

インドネシア・フィリピンの金融政策判断を読み解く

アジア調査部主任研究員

菊池しのぶ

03-3591-1427

shinobu.kikuchi@mizuho-ri.co.jp

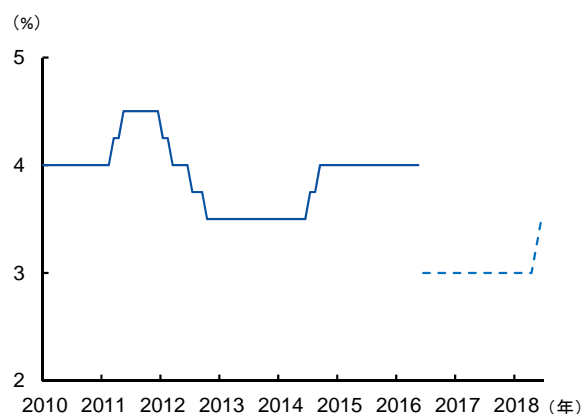
- インドネシアとフィリピンの金融政策決定会合後の声明文を分析すると、インドネシアでは「物価」と「為替レート」、フィリピンでは「物価」と「経済成長」が金融政策の主要なテーマであった
- このテーマや関連する語彙を元に、利上げを示唆する場合はプラス、利下げを示唆する場合はマイナスとなる指数を作成。この指数の推移は当期または近い将来の政策金利の変動を概ねよく説明
- 今後については、フィリピンでは利上げの方向感が示されており、インドネシアでは新興国市場の不安定化リスクがくすぶるなか、為替レートの下落による追加利上げに迫られる局面もある可能性

1. はじめに

2018年5月以降、インドネシアは計3回、1.00%PT、フィリピンは計2回、0.5%PTの利上げを実施した（図表1、2）。稲垣・松浦の分析¹によると、ASEANの中でこの2カ国については、金融政策をインフレギャップと需給ギャップに基づくテイラールールで説明できるとは言いにくい部分がある。具体的には、インドネシアについては、金融政策変更の説明変数として、為替レートが有意であること、またフィリピンについては、インフレと需給ギャップというテイラー・ルールで説明できるものの、その説明力は比較的に低いという結果が示されている。

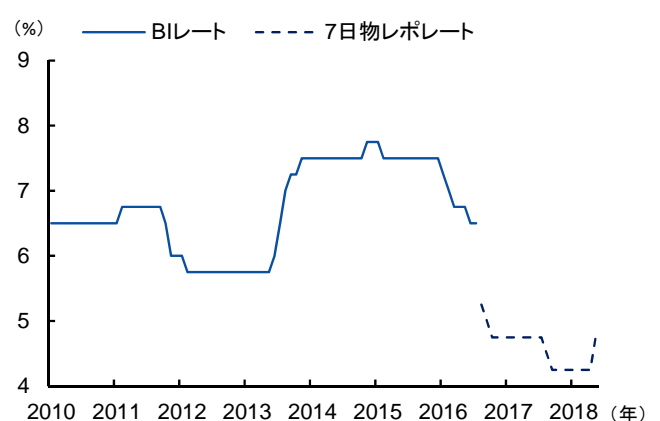
それぞれの中央銀行によると、金融政策の目的は、インドネシアでは「to achieve and maintain the stability of the rupiah.（ルピアの安定）」とされており、ルピアの対内価値を表す「物価」と、対外価値を表す「為替レート」の動きを見ながら金融政策が運営されていると考えられる。

図表1 フィリピンの政策金利（翌日物借入金利）



(注)実線は金融政策の枠組み変更前、点線は変更後を意味する。
(資料)フィリピン中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表2 インドネシアの政策金利



(資料)インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

また、フィリピンでは「to promote price stability conducive to a balanced and sustainable growth of the economy（安定した経済成長とそれに向けた価格の安定）」とされ、「物価」と「経済成長」の動きを見ながら金融政策が運営されていると考えられる。

こうした目標に対して、それぞれの中銀はどのような判断を下せば金融政策の変更に踏み切るのか。本稿では、これら2カ国を対象に、金融政策決定会合後に発表される両中銀の声明のテキストを分析し、中銀が金融政策を決定する上でそれぞれの経済指標について、どういった判断を下した場合に金融政策を変更しているのか、その特徴を整理し、今後の金融政策の方向性を見極める上での一材料としたい。

分析は先行研究²を参考にしながら、以下の手順で実施したい。

まず、各中銀の金融政策決定会合後の声明文³の語彙を、品詞別に分解（これを、形態素解析という）し、インドネシアでは金融政策の目的として説明されている「物価」と「為替レート」、フィリピンでは「物価」と「経済成長」といった語彙（以下、トピックスという）がどの程度出現するか、その出現率を各決定会合毎に集計する。

次に、各トピックスと同じ文と一緒に出現する頻度の高い語彙の中から、利上げを示唆する語彙と、利下げを示唆する語彙、また安定化を示唆する語彙などをカウントして、トピックスの出現頻度でウェイト付けをし、「金融政策センチメント指数」を作成し、政策金利の変更との関係を概観する。

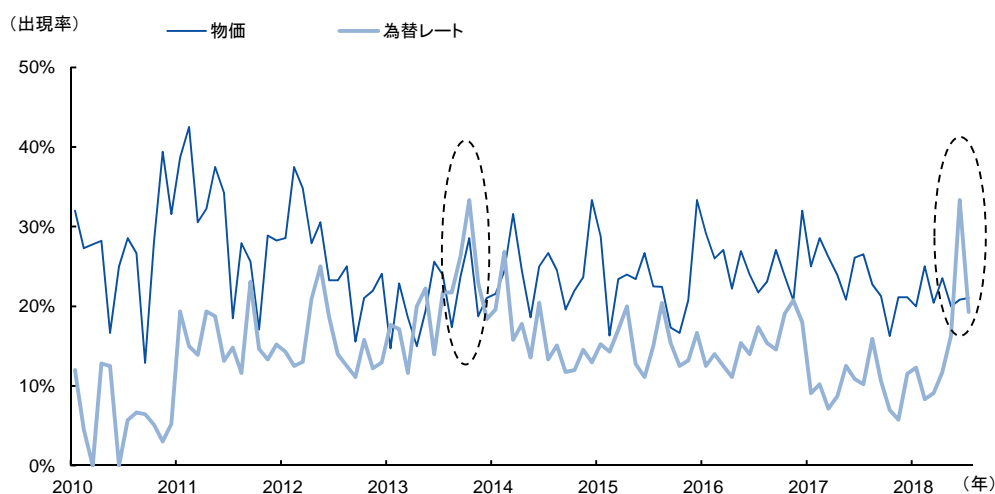
最後に、「金融政策センチメント指数」を用いて、これまでの政策金利をどの程度説明できているのか、将来の金融政策をどの程度予測することができるのか、その精度を検証する。

2. 声明文中のトピックスの確認

（1）インドネシアでは、金融政策の主要なテーマは物価、時に為替レートが重視される局面も

上述の形態素解析により、インドネシアの声明文中のトピックスの出現率をカウントすると、図表3のとおりとなる。

図表3 声明文における「物価」と「為替レート」の出現率



(注)「物価」を表す語彙として、inflation または price、「為替レート」を表す語彙として rupiah、exchange を選定。
(資料)インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

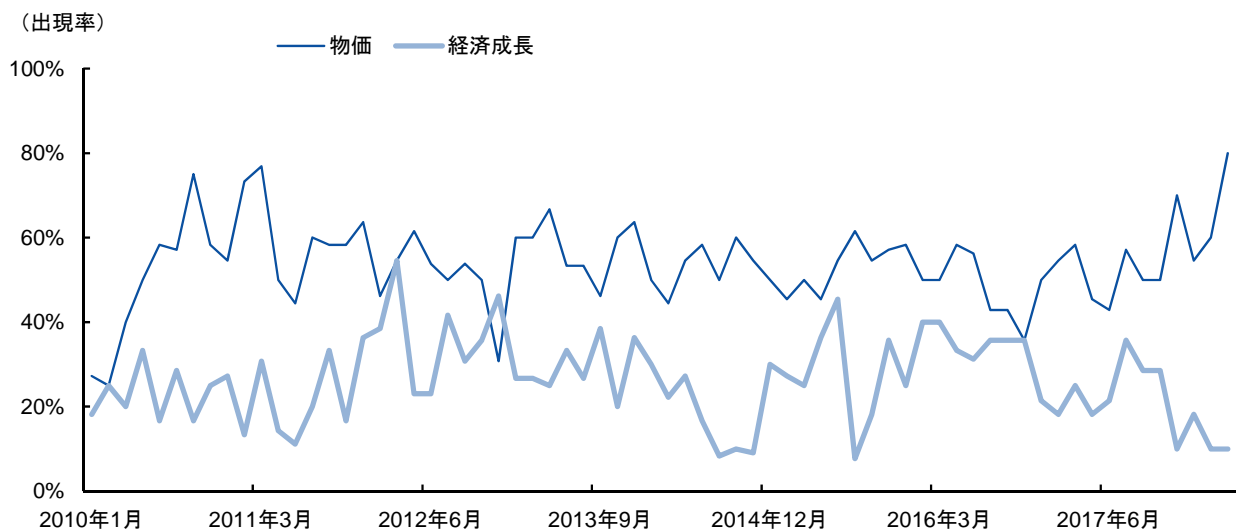
「物価」を表す語彙は、各回の声明の全センテンスの中に平均して2割程度のセンテンスに出現している。また、「為替レート」を表す語彙は、平均して1割程度出現している。したがって、インドネシア中銀が重視しているとみられる「物価」と「為替レート」のうち、主に物価が金融政策の主なテーマとしてより重視されていることがうかがわれる。なお、図表3中に黒い破線で囲ったとおり、2013年10月や、2018年5月など、一時的に「為替レート」の出現率が「物価」を上回る局面もある。

(2) フィリピンでは、金融政策の主要なテーマは物価でそれと比べれば経済成長の割合は低い

インドネシアの声明文を分析した手法と同様に、形態素解析により、フィリピンの声明文中のトピックの出現率をカウントすると、図表4のとおりとなる。

「物価」を表す語彙は、各回の声明文中に平均して5割程度出現しており、フィリピン中銀は物価を最も重要視しているということが分かる。また、「経済成長」を表す語彙は、平均して2割前後出現している。なお、「為替レート」に関する語彙の出現率はほぼ0%であった。

図表4 声明文における「物価」と「経済成長」の出現率



(注)「物価」を表す語彙として、inflationまたは price、「経済成長」を表す語彙として growth、activity、または demand を選定。
(資料)フィリピン中央銀行より、みずほ総合研究所作成

3. 金融政策センチメント指数の作成

(1) インドネシアの金融政策センチメント指数と金融政策変更のタイミングは概ね一致

次に、前節で確認したインドネシアの声明文におけるトピックである「為替」と「物価」と同じ文中に出現する頻度の高い語彙のうち、利下げ、利上げを示唆する語彙を抽出して(図表5)、カウントし、各トピックの出現率でウェイト付け⁴した指数は図表6のとおりとなる。全体的な傾向として、為替に関する言及は利上げを示唆する方向に、物価に関する言及は利下げを示唆する方向に行われる傾向がある。

また、政策金利の変化と金融政策センチメント指数を並べてみると(図表7)、概ね利上げのタイミングで指数が上昇し、利下げのタイミングで指数が低下する傾向がみられる。

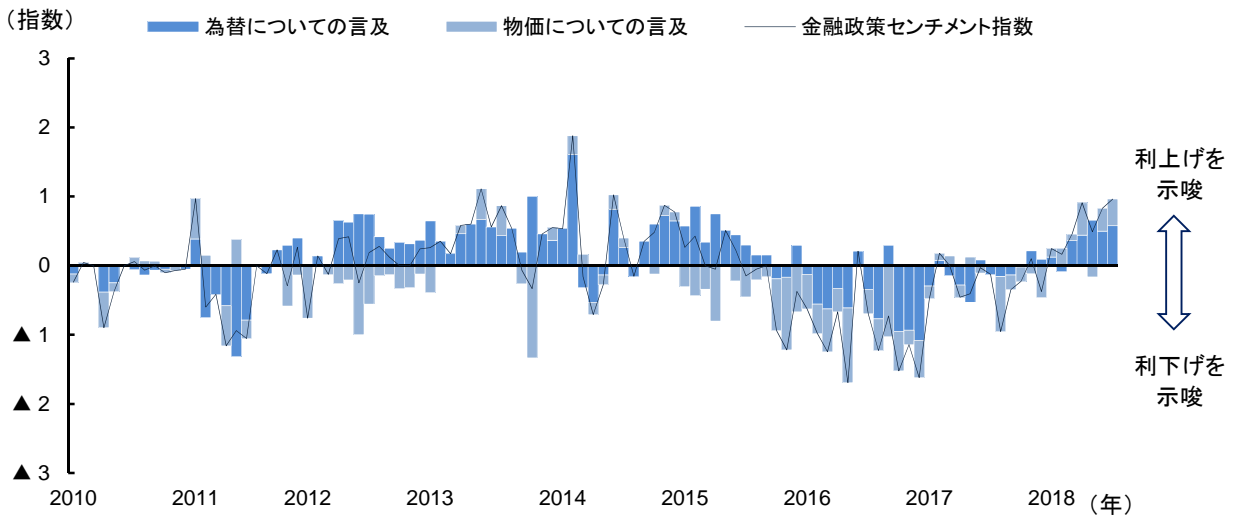
図表5 インドネシアの利上げ・利下げを示唆する語彙

	利上げを示唆する語彙	利下げを示唆する語彙	安定化を示唆する語彙
為替レート	Depreciate, Depreciation Volatility	Appreciate Appreciation	Stabilization
物価	Rise	Low, Deflation	—

(注) 例えば、Appreciate の場合も米ドルについての言及であれば、利上げを示唆する語彙に分類するなど、原文を確認した上で必要に応じて分類方法等につき修正を加えている。

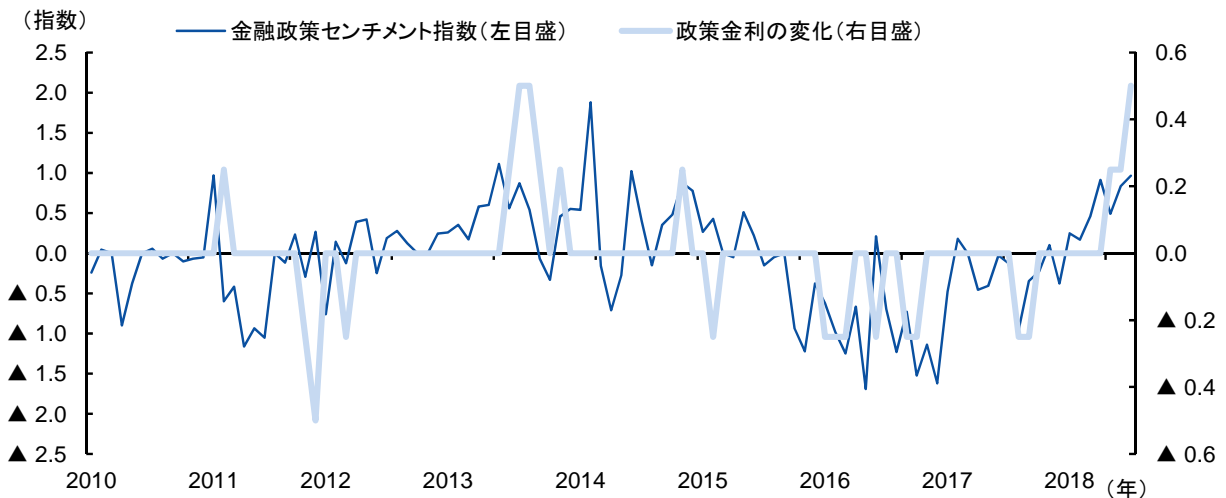
(資料) インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表6 インドネシアの金融センチメント指数内訳



(資料) インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表7 インドネシアの金融政策センチメント指数と政策金利の変化



(資料) インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

(2) フィリピンの金融政策センチメント指数と金融政策変更のタイミングも概ね一致

フィリピンについても、前節で確認したフィリピンの声明において、「物価」と「経済成長」に関連するトピックスと同じ文中に出現する頻度の高い語彙のうち、利下げ、利上げを示唆する語彙を抽出して(図表8)、カウントし、各トピックスの出現率でウェイト付け⁵した指数は図表9のとおりとなる。全体的な傾向として、物価に関する言及、経済成長に関する言及のいずれも、利下げを示唆する局面は限定されており、どちらかという利上げを示唆する方向に大きく振れやすい傾向がある。

また、政策金利の変化と金融政策センチメント指数を並べてみると(図表10)、インドネシアと同様、概ね利上げの時期には指数が上昇し、利下げの時期には指数が低下する傾向がみられる。さらに、図表9と図表10を合わせてみると、特に物価の加速・上昇に対する懸念が高まることで、利上げの判断に大きく影響しているという傾向がみられる。

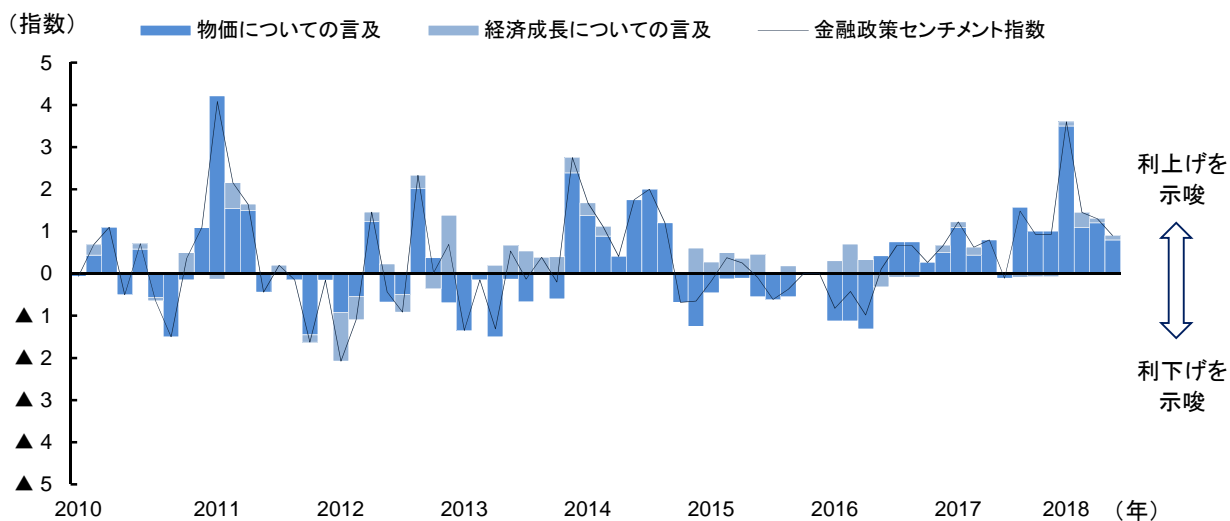
図表8 フィリピンの利上げ・利下げを示唆する語彙

	利上げを示唆する語彙	利下げを示唆する語彙	物価については安定化、 景気については不透明感 を示唆する語彙
物価	Upside, Higher, Increase, Rise	Lower, Benign, Downside	Manageable
景気	Buoyant, Strong, Robust	Downside, Weaker	uncertainty

(注) 例えば、Higher の場合も、物価に関連のない政府支出に関する言及であればカウントしないなど、原文を確認した上で必要に応じて分類方法等につき修正を加えている。

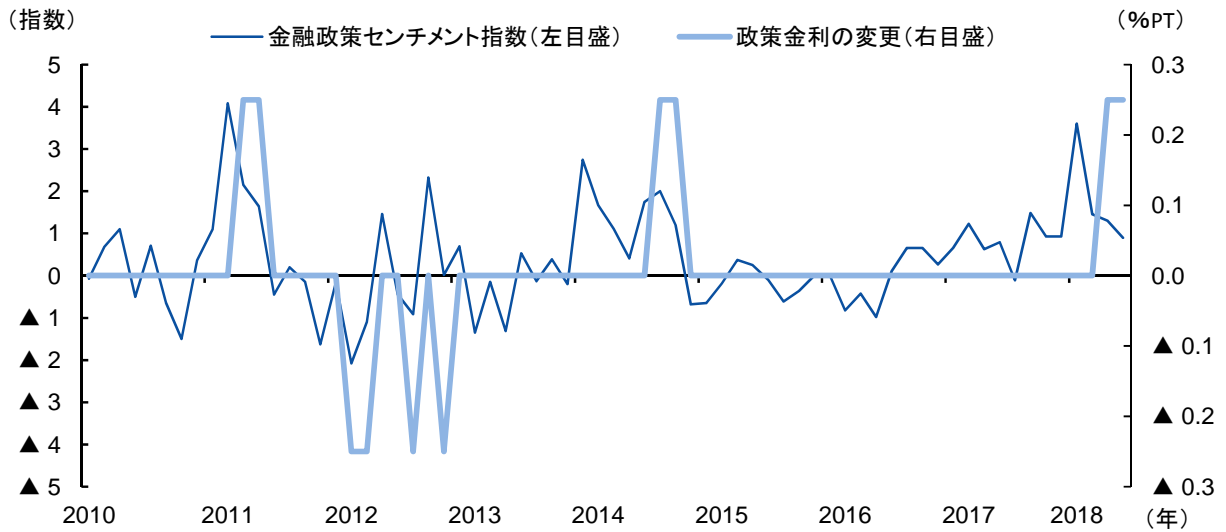
(資料) フィリピン中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表9 フィリピンの金融政策センチメント指数内訳



(資料) フィリピン中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表 10 フィリピンの金融政策センチメント指数と政策金利の変化



(資料)フィリピン中央銀行より、みずほ総合研究所作成

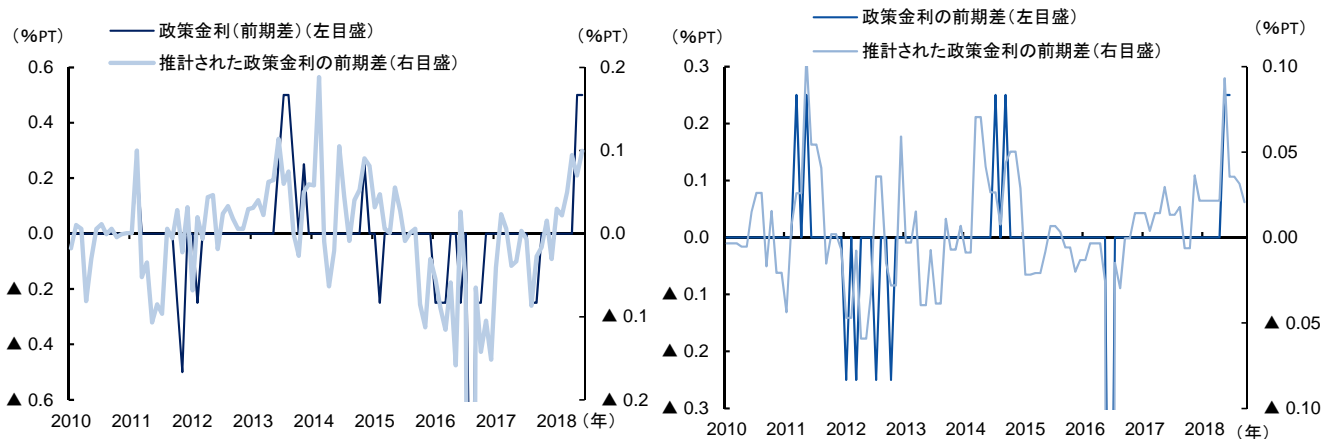
4. 金融政策センチメント指数の政策金利の予測可能性についての検証

最後に、それぞれの金融政策センチメント指数が、政策金利の変化をどの程度説明・予測できるかを確認する。

インドネシアについても、フィリピンについても、2010年1月～2018年6月を対象期間とし、金融政策センチメント指数、操作目標となる政策金利の変更を反映したダミー変数⁶の2変数を説明変数とし、政策金利の前期差を被説明変数として、最小二乗法で推定し、金融政策センチメント指数が、政策金利の前期差をどの程度説明できているのかを確認した。推定式は、具体的には以下のとおりである。

$$\text{政策金利の前期差} = \alpha + \beta \times (\text{金融政策センチメント指数}) + \gamma \times (\text{ダミー変数})$$

図表 11 政策金利及び各推計式に基づく政策金利の前期差 (左：インドネシア、右：フィリピン)



- (注) 1. 推計結果について、インドネシアの金融政策センチメント指数の係数は0.1で、有意水準5%で有意。自由度調整済み決定係数は0.49。
 2. 推計結果について、フィリピンの金融政策センチメント指数の係数は0.03で、有意水準5%で有意。自由度調整済み決定係数は0.67。ラグは決定係数が最も1に近くなる3期のラグを用いている。
 3. 政策金利の変更があった2016年8月(インドネシア)、2016年6月(フィリピン)は変動幅が大きすぎるため枠外に表示。

(資料)各種統計より、みずほ総合研究所作成

図表 11 は、インドネシアとフィリピンについて、実際の政策金利の前期差と、この推計式で得た政策金利の前期差を並べたものである。この図表や、脚注に示した推計結果の統計量などを見る限り、インドネシアについてもフィリピンについても、概ね金融政策センチメント指数は、それぞれの国の金融政策の変化をよく説明する指数であるという結果が得られた。

フィリピンについては、金融政策センチメント指数を 3 カ月先行させて推計した場合に最も推計式の当てはまりが良かった。このため、フィリピンの金融政策センチメント指数は、今後の金利の方向感を把握する上で有用だと言えるだろう。今後 3 カ月の政策金利についても利上げの方向感が示されている。

インドネシアについては、金融政策センチメント指数は、当期の金融政策決定会合の政策金利を最もよく説明しているという結果が得られた。この背景には、前節で述べたとおり、インドネシアでは為替に関する言及は利上げを示唆する方向に行われる傾向にあり、為替レートは国際金融市場の変動に影響されて急激に変動するため、事前の決定会合でアラートを出しにくい傾向があるためではないかと考えられる。こうしたテキスト分析から得られる金融政策の変化に至る背景を元にすると、当面新興国市場の不安定化が予想されるなか、インドネシアでも追加利上げの可能性は十分残されていると判断することができよう。

これらの結果が示すとおり、金融政策決定会合後に発表される声明のテキストを分析することにより、各国中銀が政策金利の決定に至る判断材料を理解することができる。また、経済指標の推移や金融市場の動向などをふまえた総合的な判断が必要にはなるだろうが、金融政策センチメント指数は、今後の金融政策の方向性を予測する上で重要な視座を与えてくれるツールであると言えるのではないだろうか。

¹ 稲垣博史・松浦大将 (2018) 「ASEAN 主要国の金融政策の見通し～2018 年後半の追加利上げは限定的～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2018 年 7 月 3 日)。

² KH coder の利用方法については、樋口耕一 (2014 年 3 月) 「社会調査のための計量テキスト分析—内容分析の継承と発展を目指して」ナカニシヤ出版及び同氏作成のマニュアル、チュートリアルを参考にした。また、形態要素解析や出現率の分布、センチメント指数作成においては、岡崎・敦賀 (2015 年 6 月) 「ビッグデータを用いた経済・物価分析について」日本銀行調査統計局、山澤成康 (2018 年 3 月) 「計量テキスト分析による景気判断—コーディングルールや主成分を使った時系列分析—」内閣府経済社会総合研究所、Mikael Apel and Marianna Blix Grimaldi (April 2012) “The Information Content of Central Bank Minutes” SVERIGES RIKSBANK WORKING PAPER SERIES、Michael Wan (November 2017) “Malaysia: Reading between the lines —Text mining the central bank” Fixed Income Research 等を参考にした。

³ インドネシア、フィリピンのいずれも 2010 年 1 月～2018 年 6 月の金融政策決定会合を対象とした。

⁴ Apel and Marianna Blix Grimaldi (2012)、Wan (2017) を参考に、利上げを示唆する語彙は+1、利下げを示唆する語彙は-1、安定化を示唆する語彙は-0.25 でウェイト付けした。

⁵ 脚注 4 と同様に、先行研究を参考に、利上げを示唆する語彙は+1、利下げを示唆する語彙は-1、安定化または不透明化を示唆する語彙は-0.25 でウェイト付けした。

⁶ インドネシアについては、政策金利の変更があった 2016 年 8 月を 1、その他の期間をゼロとするダミー変数、フィリピンについては、政策金利の変更があった 2016 年 6 月を 1、その他の期間をゼロとするダミー変数。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。