）、1－5年（含む5年）、5年以上の3ランクに簡素化・併合した。

これは金融機関が金利を自主的に決定する余地を更に広げるものであり、金融機関が経営理念を積極的に転換し、市場による金利決定能力を高めるよう誘導することに資するものである。また、市場基準金利体系の建設を強化し、金利政策の伝達メカニズムを健全化し、金利の市場化改革を更に推進するために有利な条件を作りあげることにも資するものもある。

### （4）金利市場化改革を今後どのように推進するのか？

十数年の継続的推進を経て、わが国の金利市場化改革は既に重要な進展を得た。とりわけ18回党大会以降、我々は金利規制を開放し、市場による健全な金利形成メカニズムを整備する等の方面で、更に新たな歩みを踏み出した。

今回預金金利の変動区間の上限を更に拡大したことは、金利形成において市場メカニズムの決定的役割を更に大きな程度発揮させることに資するのみならず、将来預金金利規制を全面的に開放するために堅実な基礎を打ち固めた。

基準金利の期間別ランクの簡素化・併合も、金融機関が金利市場化の方向に適応し、金利決定能力を育成・増強することに資するものであり、これは資源配分において市場の決定的役割を更に発揮させるものである。

今後、我々は各金利市場化改革措置の実施効果を密接にモニタリング・フォロー・評価し、かつ内外経済・金融の発展情勢と改革に必要な基礎条件の成熟程度を総合的に考慮し、適時企業・個人に対して大口預金の発行を推進する等の方式を通じて、引き続き預金金利の市場化を順序立てて推進する。同時に、市場化された金利体系と金利伝達メカニズムを更に整備し、中央銀行の金利コントロール能力とマクロコントロールの有効性を不断に増強する。

## 3. 市場の反応

### （1）銀行

11月21日18時30分に人民銀行が利下げを発表してから24時間もたたぬうちに、寧波銀行・南京銀行・包商銀行・青島銀行・蘇州銀行等少なくとも5つの商業銀行が、預金業務につき中央銀行基準金利の20%増しである最高基準を執行する旨を決定した。

調整後のこれらの銀行の預金金利は、普通・当座が0.42%、3ヵ月が2.82%、半年が3.06%、1年が3.3%、2年が4.02%、3年が4.8%となっている。このうち、3ヵ月・半年・2年は以前よりある程度引き下げられたが、1年は不変であり、普通・当座と3年は引き上げられ

ている（新華財經 2014 年 11 月 22 日）。

## （2）株式市場

11 月 24 日、上海証券取引市場の総合指数はこの 3 年間で最高の 2532.88 をつけた。少なからぬ投資家は「幸福が突然やってきた」と叫んでいるが、同時に新高値をつけた後、再度調整が出現するのを心配している（広州日報 2014 年 11 月 25 日）。

## （3）不動産市場

中国不動産業協会の朱中一名誉副会長は、次のように述べている（新華網北京電 2014 年 11 月 24 日）。

「金利調整は中小企業の資金調達コストを引き下げる等の方面をより多く考慮したものであり、決して不動産市場に直接利をもたらずものではない。今回の利下げに比べれば、9 月 30 日に打ち出された不動産ローン新政策の方が、市場のファンダメンタルズに与えた積極的影響が顕著である。

近年、住宅価格が継続的に速く上昇し、一部都市では盲目的に拡張してきた。今年に入ってから調整は、正に市場の周期的なルールの作用の結果である。市場化改革、不動産税制改革、住宅情報ネットワーク等の政策が予想される影響の下、住宅市場は徐々に居住属性へと回帰しており、住宅消費は理性的になってきている。もし、高い住宅価格と購買力の乖離という矛盾が解決されなければ、在庫の消化はなお長期のプロセスとなるだろう」。

## 4. 識者のコメント（新華財經 2014 年 11 月 22 日）

### （1）人民銀行研究局 馬駿チーフエコノミスト

現在の経済情勢は、マクロ政策の大きな変化を決して要求していない。経済成長率は一定の下振れ圧力に直面しているが、雇用状況は良好であり、構造調整も積極的な進展をみているので、強い刺激を採用する必要はない。今回の基準金利引下げは、決して金融政策の方向転換を代表するものではない。

最近経済は一定の下振れ圧力に直面しており、いくらかの企業とりわけ小型・零細企業の資金調達難・資金調達コスト高の問題は依然際立っている。このほか、国際・国内要因により、最近一時期のインフレ率は継続的に予想を下回り、PPI は前月比で引き続き下落しており、実質金利を推し上げる圧力が存在する。金利とりわけ貸出金利を適切に引き下げることは、実質金利が徐々に合理的な水準へと回帰し、企業の資金調達コスト高の問題を緩和するのに資するものである。

実質金利は物価上昇率の鈍化傾向により上昇圧力に直面している。このため、名目金利を適切に引き下げることは、マネー条件の安定（実質金利はマネー条件の重要構成部分である）の安定維持に資するものである。この意義から、今回の金利調整は正に金融政策の連続性・安定性を維持するためのものである。

### （2）人民銀行金融研究所 金中夏所長

中央銀行の今回の利下げを「刺激」と見なしてはならない。総体として見れば、なお中

立的オペレーションである。中立的金融政策とは何かといえば、経済のファンダメンタルズと一致させたものである。もし経済のファンダメンタルズの変量が低下傾向にあれば、金利もこれと相応に引き下げるのが中立的金融政策である。もし引き下げなければ、かなりの引締めとなるし、もし引下げが大きければ、かなりの緩和となってしまう。

したがって、今回の利下げは金融政策の中立的オペレーションであり、システミックな資金調達コストの引下げなのである。貸出金利は既に開放されてはいるものの、貸出基準金利はなお銀行と企業の金利決定の起点となっている。

#### (3) 中信証券 諸建芳チーフエコノミスト

今回の利下げは、方向を定めた緩和政策が全面緩和政策に転向したことを意味する。全面的に緩和された金融政策が正式に開始されたのであり、将来なお預金準備率引下げ・利下げという全面的な緩和政策が引き続き実施されるだろう。次回の金融政策の調整時点は、来年1-3月期と予想される。

#### (4) 交通銀行 連平チーフエコノミスト

利下げは想定内であり、時期が早いか遅いかだけのことである。今回の利下げの主要目的は、資金調達コストの引下げである。現在資金調達コストが高どまりとなっており、PPIはマイナス成長を続け、企業の利潤はわずかとなっている。中央銀行は年初以来一連の措置を採用してきたが、効果は明白ではない。

今回の政策のハイライトは、預金金利の変動区間の上限の改革であり、預金基準金利の1.1倍から1.2倍に調整し、預金・貸出の期間別ランクを簡素化したことである。これは、最終的に預金・貸出基準金利を取り消すための準備である。

#### (5) スイス銀行証券 汪濤特約チーフエコノミスト

伝統的手段として、貸出基準金利の引下げは現在の環境下、より直接・有効に企業の資金調達コストを引き下げる可能性がある。

今年に入り、中央銀行はイノベーション型の流動性管理手段を通じてマネー市場の短期金利を低く抑えてきたが、貸出金利の低下を誘導する効果は決して理想的ではなかった。結局のところ、マネー市場の短期金利を通じて金融システムの各レベルの資金調達コストを有効に調節するオペレーションモデルは、先進国の成熟した価格タイプの金融政策の枠組みに適用されるものであるが、わが国にはこれに必要な土壌が欠けていたのである。

#### (6) 中国財政学会副会長、華夏新供給経済学研究院院長 賈康

経済の下振れプロセスにおいて、これまで何度かの方向を定めた預金準備率引下げを経た後、中央銀行が全面的な利下げ措置を打ち出したのは、「時機を見計らって選択した」微刺激調整であり、決して強い刺激と理解してはならない。金融緩和に金利変動の改革を組み合わせたことは、総体としてマクロ経済を好転させるのに必要なことであり、金利市場化も誘導の内容なのである。財政への影響としては、資金の投下量が増加することになるだろう。

(11月27日記)