

未完の人民元改革 —課題となる対外不均衡の是正—

関 志雄

要 約

1. 近年、外貨準備の急増に象徴されるように、人民元は上昇圧力にさらされている。この状況は、2005年7月21日に人民元が2.1%切り上げられると同時に「管理変動制」に移行してからも、ほとんど変わっていない。
2. 国内経済への悪影響の懸念から、中国政府は、人民元の一層の切り上げには依然として慎重である。しかし、当局は為替の安定を維持するために、国際収支の大幅な黒字、ひいては外貨準備の急増を容認せざるを得ない。その結果、貿易相手国との貿易摩擦の激化や、過剰流動性の発生など、それに伴う弊害がすでに顕在化している。
3. 対外不均衡を是正し、金融政策の独立性を回復させるためには、本当の意味での「変動相場制」に向けて、当局による介入をできるだけ減らし、為替レートの決定を市場に任せなければならない。その結果として、これまで見られた外貨準備の上昇の代わりに、中長期にわたって人民元がドルに対して上昇傾向を辿ることになるだろう。

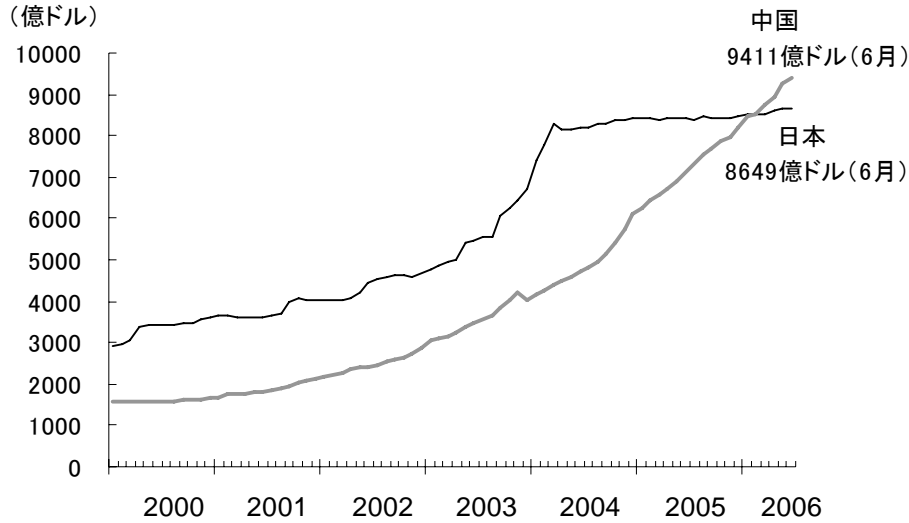
I. 対外収支黒字の拡大で高まる切り上げ 圧力

中国の外貨準備は、今年2月に8537億ドルに達し、日本を抜いて世界一となったが、その後も増え続け、年内には1兆ドル台に乗る勢いである(図表1)。中国の外貨準備が急増している背景には、貿易を中心とする経常収支と直接投資を中心とする資本収支のいずれもが大きな黒字を記録していることがある。中国における外貨準備の急増と対外収支における「双子の黒字」との関係は、4月に発表された「2005年中国国際収支報告」(中国国家外国為替管理局)で確認することができる(図表2)。それによると、2005年

の経常収支と資本収支の黒字は、それぞれ1608億ドル(GDP比7.2%)と630億ドル(同2.8%)に上った。統計の誤差脱漏の168億ドルの赤字を合わせると、準備資産(そのほとんどは外貨準備)は2004年の2064億ドル増に続いて、2005年は2070億ドル(GDP比9.3%)増加した。

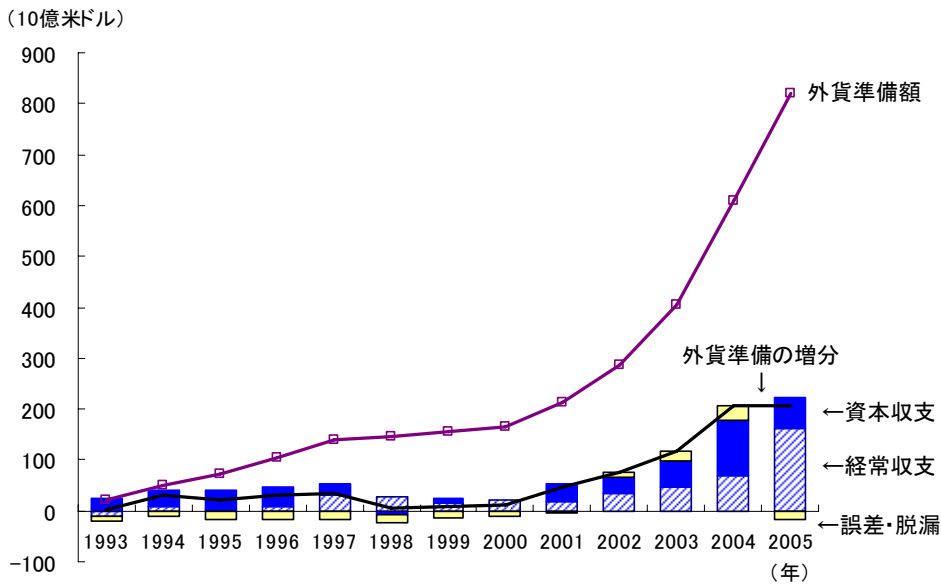
2005年の外貨準備の上昇幅は2004年とほとんど変わらなかったが、経常収支の黒字が前年の687億ドルより134%増えたのに対して、資本収支の黒字は前年の1107億ドルを43%下回っており、経常収支の黒字が、資本収支の黒字に取って代わって外貨準備増をもたらした最大の直接の原因となった。人民元の上昇圧力は経常取引による「実需」ではなく、資本取引による「投機」によってもた

図表 1 日本を抜いた中国の外貨準備



(出所) 中国国家外国為替管理局、財務省

図表 2 中国における対外収支不均衡の拡大と外貨準備の増加



(出所) 中国国家外国為替管理局より作成

らされたことを理由に切り上げに反対するという論法はもはや通用しなくなってきている。

不均衡の是正を目指して、当局は外貨への需要を増やす一方で、その供給を抑えるよう、次のような政策を講じている。まず、経常取引に関しては、鉄鋼、石油製品など、大量の

資源投入を必要とし、環境破壊につながる製品や、貿易摩擦の焦点となっている一部の繊維製品に対して、輸出制限を実施する。一方、今年4月の胡錦濤国家主席の訪米に先立って、呉儀副首相は大型企業代表団を率いて訪米し、米航空機大手ボーイングから737型旅客機

80 機（46 億ドル）を購入することをはじめ、米国企業と約 160 億ドル分の購入契約を結んだ。また、資本取引では、これまで流入と比べて厳しかった流出への制限を緩和する。具体的には、適格国内機関投資家制度(QDII)を新設し、これを通じて海外への証券投資を促す。しかし、このような政策は、効果が限られている上、対症療法に過ぎず、問題の解決にはつながらない。

対外収支が大きな黒字を計上する根本的原因は、当局が市場介入を通じて、人民元レートを割安な水準に維持しようとするにある（図表 3）。もし完全な変動相場制が採用され、当局が為替市場にいっさい介入しなければ、対外収支の不均衡は発生せず、外貨準備が増える代わりに、人民元はドルに対して上昇することになる。このように、当局は外貨準備の増大と為替レートの切り上げというトレードオフに直面している。

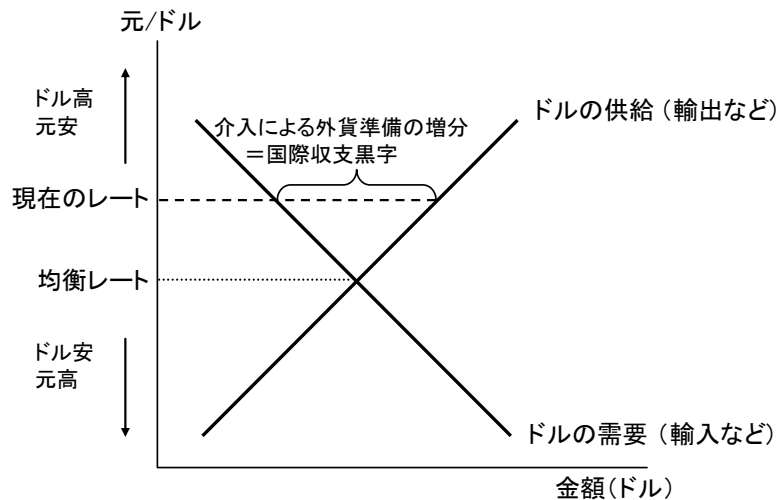
II. 顕著になった外貨準備の急増に伴う弊害

これまで、当局は為替の安定を維持するために、国際収支の大幅な黒字、ひいては外貨準備の急増を容認してきたが、それに伴う弊害も顕著になってきた。

まず、貿易不均衡は、米国をはじめ、貿易相手国との貿易摩擦を激化させている。2000 年に中国は日本を抜いて、米国にとって最大の貿易赤字相手国となり、米中間の貿易不均衡幅はその後も拡大し続け、2005 年には 2016 億ドルに達した（米国側の統計による）。米国財務省が半年に一度まとめる「主要貿易相手国の為替政策に関する報告書」の最新版（2006 年 5 月 10 日公表）では、人民元改革の遅れに「極めて失望している」として「中国の為替政策に特別な懸念を表明する」という強硬な表現で中国に人民元改革の加速を求めている。

また、外貨準備の上昇は、貨幣供給の拡大を通じて、投資の過熱と資産価格の上昇に拍車をかけている。中国では、従来の不動産価

図表 3 外貨準備増加のメカニズム



(出所) 筆者作成

格の上昇に加え、この一年間ほど株価も高騰しており、バブル経済の様相を呈している。その最大の原因は、まさに高まる元高圧力に対して当局が外為市場に大規模な介入を続けており、それに伴って過剰流動性が発生していることにある。このような状況は、1980年代後半の日本にますます似てきている (BOX1)。

その上、外貨準備は通貨の安定を維持する手段として必要であるが、その保有に伴う機会費用が非常に高いことも忘れてはいけない。確かに、アジア通貨危機当時、中国は豊富な外貨準備を持っていたおかげで、人民元の大幅な切り下げを回避できた。しかし、発展途上国としての中国は、海外から資金を調達するとリスク・プレミアムがつけられ高い金利を負担しなければならないのに、流動性が高く、「安全資産」と見なされる米国の TB (財務省証券) で外貨準備を運用すると非常に低い収益しか得られない。この金利面における「逆イールド」という現象は、中国が外貨準備を貯めれば貯めるほど損することを意味する。しかも、低所得国である中国から高所得国であるアメリカに所得が移転されてしまうのである。本来、こうした資金は米国へ融資するのではなく、収益率のもっと高い国内投資に活かされるべきであることを考えれば、外貨準備を保有する機会費用が非常に高いことが分かる。

外貨準備の「最適規模」を考えるときには、調達コストと運用コストの金利差に加え、輸入量や、短期債務の規模、資金移動の自由度などがカギとなる。現在の中国の外貨準備の水準は、輸入 (年間 6600 億ドル、2005 年実績) の 1 年以上、短期の対外債務 (1561 億ドル、2005 年末現在) の 5.6 倍という高水準である。中国がいまだに短期資本移動に対して厳しい制限を課していることを併せて考えると、外貨準備の規模はすでにその最適水準をはるかに超えていると見られる。こうし

たことから、外貨準備の増大と為替レートの切り上げというトレードオフにおいて、当局は前者から後者に重点をシフトすべきである。その上、米国の貿易赤字の拡大を背景に、主要通貨に対してのドルの下落傾向が今後も続く予想されることに備えて、中国としては外貨準備の運用先をドル以外の通貨に分散すべきである (BOX2)。

Ⅲ. ポリシーミックスの一環としての為替政策

人民元の上昇圧力が高まっているにもかかわらず、これまで中国は人民元の切り上げに対して、慎重的な態度をとってきた。その一つの理由として、切り上げの実施によって、多くの国有企業が倒産し失業者が増え、また農業も大きな打撃を受けることがよく挙げられている。しかし、為替政策はあくまでもマクロ経済政策の手段であり、無理して個別の部門を保護する手段として使うべきではない。

複数の目標が存在するときの経済政策のあり方を考えるときには、ティンバーゲンの定理とマンデルの定理が基本となる。

- 1) ティンバーゲンの定理：複数の独立した政策目標を達成するためには同じ数の政策手段を必要とする。
- 2) マンデルの定理：政策の諸手段は、それぞれが最も効果を発揮する政策目標に対して割り当てられるべきである。

現在、中国はマクロ経済の安定と、効率の悪い企業・産業を保護するという二つの政策目標を目指しているが、ティンバーゲンの定理に従えば、為替政策という一つの手段だけでは、両方を同時に達成することはできず、他にもう一つの手段が必要であることになる。また、マンデルの定理に従えば、為替政策はマクロ経済の安定に割り当てるべきであり、所得分配や構造問題の解決は制度改革に求めるべきである。

確かに、中国は深刻な失業問題に直面している。農村部の余剰労働力に加え、国有企業改革でリストラの対象となった都市部の労働者も多い。しかし、これは構造問題であり、需要不足というマクロ経済の変動によってもたらされた問題ではない。また、農業や国有企業は中国が比較優位を持たない部門であるため、市場の競争にさらされると、規模の縮小を余儀なくされることになる。効率の観点から見れば、資金、土地、人材といった資源をこのような効率の悪い企業や産業から、効率の高い部門に移転させていくべきである。これにより、経済全体の効率が向上し、産業構造も高度化していく。産業調整に伴って発生する失業者を救済するためには、為替政策よりも社会保障の充実化や職業訓練への支援といったもっと直接的かつ有効な手段を使うべきである。

そもそも、為替政策が「構造的失業」対策の最適な手段であるならば、中国は単に為替レートの切り上げに反対するだけではまだ不十分で、積極的に切り下げを実施すべきであろう。しかし、為替政策はあくまでのマクロ経済を安定化させるための手段であり、無理して雇用創出の手段として使おうとすると、本来の目標を犠牲にしなければならない。それに伴うコストは非常に大きい。

現に、前述のように、為替レートを低水準に維持しようとする政策は、経済のバブル化

や貿易摩擦の激化など、多くの副作用をもたらしている。このような問題を回避しつつ、安定成長を維持していくために、中国はポリシーミックスの発想に基づいて経済政策のあり方を見直さなければならない。

IV. 金融政策の独立性を維持するための人民元改革

マクロ経済政策の一環として為替政策を位置づける際、中国は、教科書通り、「自由な資本移動、独立した金融政策、固定為替レートの三つの目標を同時に達成できない」という「国際金融のトリレンマ」に直面することになる（図表4）。

まず、固定為替レートと自由な資本移動を同時に達成するためには、金融政策の独立性を放棄することになる。自国通貨を廃棄しドルを流通させるいわゆるドル化政策と、香港が採用しているドルペッグ制がその典型である。例えば、実質上ドル圏（米国を中心とする通貨同盟）に属する香港の場合、ドルペッグを維持するために、金利も米国に追随しなければならないという意味で、金融政策は米国連銀が決めることになっている。

第二に、資本移動に規制を加えることによって、固定為替レートと金融政策の独立性を維持することである。2005年7月までの中国がその好例である。実際、1997～1998

図表4 国際金融のトリレンマ

	自由な 資本移動	独立した 金融政策	固定為替 レート	例
資本規制	×	○	○	2005年7月までの中国
通貨同盟	○	×	○	香港、EU
変動為替制	○	○	×	日本、オーストラリア

(出所) 筆者作成

年のアジア危機においては、厳しい資本規制のおかげで、中国は投機の対象となることを免れただけでなく、金利を下げることによって景気の下支えをする政策の自由度を確保できたのである。

最後に、固定為替レートの維持をあきらめ、為替レートの変動を容認しながら、独立した金融政策と自由な資本移動を維持することである。日本をはじめ、多くの先進工業国がこの変動為替制を採用しているが、金融部門が脆弱である途上国の場合、為替レートの変動に伴うコストが非常に大きい。

無論、現実の世界では、完全な資本移動も、完全な固定為替レートも、そして完全に独立した金融政策も「理想形」としてしか存在しない。現実の世界では、一部の資本規制を残しながら、為替レートの変動をある程度容認し、金融政策の独立性を確保しようとする「管理変動制」が一般的である。

これまで、中国は自由な資本移動を放棄する形で、金融政策の独立性と為替の安定（固定レート的一种であるドルペッグ）を維持しようとしてきた。しかし、政府の規制にもかかわらず事実上資本移動が自由になってきている中で、金融政策の独立性を維持するためには為替レートの安定をある程度犠牲にしなければならない。金融改革がまだ道半ばである中国にとって、完全な変動相場制を採用することは当面ないだろうが、レートの変動幅を漸次に広げていくことによって、管理変動制に移行していくことは、もっとも現実的選択となる。

V. 2005年7月に導入された「管理変動制」の実態

このような認識に立って、中国は2005年7月21日に、ついに人民元の切り上げに踏み切ると同時に、これまで採ってきたドルペッグから離脱し、「人民元為替レート決定

メカニズムを改善するための改革に関する公告」を発表した（図表5）。このような措置は、貿易摩擦の解消には役に立つが、切り上げ幅が小さいため、為替投機と対外不均衡の拡大を抑制するには不十分である。依然として割安になっている公定レートを如何に市場の均衡レートに導いていくが、課題として残っている。

図表5 「人民元為替レート決定メカニズムを改善するための改革に関する公告」

(1) 中国は2005年7月21日から、市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考に調整される、管理された変動為替相場制度を実行する。人民元は今後、米ドル単一通貨へのペッグ制を採らず、より弾力性に富む人民元為替レート決定メカニズムを形成する。

(2) 中国人民銀行は各営業日の市場取引終了後、当日の銀行間外国為替市場における米ドルなど各通貨の対人民元為替レートの終値を発表し、次営業日の対人民元の取引の仲値とする。

(3) 2005年7月21日午後7時、米ドルの対人民元為替レートを1ドル=8.11元とし、翌日の銀行間外国為替市場における外貨取扱指定銀行による取引の仲値とし、外貨取扱指定銀行は、この時より顧客に公表する為替レートを調整する。

(4) 現段階において、毎日の銀行間外国為替市場における米ドルの対人民元の取引価格の変動幅は、引き続き中国人民銀行が発表する米ドルの取引の仲値の上下0.3%以内とする。米ドル以外の通貨の対人民元為替レートの変動幅は、中国人民銀行が発表する同通貨の取引の仲値に対する規定の比率内とする。

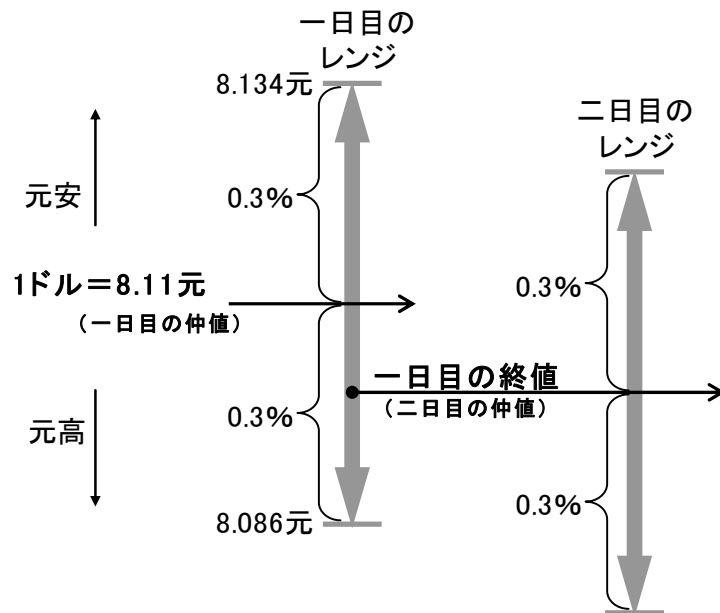
中国人民銀行は今後、市場の育成状況や経済・金融情勢に合わせ、レート変動幅を適時に調整する。同時に、中国人民銀行は国内外の経済・金融情勢に合わせて、市場の需給を基礎に、通貨バスケットの為替レートの変動を参考に、人民元為替レートに対する管理と調整を行い、人民元為替レートの正常な変動を守り、人民元為替レートの合理的かつバランスの取れた水準での基本的な安定を守り、国際収支の基本的な均衡を促進し、マクロ経済と金融市場の安定を守っていく。

(出所) 中国人民銀行、2005年7月21日

新たに採用された為替制度について、中国
人民銀行貨幣政策委員会委員である余永定氏
は、国際金融の教科書にも登場するBBC方式
であり、変動幅（Band）、通貨バスケット
（Basket）、そしてクローリング（Crawling、
ある方向性をもって為替レートを微調整して
いくこと）に基づく管理変動制だと解説して
いる（「人民元為替制度改革という歴史的決
定」、『金融時報』、2005年7月23日）。
しかし、新しい制度が導入されてからも、人
民元の対ドル上昇は当局の市場介入によっ
て抑えられ、為替政策の運営にあたっては変
動よりも管理に重点が置かれており、BBCの
Cの部分はクローリングというよりも、むしろ
コントロール（Control）という色彩が強い。
まず、毎日、人民銀行が発表する対ドル
レートの仲値の両側に $\pm 0.3\%$ のバンドが
設けられ、取引はその中に制限されている。
バンドの仲値として、当初は前日の終値が採
用されたが、2006年1月の初めから、これ
は、中国外貨取引センターが営業開始前に

マーケット・メーカーから集めた気配値の加
重平均に改められるようになった（図表6）。
新しい制度の下では、仲値は前日のバンドを
超えてはいけないという規定も見当たらず、
運用次第では毎日0.3%を超える上昇を容認
すれば短期間に大幅な切り上げを実現するこ
とも可能になった。現段階では、人民元の実
際の変動幅は、イントラディでも、前日
比でも $\pm 0.3\%$ よりさらに狭くなってい
るが、将来的には、政府が市場への介入を
控えることで変動幅が大きくなり、いずれは
バンド自体も段階的に広げられるだろう。
また、為替レートの決定において、通貨バ
スケットが参考の対象となっている。その構
成通貨には、ドル、ユーロ、日本円、韓国
ウォン、シンガポールドル、英国ポンド、マ
レーシアリング、ロシアルーブル、オー
ストラリアドル、タイバーツ、カナダドルが
含まれていると周小川・人民銀総裁が示唆し
ているが、それぞれのウェイトについては明
らかにされていない。新しい制度に移行して

図表6 新しい制度下の人民元レートの決め方



(出所) 中国人民銀行公告 [2005] 第 16 号「人民元為替レート決定メカニズムを改善するための改革に関する公告」(2005年7月21日)に基づき筆者作成

からも人民元の対ドルレートが安定しており、円とユーロの対ドルレートとの連動性が見られないことからわかるように、通貨バスケットに占めるドルのウェイトは非常に高く、ドル以外の通貨のウェイトは低いと考えられる（図表 7）。しかし、このままでは、期待された通貨バスケットによる輸出の自動安定装置としての効果が発揮できない。

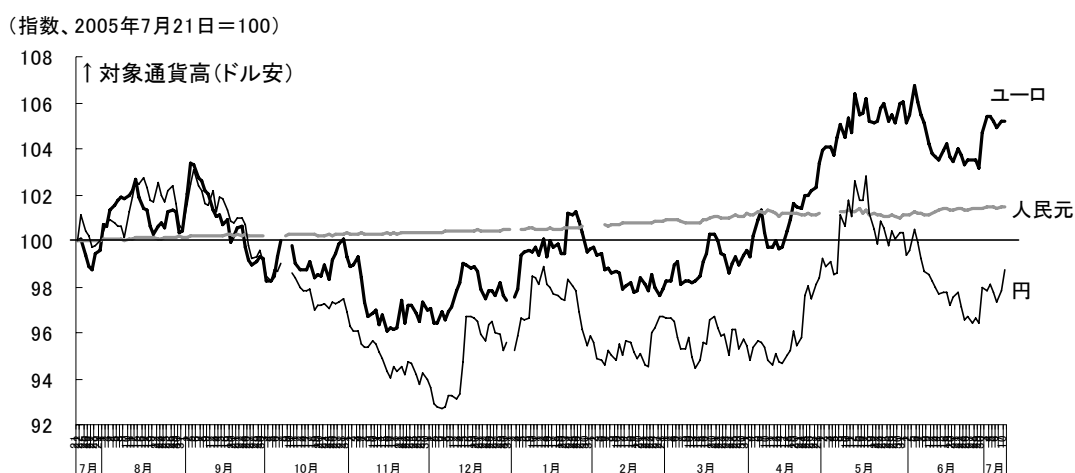
さらに、政府が引き続き市場へ積極的に介入することを通じて、クローリングのペースを年率 1.5%程度に抑えているが、その一方で、中国の外貨準備は増え続け、2006 年 2 月について日本を抜いて、世界一の高水準となった。また、介入に伴う国内のマネー・サプライの増加を抑えるために、中央銀行は引き続き、短期証券を大量に発行する形で、不胎化を行わなければならない。その結果、人民元改革により期待された金融政策の独立性の向上も実現できていない。

人民元改革を巡る今後の最大の課題は、依然として割安になっている公定レートを如何に市場の均衡レートに導いていくかにある。現在の仕組みにおいても、クローリングのペースを速めることで、更なる為替調整が十分可能である。これに対して、中国当局が、

今後もこれまでと同様に、市中の需給関係を無視して毎日の仲値を前日とほとんど変わらない水準に据え置くことになれば、海外からの批判と更なる資産バブルの膨張が避けられない。

このように、2005 年 7 月に行われた為替制度の変更は、あくまでも人民元改革への第一歩にすぎず、今後、本当の意味での変動為替制に向けて、当局ができるだけ介入を減らし、為替レートの決定を市場に任せなければならない。その結果として、これまで見られた外貨準備の上昇の代わりに、中長期にわたって人民元がドルに対して上昇傾向を辿ることになるだろう。中国にとって、人民元の切り上げのペースを年率 3~4%に加速させていくことが、外圧をかわしつつ、調整のための時間を稼ぐために支払わなければならない最低限のコストであろう。

図表 7 人民元・円・ユーロの対ドルレートの推移



(出所) 中国国家外国為替管理局、Bloomberg データに基づき作成

BOX 1 : 活かされなかった日本の教訓

1985年のプラザ合意後の円高の経験について、中国は大いに関心を寄せている。残念ながら、中国当局は、日本のように切り上げによるデフレ圧力にさらされることを心配するあまり、円高を阻止するための金融緩和策が逆にバブルの膨張につながった事実を見逃してしまった。その結果、せつかく参考となるはずの日本の教訓が十分に活かされていない。

中国では、円高の経験を論じる際、長期にわたる円高の傾向が日本経済に強いデフレ圧力をもたらしめているというスタンフォード大学のマッキノン教授の主張が主流となっている（『ドルと円』、日本経済新聞社、1998年）。すなわち、70年代以降、米国の圧力の下で、円が年率4%ほどドルに対して上昇傾向を辿り、円高期待が定着する中で、この4%はそのまま日米の金利差として反映されるようになった（金利裁定を反映して、日本の金利水準＝米国の金利水準－円高期待）。米国の金利が高い間はよかったが、1990年代に入って米国の金利が低下するにつれ、日本の金利はゼロに向かわざるをえなくなった。かくして1990年代後半、日本は（金利がそれ以上に下げられない）「流動性の罠」に陥り、金融政策が有効に働かなくなったゆえに、不況が長引くことになったという。中国も日本のように米国の圧力に屈し、切り上げと変動為替レートを実施すれば、デフレが深刻化し、流動性の罠に陥りかねないとマッキノン教授は警告する（「中国は東アジアの安定要因かデフレ要因か」、『人民元切り上げ論争』、東洋経済新報社、2004年）。

一方、中国ではまだ少数派の見解にとどまっているが、元財務官で現在アジア開発銀行総裁を務めている黒田東彦氏は80年代後半の日本でバブル経済が発生した原因を、円高そのものではなく、円高に伴うデフレ圧力を和らげるための金融緩和に求めている（「円高の経験と中国にとっての教訓」、『人民元切り上げ論争』、東洋経済新報社、2004年）。プラザ合意前後に1ドル＝240円前後だった円ドル相場は、1985年末には200円割れに、1年後には150円へと急激な円高が進行した。円高で競争力の落ちた輸出産業を助けるために、日銀が1986年1月から1987年2月まで合計で5回にわたって公定歩合を5.0%から2.5%に引き下げ、それまで最低となった金利水準は1989年5月まで続けられた。一方、ドル高是正という目標が達成されたという認識の下で、1987年2月にG7参加国間でドルの安定を目指す「ルール合意」が交わされた。これをきっかけに、日銀は積極的にドル買い介入を行うようになった。急激な利下げと外為市場への介入によるマネー・サプライの増加によって、カネ余り現象が起これ、資金が株式市場や不動産市場へと向かった結果、バブル経済が形成され、90年代に禍根を残したのである。

確かに、マッキノン説のように、円高（期待）は、バブル崩壊後の日本経済のデフレに拍車をかけた側面もあるが、現在の中国経済の置かれている状況はむしろ黒田説が対象とする80年代後半の日本に近い。日本の二の舞にならないように、中国としては、一刻も早く、介入の規模を減らして、人民元の切り上げのペースを加速させることを通じて過剰流動性を抑えなければならない。

BOX 2 : 当然の自衛策としての為替リスクの分散

中国の外貨準備の相当の部分は、米国債を中心とするドル建資産に運用されている。米国財務省の統計によると、2006年4月現在、中国が所有している米国債は3232億ドル（中国の外貨準備の約三分の一に相当）になっているが、第三国経由の国債保有や、国債以外の債券の保有の分をあわせて考えると、中国の外貨準備の中のドル建資産は、この額をはるかに上回っていると見られる。

中国の外貨準備額が、日本を抜いて、世界一の高水準になった今、それがどういう通貨構成で運用されるかは、中国政府のみならず、為替市場にとっても重大な関心事となってきた。今年1月5日に発表された「外貨管理業務報告」の中で、中国国家外国為替管理局は今年取り組む優先課題の一つとして「外貨準備の運用および管理を改善し、外貨準備を活用するためのより効果的な方法を模索する」を挙げた。本来であれば、中国にとって、運用対象をドル以外の資産に分散させることは、まさに「外貨準備を活用するためのより効果的な方法」に当たる。しかし、中国が大量にドル資産を減らし、円やユーロといった他の通貨の資産を増やすことになれば、米国債の価格の下落（＝米国金利の上昇）とドル安をもたらしかねない。これは、世界経済にとって攪乱要因になり、その余波が中国に波及するだろう。それに加えて、中国は外貨準備の資産価値の低下というより直接的な損失を被ることになる。こうした配慮から、中国としても運用先の分散化には、慎重な姿勢を見せざるを得ないのである。

外貨準備は最終的に輸入のために使われることを考えれば、その資産価値はドルのような特定の通貨という「名目」ベースではなく、輸入財に対する購買力という「実質」ベースで評価すべきである。逆説的に、ドル安が進めば、外貨準備の中の円やユーロといった主要通貨の価値は、ドルに換算すると評価益が発生することになり、他の条件が一定であれば外貨準備は増えることになる。

しかし、ドル安が進めば、米国でインフレが起こるだけでなく、日本やユーロ圏をはじめとするドル圏以外の製品の価格もドルに換算すると上昇する。ドル安による輸入価格の上昇率が円高とユーロ高による評価益（%換算）を上回れば、外貨準備の購買力が減ってしまうのである。外貨準備に占めるドルのウェイトが高く、他の通貨のウェイトが低いほど、こうした可能性が高い。

このように、中国としては、ドルの暴落というリスクをヘッジするために、外貨準備の急増を人民元の切り上げのペースを速めることによって抑える一方で、外貨準備におけるドル資産のウェイトを減らしていかなければならない。すでに保有しているドル資産を売却することが困難であれば、ポートフォリオの再構築はせめて今後の外貨準備の増分から着手すべきであろう。