

中国人民元問題試論 - 実体経済的観点から - *

国際関係学部
教授 清水 隆雄

On the Current Chinese RMB Problem -From Real Sector's Point of View-

The Chinese RMB Problem has been in focus in international economic scenes since mid-2001. There are now intensive debates over what, when and how the Chinese foreign exchange rate system should be changed, not only in politics, political economy and business world but also in academic field of economics. We discuss the problems from real sector's point of view by simulation analysis using the JETRO-WEIS world macro econometric model. Our simulation results, under the plausible scenarios, imply that the revaluation of the Chinese RMB against US dollar brings about deflation effects on both of Chinese economy and the rest of the world due to the decrease in world trade volume in short term. It seems to suggest that the change in Chinese foreign exchange rate system, if any, should be most cautious not only because of jeopardizing financial stability in China but also because of possible deflation effect on the world economy.

1. はじめに

2001 年年央頃より始まった中国人民元に対する諸外国からの切り上げ圧力は、2004 年末には相当の圧力に達していたが、一部に予想ないし期待されていた中国の為替相場制の変更は見られないまま 2005 年を迎え、現在一見その圧力は収束したかに見える。事実 2004 年末高騰していた香港NDFの人民元値は 2005 年に入って下落を見せ始めている⁽¹⁾。

しかしながらこのことは人民元問題が消滅したことを意味するものではない。その理由は、まず第 1 に中国政府自身が現行制度の見直しについてその必要性を公式に認めていること。第 2 に中国国内にも現行制度の見直し必要論者がいること。第 3 に米国、欧州、日本、特に米国に根強い切り上げ必要論者が存在していること。さらに第 4 に市場において

* 本稿は平成 16 年度国際関係学部個人研究「ポストケインジアン派成長理論の有効性」による研究成果の一部である。

(1) 香港NDF 1 年物の相場は 2004 年中年末にかけてRMB7.79/\$ 台まで高騰したが、2005 年に入って 1 月 17 日までにRMB7.87/\$ と続落している。

はこれを見越してかなり大量のホットマネーがすでに中国に流入していると思われることである。そして最後にまた最大の理由として、たとえ中国人民元についての為替制度変更が必要であり、さらにこれが中国自身の利益にかなうものであるにしても、この変更が外国の圧力に屈した形で行なわれたという印象は何としても避けたいという中国政府の政治的思惑がある。短期的にはこの最後の点が最大の焦点になっていると考えられる⁽²⁾。

ところで人民元問題、あるいは中国の為替相場制度問題については、そもそも人民元の価値が現状で過小評価されているのか過大評価されているのか、と言う基本的問題から始まって、為替相場制度を変更するとすればどのような選択肢があり得るのか、望ましいのか、それには対外的に資本移動自由化の問題とも、また国内の金融セクターの整備、調整とも絡めてどのような環境整備が必要なのか、その実施順序とタイミングはどう考えればよいのか等々の問題を巡ってさまざまな論議が展開されてきている。そしてそれはときにまったく相対立する結論が導出されているのが現状である⁽³⁾。

ここでは、まず次節で短期的な見通しについて市場の観測を簡単に要約し、つぎに上に指摘した人民元問題、中国の為替相場制度問題について各種の論点を整理する。ついで以上 2 つの節の整理から得られる現状でさしあたり現実的と考えられるシナリオを設定し、これをもとに JETRO-WEIS 世界経済モデルを用いて中国が新しい為替相場制度に移行した場合に中国経済、また日本をはじめとするその他世界の実体経済にどのようなインパクトをあたえるのか、シミュレーション分析によって明らかにする。最後に簡単な結論的要約を述べる。

2. 市場の短期的観測⁽⁴⁾

中国人民元問題について現在の現地市場の短期的観測を要約すると以下のとおりと考えられる。

(1) 何時実施されるか

中国人民元の為替相場制度がいずれ変更されるであろうことについては、ほとんどすべてのひとが一致して変更されるであろうと予想している。ではそれは何時行なわれるのか、短期的に見て意見は 2 つに分かれている。すなわち今年前期、あるいは後期に実施されるであろうと見るひとと、本年中は行なわれないと考えるひとがほぼ半々である。またこれは正確にはないが、どちらかという金融筋、あるいは金融・貨幣経済的観点から観測しているひとは本年中に実施されると見るひとが多く、一方

⁽²⁾ また中国当局としては、香港ドルとの関係および台湾との関係を考慮に入れなければならない。これは高度に政治的な課題である。

⁽³⁾ 第 3 節で述べるとおり人民元問題の論点整理に関しては関(2004)、白井(2004)を参照。

⁽⁴⁾ この節で述べる市場の短期的観測は、2005年2月下旬、筆者が行った現地調査の結果を整理したものである。

実物経済側から観測しているひとに本年中には実施されないとみるひとが多い。両者に共通しているのはいずれにしても当初の変動は小幅なものにとどまるであろうとしていることである。

(2) どのような制度変更か

上述のように、たとえ制度変更が実施されるにしても当初の変動は小幅なものにとどまるであろう、とするひとが大部分を占めるが、ではどのような制度変更が行なわれるのか、圧倒的多数は事実上のドルペッグを維持したまま、その変動幅を拡大する方式を採用している。拡大幅については上下3%程度と見るひとが多く、広くとって5%としている。

一方、現行のドルペッグ制を維持したまま、once for allの小幅な切り上げにとどまるとするひとでも少数ながら存在する。

さらに金融筋では制度変更にもない事実上のドルペッグから通貨バスケットを採用し、変動幅を拡大する方式の可能性も排除できないとする見方もある。

(3) 制度変更のための条件、環境整備

以上のように何時、どのような形で人民元の為替相場制度を変更するのか、については見方が分かれているが、それではどのような条件、環境整備が整えば中国政府は為替相場制度変更の実施に踏み切るのでしょうか。この点に関しては最低限以下の3つの条件が揃わなければならない、とほとんどのひとが異口同音に指摘している。

- 1) まず第1に、為替相場制度の変更が中国政府自身の主体的な判断に基づいて実施されるのでなければならない、ということである。これを裏返せば、なんらかの外国の圧力に迫られて実施するという印象を絶対に避けたいということである⁽⁵⁾。
- 2) つぎに現在既に相当の額に達していると思われる中国へのホットマネーの流入について、これらの動きがある程度鎮静化し、処理できているのでなければならない。これは再度投機の波に襲われないためにも必要である。
- 3) そして何よりも新制度移行後に生じる新しい事態について金融当局が対応できる準備ができているのでなければならない。

以上の点に関連して中国政府はすでに細部においては政策的対応を示している（貸出し金利上限の撤廃、外貨送金規制の緩和等）が、何時、如何なる形をとって実施されるかは現在高度に政治的判断に委ねられており、中国人民銀行よりもさらに上のレベルでの意思

⁽⁵⁾ 当初人民元の切り上げそのものを主張していた米国政府は、その後「より柔軟な為替制度」の採用が望ましいと呼びかけるなど、対中国に対する態度をトーン・ダウンしており、この件に関しては米中間にすでになんらかの合意が出来ている、とする観測もある。実際、米国政府、USTRは2004年9月9日、労働組合、産業団体からなる「中国通貨連合(China Currency Coalition)」による301条提訴を即日却下した。

決定によるというのが大方の観測者の認識である⁽⁶⁾。

3. 人民元をめぐる論点整理

- (1) 人民元のみならず一般に現代の国家にあって一国の為替相場制度は単に為替相場制度そのもののみならず、その国の金融制度・政策、国際収支問題と密接に関連する。いわゆる開放経済下のトリレンマといわれる問題である。開放経済下のトリレンマ (open economy trilemma) とは、開放経済体制の下では、独自の金融政策、自由な資本移動、為替レートの安定の3つを同時に達成することは出来ない、とする命題である。すなわち、自由な資本移動を容認しつつ独自の金融政策を行なおうとすると、為替レートの変動は甘受せざるを得ず (日本など主要先進国の変動相場制) 自由な資本移動を容認しつつ為替レートの安定を実現しようとする、独自の金融政策は放棄 (= 金融政策を為替相場の安定に割り当て) しなければならない (香港、euro 加盟国などが採用するカレンシーボード制、通貨同盟など) 為替レートの安定を確保しつつ独自の金融政策を行なおうとすると、資本移動を規制しなければならない (中国、マレーシアなどのドルペッグ制) のである。
- (2) このような状況下、とくに開発途上国にとってどのような為替相場制度が最適か、という問題については特に 1997 年のアジア金融・通貨危機の発生後あらためてさまざまな議論がなされてきている。たとえば、途上国にとっての最適な為替相場制度とは完全な変動相場制(clean float)か、完全な固定相場制(hard peg)かのいずれかであって、現実にその中間形態をとる国は、いずれはそのどちらかの制度に帰結するとするtwo corner solutions (あるいはbipolar view) のような議論がでてくるのもこのような背景においてである⁽⁷⁾。
- (3) それではこのような基本的な問題も含めて、中国人民元問題とは何が問題なのであろうか。白井 (2004) は以下の 8 点を掲げている。
 - 1) 米国の対米貿易黒字は人民元切り上げによって修正できるのか
 - 2) 日本国内で高まる人民元切り上げ論の是非
 - 3) 人民元は大幅に過小評価されているのか
 - 4) 中国はインフレの発生源なのか、デフレの発生源なのか

⁽⁶⁾ 2005 年 3 月 14 日、全人代閉幕後の記者会見で温家宝首相は記者の人民元改革の中身と実施時期についての質問に対して、これまで同様、慎重なスタンスを示したが、「人民元改革の実施時期については、意表をつくタイミングで行う可能性がある」とも示唆している。

⁽⁷⁾ たとえば福田・計 (2001)、大谷・藤木 (2002)、大野・福田 (2003) 等を参照。ただし石山 (2004) は理論的にはともかく、実際には過渡的に両者の中間形態をとることが可能であるとしている。

- 5) インフレ圧力は人民元の切り上げによって抑えることができるのか
- 6) 短・中期的に中国が採るべき為替制度とは何か
- 7) 長期的に望ましい為替制度とは、変動相場制への転換のタイミングとは
- 8) 人民元は国際通貨となりうるのか

白井(2004)は以上のそれぞれの論点について自ら答えようとしているが、それよりも問題なのは以上のいずれの論点についても論者によってその答えが鋭く対立しており、二極分化現象が生じている、とされていることである。

- (4) 例えば、論点 3)の「人民元は大幅に過小評価されているのか」という問いは基本的な問題であるが、政治的な発言(政府当事者等)はともかくとして⁽⁸⁾、アカデミックな世界においてさえまったく対立した見解が存在する。その例示として近時のものを掲げれば、永田(2003)、IMF(2004)、Funke and Rahn(2004)、あるいは白井(2004)は人民元が著しく過小評価されている強い証拠はないとする一方、Goldstein(2004)、またFrankel(2004)は少なくとも30~35%程度人民元は過小評価されているとする⁽⁹⁾。
- (5) ここでの当面の目的は、上記の問題に対して特定の主張をしようとするものではなく、人民元の価値の変動が中国経済をはじめ世界の各国経済の実物的側面にどのような影響を与えるのかをシミュレーションによって明らかにすることにあるから、上記との関連で述べれば、論点の1)、5)、6)が直接の問題となるが、以下に述べるように現状である程度現実的と考えられるシナリオによって分析するのが妥当であろう。

4. ひとつの現実的シナリオ

以上に示したように人民元をめぐる論点は錯雑しているが、要は中長期的にはともかく、現時点で中国の置かれている国内経済の状況、また中国経済の発展段階を考えれば、短期的には以下のように考えるのが最も現実的ということになるのではなかろうか。すなわち、

- (1) 中国のような経済において自国の金融政策の自律性、独自性を放棄することは考えられない。

⁽⁸⁾ たとえば2003年6月13日、米国スノー財務長官(当時)は「中国の人民元の柔軟性を高める意向を明らかにしている。その行動を支持する」と変動相場制への移行に向けての期待を表明。一方中国の温家宝首相は就任直後の2003年3月18日、「人民元相場は1994年の切り下げ後、不変であった訳ではない」として実質為替レートで見れば人民元の価値はむしろ増価していることを示唆、また2003年10月19日、胡錦濤主席は人民元の価値は「現在の中国の経済実態に合っている」との見解を表明している。

⁽⁹⁾ これら論者の主張の根拠の多くが、何らかの形で購買力平価に基づく計測結果に依拠しているが、中国の統計の不備も重なって、そもそも購買力平価説に依拠すること自体に無理がある。この論点の詳細はここでは触れない。IMF(2004)を参照。

- (2) すると上記開放経済下のトリレンマの図式からすれば人民元の価値を安定的に保つためには、変動相場制に移行するのみならず、同時に資本移動の自由化を実施しなければならないことになる。
- (3) しかしながら現在中国が完全な人民元の変動相場制への移行と完全な資本自由化を同時に実施するような状況にないことは明らかである。
- (4) したがって問題となるのは自由化実施の順序をどのように設定するかにあるが、これには資本移動の制限を一応据え置いたまま、まず為替制度をある程度弾力的に運用することで資本移動自由化への条件を整えることが妥当であろう。
- (5) このように一部資本移動を制限し、為替制度の変更を図ることは人民元への圧力が高まり、また長期的には中国にとっての資本移動制限のコストがますます大きくなることが予想されるが、短期的な移行措置としては現実的な選択であると考えられることができる。このような考え方はPrasad et al (2004) 等にも見ることができる⁽¹⁰⁾。

以上からここでは現実的な短期的シナリオとして以下を想定した。

- (1) Case1 Once for all (1 回限り) の人民元の為替レート切り上げ
2005 年に対ドルレートを 20% 切り上げ、以降再びドルペッグを維持する (2006 年以降対ドル名目レート一定)⁽¹¹⁾
- (2) Case2 ドルペッグを前提とした人民元の Wider band 制への移行
2005 年以降ドルペッグを前提として上下各 5% の Wider band 制への移行するが、上昇圧力のため、人民元はたえず上限に張り付き、事実上 2005 年以降各年 5% ずつ対ドルレートが切り上がる。

5. 中国の為替相場制度変更のシミュレーション分析

5.1. 分析ツール (WEIS 世界経済モデル)

本稿の分析ツールとしては世界経済情報サービスが開発した WEIS 世界経済モデルと演算システムを用い、これに本稿に必要な修正、拡張を行いシミュレーション用のファイ

⁽¹⁰⁾ このほか、たとえばEichengreen(2004)は基本的にPrasad et al (2004) と同じ立場をとっているが、Goldstein and Lardy(2004)は人民元のonce for allの切り上げ後wider bandに移行するという2段階アプローチを主張し、一方では、McKinnon(2003)、Mundell(2003)等は現状では為替制度の変更をするべきではない、としている。

⁽¹¹⁾ 中国は1994年1月人民元の為替レートを市場レートの一本化することで事実上の切り下げを実施した。以来、中国人民銀行は為替レートの変動幅を基準レートの上下0.3%以内に抑える為替制度を採用している。したがって正式には中国の為替相場制度は管理フロート制になるが、ここ数年、変動幅は上下0.1%以内に抑えられており、事実上はドルペッグ制である。

ルを設定する。

WEIS世界経済モデルは 42 カ国・地域からなり、このうちここでの分析の直接の対象国である日本、米国を含むG7、アジアNIEs 4、ASEAN4、中国等についてはそれぞれ修正ケインジアン型の理論に基づき、方程式 150 本前後、中規模の連立方程式体系からなる完結したマクロ計量モデルで構成されている。各国マクロモデルは国際貿易（商品貿易）によってリンクされ、収斂計算によって各国経済のマクロ変数と国際貿易の動きが整合的な解をもつよう設計されている。また本モデルの貿易セクターは通常この種の多数カ国モデルで用いられる世界貿易マトリクスによる解法を用いず、主要国についてはすべて相互に bilateral の輸出入関数を用意しているため、貿易関連のシミュレーションを行なう際具体的な負荷ができるようになっている。世界経済モデル全体では約 1,500 本の構造方程式と 7,000 本の定義式、計 8,500 本の式体系から構成されている⁽¹²⁾。

5.2. Baseline

Simulation 分析を行なうためには、まず中国人民元の為替制度が何らの変化もせず、現在の状態で推移した場合の世界経済についての想定を行なわなければならない。ここでは、この Baseline の設定について以下の通りとした。

(1) 計測期間を 2005 年から 2010 年までとする。

(2) 前提条件

Baseline 演算のための主要な前提条件（外生変数等）は以下の通りである。

1) 人口は国連人口予測の中央値。

2) 原油価格、一次産品価格は IMF、IFS 指数（の 1990 = 100 への変換値）に準拠、2006 年までは IMF 予測値、以降はほぼ一定と仮定。原油価格は 2005 年の \$34.1/b から 2006 年の \$28.7/b へ下落、以降一定。

3) 世界金利（の代理変数としての euro dollar rate）は米国金利に連動し、2005 年の 2.93% からやや上昇して 2006 年 3.4%。以降一定

4) 各国（変動相場制通貨の）為替レートは 2006 年まで相対購買力平価で決定。対ドル円レートは 2005 年の 105 円から 2010 年には 102 円へやや円高方向。Euro はほぼ一定の動きを示す。

5) その他、各国の経済システム、経済政策に大幅な変更は生じないものと仮定する（したがって、香港の為替相場制度については現状のシステムに変更がないと仮定している）。

(3) 演算結果（2010 年に至る世界経済）

⁽¹²⁾ WEIS世界経済モデルの詳細についてはWEIS(2004)を参照。

- 1) 世界経済は 2005 年に 3.4%の実質経済成長率を見せた後、2006 年には 2.7%とやや減速する。予測（演算）期間中、実質経済成長率を年平均 2.5%の拡大テンポで成長する。この間、先進国全体は同 1.7%（米国は 1.6%、日本は 1.7%）、開発途上国は全体として同 4.5%の拡大テンポを示す（中国は 6.4%、アジア NIEs4 は 3.8%、ASEAN4 は 5.2%）。
- 2) 世界インフレは同期間中やや上昇するものの安定的に推移し、消費者物価指数で測ると世界全体では年平均 2.3%のテンポで上昇。先進国全体では同 1.5%で上昇する。この結果、先進国ドル建て輸出価格指数は年率マイナス 0.1%で、また世界のドル建て輸出価格指数は予測期間中一定となる。
- 3) この結果、世界貿易は予測期間中年平均名目値、実質値とも年率 3.5%のテンポで拡大する。
- 4) 中国の実質輸出は予測期間中年平均年率 3.7%のテンポで拡大する。しかし実質輸入の伸びは同年率 8.2%に達する。これは中国の経常収支が傾向として逆調に転じることを意味する。

5.3.Simulation

(1) Case1 Once for all の人民元の対ドルレート切り上げ

中国が 2005 年に人民元の対ドルレートを 20%切り上げ、以降再びドルペッグを維持する（2006 年以降対ドル名目レート一定）ケースについて検討する。

- 1) ここで数量的な結果を見る前に、このようなショックが生じた場合にそれが世界経済に与える因果関係について確認しておこう。まず人民元の対ドル増価は中国経済にどのような影響を与えるであろうか。人民元の増価はドル評価してみた（すなわち中国以外の国から見た）中国国内製品の価格を高値にし、逆に中国にとっては外国製品を安価なものにする。これによって中国の実質輸出は減少し、実質輸入は増加するであろう。これは中国の経常収支に逆調の影響を与え、また中国経済の生産活動を減少させることによって、投資、消費にも影響を与え、結果として実質成長は鈍化する。一方中国にとって輸入価格が引き下げられることによって、国内物価に対してはインフレ圧力の低減につながり、これは中国の輸出価格をも引き下げることになる。この要因は先の人民元の増価による輸出価格の上昇を相殺するよう働くであろう。一般にこのような効果は実質輸出入関数の弾性値として表現されるが、いま中国の主要貿易相手国として、米国、日本を例にこの弾性値を計測すると下表の通りとなる。すなわち、中国の対米、対日輸出については所得弾性値が価格弾性値を大きく上回り、一方、中国の対米、対日輸入については所得弾性値と価格弾性

値がほぼ等しいという特徴をもつことが確認される⁽¹³⁾。

表 1. 中国の対米、対日輸出入関数推計値

	所得弾性値	相対価格の 価格弾性値	コイック・ ラグ	$\overline{R^2}$ D.W.比
対米輸出	+2.7166 (2.11)	-0.10575 (-0.18)	+0.6594 (4.26)	0.9828 1.023
対日輸出	+2.0400 (3.95)	-0.8965 (-2.02)	-	0.8425 0.719
対米輸入	+1.0562 (4.59)	-1.0728 (-3.18)	+0.3009 (1.95)	0.8481 2.070
対日輸入	+0.9365 (1.75)	-1.0168 (-1.34)	+0.6570 (2.64)	0.5602 1.436

() 内= t-value

註：ただしシミュレーションに際しては線型の関数を用いて演算を行っている。

出所：筆者による推計

2) つぎにこのように中国経済に生じたショックの効果は国際貿易を通じて全世界のその他の国の経済に波及する。もし中国経済に成長鈍化が生じるとすれば、それはその他世界の中国と取引を行なっている総ての国の対中輸出を減じる作用を持つであろう。一方、価格面では対中輸出は有利化する。この両方の効果が結果的にどのようなようになるかは米国、日本の場合の上の例に見る通り、各弾性値の大小関係に依存することになる。中国経済に成長鈍化が生じるとすれば、結果的に米国、日本も成長鈍化を免れないケースも生じうる。そしてこのことはこれに止まらず、さらに中国の対米、対日輸出の鈍化を通じて中国の成長を押しとどめることになるかもしれない。以下の述べる数量的評価は以上のような相互作用すべてを織り込んで収斂計算をした結果である。

3) まず中国経済がどのような影響を受けるかを見ると、人民元の増価により、中国の実質輸出は初年度(2005年) 114.6億ドル(1990年固定価格、1990年為替レート評価、以下同じ)あまりbaselineより減少する。これはbaselineより3.37%あまりの乖離である。また実質の伸びにして3.63%pの減少を示すことを意味する。一方実質輸入については初年度、18億ドルあまりbaselineより増加する。これはbaselineより0.43%あまりの乖離である。また実質の伸びにして0.48%pの増加

⁽¹³⁾ ただし、厳密にはもちろんコイック・ラグの項をも考慮する必要がある。

を示すことを意味する。すなわち相対的には輸入増よりは輸出減によって大きな影響を蒙る。この結果、中国経済は対外部門でネットマイナスの寄与が生じるほか、国内部門では消費よりは投資需要の大きな減少につながり、集計値としてはその実質経済成長率を 1.63% p も減速させる結果になろう。経済規模は baseline より 1.5% 縮小してしまう。一方人民元の切り上げによる人民元建て輸入物価の下落が国内物価の安定に寄与する度合いも大きく、初年度中国のインフレは消費者物価指数でみて 2.58% p、民間消費支出デフレーターでみて 2.67% p も減速して物価安定につながる。

- 4) Once for all の人民元の切り上げというシナリオはモデル上、1 回限りのショックを中国経済に与えることを意味するが、中国経済についてその後の経年変化を見ると、まず実質輸出については切り上げによる輸出減の効果は漸次小さくなっていき、シミュレーション開始 5 年目の 2009 年にはわずかながら (2.6 億ドルあまり) baseline の水準を上回ることになる。また各年の伸びで見ると初年度の大きな落ち込みから、次年度以降は一貫して baseline の伸びを上回って伸びる結果になっており、baseline との乖離は上述のとおり 2009 年に逆転する。一方、実質輸入についてみると輸入の伸び増加のテンポは漸減するが水準では初年度の 18 億ドル増から一貫して増加を示し、2010 年にはその額は 62 億ドルに達することを示している。2010 年には baseline との乖離率は 1% に達しよう。このような中国の実質輸出入の動きとそれが国内需要に与える影響を加味して、経済全体に与える効果を実質経済成長率としてみると中国の GDP 成長率は初年度の 1.63% p の大きな落ち込みから次年度には成長率としては baseline を上回る成長を一貫してみせることになり、その意味では中国経済はショックからの強い回復力を持つといえよう。しかしその経済規模を baseline との乖離でみると、2010 年に至っても baseline との乖離率はマイナス 0.29% となっており、後遺症が残るといふべきであろう。
- 5) つぎに中国人民元の切り上げがその他世界に与える影響をみよう。上に見たように人民元切り上げによって中国は実質輸出を大きく減じ、実質輸入を増やすことになるが、これを貿易相手国別にみると、2005 年中国の輸出純減 115.6 億ドルのうち、額としては対米国の 38.3 億ドルが最も大きく、次いで対日本、28.9 億ドル、対アジア NIEs 4 が 15. 億ドル (その大部分は対シンガポール) の順であり、この 3 地域で輸出純減全体の 70% に達することになることを示している。一方輸入純増 18 億ドルの内訳は日本が 7.2 億ドル、香港が 4 億ドル、米国 3.4 億ドルの順であり、この 3 地域で輸入純増の 80% に達する。これを中国以外の個別の国の側からみれば以上のような対中貿易の直接効果のみならず、それによって影響を蒙る第 3 国との貿易の影響という間接効果も加わることになるのである。すなわち世界全体の貿易という観点からみれば中国人民元の切り上げは世界貿易の縮小効果をもつこと

になる。その縮小効果は 171 億ドル (2.1%) あまりに達しよう⁽¹⁴⁾。このような有効需要の喪失は当然のことながら各国の成長に影響を及ぼす。そこで各国の実質経済成長率の変化をみるとシミュレーション初年時 (2005 年) 米国は 0.05% p、日本は 0.02% p 成長率を加速させ、先進国全体では 0.02% p 成長率を加速させる。しかし中国を含む途上国全体は逆に 0.35% p 成長率を baseline より減速させるという結果になり、世界全体では 0.07% p の減速効果があることになる。また途上国は地域、国によって大きく明暗を分けることになる。アジア NIEs 4 中ではシンガポールが 1.77% p と baseline より大きく成長を加速させ、ついで香港、台湾もプラスの効果を受けるが韓国は 0.47% p の減速効果を受ける。ASEAN4 でも明暗が分かれ、マレーシア、インドネシアはプラスの効果を受けるが、タイ、フィリピンはマイナスの効果を受ける。このように各国の成長率に及ぼす影響は明暗を分けるがプラスの効果を受ける多くの国も中国およびその他世界への実質輸出の増加によってよりもむしろ自国への実質輸入への減少によって成長へのプラス効果が生じるのであることが注意されなければならない。

- 6) このような世界経済に対する影響を経年変化としてみると、成長率で見ると初年時プラスの効果をもった先進国経済も次年次には baseline よりも低い成長率に転じ、その効果は 2009 年まで残る。一方途上国にあっては成長力の回復は早く、2008 年には baseline よりも高い成長率に転じる。しかし世界経済の経済規模を baseline と比較すれば、2010 年時点で GDP の baseline との乖離率は先進国全体で 0.14%、中国を含む途上国全体で 0.27%、世界全体では 0.18% 縮小する結果となっており、その意味では 2010 年に至っても、有効需要喪失の後遺症は残るものと見られるのである。

(2) Case2 人民元のドルペッグを前提とした Wider band 制への移行

つぎに 2005 年以降人民元はドルペッグを前提として上下各 5% の Wider band 制への移行するが、上昇圧力のためたえず上限に張り付き、事実上 2005 年以降各年 5% ずつ対ドルレートが切り上がるケースを検討する。

- 1) まず中国経済に与える影響を見ると、人民元の増価により、中国の実質輸出は初年度 (2005 年) 24.2 億ドル (1990 年固定価格、1990 年為替レート評価、以下同じ) あまり baseline より減少する。これは baseline より 0.71% あまりの減少である。また実質の伸びにして 0.77% p の減少を示すことを意味する。一方実質輸入については初年度、5.3 億ドルあまり baseline より増加する。これは baseline より 0.13%

⁽¹⁴⁾ 一般に通常のマクロ計量モデルにおける各国輸出入関数の定式化にあたっては価格効果について輸出入国の相対価格のみを考慮している。しかし現実にはある輸入市場において輸出国の製品は輸入国の国産品とのみならず、他の輸出国の製品とも競合関係にある可能性がある。この可能性を考慮するとここでの結論は修正を受ける可能性がある。

あまりの乖離である。また実質の伸びにして 0.14% p の増加を示すことを意味する。すなわち相対的には輸入増よりは輸出減によって大きな影響を蒙る点は Case1 と変わらない。またこの結果は中国経済の国内部門で投資需要が減少し、集計値としてはその実質経済成長率を 0.36% p 減速させる結果になる。経済規模は baseline より 0.33% 縮小する。一方人民元の切り上げによる人民元建て輸入物価の下落が国内物価の安定に寄与する度合いは、初年度中国のインフレは消費者物価指数でみて 0.65% p、民間消費支出デフレーターでみて 0.66% p 減速して物価安定につながる効果がある。すなわち以上の結果は概ね Case1 より切り上げ幅が少ない分だけ経済に対するショックも小さくなることを示している。

- 2) Case1 の 1 回限りの切り上げと異なり Case2 では 6 年間にわたって 5% ずつ小幅な切り上げを行なうことを想定している。この場合、中国経済のその後の経年変化はどのような経路をたどるであろうか。まず実質輸出についてみると人民元切り上げによる輸出減の効果は水準でみると漸次大きくなっていく。すなわちシミュレーション開始時の 2.4 億ドルから開始 5 年目の 2009 年には 9.2 億ドルあまり baseline の水準を下回ることになる。ただし各年の伸びで見ると初年度の 0.77% p 減から漸次伸びの落ち込みが小さくなり、2010 年には baseline の伸びを上回って伸びる結果になっている。しかし baseline との乖離は上述のとおり累積的に大きくなり 2009 年には baseline に対して 2.32% 縮小する結果になる。一方、実質輸入についてみると輸入の増加も漸次拡大し、その増加の水準は初年度の 5.3 億ドル増から一貫して増加を示し、2010 年にはその額は 72.7 億ドルに達することを示している。2010 年には baseline との乖離率は 1.17% に達しよう。このような中国の実質輸出入の動きとそれが国内需要に与える影響を加味して、経済全体に与える効果を実質経済成長率としてみると中国の GDP 成長率は初年度 baseline に比して 0.36% p の減速を示すが次年度以降減速幅は縮小し、2010 年には成長率としては baseline をわずかに上回る成長をしめすことになる。その意味では中国経済はショックからの強い回復力を持つといえよう。しかしその経済規模を baseline との乖離でみると、2010 年に至っても baseline との乖離率はマイナス 0.71% と大きく、後遺症が残るというべきである。
- 3) つぎに中国人民元のこのような小幅なしかし持続的な切り上げがその他世界に与える影響をみよう。人民元切り上げによって中国は実質輸出を大きく減じ、実質輸入を増やすことになるが、これを貿易相手国別にみると、2005 年中国の輸出純減 24.2 億ドルのうち、額としては対米国の 8.1 億ドルが最も大きく、次いで対日本、6.1 億ドル、対アジア NIEs 4 が 3.1 億ドルの順であり、この 3 地域で輸出純減全体の 70% に達することになることは Case1 と変わらない。また輸入純増 5.3 億ドルの内訳は日本が 1.9 億ドル、香港が 1.3 億ドル、米国 0.9 億ドルの順であり、この 3 地域で輸入純増の 80% に達することも同様である。この結果世界全体の貿易

量は 35.2 億ドルの縮小効果をもつことになる。この有効需要の喪失は各国の実質経済成長率の変化としてみるとシミュレーション初年時(2005年)、米国は 0.01% p 成長率を加速させるが、先進国全体では変化なく、中国を含む途上国全体は 0.09% p 成長率を baseline より減速させるという結果になり、世界全体では 0.02% p の減速効果があることになる。2005-2010 年間の世界経済は年平均 0.04% p 実質経済成長率を減速させることになろう。これは 2010 年時点で世界の GDP が baseline より 0.21% 縮小することを意味する。

- 4) このケースのインフレに対する効果をみると、中国経済については一貫してインフレ圧力の軽減につながり、またその効果は累積的に大きくなる。消費者物価指数で見て 2005-2010 年間年平均 3.32% p の物価引下げ効果がある。また世界的にみると先進国は全体として需要増から物価上昇圧力につながるが、途上国は全体としてインフレ鎮静の方向を取り、世界全体では 2005-2007 年間変化なく、その後ややインフレ減速の効果がでることになる。

(3) Case1 と Case2 の結果の比較

以上 Case1 と Case2 のシミュレーション結果を要約したが、この 2 つの結果を比較するとどのようなことが示唆されるであろうか、簡単に要約しておこう。

- 1) まず、Case1 と Case2 の違いは中国経済に自国通貨の対ドルレート切り上げと言うショックが、1 回限り大きく生じるか、あるいは持続的にしかし小さく生じるかの違いである。したがって計量モデル上、実物経済の観点からは、このショックに対して中国経済をはじめ各国経済がどのような調整能力をもつか、換言すれば、各国が各自の潜在成長力のもとで均衡にむかってどのような調整スピードで成長経路をたどるのかの問題に帰結する。
- 2) 上に示したごとく、この中国発のショックは 1 次的にはまず相対的に中国の大幅な輸出減と小幅な輸入増となって現れ、これは同時に中国の成長を減じ、物価を安定するよう作用することになる。2 次的にはこの中国経済における変化が貿易を通して世界各国に波及し、各国がこの変化に対応した調整過程に入ると同時に、3 次的には世界全体が収斂過程を通してある種の均衡に向かう。
- 3) したがってどちらの状況が望ましいかは、国によって、また如何なる状況を望ましいとするか、その基準によって異なってくるであろう。ここではこの判断の基準としてシミュレーション初年時(2005年)とシミュレーション 4 年時(2008年、この年、Case2 において「結果的に」人民元の切り上げ幅が 20% と Case1 と同じになる)のマクロ変数の baseline からの乖離率を基準に各国の状況を見てみよう。
- 4) まず中国経済について見る。中国にとってシミュレーション初年時(2005年)の状況は Case1 より Case2 の方が望ましいのは明らかである。当然のことなが

ら輸出減 (baseline からの乖離率 - 3.37%、以下同) 輸入増 (0.43%) 成長率 (- 1.50%) いずれをとっても Case1 による負の効果は大きい。Case1 においてインフレ圧力は大きく軽減するが、中国の現況においてこのメリットは小さいといわなければならない。しかしシミュレーション 4 年時 (2008 年) においては状況は異なる。GDP の baseline からの乖離率をみると Case1 では - 0.52% であるのに対して Case2 では - 0.73% と Case1 よりも大きく縮小している。国際貿易面では実質輸出の落ち込みは Case2 の方が大きく (Case1、- 1.14% に対して Case2 は - 2.22%) 一方、実質輸入増は Case1 の方が大きい (Case1、+ 1.00%、Case2、0.73%)。物価面への寄与では Case1 の方が大きい (消費者物価指数の baseline からの乖離率をみると Case1 では - 0.12.66%、Case2 では - 7.30%)。すなわちこのことは、当初の激しい成長率の落ち込みに耐えられるならば中国にとってどちらかといえば中期的には Case1 の方が望ましいことを示唆しているといえる。

- 5) つぎに日本にとってはどうであろうか。日本にとってシミュレーション初年時 (2005 年) の状況は Case1 の方が Case2 より望ましいのは明らかである。これは端的に輸出増 (baseline からの乖離率 + 0.05%、以下同) と輸入減 (- 0.97%) によって成長率が加速する (0.02%) ことに表われている。しかし中期的にはこの結果は逆転する。すなわちシミュレーション 4 年時 (2008 年) において GDP の baseline からの乖離率をみると Case1 では - 0.21% であるのに対して Case2 では - 0.11% と Case1 よりも落ち込みが小さくなっている。国際貿易面でも実質輸出の落ち込みは Case2 の方が小さく (Case1、- 0.13% に対して Case2 は - 0.05%) 一方、実質輸入減も Case2 の方が大きい (Case1、- 0.37%、Case2、- 0.70%)。これは日本の貿易活動が直接中国経済の成長減速に影響されるのみならず、中国発のショックが近隣諸国に波及し、その結果が間接的に日本の貿易活動に影響を与えるためでもある。この間に事情は米国にとってもほぼ同様である。米国にとってもシミュレーション初年時 (2005 年) の状況は Case1 の方が Case2 より望ましいのは明らかである。成長率は Case1 の場合 0.05% Baseline より増加する。しかしシミュレーション 4 年時 (2008 年) において GDP の baseline からの乖離率をみると Case1 では - 0.27% であるのに対して Case2 では - 0.11% と Case1 よりも落ち込みが小さくなっている。国際貿易面でも実質輸出の落ち込みは Case2 の方が小さく (Case1、- 0.31% に対して Case2 は - 0.23%) 一方、実質輸入減も Case2 の方が大きい (Case1、- 0.46%、Case2、- 0.47%)。この結果、日米にとってはどちらかといえば Case2 の方が望ましいといえよう。また日米を比較した場合、経済規模を考慮に入れると国際貿易面では米国の方が日本より影響が大きく、経済に与えるインパクトは大きくなるものと考えられる。

6) 最後に、中国、日本、米国を含む世界経済全体にとってはどうであろうか。端的に云って中国人民元の切り上げは、まず中国の大幅な実質輸出減と小幅な輸入増をもたらす。すなわち世界的にみると世界貿易は縮小均衡を結果する。またこれにより世界経済の成長は鈍化する。シミュレーション4年時(2008年)において実質世界貿易の baseline からの乖離率をみると Case1 では - 0.22%、Case2 では - 0.23%と両方のケースでほぼ同じ程度に縮小する。しかし世界 GDP の乖離率をみると Case1 では - 0.22%であるのに対して Case2 では - 0.14%に止まっており、この意味では Case2 の方が望ましいことを示唆している。

6. 結論的要約

中国経済は WTO 加盟後、現在までのところ順調な経済発展を遂げつつあり、世界貿易の面でも一大貿易国になりつつある。このような状況のもとでは長期的には中国の為替相場制度がより柔軟なものになり、通貨交換性の回復と資本移動の自由化を図ることが中国自身の利益になり、また世界経済体制の上からも望ましいことは疑いない。

しかしながら短期的にみると中国経済自身多くの処理すべき問題を抱えており、とくに金融システムにおける種々の問題の存在、整備、処理の必要性は、ただちに完全な変動相場制と資本自由化への移行が非常に大きな危険を伴うことを示唆している。

このような現状から出発してどのような移行過程がありうるかを考えるとき、当面、現行の資本移動規制を維持したまま、人民元の価値にやや柔軟性を持たせる制度に移行するのが現実的であると考えられる。

このような前提のもとにここでは2種のシナリオを設定し、マクロ経済モデルによるシミュレーション分析をおこなった。いずれのシナリオも金融経済的側面から見ると、場合によっては短期的に激しい投機の波に曝されるリスクの可能性を抱えているものであるが、いま実物経済的側面に焦点を当て、このシミュレーション結果を見ると、中国経済はいずれのシナリオによっても輸出減と輸入増による生産能力の過剰とデフレ圧力に曝されることになり、またいずれのシナリオが中国にとって望ましいかは、その結果が短期と中期では逆転することが明らかになった。

もとより中国人民元の為替相場制度をいつ、どのような形に変更するかは中国政府の判断にかかわるものであるが、その実施あたっては状況に対する十分な見極めと慎重な環境整備が必要であると考えられる⁽¹⁵⁾⁽¹⁶⁾。

(15) 固定相場制から変動相場制への移行にともなう一般的諸問題についてはDuttgupta et al.(2004)を参照。

(16) その意味ではまったく異なる理由により、筆者の結論はMcKinnon(2003)、Mundell(2003)等の見解にほぼ等しくなる。

表2. シミュレーション結果 (Case1 人民元のonce for all、20%切り上げ)
 (Baselineからの乖離率、1990年固定価格、為替レート評価、%)

国、地域	GDP			輸 出			輸 入			輸出 - 輸入	
	2005	2008	2010	2005	2008	2010	2005	2008	2010	2005	2010
世界	-0.07	-0.22	-0.18	-0.21	-0.22	0.00	-0.21	-0.22	0.00	0.00	0.00
先進国	0.02	-0.15	-0.14	-0.04	-0.17	-0.09	-0.26	-0.23	-0.02	-	-
日本	0.02	-0.21	-0.15	0.05	-0.13	-0.12	-0.97	-0.37	0.37	0.71	-0.37
米国	0.05	-0.27	-0.30	-0.10	-0.31	-0.15	-0.46	-0.46	-0.12	1.14	0.04
途上国	-0.34	-0.41	-0.27	-0.58	-0.34	0.17	-0.14	-0.22	0.02	-	-
中国	-1.50	-0.52	-0.29	-3.37	-1.14	1.41	0.43	1.00	1.00	-17.17	-0.22
ANIEs4	-0.05	-0.91	-0.53	-0.04	-0.08	0.11	-0.25	-0.44	-0.06	1.26	0.95
ASEAN4	-0.04	-0.14	-0.11	-0.05	-0.18	-0.15	-0.07	-0.26	-0.19	0.01	0.04

註： ANIEs4=韓国、台湾、香港、シンガポール
 ASEAN4 = タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン

出所：筆者の演算結果

表3. シミュレーション結果 (Case2 Wider Band 制採用、人民元は毎年5%切り上げ)
 (Baselineからの乖離率、1990年固定価格、為替レート評価、%)

国、地域	GDP			輸 出			輸 入			輸出 - 輸入	
	2005	2008	2010	2005	2008	2010	2005	2008	2010	2005	2010
世界	-0.02	-0.14	-0.21	-0.04	-0.23	-0.29	-0.04	-0.23	-0.29	0.00	0.00
先進国	0.00	-0.07	-0.14	-0.01	-0.11	-0.19	-0.05	-0.25	-0.32	-	-
日本	0.00	-0.11	-0.21	0.01	-0.05	-0.13	-0.21	-0.70	0.73	0.16	0.18
米国	0.01	-0.11	-0.25	-0.02	-0.23	-0.36	-0.10	-0.47	-0.63	0.28	1.34
途上国	-0.08	-0.33	-0.40	-0.12	-0.46	-0.51	-0.02	-0.19	-0.25	-	-
中国	-0.33	-0.73	-0.71	-0.71	-2.22	-2.13	0.13	0.73	1.17	-3.82	-7.58
ANIEs4	-0.08	-0.56	-0.51	-0.00	-0.06	-0.05	-0.05	-0.37	-0.53	0.29	2.43
ASEAN4	-0.00	-0.02	-0.04	-0.01	-0.12	-0.20	-0.02	-0.17	-0.28	0.01	0.15

出所：筆者の演算結果

参考文献

邦文

- 石山 嘉英 (2004)「国際資本移動の増大と為替レート制度の選択」『経済セミナー』日本評論社 2004.12号
- 大久保 勲 (2004)『人民元切り上げと中国経済』蒼蒼社
- 大久保 勲 (2004)「最近の中国経済情勢(人民元は切り上げか、変動幅拡大か)」『JBIC 香港駐在員事務所 中国レポート』国際協力銀行香港駐在員事務所 2004.12号
- 大谷 聡・藤木 裕(2002)「21世紀の国際通貨制度：展望」『金融研究』日本銀行金融研究所 2002.12号
- 大谷 聡・渡辺賢一郎(2004)「東アジア新興市場諸国の外貨準備保有高」『金融研究』日本銀行金融研究所 2004.12号
- 大西 義久 (2003)『円と人民元』中央公論社
- 大野 早苗・福田 慎一(2003)「東アジアの相互依存と通貨制度」ESRI Discussion Paper No.82. 内閣府経済社会総合研究所 2003.12
- 関 志雄編(2004)『人民元切り上げ論争』東洋経済新報社
- 黒田 東彦 (2004)『元切り上げ』日経 BP 社
- 小林 一夫 (2003)『人民元の行方』日本銀行香港事務所
- 白井 早百里(2004)『人民元と中国経済』日本経済新聞社
- 白井 早百里・唐 成(2004)『中国の人民元の切り上げについて』総合政策学ワーキングペーパーシリーズ No.39. 2004.5.
- 世界経済情報サービス(2004)『WEIS 世界経済モデルの概要』世界経済情報サービス
- 谷口 満(2005)「中国元問題の検証」『国際協力銀行月報』国際協力銀行 第22号、2005.2
- 田村 秀男 (2004)『人民元・ドル・円』岩波書店
- 中島 厚志編(2004)『中国人民元の挑戦』東洋経済新報社
- 永田 雅啓(2003)「人民元は安いのか」『国際貿易と投資』国際貿易投資研究所 第54号、2003.冬
- 日本貿易振興機構(2005)「為替レートの切り上げ幅、5%以下が大方の見方(中国)」『通商弘報』日本貿易振興機構 2005.2.4号
- 福田 慎一・計 聡(2001)「通貨危機後の東アジアの通貨制度」『金融研究』日本銀行金融研究所 2001.12号

英文

- Duttgupta, R., Fernandez, C. and Karacadag, C. (2004). "From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility". IMF Working Paper. WP/04/126.

- Eichengreen, B. (2004). "Chinese Currency Controversies". CEPR Discussion Paper No.4375. CEPR.
- Frankel, J. A. (2004). "On the Renminbi: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under Flexible Rate". Unpublished paper.
- Funke, M. and Rahn, J. (2004). "Just How Undervalued is the Chinese Renminbi". *World Economy*. forthcoming.
- Goldstein, M. (2004). "Adjusting China's Exchange Policies". IIE Working Paper 04/1. IIE.
- Goldstein, M. and Lardy, N. (2003). "Two-Stage Currency Reform For China" *Asian Wall Street Journal*. 2003.9.12.
- IMF. (2004). "People's Republic of China: Article IV Consultation Staff report". IMF.
- Lardy, N. (2002). *Integrating China into the Global Economy*. Brookings Institution.
- McKinnon, R. and Schnabl, G. (2003). "China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? The Problem of Conflicted Virtue". Unpublished paper.
- Mundell, R. (2003). "Globalization and RMB Exchange Rate". Presentation at Renmin University of China, Beijing. 2003.10.31.
- Prasad, E. ed. (2004). *China's Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges*. Occasional Paper no.232. IMF.
- Prasad, E., T. Rumbaugh, and Q. Wang. (2005). "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Flexibility in China". IMF Policy Discussion Paper. PDP/05/1. IMF.