

中国当局は2010年6月、リーマンショック以降中断していた人民元の変動を再開した。この決定には2つの理由、貿易不均衡を背景とした米国からの人民元切上げを求める圧力（外部要因）と固定相場を維持することで起こる弊害（国内要因）があった。前者は、中国が人為的に人民元相場を固定化することにより不当に輸出競争力を高めている、そして米国内の中小企業が安価な中国製品に需要を奪われ打撃を受けているという批判を反映したものである。一方、後者は、①固定相場を維持するための為替介入により国内の通貨供給量が過度に増加し、景気過熱または資産価格高騰を通じてインフレ圧力が高まるリスク（図1）、②輸入物価を通じたインフレ圧力の高まりにより、金融政策の柔軟性が損なわれることを反映したものである。本稿では、人民元の切上げという政策対応が米中貿易不均衡や固定相場を維持することにより高まるであろうインフレ懸念の解決策となりうるかを検討し、今後の中国当局の政策運営を展望したい。

まず、一つ目の貿易不均衡の是正という視点であるが、これに関しては中国の労働集約型生産体制や米国の貯蓄・投資バランスがポイントとなる。中国製品の輸出競争力の源泉には、安価な労働力という優位性を活かした労働集約型の生産体制があるが、中国と米国との賃金格差を踏まえれば多少の為替調整では中国の優位性は揺るがないと考えられる。また、そもそも米国の貿易赤字は米国の貯蓄・投資バランスが投資超過であることに根本的な原因があり、為替調整だけで解決できる問題ではない点にも注意が必要である。

次に、二つ目の金融政策の柔軟性という視点であるが、これに関しては資本流入のメカニズム、外貨準備の為替変動リスク、国際金融に関する制約という3つのポイントがある。

最初のポイントである資本流入については現在、中国への資本流入は主に貿易黒字、直接投資、人民元切上げ期待による投機を通じて発生する。これらの要因による外貨流入が続く中、中央銀行が人民元相場の安定性を維持するためにドル買い介入を実施する結果、外貨準備が積み上がりと同時に通貨供給量が増加する（図2、3）。2009年以降、通貨供給量増加により発生した過剰流動性を背景に、不動産投資等、過剰な固定資産投資が起り（図1）、資産バブルを警戒した中央銀行は

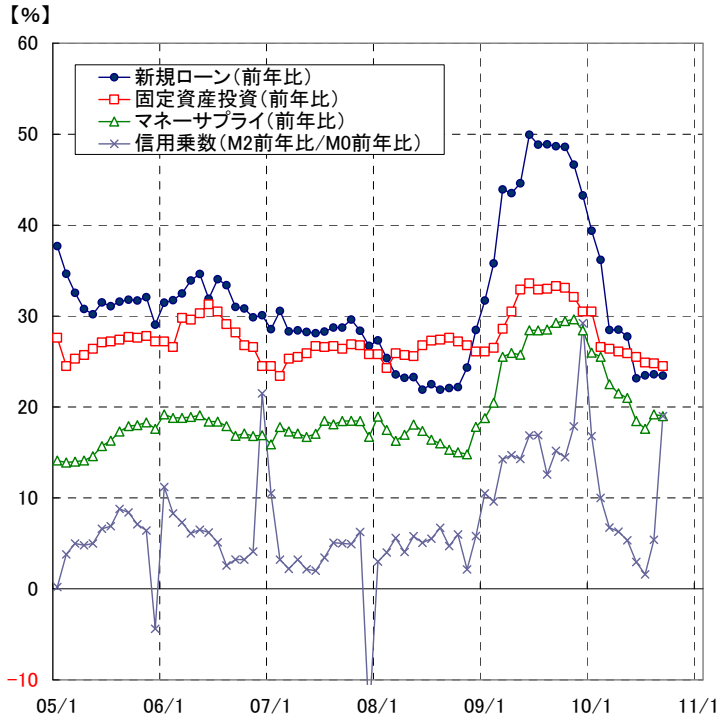
預金準備率引き上げ、窓口指導等により融資の量的規制や不動産購入制限を強化した。

2番目のポイントは外貨準備の為替変動リスクであるが、これは介入により膨れ上がった外貨準備（ドル建て）は為替変動リスクに晒されるため、ドル安が続けば中国人民銀行のバランスシートが毀損し、中央銀行の信認低下に繋がる恐れがあるということである。

3番目のポイントは国際金融の観点であるが、これに関しては「国際金融のトリレンマ」という有名な命題がある。この命題は、簡単に言えば①金融政策の独立性、②固定相場制、③自由な資本移動の3つが同時に成り立つことはなく、どれか一つは放棄せざるを得ないということであり、この命題の下では固定相場制を維持し続けるならば金融政策の独立性が損なわれるのは必然の結果となる。現在の中国は①と②を確保するために③を放棄しているが、前述の通り外貨流入圧力により、部分的に資本移動が発生しながらも、固定相場制を維持しようとしているため、金融政策の独立性が損なわれつつあるのが実態である。

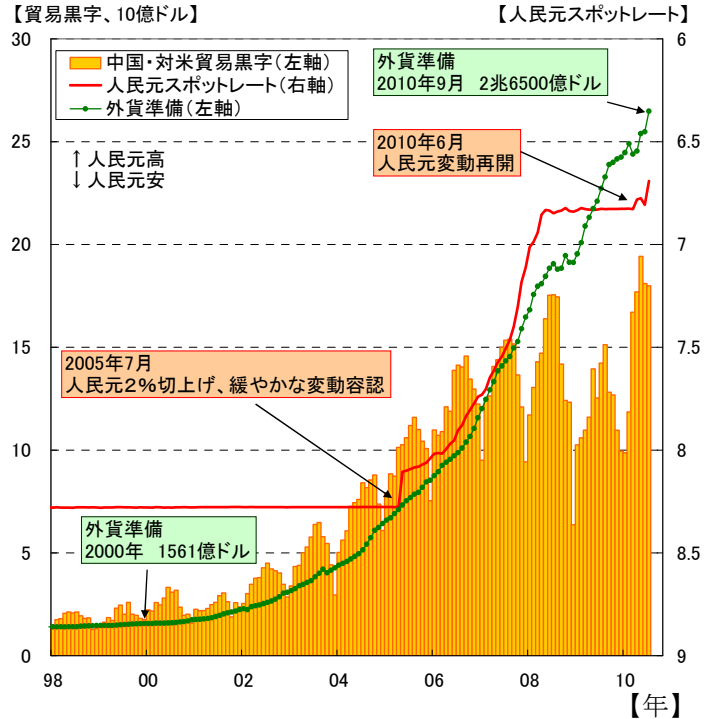
このように、人民元の切上げは外圧の存在により実現する面もあるが、中国自身にとっても必要な改革である。人民元相場を円相場の歴史に照らし合わせて振り返って見ると、現在の人民元はニクソンショック後の円（円切上げ、変動相場制へ移行）、つまり変動相場制への移行期に丁度差し掛かっている局面と考えられる（図4）。日本の場合、変動相場制への移行により急速な円高が進行した結果、「円高不況」に陥る局面があった。現在、中国当局は為替制度の改革を重要な政策課題であると認識しており、「主体性」、「制御可能性」、「漸進性」という3原則に基づき人民元の柔軟化を推進する方針を示している。これは、中国主導で、景気への影響を制御可能な範囲に抑え、緩やかなペースで人民元切上げを実施する意図がある。一方、（日本が円高不況に陥ったように）過度なペースでの人民元上昇は国内企業、特に競争力の弱い企業への打撃が大きく、現時点で為替リスクのヘッジ等を実施できる環境が整っていないこともあり、中国当局は人民元上昇に対して極めて慎重な姿勢を示している。今後、中国当局は経済情勢等を踏まえて、人民元の上昇を緩やかなペースに抑える可能性が高く、米国からの政治的圧力と併せて動向を注視していきたい。（2010年10月22日記）

図1：マネーサプライと固定資産投資の状況



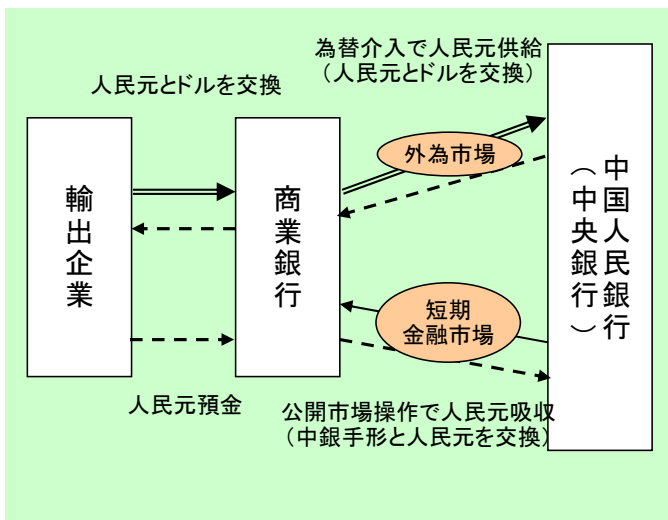
出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図3：中国貿易収支と外貨準備の状況



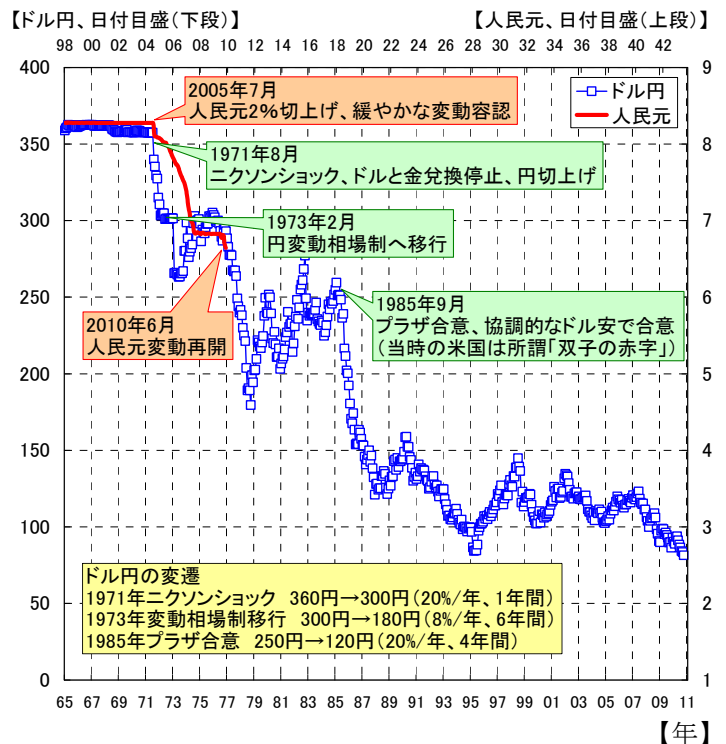
出所：EcoWin より三菱 UFJ 信託銀行作成

図2：貿易黒字に伴う過剰流動性形成の仕組み



出所：各種資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

図4：ドル円と人民元の推移



出所：EcoWin より三菱 UFJ 信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）