

中国経済の行方(1) —マクロ経済と人民元の国際化—

2016.10.20 東京大学駒場キャンパス
連続講座:書き直される中国近現代史
神戸大学大学院経済学研究科 梶谷懐

本報告の内容

1. 揺れる中国経済—株安と通貨切り下げ
2. 人民元の国際化と中国経済
3. 習近平政権の直面する政策ジレンマ

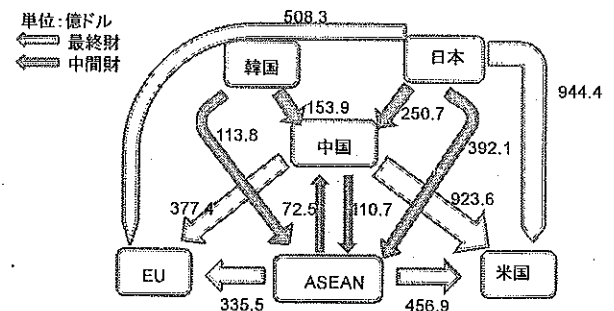
1. 揺れる中国経済 —株安と通貨切り下げ—

なぜ中国経済の評価は難しいのか —「不確実性」からの視点—

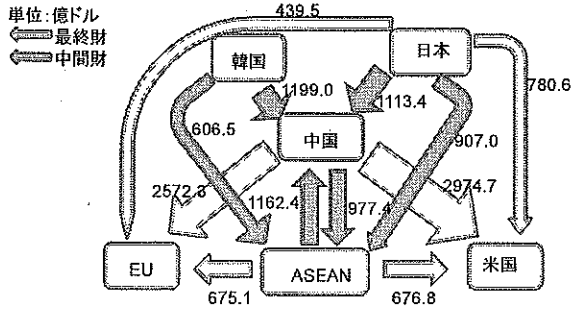
1. 経済現象の規模をはかる統計(融資や債務残高の総額)が不確実なものであり、従ってそのリスクが算定しにくいこと。
2. 経済現象を生み出している「システム」が先進国のものとは異なっており、それを理解したりイメージしたりすること事態が難しく、それ自体「不透明」で「不確実」な印象を与えること。

3. 「不透明なシステム」は、それ自体リスクの源泉でもあるが、同時にこれまでの中国経済のダイナミズムの要因にもなっていること
4. 独特の政治対立の構図(左派vs.右派)が経済に与えるリスク(2012年秋の尖閣問題をめぐる暴動)
⇒評者の「主観」によって、その評価が極端に分かれてしまう傾向が強い

参考1: アジアを中心とした世界貿易の流れ (1999年)



参考2: アジアを中心とした世界貿易の流れ (2012年)

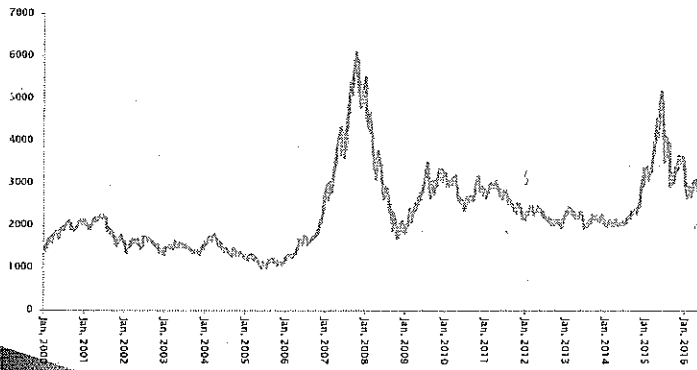


出所: 『通商白書2011』、RIETI-TID2014 (<http://www.rieti.ac.jp/>)

中国経済の変調と政府の市場介入

- 株式市場の急落を受けた政府による株価維持策
 - 2015年6月12日、上海総合指数は7年ぶりの最高値をつけた後3週間で30%ほど下落して4000台を割り込む
 - ⇒ 政府の露骨ともいえる市場介入 = 「救市(マーケット救済)」
 - ⇒ 大手証券会社による投資信託の買い支え
 - ⇒ 国有企業には自社株買いを要請
 - ⇒ 公安当局は「悪意のある空売り」の取り締まりを行う
 - ⇒ 「世界同時株安」の引き金に

中国株: 上海総合指数の動き (2000年4月~2016年6月)

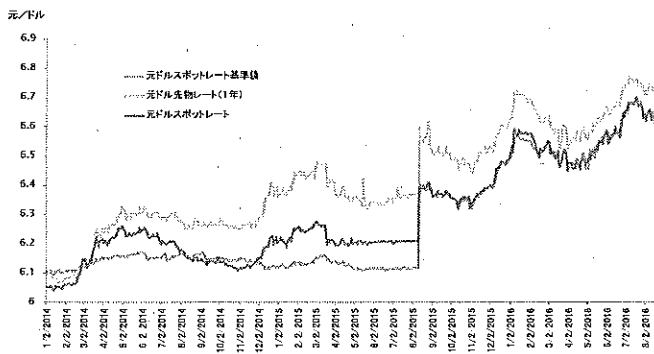


※データ出所: CEIC Data (<http://www.ceicdata.com/ja>)

中国経済の変調と政府の市場介入(続)

- 中国人民銀行による人民元の対ドルレート基準値の切り下げ
 - 2015年8月11日、対ドルの為替レートの目安となる基準値を前日より2%近く下げる
 - ⇒ 人民元の対ドル基準値は3日間で4.5%ほど減価
 - ⇒ 中国経済の景気減速の深刻さとともに「通貨切り下げ競争」への懸念高まる
 - ⇒ IMFなどは一定の評価... 基準値を市場レートに近づける(元をSDRの構成通貨にするための改革)

元ドルレートの推移



※データ出所: CEIC Data (<http://www.ceicdata.com/ja>)

中国経済の変調と政府の市場介入(続)

- 2016年1月4日: 上海総合指数、前営業日に比べ約7%下落し、導入したばかりのサーキットブレーカーによって取引停止
- 1月7日: 人民銀行が対ドルレート基準値を0.5%以上切り下げ... 「元安容認」として元売り、株売りが広がり、開始後約30分で取引停止
- ⇒ サーキットブレーカーの運用停止、大株主による保有株売却制限に関する新しいルールの設定
- ⇒ オンショア市場とオフショア市場の乖離が拡大

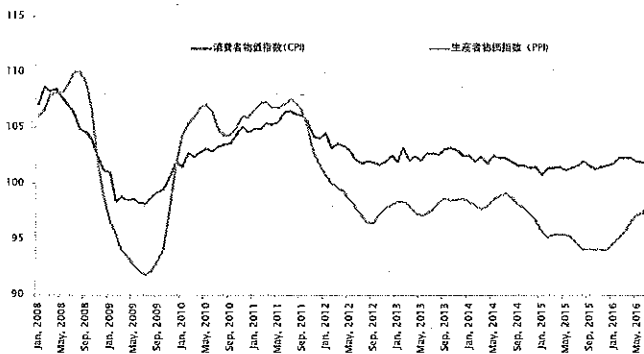
中国経済の変調とデット・デフレーション

- ▶ デット・デフレーションとは： 企業などが抱える過剰な債務が原因となって経済が目詰まりを起こし、不況が拡がっていく現象を指したものの
- ▶ デット・デフレーションの罣： 物価や資産価値の下落→投資プロジェクトの収益性低下→企業の債務返済が次第に困難→企業の新規投資低迷、従業員をリストラ→企業や金融機関の連鎖的倒産→さらなるデフレーションの深刻化へ

中国経済の変調とデット・デフレーション(続)

- ▶ 中国の消費者物価水準(CPI)はまだプラスだが、生産者価格指数(PPI)は2014年からマイナス水準にあり、しかも2015年に入って以降、物価下落のスピードは加速
- ▶ 投資プロジェクトの収益性の下落を反映して銀行融資は伸び悩む
- ▶ 中国経済は「デット・デフレーション」の状況にあった？

各物価指数の動向

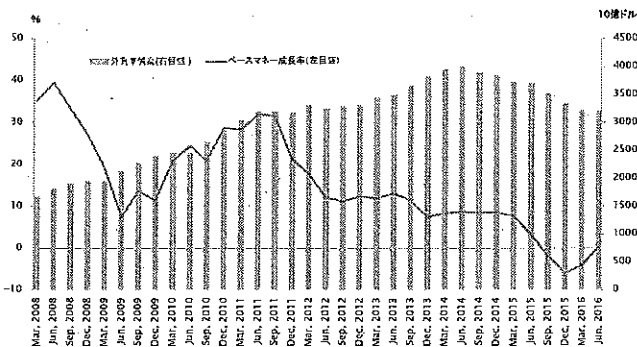


※データ出所： CEIC Data (<http://www.ceicdata.com/ja>)

硬直的な為替制度の弊害

- ▶ 1年物の元ドル先物レートは2014年末から2015年にかけて1ドル=6.4元台から6.5元台とスポットレートを大きく下回る
 - ▶ 市場に大きな元売り圧力が働いている下で、人民銀行は対ドルレートを維持するために元買い介入を繰り返してきた
- ⇒外貨準備の減少とともに、市中に流通する人民元を回収・景気回復のための金融緩和政策を相殺、持続的な経済成長の妨げに

外貨準備高とベースマネー成長率



注：ベースマネーは、現金通貨発行高に準備預金残高を加えたもの。

2. 人民元の国際化と中国経済

中国経済と「ドルの足枷」

- ▶ 第一段階(2006~2013): 対ドルペッグを続ける限り、金融政策はFRBに追随するしかない
⇒素早い回復と同時にバブルの懸念
- ▶ 第二段階(2013~): 中国経済の原則と米国の金融緩和政策の転換により、市場の期待が元高から元安に反転
⇒人民元の国際化を進めるための対ドル価値維持と、景気下支えのための金融緩和政策の間に矛盾が発生

※新興国の金融危機と「原罪」問題

- ▶ 1990年代以降の新興国における金融危機の発生は、国際通貨制度自体が抱える問題から生じる構造的なもの
- ⇒各国の政策運営だけでは解決できない「原罪(Original Sin)」
- ▶ 巨額の外貨準備の積み上げは、アジア諸国における流動性不足を解消する手段として不十分
- ▶ 外貨準備のほとんどがドル建て資産であり、それを売却することによって自国通貨が増加してしまうというジレンマ

IMF改革と中国のコミットメント

- ▶ 2009年3月: 周小川中国人民銀行総裁、IMF改革の必要性とSDRを国際準備通貨とする構想を発表
- ▶ IMFの出資比率・投票権改革(新興国の発言権拡大)
- ▶ 同年10月7日 IMF・世界銀行年次大会(イスタンブール): 新興国の出資比率を最低5%増やすことを決定。BRICs4カ国は7%への積み増しを主張
- ※しかし、IMFにおける新興国の発言強化は米議会の反対が強くうまくいかず頓挫。
- ⇒中国は人民元の国際化を進めるとともに、「BRICKS開銀」「アジアインフラ投資銀行」といった「新たな機関」を創設する方向へ

国際通貨の機能と条件(清水 2015)

- ▶ ①表示通貨(計算単位)・民間貿易あるいは公的機関同士の契約の際の価格表示に用いられるかどうか
- ▶ ②媒介通貨(交換手段)・民間貿易あるいは公的機関同士の取引の際に決済手段に用いられるかどうか
- ▶ ③保有資産(価値保蔵手段)・その通貨建ての資産が民間に、あるいは公的準備資産として保有されるかどうか
- ⇒国際通貨の資格として、経済・貿易の規模と同時に①為替レートの安定性やインフレ率、②金融システムの成熟度、③国内における制度的枠組みの強固さ、政治の安定性、などが要求される。

人民元の国を跨いだクロスボーダー決済の広がり

- ▶ 2009年: 一部地域で人民元の国を跨いだクロスボーダー決済開始(貨物貿易から試行)
- ▶ 2010年: クロスボーダー決済を直接投資まで拡大
- ▶ 2011年: 対象地域を中国全体に拡大。
- ▶ 2012年3月: 人民元建て貿易決済に関する認可取得を撤廃。
- ▶ 2012年6月: 日本円と人民元の直接交換取引開始

人民元の国を跨いだクロスボーダー決済の広がり(続)

- ▶ 2014年2月: PBOC上海本部「中国(上海)自由貿易試験区での人民元クロスボーダー使用の拡大を支持することに関する通知」
⇒区内に登録した多国籍企業に人民元のクロスボーダー業務を認める
- ▶ 2014年: クロスボーダーでの貿易人民元決済は6兆5,300億元(前年比41%増、世界の1割)、人民元で決済された輸出入はすでに中国全体の四分の一に
- ▶ 2014年の人民元での対外直接投資金額(ODI)は前年比118%増の1,865.6億元に

人民建て資産のクロスボーダー移動自由化に向けた動き

- ▶ 2002年: QFII制度(適格海外投資者制度)を導入、海外投資家の中国資本市場への投資が条件付きで解禁
- ▶ 海外人民元オフショアセンターの開設: 海外に人民元決済業務が行える国内銀行(クリアリング銀行)を開設、クロスボーダー決済の窓口(オフショア市場)の発生
- ⇒ 2009年の香港(中国銀行)を嚆矢に、マカオ、台北、シンガポール、ソウル、シドニー、ロンドン、フランクフルトなどに拡大

人民建て資産のクロスボーダー移動自由化に向けた動き(続)

- ▶ 2011年: RQII制度を導入、適格海外投資者による人民元建てでの中国の金融市場への投資が可能に
- ▶ 2014年11月: 「RQDII域外証券投資試行弁法の実施に関する規定」
⇒ 適格国内投資者による人民元建てでの海外投資が可能に
- ▶ 2014年11月: 上海と香港の株式市場を相互乗り入れする「滬港通」が開始
- ⇒ QFII、RQIIと異なり事前審査が不要であり、今後ますます多様な民間企業や個人が対外証券投資や外貨取引の主体に(「蔵匯於民」)

人民元のSDR採用への動き(長谷川、2015)

- ▶ SDR: 1969年、ブレトン・ウッズ体制の下で、各国の準備資産を補完する存在として創設。加盟国が外貨不足に直面した際のIMFからの外貨引き出し請求権
- ▶ 従来は、米ドル(41.9%)、ユーロ(37.4%)、英ポンド(11.3%)、日本円(9.4%)の4通貨のバスケット。全体で2,041億SDRが加盟国に割り当てられる(世界の準備通貨の約2.5%)

人民元のSDR採用への動き(続)

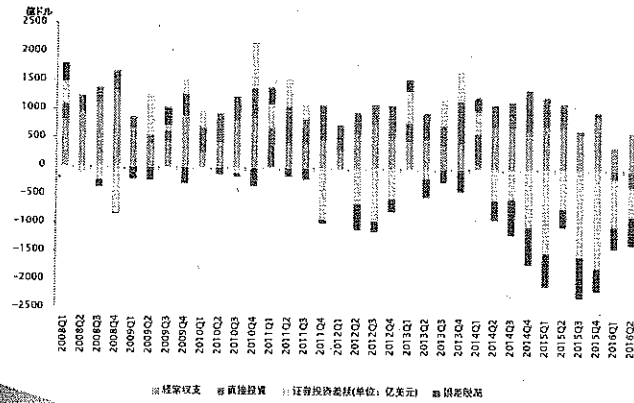
- ▶ SDR構成通貨の条件としてIMFは「財・サービスの輸出規模」「自由な利用可能性」の2点を重視
⇒ 前者の条件は2010年段階でクリア、後者がネックとなり2010年は採用を見送られる
- ▶ 2015年8月、IMFが中国の為替政策に関するレポートを発表、受け入れる形で基準値の切り下げ。11月30日に採用決定、16年10月より採用
- ▶ 象徴的意味は大きい(準備通貨としての元資産の保有増加、中国の金融改革の促進、IMFに対する中国の発言力強化)

3. 習近平政権の直面する政策ジレンマ

一帯一路構想とその狙い

- ▶ 2014年11月APEC: 習近平国家主席が「シルクロード経済圏」の構想を提起
- ▶ 2015年全人代: 発展戦略として「一帯一路」構想(シルクロード経済ベルト+海のシルクロード)を提起
- ▶ 「中国版マーシャルプラン」(周辺アジア新興国への積極的な資金援助)によるインフラ建設受注と輸出拡大
⇒ 400億ドル規模の「シルクロード基金」、中国主導のアジアインフラ投資銀行(AIIB)の設立
- ▶ 昨年末から資本の「純輸出国」に(資本収支の赤字912億ドル)
⇒ 国内の過剰な資本・供給能力の「はけ口」として周辺諸国へのインフラ投資を位置づける

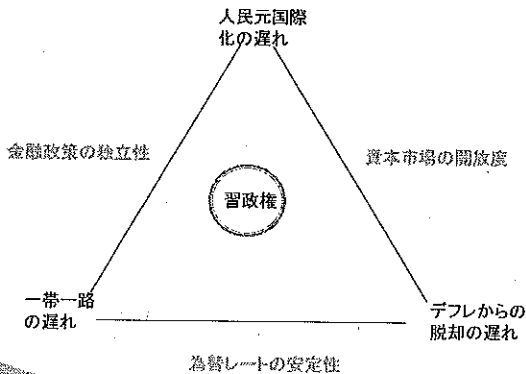
顕在化する資本流出: 国際収支の内訳



一帯一路、AIIBと人民元の国際化

- ▶ AIIBやシルクロード基金が周辺国のインフラ開発に対して人民元建て融資を実施する可能性
 - ▶ AIIBやシルクロード基金が中国本土あるいは香港市場で人民元建て債券を発行して、融資を実施するための資金を調達する可能性
 - ▶ 海外投資を人民元建てで行うためには①人民元のクロスボーダー取引をさらに進めると同時に、現状では②人民元の対ドル減価を抑える必要性
- ⇒ R.マンデルの「不整合な三角形」の問題が発生?

習近平の不整合な三角形?



人民元の国際化か、柔軟な金融政策か

- ▶ ①積極的な対外インフラ資本投資(一帯一路)と、②人民元の国際化と、③国内の柔軟な金融制度の実施、という三つの政策目標はすべて実現可能か?
 - ▶ 「人民元経済圏」がある程度の実態と広がりをもって実現すれば、それらは整合的に実現される(ドル基軸体制下のアメリカと同じ)
 - ▶ しかし、現状ではこの三つの目標のうち、二つしか同時に実現されないのではないか。
- ⇒ 特に人民元の国際化と、国内金融政策の独自性の確保に関しては、専門家の間でも意見の対立が存在(余, 2015)

「トリレンマ」への対策

- ▶ 中国政府は通貨バスケットへのベッグを明確にし、ドルとの連動を弱める
- ⇒ 「市場との対話能力」がカギに
- ▶ 2015年12月: 通貨バスケットの各構成通貨の比率を公表、中国外貨取引センター(CFETS)を通じて人民元のバスケットに対する変動比率を1週間ごとに公表
- ⇒ ドルの構成比率が26.4%と低く抑えられる(表1)
- ▶ 実際にドルへの連動は低下したのか? Frankel=Wei (1994)による為替レートの変動に関する推計モデルによる検証(表2)
- ⇒ 2015年7月までは人民元の変動の90%以上がドルの変動によって説明できたが、2015年8月以降は72.6%に低下

表1 CFETSの通貨バスケット構成

相手通貨	構成比率
1 米ドル	26.40%
2 ユーロ	21.40%
3 日本円	14.70%
4 香港ドル	8.60%
5 豪ドル	6.30%
6 マレーシアリンギ	4.70%
7 ロシアルーブル	4.40%
8 英ポンド	3.90%
9 シンガポールドル	3.80%
10 タイバーツ	3.30%
11 カナダドル	2.50%
12 スイスフラン	1.50%
13 ニューゼalandドル	0.70%

表2 中国の為替政策レジームの変化

統計期間	米ドル	ユーロ	円	香港ドル	ポンド	ru
ドルベッグ期(2002年1月-2005年8月)	1.003*** [0.000]	0.899 [0.894]	-0.890 [0.279]	-0.060 [0.655]	-0.000 [0.862]	0.977
ブレリーマンショック (2005年7月-2008年7月)	0.934*** [0.000]	-0.902 [0.898]	0.630*** [0.000]	0.016** [0.025]	0.008 [0.465]	0.953
世界同時金融危機 (2008年8月-2010年5月)	0.971*** [0.000]	0.024*** [0.000]	-0.902 [0.581]	0.909** [0.023]	0.009 [0.917]	0.989
ポスト世界金融危機 (2010年5月-2015年7月)	0.907*** [0.991]	0.036*** [0.000]	0.010* [0.062]	0.006 [0.354]	0.002 [0.898]	0.916
バスケットベッグへの移行 (2015年8月-2016年5月)	0.726*** [0.000]	-0.052 [0.319]	0.071* [0.083]	0.038 [0.367]	-0.055 [0.301]	0.846

注: []内の数値はp値。***は5%水準、**は10%水準、*は5%水準、*は10%水準で、それぞれ統計的に有意であることを示す。
データ出所: CIEC Data

回復に向かう中国経済?

- ▶ 2016年10月、PPIが前年比0.1%を記録、4年8か月ぶりにプラスに転じる
- ▶ 人民元の対ドルは継続して下落、1ドル=7元台が視野に
- ⇒ 金融緩和+柔軟な為替政策の組み合わせによりデフレ状態をほぼ脱却しつつある
- ▶ 短期的な「危機」からはほぼ脱却、しかし中長期的な課題は山積(ゾンビ企業の退出、民間債務の圧縮、金融制度改革の促進、成長エンジンとしての都市化政策の推進など)
- ⇒ 「不確実」な状態はしばらく続く?

参考文献

- 梶谷懐(2016)「中国の金融政策と人民元国際化」『国民経済雑誌』第214巻第4号
- ケイブス=フランケル=ジョーンズ(2003)『国際経済学入門II 国際マクロ経済学編』日本経済新聞社
- 清水聡(2015)「進展する人民元の国際化と今後の展望—資本取引の自由化との関係—」『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.15, No.57
- 長谷川克行(2015)「『SDR通貨』入りが占う人民元国際化の成否」みずほ総合研究所Economist Eyes, 2015.10.22.
- 丸川知雄・梶谷懐(2015)『超大国中国のゆくえ4 経済大国化の軋みとインパクト』東京大学出版会
- 余永定(2015)「日本のデフレから教訓」『朝日新聞』デジタル版10月5日 (<http://www.asahi.com/articles/ASHB26F5XHB1ULZU00H.html>)
- 国家外汇管理局国际收支分析小组(2015)『2014年中国跨境资金流动监测报告』