

# 人民元、 管理フロート制へ

中国人民銀行は七月二一日、人民元を対ドルレートで約二%切り上げることと決定するとともに、元のドル・ペッグ制を廃止し、「市場の需給を基礎に、通貨バスケットに基づく管理されたフロート制を実行する」（周小川・人民銀行総裁）と発表した。中国経済の台頭とともに人民元の「切上げ」問題は、この数年來の国際経済の焦点であっただけに画期的な決定となった。その意義と背景、今後の展開などについて識者の見解を求めた

## “第三の道”ではなく完全フロート への移行を

国際金融情報センター理事  
中央アジア研究所理事長

大場 智満



人民元の管理フロートへの移行、二%の切上げについて、これを評価するというのが日米通貨当局の最初の反応であった。

しかし中国人民銀行は、通貨バスケットのレートを参考にし、一ドル＝一元の中心レートの上下〇・三%の範囲内で取引レートを変動させるとしている。同行の実際の運用状況をみないことにはイメージがわからない。

本誌1月17日号に書いたが、資本の流出入規制をある程度緩和、撤廃してからフロートに移行することが望ましい。しかしIMF(国際通貨基金)の中国に対する四条コンサルテーションのペーパーを読むと、まずフロートに移行し、その後資本の流出入規制を自由化する手順で

もよいと書かれている。しかも、日本、イギリス、インドはフロート移行を先行させたところ。資本の流出入規制を維持し、ドルの買い介入も辞さない中国の政府、人民銀行は、一挙に完全フロートに移行してもよかつたのではないか。通貨バスケット方式を参考として使う管理フロートをとる必要はなかったのではないか。

人民元の二%の切上げも小さすぎて、資本投機や輸出入のり



湖北省の縫製工場

ーズ・アンド・ラグスを引き起こし、結局より大きな切上げに追い込まれるおそれがある。

中国は現実的な方策、第三の道を選択したのである。しかしこの第三の道が中途半端な対応にならないければよいが。

プラザ合意後の円高、ドル安の歴史を十分に検討し、日本のような対応はしないといっている当局者がいるという。しかし今回のやり方をみると、学習効果があがっていないような気がする。

また、八月の切上げ予想に反して、七月に切上げを行ったことはよかつたと思つ半面、新たなリスクを生んだような気もする。

胡锦涛主席の訪米まで二カ月もある。その間に投機的な動きが強まり、結果としてドルの買い介入のサイズが大きくなることもある。

このよつな状況が起これると、米側のプレッシャーを高めるお

それがある。

中国は「社会主義市場経済」すなわち、共産党主導の市場経済である。したがって資本の流入規制の緩和を、弾力的に行うことが可能であろう。

人民元高を避けるために、流入規制をさらに強化するようなことはせず、流出規制を緩和する道を選択してもらいたい。

いずれにせよ、金融システムの弱い中国では、資本の流出入規制の緩和はステップ・バイ・ステップで進めざるをえないのかもしれない。

G5やG7の経験からすると、人民元の対ドルレートは、通貨当局によって決められるものではなく、為替市場における

資金の需要・供給によって決められることになる。

「社会主義市場経済」だから、市場の力より通貨当局の力が強いと考えたいところだが、遠からず、市場の力が通貨当局の力にまさる事態になっていくと思つ。

人民元切上げの輸出、輸入への影響、中国に進出している企業への影響は、二%の切上げが五%になつたとしても、そう大きなものではない。しかし二ヶタの切上げになれば、海外直接投資にも影響が及ぶ。中国に進出している電機・電子、繊維、自動車、化学など製造業の利益率が低下することは避けられない。反日の動きがおさまつたと

しても、日本の製造業はタイをはじめとするアセアン諸国、インド等への直接投資を増やし、中国投資とバランスをとつていくのではなかつたか。

最後に人民元が国際通貨の間入りをする第一歩との期待が語られるが、現状は国際化には程遠い。

通貨が国際化するということは、貿易の建値、決済通貨として使われているか、資産運用の対象となつているか、外貨準備に占めるシェアがどうなつていくかで決まるものである。

貿易に対する規制、資本の流入入に対する規制の緩和を進めて、人民元が使いやすい通貨になつていくことを期待したい。

## 金融制度・外為市場整備、不良債権処理 プロセスの第一歩

慶応大学

教授

榊原

英資



温家宝首相や周小川人民銀行

総裁など中国要人は「人民元改

革」について、一カ月ぐらい前

# 日本経済の現局面と ハードル

日本経済は、個人消費と設備投資が自律的な回復を始めた。輸出依存ではない民間需要を支える成長という、八〇年代とも、九〇年代とも違う新しい経済の形がみえる。増税と歳出削減による財政再建が課題となる。



## 世界経済のリスクファクターは 米国住宅バブルの崩壊

### 利下げ効かず、財政動けずドル安政策へ

現在の世界最大の経済的リスクファクターはアメリカの住宅バブルである。FRBのグリーンズパン議長もこの問題を意識した金融政策をとっている。このバブルの崩壊はさきのITバブル・ショックよりも大きなものとなるだろう。これがはじければアメリカ経済のみならず世界経済への波及は避けられない。アメリカはこのバブル崩壊を阻止しようとしても金融政策は効かず、また、財政出動も限られたものとなるだろう。残された政策手段は為替政策のみで、ドル安政策をとる可能性が高いだろう。

野村総合研究所  
研究開発センター  
主席研究員 リチャード・クー



#### グリーンズパンも 気づき始めた

FRBのグリーンズパン議長は最近の議会証言のなかで、「皆がリスクと思っていること

はリスクではない」と語っている。本当のリスクというのはみえない、われわれがいま想定していない世界から何かが起こることがリスクであって、皆が心配していれば市場経済はそのリ

スクをそれなりにプライスなどに反映させるので、(小さな問題にはなるかもしれないが)結果的には大きな問題にならない。

こうした観点からみると、世

界最大のリスクファクターはアメリカの住宅バブルだと考えられる。最近、有力雑誌が特集を組むなど、ようやく世界的に注目され始めたが、気づくのが遅れており、なによりもグリーン

# 技術革新と規制緩和を加速させ、 全要素生産性の向上を

## 財政再建はGDP比八%の歳出削減で

日本の景気循環はかつてのように大きな振幅を繰り返さなくなり、より経済のファンダメンタルズを反映した姿になっている。経済成長のドライバーは労働力、資本、経済全体の効率性だが、日本では経済全体の効率性が減退したことが問題だ。技術革新と規制緩和を加速することと並行して、増税と歳出削減の最適な組合せを政治的に決断し、成長を維持しつつ財政再建への道筋をつけないといけない。

### 在庫管理技術の進歩

日本の景気の現状を一言でいうと、「ゆるやかな回復が続いている」というつまらない表現になる。状況は二年前からあまり変わっていない。

九〇年代以前は在庫は上昇傾向を維持しつつ大きな変動を繰り返していたが、九〇年代に入

って若干の低下傾向をみせ、〇〇年代には大きく低下し、かつ、変動幅も小さくなった。その原因は、情報通信技術の進展によって在庫管理がしやすくなったことにある。

自動車産業は昔から在庫管理が上手だったが、おもしろいことに情報通信技術に長けているはずの電機産業は在庫管理が苦

手で、在庫循環のグラフは大きな振幅をみせていた。しかし、最近では電機産業でも在庫循環の振幅が小さくなった。

このように日本企業は在庫の管理がうまくなったため、生産が急激に増えることはないかわり、大きく落ち込むというところもない。その結果、日本の景気循環は経済のファンダメンタル

ズに近い姿になっている。

したがって、今後の日本の景気を考える際には、本源的な経済成長の原動力がどこにあるのか、それがいつ現われるのかに注目する必要があると考えている。

金利上昇、賃上げ圧力への備え



モルガン・スタンレー証券  
株式調査部 日本担当部長  
ロバート・アラン・フェルドマン