

# 人民元調整とマクロ経済政策\*

八木 三木男

京都産業大学ORC中国プロジェクト

2007年8月

## 概 要

この論文では、人民元切り上げ問題を中国の国内マクロ経済運営の観点から検討する。近年、中国の貿易収支は、固定相場制のもとで膨大な受取超過を続け、巨額の外貨準備を保有するにいたった。また、貿易収支の不均衡にとどまらず、中国経済の急速な経済発展の影響は、天然資源の獲得、産業素材の価格高騰などによって世界中に及んである。同時に、国内においては、格差拡大、環境問題などの深刻な問題に直面している。

人民元の切り上げは貿易相手国のみならず、中国にとっても望ましいと見なす見解が一般的になってきている。しかし、「人民元切り上げ」の実現にともなう困難もある。とくに、切り上げのスピードについては、中国国内のマクロ経済環境に対応する必要がある。急激で大幅の人民元切り上げは現実的ではないと考えられるが、人民元切り上げをとまなう、やや低めの経済成長へのソフトランディングこそ、中国政府のめざす和諧社会(調和ある社会)への道と考える。日本経済もまた、中国経済の成長率低下に備える必要がある。

**Keywords:** 人民元切り上げ、マクロ経済政策、インフレーション

---

\* 本研究は京都産業大学ORC中国プロジェクトの援助を受けたことに対して感謝いたします。

## 目次

- 序 中国経済と人民元
- 1. マクロ経済と釘付け為替レート
- 2. 人民元切り上げをめぐる慎重論
- 3. 中国の資産インフレと人民元切り上げ
- 4. 結び

### 序. 中国経済と人民元

最初の人民元札(人民幣)は、中華人民共和国建国の前年、1948年12月1日に中国人民銀行によって発行された。<sup>1</sup> 国民党政府は「金元券」を発行していた。当時、中国国内は内線状態にあり、はげしいインフレが進行中であった。翌1949年10月1日の建国とともに、人民幣は中国唯一の正貨となった。インフレが続いたので、1955年3月1日に旧1万元を新1元とするデノミを行った。この新人民幣が現在の人民元である。

中国は社会主義計画経済のもとで、各国の通貨との交換率を独自に設定していた。とくに、対ドルレートは1ドル=2.461元を維持した。しかし、1971年8月のドルの金ドル交換性停止後に開かれた先進資本主義国のスミソニアン合意(同年12月)に合わせて、翌1972年、中国は12ヶ国の通貨によって構成される「バスケット制」による為替相場を採用した。その後、1981年、バスケット制による公式レートの他に、貿易決済用の内部調整レートを設定した。一種の二重為替制である。公式レートは1ドル=1.704人民元に対して、貿易決済レートは2.8元と公式レートより割安に設定された。改革開放政策が進んだ結果、貿易収支は赤字に転じた。その結果、1985年から約10年をかけて、公式レートも貿易決済レート(外国為替調整レート)は、平行して段階的に切り下げられた。そして、1994年1月、両レートは当時の調整レートであった1ドル=8.7元に統一された<sup>2</sup>。現在の「人民元切り上げ問題」の遠因は、この時期に実施された「管理変動相場制のもとでの大幅な切り下げ」にある。

1994年以降、「釘付け変動相場制」のもとで、1ドル=8.7元の水準で「ペッグ」された。1997年のアジア金融危機の際も、この為替レートを堅持した。資本取引についての厳正な管理体制がそれを可能にして、中国および近隣諸国の経済の安定に貢献したと評されている。

2002年から2003年にかけて、人民元切り上げ問題が浮上した。中国からの輸出が増加するにつれ、アメリカや日本で競合する業界が耐えられなくなり、政治的問題になってきた。急増する中国の外貨準備高は不均衡の象徴であり、物価水準の比較による購買力平価説は理論的根拠となった。購買力平価説については他の稿で

<sup>1</sup> 田村秀男(2004)、第1章、元の「顔」はなぜ毛沢東なのか、を参照。

<sup>2</sup> 「外国為替調整市場」は留保外貨すなわち外貨の使用権を売買する市場で、外貨そのものを売買する市場ではない。戴相龍(1997)『中国金融読本』中国金融出版社、p.242。

論じたので、この論文では、人民元切り上げが望ましいことを前提に、中国の国内マクロ経済の観点から、その実施にもなう難問について論じることとする<sup>3</sup>。

現在、中国政府は、釘付け変動制のもとで変動幅の拡大することによって、少しずつ為替相場が変動していけば、実質、変動相場制と同じであるとの立場をとっているが、変動を範囲内におさえるために、為替市場への当局の介入は続いている。

## 1. マクロ経済と釘付け為替レート

### 1-1 単純なマクロモデル

固定相場制のもとで資本取引に厳しい規制を設けている国を想定する。まず物価が安定していると仮定して、開放経済ケインズ的な総需要モデルを検討する。

国民総生産(Y)は、つぎのような総需要によって決まる。

$$Y = C(Y) + I(i) + G + (X(r) - I_m(Y, r))$$

ここで、Cは消費、Iは投資、iは国内利子率、Gは政府支出、Xは輸出、I<sub>m</sub>は輸入、rは外貨建て為替相場(一元がrドルあるいはr円)である。

貨幣供給は、中央銀行の国内信用(D)に加えて、貿易収支尻による外貨流出入によって増減する。貨幣供給の増減は

$$\Delta M = \Delta D + (E_x(r) - I_m(Y, r))$$

である。ここで、Mは貨幣供給、Lは貨幣需要、Dは国内信用である。貨幣に対する需要は

$$L = L(Y, i)$$

とする。貨幣市場の均衡は

$$M = L \quad \text{および} \quad \Delta M = \Delta L$$

で示される。

---

<sup>3</sup> 八木三木男 (2007) 「中国人民元と購買力平価説」 京都産業大学ORC中国プロジェクト、2007年3月。

政府支出(G)および国内信用(D)が一定のもとで、固定相場レートに自国通貨の切り上げが行われたとする。

$$dY/dr(\text{為替相場変更の所得に及ぼす影響}) = (L_i + I_i) / \Delta < 0$$

ここで、 $T_r = dT/dr < 0$ 、 $L_i = dL/di < 0$ 、 $I_i = dI/di < 0$ 、 $C_y = dC/dY > 0$ 、 $IM_y = dIM/dY > 0$ 、 $L_y = dL/dY > 0$   $\Delta = [L_i(1 - C_y + IM_y) + I_i L_y] < 0$  である。同様に、

$$\begin{aligned} di/dr(\text{為替相場変更の国内利子率に及ぼす影響}) \\ = ((1 - C_y + IM_y) - L_y) T_r / \Delta > 0 \end{aligned}$$

となる。

貿易収支に関するマーシャル・ラーナー条件が成立して、自国通貨の切り上げ( $dr < 0$ )は、輸出超過を減少させる( $T_r < 0$ )と仮定すると、自国通貨の切り上げは貿易黒字の減少によって、国内貨幣供給を減少させる。その効果は国内信用の収縮と同じ効果をもたらす。

流動性選好の利子弾力性が大きい局面では、貨幣供給の減少による利子率上昇への圧力は弱く、投資下落を通じて起こる所得下落への影響も少ない。流動性のわなの局面、 $L_i = -\infty$ 、では、利子率は上昇せず、貿易収支からのマイナスの貿易乗数効果のみが残る。逆に、流動性選好が利子非弾力的な局面、 $L_i = -0$ 、つまり貨幣市場が非ケインズ的な局面では、所得による貨幣需要の減少が大きいほど、所得減はわずかで貨幣需要を減少させる。

たとえ、経常収支の黒字縮小による打撃があっても、国内の財政金融政策によって対応する方策がある。国内信用の増加によって、経常収支から貨幣供給への効果を不胎化すれば、金利の上昇は防ぐことができる。また、対外的な黒字縮小の代わりに、政府支出が増加すれば、所得水準への減少は防ぐことができる。ちなみに、上記モデルで、固定為替相場の為替レートを変更しない場合の財政金融政策の効果はつぎのようになる。

$$\begin{aligned} dY/dG = L_i / \Delta > 0 \quad di/dG = -L_y / \Delta > 0 \\ dY/dD = I_i / \Delta > 0 \quad di/dD = (1 - C_y + IM_y) / \Delta < 0 \end{aligned}$$

貨幣供給の面では、貿易収支の黒字は拡張的財政金融政策と同じ効果をもつ。上述のモデルですでに述べたように、中国の為替制度と財政金融システムのもとでは、

$dG=dD$ となり、その効果は為替相場切り下げ( $T_r dr$ 、 $T_r < 0$ 、 $dr < 0$ )による効果と同じになる。為替相場切り下げによる海外需要の増加によって総需要が増加するが、貨幣供給の増加によって、金利の上昇は抑制される。したがって、人民元切り上げへの抵抗は、それだけでは不十分であるが、国内マクロ政策の一部を代替する政策である。逆にいえば、人民元切り上げに踏み切る際に、 $dG=dD=-T_r dr > 0$  ( $T_r < 0$ 、 $dr > 0$ )だけの財政拡大および金融緩和の政策を採用すれば為替切り上げのデフレ圧力を相殺することは可能である。

## 1-2 開放経済のトリレンマ

国際収支の均衡に関する「開放経済のトリレンマ(open economy trilemma)」は、自由な(金利差による)資本移動、為替相場の(固定などの)裁量的操作、金融政策の(国際金融市場からの)独立、の3つは同時に成立しないという命題である。

上述の単純モデルを修正して説明する。

$$Y=C(Y)+I(i)+G+(X(r)-Im(Y,r))$$

$$\Delta M=\Delta D+B$$

$$M=L(Y,i)$$

$$B=(Ex(r)-Im(Y,r))+K(i-i^*)$$

ここで、 $B$ は国際収支、 $K(i-i^*)$ は資本流入、 $i^*$ は外国の(世界の)利子水準を表している。国際収支項目に利子反応的な資本勘定を加えただけである。政策変数はやはり、 $G$ と $\Delta D$ であるが、当局の為替介入があれば、 $B$ はゼロでなくなる。 $B > 0$ なら、外貨の買い介入であり、 $B < 0$ なら、外貨の売り介入であり、それだけ国内貨幣の供給の増減をもたらす。

資本移動をとまなう開放モデルにおいて、裁量的な固定相場と自由な資本移動のもとでは、金融政策の独立性は維持できない。なぜなら、国際金利が外国金利から乖離しているかぎり、資本流出入は続いて国内の貨幣供給は安定しないからである。それを避けるためには、資本移動の自由化を避けるしかない。しかし、中国は資本自由化の道を漸進的ながら進みつつあるので、やがて裁量的な為替相場を放棄せざるを得ないであろう。

もし、変動相場制をとれば、国際収支均衡( $B=0$ )になるように、為替レートが変化して、資本移動の受け入れ支払いを相殺するように、貿易収支が変化する。失われるのは、為替相場の裁量的操作であって、国内金融政策の独立ではない。なぜなら、国際レベルとの金利差は許容されるからである。もし、中国が資本自由化を断行すれば、おそらく、少なくとも初期段階では、資本流入が起こり、その分、貿易収支の赤字となるように人民元の価値が上昇する。貿易収支の黒字から赤字への転換は想像を

絶する転換である。したがって、変動相場制への転換と資本移動の自由化のスピードは漸進的にならざるを得ない。その間、為替介入をともなう国際収支の黒字は、外貨準備をさらに増加させることになる。

金融政策の独立性を完全に放棄して、国内金利を常に国際水準に一致させると、資本自由化を行っても、資本移動の誘因は消える。裁量的為替相場を継続して貿易収支が不均衡になっても、貨幣供給への影響は国内信用の受動的拡大縮小によって、利子率を国際水準に維持することになる。中国の場合、非現実的なケースである。

資本移動の自由化を容認しながらも、なんらかの政策によって抑制する方策が必要になる。トービン税は外国為替取引に対する課税、とくに金融的取引に対する課税、を普遍的に適用する提案である。さらに、1997年のアジア金融危機におけるマレーシアの政策のように資本取引そのものを、一時的に禁止する方策もあろう。国際的資本移動のもたらすメリットを失わないような管理政策が模索されるべきであろう。

もし、中国の改革開放政策が自由な資本移動に行き着くことを目指すものであれば、いずれ、資本自由化とともに変動相場制を採用しなければ、国際収支の均衡は実現されないという結論になる。アメリカおよび国際金融界が期待する長期的な展望も同様である。アメリカにとって、短期的には貿易収支の改善が政策目標であるが、最終的にはむしろ資本取引の自由化がより重要な外交的目標であろう。

もし、中国が資本取引の自由化を緩慢に進めることを国益とするならば、貿易収支の均衡を可能とする適切な為替レートを常に模索しなければならない。いずれにしても、中国は今後、トリレンマの3つの極の間の中間的な組み合わせという現実的な政策を採用するものと思われる。

関志雄（2002）は次のように述べている<sup>4</sup>。「現在のところ、中国は自由な資本移動を放棄する形で、独立した金融政策と為替の安定（固定レート）を選んでいる。ただし、今後政策的に、資本の流出入が自由化されて、または事実上資本移動が自由になってくると、独立した金融政策を維持するためには為替レートの安定をある程度犠牲にしなければならない。こうした認識に立って現在の固定レートは将来変動すべきであるかどうか、という議論も、中国国内では盛んになっている。（中略）少しずつ変動の幅を緩めていくというワイドバンドを進めることは、十分可能であろう。（中略）中国は急いで資本移動の自由化を図るべきではないし、人民元の国際化に至っては論外であると考えられる」と。中兼和津次も「中国当局は、一気に為替フロート制に移ることを選択しないならば、現状の枠組みで為替レートのある程度の弾力化と為替変動幅の拡大を進めて為替の切り上げを許す

---

<sup>4</sup> 関志雄（2002、p.208）

ことが望ましい」としている<sup>5</sup>。浜田宏一(2003)

## 2. 人民元切り上げをめぐる慎重論

中国政府は為替相場の調整の必要性を認めるが、大幅な「人民元切り上げ」に慎重である。その理由について検討する。

### 2-1 貿易関連生産の減少

中国国内の貿易関連企業の生産活動へのマイナスの影響である。為替レートの上昇によって輸出企業の国際競争力が弱まり、企業の利益が減少し、雇用機会が失われ、財政収入が減少する。外国のより安価になった輸入品が中国の市場で魅力を高める。

しかしながら、為替切り上げの貿易収支への影響は小さいといいうのが人民元切り上げに関する論争における一般的な結論である。記述の単純モデルに従えば、中国の $T_r$ は小さいということである。その理由については、中国の貿易の主流が、現時点では加工貿易型であることが指摘される。つまり、中国民族企業であれ、外国の進出企業であれ、素材を輸入して加工して輸出するという貿易パターンが太宗を占めているという事実である。

たとえば、白井小百合(2004)は、中国の貿易の特徴は加工貿易、すなわち、輸出に中間財や部品は輸入されているので、「人民元の中国の輸出産業に及ぼす効果は、たとえマイナスであったとしても、企業内あるいは企業間の中間財や部品の価格調整や(人民元)切り上げによる輸入価格の低下などによって、比較的容易に相殺することができる」と述べている<sup>6</sup>。また、余永定(2004)は、中国の貿易は加工貿易であり、切り上げは輸入価格の下落をとまなうので、企業の収益性を損なうことはない。また、「切り上げが小幅」であれば、経済活動への影響はそれほど深刻ではないことが、実証的にも示されているという<sup>7</sup>。さらに、榊原英資(2005)は、東アジア地域は世界最大の部品貿易地域となり、その生産ネットワーク形成の主役は日本企業であり、いわば、日本の「系列」が東アジアに広がったとみなしている<sup>8</sup>。

政策担当者の間でも、同様の見解が表明されている。連邦準備制度理事会(FRB)のアラン・グリースパン前議長も2005年、米上院財政委員会における証言で、アメリカの製造業者あるいはそれを代表する政治家は、人民元が大幅に切り上げられれば、米国の製造業の復活が可能であるかのように信じているが、そのような結論にいたる根拠はないと指摘した。人民元切り上げのために政治的圧力をかけ続ける米国の経済外交に警告したものか、あるいは地元の製造業や業界団体からの圧力を受ける自由貿易主義者の政治家に助け船を出したものかどうかは別にして、その論拠はアジア貿易の中での中国の役割にある。すなわち、中国からの輸出が増加する一方、

<sup>5</sup> 浜田宏一(2003)、第2章 中国経済脅威論と崩壊論を考える p.71。

<sup>6</sup> 白井小百合(2004)第2章、貿易構造と人民元切り上げ。

<sup>7</sup> 余永定(2004)

<sup>8</sup> 榊原英資(2005)『人民元改革と中国経済の近未来』第1章 誤解だらけの人民元論争。

「中国以外のアジアの諸国からの米国の輸入は 1990 年代における急激な増加の後に 2000 年に入って、平坦化している。この現象は、アジア域内での生産が増え、中国で集中的に最終段階の組み立てが行われ米国その他の地域に輸出されるというものである」と述べている<sup>9</sup>。アジア諸国(日本、韓国、台湾、シンガポールなど)の輸出が、中国からの輸出に代表されていることになる。したがって、中国人民幣元ではなくアジア通貨一般に対するドル相場下落の場合は、為替相場の貿易収支への効果はあることは否定していない。米国の製造業も進出して、生産物を中国から世界に輸出している。しかし、人民幣元切り上げによる貿易収支への影響は、中間財や部品の生産ネットワークの程度が低いので、日本の場合よりも大きくなるであろう。したがって、人民幣元切り上げの米系多国籍企業による輸出への影響は大きく、それだけ米国の貿易収支改善には効果があるだろう。

上述したように、小幅の人民幣元切り上げの貿易収支への影響は少ないと見られている。人民幣元切り上げによる貿易収支への影響は、現在の中国の貿易商品構造や輸出入の価格弾力性、さらには輸入にしめる輸出関連の資材調達の高い割合からすれば、人民幣元切り上げによる経常収支への影響はそれほど大きくないと思われる。とはいえ、労働集約的な製造業企業から見ると、低賃金にもとづく国際競争力は、人民幣元切り上げによって弱くなることは事実であろう。

長期的には、中国の労働者のドル評価での賃金水準は上昇するので、中国経済の低賃金による比較優位性は失われる。中国にある生産拠点での操業水準を下げるか、中国国内の工場を閉鎖して移動するか、あるいは、新規の進出先として中国を選ばないかもしれない。

## 2-2 国内の製品デフレの深刻化

人民幣元切り上げが、貿易黒字縮小そのものが経済の停滞を招くというのではなく、生産物の国内市場での供給増から生じるデフレ効果である<sup>10</sup>。旺盛な投資による国内の急激な設備投資による供給力の急増が、製品の過剰生産を生んでいる。マクロ的には、大衆の購買力が不足(ケインズの)しているからであるが、製品別に見ると、個々の企業による市場を無視した過大な生産計画(ミクロ的)にも原因がある。いずれにしても、本質的には、国内需給の不均衡によるデフレであり、その超過供給のはけ口を海外に求めることになる。人民幣元切り上げによる国際競争力の低下はその機会を失うことになる。

ケインズ的はデフレを想定すると、拡大的マクロ政策による自力の解決が可能になるまで輸出需要に依存する、という隣人窮乏化的な「時間かせぎ」といえる。しかし、通常の短期的なマクロ政策ではなく、構造的で長期的な課題である。

<sup>9</sup> 榊原英資 (2005)、p.11 からの引用。

<sup>10</sup> 余永定 (2004)

ミクロ的すなわち個別の製品の供給過剰をその特徴とすると、市場化への移行段階の現象である。中国の企業が厳しい市場競争にあることは事実であるが、結果的に厳しい競争状態にあるということと、市場経済メカニズムが機能しているとは別物である。競争＝市場経済であれば、中国経済はすでに、はるかに市場経済である。市場経済の本質は、市場に不均衡が生じないような誘因をもち、もし不均衡が生まれた場合には、それを是正するメカニズムが経済全体に備わっていることである。そのメカニズムは価格だけではなく、生産や需要の迅速な修正や是正も含んでいる。

### 2-3 マクロ政策の制度的完備

WTOに参加して数年、中国はまだ市場経済のための制度的な国内体制が構築されていない。さらに、中国は発展途上国である。もっとも、人民元切り上げの引き延ばしが、それらの制度的構築を早めるという保証はない。しかし、人民元切り上げが変動相場制への移行を早め、さらに資本移動の自由化への道を開くとすれば、そのプロセスは緩慢である方が中国経済としては好都合である<sup>11</sup>。為替制度の変更と資本取引の自由化とは別物であり、資本取引自由化に対する制度的な問題については、後述する。

よく知られるように、現在の中国のように、為替相場が伸縮的ではなく、資本移動がおこなわれない経済では、金融緩和によるデフレ対策はますます、輸出に依存する景気回復に依存することになる。たとえ、有効であっても、諸外国の反発を招くであろうし、金利低下の拡大効果を発揮するまでに時間がかかる。したがって、財政拡大政策が有効であるような経済体制を維持することが中国にとって必要である。

現状では、「人民元の切り上げ」による貿易収支の黒字縮小による金融面からの引き締め効果は弱いであろう。なぜなら、既述したように、人民元が切り上がっても、貿易収支への影響は少ないことに加えて、中国の金融市場はすでに超緩和の状態にあり、貿易収支黒字の縮小によって国内利子率がされることはないと思われる。加えて、国内の投資意欲が非常に旺盛なので、貸付利子率の少々の上昇によって、投資活動に強い影響を与えることはないであろう。消費意欲についても、金利の効果は弱く、よほどの所得の減退がない限り、消費が減少するとは思われないからである。現実には、むしろ、過熱する国内経済を安定化することが重要な目標である。

### 2-4 資本取引自由化の加速

資本取引の自由化はグローバル化の最終段階であり、諸外国(とりわけア

---

<sup>11</sup> 国内制度の完備の必要性については、南亮進・牧野文夫編(2001)、第7章 金融は中国経済のアキレス腱か？ 金融・資本市場の形成、渡辺利夫(2003)、第6章、資本取引自由化への課題、を参照。

メカ)にとって、貿易自由化以上に重要な関心事であるといってもよい。中国のWTO 加入の条件として、国際的な金融自由化のスケジュールが含まれており、その遅延は諸外国からの圧力を高めるであろう。人民元切り上げ、変動相場制への移行、資本自由化という早急なグローバル化に対する警戒である。

しかし、変動相場制が資本移動の自由化とともに進行すれば、海外からのデフレ要因に対するケインズの財政拡大政策を無力化するという危惧がある。単純なマンデル・フレミング・モデルによれば、輸出減少による不況期に、財政拡大を行えば、利率上昇が民間投資の減退を招き、資本流入による為替相場上昇による輸出の減少を招くので、ケインズの財政拡大政策は無力になる。むしろ、金融拡大政策を採用すれば、金利の下落は民間投資を増加させ、資本流出による自国通貨の下落による輸出の回復がはかれる。

資本取引が自由化されると投機的資金移動の管理が必要になる。余永定(2004)は、人民元切り上げの影響を恐れる1つの理由として、切り上げがさらなる切り上げの期待を生み、投機資金の流入が国内金融の安定を損なう恐れをあげている。「切り上げがさらなる切り上げ予想を生む」のは、政府が為替相場変更に対応するという認識を市場に与えたことにより、人民元切り上げが小幅であることが、一層の切り上げ予想を生むことを防ぐとは考えられない。むしろ、不十分な調整が、一層の調整を急がせる効果をもつであろうという自由市場論者の主張と同じであるが、それだからこそ、人民元切り上げに二の足を踏むという解釈になる。一気に十分な切り上げを行えば、それ以上の切り上げ予想はないという古典的な処方箋に行き着くが、そのショックは予測不可能でありリスクが大きい。

上述のトリレンマに関する説明でふれたように、中国の金融政策の独立性を維持するとすれば、変動相場制か資本自由化のいずれかを認めなければならない。仮に、資本自由化を先送りするために、変動相場制を採用することを選ぶとしよう。その場合、合法的であれ、非合法的であれ、投機的な資金移動を現実に防ぐことができるであろうか<sup>12</sup>。

## 2-5 変動相場制への疑念

これは人民元の切り上げに対する反論ではなく、むしろ変動相場制への批判である。トリレンマの議論によると、もはや選択肢になりえないが、1970年代初頭、ブレトンウッズ体制が崩壊した際に、変動相場制との比較によって固定相場制のメリットが論じられたことがある。すなわち、固定相場制であれば、国内のデフレは自国の財政金融政策に委ねられ、為替切り下げによる隣人窮乏化政策はとりえないというケインズの

---

<sup>12</sup> 渡辺利夫(2003)は、資本取引自由化の関連で、人民元切り上げを論じている結論的には、「金融政策の独立性を維持するためには、資本取引の自由化に伴って為替制度をより柔軟なものにすることが必要となる (p.168)」という。

なフレームである。現在でも、中国のみならず多くの発展途上国で固定相場制は採用されているし、EUのユーロは実質的にメンバー国通貨間の固定相場制によって成立している。人民元の固定相場制を、過渡期に限るにせよ、堅持する理由はあるだろうか。

1997年から98年にかけて、アジア通貨危機が発生した。中国への直接の影響は限定的であったが、輸出減少によるデフレ圧力をもたらした。そのため、中国政府は1998年3月から国内デフレ対策として、ケインズ的な需要喚起政策をとった<sup>13</sup>。インフラ建設や住宅建設に巨額の政府支出が行われ、その資金は国債の発行と国有銀行からの借り入れによってまかなわれた。これらの融資は財政赤字として計上されていないが、貨幣流通量は増加した<sup>14</sup>。

マッキノン・シュナブル(2004)は、中国の、この時期のケインズ型政策を2つの視点から次のように評価している。第一は、顕在的あるいは潜在的な公的部門の債務は処理可能であるかという問題である。累積された財政赤字と財政投融资が債務を形成する。政府は国有銀企業の支援のために、国立銀行からの融資を利用するなど、公的債務の規模は政治的な配慮によって決められてきた。この点を憂慮する論者は、国内金融システムの改善が焦眉であると警鐘をならす。

しかし、マッキノン・シュナブル(2004)は、現時点での中国の公的債務のGDPに対する比率は、日本に比べるとはるかに小さく、これ自体が大きな危険ではないと主張する。つぎに、中国では金融システムでは貨幣が依然として大きなシェアを占めている事実をあげる。一般に、発展途上国において貨幣経済が浸透するにつれて貨幣の流通量が増加する。しかし、中国の場合とりわけその拡大が急である。貨幣の発行は中国人民銀行すなわち中国政府に発行者利益(シニオラージ)をもたらす。もちろん、インフレによって、貨幣への信頼が損なわれると、貨幣から他の資産への逃避が生じる心配はある。マッキノン・シュナブル(2004)は、「しかし、中国は、政府財政への一般の信用を失うことなく、また通貨からの逃避を招くことなく、政府支出の拡大を賄えるだけの余力をまだもっている」と結論している。

アジア通貨危機における海外からのデフレ圧力に対して、中国経済への衝撃を和らげただけではなく、それによってアジア経済危機の一層の悪化を阻止した。それを可能にしたのは、中国の資本移動の非自由化と為替の固定相場であった。したがって、このレジームを見直すことに慎重である。

さらに、マッキノン・シュナブル(2004)は、ドルが東アジアにおける基軸通貨であり、中国は、日本と同様、自国通貨での貸し出しが難しいことを指摘する。中国は経常黒字国であり、ドル債権が膨らむ。しかし、国内では自国通貨である人民元が貨幣資産である。人民元切り上げによって人民元の価値が上がると予想されると、人々はますます人民元での保有に疑念をもたない。

輸出超過をもたらすための為替相場切り下げは、対外的には「失業の輸出」という

<sup>13</sup> ロナルド・マッキノン・ギンター・シュナブル「中国は東アジアの安定要因かデフレ要因か」、関志雄(2004)第7章、2-3 中国におけるケインズ型内需刺激策。

<sup>14</sup> 同上(2004)。第二の予算と呼ばれる日本の財政投融资に相当するものである。

意味で近隣窮乏化政策と呼ばれる。しかし、アジア危機に対する対応策としては、中国経済へのデフレ圧力を緩和して、結果的には地域全体のデフレ圧力を緩和した。また、人民元の固定相場への固執は、人民元切り下げを想定外にすることで、アジア地域での「為替切り下げ競争」圧力を緩和したというのが、マッキノン・シュナブルの評価である。中国は国内発の不況ではなく、アジア諸国の不況および為替切り下げによる海外からのデフレ圧力を受けた。いずれにせよ、アジア経済危機からのデフレ圧力を押さえ、中国の高度成長を維持することで、アジア地域の景気後退を緩和するのに貢献したとされている。

再び、アジア通貨危機が起こった場合に備えて、どのようなシステムを構築しておくべきか。その中で、中国の為替制度と資本自由化はどうあるべきか。人民元切り上げは単なる中国の問題ではなく、アジア諸国全体の問題でもある。中国と日本の公的資金(外貨準備)をどのように活用できるのか。このような国際通貨制度との関わりにおいて、人民元の位置づけを行うべきであるという主張である。

## 2-6 産業育成政策としての為替政策

中国の長期的経済戦略としての産業政策にとって、人民元の価値を低くしておくことは好ましいことであろうか。為替相場の変更はすべての産業分野に無差別な影響をおよぼす。産業への影響はそれぞれの分野の価格競争力によって異なるであろう。このような効果は、不胎化金融政策によって、帳消しになるものではない。中国の固定相場への執着、すなわち人民元切り上げ圧力への抵抗を、国際分業的な産業および企業淘汰の視点すなわち国際産業政策の視点から検討する。

人民元切り上げの結果、深刻な影響、端的にいえば倒産にいたる影響をうけるのは国際競争力の弱い産業である。対外需要から国内市場向けに企業戦略を変更しても、部分的な効果はあっても、国際的な価格競争力の弱体化という事実は厳存する。

幼稚産業保護論は選択的重点政策であるのに対して、為替政策による産業政策は、すべての産業分野に競争力を高める挑戦を要求する。その意味では、生産性を高めるために人民元切り上げは有効である。

中国の産業政策は現在、外資系企業との協力による産業育成を重視している。そのために、産業別あるいは企業別の選択的な優遇政策を講じることが産業政策である。各地に工業団地を造成し、企業誘致を進め、外国の技術を吸収したり、多数のハイテク工業団地を作って競わせることによって、先端産業の育成をはかっている。人民元の切り上げによって、外国企業の進出にブレーキがかかれば、この点でのマイナスとなる。しかし、本質的に長期的構造的な経済戦略が為替レートによって左右されることは少ないであろう。このような工業団地の成功や外資企業の進出は為替レート以外の要因に依存するからである。

## 3. 最近の資産インフレーションと人民元切り上げ

### 3-1 中国のインフレーション

中国は現在、一種の資産インフレ(土地、株式)の脅威にさらされている。3つのイ

ンフレ要因がある。貿易収支黒字によるマネーサプライの増加、高度成長と投資ブームによる国内需給の逼迫、非効率な資金配分、である。

貿易収支の黒字もマネーサプライからのインフレ要因である。したがって、人民元切り上げは部分的であれ、貨幣供給の増加によるインフレ要因を取り除くことになる。しかし現在の資産インフレは為替政策によるものではない。

国有企業の回生策、外国企業の進出、地方政府の地元投資、北京オリンピックによる国家投資プロジェクトなどによる投資の増加である。政府はインフラ部門の充実のために長期的には公共投資が必要であるが、内需低迷を解消するため、政府指導型の大型の公共投資を拡大した。過剰投資によるインフレは鉄鋼、セメント、アルミなどの素材の需要増をもたらし、エネルギー需要を拡大した。高度成長によるボトルネック・インフレである。

これらの投資資金はどのように調達されたか。国有企業の固定資本への投資は国家予算および政府が支配する国有商業銀行からの融資である。地方政府は地方銀行からの融資を指導する。信託投資もまた、中国人民銀行や政府機関が関与している。このような融資制度は計画経済システムの残滓であり、経済発展政策の一環であるが、市場経済で言えば、多額の不良債権をもたらした<sup>15</sup>。

家計や預金の伸び率が大きい。特に農村における預金が増えている。家計の所得水準が上昇しているためである。しかし、反面において、預金が増えているのは、所得分配の悪化が進んで余裕のある家計が増えているせいでもあり、また、家計にとって他に投資先としての金融資産がないせいでもある。国債市場、株式市場、社債市場、が未発達なためである<sup>16</sup>。銀行預金は、日本でいえば郵便貯金に相当する。ほとんどの貯蓄が銀行預金に集中し、その利用を政府に委ねている状況では、資金の配分には市場原理ははたらかない。金利機能も働かないし、リスクも考慮されない。資金のいびつな配分が、インフレの原因となっている。

### 3-2 資産インフレ抑制策としての人民元切り上げ

人民元切り上げは中国のインフレの抑制に貢献するであろうか。人民元の供給は引き締まるが、人民元の価値はたかまる。輸入は増加して、国内需要は拡大する。その資金は土地や金融資産に向かう。

日本では、1971年の「ニクソンショック」後の円切り上げとその後の二桁のインフレ、1985年の「プラザ合意」による円切り上げとその後のバブルの経験が、切り上げがむしろバブルを助長した事例となっている。

それに対して、黒田東彦(2004)は、そのような引き合いは日本の経験に関する誤解にもとづくものあるとして、誤解にもとづく中国政府の「人民元調整へのためらい」を解消する必要があるとしている<sup>17</sup>。黒田東彦を 1971年ニクソンショック、スミソニアン合意後の狂乱物価については、石油危機があった。1985年のプラザ合意後については、1987年はじめからマネーサプライが伸び率を高めた時、アジア通貨危機が起

<sup>15</sup> 最近の不良債権比率の減少は、新規融資の増加によるからかりという説もある。白井(2004) p.199。

<sup>16</sup> 最近の株式ブームや「株民」の出現はその結果であろう。

<sup>17</sup> 関志雄(2004)、第8章、黒田東彦「円高の経験と中国にとっての教訓」。

こり、当局は公定歩合を引き上げる機会を逸した。日本でインフレやバブルをもたらしたのは、「あくまでも財政金融政策の誤りであり、適切な財政金融政策が採られていれば、十分防げた問題なのである」という評価をする。日本の経験から学ぶことは財政金融政策の失敗（特に行きすぎた金融緩和政策）であるとする。なお、黒田東彦は、結論的に、人民元切り上げについては、「数年かけて緩やかに為替レートを調整していくこととし、毎年の上昇率をせいぜい5－7%にとどめる」ことを提案している。

#### 4. むすび

人民元の切り上げは中国にとっても望ましい。その進展の速度については、国内のマクロ経済環境を注視する必要がある。しかし、高度成長を前提にして、人民元切り上げを先延ばしすることは、中国経済の長期的な発展にとってのぞましくない。人民元切り上げについては、時間的猶予はなく、ショックの少ないタイミングを選んで人民元切り上げを断行するしかない<sup>18</sup>。

低成長路線に転換して、調和的な発展政策をはかるべきである。中央政府の方針が高度成長の持続である以上、表面きって低成長論を議論できない政治風土がある。しかし、低成長へのソフトランディングこそ、和諧社会（調和ある社会）への道であると思われる。日本経済もそのような状況に備える必要がある。

#### （補足） 不胎化政策実施能力への疑問

貿易黒字の累積による外貨準備の増加が国内貨幣供給を増加させる。これについて、中国政府のマクロ政策、とくに不胎化政策の実効性への疑問があげられている。中国では、財政金融制度が未発達であるため、財政政策と金融政策とを区別することができない。財政支出が増える時には、不胎化政策が行われなければ、貨幣供給が増える<sup>19</sup>。中央銀行である中国人民銀行は、政府の財政政策の実施機関であり、その傘下にある国有銀行に融資を指示する権限をもっている。したがって、中国政府に最高の権限があるので、そのような不胎化政策について、権限上の障害はない。同様に、貿易収支の受取超過はそのまま貨幣供給の増加となる<sup>20</sup>。それは金融的な景気刺激策である。不胎化政策は貿易収支受取による貨幣量の増加を国内信用の

---

<sup>18</sup> 関志雄（2002）は「このように、経済のファンダメンタルが改善している今こそ為替制度を改革する好機である。（中略）「居安思危」（安きに居りて危うきを思う）という諺のように、当局としては、（ドルペッグ離脱の－引用者）チャンス逃すべきではない（p.217）」と述べている。ただし、この提言は2002年の状況を踏まえたものである。

<sup>19</sup> 既述のモデルでいえば、 $dG = dD$  となる。

<sup>20</sup> 既述のモデルでは、 $dD = 0$

減少によって相殺するものである<sup>21</sup>。

さて、逆に、人民元切り上げによって、貿易収支の黒字が減少して、デフレ効果が予想されるとする。輸出超過の減少は金融引き締め政策と同じ効果をもつ。したがって、人民元切り上げによるデフレ効果は、マネーサプライの減少を不胎化(この場合は貨幣供給の増加)すれば、デフレ抑制することができるはずである。

しかし、白井(2004)は中国では不胎化政策は機能しないという<sup>22</sup>。貿易収支の受取超過が続いている現状にそくして、その理由を次のように説明している。すなわち、中央銀行である中国人民銀行が国債や中央銀行債を使って売りオペ(貨幣吸収)をした場合、中国人民銀行の保有する純国内資産が減少するはずであるが、実際には減少していないという。その理由として、銀行間金利より国債金利が低く設定されているため、売りオペにかけると国債価格が下落する(利子が上がる)ので、不胎化政策が十分にできない状況であったとしている。国債金利を高くすれば、市場での消化が進むのであるが、それでは中国中央銀行(すなわち中国政府)としては、金利負担が増加する。たしかに、外貨準備資産の活用から得られる収益(アメリカ国債からの金利)が高ければ、国債金利を高くして売りオペをしても中国中央銀行としては収益をあげることが可能になる。しかし、アメリカ国債の金利が中国国債の金利を下回ると、中国の中央銀行の採算は悪化するので、不胎化政策の十分に行わない誘因が生まれる。このような理由によって、白井(2004)は、「人民元切り上げ」の必要性を主張している。

同じ論理を、「人民元切り上げ」による貿易収支の悪化の場合の不胎化政策に適用してみよう。中央銀行は買いオペによって、貨幣供給を緩和しなければならない。外貨準備の活用から得られる海外からの収益を減少するが、国債の買いオペによって国債金利の負担も減少する。この場合は、外貨準備活用からの利益、すなわちアメリカ国債の金利が国債金利よりも高いと、やはり不胎化政策を十分に実施しない誘因が生じる。この理由が正しければ、アメリカ国債の金利が上昇している現在(2007年)では、「人民元切り上げ」の結果として必要になる公開市場操作による不胎化政策は不十分になる。対外資産減少によって生じたマネーサプライの減少によるデフレ効果を抑制することはできない。いずれにしても、不胎化政策が十分に行われるためには、中国国債の金利が十分にたかくならなければならないが、アメリカ国債の高い金利に対抗することは困難である。

したがって、このようなアメリカ国債の金利収益と中国国債の金利負担の裁定に依存する中央銀行(中国政府)の行動が不胎化政策の実効力を左右しているという説にしたがえば、ともかく貿易収支の巨大な受取超過をもたらしている原因を取り除くために、「人民元切り上げ」が必要であるという結論になる。しかし、不胎化政策の実効力を阻害している中央銀行(中国政府)の行動原理に根本的な問題がある<sup>23</sup>。

<sup>21</sup> 既述のモデルでは、 $T + dD = 0$

<sup>22</sup> 白井早由里(2004)、第4章インフレ抑制策としての人民元切り上げ、pp.214-222。

<sup>23</sup> 2007年、中国は外貨準備を使って米投資ファンド、ブラックストーン・グループに30億ドルを出資する方針を決めた。

## 参考文献

- 小川英治編著（2006）『中国の台頭と東アジアの金融市場』日本評論社  
戴相龍（1997）『中国金融読本』中国金融出版社  
榊原英資（2005）『人民元改革と中国経済の近未来』角川書店  
白井小百合（2004）『人民元と中国経済』日本経済新聞社  
関志雄（2002）『日本人のための中国経済入門』東洋経済新報社  
関志雄（2004）『人民元切り上げ論争』東洋経済新報社  
田村秀男『人民元・ドル・円』岩波新書899，岩波書店  
浜田宏一（2003）『世界経済の中の中国』NTT出版  
ファン・ガン（2003）『中国 未完の経済改革』岩波書店  
宮崎正弘（2001）『「円」 vs 「人民元」』かんき出版