



中国における政策金利の決定要因

—テイラー・ルールによる示唆—

関 志雄*

要 約

中国では、2010年10月以来5回にわたって利上げが実施された。金利の動向は、今後の景気を大きく左右しかねないだけに、その行方が注目されている。ここでは、当局が政策金利をインフレと景気動向に合わせて調整すべきだと主張する「テイラー・ルール」を、金融当局の「政策反応関数」として捉えた上、中国の金利政策を分析した。それにより、中国当局は、インフレの1%ポイントの上昇と成長率の1%ポイントの上昇に対して、それぞれ、政策金利（金融機関の一年満期の貸出基準金利）を0.10%ポイントと0.08%ポイント引き上げる形で対応しているという推計結果が得られた。また、このように推計された「理論値」は、すでに現在の政策金利の水準を下回っており、今後、インフレ率と成長率がともに鈍化すると予想されることを合わせて考えれば、早ければ、2012年第1四半期にも利下げが実施される可能性が高まっている。

I、はじめに

中国では、2010年以来、インフレが加速し、2011年7月のCPI上昇率は6.5%と、2008年6月以来の高水準となった。インフレを抑えるために、政府は2010年以降、預金準備率と金利の引き上げを実施するなど、引き締め政策を採ってきた。中でも、ベンチマークとなる一年満期の貸出基準金利を2010年10月以降、5回にわたって計1.25%ポイント引き上げた。これらの政策が功を奏する形で、CPI上昇率は2011年8月に6.2%、9月に6.1%、10月に5.5%、11月に4.2%と、低下傾向に転じている。これを受けて、利上げ観測が後退する一方で、利下げの期待が高まっている。ここでは、当局が政策金利をインフレと景気動向に合わせて調整すべきだと主張する「テイラー・ルール」を、金融当局の「政策反応関数」として捉えた上、中国の金利政策の分析に応用し、今後、利下げが実施される可能性とその時期について検討する。

II、テイラー・ルールとは

テイラー・ルールとは、元米財務次官で、現在、スタンフォード大学の経済学者である J.テイ

* 関 志雄 (株)野村資本市場研究所 シニアフェロー

ラーが提唱する、金融政策を策定する上で、目安となるルールである。それによると、物価上昇率と長期的な目標値からの乖離幅と、景気変動を表す指標（例えば、GDP ギャップ）の均衡値からの乖離幅に応じて、政策金利の水準を決めるべきである。当局は、現実のインフレ率が目標値を上回ったり、実質 GDP がその潜在水準を上回ったりする場合、政策金利を引き上げ、逆の場合、政策金利を引き下げなければならない。テイラー・ルールによる政策金利の適正水準は、次の式によって求められる。

$$\begin{aligned} \text{政策金利の適正水準} &= \text{現実のインフレ率} + \text{均衡実質金利} \\ &+ 0.5 \times (\text{現実のインフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times (\text{GDPギャップ})^1。 \end{aligned}$$

米国の例に沿って言えば、均衡実質金利が 2%、目標インフレ率が 2%とすると、政策金利であるフェデラル・ファンド金利（FF レート）の適正水準は、次の式によって求められる。

$$\begin{aligned} \text{FFレートの適正水準} &= \text{現実のインフレ率} + 2\% + 0.5 \times (\text{現実のインフレ率} - 2\%) + 0.5 \times (\text{GDPギャップ}) \\ &= 1.5 \times (\text{現実のインフレ率}) + 0.5 \times (\text{GDPギャップ}) + 1\% \end{aligned}$$

テイラー・ルールに従えば、当局は、インフレ率の 1%ポイントの上昇に対して、FF レートを 1.5%ポイント、GDP ギャップの 1%ポイントの拡大に対して FF レートを 0.5%ポイント引き上げることが望ましい。マクロ経済を安定化させるために、金利をインフレ率の上昇分以上に上げなければならないという考え方は、「テイラー原則」と呼ばれている。

このように、テイラー・ルールは、元々政策金利の適正水準を求めるために開発されたものである。しかし、その後、米国における政策金利の推移の説明にも有効であることが確認されており、当局のマクロ経済の変動に対する「政策反応関数」としての側面が強調されるようになった。その場合、インフレ率（と目標インフレ率の差）の変動と GDP ギャップの変動に対する政策金利の「弾性値」は、あくまでも実証によって確認されるものであり、テイラー・ルールが元々想定した「適正值」（インフレ率と GDP ギャップの変動幅に対してそれぞれの 1.5 倍と 0.5 倍）と一致することは分析の前提とされていない。

Ⅲ、テイラー・ルールの中国への応用

ここでは、テイラー・ルールを「政策反応関数」として捉えた上、中国における政策金利の決定要因について、回帰分析という統計学的手法を使って検討する。なお、対象となる期間は、ドルペッグから管理変動制に移行した 2005 年 7 月を起点とする 2005 年第 3 四半期から 2011 年第 3 四半期とする。

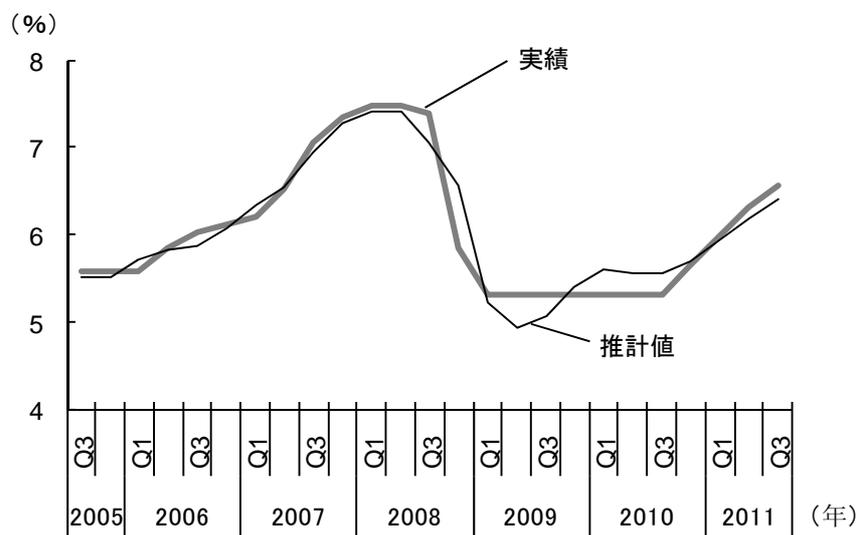
中国の場合、被説明変数に当たる政策金利のベンチマークとなるのは、金融機関の一年満期の貸出基準金利である。一方、一つ目の説明変数となるインフレ率に対応しているのは、CPIの前年比上昇率である。もう一つの説明変数である GDP ギャップに相当する指標が当局から発表さ

¹ GDP ギャップは、現実の実質 GDP - 実質 GDP の潜在水準によって計算され、計数が大きいほど、景気が過熱していることを意味する。

れていないため、ここでは、その代理変数として実質GDP成長率を採用した²。また、政策金利の慣性を考慮して、1期前の貸出基準金利を三つ目の説明変数として推計式に加えた³。それにより、インフレ率の1%ポイントの上昇と成長率の1%ポイントの上昇に対して、当局が金利をそれぞれ0.10%ポイントと0.08%ポイント引き上げる形で対応しているという推計結果が得られた(図表1)。

このように、中国の場合、前述の「テイラー原則」に反して、インフレが1%ポイント上昇(低下)するとき、当局が政策金利を0.10%ポイントしか引き上げていない(下げていない)。これを反映して、中国における実質金利はインフレ率と逆相関を示しており、金利政策が景気を安定化させる手段として十分に効果を発揮できていないことは明らかである(図表2)。

図表1 一年満期の貸出基準金利の推移：推計値 Vs.実績



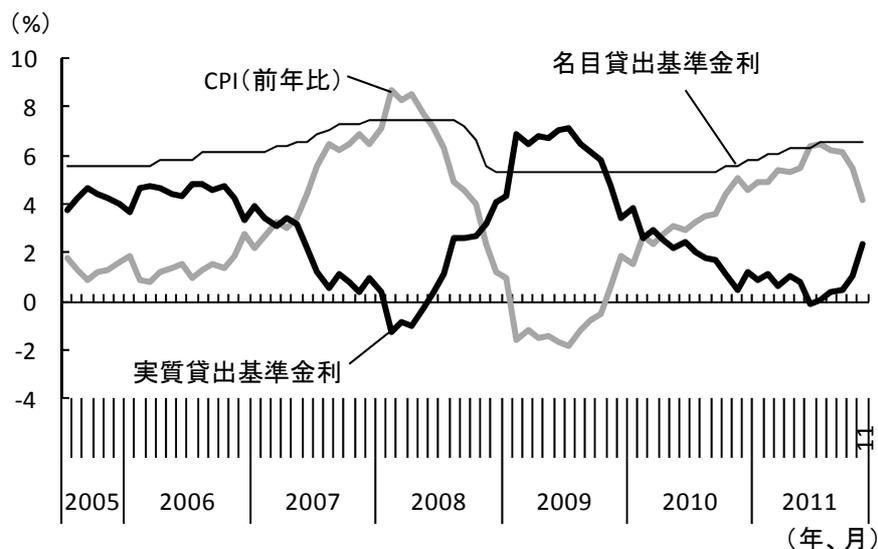
(注) 推計値は以下の回帰分析による。

$$\text{貸出基準金利} = 1.20 + 0.10 \times \text{CPI インフレ率} + 0.08 \times \text{実質 GDP 成長率} + 0.61 \times \text{1期前の貸出基準金利}$$
(4.26) (3.52) (7.10)
() 内は t 値、 $\bar{R}^2 = 0.903$
貸出基準金利は一年満期。
推計期間：2005年第3四半期～2011年第3四半期
(出所) CEIC データに基づき野村資本市場研究所推計

² 厳密に言えば、GDPギャップの代理変数として、実質GDP成長率と潜在成長率の差を使うべきだが、ここでは、単純化のために、潜在成長率が一定であると仮定し、実質GDP成長率のみを推計式に加えた。

³ 単純化のために、テイラー・ルールの一部である均衡実質金利と目標インフレ率が一定だと仮定し、それらを推計式から除外した。

図表2 インフレ率と逆相関をする実質貸出基準金利



(注) 貸出基準金利は一年満期。実質貸出基準金利=名目貸出基準金利-CPI (前年比)
 (出所) CEIC データに基づき野村資本市場研究所推計

IV. 更なる利上げは実施されるか

テイラー・ルールに基づいた分析は、これまでの金利の動向を説明するだけでなく、今後の金利の予測にも役に立つ。以上の回帰分析の結果に基づいて、2011年の第3四半期の実質GDP成長率9.1%、インフレ率6.3%を前提に、一年満期の貸出基準金利の「理論値」を推計すると6.42%となり、これはすでに現在(2011年12月)の水準である6.56%を下回っている。その上、インフレ率は7月の6.5%をピークに低下傾向に転じており、今後、成長率も引き続き鈍化すると予想される。これを合わせて考えると、早ければ、2012年第1四半期にも利下げが実施される可能性が高まっている。

著者紹介

関 志雄 (かんしゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、
『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』（第3回樫山純三賞）、『チャイナ・アズ・ナンバーワン』などがある。



Chinese Capital Markets Research