

2013年12月14日  
龍谷大学 村瀬哲司

藤木剛康（和歌山大学経済学部教授）著

「人民元問題の政治経済学—経済的相互依存関係はどのように管理されたのか（1）  
（2）」<sup>1</sup>に対する若干のコメント

（日本国際経済学会関西支部 2013 年度第 4 回研究会討論資料）

はじめに

藤木論文は、ブッシュ（ジュニア）政権のもとで米中の経済相互依存関係がどのように管理されたかを、人民元問題に焦点を当て、主として米国側の視点から分析し、以下のよう  
にまとめる。

- ① 米国からの圧力にもかかわらず、中国の人民元切上げは限定的だった。米中は「不均衡な経済的相互依存」という現状を放置した。
- ② 米議会は、人民元切上げのための立法活動を活発に行い、行政府に圧力をかけたが、結局は対中制裁法案として一本化できなかった。
- ③ IMF や WTO など国際レジームの定着により、貿易摩擦の激化に一定の歯止めがかかった。
- ④ 米中戦略経済対話（SED）は、人民元や貿易不均衡の問題については成果を挙げられなかった一方、金融、投資、環境、エネルギーなどの分野で進展があった。SED は時間稼ぎのための体系的枠組みだった。

本論文は、米国側の視点から人民元問題を取り扱ったものとして、興味深い分析結果を示している。この討論ペーパーは、同じ人民元問題を中国側の動きを加味して観察することにより、藤木教授の分析結果ないし解釈に、修正の可能性が生じうることを示す<sup>2</sup>。

#### 1.不均衡な「経済的相互依存関係」とは何を指すか

論文の表題の一部をなす米中の「経済的相互依存関係」とは何を指すのだろうか。藤木教授は「中国は輸出主導の経済成長を続けるため、輸出で得たドルで大量の米国債を購入して人民元の為替レートを低く抑えている。米国のほうは中国から流入したドルで貿易赤字を補填し、国内の低金利が維持され、好景気が続く。」ことと認識する。すなわち、中国は為替介入（その結果外準・米国債累増）で元安を維持して輸出を促進すること、米国は中国資本導入により貿易赤字を補填し低金利・好景気<sup>3</sup>を維持することと捉えられている

---

<sup>1</sup> NII-Electronic Library Service 経済理論 372 号（2013 年 6 月）、373 号（2013 年 9 月）掲載 <http://ci.nii.ac.jp/naid/110009613408>  
[http://ci.nii.ac.jp/vol\\_issue/nels/AN00071425/ISS0000487214\\_ja.html](http://ci.nii.ac.jp/vol_issue/nels/AN00071425/ISS0000487214_ja.html)

<sup>2</sup> 本ペーパー作成に当たり、田口奉童同志社女子大学教授から有益な示唆を得た。

<sup>3</sup> 2004 年 6 月～06 年 7 月 FRB は金融引締めのため 17 回連続利上げ（政策金利 2.00%→

が、これだけでは「相互依存」が十分明らかではない。またどのような点が「不均衡」なのか不明である。

論文で引用されたドレズナーとナイは、相互依存関係を次のように直截に説く。

“The importance of American market to Chinese exporters—and the threat of trade retaliation in the face of Chinese financial statecraft—highlights the mutual dependency of the two economies. This interdependence makes it difficult for China to credibly threaten any substantial exercise of financial muscle.” (Daniel W. Drezner, p.21)

“The United States accepts Chinese imports, pays China in dollars, and China holds the U.S. dollars and bond, in effect making a loan to the United States.....In this case, the asymmetries reveal a ‘balance of financial terror’ analogous to the Cold War military interdependence (mutually assured destruction : 討論者注 MAD)...” (Joseph S. Nye, Jr. p.148)

以上を総合して、討論者は「経済的相互依存関係」を以下のようにまとめることができると考える。その場合でも藤木教授が何を「不均衡な」関係と見ているかは不詳である。

	中国の対米依存	米国の対中依存
貿易・直接投資分野	中国製品の輸出市場の確保 米国企業の対内 FDI と輸出	対中 FDI、進出米企業による中国からの輸出
金融分野	保有ドル資産の投資対象（市場）確保と価値の保全	財務省証券の最大の投資家 財政・貿易赤字のファイナンス

2. 「米中両国は『不均衡な経済的相互依存』という現状を放置」したことについて（図表 1 参照）

藤木教授は、論文のまとめ第一として「アメリカからの度重なる要請にもかかわらず、中国は人民元の切り上げを殆ど進めなかった。そして、ブッシュ政権も中国に対して、強い圧力をかけようとしなかった・・・現状を放置した」と、両国の外交がかみ合わなかったかのような、無力感を感じさせる言葉で結んでいる。

実際には、“MAD”あるいは“balance of financial terror”の状況の下、米国政府は、貿易戦争と金融報復を引起しうるような、中国「為替操作国」指定に踏み切ることは、なんとしても回避したかった。中国としては、「為替操作国」指定は経済的に致命的ダメージとなるうえ、ドル債権国としての脅しも自滅に繋がることから、国内事情が許す限り、米国の要求に一定程度応じる姿勢だったと考えられる。

5.25%) を行ったが、長期金利は逆に低下し後のバブル破裂に繋がった。グリーンSPAN議長がこの現象を conundrum (謎) と呼んだとおり、低金利そのものは常に米国の政策目標であった訳ではない。

(1) 2005年7月以前の人民元問題対応

【米国】米財務省は、中国の金融・為替インフラ未発達の状態を理解し、金融技術指導に注力すると同時に、業界利害を代表して中国制裁論を主張する議会をなだめ、説得した。

【中国】01年WTO加盟後急拡大する対外経済関係を背景に、中国政府は固定相場前提の旧式金融・為替インフラの全面改革に取組み、人民元相場弾力化への準備を進めた。

(2) 2005年7月以降の人民元問題対応

【米国】中国の急速なドル資産積み上げとMAD理論を意識して<sup>4</sup>、米財務省は、中国への貿易制裁に直結する為替操作国指定を回避する一方、議会の強い圧力を背景に、中国に対し人民元切り上げを迫った。同時に、戦略経済対話(SED)の場を設けた。

【中国】経済成長と社会の安定を最優先する中国政府は、内外の政治経済情勢の変化に応じて、「主体的、漸進的、管理可能」の通貨3原則に則り、人民元切り上げに緩急をつけ、あるいは一時停止する(08年7月~10年6月)という慎重な政策で臨んだ。

3. 「米中戦略経済対話(SED)は時間稼ぎのための体系的枠組みだった」のだろうか(図表2、3、4参照)

ブッシュ政権のSED(財務省主導)と米中戦略対話(US-China Senior (Strategic) Dialogue 国務省主導)は、オバマ政権のもとで米中戦略・経済対話(S&ED)に改組され、現在も継続している。SEDを評価するに当たっては、かつて貿易摩擦、ドル債権積み上げという同様の経緯をたどった日本のケースと比較することが有益だろう。

(1) 米国の日本への対応

1980~90年代にかけ日米貿易摩擦が激化した時代、米国は為替問題については円ドル委員会などを通じて、また貿易問題については日米構造協議、日米包括経済協議など様々なルートを通じて日本に圧力をかけた。安全保障面で生殺与奪の権を有する米国は、常時日本に対して自国の政策意図を効果的に伝えることができた(る)。従って、SEDのような定期閣僚会議の設置は不要だった(である)と考えられる。

日本は2004年末、米財務省証券の37.3%を保有し(中国は10年末26.2%が最大)、かつ米国は当時最大の輸出市場だったが、“MAD”に代表される脅威論は聞かれなかった。

(2) 米国の中国への対応

対中貿易赤字の拡大と赤字ファイナンスの中国依存という、かつての対日摩擦に類似する状況に直面して、米国は中国に対して有効な交渉上の決め手に欠いていた。同時に、一党独裁の強権国家、経済・軍事大国として影響力を強める中国との間で、米国は広範かつ重層的な対話の場を築くことが必要不可欠となった。その意味でSEDとSE&Dの意義は大きい。なお、人民元切り上げのような為替問題は、主として財務省、中央銀行間のデリ

<sup>4</sup> “Citing US Deputy Secretary of State Robert Zoellick’s description of Sino-US economic relations as “an economic version of mutually assured destruction,” Schriver said the US was increasingly losing the leverage to move China in directions....,” Taipei Times/October 25, 2005

ケートな交渉課題であり、SEDのような定期閣僚会議の場にはなじみ難いと考えられる。

補足：オバマ政権下の人民元問題（2009年～）（図表5、6参照）

世界金融危機が深刻化するさなか、ブッシュ大統領から政権を引継いだオバマ政権にとって、GM経営破綻（2009）、欧州債務危機顕在化（10）など内外で経済課題が山積し、FEDは未曾有の量的金融緩和（QE1、QE2、QE3）を実施するなど、米国政府、中央銀行は対応に追われた。そのような状況のもと、人民元問題は政策優先度の面で次第に後退し、対中圧力は弱まっていった<sup>5</sup>。

米国による人民元切り上げ圧力が弱まった直接の理由の第一は、世界金融危機を契機に米国の経常赤字の水準が縮小したことである（GDP比2006年-5.8%→12年-2.7%）。第二に、10年6月人民元が管理変動相場に復帰して以降、米ドルの実質実効相場（REER）が低位安定する一方、人民元のREERが2000年代最高の水準に上昇していることである。13年12月現在、人民元の対ドル名目相場は6.08円で、05年7月人民元改革前の8.27元に比べ35%切り上がっている<sup>6</sup>。

最後に、世界金融危機を境に生じた国際通貨体制をめぐる動きについて付言したい。米国発の金融危機とそれに続く欧州債務危機は、ドル・ユーロ二極通貨体制への流れに疑問を抱かせた。中国は自国経済のドル依存体質に危機感を募らせ、人民元の（管理された）国際化を本格化させ、多極通貨体制論議に火をつけた。人民元の国際使用はアジア中心に着実に拡大しているだけでなく、ロンドンが人民元オフショアセンター化の動きを強めている。この間、米国における人民元取引に関する情報は、シカゴ（CME）での人民元先物取引などに限られ、ほとんど聞こえてこない。今後、中国の人民元国際化戦略と米国およびニューヨーク市場との関係を注視すべきだろう。

---

<sup>5</sup> 討論者の知る限り、米議会による中国制裁法案の大きな動きは、2011年10月11日「為替相場監視改革法案（S.1619）」上院可決が最後である（下院可決せず）。

2012年11月22日富士通総研の柯隆主席研究員は次のように記す。「中国の経済成長が急減速するなか、米ドルに対する人民元の為替相場が大きく切り上がっている。このところ、人民元の切り上げを求める米国からの圧力はそれほど強くない。」

<http://jp.fujitusu.com/group/fri/report/china-research/topics/2012/no-158.html>

<sup>6</sup> 2013年10月30日の米財務省為替報告書は人民元相場について「上昇はしているが、上げ幅とペースは必要な水準を下回っている」と指摘した。Bloomberg.co.jp

図表 1. 人民元問題を巡る米中関係と中国の対応

	人民元をめぐる中国の国内対応	人民元問題をめぐる米中関係
2003	2 月上海外貨取引センター (CFETS) 取引時間延長 (9:20~11:00→9:30~15:30)。 10 月市場参加者は直物売買双方向の取引可能に (従来は売りまたは買いのみ)。銀行間先物不可。対顧客先物予約が四大国有商業銀行で可能に。	6 月スノウ財務長官が元切上げ要求発言。 10 月ブッシュ大統領・胡錦濤主席間で人民元問題専門家チーム設置に合意。
2004	国家外貨管理局が外為市場改革、新商品開発 (先物為替、スワップ、オプションなど) に取組む。 ロイター社の協力で CFETS のシステム改造推進。 10 月対顧客先物予約が主要大手銀行で可能に。	1、2 月人民元問題専門家チームが北京で会合。 10 月 G7 に金財務相と周人民銀行総裁が出席。
2005	5 月 CFETS の新システム稼動。 7 月人民元為替制度改革 (8.27 元→8.11 元へ 2.1% 切上げ、通貨バスケットを参考とする管理変動相場制へ)。 8 月 CFETS で銀行間先物取引開始。	4 月米上院人民元改革圧力として 27.5% 報復関税を可決。 5 月人民元改革の米中専門家協議。 10 月米国大使館に人民元問題担当財務公使ポスト新設。
2006	1 月直物為替の銀行間相対 (OTC) 取引開始。 マーケットメーカー制度開始。 人民元/ドル年間上昇率 +3.4% (9 月以降やや加速)	9 月ポールソン財務長官が胡・温両首脳と会談。 12 月第 1 回戦略経済対話 (SED)
2007	5 月人民元日中変動幅拡大 (0.3%→0.5%)。 人民元/ドル年間上昇率 +6.9% (10 月以降インフレ対策もあり年率 10% に顕著に加速)	5 月第 2 回戦略経済対話 (SED) 6 月米財務省為替政策報告書「人民元は過小評価されている」。 12 月第 3 回戦略経済対話 (SED)
2008	7 月人民元を対ドル 6.83 円で再固定 (2005 年以来累計 21% 切上げ)。背景は国内景気減速、世界金融危機拡大。 7 月以降人民元の実質実効相場は急騰 (ドル円以外の通貨急落)。 12 月国务院「金融 30 条意見」: 香港での人民元業務支援の方針明示。	6 月第 4 回戦略経済対話 (SED) (9 月リーマンショック) 9 月中国保有米国債 5850 億ドルで世界一 (2 位日本 5732 億ドル)。 12 月ブッシュ政権のもと最後となる第 5 回戦略経済対話 (SED) 開催。
2009	人民元対ドル固定相場継続 (輸出企業への増値税大幅還付) 7 月人民元の国際化本格化 (貿易の元決済開始)。	7 月オバマ政権のもと第 1 回米中戦略・経済対話 (S&ED) 開催。
2010	6 月人民元対ドル固定相場を廃し弾力化、年末まで +3.6% 切上げ。	5 月の胡主席訪米を控え米財務省為替政策報告書の公表 3 ヶ月延期。

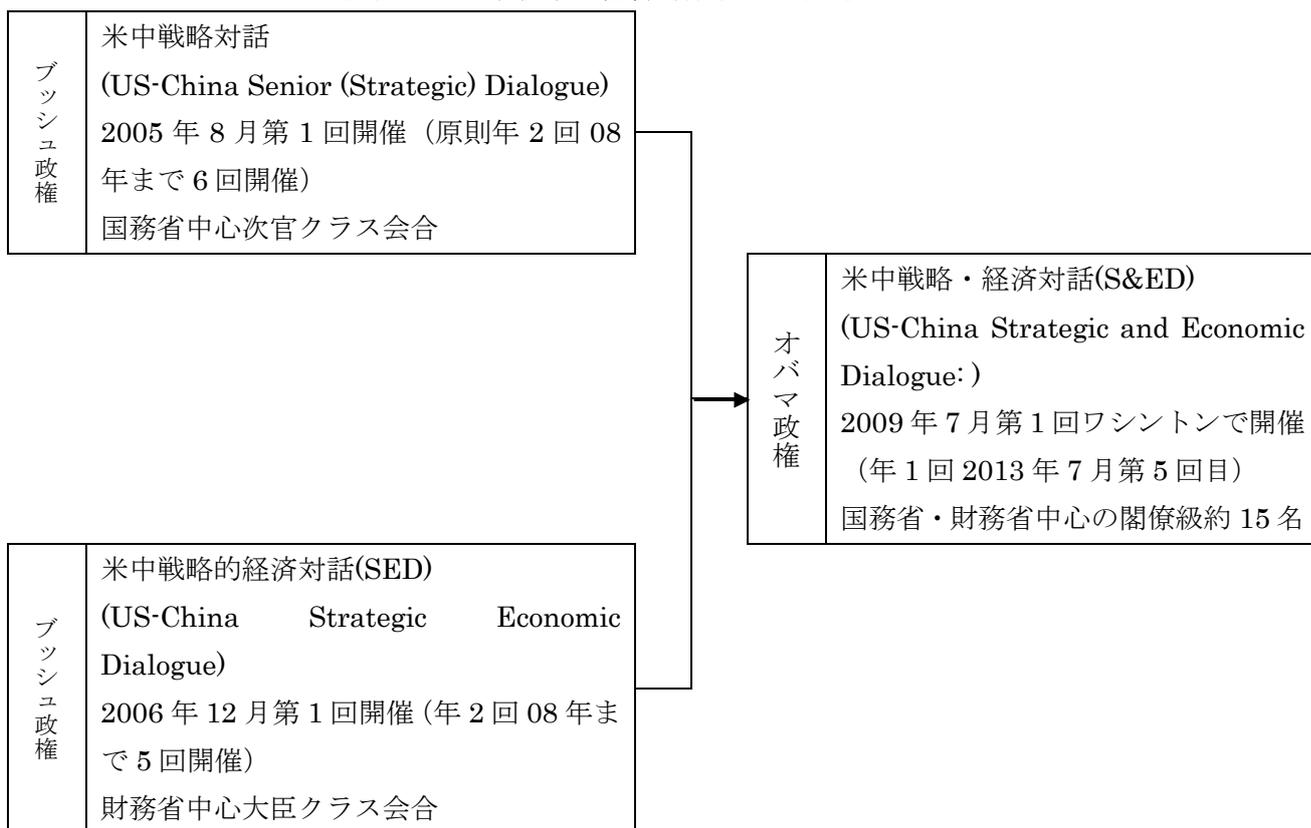
(新聞報道などから筆者作成)

図表 2. G.W.ブッシュ第 43 代・B.オバマ第 44 代大統領政権時代の米中経済関係要人

米国	大統領	第 43 代 G.W.ブッシュ 2001 年 1 月～2009 年 1 月		第 44 代 B.オバマ 2009 年 1 月～
	財務長官	P.オニール (01 年 1 月～02 年 12 月) J.スノウ (03 年 2 月～06 年 6 月) H.ポールソン (06 年 7 月～09 年 1 月)		T.F.ガイトナー (09 年 1 月～13 年 1 月) J.ルー (13 年 2 月～)
	FRB 議長	A.グリーンズパン (87 年 8 月～06 年 1 月) B.バーナンキ (06 年 2 月～)		B.バーナンキ (06 年 2 月～)
中国	国家主席	江沢民 (～03 年 3 月)	胡錦濤 (03 年 3 月～13 年 3 月)	習近平 (13 年 3 月～)
	国務院総理	朱鎔基 (～03 年 3 月)	温家宝 (03 年 3 月～13 年 3 月)	李克強 (13 年 3 月～)
	PBOC 総裁	戴相竜 (～02 年 12 月)	周小川 (02 年 12 月～)	

(筆者作成 2013 年 11 月末現在)

図表 3. 米中戦略・経済対話(S&ED)の流れ



(筆者作成)

図表 4. 米国財務省証券の外国保有者残高と日中のシェア

年	2000 末		2001 末		2002 末		2003 末		2004 末*	
	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%
中国	589	5.8	786	7.5	1184	9.5	1590	10.4	2229	12.0
日本	3177	31.3	3179	30.6	3781	30.6	5508	36.1	6899	<b>37.3</b>
その他	6385	62.9	6436	61.9	7391	59.9	8133	53.5	9365	50.7
総計	10152	100.0	10401	100.0	12356	100.0	15231	100.0	18493	100.0
年	2005 末		2006 末		2007 末		2008 末**		2009 末	
	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%
中国	3100	15.2	3969	18.9	4776	20.3	<b>7274</b>	<b>23.6</b>	8948	24.3
日本	6700	32.9	6229	29.6	5812	24.7	<b>6260</b>	<b>20.3</b>	7657	20.8
その他	10539	51.9	10833	51.5	12944	55.0	17238	56.1	20246	54.9
総計	20339	100.0	21031	100.0	23532	100.0	30772	100.0	36851	100.0
年	2010 末***		2011 末		2012 末		2013 年 9 月			
	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%
中国	11601	<b>26.2</b>	11519	23.0	12204	21.9	12938	22.9		
日本	8823	19.9	10581	21.1	11112	19.9	11781	20.8		
その他	23932	53.9	27969	55.9	32399	58.2	31810	56.3		
総計	44356	100.0	50069	100.0	55715	100.0	56529	100.0		

(\*日本の最大シェア、\*\*日中の残高・シェア逆転、\*\*\*中国の最大シェア)

(資料 : Major Foreign Holders of Treasury Securities)

