



中国における金利・為替レート・株価を 左右する共通要因

－ テイラー・ルールに基づいた分析 －

関 志雄*

要 約

中国では、金利、為替（人民元）レート、株価は、ともに経済成長率と比例して動くが、金利と人民元レートはインフレ率と比例して動くのに対して、株価はインフレ率と反比例して動くという傾向が顕著である。2012 年後半にかけて、成長率が持ち直しながらも、インフレが低水準にとどまると見込まれることから、利下げの余地が広がり、人民元の対ドルレートの上昇が鈍る一方で、株価が上昇に転換する可能性は高い。

I. はじめに

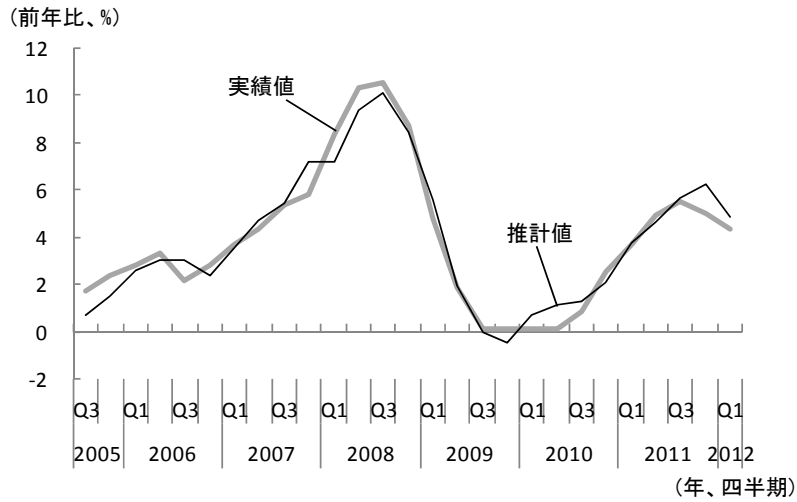
中国では、市場経済化が進むにつれて、金利、為替（人民元）レート、株価といった主要な「価格」は、インフレ率と実質 GDP 成長率（経済成長率）を中心とする景気動向に大きく左右されるようになった。金利がインフレ率と経済成長率の変化に大きく影響されていることは、経済学の教科書において、「テイラー・ルール」として定式化されているが、ここでは、それを中国に応用し、金利に加え、人民元レートと株価がインフレ率と経済成長率の変動に対してどのように反応をするかを回帰分析という統計学的手法を使って明らかにする。なお、対象期間は、ドルペッグから管理変動制に移行した 2005 年 7 月を起点とする 2005 年第 3 四半期から 2012 年第 1 四半期とする。

II. 金利の決定要因

まず、中国の銀行の預貸金利は未だ当局によって規制されており、金利の調整は、金融政策の重要な一環として位置づけられている。マクロ経済の安定のために、当局は経済成長率とインフレ率の上昇に対して金利を上げ、逆に経済成長率とインフレ率の低下に対して金利を下げることで対応する。

* 関 志雄（榊野村資本市場研究所 シニアフェロー）

図表 2 テイラー・ルールに基づく人民元の対ドルレートへの推計

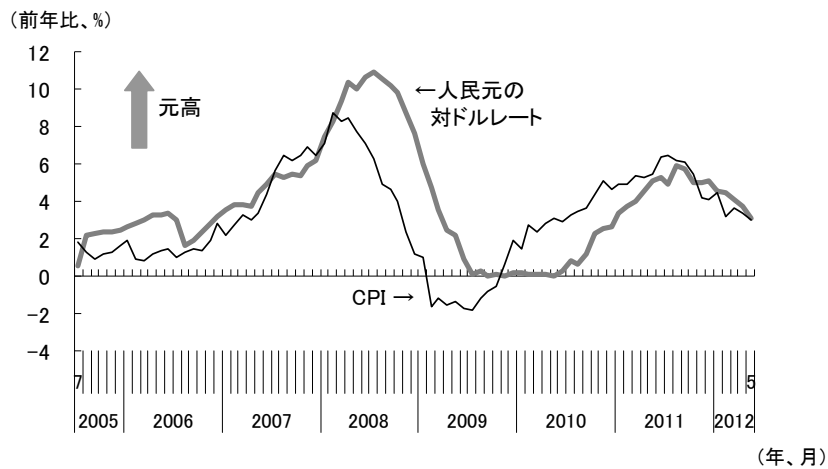


(注) 推計値は以下の回帰分析による。

$$\text{人民元の対ドルレート} = -2.69 + 0.54 \times \text{一期前のインフレ率} + 0.25 \times \text{実質 GDP 成長率} + 0.60 \times \text{一期前の人民元の対ドルレート}$$
(7.48) (3.58) (9.37)
 () 内は t 値、 $\bar{R}^2 = 0.94$
 人民元の対ドルレートは四半期平均。
 推計期間：2005 年第 3 四半期～2012 年第 1 四半期
 (出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所推計・作成

中でも、2005 年 7 月以降の人民元の対ドルレート上昇率とインフレ率（いずれも前年比）の推移を比較してみると、市場原理に反して、インフレ率が高いほど人民元の対ドルレート上昇のペースも速いという強い傾向が見られる（図表 3）。このことは、当局が為替レートを、物価を安定化させる手段として活かしていることを反映している。

図表 3 インフレ率と連動する人民元の対ドルレート上昇率



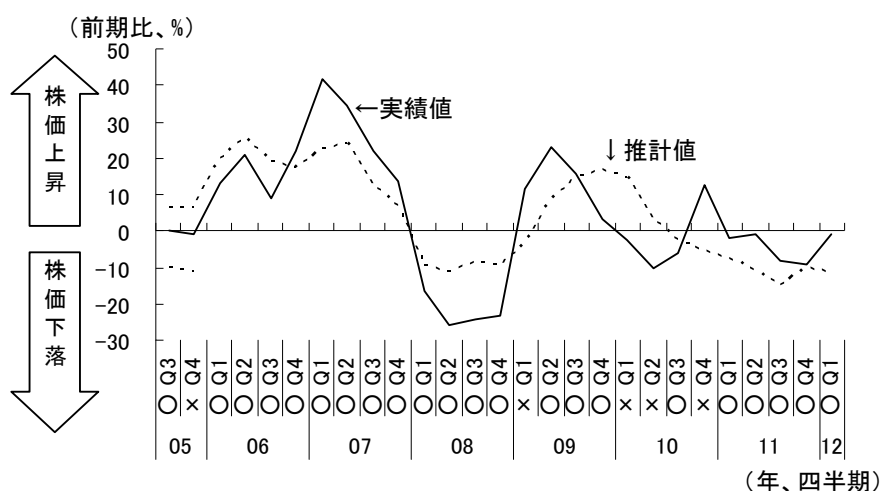
(注) 人民元の対ドルレートは月中平均
 (出所) 中国国家统计局、中国国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

IV. 株価の決定要因

中国では、金利と為替レートと同様に、株価も景気動向に大きく左右される。これを確認するために、上海総合指数（前期比）を被説明変数に、経済成長率とインフレ率（いずれも前年比）を説明変数に回帰分析を行った。これにより、上海総合指数（前期比）は、経済成長率が1%ポイント上昇（下落）すれば5.11%ポイント上昇（下落）し、逆にインフレ率が1%ポイント上昇（下落）すれば3.55%ポイント下落（上昇）するという結果が得られた（図表4）。この推計式に基づいて得られた推計値は、対象となる27四半期のうち、実績値と同じ方向（上昇または下落）に動くのが22回に上り、実績値と逆の方向に動くのが5回だけであることから、「的中率」が極めて高いと言える。

実際、上海総合指数は、2006年第1四半期から2007年第4四半期までと2009年第1四半期から第4四半期までは上昇傾向を辿り、逆に2008年第1四半期から第4四半期までと2010年第1四半期以降は下落傾向を示しているが、二つの上昇局面は、いずれも低インフレから始まり、高成長を経て、インフレ率の上昇を受けた形で終焉を迎えた（図表5）。

図表4 上海総合指数の推移—実績値 Vs.推計値—



(注) 推計値は以下の回帰分析による。

$$\text{上海総合指数 (前期比)} = -39.18 + 5.11 \times \text{実質 GDP 成長率 (前年比)} - 3.55 \times \text{CPI インフレ率 (前年比)}$$

(4.71) (-3.93)

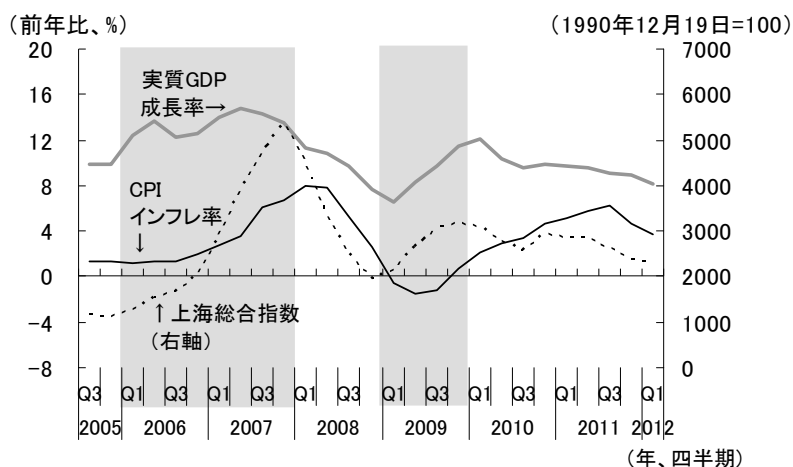
() 内は t 値、 $\bar{R}^2 = 0.54$

上海総合指数は四半期平均。推計期間：2005年第3四半期～2012年第1四半期

○：推計値と実績値はともに上昇または下落、×：推計値と実績値は逆の方向に動く

(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所推計・作成

図表5 中国における株価・実質GDP成長率・CPIインフレ率の推移



(注) 網掛け部分は株価の上昇局面
 (出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

V. 今後の金利・為替レート・株価の見通し

このように、中国において、金利、為替レート、株価は、いずれも大きく景気に左右されている。2012年第1四半期の中国の経済成長率は8.1%と、2009年第2四半期以来の低水準となった。その一方で、インフレ率は2011年第3四半期の6.3%をピークに低下してきている。景気の遅行指標に当たるインフレ率が今後さらに低下すると見込まれ、それにつれて金融緩和の余地が広がるだろう。現に、2012年6月8日に基準金利が0.25%ポイント引き下げられ、今後、さらなる利下げが行われる可能性が高い。拡張的財政政策の実施も加わり、景気は下半期にかけて持ち直すと予想される。

成長率とインフレ率の低下を背景に、人民元の対ドルレート上昇のペースは鈍ってきている。インフレ率が当面下がり続けることを前提にすれば、人民元レートの弱基調が暫く続くだろう。その一方で、2012年の後半にかけて、低インフレが維持されながら、景気が回復に向かうことが見込まれることから、これまで低迷してきた株価は上昇に転じるだろう。

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