

《論文》

中国金融政策のテイラー・ルール及び 政策反応関数による検証

蔡 玉 成

要 旨

本論文は、近年の中国金融政策を簡潔に概観したうえで、テイラー・ルールによる検証と政策反応関数の推定を行う。テイラー・ルールによって試算された政策金利と実際のコールレートの当てはまり具合は良くないものの、2003年以降、両者の動きがほぼ同調していることが確認できた。政策反応関数の推計では、コールレートはインフレ率と産出量ギャップに有意に反応しているが、為替レートには有意に反応していないという結果が得られた。インフレ率と産出量ギャップの係数はともに1より小さいが、産出量ギャップの方がより高い。これは、中国の金融政策の運営において、物価より景気の方に高いウェートを付けている可能性があることを示していると思われる。

キーワード：中国金融政策，テイラー・ルール，政策反応関数

1. はじめに

一般には、中国の金融政策は先進資本主義国とは異質なものと考えられている面が強いように思われる。たしかに異なる要素も一部あるが、市場化は段階的に進展し、マネーマーケット金利操作が重要になるなどの点で急速に共通化している。本稿はその実情を標準的な手法により実証的に確かめるものである。

中国金融政策の最終目標は、中国人民銀行法の第三条に「貨幣価値の安定を維持し、それを以て経済成長を促進する」と定めている。貨幣価値の安定とは、対内的には物価の安定、対外的には為替レートの安定であると解釈する見方もあれば、物価の安定だけを意味すると解釈する見方もあって、共通の認識は形成されていない。中国人民銀行（中央銀行、以下は人民銀行）の周小川行長は、周（2013）の中で、物価の安定、経済成長の促進、

十分な雇用と国際収支の均衡の四つが中国金融政策の最終目標であり、そのうち、物価安定のウェートが最も高いという見解を示している。中国人民銀行法の定義と周行長の見解を合わせて考えると、中国金融政策の最終目標は、主に物価の安定と経済成長の促進の2つに集約できると思われる。

最終目標を達成するために、多くの国と同じように中国の金融政策も主に物価と景気の変動に応じて調整されると考えられる。このことは自明であるように思われるかもしれない。しかし、人民銀行は金融政策運営について、積極的に対外発信していない側面もあるため、その実態が必ずしも十分理解されていないと思われる。

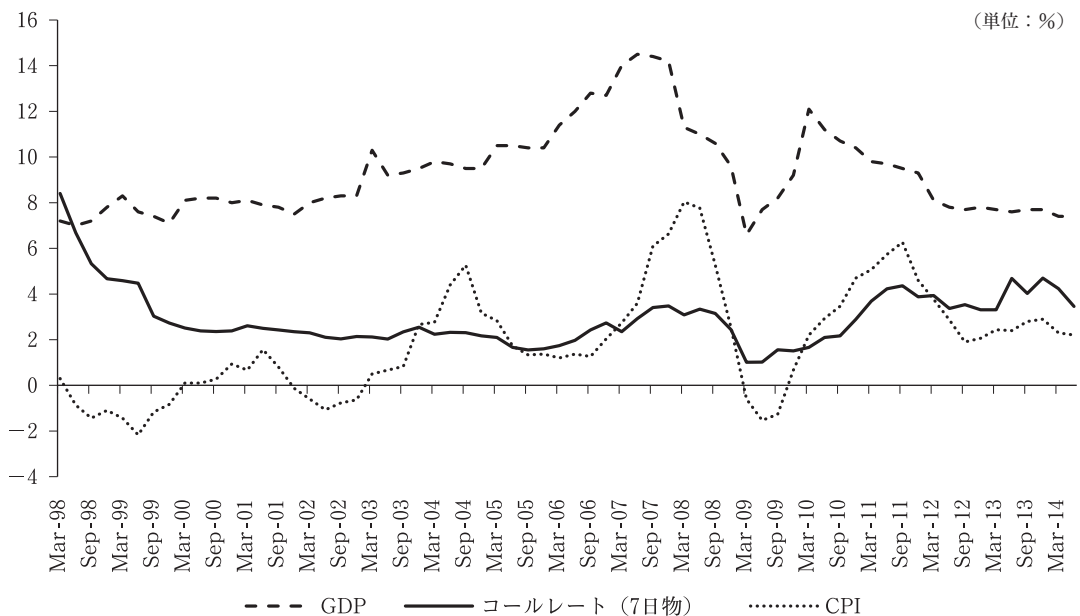
本稿は、近年の中国金融政策を簡潔に概観したうえで、テイラー・ルールによる検証と政策反応関数の推定を通じて、金融政策は主に物価（インフレ率）と景気（産出量ギャップ）の変動に応じて運営されていることを明らかにする。そして、中国金融政策における為替レートの位置づけも簡

単に説明する。また、実証分析を通じて、近年の中国金融政策は基本的に適切に運営されているかどうかを大まかにみる。

以下、2では近年の中国金融政策の運営を5つのサイクルに分けてみる。3ではテイラー・ルール及びそれに関する中国の先行研究を紹介したのち、新たに近年の金融政策をテイラー・ルールで検証する。4では、先行研究を紹介したうえで、中国金融政策の政策反応関数を推計する。最後に、本稿の結論を述べる。

2. 近年の中国金融政策運営の概観

1998年以降、中国の金融政策は景気、インフレ圧力、および金融危機に対応する形で、概ね5つのサイクルを経てきた。1998年第1四半期（以下、第1期とのみ表示）～2014年第2期の経済成長率、物価上昇率、およびコールレートの推移は図1の通りで、主な金利の調節は表1の通りであった。中国の金利政策は一つの複雑な金利体系になっているが、ここでは便宜のために、最も



注：四半期のCPIは各月の算術平均で、コールレートは7日物の四半期平均レートである。
出所：中国国家统计局および中国人民銀行ホームページ。

図1 GDP、CPIとコールレートの推移

表1 近年の中国政策金利の調節 (2014年6月まで)

調整時期	預金基準金利 (1年物)	貸出基準金利 (1年物)
1998年3月～2002年2月	5回引下げ 5.22%→1.98%	5回引下げ 8.64%→5.31%
2004年10月～2007年12月	9回引上げ 1.98%→4.14%	9回引上げ 5.31%→7.47%
2008年9月～2008年12月	4回引下げ 4.14%→2.25%	5回引下げ 7.47%→5.31%
2010年10月～2011年7月	5回引上げ 2.25%→3.50%	5回引上げ 5.31%→6.56%
2012年6月～2012年7月	2回引下げ 3.50%→3.00%	2回引下げ 6.56%→6.00%

出所：中国人民銀行ホームページより筆者作成。

重要と思われる指標である1年物預金と貸出基準金利（規制金利）だけを取り上げる。

①1998～2002年にはデフレから脱却するために金融緩和が行われた。②2003～2008年前半は景気過熱とインフレに対応するための引き締め、③2008年後半～2010年前半は世界金融危機に対応するための大幅な緩和、④2010年後半～2011年はインフレ対応のための引き締めが行われた。⑤2012～2014年にはインフレ圧力が低下し、景気も減速したため、やや緩和気味な金融政策が行われた。以下、各期間を分けて簡潔にみる。

① 1998～2002年 この期間は市場経済改革の深化、国有企業の経営効率化のためのリストラと銀行の不良債権問題などの影響で、中国では改革開放後初めてデフレの経験をした。このため、人民銀行は金利を大幅に下げて、金融緩和を行った。

② 2003～2008年前半 この期間は2001年12月にWTO加盟の効果と世界的な好景気に恵まれて、輸出が大幅に増えた。国有企業の改革と国有商業銀行の不良債権処理も進んだ。このような多くの好条件に恵まれて、景気は好調で、インフレ圧力が高まった。また、2005年後半から、株式や不動産などの資産価格が大きく上昇した。このため、人民銀行は金利を大幅に引上げて、金融を引き締めた。また、預金準備率を引き上げて過剰な流動性を吸収したり、窓口指導を通じて銀行貸出の量に影響を与えたりして、量の調節も行われていた。

③ 2008年後半～2010年前半 この2年間は主にリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに起きた世界金融危機に対応していた。人民銀行は、大幅な利下げを行った一方、準備率を引き下げて、大量の流動性を供給した。

④ 2010年後半～2011年 2008年末に世界金融危機に対応するため政府が打ち出した4兆元の景気対策の効果は、ラグを経て2010年から大きく出た。景気が過熱気味で、インフレ圧力が高まり、人民銀行は引き締めの政策を実施した。

⑤ 2012～2014年 この期間はインフレ率が低位に安定していて、景気の減速もある程度見ら

れたため、やや緩和の金融政策が行われた。一方、不動産価格は2013年末まで上昇し、2014年に入ってから少し下落しているとはいえ、まだ高水準に維持されているため、さらに踏み込んだ金融緩和の余地は整っていないのが現状である。

以上は、1998年～2014年第2期までの中国金融政策運営の簡潔な記述である。以下では、定量的分析を行う。

3. テイラー・ルールによる検証

テイラー・ルール

テイラー・ルールは、金融政策ルールの一つであり、1993年にアメリカのジョン・テイラー教授が提案したものである。中央銀行の政策金利と物価及び景気の間接関係をシンプルに表現する式である。Taylor (1993) はその式を次のように表現した。

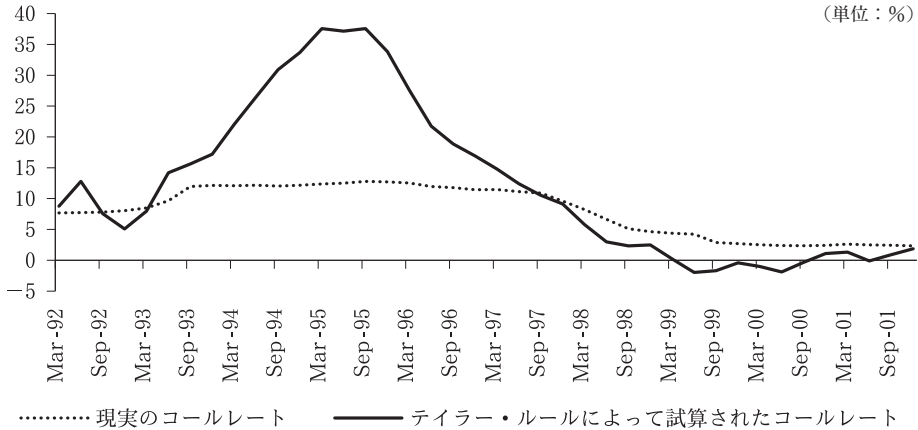
$$r = 2 + \pi + 0.5y + 0.5(\pi - 2)$$

ただし、 r はFRBの操作目標であるフェデラルファンド・レート（政策金利）、 π はインフレ率（対前年比）、 y はGDPギャップ（産出量ギャップ）である。また、右辺第1項の2（定数項）は当時アメリカの均衡実質金利が2%で、第4項カッコ内の2はインフレ目標が2%であると想定されたことを意味する。

テイラー・ルールは1987～1992年のアメリカの金融政策によくあてはまるため、その後、多くの学者や実務家に取り上げられるようになった。また、中央銀行の金融運営についての評価に、テイラー・ルールはベンチマークとして用いられるようになった。

中国の先行研究

最初にテイラー・ルールを用いて中国の金融政策を検証したのは、当時人民銀行の研究局長と金融研究所長を兼ねていた謝平であった。謝ほか（2002）は1992～2001年の中国の金融政策をテイラー・ルールで検証した。謝ほか（2002）は、当時の中国の実際の状況を踏まえて、テイラー・ル



出所：謝ほか（2002），5 ページ。

図2 修正したテイラー・ルールが示す中国の政策金利の例

ルを微修正した。均衡実質金利を3%に、インフレ目標を4%に設定した。政策金利の代理変数はコルレートの7日物のレートを選んだ。謝ほか（2002）は次の式を用いて検証し、結果は図2の通りであった。

$$r = 3 + \pi + 0.5y + 0.5(\pi - 4)$$

謝ほか（2002）は、試算された政策金利と現実のコルレートのかい離が大きくみられる1993年第1期から1996年末までは、テイラー・ルールから見れば金融政策が緩和しすぎであったことが表明されているとした。1998年以降、人民銀行は積極的な金融緩和を行ったため、1998～2001年の金融政策は適切であったと述べた。また、2001年第4期に試算された政策金利と現実のコルレートのかい離は縮まり、近い値になったことも指摘した。

テイラー・ルールによる検証：1998 第1期～2014 年第2期の中国の金融政策

テイラー・ルールによる検証を行う前に、用いるデータについて簡単に説明しておく。

政策金利の代理変数としてはコルレートの7日物の四半期平均レートを選んだ。先行研究も7日物の平均レートを用いていたため、この方が連続性があると思われる。中国は預金と貸出には規

制金利が残されているものの、銀行間市場の金利は自由化されている。人民銀行は明確な短期金利の誘導目標を出していないが、金融調節の結果としてそれがある程度コルレートに反映されると考えられる（先行研究の多くもこの考え方でコルレートを政策金利の代理変数として選んでいる）。例えば、預金・貸出基準金利が調整される前後に、コルレートも同じ方向に誘導される。人民銀行の貨幣政策委員会は、四半期に一回開催され、次の四半期の金融政策について議論し、建議書を提出する。このため、四半期の平均レートは金融政策の実際運営と整合的であると考えられる。コルレートの四半期平均レートは、月の平均レートを単純算術平均して求めたものである。コルレートのデータは、1998～2001年までは中国社会科学院金融研究所のデータベースにより、2002年以降は人民銀行によるものである。

インフレ率の指標は一般消費者物価指数（対前年比上昇率）を選んだ。四半期のCPIは、月のデータを単純算術平均したものである。CPIのデータは中国国家統計局による。

GDPギャップは実質GDPと潜在GDPの乖離度合である。潜在GDPの推計方法は「生産関数アプローチ」や「時系列アプローチ」などがある。本論文では、「時系列アプローチ」のHodrick-Prescott (HP) フィルターによって求めた。HP

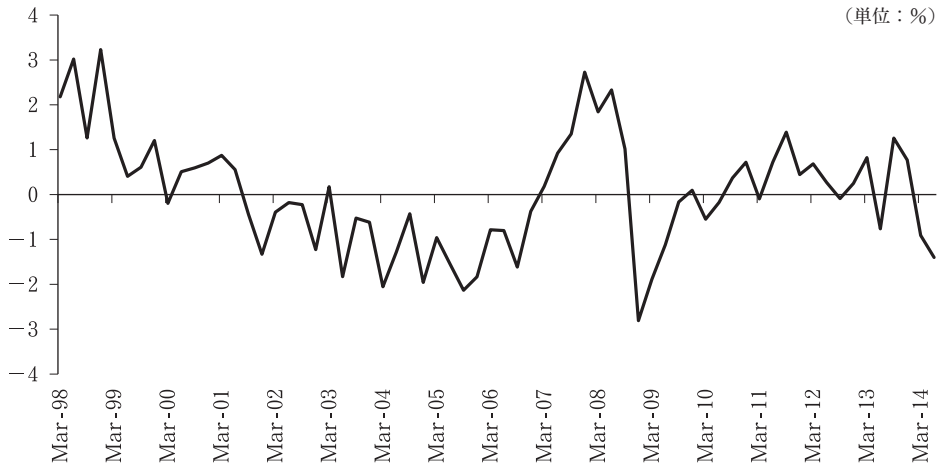


図3 中国のGDPギャップ (1998年第1期～2014年第2期)

フィルターは、時系列データからトレンドを取り出す方法である。四半期の実質GDPは中国国家統計局とIMF (World Economic Outlook Databases) のデータによって求めた⁽¹⁾。図3は、近年の中国のGDPギャップである。

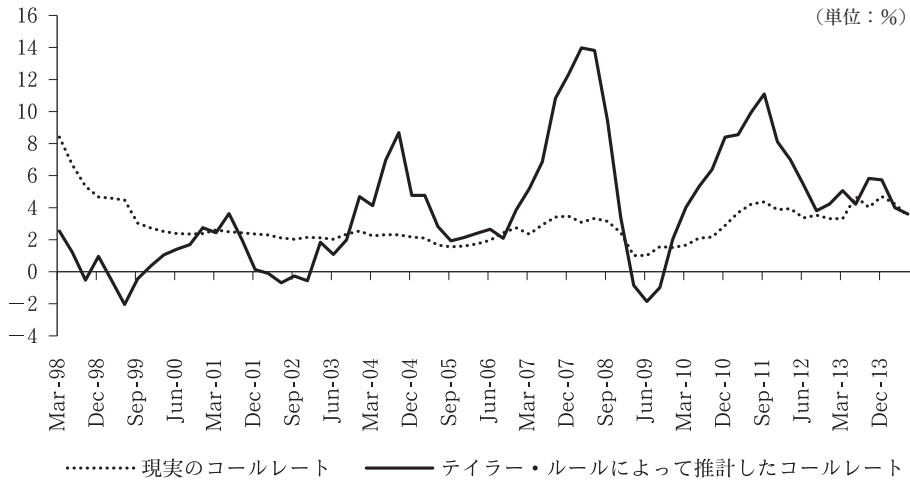
以上のデータを用いて、オリジナルなテイラー・ルールで近年の中国の金融政策を検証する⁽²⁾。通常のテイラー・ルールを用いる検証とは違って、本論文では当てはまりの具合を検証するものではなく、その動きが似ているかどうかを大まかに検証するものである。というのは、中国はいままで量の調節と金利調節の両方を行っているし、2000年代前半までは量の調節に重きを置いていたと思われる。テイラー・ルールは主に政策金利の調節を検証するものであるため、中国の金融政策の一部分しか検証できない。また、先進国と経済発展の段階が違うため、中国はまだ低金利政策を維持して、経済成長をサポートしようとしている。このため、先進国の金融政策によく当てはまるテイラー・ルールを用いて中国に適用しても、かい離するのは当然である。しかし、以下で見るように、その動きから、中国の金融政策は物価と景気の変動にタイミングよく反応しているかどうかは、大まかに検証できると思われる。

1998年第1期～2014年第2期を通じてみると、試算された政策金利と現実のコールレートの動きは、後半になってある程度連動しているようにみ

える(図4のA)。そこで、金融調節のサイクルを含めて考えて、2003年第1期～2014年第2期の期間を切り出してみると、その動きがよく連動していることがはっきり分かる(図4のB)。さきに2で時期区分した2003年以降の中国の金融調節は、物価と景気の変動に応じて、基本的に適切なタイミングに調整されていたことが大まかに言える。2013年から、両者の動きの乖離はある程度みられるが、これは、テイラー・ルールに資産価格の要素が考慮されていないためであると思われる。2013年、中国の経済が減速し、インフレの圧力が低下しているため、本来、コールレートをより低めに誘導する必要があったと思われる。しかし、不動産価格はバブル気味になっているため、コールレートはやや高めに誘導されていた可能性があると思われる。

2003年以降、テイラー・ルールによって試算された政策金利と現実のコールレートの動きがよく合うようになったのは、金利自由化の進展と短期金融市場の発達によって政策効果波及経路の金利チャンネルに変化が生じて、中国の金融政策における金利誘導型調節の重要性が上昇したなどの要素が挙げられるであろう。

A：1998年第1期～2014年第2期



B：2003年第1期～2014年第2期

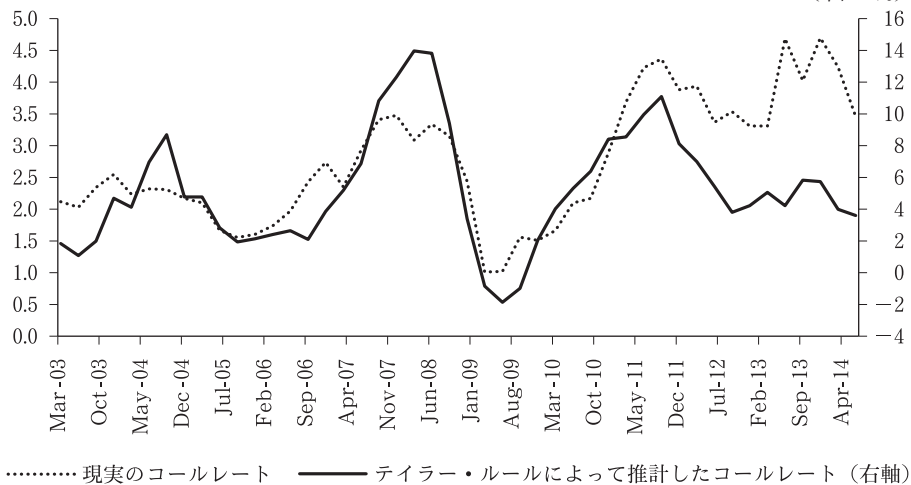


図4 オリジナルなテイラー・ルールが示す中国の政策金利

4. 中国の政策反応関数の推計

先行研究

政策反応関数は、近年では金融政策ルールと呼ばれるようになった。政策反応関数は、大まかにいうと、中央銀行が物価や経済活動の安定等の最終目標を達成するために、マクロ経済の変動に応じて、政策金利等の操作目標をどのように運営するかを示すものである。地主(2006)は、政策反

応関数は、政策分析に使われてきた古典的な手法で、政策手段を被説明変数とし、諸政策目標を説明変数とする回帰方程式であると説明している。

金融政策ルールの一つであるテイラー・ルールは、シンプルでパフォーマンスも良かったため、1993年以降大きな影響をもたらした。その後、テイラー・ルールを拡張・修正したバリエーションが多く出た。Clarida et al. (1998)は改良したテイラー・ルールを用いて、ドイツ・日本・イギリス・フランスなどの先進国の金融政策を分析し、一定の影

響を与えた。その後、Clarida et al. (1998) のモデルは多くの実証分析に用いられるようになった。

最初に中国の政策反応関数を推計したのは、謝ほか (2002) である。謝ほか (2002) は、Clarida et al. (1997, 2000) のモデルにならって、1992 年第 1 期から 2001 年第 4 期の政策反応関数を推定した⁽³⁾。それから中国の金融政策に関して多くの実証分析が行われてきた。例えば、陸ほか (2003)、樊 (2004)、張ほか (2007) などがある。以上の先行研究では基本的に有意な結果が得られた。

謝ほか (2002) は中国の政策反応関数の実証分析において、重要な地位を占めていたため、その分析結果を紹介しておく。

謝ほか (2002) が四半期データを用いて、一般モーメント法 (GMM) で推計した結果は、以下の通りである (サンプル期間 1992 年第 1 期～2001 年第 4 期、操作変数: y_{t-1} , π_{t-1} , i_{t-1} , g_{t-1} , である)。

$$i_t = 0.82i_{t-1} - (1-0.82)(1.84 + 0.81\pi_{t+n} + 2.84y_t)$$

カッコ内は t 値

$$(2.76) \quad (8.49) (2.76) \quad (1.49)$$

$$R\text{-squared} : 0.87 \quad Q \text{ 統計値} : 18.518$$

[記号]

i_t : t 期のコールレートの 7 日物レート

y_t : t 期の GDP ギャップ

$\pi_{(t+n)}$: t 期から $t+n$ 期の価格変化率 (CPI)

g_{t+1} : 実質 GDP 成長率

謝ほか (2002) は、中国の政策金利の代理変数であるコールレートは物価に有意な反応を示しているが、インフレ率の係数は 0.81 で 1 より小さいため、そのような小幅な利上げは効果が小さいと論じた。一方、GDP ギャップの係数は有意ではない。

政策反応関数の推計式

2002 年以降、中国の政策反応関数について多くの研究が行われてきたが、近年を分析期間に含まれる研究はまだ少ないようである。本論文は近年を含め、1998 年第 1 期～2014 年第 2 期の期間

を推計する。また、2005 年 7 月以降為替政策が変更されたため、金融政策は為替レートに反応しているかどうかを検証する。つまり、為替レートの変動率を説明変数に追加する推計も行う。

推計式は、Clarida et al. (1998) にならって、以下の 2 式を用いる。

為替レートの変動率を説明変数に入れない場合、

$$i_t = \lambda i_{t-1} + (1-\lambda)(\alpha + \beta_1 \pi_t + \beta_2 y_t) + \varepsilon_t \quad (1)$$

為替レートの変動率を説明変数に入れる場合

$$i_t = \lambda i_{t-1} + (1-\lambda)(\alpha + \beta_1 \pi_t + \beta_2 y_t + \beta_3 e_t) + \varepsilon_t \quad (2)$$

推定すべき係数は (1) 式の場合は、 $[\alpha, \beta_1, \beta_2, \lambda]$ の 4 つである。(2) 式の場合は $[\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \lambda]$ の 5 つである。

[記号]

λ : 金利スムージング

α : 定数項

i_t : 四半期の平均コールレート

π_t : t 期の物価上昇率 (対前年比)

y_t : 四半期の GDP ギャップ

e_t : $t-1$ 期から t 期の為替レートの変動率

ε_t : 残差

データは前節に用いたものと同じである。なお、新たに追加した為替レートの変動率は人民元対ドルの四半期の平均為替レートを用いて求めたものである。人民元対ドルのレートが上昇する場合は変動率がプラスで、下落する場合はマイナスである。四半期の平均為替レートは月間の平均為替レートを単純算術平均したものである。月間平均為替レートのデータは、2005 年までは、中国外貨管理局の営業日毎のデータをもとに求めたものである⁽⁴⁾。2006 年以降は中国外匯交易センター (中国貨幣網) による。

政策反応関数の推計結果

(1) 式と (2) 式は、内生性問題を考慮して一般モーメント法 (GMM) で推計する。推計は EViews ソフトを用いた。サンプル期間: 1998

年第1期～2014年第2期である。

(1)式の場合、操作変数は定数項、 i_{t-2} 、 π_{t-1} 、 π_{t-2} 、 y_{t-1} 、 y_{t-2} である。定数項と説明変数の数は4つで、操作変数の数は6つであるため、自由度が2になる。

(2)式の場合、操作変数は定数項、 i_{t-2} 、 π_{t-1} 、 π_{t-2} 、 y_{t-1} 、 y_{t-2} 、 e_{t-1} 、 e_{t-2} である。定数項と説明変数の数は5つで、操作変数の数は8つであるため、自由度が3になる。

推計結果のJ統計量の値からみると、(1)式と(2)式の操作変数とも一般モーメント法の過剰識別制約条件が満たされている⁽⁵⁾。

(1)式の推計結果は表2の通りである。係数 β_1 と β_2 は5%有意水準で有意である。コールレートはインフレ率とGDPギャップに有意に反応し

ていることがいえる。

係数の大きさからいうと、インフレ率とGDPギャップの係数ともに小さいが、インフレ率の係数は、1よりかなり小さいことが特徴的であった。つまり、インフレの変動幅に対して、政策金利(コールレート)の変動幅がかなり小さい。これは、中国では现阶段はまだ低金利政策を実施していること、および量の調節と金利の調節を両方行っているためであると思われる。物価や景気の変動に対応して、金利が十分に引き上げられない分は、量の調節で対応していると思われる⁽⁶⁾。このため、係数が小さくても、それ自体は特に問題はないと思う。

インフレ率の係数が小さいのに対して、GDPギャップの係数が相対的に大きいことも特徴的である。これは、中国の金融政策はGDPギャップに対してより大きく反応することを示しているのではないと思われる。つまり、物価よりも景気の方を重視している可能性があることを示している。この結論は、周行長が解釈している金融政策の最終目標のうち、物価安定に一番高いウェイトを付けていることとは整合していないが、謝ほか(2002)の分析結果とは整合的である。中国はまだ発展途上であるため、実際の政策運営において経済の発展が当然優先されるのではないかとと思われる。

表2 政策反応関数(1)式の推定結果

A

	α	λ	β_1	β_2
定数項と係数	2.474	0.628	0.142	0.679
t-Statistic	4.504	8.249	2.021	2.303
Prob.	0.001	0	0.048	0.025

B

Adjusted R-squared	0.807	S. E. of regression	0.435
Durbin-Watson stat	1.778	J-statistic	0.863

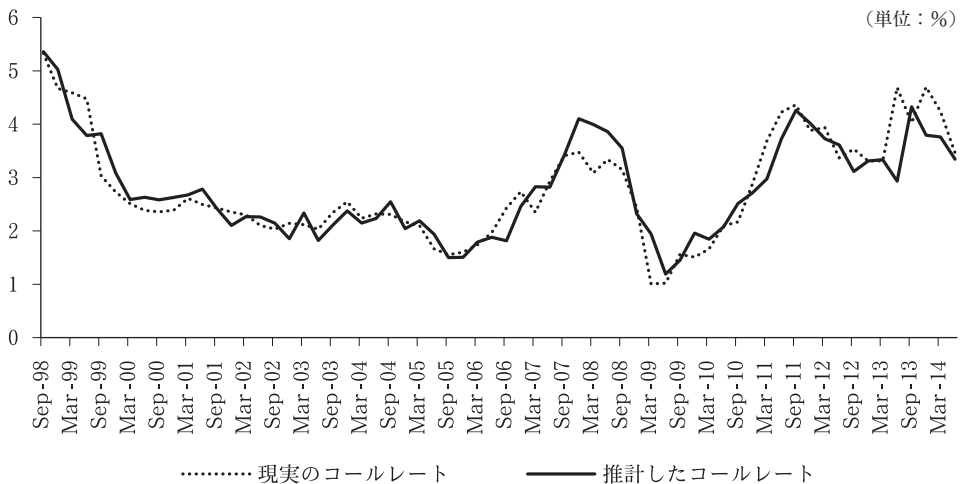


図5 (1)式によって推計した政策金利と実際のコールレート

謝ほか(2002)の推計結果と比べると、本論文の推計ではGDPギャップの係数も有意になった。

(1)式によって推計した政策金利と実際のコールレートの推移は図5の通りである。図5をみる限りでは、1998年第3期から2014年第2期まで、推計した政策金利と実際のコールレートがよく当てはまるように見える。しかし、1998年5月に公開市場操作が再開されたばかりで、2002年まで公開市場操作が1週間に1回しか行われていないこと、及び短期金融市場の規模がまだ小さかったこと等を踏まえて考えると、コールレートが本当に政策金利の代理変数とみなして良いかという疑問が残される。つまり、1998~2002年の期間では、推計した政策金利と実際のコールレートの当てはまり具合について、一定の保留的な見方を取る必要があると考えられる。また、1998~2002年は、中国はデフレに対応するため、大幅な利下げを実施した。インフレ率の急低下と大幅な利下げの期間が重なって、“大きな波”が形成されていることを踏まえて考えると、この期間の当てはまりは見せかけのものである可能性がある。

2003年から、公開市場操作は1週間に2回行われるようになり、短期金融市場の規模も大きく拡大した。さらに、2004年から金利自由化が大きく進んだ。その頃から、コールレートが真実に政策金利の代理変数とみなしても良くなったと考えられる。また、金融政策のサイクル及び、オリジナル・テイラー・ルールの検証結果を踏まえて考えると、2003年以降、(1)式によって推計した政策金利と実際のコールレートの当てはまり具合は、その通りに受け取っても良いと考えられる⁽⁷⁾。

(2)式では、為替レートの変動率を説明変数に加えた。推計結果は表3の通りである。インフレ率とGDPギャップの係数、 β_1 と β_2 は5%有意水準で有意であったが、為替レート変動率の係数、 β_3 は有意ではなかった⁽⁸⁾。また、為替レート変動率のt値がかなり低かったため、為替レート変動率を説明変数として政策反応関数に加えるべきではないことを示している可能性があると思われる。

では、為替レートは中国の金融政策の中でどのような位置づけであるだろうか？ 為替レートは、

表3 政策反応関数(2)式の推定結果

A

	α	λ	β_1	β_2	β_3
定数項と係数	2.486	0.64	0.182	0.643	-0.246
t-Statistic	4.562	11.438	2.603	2.64	-0.706
Prob.	0	0	0.012	0.011	0.461

B

Adjusted R-squared	0.812	S. E. of regression	0.432
Durbin-Watson stat	1.845	J-statistic	0.897

輸出入に大きな影響を与えているのは言うまでもない。輸出入の変化を通じて企業の業績や雇用に影響を与え、ひいては、経済全体に影響する。中国の金融当局は当然為替レートの動向に高い関心をもって注視しているに違いない。人民元高の圧力を低減するために、外国との金利差を意識して、金利をある程度低めに抑えられている可能性があるだろう。その低い金利水準のもとに、コールレートは主に国内要素のインフレ率とGDPギャップに有意に反応していると考えられる。

人民銀行は為替レートの安定を維持するために、過剰な流動性を供給し、それを吸収するために、預金準備率の引き上げ等で対応している。このため、為替レートという説明変数は、政策金利を被説明変数とする政策反応関数に取り入れるべきではないと思われる。分析の結果が有意ではないこともこの点を支持していると思われる。

(1)式と(2)式の推計結果をまとめて言うと、コールレートはインフレ率と産出量ギャップに有意に反応していたが、為替レートに有意に反応していなかった。インフレ率と産出量ギャップの係数はともに小さいが、後者の方が前者より高い。つまり、インフレ率より産出量ギャップの方が、より高いウェイトが付けられている可能性がある。

(1)式と(2)式は、中央銀行は現時点及び過去のデータに基づいて政策対応を行い、所謂バックワードルッキング・ルールに従うとするものである。しかし、現実の中央銀行の政策対応は、過去と現在のデータに依存するだけでなく、むしろ、先行きの経済状態とインフレ期待などの予測に重

点を置くうえで政策対応を行っている。これは、所謂フォワードルッキング・ルールである⁽⁹⁾。人民銀行は近年、金融政策運営においてフォワードルッキングの重要性を強調し、実際にもフォワードルッキング的な運営を行ってきたと説明している⁽¹⁰⁾。このため、本来、フォワードルッキング・ルールな政策反応関数も推計すべきであるが、中国では予想インフレ率などのデータが整えられていないため、本論文では、フォワードルッキング・ルールに立ち入らないことにする⁽¹¹⁾。

5. おわりに

以上の分析から、①2003年以降、基本的に物価とGDPギャップをターゲットとして、政策金利を（前者には小さく、後者には大きく）反応させている、②為替レートには別途、介入と預金準備率によって対応している、③近年は不動産価格の要素にも対応している、といった興味深い事実が推定されたと考えられる。

金融自由化の進展や金融市場の発達などによって、中国の金融政策は、主に物価と産出量ギャップの変動に応じて運営されるようになり、先進国と近似してくるであろう。例えば、人民銀行の周小川行長は、周（2013）の中で、潜在GDPと産出量ギャップの推計は金融政策の制定に欠かせないものであると述べた。また、産出量ギャップは、潜在GDP成長能力を推計する重要な根拠であり、金融政策を制定するうえの重要な基礎でもあると述べた。この点は、主要国の中央銀行の考え方と非常に近いものと思われる。

これから、金融自由化がさらに進み、人民元の為替制度も改革されていく。それに伴い、中国の金融政策の運営は先進国にもっと似てくるようになると思われる。もちろん、先進国型の金融政策が必ず優れているというつもりはない。先進国の経済理論や金融政策の理論が進んでいるため、その優れたところを取り入れることによって、発展途上国の金融政策は先進国に近似していくと思われる。

一方、経済発展の段階、金融市場の発達度合い、

文化や伝統などの違いによって各国の金融政策に多少の特色がある。金融自由化が完了した後も、社会主義市場経済のもとで、中国の金融政策には一定の特徴が残されると考えられる。例えば、多くの金融機関（銀行、証券会社と保険会社など）の筆頭株主が政府（中央または地方）であることは、中国金融システムの一つの特徴である。この特徴によって、中国の金融政策運営は固有の特色を残すと思われる。

《注》

- (1) 中国では、四半期の累積名目GDPしか公表していない。四半期実質GDPは以下の方法で求めた。まず、累積名目GDPをもとに、四半期の名目GDPを求めた。次は、四半期の名目GDPをGDPデフレーター（IMFによる）で割って、四半期の実質GDPを求めた。なお、2013年と2014年のGDPデフレーターは2014年4月時点にIMFによる推計であった。最後に、四半期実質GDPの季節調整を行った。
- (2) 先行研究にならって、均衡実質金利とインフレ目標率を中国の現状に合わせることも可能である。しかし、現在の中国の潜在成長率が7%くらいあるため、均衡実質金利を7%に想定すると、試算される政策金利がとて高くなり、現実とかけ離れることになる（均衡実質金利は、概ね経済の潜在成長率と同じ水準であると想定される）。また、インフレ目標は政府が制定した目標を用いることもできるが、2002～2004年には目標が制定されていないため、データの連続性が保証されないことになってしまう。
- (3) Clarida et al. (1997, 2000) のモデルは、Clarida et al. (1998) と基本的に同じものである。
- (4) 実際に求めたのは、2005年7月～12月までの月間平均レートである。1998年1月から2005年6月まで、人民元対ドルレートは1ドル=8.2765元の近くに安定に推移していたため、月間平均レートは8.2765元にした。
- (5) J統計量が自由度2のカイ二乗分布の1%有意水準である9.21を下回れば、過剰識別制約条件が満たされる。自由度3の時は、11.34を下回れば良い。
- (6) 人民銀行の金融調節によって、コールレートは、基本的に預金・貸出基準金利と連動して動いている。預金・貸出基準金利の変更は國務院の許可が

必要である。つまり、基準金利が変更されない限りでは、コールレートの大幅な変動は基本的に認められていない。

- (7) 1998年第1期～2002年第4期までを0, 2003年第1期から2014年第2期までを1とするダミー変数を(1)式に入れてみたが、有意な結果を得られなかった。
- (8) 為替レート政策は2005年7月に大きな変化があったため、1998年第1期～2005年第2期を0, 2005年第3期～2014年第2期を1とするダミー変数を、(2)式に入れて推計してみた。有意な結果を得られなかったため、その結果の報告は省略する。
- (9) バックワードルッキング・ルールとフォワードルッキング・ルールの詳細の定義および区別などは、木村ほか(2000)、鎌田ほか(2000)を参照。
- (10) 詳細は人民銀行『中国貨幣政策執行報告』2011年第4季, 79ページを参照。
- (11) この場合、期待が合理的で中央銀行が将来のインフレ率などを正確に予想できると仮定して、予想値の代わりに、実際の観測値を用いることが考えられる。例えば、田口ほか(2011)はこのような考え方で、東アジア諸国のフォワードルッキング・ルールな政策反応関数を推計した。

参考文献

日本語

鎌田康一郎・武藤一郎(2000)「フォワード・ルッキング・モデルによるわが国金融政策の分析」『金

融研究』第19巻第3号, 2000年9月

木村武・種村知樹(2000)「金融政策ルールとマクロ経済の安定性」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, 2000年4月

地主敏樹(2006)『アメリカの金融政策』東洋経済新報社

田口博之・加藤千鶴(2011)「東アジア諸国のインフレターゲットと日本への示唆——インフレターゲットと金融政策ルール, 物価安定との関係」『季刊政策分析』第6巻, 第1・2合併号

中国語と英語

樊明太(2004)「金融構造及其対貨幣伝導機制的影響」『経済研究』2004年第7期

陸軍・鐘丹(2003)「泰勒規則在中国的協整検算」『経済研究』2003年第8期

謝平・羅雄(2002)「泰勒規則及其在中国貨幣政策中的検算」『経済研究』2002年第3期

周小川(2013)「新世紀以来中国貨幣政策的主要特点」『中国金融』2013年第2期

張岐山・張代強(2007)「前瞻性貨幣政策反応関数在我国貨幣政策中的検算」『経済研究』2007年第3期

Clarida, R., Gali, J., and Gertler, M., 1998. "Monetary policy rules in practice: Some international evidence". *European Economic Review* 42: pp. 1003-1067.

Taylor, J. B., 1993. "Discretion versus policy rules practice". *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy* 39: pp. 195-214.