

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：人民元切り下げの可能性	1p
<今週のThe Economistから>	
"The bank-merger splurge" 「銀行・合併狂時代」	6p
<From the Editor> 99年上半期読書日記	6p

\*\*\*\*\*

## 特集：人民元切り下げの可能性

「9のつく年は要注意」。中国では、不思議と10年おきに異変が起きるというバイオリズムがある。1949年は内戦終結と中華人民共和国の成立。1959年は大躍進政策とチベット暴動、1969年は文化大革命と林彪事件、1979年は中越戦争<sup>1</sup>、1989年は天安門事件である。それでは建国50周年の1999年の中国には何があるのか。

年初のG I T I C 清算に見られる金融不安、朱鎔基経済改革の停滞、新興宗教・法輪功の急成長、大使館誤爆事件と米中関係の緊張、中台関係の緊張、さらに噂される人民元の切り下げなど、火種はいくらでも思いつく。特に最後の点は諸説入り乱れて非常に分かりにくい。以下、各方面の意見を総合して「人民元切り下げはあるか、ないか」を考えてみる。

## 人民元をめぐる4通りの考え方

人民元の問題に対する考え方には、以下の4通りのパターンがある。

切り下げは・・・?	切下げの必要性	中国政府の決断	アジアへの影響	代表的論者
不要説	不要	しない	ない	バーグステン
ガマン説	必要	しない	ない	朱炎
不可避説	必要	する	軽微	クルーグマン
破局説	必要	する	大事件	通説?

<sup>1</sup> 多少の誤差を許してもらえらるなら、1978年12月に鄧小平が復活し、現在の改革開放路線が始まったことを加えてもいい。

それぞれの主張を簡単にまとめると以下ようになる。

そもそも中国には、通貨を切り下げする理由が見当たらない。

中国はホンネでは切り下げをしたいが、諸般の事情があってできない(断念する)。

人民元はいずれ切り下げに追い込まれる。だが恐れるほどのことはない。

人民元はいずれ切り下げに追い込まれ、アジア全域に影響が波及する恐れがある。

人民元切り下げ問題が難しいのは、これらの主張それぞれに説得力があるからである。

たとえば昨年春、日米が為替市場に協調介入を行ったときは、「円安を理由に、中国が人民元切り下げに走ることを防ぐ」ことが大きな理由のひとつであったという。<sup>2</sup>つまり、この時点では の考え方が有力であったわけである。実際、アジア通貨・金融危機が深刻だった昨年には、人民元切り下げはかなり切迫感のある恐怖であった。最近ではアジア経済の復調に伴い、「アジア全域での底無しの通貨切り下げ競争」という悪夢のシナリオは考えにくくなった。最近ではおそらく の順に支持者が多いのではないか。

このように錯綜した議論ではあるが、以下なるべく簡単に整理してみよう。

「切り下げ不要説」 中国経済に大過なし

ワシントンの国際経済研究所所長、フレッド・バーグステンはこの問題について首尾一貫している。すなわち、「人民元切り下げは、現時点も近い将来もない」。ほかにも矢吹晋・横浜市立大学教授がこの見方に近い。中国経済はそれほどシリアスな状態ではないし、切り下げは現在の問題を解決しないという見解である。

中国が通貨切り下げを必要としない理由は次の通りである。

- ・ 中国は国際競争力を失っていない。労働コストは今のままだでも十分安い。
- ・ 中国の輸入は、価格よりは買い手の需要動向に左右される。通貨を切り下げても、輸出が伸びるとは限らない。
- ・ 貿易の5割を委託加工が占めているから、切り下げは材料の輸入に不利となる。
- ・ この1年で日本など周辺国通貨が大幅に切り上がった。相対的にみると人民元は実質切り下げと同じ効果がある。今後は少しずつ輸出が拡大するはず。

---

<sup>2</sup> 98年1月のダボス会議で、「中国は人民元切り下げを我慢しているのに、日本は円安を放置している」という批判が高まった。日米協調介入は95年8月以来、実に3年ぶりのことであったが、米国側の動機は「日本を救う」よりも「中国に無茶をさせない」ことだったようだ。

このグループは中国経済の前途に楽観的である。たしかに統計を見る限り、中国のマクロ政策運営は堅実である。対外債務残高と外貨準備高はともに1400億ドル程度でバランスしている。貿易収支、資本収支はともに黒字であり、外貨繰りに困っているわけではない。赤字国債による国内債務残高も対GDP比で7%程度にとどまっている。97年時点のアセアン諸国とは際立った違いを見せている。

それでは中国経済は安泰なのか。問題はほかの場所にある。経済のデフレ現象が不良債権問題を拡大し、金融不安を醸成している。いわばカントリーリスクは小さくても、システムリスクが存在するわけだ。外資の撤退、流動性の危機、クレジット・クランチ、倒産の多発といったリスクが考えられる。

中国経済は比較的高い成長率を維持してはいるものの、実際には綱渡り状態にあると見た方がいいのではないだろうか。

#### 「切り下げガマン説」 政治的理由が決断を妨げる

国有企業改革で増え続ける失業者を救済し、若い人口に対して雇用機会を供給してゆくためには、中国経済は8%程度の高度成長を続けなければならない。これが達成できないようだと社会不安が生じてしまう。新興宗教の法輪功が、瞬く間に1億人ともいわれる信者を集めているのは、中国社会の変容を雄弁に物語っている。

ところが人民元が割高に留まっているために、輸出が伸びない。そこで財政・金融政策を総動員して、内需を大胆に刺激しているのが現状だ。しかしこの10年でいちじるしく貿易依存度が上がった中国にとっては、これは片肺飛行に近い。本来なら、通貨切り下げを行って輸出を拡大したいはずではないか。

そこで中国は切り下げに踏み切りたいけれども、諸般の事情で我慢しており、今後もそうだろうという説が浮上する。理由としては以下のものがよく挙げられる。

#### < 対内的理由 >

- ・ 人民元ベースの対外債務負担を増やしてしまう。
- ・ 国内で金融不安を引き起こす恐れがある。
- ・ 海外からの直接投資導入に不利になる。
- ・ 輸入インフレを招く恐れがある。

#### < 対外的理由 >

- ・ アジアの通貨切り下げ競争を招く恐れがある。
- ・ 香港のドルペッグ制維持が難しくなる。香港経済崩壊の可能性も。
- ・ 米国の保護主義圧力を高める恐れがある。
- ・ 「切り下げをしない」が一種の国際公約になっている。

富士通総研の朱炎主任研究員は、「アジアの金融が安定まで人民元の切り下げはない」という見方だが、中国政府が切り下げを思いとどまる理由として「金融不安」と「香港」のファクターを特に重視している。<sup>3</sup> いずれも中国にとっては死活的な利益にかかわる問題であり、利害得失を計算すればこの決断は当然だという。

さらに中国特有のメンツの問題がこれに加わる。今年は中国建国50周年。少なくとも10月1日の慶長節までは、過去の国際公約を自ら破るわけにはいかない。また、切り下げを実施するためには、それなりの大義名分が必要になる。できれば「日本が円安を放置するから仕方なく」などと、他人に責任を転嫁したいところであろう。「貿易収支が赤字になった」といった誰もが理解できるような理由でもいい。とにかく、政治的に明確な理由がなければこの決断に踏み切れることは難しい。

「切り下げ不可避説」      いずれは変動相場制へ

たしかに中国は切り下げを我慢するかもしれない。が、我慢しきれなくなるかもしれない。上記のような理由をいくら並べられても、「条件次第では」「いずれ時期がきたら」切り下げに踏み切りだろうという観測は生じるものである。マーケットは本質的に疑り深いものだからだ。もっとも「ガマン説」と「不可避説」は、両者の線引きがはっきりしないし、水掛け論の感がなくもない。

ここではフレッシュな「不可避説」を紹介しよう。富士通総研の金堅敏研究員の見方である<sup>4</sup>。人民元レートは形の上では安定しているが、実質的（闇レートなど）には不安定という混乱状態である。これを切り下げないという政策は、一時的な措置として評価できるが、「人民元相場の決定は最終的に経済法則に従わなければならない」。つまり変動相場制に移行し、人民元がソフトランディングすることが望ましいという。

実は1996年12月1日から中国はIMF8条国に移行し、經常項目の自由化に踏み切っている。次の段階は変動相場制に移行した上で、資本項目の自由化に踏み切るべしというのが金氏の主張である。東南アジア諸国は事実上の固定相場制（ドルペッグ）のままで、貿易も資本も自由化してしまった。その結果、短期資金の流入によって国内を引っ掻き回され、1997年に大幅な調整を余儀なくされた。中国においても資本自由化は急務となっている。ならばその前に外為市場を自由化し、国際収支調整機能を導入するべきという論法だ。

たしかに単なる通貨切り下げでは、一時凌ぎに終わってしまう恐れがある。今後の中国は、WTO加盟も含めてますますグローバル化を促進しなければならない。だったら、追

<sup>3</sup> 1998年10月29日、「日本アセアン経営者会議」での講演から。

<sup>4</sup> 『人民元相場のソフトランディングに向けて』（FRI Review 1999.7） 大変難解なので読み込むのに苦労しました。

いつめられてから通貨を切り下げるのではなく、先手を取って変動相場制をという提案には一理ある。そういえば日本も、過去にIMF8条国移行(1968年) ドルショック・変動相場制へ(70年代前半) 資本自由化(それ以後)という順序をたどっている。

では、本当に中国政府がこういった決断をするかといえば、それもちよっと非現実的なようである。筆者の見るところ、金堅敏論文が指摘するもっとも興味深いポイントは、中国経済のグローバル化はすでに後戻りできない地点を超えており、従来の外貨管理政策の限界が露呈されつつあるという点にある。それゆえ、中国政府はいつまでも人民元相場を人為的に管理し続けることはできない

### 切り下げより恐い金融不安

もうひとつ、最新の「切り下げ不可避」説を紹介する。おなじみクルーグマン教授の見方である。まず、「中国が日本のような慢性的デフレの徴候を示し始めている」ことに着眼する。かねてから日本に対し、「調整インフレでデフレ退治を」と勧告しているクルーグマンは、中国に対しても同様な処方箋が必要だと考える。つまり金利を下げるなり紙幣を刷るなりして、人為的にインフレを起こさなければならない。これは当然、通貨安を招くことになる。ゆえに切り下げの可能性が高まるわけだ。

しかしクルーグマンは、これがアジア経済にとって大きなマイナスになるとは考えていない。8月26日、インタビューに対して「人民元の切り下げがあっても、アジア諸国への連鎖的な通貨切り下げを引き起こすような事態になる可能性は低い」と答えている。たしかに98年にはそういった恐怖が存在した。だが、韓国や東南アジアの多くの国が、予想以上の速度で回復軌道に乗り始めている今、おそらく人民元切り下げの影響は軽微であろう。

クルーグマンが鋭いのは次の部分である。「アジアで何らかの連鎖反応があるとすれば、金融市場を通じてのものであり、通貨切り下げによるものではない」。前述の通り、中国のカントリーリスクは低いが、システミック・リスクは要注意である。真に恐るべきなのは、中国発の金融不安が他国に飛び火することである。成長路線に回帰しつつある韓国やタイでも、通貨危機は去ったが、金融問題の決着はほとんどついていないのが現状なのである。

以下、最後にこの問題に関する筆者の見方をまとめてみる。

- |   |
|---|
| <p>(1) 中国は人民元をいずれ切り下げる。輸出を回復し、デフレ圧力を打ち消すためにはやむを得ない手段。タイミングはおそらく今年の年末以降。</p> <p>(2) 切り下げがアジア経済に対する影響は、それほど大きなものにはならない。</p> <p>(3) 中国経済のマクロ経済指標は健全だが、金融不安の問題が深刻。警戒すべきは「アジア通貨危機」の連鎖ではなく「金融危機」の連鎖。</p> <p>(4) グローバル化の勢いは止めがたく、中期的には中国経済の自由化、市場化が進む。</p> |
|---|

## <今週の“The Economist”から>

“The bank-merger splurge” August 28th “Leaders”

「銀行・合併狂時代」(p13-14)

**\*米に続き、日独仏でも金融機関の大型合併が続いている。「大きくすればいいってもんじゃない」。鍵はグローバルであるかどうかだと、“The Economist”誌は指摘する。**

<要約>

衰れでもなければ、か弱くもない生き物だが、世界の巨大銀行たちは嵐の中で身を寄せあっている。去年の大型合併ブームは米国で顕著だった。今年はフランス、ドイツ、そしてなんと日本でも目立ち始めた。実現しない話も含めるとたいへんな数になる。

銀行はどこでも同様なプレッシャーを受けている。供給過剰に対しては、合併が賢明な方策であると。だが問題は政府が間違っただ誘導をしていることである。

銀行というお金を扱う仕事は、グローバル化と技術の変化に直撃されている。システム投資は莫大になるし、伝統的な業務は衰退しつつある。今や銀行のコスト削減は待ったなしであり、支店の統合や法人業務への参入を考えれば、規模はある程度は力となる。特に欧州の場合は新通貨ユーロの効果もある。

しかし規模がもたらす危険もある。国内勢同士の合併は、競争を減らすので消費者にマイナスになる。大きいから安全とは限らない。むしろ“too big to fail”への甘えが生じる。合併による収益性向上は思ったほどではない。

「独立を維持するか、それとも国内競合相手と合併するか」では、銀行の株主の選択肢が少なすぎる。外資との提携をなぜ検討しないのか。フランスはパリ国立銀行、ソシエテ・ジェネラル、パリバの3行の合併計画が暗礁に乗り上げた。これは仏当局が他国の金融機関を歓迎していないからである。多くの政府がこうした保護主義に駆られている。

日本からマレーシアに至る政府は、銀行をより安全で、利益の高いものにしたいというより、欧米の巨大金融に対して「国際的に通用する」ものにしたいから、という理由で合併を促している。これは間違っている。ローカルな銀行を国際的に通用する銀行に変えるには、国際的な銀行をローカルに競争させるのが良い。

## <From the Editor> 99年上半期の収穫

夏休みシーズンも終わり、気候も少し秋めいてきました。「読書の秋」にはまだちょっと早そうですが、ふと思い立って今年前半に読んだ本のランキングを作ってみました。こうしてみると面白い本にたくさん出会うことができました。

1位：『社長失格』板倉雄一郎(日経B P社)

若きベンチャー企業家の栄光と挫折が文句なく面白い。著者の明るさがいい。

2位：『クルーグマン教授の経済入門』P・クルーグマン/山形浩生訳(メディアワークス)

この1冊でクルーグマンの思考法に親しむこと請け合い。翻訳が名調子でしびれる。

3位：『リスク～神々への反逆』ピーター・バーンスタイン(日本経済新聞社)

ゼロの発見からデリバティブまで、数学のあくなきリスクへの挑戦をまとめた労作。

4位：『国家なる幻影』石原慎太郎(文芸春秋)

この人は政治家のふりをした作家だったのね。『弟』と併読するとさらに楽しい。

5位：『柔らかな頬』桐野夏生(講談社)

前作『OUT』に及ばず。結末もブーイング。でも読み通してしまう直木賞受賞作。

この他、『小村寿太郎とその時代』(岡崎久彦/PHP)、『実学』(稲盛和夫/日本経済新聞)、『日本国憲法を考える』(西修/文春新書)、『日本の総決算』(植草一秀/講談社)、『台湾の主張』(李登輝/PHP)なども収穫でした。

番外として、楽しかったのは『あの金で何が買えたか』(村上龍/小学館)。絵本にしては絵が今ひとつですが、文学から経済学へのチャレンジは買えると思います。最悪だったのは『マネー敗戦』(吉川元忠/文春新書)。出来の悪い負け惜しみを延々と聞かされているようで、こんな本を読んで納得する人が多いというのは困ったものです。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

日商岩井株式会社 業務部 調査チーム 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp