

基礎研 レポート

アジア新興国・地域 中央銀行の政策と傾向

経済調査部門 研究員 高山 武士
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1—はじめに

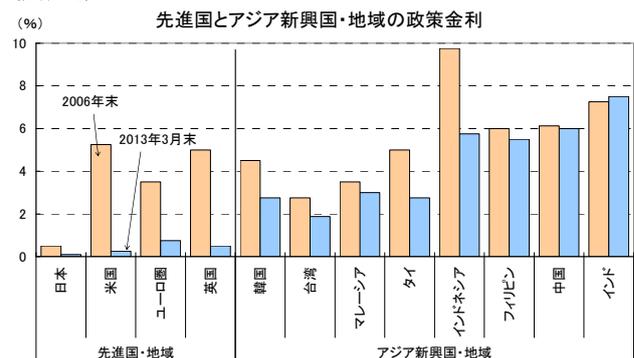
日本ではバブル崩壊以降、欧米ではリーマンショック以降、中央銀行は政策金利をほぼゼロまで引下げている。そして金融政策手段の中心は、伝統的な政策金利の調節から量的緩和や信用緩和など、いわゆる非伝統的金融政策に移っている（図表1）。

一方、アジア新興国・地域¹における主な金融政策手段は、政策金利の調節である。リーマンショック以降、アジア新興国・地域でも、各国・

地域における歴史の中では最低水準まで政策金利を引き下げた国・地域もがあるが、日米欧先進国のようにほぼゼロという水準までには至っていない。これがゼロ金利制約に直面している先進国とは決定的に異なる点である。本稿では、こうしたアジア新興国・地域における中央銀行の基本的な役割（中央銀行の機能など）を概観し、各国・地域における金融政策の傾向について考えたい。

ただし、本稿では金融政策（政策金利の変更等）が実体経済に及ぼす影響力についてよりも、中央銀行の金融政策に対する姿勢、つまり各国・地域の中央銀行が緩和的な金融政策スタンスなのか、あるいは緊縮的なのかといった点について考えたい。なぜなら、中央銀行の金融政策の変更に対する短期的な反応としては、金融政策決定会合²後の株や為替が買われる（売られる）など金融市場での変化が多く、実体経済への効果・影響について評価されることが少ない（そもそも難しい）と感ずるためである。つまり、短期的な動きを予測するには中央銀行の姿勢について知ること自体が有用になると考えられるからである。

（図表1）



¹ 本稿の分析対象国・地域は、中国、インド、韓国、台湾、ASEAN4（マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン）。

² 国・地域によって名称は異なるが、本稿では中央銀行で金融政策の決定を行なう場をすべて「金融政策決定会合」と表現する。

2—中央銀行の基本的な役割

まず、基本的な事柄として、各国中央銀行の目的について述べたい。

1 | 中央銀行の目的と機能

日本や米国など先進国の金融政策の目的は「物価の安定」である。これはアジア新興国・地域においてもほとんど変わらない(図表2)。国・地域によって、多少の表現の違いはあるもののすべての国・地域で物価の安定や通貨の安定などを掲げている³。経済成長については、主要な目的として掲げていない国・地域も多いが、実際の金融政策の実施にあたっては、物価安定と経済成長の双方が意識されていると見て良いだろう⁴。

(図表 2)

中央銀行の目的

国名	中央銀行名	中央銀行の目的
韓国	韓国銀行 (the Bank of Korea: BOK)	(purpose) ・物価の安定(を通じた健全な経済成長)
台湾	台湾中央銀行 (Central Bank of the Republic of China (Taiwan): CBC)	(objectives) ①金融市場の安定 ②銀行業務の健全性維持 ③通貨の安定 ④上記が達成されるなかでの経済発展
マレーシア	マレーシア中央銀行 (Central Bank of Malaysia: Bank Negara Malaysia: BNM)	(objects) ・(持続的な成長を促すような)通貨と金融の安定
タイ	タイ中央銀行 (the Bank of Thailand: BOT)	(objectives) ・通貨、金融システム、決済システムの安定
インドネシア	インドネシア銀行 (Bank Indonesia: BI)	(goal) ・通貨の安定
フィリピン	フィリピン中央銀行 (The Bangko Sentral ng Pilipinas: BSP)	(objective) ・(持続的な成長を促すような)物価の安定 ・これにより通貨と為替の安定を促進させる
中国	中国人民銀行 (the People's Bank of China: PBC)	(objective) ・通貨の安定と経済成長の促進
インド	インド準備銀行 (Reserve Bank of India: RBI)	(preambleとして) ・通貨の安定と貨幣・信用制度の実施のため、貨幣発行と準備預金を調節する

(資料)各国の中央銀行法等よりニッセイ基礎研究所作成

(図表 3)

中央銀行の機能

	通貨発行	金融政策	決済システム	政府の銀行	最後の貸し手	外貨準備管理・為替介入	金融機関の監督
韓国銀行	○	○	○	○	○	△ (介入は政府と協力 主導権は政府寄り)	△ (監督機関に検査の 実施を要求可能)
台湾中央銀行	○	○	○	○	○	○	× (別組織が実施)
マレーシア中央銀行	○	○	○	○	○	○	○
タイ中央銀行	○	○	○	○	○	△ (国会の承認が必要)	○
インドネシア銀行	○	○	○	○	○	△ (財務大臣との協議要)	△ (新機関に監督権限を 移管予定)
フィリピン中央銀行	○	○	○	○	○	○	○
中国人民銀行	○	○	○	○	※	○	× (別組織が実施)
インド準備銀行	○	○	○	○	○	○	○

(注)中国の最後の貸し手機能は中央銀行法に明記なし。なお、買出ファンリティへのアクセスも比較的困難
(資料)各国の中央銀行法等よりニッセイ基礎研究所作成

中央銀行の機能に関しても、国・地域による差異は少ない(図表3)。通貨の発行や金融政策の運営、決済システムの提供はすべての国・地域で行なっており⁵、最後の貸し手(lender of last resort)の機能も基本的にどの国・地域の中銀でも有している。

一方、アジア新興国・地域ならではの事柄としては、為替管理や外貨準備の管理が中央銀行の重要な機能として取り上げられていることだろう。通貨危機を経験しているアジア各国・地域では、外貨準備を蓄え、必要があれば介入を実施し、為替レートを安定させることが重要な機能として認識されている。日本でも為替介入を実施することがあるが、実施の決定は政府(財務大臣)が行ない、日本

³ 国・地域によって「price stability」「monetary stability」「stability of the value of currency」など表現は様々であるものの、中央銀行の根源的な役割が通貨の供給であり、国内・域内における通貨の安定的な流通が中央銀行の目的であることは共通していると考えられる。詳細に言えば、日本における金融制度調査会の答申(1997年2月)にもあるように、通貨価値には「対内的価値である物価」と「対外的価値である為替レート」の2つの側面がある。日本では、この2つの目標を金融政策という1つの経済手段で追求する場合に利益相反が生じ得るとの考えから、日本銀行法において、金融政策目標を「通貨の安定」ではなく「物価の安定」としている。一方、アジア新興国・地域においてはアジア通貨危機時に(ドルペッグ制の断念と)為替レートの急激な変動という経験をしており、中央銀行に、為替レートの安定という役割も少なからず期待されていると考えられる。

⁴ 日本も同様である。経済成長の促進は中央銀行の主目的ではないものの、実際の政策運営では経済の安定的な成長が意識されている。

⁵ 詳細に言えば、日本の場合は硬貨の発行は造幣局が実施しており日本銀行は硬貨の発行をしていない(欧米も同様であり、硬貨の発行は別機関が行っている)。アジア新興国・地域の場合はタイのみ財務省で硬貨を発行しているが、他の国・地域では中央銀行が硬貨も発行しているという点で違いが見られる。決済システムについては、銀行が中銀口座を開設している点は共通だが、他の金融機関が中銀口座を保有しているか否かは国によって異なる(日本の場合は証券会社や短資会社なども中銀口座を開設している)。

銀行は通貨売買の実務を行うのみである（委託されている）。一方、多くのアジア新興国・地域では中央銀行が自らの決定で為替介入を実施している点に特徴がある。

2 | 金融政策の方法

中央銀行の機能が多岐にわたることは上述した通りであるが、本節では特に金融政策に焦点を当てて国・地域ごとの違いを概観する。

まず、政策金利の特徴を国・地域ごとに見てみると、大まかに3つのグループに分類できる（図表4）。ひとつ目が韓国、マレーシア、インドネシアであり、これらの国では短期金融市場（インターバンク市場）の金利に対する誘導目標を政策金利として採用している⁶。

ふたつ目はタイ、フィリピン、インド、台湾であり、これらの国では中央銀行が定める金利が政策金利として用いられている（「誘導目標」ではない点が上述の国と異なる）。このうち台湾を除く国では、公開市場操作の金利が政策金利となっており、台湾は貸出ファシリティの金利（公定歩合）が政策金利として定められている⁷。

ただし、以上に挙げた国・地域は、政策金利の変更によって短期金融市場の金利に影響を与えようとしているという点で類似している⁸。こ

これらの国・地域では政策金利の変更を通じて短期市場に中央銀行の政策スタンスを示すことが重要な役割であるとも言える。

最後に、どちらにも属さない国・地域として中国が挙げられる。中国では、金融機関が貸出を行なう際の基準となる金利と預金の基準金利（1年物）を政策金利としており、市中金利を直接コントロールしている点で特殊である。公開市場操作による通貨供給量の調節も行っているが、公開市場操作は超過準備額を考慮して実施されており、短期市場金利を重視する上記の国・地域とは異なっている（中国では、短期市場金利は参照値として扱われている）。

（図表4）

アジア新興国・地域における中央銀行の金融政策

	政策金利			流動性調節手段			政策決定 会合の頻度 (原則)
	誘導 目標	中銀 操作	その他	公開市場 操作	預金・貸出 ファシリティ	準備預金 制度	
韓国銀行	☆			◎	○	△	毎月
台湾中央銀行		○		◎	○	△	四半期毎
マレーシア中央銀行	○			◎	○	○	年6回(以上)
タイ中央銀行		☆		◎	○	△	6週ごと
インドネシア銀行	☆			◎	○	○	月1回(以上)
フィリピン中央銀行		☆		◎	○	○	6週ごと
中国人民銀行			○	◎	○	○	不定期
インド準備銀行		○		○	○	○	6週ごと

(注) 政策金利の対象は「誘導目標＝短期金融市場金利の誘導目標」、「中銀操作＝中銀の行う流動性調整手段の金利」、中国の政策金利は金融機関の基準貸出金利(1年物)で、市中銀行の金利調整は流動性調節手段にもなっている
政策金利の☆はインフレターゲット採用国、金融調節手段の◎は主要手段、△はあまり用いられない手段
(資料) 各国の中央銀行法等よりニッセイ基礎研究所作成

⁶ これまでの日本銀行も採用していた方法であり、当時は無担保コールレート（翌日物）に誘導目標水準を定めていた（2013年4月以降、目標が無担保コールレートからマネタリーベースの残高に変更されている）。

⁷ 銀行が短期的に必要な資金を中央銀行から借り入れることが出来る制度を貸出ファシリティという。一方、銀行が短期的に余剰となった資金を、中央銀行に預け入れられる制度を預金ファシリティという。貸出ファシリティと預金ファシリティの金利はそれぞれ、実質的な短期市場金利の上限と下限として機能する。また、後に見るように、台湾以外の国（タイ、フィリピン、インド）における政策金利はレボ金利やリバースレボ金利である。本文中ではこれらを公開市場操作の金利として捉えたが、これらを預金・貸出ファシリティの金利として見なし、台湾の制度と類似していると考えられることもできるだろう。ここで、レボ取引とは「現金担保付債券貸借取引」（あるいは買戻し条項付の売り付け）のことで、現金を担保とした有価証券の貸し出しのことである。市中銀行がレボ取引によって中銀に債券を貸し出せば市場に資金が供給され、市中銀行は中銀にレボ金利（レボレート：担保金利－債券貸借料）を支払うことになる。逆にリバースレボ取引によって市中銀行が中銀から債券を借り入れれば、市場から資金が吸収され、中銀は市中銀行にリバースレボ金利（リバースレボレート：債券貸借料－担保金利）を支払うことになる。

⁸ 後述するように、実際に短期金融市場金利にどれだけ影響を与えられているのかについては、国・地域によって異なる。

また、各国・地域の金融政策の特徴を、インフレターゲットを採用している国・地域とそうでない国・地域に分けることもできる。日本も今年1月に「物価安定の目標」として、インフレ率の目標を定めたが、アジア新興国・地域で採用しているインフレ目標とは違う点もある。日本の場合、2%の達成は中期的（2年間を想定）な目標であり、単年度としての目標は定めていないが、アジアでインフレターゲットを採用している国（韓国、タイ、インドネシア、フィリピン）は単年度における具体的なインフレ目標も設定している⁹。この他、インフレ目標に対する説明責任の度合いも国によって異なる¹⁰。

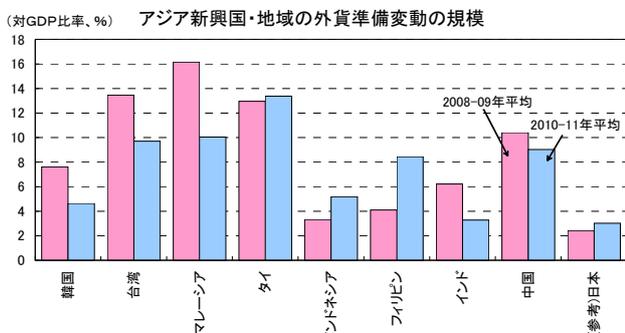
アジア新興国・地域の中央銀行で用いられている主要な流動性調節手段は、公開市場操作（国債や中銀証券の売買・貸借など）である。特徴としては、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンで外貨スワップが公開市場操作手段として用いられている点が挙げられる¹¹。

3 | 為替管理・資本規制

アジア新興国・地域の中央銀行が、為替レートの安定を重要視していると考えられることは上述した通りである。

為替レートの安定は、主に介入によって実施されており、実際、アジア新興国・地域の外貨準備高の変動を見ると、対GDP比率で10%前後の変動をしている国は少なくない¹²（図表5）。IMFの分類でも、アジア新興国・地域の多くは完全な変動相場制ではなく、フロート制（為替介入などは実施されていても、恣意的な為替操作は行わない）として区分されている（図表6）。

（図表5）



（注）月次の外貨準備変動額（絶対値）の年間累積額の対名目GDP比率
（資料）CEIC

（図表6）

アジア新興国・地域の為替相場制、資本規制

国	為替相場制度	資本取引自由度	最近公表された資本規制政策
韓国	フロート制	0.7	10年7月 ○外貨建て借入による投資制限 10年10月 ○為替デリバティブの上乗規制 10年11月 ○外国人投資家の利子・譲渡益への非課税措置撤廃 11年7月 ○銀行の外貨建て借入に課税 10年11月 ○外国人の満期1年未満の国債等への投資に上限規制
マレーシア	その他の管理為替相場制	▲1.2	
タイ	フロート制	▲1.2	10年10月 ○外国人の投資利益への課税免除撤廃 10年10月 □外貨預金の限度額引き上げなど
インドネシア	フロート制	1.1	10年7月 ○SBIの1か月以上の保有義務導入 11年1月 ○短期海外借入への制限 11年3-6月 ○外貨預金の預金準備率引き上げ
フィリピン	フロート制	▲1.2	10年10月 ○ペソから外貨への両替上限を緩和 12年3月 ○外貨の国外持ち出しに対する申請条件を緩和
中国	クローラー・ライク（小幅変動のみ許容）	▲1.2	
インド	フロート制	▲1.2	11年9月 □対外商業借入の規制緩和 11年11月 □海外機関投資家による債券投資の上限額引き上げ 11年12月 □非居住インド人預金の金利引き上げ 12年1月 □海外個人投資家による株式投資自由化 12年5月 □非居住者外貨預金の金利上限を緩和 12年5月 □輸出収入外貨預金のルーバーへの交換義務 12年6月 □外国人投資家の国債への投資上限を緩和

（注）為替相場制度は2011年のIMFによる区分（事実上の制度）
資本取引自由度はChinn-ito指数（数値が大きいほど資本取引自由度が高い。最低はミャンマーなどで▲1.9、最高は日米欧の先進国で+2.5）
資本規制政策は、為替レートの誘導も意図していると考えられるもの（○は資金流入抑制、□は資金流入促進＝自国通貨高政策）
（資料）IMF、Chinn-itoウェブサイト（http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-ito_webpage.htm）、各種報道などよりニッセイ基礎研究所作成

⁹ 具体的な目標値は韓国：3.0±0.5%、タイ：0.5～3.0%（コアインフレ）、インドネシア：4.5±1.0%、フィリピン：4.0±1.0%。ここで、フィリピンやインドネシアでは先々数年間の目標を設定している（例えば、フィリピンは2012-14年、インドネシアは2012-13年のインフレ目標を設定している）。

¹⁰ 日本では四半期ごとの経済財政諮問会議において金融政策の効果等を検証する。フィリピンの場合は目標が達成されなかった場合、大統領にその理由を記した公開書簡を提出しなければいけない。インドネシアでは国会に対して説明する必要がある。タイも財務大臣に対して知らせる必要がある。韓国は目標達成が出来なかった場合の特別な報告は定められていない（定例で国会に提出している金融政策報告書に金融政策の現状について説明する必要がある）。

¹¹ 為替スワップによる流動性供給オペでは、外貨（主に米ドル）が担保として見なされる。一方、流動性吸収オペでは外貨（米ドル）が市場に供給されるため、外貨（米ドル）の流動性不足を緩和する手段としても捉えることができる。

¹² アジア新興国・地域では為替介入の規模を公表していないので、詳細については不明である。ただし、外貨準備高の変動は為替介入の規模に連動するので参考となる（ただし、月次データの絶対値を累積しているため、同月内に行われた売り介入と買い介入は相殺されてしまう）。日本の場合は、為替介入（外国為替平衡操作）の額を公表しており、2008-09年は実績なし（対GDP比0%）、2010-11年は8.2兆円（対GDP比1.7%）であった。図表5のグラフ（外貨準備の変動幅）とは数値が異なるものの、対GDP比率で見るとアジア新興国・地域と比較して小規模にとどまっていると言える。ただし、金額ベースで見ると、他のアジア新興国・地域と比較して大規模な介入が実施されている（日本は経済規模が大きい）ため。

また、為替介入以外にも資本規制を実施することによって、為替レートを誘導しようとすることもある。もともとアジア新興国・地域の資本取引自由度は先進国ほどには高くなく、なんらかの為替・資本規制を敷かれている国が多いが¹³、最近ではインドが各種資本流入促進策を実施したりするように、金融市場の安定化などのために、頻繁に規制を厳しくしたり、緩和したりすることもある。

4 | 中央銀行総裁のパフォーマンス

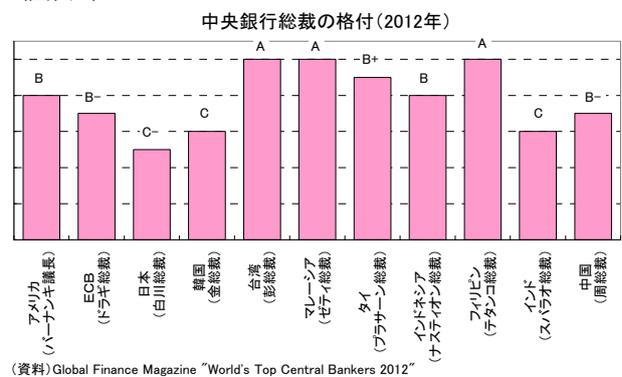
本章の最後に、中央銀行のパフォーマンスを見るために、米国の雑誌である「グローバルファイナンス」で発表している中央銀行総裁の格付けを紹介したい。ここでは、インフレのコントロール、成長促進、通貨の安定、金利の管理という観点から世界50カ国（とユーロ圏の中央銀行であるECB）の総裁を評価している。この格付けによると、東南アジア諸国・地域の総裁、高格付けを取得

している国・地域が多く（図表7）、2012年で「A」の格付けを取得した6カ国のうち、半数は東南アジアの国・地域である（台湾・マレーシア・フィリピン）。

東南アジアでは、かつて通貨危機に見舞われた国・地域も多いが、現在の中央銀行のパフォーマンスは、決して悪くなく、むしろ高評価を得ていると言っても良いだろう。

以上、アジア新興国・地域の中央銀行の基本的な役割を概観したが、こうしたアジア新興国は現在、どのようなスタンスで金融政策を実施しているのだろうか。以下ではこの点について考えていきたい。

（図表7）

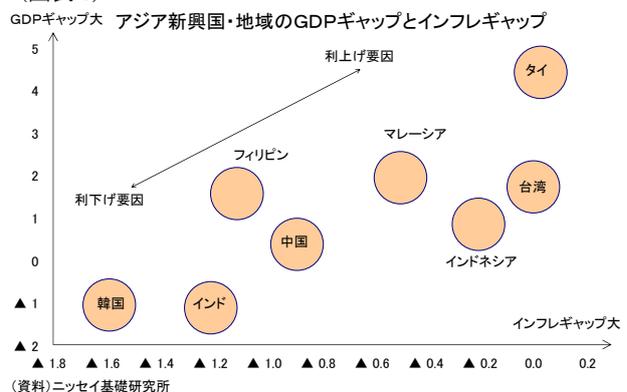


3—各国の金融政策スタンス

本章ではアジア新興国・地域の金融政策スタンスについて調べていく。

まず、足もと（2012年末）における、アジア新興国・地域のインフレギャップ・GDPギャップを確認しよう（図表8）。図表には右上に位置するほど利上げ要因が強くなる、つまり景気が過熱気味で、物価は上昇圧力が強くなるように国・地域を配置している。したがって、タイでは利上げ要因が大きく、韓国やインドでは利下げ要因が大きいのということになる。では、こうした状況にあるアジア新興国・地域の現行の金融政

（図表8）



¹³ 図表6の資本取引自由度の項目を参照。日本および米国の指数は2.5であり新興国と比較すると資本取引の自由度は高い。

策は緩和的なのだろうか、あるいは緊縮的なのだろうか。この点について検討するため、過去、それぞれの国・地域がインフレギャップやGDPギャップに反応してどのように政策金利を決定してきたについて調べる。

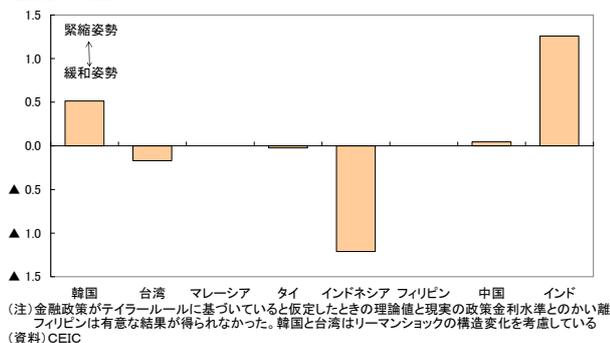
具体的には、本章では、アジア新興国各国・地域の中央銀行が以下のテイラールールに則った政策を行なっているか、またルールに則った政策を行なっている場合には、インフレギャップやGDPギャップの変動に対して政策金利をどのように決定しているかを考察している。

すなわち、政策金利がテイラールールに従って実施されているとすると

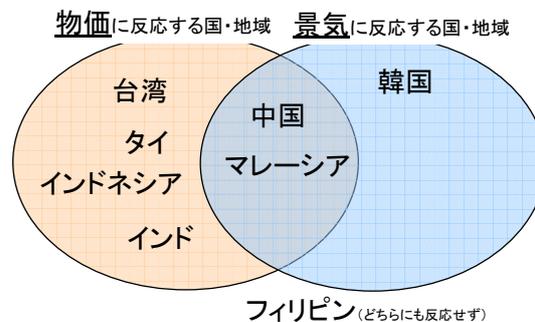
$$\text{政策金利} = \alpha + \beta \times \text{インフレギャップ} + \gamma \times \text{GDPギャップ}$$

と書くことができる¹⁴。大まかには、 β の係数が大きいほど、インフレに対して中銀が積極的に反応する（金利を動かす）ことを示しており、 γ の係数が大きいほど、景気に対して中銀が積極的に反応する（金利を動かす）ことを示していると捕らえられる。

(図表 9)
(理論値－実績値) アジア新興国・地域の足もと金融政策スタンス



(図表 10)
アジア新興国・地域における物価・景気に対する金融政策の反応



各国・地域の政策金利をこのテイラールールで推計し、これらの係数が有意か否かを調べれば、各国が物価や景気に対してどのような反応をしてきたかが読み取れる¹⁵。結果について概略すると(図表9・10)、足もと(2012年末時点)でのアジア新興国・地域の金融政策は、(過去の中央銀行の姿勢と比較して)インド・韓国の姿勢は緊縮的であり、インドネシアは緩和的であることが分かる(図表9)。これはつまり、今後、インドや韓国では金利を引き下げる方向に動きやすく、インドネシアでは金利を引き上げる方向に動きやすいことを意味していると考えられる¹⁶。実際、インドでは(推計期間後である)今年に入って2回の利下げを実施しており、金融緩和に転じている。また、韓国やインドネシアでは政策金利の据え置きが続いているが、現在の状況が持続する(景気や物価に大きな変化

¹⁴ インフレギャップは、インフレ率とインフレ目標とのかい離、GDPギャップは、成長率と潜在成長率とのかい離である。テイラールールに基づけば、インフレギャップのプラス幅が大きい(インフレ目標よりもインフレ率が高い)か、GDPギャップのマイナス幅が大きい(成長率が潜在成長率より低い)場合に政策金利は引き上げられる。また、ここでは詳細には当該国がインフレターゲットを採用しているか否かで異なる推計式を用いている点に注意(補論参照)。大まかには、 β 、 γ がそれぞれインフレに対する反応、GDPに対する反応を表していると解釈できる(以下では図表中に α 、 β 、 γ の推計値を記載している)。

¹⁵ 推計方法と結果は補論に記載し、ここではその概略を述べたい。図表9では今までの中央銀行の政策スタンスと比較して現在どのような状況にあるかを述べたもの(現在の政策金利とテイラールールに基づく理論値と比較したときのかい離幅を記載)であり、国・地域同士の比較にはあまり意味がない点に注意。

¹⁶ 推計期間は2012年末までだったが、実際、インドでは推計期間後の2013年1月に利下げに踏み切っている。なお、推計期間は国・地域によって異なる。詳細は補論を参照。

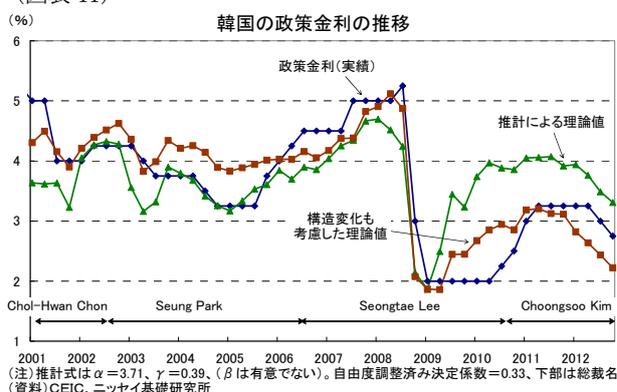
が見られない) ならば、それぞれ利下げ観測と利上げ観測は強まっていくと見られる¹⁷。また、その他の国については、現状の政策金利は緩和的でもない緊縮的でもない中立なものであった。ただし、フィリピンの場合は、物価や景気に対して金融政策を変更してきた様子は（少なくともテイラールールに沿った形では）なく、物価や景気以外の理由で政策金利を変更している可能性があることが示唆された（図表 10）。

以上、おおまかに足もとの金融政策のスタンスを見たが、以下ではテイラールールで推計した結果をもとに各国ごとの金融政策の特徴について考えていきたい。

1 | 韓国のケース—インフレターゲットを採用しているものの、景気に対する反応が強い

韓国では、金融政策の枠組みとしてインフレターゲットを採用しているが、実際の金融政策においては、物価（インフレ率）よりも景気¹⁸に反応して政策金利を上下させている傾向があると言える¹⁹。最近の政策金利としては、昨年 7 月と 10 月の利下げが該当するが、これも成長鈍化を背景にした金融緩和だと考えられる。また、韓国の金融政策を時系列で見て特徴的なのは、リーマンショック以降の政策金利がそれ以前と比較して緩和的にだということである（図表 11）²⁰。この構造変化の理由を特定することは難しいが、リーマンショック後の先進国での相次ぐ金融緩和など外部環境の変化等が影響している可能性が考えられる。この構造変化も考慮して推計すると、現在の政策スタンスはやや緊縮気味であり、今後さらなる追加緩和が視野に入っていると見える。

(図表 11)



2 | 台湾のケース—物価に応じて政策金利を変更、ただし短期金利が政策金利からかい離することも

台湾では、インフレターゲットは採用していないが、金融政策の中間目標として、市中に出回る通貨量である「M2」を採用している。そして、実際の金融政策は少なからずインフレ率を意識した金融政策が行なわれていると見られる²¹。しかしながら、台湾では短期金利に政策目標を定めていない

¹⁷ インドネシアでは、法定準備率を引き上げているので、実質的な緩和姿勢はやや弱まっていると考えられる（後述）。

¹⁸ 韓国基準金利と呼ばれ、誘導目標対象金利は 7 日物レポレート。2008 年 2 月までは翌日物コールレートが誘導目標の対象金利であったが、より長期の金利に変更されている。ただし、誘導目標対象金利が 7 日物レポレートに変更されてからも政策金利と翌日物コールレートの連動性は非常に高い。

¹⁹ テイラールールに基づく推計式では、インフレギャップの係数 (β) は有意でなく、一方、GDPギャップの係数 (γ) は有意であるという結果が得られた。

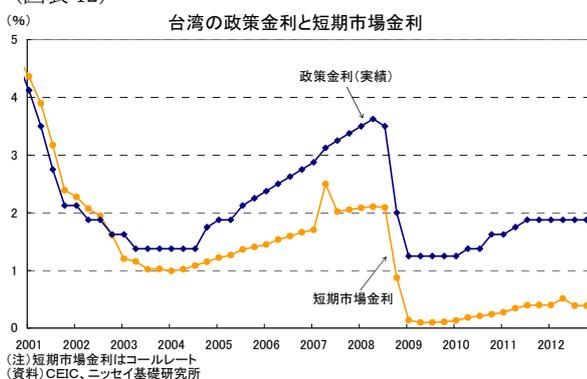
²⁰ リーマンショック (2008 年 10-12 月期) の前後で構造変化がおきているかをチャウテストによって確認すると、その存在が確認できる。構造変化も考慮した推計式は $\alpha=4.15, \beta=0.20, \gamma=0.22$ であり、リーマンショック後には政策金利で▲1.38%ポイント分緩和的に推移させている (いずれの係数も 5%水準で有意)。また、自由度調整済み決定係数は 0.76 だった。

²¹ インフレギャップ (インフレ率はコアCPI上昇率、目標インフレ率は分析期間である 2000 年以降一定と仮定して推計) の係数は有意であったが、GDPギャップの係数は有意ではなかった。推計の詳細は補論を参照。これは成長率を意識して金融政策を実施している韓国とは対照的な結果であった。

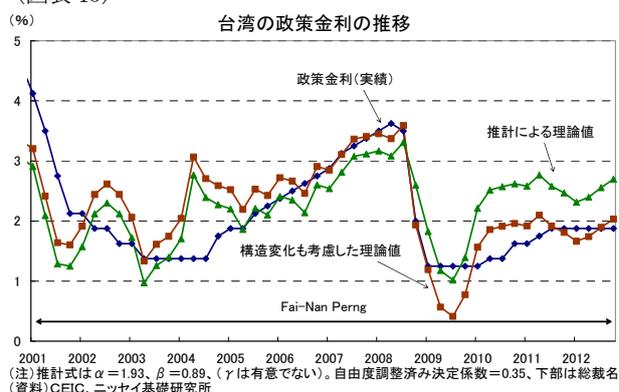
ため、短期市場金利と政策金利が必ずしも連動しているわけではないという特徴もある（図表 12）。理由としては政策金利が台湾の中央銀行は貸出ファシリティ金利である公定歩合を採用しており、短期市場金利に誘導目標を定めているわけではないため、公定歩合を引き上げても、市場金利の上昇が限定的となる場合があると考えられる²²。また、政策金利を上下させる以前に（金融政策の変更を行わなくても）市場が織り込んで短期金利の調節が行われ、政策金利の変更は市場に追随する形で行われているという見方もできるだろう。

また、台湾では韓国と同様にリーマンショックの前後で構造変化が発生しており、リーマンショック後の政策金利の水準はそれ以前よりも低くなっている²³。この構造変化も考慮後の理論値と比較すると台湾の足もとの政策金利水準は、ほぼ理論値程度の水準で推移しており（図表 13）、中央銀行も政策金利をしばらく変更していない。

（図表 12）



（図表 13）



3 | マレーシアのケース—典型的なテイラールール型の金融政策

マレーシアの金融政策は、テイラールールで良く説明できる（図表 14）。すなわち、インフレギャップ、GDPギャップのいずれの係数も有意であり、景気とインフレのいずれにも反応して政策金利を決定していると考えられる。テイラールールのもとでは、現在の政策金利水準はほぼ理論値通りの水準となる。ただし、マレーシアではインフレターゲットは採用していない。

現在、マレーシアでは、短期市場金利²⁴に対する誘導目標を政策金利としているが、この政策金利を導入したのは2004年4月のことである（政策金利はOPRと呼ばれる）。また、当時のマレーシアでは、為替制度としてドルペッグ制を導入していた。したがって、変動為替相場制のもと、現在の枠組みでの金融政策が実施されたのは2005年7月以降であり、現在の金融政策の枠組みとなってから日が浅い。そのため、例えば、リーマンショック後に引き下げられた法定準備率（SRR、預金準備率に相当）は、新しい枠組みのなかでは初めての引き下げとなった²⁵（図表 15）。

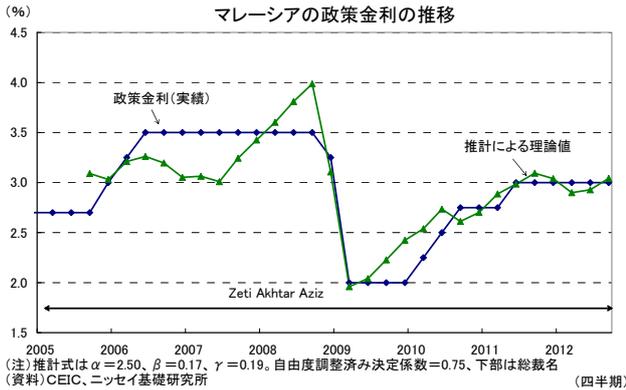
²² 中央銀行は短期市場金利に対して誘導目標を定めていないことがひとつの理由と考えられる。

²³ こちらもチャウテストにより構造変化が確認された。構造変化も考慮した推計式は $\alpha = 2.26$ 、 $\beta = 0.86$ 、 γ は5%水準で有意でなく、リーマンショック後には政策金利で▲0.96%ポイント分緩和的に推移させている（いずれの係数も5%水準で有意）。また、自由度調整済み決定係数は0.54であった。

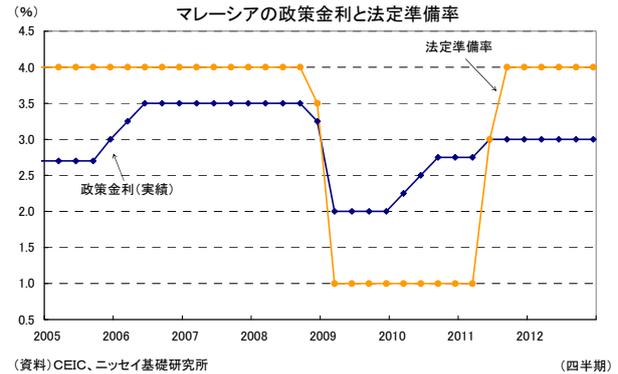
²⁴ 具体的には翌日物銀行間取引金利の誘導目標が政策金利となっている。

²⁵ 中央銀行は、SRRは単に流動性管理手段であり、金融政策のスタンスを示すわけではないと説明している。

(図表 14)



(図表 15)

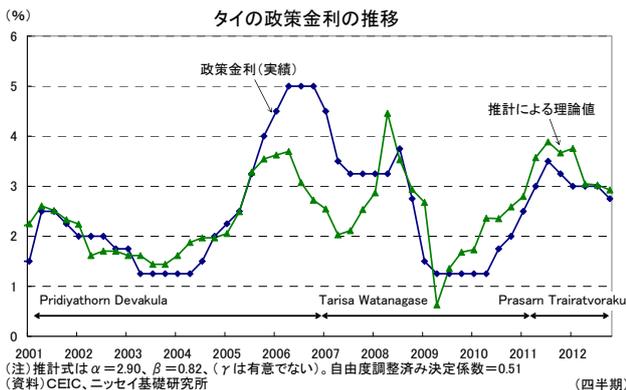


4 | タイのケース—インフレ目標のもと、物価安定に注力する中央銀行

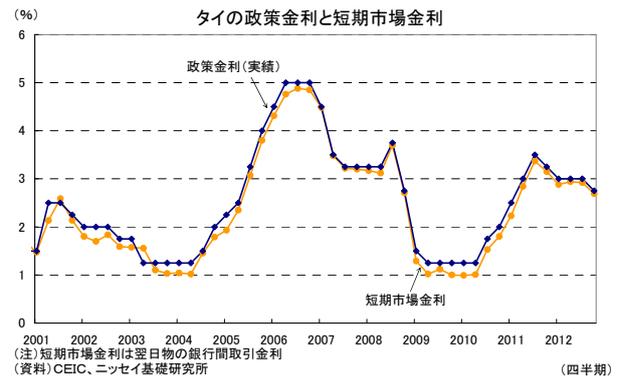
タイではコアCPI上昇率にインフレ目標を定めており²⁶、実際、タイの政策金利をテイラールールで回帰すると、インフレギャップに反応して政策金利を決定しているという結果が得られる。最近では、それまでインフレタカ派姿勢を続けてきた中央銀行が、足もとで利下げに転じているため(図表16)、景気促進のために金利引下げを要求する政府に対する中央銀行の独立性が弱まっているという声も聞かれる。ただし、利下げ幅は限定的であり、テイラールールの理論値と実際の政策金利の水準がかい離するほどではない。むしろ、インフレ率が安定してきたという理由のもとでの利下げとして正当化されるものと考えられる。

タイでは、政策金利は翌日物のレポ金利であり、これは中央銀行が公開市場操作として資金供給をする際の金利であることが特徴的である²⁷。したがって、韓国やマレーシアのように市場金利に誘導目標を設けている訳ではない。ただし、市場金利は概ね政策金利に沿って推移しており、大きなかい離は見られない(図表17)。

(図表 16)



(図表 17)



²⁶ タイで現在の金融政策の枠組みが確立された(インフレ目標を導入した)のは、通貨危機後、IMF管理下に置かれた際に取り組んでいた構造調整プログラムが終了するのと同時期である。構造調整プログラムの終了は2000年6月。一方、インフレ目標が導入されたのは2000年5月。

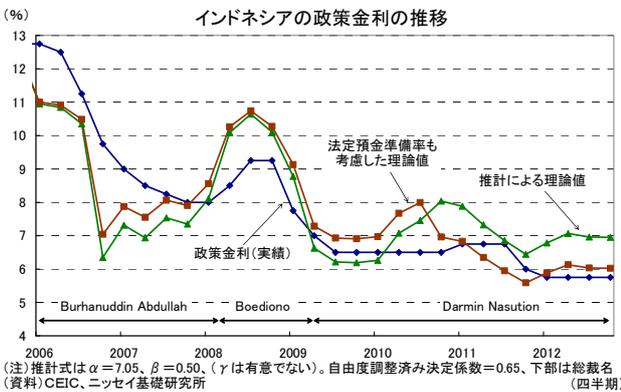
²⁷ 厳密には2007年1月までの政策金利は14日物のレポ金利であり、翌日物のレポ金利が政策金利となったのはそれ以降のことである。

5 | インドネシアのケース—物価を重視するも、現在はやや緩和姿勢

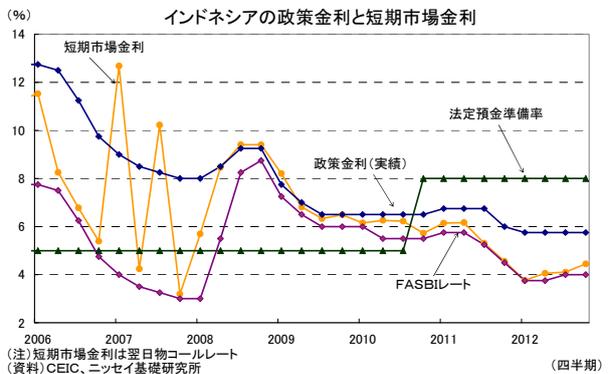
インドネシアの金融政策では、インフレターゲットを採用しており、実際、インフレ率の変化が政策金利に与える影響が強いと言える²⁸。ただし、現在のインフレ率から見ると、足もとの金融政策は緩和気味である。ただし、過去に法定預金準備率が引き上げられているということも、金融引き締めが行われたとして考慮すると、緩和姿勢はやや弱まる（図表 18）²⁹。

インドネシアでは、マレーシアと同じく、現在の金融政策の枠組みを採用したのが 2005 年 7 月と最近である³⁰。枠組みとしては、短期市場金利の誘導目標を政策金利とし（B I レートという）、またインフレ目標を定めている点で韓国の金融政策と類似していると言える。ただし、台湾と同様に短期市場金利の誘導目標である政策金利に必ずしも実際の市場金利が誘導されていないという特徴もある³¹（図表 19）。そのため、政策金利（誘導目標）ではなく、誘導目標金利の実質の下限を定めている預金ファシリティ金利（FASBI レート）を金融政策の補助手段として機動的に変更している点も最近の金融政策の特徴と言える。

（図表 18）



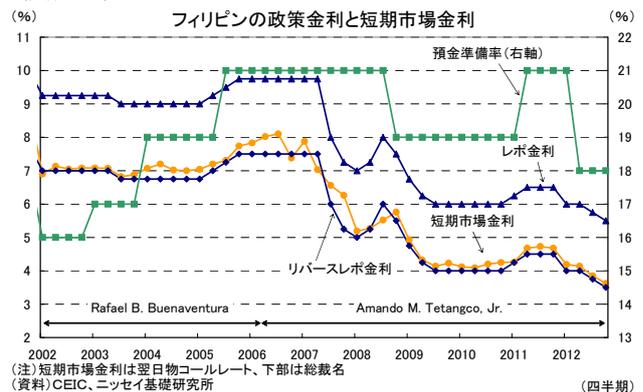
（図表 19）



6 | フィリピンのケース—政策金利は物価・景気いづれにも反応しない

フィリピンが現在の金融政策の枠組みを採用したのは 2002 年 1 月からで、インフレ目標を導入しているにもかかわらず、過去の金融政策を見ると、インフレ率に応じて政策金利を上下しているとは考えられなかった³²。例えば、2007 年にはマネーサプライ（M3）の伸び率が低かったことを理由に大幅な利下げを行っているな

（図表 20）



²⁸ 通常のテイラールールに則って推計した場合。

²⁹ 法定預金準備率の引き上げによる引き締め効果を考慮した推計値も図表中に示した。 $\alpha=10.2$ 、 $\beta=0.43$ 、 γ は 5%水準で有意ではなく、法定準備率引き上げによる引き締め効果によって政策金利は▲0.51%ポイント低い水準に押し下げられている。

³⁰ インフレ目標自体はそれ以前から定められていたが、B I レートを政策金利としたのは 2005 年 7 月以降。

³¹ 最近、短期市場金利の実質の下限である FASBI レート付近で推移することが多い。

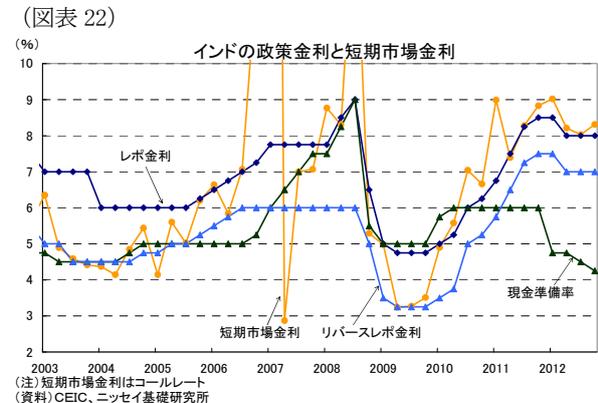
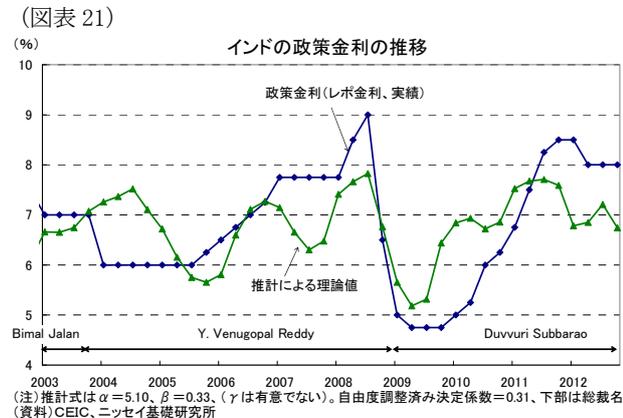
³² 政策金利をテイラールールで回帰しても、インフレ率の係数は有意とはならなかった（GDPギャップの係数も有意ではなかった）。

ど、インフレ率や成長率以外の指標を重視して政策判断をしていた時期がある。足もとでもインフレ率が安定的に推移するなか、利下げを積極的に行っており、これはペソ高を警戒しての反応と見られる。このようにフィリピンの金融政策には必ずしもテイラールールで説明しきれない部分が多いように考えられる。フィリピンの政策金利は、公開市場操作の資金供給手段であるレポと資金吸収手段であるリバースレポの翌日物の金利であるが³³、預金準備率を変更するなど、それ以外の手段も良く用いられる。短期市場金利は概ねリバースレポ金利と連動して変動しているが、政策金利からかい離する場合もある（図表 20）。

7 | インドのケース—インフレ統制に注力、現在は緊縮姿勢が強い

インドではインフレ目標は定めていないものの、政策金利をテイラールールで回帰するとコアインフレギャップの係数が有意となった³⁴。つまり、説明力はそのままで高くないものの³⁵、コアインフレ率が高まる時期に政策金利を引き上げていると言える。ただし、近年の政策スタンスは推計値よりもかなり金融引き締め位置に位置しており、緊縮姿勢が強いことが分かる（図表 21）³⁶。

金融政策の枠組みとしては、公開市場操作の金利であるレポ金利とリバースレポ金利を政策金利としており、また、インフレ目標は特に定めていない（M3 など通貨供給量の伸び率などを観察している）。インドの金融政策の特徴は、レポ金利などの政策金利以外にも現金準備率（CRR、預金準備率に相当）や法定流動性比率（SLR）³⁷の調整を金融政策として比較的頻繁に用いている点にある。また、短期市場金利が政策金利から大きくかい離することが多いことも特徴的である（図表 22）。



8 | 中国のケース—物価と景気の双方を勘案する金融政策

中国では、政策金利をテイラールールにより推計すると、インフレギャップ、GDPギャップの双方に応じて政策金利を変更しているという結果が得られた。なお、足もとの金融政策スタンスは中立

³³ したがって、政策金利は2つ存在していると言えるが、ほぼ同時に変更されるため、レポ金利のみ注目されることが多い。

³⁴ ここでは、コアインフレ率はインド中央銀行が重要視する物価指数である卸売物価指数（WPI）のうち、加工品の物価上昇率を指している。なお、推計に際しては、推計期間中の目標インフレ率が一定だと仮定している。

³⁵ 自由度調整済み決定係数が 0.31 と低く、政策金利の変更のうち、インフレ率により説明できるのは 31%程度だと解釈できる。

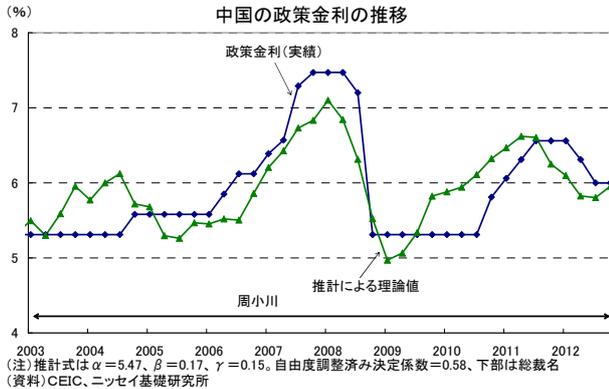
³⁶ 2013年以降には合計で 0.5%の利下げを実施しているが、それでも理論値より緊縮姿勢に位置している。

³⁷ 商業銀行は国債など流動性の高い証券の保有を義務付けられている。SLRは保有しなければいけない流動性証券の割合。

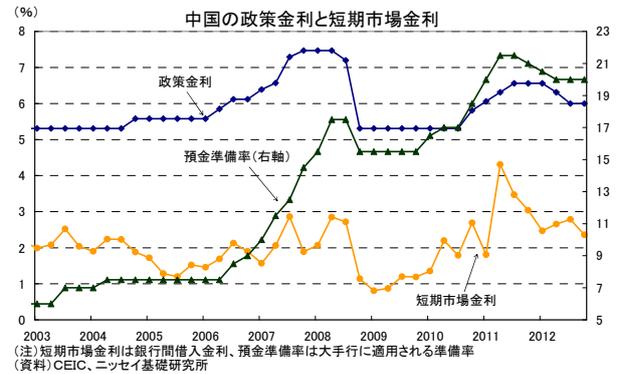
であると考えられる（図表 23）。

ただし、中国の金融政策は、政策金利として銀行が市中に貸出を行なう際の金利を採用し、直接、市場金利をコントロール（規制）しているという点に大きな特徴がある³⁸。これは、短期市場金利の誘導目標や、中央銀行が資金調節を行なう際の金利をコントロールする他のアジア新興国・地域とは異なる。金融政策手段としては、政策金利だけでなく、預金準備率の変更も頻繁に実施されており、市中に出回るお金（マネーサプライ）の量を直接的に調節しようとする傾向が強いと言える（図表 24）。

（図表 23）



（図表 24）



補論——テイラールールによる推計について

第 4 章では、各国の金融政策スタンスを考察する際にテイラールールを用いた推計を行なっている。テイラールールは、

$$\text{政策金利} = \alpha + \beta \times \text{インフレギャップ} + \gamma \times \text{GDP ギャップ}$$

であるが、これを詳細に書けば、

$$r_t^* = \bar{r} + \beta(E_t \pi - \pi_t^*) + \gamma(E_t y - y_t^*) \quad \dots (1)$$

r_t^* : t 期の目標金利 (=政策金利)、 \bar{r} : 長期均衡における名目金利、
 $E_t \pi$: t 期の期待インフレ率、 π_t^* : t 期の目標インフレ率、
 $E_t y$: t 期の期待 GDP、 y_t^* : t 期の目標 GDP (潜在 GDP)

となる。ここで、期待インフレ率をどのようにとるか、つまり期待成長率や目標成長率をどのようにとるかについては推計者の考え方により異なる³⁹が、本稿では、期待インフレ率、期待 GDP に当

³⁸ ただし、規制は緩和されつつある。2012年6月7日と翌7月6日の利下げ時には貸出金利の自由化を決定している。これにより、市中銀行が決定できる金利の下限が基準金利×0.7、上限が基準金利×1.1まで拡大した（従来の下限は基準金利×0.9、上限は基準金利×1.0）。

³⁹ 例えば、「期待」がどのように形成されると考えるかが問題になる（バックワードルッキングか、フォワードルッキングか。より細かくはバックワードルッキングであれば、過去どの程度の期間のインフレ率を用いて推計するのかなども問題になる）。また、インフレ率であれば、

期の実績値を採用した⁴⁰。用いたインフレ率は後掲の図表 25 に記載している。

目標インフレ率については、インフレターゲットを採用している国はその目標値を使用した⁴¹。その際、インフレ目標をレンジで示している国については、その中央値をインフレ目標値とした。インフレターゲットを採用していない国については、推計期間中において目標インフレ率が一定で、変化しないという仮定のもと、推計を行なった⁴²。

目標GDPについては、成長率の実績にHPフィルタを施したもの（トレンド）とした⁴³。

各国の政策金利をテイラールールで推計する場合、金利スムージングを仮定し、説明変数として政策金利でなく、市場金利を用いることも多い。すなわち、

$$r_t = (1 - \rho)r_t^* + \rho r_{t-1} \quad \text{ただし、} r_t : t \text{ 期の短期市場金利（例えば政策金利の誘導目標対象）}$$

を仮定し、

$$r_t = (1 - \rho) \left\{ \bar{r} + \beta(E_t \pi - \pi_t^*) + \gamma(E_t y - y_t^*) \right\} + \rho r_{t-1} \cdots (2)$$

と変形して推計することも多い。自己ラグを含むこの推計式の方が実際の金利の動きに類似するという点でより政策金利の動きを説明できていると考えられるが、本稿では、台湾やインドネシアのように必ずしも短期市場金利が政策金利と類似した動きをしていないこと、あくまでも政策金利がインフレギャップやGDPギャップに応じて変更されているかという点を検証したいという動機から、推計式 (2) は使わず、直接に政策金利を推計する (1) を用いた。

また、推計には最小二乗法（OLS）を用いている。使用した物価指数、推計期間と推計結果は図表 25 の通りである。ここで、推計にあたっては系列相関の存在を考慮して、標準誤差（t 値）にはニューウィー・ウェストの頑健標準誤差を用い、そこから導かれる p 値（パーセント表示）を図表に記載している⁴⁴。本稿で用いた推計式については、下記の結果において、5%の水準で有意でなかった被説明変数を除いた推計式を使用している。

(図表 25)

推計式に用いたインフレ率、推計期間および推計結果

国名	インフレ率	推計期間	推計結果(上段:係数、下段:p値)			自由度調整済決定係数
			α	β	γ	
韓国	CPI	2001年1-3月期	3.68	0.25	0.37	0.35
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.12)	(0.00)	
台湾	コアCPI	2000年1-3月期	1.96	0.83	0.02	0.33
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.00)	(0.66)	
マレーシア	CPI	2005年7-9月期	2.50	0.17	0.19	0.75
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.02)	(0.00)	
タイ	コアCPI	2001年1-3月期	2.89	0.82	0.05	0.51
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.00)	(0.18)	
インドネシア	CPI	2005年7-9月期	7.05	0.50	▲ 0.64	0.67
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.00)	(0.13)	
フィリピン	CPI	2002年1-3月期	6.86	▲ 0.09	0.04	▲ 0.03
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.45)	(0.89)	
中国	CPI	2000年1-3月期	5.47	0.17	0.15	0.58
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.00)	(0.01)	
インド	WPI (うち加工品)	2003年1-3月期	5.32	0.29	0.18	0.32
		~2012年10-12月期	(0.00)	(0.01)	(0.38)	

(注) 網掛部分は5%水準で有意ではない係数
(資料) ニッセイ基礎研究所

消費者物価指数を用いるのか、GDPデフレータを用いるのかなど問題もある。

⁴⁰ したがって、過去数期分の平均を用いるなどの処理は行なっていない。

⁴¹ インフレ目標値が大きく変更されると、インフレギャップに段差が生じるが、特にスムージング等の処理は行なっていない。

⁴² $r_t^* = \alpha + \beta(E_t \pi) + \gamma(E_t y - y_t^*)$ 、 $\alpha = \bar{r} - \beta\pi_t^*$ として、 α 、 β 、 γ を推計した。この場合、目標インフレ率の値は求められない (α の値を長期均衡金利と、目標インフレ率とに分離できない)。

⁴³ データが新規に追加されると、(特にデータの末端の部分では) HPフィルタをかけた系列の数値が変わってしまう。したがって、各時点で利用可能な系列にHPフィルタをかけたものと、推計期間全体でHPフィルタをかけた系列では数値が異なってしまうという問題が生じるのだが、本稿では特に調整を行わず、推計期間全体でHPフィルタをかけたものを目標成長率とした。

⁴⁴ いずれの国においてもダービンワトソン (DW) 値が低い。なお、(2) 式を用いて推計を行なう場合は、変数操作法 (例えば一般化最小二乗法) や一般化積率法 (GMM) など が良く用いられるが、ここでは単純なOLSで (1) 式を推計する。