

中国の人民元改革とマクロ経済政策

梶 谷 懐

はじめに

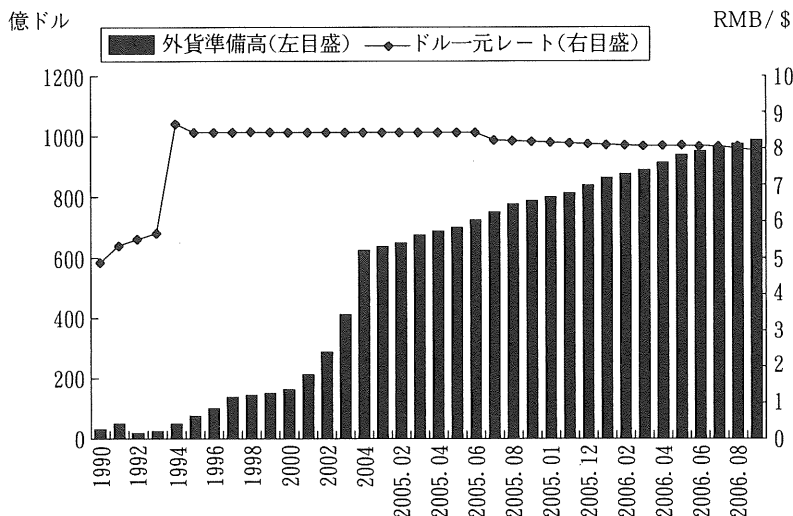
中国（中華人民共和国）の通貨である元（人民元）は、1994年の改革により二重レート制が解消されてからは、実質上ドルにペッグされてきたが、近年の急速な経済成長と対米を中心とした貿易黒字の高まりから切り上げを求まる声が高まっていた。これを受けて、2005年7月に中国政府は対ドルレートを2%切り上げるとともに、それまでのドルへの単独ペッグ制を改めて他の通貨も含むバスケット・ペッグ制へと移行することを決定した。

その際、一日の為替変動幅についても0.3%を限度として変動を許容するとされたものの、その後も中央銀行による介入が行われたため実際の為替の変動幅はそれよりもずっと小さい水準で推移し、2006年12月の段階で人民元の対ドルレートは約7.8元と、改革以前の水準に比べて数%上昇するにとどまっている⁽¹⁾。このような低めにペッグされた人民元の水準を反映して、外貨準備高は上昇を続け、2006年には9000億ドルに達し、日本を抜いて世界最高の水準になっている（図1）。

このような人民元レートの極めて緩やかな調整のスピードについては、中国に対し大きな経常収支の赤字を記録しているアメリカから、貿易の不均衡を是正するには不十分なものだとして厳しい批判が行われている⁽²⁾。一方で、国際収

(1) 伊藤2006, Ogawa=Sakane, 2006 などでは、「バスケット・ペッグ制」採用後の中国の実効為替レートは実際には95%以上がドルに連動するものであることが指摘されている。

図1 為替レート(対ドル)と外貨準備



出所：中国金融学会編（各年版），及び中国人民銀行ウェブサイト
 (http://www.pbc.gov.cn/) より。

支を均衡させる水準以下に元が固定されることによりマネーサプライの超過供給を招き経済過熱を引き起こすという、中国の国内経済への影響から為替制度の硬直性を疑問視する声も高まっている。さらに、人民元改革の方向性はアメリカの主流派経済学者の間でも高い関心を呼び、今後の国際通貨体制のあり方の問題も包括する形で活発な議論が展開されている。今後の東アジアの新しい経済秩序において中国が日本と並んで中心的な役割を果たすことが期待されていることから、その通貨制度の行方は世界の貿易・金融体制に対しても大きなインパクトを与えることが予想されるからである。

本稿では、主にここ数年間に英語で発表された学術論文による議論を中心に、

1. アメリカとの貿易摩擦という観点からみた1970-80年代の日本の経験との

(2) 米財務省は06年5月10日に議会に提出した外国為替報告書の中で、中国を「為替操作国」と認定することは見送ったものの、中国の為替改革の進捗のスピードが遅いことに強い不満を表明した。

比較，2．国内マクロ金融政策との関連性，3．地域間経済格差への影響，4．国際金融体制との関連，という4つの視点から人民元改革に関する議論を整理し，その経済学的な意義を明らかにするとともに，今後の人民元改革の方向性が中国国内ならびに日本・アメリカなど諸外国との経済関係や地域的な経済秩序に対して与える影響についても考察していく。

I. アメリカとの貿易摩擦——日本の経験との関連から——

多額の貿易黒字と，それをもたらす原因になっていると考えられている過小評価された為替レートについてアメリカからの強い通商が加えられるという現在の中国経済の状況は，1985年のプラザ合意までの日本経済との類似性が強いということはこれまでもたびたび指摘されてきた。

アイケングリーンと畑瀬（Eichengreen=Hatase, 2005）は，1950年代から80年代にかけての日本経済と，1980年代以降の中国経済との類似性を，1．経済成長率の高さ，2．経済成長における外国輸出への依存度の高さ，3．GDPの30%から40%という高い貯蓄率とそれによって支えられた高い投資率，の3点にまとめている。

このような特徴を持つ経済は，主な貿易相手国との貿易摩擦を引き起こしやすいと考えられる。例えば高い貯蓄率が国内の投資率の水準を大きく上回る場合，それは貿易相手国に対して多額の経常黒字を記録していると言うことを意味するからである。したがって，経済成長のスタイルの点で類似性を持つかつての日本と現在の中国が，同じように為替問題についてアメリカからの通商圧力を受けているのは，ある意味で当然だと言えよう。⁽³⁾

(3) もっとも，アイケングリーン=畑瀬はかつての日本経済と現在の中国経済の間にくつつかの大きな差異が存在することも指摘している。まず，高度経済成長開始時における工業の発展度において日本は中国に比べてはるかに成熟した段階に達していた。このような工業の成熟度の違いは海外からの技術導入の姿勢にもあらわれており，日本が海外からの技術移転にほとんど頼ることなく経済発展を遂げたのに対して，中国はその経済成長を海外資本の受け入れに大きく依存していることが指

中国の人民元改革とマクロ経済政策

では、アメリカからの通商圧力が国内経済に与える影響に関しても、中国経済はかつての日本経済と同じような道をたどると考えてもよいのだろうか。例えば、かつての日本経済は、アメリカからの通商圧力の存在により、自国の金融政策について為替レートの動向を主要な目標とした運営を余儀なくさせられ、結果として国内金融政策の自立性を失ってきたことが指摘されている。同じような問題は今後の中国経済についても存在しうるのだろうか。

そのことを考察する前に、プラザ合意以降バブル崩壊後の長期デフレに至るまでの日本経済の迷走の原因を上記のような観点から政治経済学的に分析してみせたロナルド・マッキノンと大野健一によるいわゆる「円高シンドローム」仮説を検討しておきたい。まず、1971年のニクソン・ショックから円が対ドルレートにおいて最高の値を記録した1995年にいたるまでのいわゆる「円高シンドローム」発生のメカニズムについてのマッキノンらによる整理をみておこう (Mckinon=Ohno, 1997, Mckinon, 2005a)。

いうまでもなく、第二次世界大戦後の自由主義陣営における国際金融秩序を支えたブレトン・ウッズ体制は1971年のニクソン・ショックによって終焉する。しかしその後も、輸出を主要なエンジンとした高成長を続けアメリカに対し巨額の貿易黒字を記録し続ける日本に対し、アメリカ産業界からの批判の声が次第に高まっていった。日本の貿易黒字に対する批判の高まりはついに日米間の深刻な貿易摩擦に発展していく。

アメリカ産業界からの激しい批判にさらされるなかで日本政府は、アメリカが保護主義的な制裁措置を発動することを防ぐために、1985年のプラザ合意に代表されるように対外貿易不均衡是正の手段として大幅な円高を容認する姿勢を見せるようになった。

摘されている。また、このほかにも中国は農村から都市への労働力移動に政治的な制限を加えていること、市場メカニズムに基づいた金融システムの構築が大きく遅れていること、などの点も日本経済との大きな違いとして指摘されている。

また、この間（1970年代－90年代半ば）日本の金融政策当局（日銀）は、こういった円高基調の為替政策と整合させるために、国内の金融政策を基本的にアメリカのそれよりもデフレ気味に運営してきた⁽⁴⁾。

しかし、持続する円高にもかかわらず貿易黒字およびそれによる貿易摩擦は解消されず、そのたびに新たなアメリカからの通商圧力が加えられる、ということが繰り返された結果、次第に市場に強固な「円高期待」が形成されるようになる。日銀は過度の円高を食い止めるために何度も大規模な円売り・ドル買い市場介入を繰り返すが、一旦形成された「円高期待」が強固であるために、長期的にみた円高トレンドを反転させるまでには至らなかった。

以上のようなアメリカからの度重なる通商圧力とそれによって形成される市場の円高期待によってもたらされる持続的な円高の進行（＝円高シンドローム）の存在は、為替政策のしぼり＝「円の足枷」によって国内の金融政策の自由度が奪われてきたことを意味する。アメリカ経済が高金利政策を採用していた時期には、このような対ドルレートをターゲットとした金融政策の運営は確かに一種の価格アンカーとしての役割を果たしたが、アメリカが一転して低金利政策に転換した際には、それに影響されて日本も拡張的な政策を採らざるを得ず、結果として1980年代後半のバブルの発生につながる過剰なマネーサプライの供給につながった、とマッキノン＝大野は分析している。

ただし、このようなアメリカからの通商圧力は、1990年代半ばになり円高が1ドル＝80円の水準まで進行し、当時のルービン財務長官が「強いドル」を容認する姿勢を見せて以降は公式には存在しないはずである。しかしマッキノンらによれば、このようなアメリカによる通商圧力が存在しなくなってからも、市場に形成された円高期待は依然として日本の金融政策に対する制約条件として働き、1990年代における深刻なデフレからの脱却を遅らせる原因となったと

(4) 1985-96年のアメリカの卸売物価は年率2.0%で上昇したが、日本の卸売物価は逆に年率1.6%で下落した（Mckinnon=Ohno, 1997, 邦訳90ページ）。

される。

このような、1990年代後半以降における「円高シンドローム」仮説を説明するロジックにおいて重要視されるのは、日本の機関投資家や金融機関など民間経済主体による資産選択行動である。1990年代の日本のように市場に強固な円高期待が存在している下では、民間経済主体によりドル資産の保有は円資産の保有に比べて相対的に高リスクとなる。したがって外国為替市場で円ドルレートが均衡するためには、ドル資産の金利がこのリスクプレミアムの分だけ円資産の金利を上回っていなければならない。このような状況でもアメリカが低金利政策を採用した場合、日本政府は、更なる円高の進行を防ぐためにはアメリカに追随して低金利政策を採らざるを得ない。しかし、この低金利政策は日本の名目金利がゼロになったところで限界につきあたり、それ以上の拡張的な金融政策の実行を困難にする。このような一種の「流動性の罠」の存在こそが、バブルの崩壊以来続いてきた日本のデフレに対し政策当局が有効な回復策を採用することを困難にしてきた、というわけである。⁽⁵⁾

それではこのようなロジックは現在の中国経済についても当てはまるのだろうか。マッキノン⁽⁵⁾は、輸出品が労働集約的な軽工業に集中している現在の中国に対するアメリカからの通商圧力は、かつての日本ほど激しいものにはならないだろう、とした上で、現在の中国経済が通貨切り上げへの期待感から海外からの資金流入が急増するという状況にある以上、1990年代後半以降の日本経済が経験した低金利政策のもとでの「流動性の罠」、という状況に陥る可能性は十分に存在する、としている (Mckinnon, 2005b)。その上で彼はつぎのように主張している。今後の中国が外国為替制度の改革および国内資本市場の対外開放を急ぎすぎると、急速な資金流入を招く金利引き上げに躊躇せざるを得ず、国内金融市場の自立性が奪われかねない。したがって、当面は対ドルに対して急

(5) メツラー・マッキノン・翁 (1999) 参照。マッキノンは、純債権国である日本のような国の金融機関が債権をドル建てで保有することが国内金融政策に与えるこのような影響を 'Conflict Virtue' と呼んでいる (Mckinnon, 2005a)。

速な為替レートの調整は行うべきではなく、あくまでも内需の拡大、及び投機的な資金流入などの管理を行うことにより貿易摩擦を避けつつ、国内資本市場の成熟をはかるべきである、と。

一方、先に紹介したアイケングリーン＝畑瀬は、やはり日本の経験との類似性には注目しながら、マッキノン＝大野よりは人民元改革の柔軟性について楽観的な見通しを抱いている。彼（女）らは、ニクソン・ショック移行のフロート制の下での日本経済が、比較的スムーズに対ドルレートの変動という状況に対応できた経験を踏まえて、国内に為替先物市場など為替リスクを吸収するための成熟した資本市場が存在しなくても、中央銀行が為替市場に介入できる余地があれば、変動相場制の運営は可能であるという見解を示している。ただし、彼（女）らも、現在の中国経済は当時の日本と比べても技術水準は低く、金融制度などの市場化が遅れた状況にあるため、変動相場の採用に当たってはより慎重な態度が望まれる、といった一定の留保をつけている。

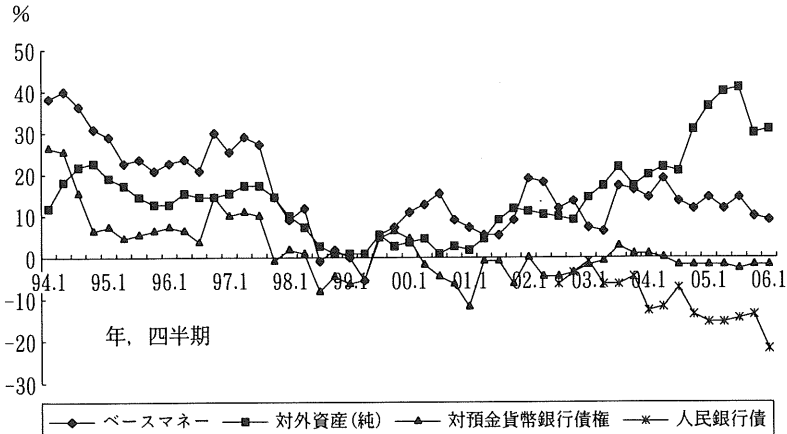
また、マッキノンらが指摘するような、アメリカからの通商圧力と為替レートの持続的な上昇期待が金融政策に対する足枷となって働くという1980年代以降の日本経済が抱えてきた問題は、中国のエコノミストによってしばしば「日本病」という名で呼ばれ、中国がその轍を踏むことを警戒する論調もみられている（李・余2006など）。

それでは、中国経済がプラザ合意以降の日本経済と同じ轍を踏まないようにするためには、どのような政策が採られるべきであろうか。それを考えるためには、今後の外国為替制度の改革の方向性を国内の経済政策との整合性において議論する必要がある。

II. 国内マクロ金融政策との関連性

前節でも述べたように、通貨制度の選択や為替レートの動向は国内の金融政策の運営にも大きな影響を及ぼす。まず対外貿易黒字と海外投資の増加はそれが不胎化されない限り、ベースマネーの増加を通じてインフレ圧力として働く。

図2 ベースマネー成長率と各項目の寄与度(資産)



出所：中国金融学会編（各年版）より。

近年の中国において、対外資金の流入がどの程度インフレ圧力として働いてきたのか図2で確認しておこう。この図は、中央銀行のバランスシートに基づき、ベースマネーの増加率ならびに通貨当局のバランスシート各項目のそれに対する寄与度を示したものである。⁽⁶⁾

図2より、1990年代半ばごろからベースマネーの増加に占める対預金貨幣銀行債券増加の寄与度が大きく低下し、変わって対外資産（外貨準備）の増加が大きなウェイトを占める状況が続いていることがわかる。また近年高い負の寄与度を示している「人民銀行債発行高」という項目の存在は、中国人民銀行が債券の発行によって積極的に市中からの資金回収（＝不胎化）を行っているこ

(6) ベースマネー増加率寄与度は次のようにして求められている。まず、通貨当局のバランスシートは以下のように表される。このうち、負債側の現金通貨と準備通貨を合わせたものがハイパワード・マネーであるから、その増加分は資産側の各項目の増加と対応しているはずである。資産側の各項目がハイパワード・マネーの増加にどれだけ寄与したのかを表したのが寄与度である。具体的には、各年度の各項目の成長率に、前年度におけるハイパワード・マネーに対するその項目の比率を乗じたものである。なお、以上の方法においては吉川（1996）を参考にしている。

とを示している。しかしながら、国内債券市場がまだ成熟しておらず、取引もそれほど活発ではないことを考えれば、その効果には限界があることもまた明らかである。中央銀行の対外純資産の増加がベースマネー増加の主要な要因になっており、しかもそれに対する不胎化が十分ではないという状況を考えれば、人民元の対ドル過小評価が国内経済過熱の要因として働く恐れがある、という見方には十分説得力があるといえよう⁽⁷⁾。

このような為替制度改革と国内金融政策の整合性について興味深い議論を展開しているのが、ブランシャールとジアバジ（Blanchard=Giavazzi, 2005）である。ブランシャール＝ジアバジは、今後中国が安定的なマクロ経済環境のもとでの高成長と、対外貿易不均衡の是正という二つの目的を両立させるためには、以下の3つの政策を組み合わせることが必要だと主張している。

- ①国内貯蓄率の引き下げ
- ②財政支出による社会保障費の増大
- ③為替制度の柔軟化

本論文冒頭で既に述べたように、中国の貯蓄率が非常に高い水準にあることは広く指摘されている。近年では貯蓄率は一貫して国内の投資率を上回ってきたため、このようなISバランスのギャップは当然のことながら経常収支の黒字をもたらすことになる。

それでは、このような国内貯蓄率の高さの背景にあるものは何か。ブランシャールらは、モディリアーニとツァオ（Modigliani=Cao, 2004）による、中国における家計の貯蓄行動にフリードマンらによる恒常所得仮説があてはまると

(7) 実際、このような経済過熱への警戒感から、2004年10月と2006年4月には基準貸出金利がそれぞれ0.27%引き上げられるなどの金利の調整が行われたほか、2004年4月と2006年7月および8月に預金準備率をそれぞれ0.5%引き上げるなど、一連の引き締め気味の政策スタンスが取られている。

いう分析結果を援用し、その背景として社会保障制度が不十分なため、中国の家計、特に農村部の家計が将来のリスクに対する保険として貯蓄を行っていることを指摘している。⁽⁸⁾ またブランチャールらによれば、近年の中国では投資が民間・政府を含め工業部門に偏っており、そのような工業部門への過剰な投資が資源の非効率な配分を招き、TFP（全要素生産性）を低下させ、持続的な経済成長の足かせとなっている。⁽⁹⁾

彼らは、このような事態を打開するために政府による公共投資の重点を工業部門から社会サービス部門、特に社会保障制度の遅れた農村部への投資に振り向けることで、家計の将来への不安を取り除くとともに、また貯蓄率を引き下げ、貿易不均衡を是正することも可能になると主張している。

ただし、こういった社会サービス部門への投資拡大による貯蓄率の引き下げをねらった政策には問題点もある。それが、家計消費の急激な拡大が経済過熱とインフレをもたらす可能性である。このような経済過熱を抑えるために、彼らは、現在のような人民元がドルに対して事実上過小評価されたままペッグされている状態は早期に改善されるべきであり、より柔軟な為替レート制度へと改革を行ったうえで、対ドルレートを高めに誘導していく必要があると説いている。⁽¹⁰⁾

(8) この他、改革開放期の中国における高い貯蓄率を説明しようとした研究としては、唐（2005）、Duo（2003）、Meng（2003）などがある。

(9) 袁（2002）は、製造業15部門におけるそれぞれのTFP推計値の加重平均と製造業全体におけるTFP推計値との差を比較すると言う手法を用いて、部門間の資源再配分を適切に行うことにより、中国製造業全体の生産性がより向上する可能性を指摘した。

(10) Guérineau and Guillaumont Jeanneney（2005）は、1986年から2002年までの中国経済のマクロデータを用いて、各年のインフレ率を非説明変数とした回帰分析を行い、その結果を基に各要素の寄与度の分析を行った。その結果、インフレ率は主に過去のインフレ率、為替レート政策、生産性の上昇などによって説明できることを明らかにした。このうち、為替レートがインフレ率の低下に与える効果とは、94年以降に採用された事実上のドル・ペッグ制での名目対ドルレートが、アジア通貨危機後の数年においては中国にとって高めの水準であったと考えられることから、

このような為替レートの上昇は輸入品の価格低下をもたらすため、比較劣位産業である農業には打撃を与えると考えられる。上述したような財政支出を通じた農村部の社会サービス部門への投資拡大は、このような為替レート制度の柔軟化がもたらす都市－農村、あるいは沿海部－内陸部における国内経済格差にたいする財政を通じた再分配という意味も持っているのである。

以上の議論からわかるように、彼らの示す政策パッケージは、①安定的な経済成長、②対外貿易不均衡の是正、③国内経済格差の是正、という三つの政策目標を同時に実現しようとする、極めて包括的なものであることが理解できよう。

では、彼らの政策パッケージはその現実性という点ではどのように評価されるだろうか。まず、十分に成熟した国内資本市場が存在せず、機動的な金融政策を行うことが難しい中国の現状の下で、より柔軟な（変動幅の大きい）為替制度の導入がスムーズに行えるのか、という批判が考えられるだろう。例えば謝(Xie, 2004)あるいはグッドフレンド＝プラサド(Goodfriend=Prasad, 2006)は、中央銀行による市中銀行への貸出のコントロールが、金利の操作を通じてよりも主に準備率の操作、あるいは「窓口規制」のような直接規制によって行われてきたことを指摘している。ただ、この点に関しては前節に紹介したアイケングリーン＝畑瀬のように、国内資本市場の整備は柔軟な為替制度の導入に当たって必ずしも障害にはならない、という意見も存在する。

一方、現在またこれからの中国において適切な金融政策の運営を行うにあたってより大きな制約要因として働くのは、ブランチャールらも指摘している国内経済格差の存在であると考えられる。この点に関しては、次節において改めて論じたい。

価格アンカーとしての役割を果たしたことを意味する。これは、為替レートが国内の景気に大きな影響を及ぼすことを明らかにした点で、ブランチャールらの分析と整合的であるといえる。

III. 地域間経済格差とマクロ経済政策

以下では、為替政策と整合的な国内財政・金融政策、およびその実行可能性について検討することにした。

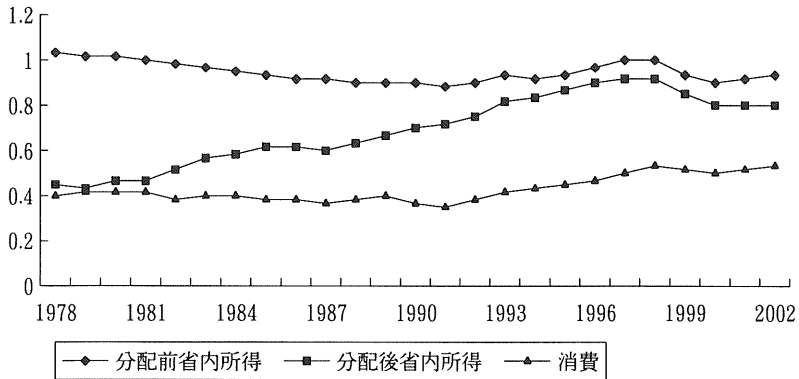
前節で検討したブランシャール＝ジアバジの政策パッケージとは、一言でいうと財政政策に景気拡大効果と地域間経済格差解消の効果を担わせ、金融政策に景気拡大のブレーキと国際貿易不均衡の是正の効果を担わせようとするものであった。この組み合わせは理屈の上では非常に理にかなっているように思える。それでは、中国経済の現実に照らし合わせた場合、この政策パッケージはどのように評価されるだろうか。その際特に注目すべきだと思われるのが、為替レートと国内経済政策、特に地域間の経済格差との関連である。⁽¹¹⁾

このような財政政策と金融政策のパッケージを評価するにあたって注意すべきは次の二点であると思われる。一つは財政支出を通じた再分配機能が改革開放期以降一貫して低下傾向にあった一方、金融システムを通じた地域間の信用割り当てがそれを代替してきた、という点であり、もう一つはブランシャールらが主張しているような拡張的な財政政策と緊縮的な金融政策の組み合わせというパターンが、1990年代後半における朱鎔基元首相の強いイニシアティブの下で既に意識的な政策パッケージとして採用されていたと考えられることである。

まず、第一の点から見ていくことにしよう。改革開放以降に広く導入された

(11) 為替レートと国内経済政策、特に地域間の経済格差との関連を実証的に論じた研究は少ない。Guillaumont Jeanneney = Hua (2001) は、1982年から1996までのマクロデータを用いて、実質為替レートの変化が農村－都市間の交易条件や賃金の格差に与える影響を分析している。それによると、改革開放期（ただし1996年まで）を通じて、実質為替レートの減価は都市と農村の相対価格を引き下げ、実質賃金および実質所得の格差を拡大するという結果が得られた。これは、主に改革開放初期において実質為替レートの切り下げが工業品の輸出の拡大を通じて都市住民の賃金所得を拡大させたことによる結果である。

図3 省間の所得再分配と消費の平準化



出所：加藤＝陳（2002），中国国家統計局編（各年版）より。

地方財政請負制度は、一部の地方政府のインセンティブを高め地域経済を活性化させたものの、一方で中央財政の比重の相対的低下，地方政府の自主財源による留保資金（予算外資金）の増加などの現象を通じて，中央政府による地域間の再分配機能の著しい低下という事態を招いた。1994年以降には，このような状況を打開し，中央政府の財政的な調整力を高める目的で分税制が導入された。しかしこの制度は，財政的な再分配機能の規範化という面についてみれば，⁽¹²⁾非常に不十分なものであった。

図3は，政府間の財政移転後の一人当たり実質所得と財政移転前の一人当たり実質所得という二つの系列のデータの省間の変動係数を時系列的に示したものであり，⁽¹³⁾財政を通じた地域間の再分配機能の低下がよく現れている。

通常，省間の財政資金移転は地域間の財政力格差を平準化する効果を持つと考えられるので，「財政移転後所得」の変動係数は「財政移転前所得」よりも小

(12) 分税制導入前後の財政を通じた地域間再分配政策については，梶谷（2005）を参照。

(13) 各省の「財政移転前所得（BPI）」および「財政移転後所得（API）」は，それぞれ「各省 GDP－固定資本減耗」，「各省 GDP－固定資本減耗－間接税＋中央から各省への純資金移転」と定義する。

さくなるはずである。上図からも、1980年代においては確かに両者の間に大きな格差が存在するが、その格差は次第に縮小していき、1990年代後半以降はほとんど差がなくなっていることがわかる。

これは省間の財政力格差に関する分析であるが、たとえば県間の格差においても同じような事態が観測される。例えば Tsui (2005) は、1994年から2000年までの全国における全ての県間財政収入の格差についてそれを各種の税収や政府間財政移転などの各要素に分解し、この時期における各種の補助金による地域間の財政格差の是正の効果が極めて限定的であることを指摘している。

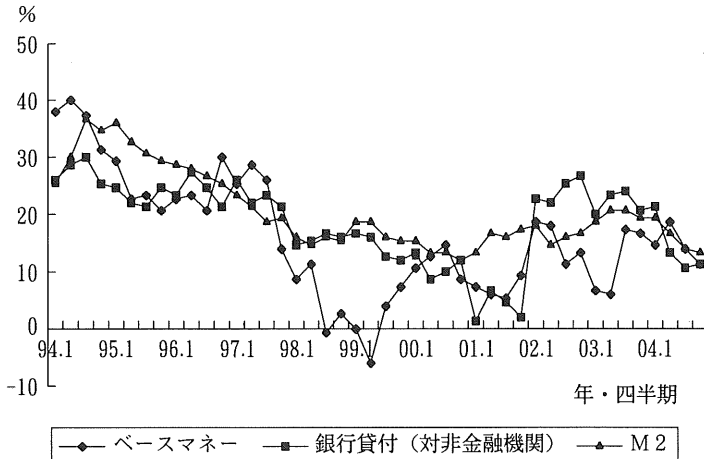
このような再分配機能の低下は、金融システムを通じた再分配によって代替されていた。要するに、中国人民銀行の省支店が地元政府と結びつき地元の国有企業への救済的なローンや政策金融的なローンも負わせることで、財政的な資金移転の不足が補われていたのである（梶谷、2004）。しかし後述するように、このような金融システムを通じた代替的な分配効果は1990年代半ばより急速に収縮していくことになる。

続いて、第二の点を見ておこう。ここで決定的に重要なのが財政・金融政策における朱鎔基元首相の強力なリーダーシップの存在である。朱鎔基は、94年人民銀行総裁として金融政策の、そして98年以降は首相として金融に加えて財政政策にもその手腕をふるった⁽¹⁴⁾。その中で本稿との関連で特に重要なのはそれまでの二重為替レートを一本化しドル・ペッグ制を採用したこと、それと同時に人民銀行地方支店による地元企業による非効率な融資に大きな制限が加えられたことである⁽¹⁵⁾。

(14) Heilman (2005) は、朱鎔基内閣時代の中央集権的な金融政策を「レーニンの手法」と評し、彼の退陣後には金融のコントロールは再び地方政府の影響を強く受けるようになったことを指摘している

(15) この時期の国有銀行による融資枠への規制は、「適度な金融引き締め政策」と称された。1998年以降には「穏健な金融政策」に政策スタンスの変更が行われ、「積極的な財政政策」と合わせて、朱鎔基が退陣する2002年まで持続した。今井＝渡邊 (2006) 参照。また、「穏健な金融政策」の具体的な内容については、戴 (2001) 参照。

図4 各金融指標の成長率(対前年比)



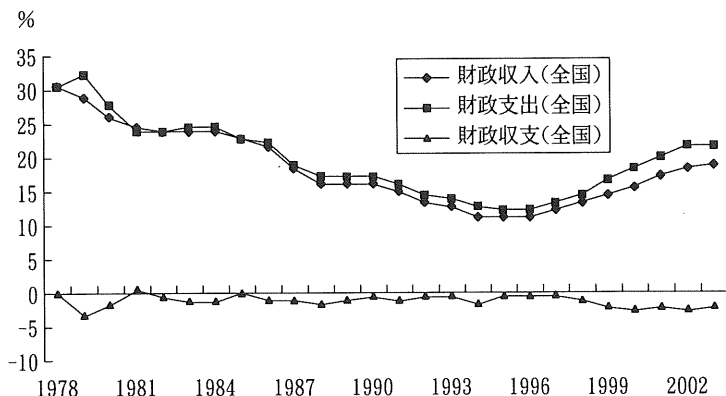
出所：中国金融学会編（各年版）より。

1994年より採用されたドル・ペッグ制の価格アンカーとしての効果は顕著であった。それまで何度か繰り返されてきた2桁を超えるインフレは1997年以降影を潜め、1998年以降の約二年間においてはデフレさえ観測されるようになった。図4を見れば、1998年以降とくにベースマネーの伸びが大きく落ち込んでいることが見て取れる。1997年のアジア通貨危機による対外輸出および海外からの資本流入の落ち込みがベースマネーの伸びの低下の直接の原因であるが、同時に国内金融機関の融資拡大に引き続き制限が加えられたことがデフレをもたらしたといえる。また、これは既に述べたような、財政的な再分配機能を代替する中央銀行を通じた地域間の信用割り当てに大きな制限を加えるものであり、このため特に内陸部の省は深刻な資金不足にみまわれることになる。

(16) アジア金融危機が当時の中国経済に与えたインパクトについては、高原(1999)参照。

(17) このうち、より重要なのは海外からの資本流入の落ち込みであると考えられる。たとえば、中国の国際収支の資本勘定の項目を見ると、1997年には約210億ドルの黒字であるのに、98年には約63億ドルの赤字となっている。

図5 財政収支の対GDP比率



出所：中国国家统计局編(各年版)

一方の財政政策はどうか。図5を見ればわかるように、財政赤字の対GDP比率は1998年以降急速に拡大している。これは、上述の様な緊縮的な金融政策と、1997年のアジア金融危機のショックによるデフレ効果を相殺するために、「積極的な財政政策」が採用されたこと、そして資金不足に悩む内陸部地域に重点的なインフラ資金が投入されることになった(いわゆる「西部大開発」)こと、を反映したものである。

国際収支均衡実現のため引き締め的な金融政策を採用一方で、それを相殺し景気中立的な政策を取るため拡張的な財政政策を採用し、地域間格差縮小のため財政資金を内陸・農村部に重点的に投入する。これは既に見たようなブランシャールらの推奨する政策パッケージとの類似性が非常に高いスタンスだといえよう。問題は、このような金融政策と財政政策の組み合わせがどの程度目標を達したのか、ということである。

すでに述べたように、朱鎔基による政策レジームはインフレの抑制という点では顕著な効果があった。しかし、積極的な財政政策は1998年からのデフレを十分に緩和することができず(景気が上向き始めたのは金融政策が再び緩和に転じてからであった)、また既に見たように、地域間の格差縮小という点からも

現在のところ十分な効果を挙げたとはいいがたい（梶谷⁽¹⁸⁾2005）。

このように、ブランシャールらの唱える、引き締め気味の金融政策と拡張気味の財政政策の組み合わせという政策パッケージに極めて近い政策が朱鎔基内閣の下で既に取りられてきており、それが一定の限界に突き当たったことを考え合わせると、彼らの主張する政策パッケージの現実的な有効性にもやや疑問がもたれると言わざるをえないであろう。⁽¹⁹⁾

IV. 望ましい外国為替制度と国際金融体制

a. 中国経済にとって望ましい外国為替制度とは

さて、冒頭に述べたとおり中国政府は2005年の7月におけるバスケット・ペッグ制への移行を公式に表明した。今のところ通貨バスケットの内容については公表されていないが、実態としては極めてドルへの連動性が高く、厳密にはバスケット・ペッグを参照しているとはいいがたいものであることが実証研究の結果示されている（Ogawa=Sakane, 2006, 伊藤2006）。

このような為替制度の硬直性についてむしろ肯定的な評価を下しているのがマッキノンである。彼は、資本市場の対外開放よりも国内の金融システムの整備を優先させるべきだ、と言う立場から、ドル・ペッグ制を維持する中で内需⁽²⁰⁾

(18) このように拡張的な財政政策が必ずしも地域間格差の縮小をもたらさなかった理由としては、次の二点が考えられる。一点目は、内陸部に重点的に行われたインフラ投資の効率性が低いものであったか、あるいは経済成長に対して即効性を持たないものであった可能性があること。そして二点目は、分税制の下で期待された地域間の財政再分配機能が豊かな地域による政治的抵抗によって骨抜きにされてきたこと、である。後者について詳しくは梶谷（2005）を参照のこと。

(19) ここで一つの鍵を握るのは、地域間の労働力移動の問題である。労働力移動が緩和されればそれほど財政に負担をかけなくても地域間の経済不均衡は是正される。しかし、戸籍制度を利用した農村から都市への移動制限はかなり緩和されたとしても、いまだ格差を是正するには不十分なレベルにとどまっている。（厳，2005）など参照のこと。

(20) マッキノンの金融・資本市場の自由化の順序に関するまとまった議論は（McKinnon, 1991）で展開されている。また、四大国有銀行を初めとした中国の金

中国の人民元改革とマクロ経済政策

の拡大、投機的資金の流入制限など資本市場やISバランスを管理することによって国際収支の不均衡の是正を図るべきだとしている (McKinnon, 2005b)。

これに対して、グッドフレンドとプラサド (Goodfriend=Prasad, 2006) は、中国が今後より適切なマクロ金融政策のもとで安定な経済成長を実現していくためには、従来採用されてきたようなドル・ペッグ制を価格アンカーとする政策に代わって、

- ・ 中国人民銀行の独立性、特に政治的理由からの融資圧力からの独立性を高める
- ・ インフレ・ターゲット政策などの透明の高い金融政策を新たな価格アンカーとして採用する
- ・ 市中銀行のバランスシート管理を強化する

といった、より柔軟で市場メカニズムに基づいた、透明性の高い金融政策を採用すべきという立場に基づいた一連の提言を行っており、そのためにもより柔軟な為替制度への改革が早急に望まれるとしている。⁽²¹⁾

一方、より穏健な主張を行っているのがアイケングリーン (Eichengreen, 2006) である。彼は、投機的な海外資金の流入を抑えるために資本勘定の自由化に先んじて外国為替制度が柔軟性を高めていくことの必要性を説きながらも、その際頻繁な為替制度 (レジーム) 変更を行って金融政策及び通貨への「信認」を低下させてしまうことは望ましくなく、変動相場制とペッグ制の中間に当たる柔軟なバスケット・ペッグ制⁽²²⁾の下で徐々に変動幅を拡大するという方法をとるべきだとしている。さらに彼は、中国の輸出産業の中心は加工産業であり、⁽²³⁾

融機関が抱えている深刻な問題点については、Dobson=Kashap (2006) 参照。

(21) 米FRB議長のバーナンキ氏も2006年12月に北京で行われた「米中経済戦略対話」において中国がより柔軟な為替レート制度をより早期に実現するよう要望する発言を行っている (Bernanke, 2006)。

(22) このほか中間的な為替レートとしては、管理フロート制、クローリング・ペッグ制、ターゲット・ゾーン制などがある。ケイブス=ジョーンズ (2003) 参照。

(23) 吉富2005、も同様の主張を行っている。ただし、マッキノン⁽²³⁾は、国際通貨体制におけるいわゆる「二つのコーナー解」の問題 (完全な変動相場制か、完全な固定

為替レートの増加によって原材料価格などの低下が期待できることから、かなりの幅の増価が生じて⁽²⁴⁾も輸出業者に対する打撃はそれほど大きくないはずだ、と指摘している。

さて、このように中国経済にとって望ましい為替制度は何か、という点をめぐっては既に活発な論争が行われているが、この問題を考える時に重要な意味を持つのが、世界の通貨体制、特に事実上のドル・スタンダードとして語られることの多い東アジア諸国の採用する為替制度との関連である。

まず、1990年代より中国・韓国・東南アジア諸国により、「事実上の」ドル・スタンダードに基づく為替制度を採用していたことを指摘しなければならない。周知のように、1997年のアジア通貨危機によってアジア各国通貨の為替レートは対ドルで大きく下落し、この体制は一時的に崩壊するが、その後は各国通貨のドルとのリンクの度合いは再び高まっていることが指摘されている（McKinnon, 2005a）。

このような現在のアジア諸国による事実上のドル・ペッグと、それを支えるために膨れ上がった外貨準備がアメリカの経常収支赤字を支えている現在の国際通貨体制を、「新しいブレトン・ウッズ体制」⁽²⁵⁾ともいうべき一種の固定相場制としてとらえ、むしろ世界経済の安定化に寄与するもの⁽²⁵⁾として積極的な評価を与えているのが、ドーレイほか（Dooley=Folkerts-Landau=Garber, 2003）である。彼らの提唱する「新しいブレトン・ウッズ体制（ブレトン・ウッズII）」の下で、アジア諸国は為替レートおよび国内物価水準を享受でき、一方アメリカは貿易不均衡の調整に気をとられることなく国内経済の安定に専念できる。

相場制以外の通貨制度は不安定だとする考え方）を重視する立場から、あくまでも対ドル相場を基準とするのでない限り、バスケット・ペッグ制の採用はかえって通貨制度を不安定化させる、と指摘している。McKinnon (2005b) など。

(24) 貿易財の生産性上昇による実質為替レートの増価効果（バラッサ＝サミュエルソン効果）は、賃金の上昇分によって吸収されるため、名目レートの増価はそれほど必要ないという指摘もある（Ogawa=Sakane, 2006）。

(25) Higgins-Klitgaard (2004) など参照。

中国の人民元改革とマクロ経済政策

このように、お互いにメリットをもたらすものである以上、現在の国際通貨体制は持続可能なものである、というわけである。

一方、アメリカ経済は巨額の経常収支赤字を日本・中国をはじめとした東アジア諸国からの資金流入によってファイナンスするという状況が続いているが、日本を除く東アジア諸国は基本的に新興工業国であり、経済成長の過程で経常収支が大きな黒字のまま推移するとは考えにくい。このことから、このままではいずれ大幅なドルの下落（「ドル危機」）など何らかのカタストロフが避けられないのではないか、という議論も現在アメリカの著名な経済学者の間で盛んに行われている。

この視点に立った議論のうち代表的なものがオブストフェルド＝ロゴフ（Obstfeld-Rogoff, 2005）である。彼らは、GDPの約6%という現在の経常収支赤字のレベルを（持続可能な水準だと考えられる）約3%にまで引き下げるためには、ドルが実効レベルで30%ほど（より短期間で調整が行われる場合は40-50%）切り下げられなければならないという試算を示し、そのような大幅な為替調整が短期間で行われる場合のアメリカおよび世界経済に与えるインパクトについて警鐘を鳴らしている⁽²⁶⁾。

また、アイケングリーンも（Eichengreen, 2004）、同じように現在のアメリカの経常収支赤字とドルの水準が持続可能ではない、という立場から、（東）アジア諸国・アメリカ・EUの三者による政策協調によってこの不均衡を是正する必要性を説いている。

(26) 一方、Blanchard et al. (2005) は、近年の米国の経常収支赤字拡大をポートフォリオ・バランス・アプローチによって説明した上で、やはり中長期的に実質為替レートの減価が不可避であるという結論を導いているが、その世界経済に与えるインパクトは軽微なものにとどまるだろうとしている。また五百旗（2005）は、1990年代以降顕著になっているパス・スルー効果（為替レートの変化が国内物価水準に反映される効果）の低下から米国の貿易均衡是正のためには大きな実質為替レートの変化が必要だという結論を導いている。Obstfeld-Rogoff の議論を批判し、実質金利や消費者物価に及ぼす効果を考慮すればむしろパス・スルー効果の低下はドルの大幅な減価を抑制する効果を持つとしている。

以上は「ドル・スタンダード」の持つ問題点を米国側からみた議論であるが、この体制はドル・ペッグを行っているアジア諸国にとっても不安定性をもたらすものであることが指摘されている。例えば、アイケングリーンとハウスマン (Eichengreen=Hausmann, 2004) は、新興工業国が債務を自国建てで行えないことが為替の柔軟性を損なっている現象を「原罪 (Original Sin)」と名づけ、安定した経済成長の足かせとなっていることを指摘している。また伊藤＝林 (2006) は、同様の現象を「通貨のミスマッチ」と呼び、国際金融市場で長期の資金調達に難しいため短期資金の借り換えに依存しなければならないという「期間のミスマッチ」と並んで、債務調達の際の「二重のミスマッチ」を解消するためにアジア諸国が自国建て通貨で債務を調達できる「アジア債券市場」の創設を訴えている。

さらにマッキノン (Mckinnon, 2005a) も、このようなアジア諸国間の債務関係が域内通貨建てではなくドル建てで行われること（「原罪」あるいは「為替のミスマッチ」）は、アジアの資本市場において次のようなゆがみをもたらすことを指摘している。

すなわち、純債務国に関しては、短期資金を海外市場においてドル建てで調達し、国内市場で自国通貨建ての長期債権として運用するという構造をとるが、その際為替変動のリスクプレミアムによって金利は海外市場における調達金利よりもかなり高くなる。この状況が、国内金融市場への不十分なプルーデンス規制と結びついた時、一種のモラル・ハザードが生じ、リスクを考慮しないまま必要以上の借入れが行われるという「過剰債務シンドローム」とも言うべき状況をもたらされる。また、純債権国においては、前節で述べたような、資産運用の多くをドル建て債権で行わざるを得ないがゆえに、自国通貨の対ドルレートを増加を恐れて低金利政策を採らざるを得ないなど金融政策の自立性が縛られるというジレンマ (Conflict Virtue) が生じる、というわけである。

以上のような議論を踏まえ、持続不可能なアメリカの経常収支赤字がドル水準の下落として実現し、ドルとの実質ペッグを行っているアジア諸国に対して

中国の人民元改革とマクロ経済政策

大きな打撃を与えるリスクを削減するために、中国を含む東アジアの中で共通の通貨バスケットを共有すべきだ、という議論も唱えられるようになっている（吉富2005）。そのロジックは大略次のようなものである。

オブストフェルド＝ログフなどが試算するように、ドルの対東アジア通貨に対する30%程度の減価がいずれ避けられないとする。では、そのような域内通過のドルに対する大幅な増加は、東アジア諸国の経済に対してどのような影響を及ぼすだろうか。確かに、それぞれの国の通貨が個別に変動するならば、ドルに対する約30%の通貨切り上げのインパクトは大きい。しかし、すでに日本を含む東アジアにおいて、域内の貿易比率がすでに約50%に達している現状を⁽²⁷⁾考えれば、もしこれら諸国の通貨がドルに対して一斉に切り上がれば、それぞれの国の実効為替レートの変化は15%ほどですむはずである。

もちろんこのような「一斉の切り上げ」を行うには東アジア域内での政策協調が不可欠である。そして、このような政策協調は単に域内の為替の安定だけでなく、東アジア各国の安定的な金融政策の運営にとってもメリットがあると⁽²⁸⁾される。

また、そのような共通の通貨バスケット採用などの域内金融政策協力により、為替変動のリスクを軽減することが、域内（バスケット）通貨建てでの債券発行を可能にし、域内の債権債務関係がドル建てで行われるという「通貨の mismatch」（アイケングリーンらの言う「原罪」）から脱却し、域内の為替・金融市場のさらなる安定化をもたらすことが期待されている。

(27) 東アジアにおける域内貿易比率の高まりについては、田中・伊藤ほか（2005）、など参照。

(28) たとえば伊藤・林（2006）第三章「インフレ・ターゲティングと為替政策」では、インフレ・ターゲット政策とバスケット・ペッグ制との両立可能性が検討されている。同書によれば、現在ドル・ペッグ制を採用している域内各国がより柔軟なバスケット・ペッグ制に移行するには、各国が同時にバスケット・ペッグ制に移行し、また域内で共通のバスケットを持つことが必要になる。インフレ・ターゲット政策に代表される透明性の高いマクロ経済政策の採用は、そのような域内政策協調のための枠組みを提供しうることが期待されている。

このように、この一連の議論は、①「ドル危機」に代表される国際通貨制度の脆弱性に対する予防的措置、②アジア域内での資本調達円滑化、③安定した国内経済運営（インフレ・ターゲット）と両立する国際通貨体制の実現、といった短期から中長期の政策目標までを組み込んだ、かなり包括的な議論である、といえるだろう。

このような構想について、詳細な検討を行うのは本稿の範囲を超えるが、さしあたってその実現に当たっては通貨統合を行う条件となる域内各国の経済構造の格差の大きさ、域内労働力移動の問題、アジア域内だけではなくアメリカも含めた政策調整の難しさ、などのような問題点が存在することを指摘しておきたい。

このうち、第一に、通貨統合を行う条件となる域内各国の経済構造の差の大きさについては、重要なのは東アジアのように域内に発展途上国・新興工業国・先進工業国というさまざまな発展段階にある国が含まれている場合、構成国の間で景気が同調的に動いているかどうか、という短期の問題のほかに、労働生産性の大きな変化による実質為替レート調整という中長期の問題（バラッサ＝サミュエルソン効果）も考慮する必要があると思われる。たとえば現在の中国がまさにそうであるように、ある国の生産性が急速に上昇する時にはその国の為替レートに強い増価圧力がかかるが、通貨統合された地域の中でそれがどのような形で調整されるのか議論される必要があるだろう。

いずれにせよ、このような東アジアにおける今後の通貨体制・経済秩序の動向と、人民元改革の動向とは相互に深い影響を与えることは間違いないと思われる。

おわりに

本稿では、最近の中国の人民元改革をめぐる活発な議論を、英語圏で発表された論文を中心に、かつての日本経済との類似性、中国国内経済政策との整合性、国際的な通貨体制との関連性、といった点に注目しつつ整理を試みた。

中国の人民元改革とマクロ経済政策

本稿で明らかのように、人民元改革をめぐる問題はそれに関連するトピックが非常に多方面にわたっており、さまざまな角度からのアプローチが必要である。その点で、米国を中心に世界の一流の経済学者がこの問題に関心を持ち、非常に活発な研究・議論が行われているのも当然といえよう。本稿では触れることができなかったが、そういった中国の為替政策やマクロの金融政策への世界的な関心の高まりの中で、日本の中国研究（者）はどのような役割を果たしていくべきか、といったことも、今後の大きな課題としてあわせて考えていく必要があるように思われる。

参 考 文 献

- Bernanke, Ben, 2006, “The Chinese Economy: Progress and Challenges,” in the speech at the Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China, December 15, 2006.
(<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2006/20061215/default.htm>)
- Blanchard, Olivier and Francesco Giavazzi, 2005, “Rebalancing Growth in China: a Three-Handed Approach,” *Massachusetts Institute of Technology Department of Economics Working Paper Series*, 05-32.
- Dobson, Wendy and Anil Kashap, 2006, “The Contradiction in China’s Gradualist Banking Reforms,” prepared for the Brookings Panel on Economic Activity.
(<http://faculty.chicagosb.edu/anil.kashap/research/chinabanksocfullpaper.pdf>)
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber, 2003, “An Essay on the Revived Breton Woods System,” *NBER Working Paper*, No. 9971, September.
- Goodfriend, Marvin and Eswar Prasad, 2006, “A Framework for Independent Monetary Policy in China”, *IMF Working Paper*, WP/06/111.
- Guerineau, Samuel and Sylviane Guillaumont Jeanneney, 2005, “Deflation in China”, *China Economic Review*, Vol. 16, pp. 336-363.
- Guillaumont Jeanneney, Sylviane and P. Hua, 2001, “How does real exchange rate influence inequality between urban and rural areas in China?” *Journal of Development Economics*, Vol. 64, pp. 529-545.
- Guillaumont Jeanneney, Sylviane and P. Hua, 2002, “The Balassa-Samuelson effect and inflation in the Chinese provinces,” *China Economic Review*, Vol. 13, pp. 134-160.

- Eichengreen, Barry, 2004, "The Dollar and the New Bretton Woods System," text of the Henry Thornton Lecture, delivered at the Cass School of Business, 15 December 2004.
(<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/policy/cityuniversitylecture2jan3-05.pdf>)
- Eichengreen, Barry, 2006 "China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of It," Revision of a paper for Columbia University's conference on Chinese money and finance held in New York.
(<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/short.pdf>)
- Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann, 2004, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press.
- Eichengreen, Barry and Mariko Hatase, 2005 "Can a Rapidly-Growing Export-Oriented Economy Smoothly Exit an Exchange Rate Peg? Lessons for China from Japan's High-Growth Era," *NBER working paper*, No. 11625.
- Heilmann, Sebastian, 2005, "Policy-making and Political Supervision in Shanghai's Financial Industry," *Journal of Contemporary China*, Vol. 14, pp. 643-668.
- Higgins, Matthew, and Thomas Klitgaard, 2004, "Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets," *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 16, pp. 131-152.
- McKinnon, Ronald I, 1991, *The Order of Economic Liberalization*, The Johns Hopkins University Press.
- McKinnon, Ronald I, 2005a, *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, MIT Press.
- McKinnon, Ronald I, 2005b, "China's New Exchange Rate Policy: Will China Follow Japan into a Liquidity Trap?" mimeo.
(http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/Weekly_Economist_Oct_2005.pdf)
- McKinnon, Ronald I and Kenichi Ohno 1997, *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*, MIT Press.
- Meng, Xin 2003, 'Unemployment, consumption smoothing, and precautionary saving in urban China', *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, pp. 465-485.
- Modigliani, Franco, and Shi Larry Cao, 2004, "The Chinese savings puzzle and the life cycle analysis," *Journal of Economic Literature*, Vol. 42, pp. 145-170.
- Mundell, Robert A. 1961, "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review* 51, pp. 509-517.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, 2004, "The Unsustainable US Current Account Position," *NBER Working Paper*, No. 10869.
- Ogawa, Eiji and Michiru Sakane, 2006, "The Chinese Yuan after the Chinese

中国の人民元改革とマクロ経済政策

- Exchange Rate System Reform,” *RIETI Discussion Paper Series*, 06-E-019.
- Tsui, Kai-yuen, 2005, “Local tax system, intergovernmental transfers and China’s local fiscal disparities,” *Journal of comparative economics*, Vol. 33, pp. 173-196.
- Qin, Duo, 2003, “Determinants of Household Savings in China and their role in quasi-money supply,” *Economic Transition*, Vol. 11, pp. 513-537.
- Xie, Ping, 2004, “China’s Monetary Policy: 1998-2002,” *Stanford Center for International Development Working Paper*, No. 217.

(日本語)

- 五百旗真吾 (2006) 「米国の経済収支赤字とドル——「新しい開放マクロ経済学」に基づくアプローチ」2005年度日本国際経済学会全国大会報告論文。
(http://www.soc.nii.ac.jp/jsie/Annual_Conferences/64th_Ritsumeikan/paper/4-1.pdf)
- 伊藤隆敏 (2006) 『人民元改革の分析』, RIETI Discussion Paper Series 06-J-028.
- 伊藤隆敏・林伴子 (2006) 『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社。
- 今井健一・渡邊真理子 (2006) 『シリーズ現代中国経済 4 企業の成長と金融制度』名古屋大学出版会。
- 袁堂軍 (2002) 「移行経済における資源再配分効果と経済成長——中国製造業に関する実証研究」『アジア経済』XLIII-1.
- 梶谷懐 (2005) 「中国の財政・金融改革と地域間消費平準化」『アジア研究』第51巻第4号。
- 加藤弘之・陳光輝 (2002), 『東アジア長期統計12: 中国』勁草書房。
- 巖善平 (2005) 『中国の人口移動と民工——マクロ・ミクロ・データに基づく計量分析』勁草書房。
- 高原明生 (1999) 「アジア金融危機の政治経済学——中国の場合——」『アジア研究』第45巻第2号。
- 田中明彦・伊藤憲一監修 (2005) 『東アジア共同体と日本の針路』NHK出版。
- 唐成 (2005) 『中国の貯蓄と金融——家計・企業・政府の実証分析』慶應義塾大学出版会。
- 吉川洋編 (1996) 『金融政策と日本経済』日本経済新聞社。
- 吉富勝 (2005) 「アジアの経済統合と世界の新しい経常収支不均衡の解決——貿易構造と通貨調整のリンケージ」RIETI Policy Analysis Paper No. 1.
- 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』(伊藤隆敏監訳), 日本経済新聞社。
- ロナルド・マッキノン・アラン・メルツァー・翁 邦雄 (1999) 「ゼロ・インフレ下の金融政策について——金融政策への疑問・批判にどう答えるか——」IME Discussion Paper No. 99-J-38.

（中国語）

中国国家統計局編『中国統計年鑑』各年版，中国統計出版社。

中国金融学会編『中国金融年鑑』各年版，中国金融年鑑編集部。

中国国家統計局国民経済核算司編（1996），『中国国内生産総値核算歴史資料
1952-1995』東北財経大学出版社。

中国国家統計局国民経済核算司編（2003），『中国国内生産総値核算歴史資料
1996-2002』中国統計出版社。

戴根有（2001）「中国穩健貨幣政策の实践与經驗」『管理世界』第6期。

李揚・余維彬（2006）「穩步推進人民幣彙率制度改革——結合經驗的探討」『財貿經濟』
第1期