

中国元問題の検証

歪んだ資金流出入構造と脆弱な金融システムの課題

早稲田大学商学部教授 谷内 満

目次

| | |
|-----------------------------------|-----|
| はじめに：中国経済の躍進と元問題 | 135 |
| 第1章 元過小評価論の検討 | 136 |
| 第1節 外貨準備増加と歪んだ資金 流出入構造 | 136 |
| 第2節 購買力平価アプローチの検証 | 138 |
| 第3節 1980年代以降の大幅元切り下げ | 142 |
| 第4節 米国の貿易赤字と元過小評価論 | 143 |
| 第5節 国際収支均衡を基準にする考 方の問題点 | 145 |
| 第2章 固定レート制の役割と今後の為替 制度のあり方 | 147 |
| 第1節 ノミナル・アンカーとしての 固定レート制 | 147 |
| 第2節 開放経済のトリレンマと今後の 為替レート制度のあり方 | 149 |
| 第3節 資本自由化の前提としての国内 金融システム強化 | 152 |

はじめに：中国経済の躍進と元問題

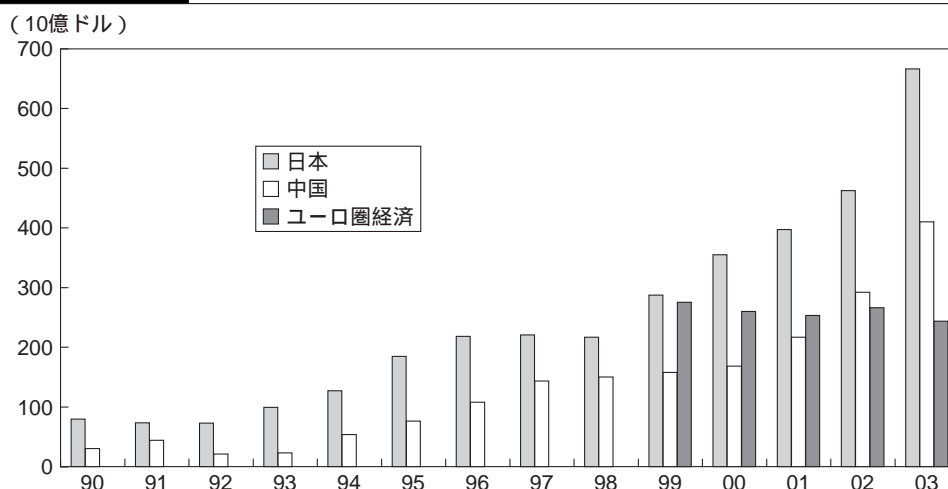
中国は、1970年代末の改革・開放政策導入以降、約25年間にわたり驚異的とも言える高い成長を続けている結果、中国脅威論、中国特需論などが盛んに論じられるようになり、世界経済の檜舞台に躍り出ている。国際金融面でも、中国の存在は非常に大きくなってきている。特に90年代後半以降、中国の外貨準備額は急増し、今や日本に次いで世界第2位の外貨準備保有国となっている（図表1参照）。日本の外貨準備は中国の約1.7倍だが、経済規模との対比で見ると、中国の外貨準備保有は日本をはるかに上回っている。（2004年6月の外貨準備高は、中国4,706億ドル、日本8,180億ドル。2003年における外貨準備の名目

GDP比は、中国29.1%、日本15.5%。）

こうした状況を背景に、米国や日本において、現在1ドル＝約8.3円で固定されている中国元は実力より過小評価されており、したがって元切り上げが必要との見方が根強い。本ペーパーでは第1章で、元過小評価論の主要な論拠を批判的に検証する。中国の驚異的な成長、大幅な輸出増加、巨額の外貨準備累積等からすれば、元過小評価論＝元切り上げ論は、自然な議論のように見える。しかし、現在の元高圧力の背景には歪んだ資金流出入構造があること、そして現状において元が貿易の価格競争力から見て割安であり切り上げが必要であるとは必ずしも言えないことを明らかにする。中国の資金流出入構造の特徴は、直接投資という形で大量の資金流入が続く中で、中国からの資金流出（直接投資、証券投資、外貨預金、融資など）は、最近少しずつ緩和されてきているものの、依然厳しく規制されているという点にある。また、規制逃れのヤミ資金の流出入も大きい。このような資金流出入の「歪んだ」構造からくる元の増価圧力を、元切り上げで解消するとしたら、極端に輸出抑制的な「歪んだ」為替レートになる可能性がある。また、購買力平価をベースにした元過小評価論なども論拠が弱く、元を切り上げる必要があるとの議論は支持されないことを論証する。

第2章では、90年代半ば以降維持されている固定為替レート制が中国経済に果たしてきた役割を評価し、今後の為替レート制度のあり方を検討する。中国は70年代末の改革開放政策導入以降90年代半ばまで、20%前後の高インフレを2度経験するなど物価水準が不安定に変動したが、物価の安定した米国の通貨ドルとのペッグ制は、ノミナル・アンカー（名目価値を安定させる錨）として中国の物価安定をもたらす役割を持った。しかし、最近では逆に固定レート制を維持することが経済過熱を助長する効果を持つようになってきており、ノミナル・アンカーとしての固定レート制の役割も終わりつつある。今後の中国の為替レ

図表1 中国の外貨準備高



出所) IMF, “International Financial Statistics”

ト制を検討するに当たっては、開放経済のトリレンマの観点が必要である。中国は中長期的な成長を確保するためには、国際資本市場を活用することが重要となり、したがって今後資本取引の自由化を図っていくことが必要となる。一方、中国のような大国経済にとっては、他国の金融政策に制約されることなく自国の経済情勢に応じて金融政策をとれるようにしておくこと (= 金融政策の独立性) が重要である。このことは、開放経済のトリレンマの関係から、中長期的には変動為替レート制に移行する必要があることを意味する。資本取引規制の緩和、為替レートの変動幅拡大に当たっては、脆弱な国内金融システム強化が不可欠であり、国内金融システムの強化には時間がかかることを勘案すると、為替レートの変動幅拡大、資本流出入構造の是正には、ある程度漸進的アプローチをとらざるを得ない。

以上のように、本ページでは、中国元は本当に過小評価されているのか、中国の為替レート制度はどう改革すべきかといった中国元問題を検証する。為替レート制度の分析を通じて、現在中国経済が抱える構造的な問題点も浮き彫りになる。すなわち、中国の資本取引は歪んだ資金流出入構造やミ資金の流出入の増大などの問題を抱えていること、国内の所得格差拡大が為替レートの変化に影響すること、脆弱な国内金融システムが資本取引自由化・為替レート制度改革に深く関係することなどが明らかにされる。

第1章 元過小評価論の検討

元過小評価論の主要な論拠としては、次のような点があげられる。

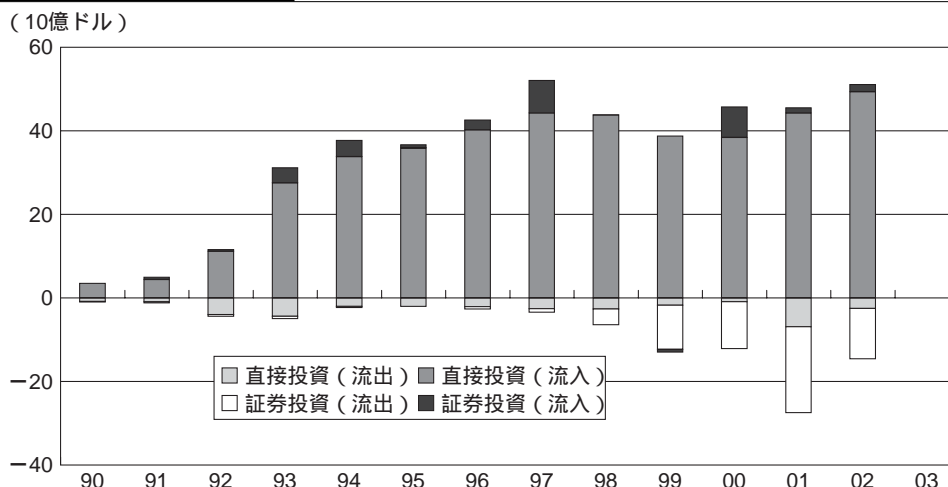
- (1) 外貨準備の増加が続くのは、政府が巨額のドル買い介入で元の増価を防いでいるからで、通貨介入を緩めれば元は切り上がる。このことは現在の元が割安なことを意味している。
- (2) 購買力平価 (PPP) から見て、元は割安である。
- (3) 80年以降、元は数次にわたって大幅に切り下げられてきており、その結果現在の元は割安になっている。
- (4) 貿易黒字から見て、元は割安である。特に、米国では対中国の貿易赤字が大幅になっているため、元過小評価論が強い。

以下では、これらの論拠を検討する。また、元が過小評価か否かを判断するベンチマークとして国際収支 (経常収支ないし総合収支) の均衡を用いる考え方についても検討する。

第1節 外貨準備増加と歪んだ資金流出入構造

外貨準備が急増していることが、元の割安を意味しているとの見方について、まず検討しよう。

図表2 中国の直接投資・証券投資



出所) IMF, "International Financial Statistics"

そうした見方によれば、外貨準備の増加が続くのは、通貨当局が巨額のドル買い介入で元の増価を防いでいるからで、通貨介入を緩めれば元は切り上がる。だからこそ元の切り上げを見込んだヤミ資金が、大量に中国に流入している。

中国の外貨準備の増加が著しいのは、直接投資が大幅な流入が続いていることに加え、経常収支が黒字である状況において、固定的な為替レートを維持するために、通貨当局が多額のドルを買い続けているからである。外貨準備が顕著に拡大し始めたのは90年代半ばからであるが、その後02年までの直接投資流入の累計は、経常収支黒字の累計の2倍となっており、直接投資の活発な流入が外貨準備増加の背景としてより重要であることを示している。それに加えて、2002年頃から、元切り上げ期待の投機的資金が中国に流入している。中国の国際収支表の誤差脱漏は、他国と比べて特に大きいことが特徴だが、その中にはヤミ資金の流出が入っていると考えられる。誤差脱漏は2001年までは毎年大幅なマイナス（資金流出＝資本逃避）となっていたが、2002年にはプラス（資金流入）に転じ、2003年もプラスになったと考えられる。また、華僑の送金が含まれる経常移転収支（経常収支の一部）の黒字も、2002年に大幅化しており、この中にも元切り上げ思惑の資金流入が入っていると推測される。

固定レート維持のため外貨準備が累増する点では、戦後の360円時代の日本の経験が想起される。

1960年代後半～70年代前半に、日本の外貨準備は顕著に増加し、その後変動相場制に移行すると大幅な円高となった。一般に高成長が長期に続くと、その国の通貨は増価する傾向を持つ。高度成長期後半には、実力ベースの為替レートが増価していたのに360円レートが維持されたので、円は実質的に割安となっていたと考えられる。（もしそのまま名目為替レートを一定に維持していたら、インフレがさらに高まることを通じて実質為替レートが増価したであろう。）その結果60年代後半には、それまでの経常収支赤字基調が黒字基調に転じ、外貨準備は5年間で9倍に増加した。

しかし、当時の日本と今日の中国には、基本的な違いがある。当時の日本の外貨準備増加は、通貨の割安化で輸出の価格競争力が増し輸出超過に転じたからで、主に貿易面の変化に起因する。資本取引は、流出入ともに閉鎖的で不活発であった。現在の中国の場合、固定レート制の下で元の増価圧力が大きい基本的な要因としては、国際競争力から見て元が過小評価されているかどうかということよりも、中国の資金流出構造が非常にいびつになっていることの方がより重要である（図表2参照）。直接投資という形での大量の資金流入が続く中で、中国からの資金流出（直接投資、証券投資、外貨預金、融資など）は、最近少しずつ緩和されてきているものの、依然厳しく規制されている。現在も中国人が海外に出る時の外貨持ち出しは一定限度額までと規制されており、

また輸出企業もほとんどの外貨収入を国家に売却する義務がある。中国は前述したように潤沢な外貨準備を保有しており、こうした規制は、戦後期の日本のように外貨が不足しているから必要なのではない。厳しい対外投資規制の実効性を確保するために必要なのである。例えて言えば、池の中に大量に水が流入しているが、一方出口の方は細くしているので水が流れ出ず、政府が一生懸命水をかき出して池の水位を保っているようなものだ。

このような資金流入の歪んだ構造からくる元の増価圧力は、小幅の元切り上げではなくなならない。仮にドル買い介入をやめて為替調整にゆだねるとすると、元の切り上げはかなり大幅なものになる。Goldstein (2004) は、15~30%程度の増価が必要だと試算している(この問題は本章5節で改めて議論する)。元を大幅に切り上げれば、経常収支の赤字化、直接投資流入の減少などで、政府が水をかき出さなくとも池の水の水位が保たれるようになる。しかし、そのような大幅な元切り上げによる経済調整は、中国経済に大きな悪影響を及ぼすことは言うまでもない。

第2節 購買力平価アプローチの検証

(素朴な購買力平価アプローチ)

次に、購買力平価アプローチによる元過小評価論を検討しよう。購買力平価とは、異なる国の物価水準を(同一通貨で見て)同じにする通貨の交換レートである(自国の物価水準を P 、外国の物価水準を P^* とすると、購買力平価は P/P^* となる)。世界銀行の推計データによれば、元の現在の購買力平価は1ドル=2元である($P/P^*=2$)。つまり、米国において1万ドルで買えるモノ・サービスは、中国では2万元払えば買える。しかし、現行の為替レートでは、1万ドルは83万元に換えることができ、中国では1万ドルで米国の約4倍のモノ・サービスが買えることになる。つまり、購買力という観点からすると、現行の為替レート(名目為替レート)では、ドルは割高、元は割安になっている。

実は、中国のように所得水準が低い国の場合、現実の為替レートが購買力平価に比べ割安になる

のは自然な現象なのである。世界各国の為替レートと購買力平価の関係を見ると、所得水準の低い国ほど、現実の為替レートが購買力平価に比べ割安になるという傾向が読みとれる。そのため現行の為替レートで換算して同一通貨(例えばドル)で見ると、低所得国の物価水準は高所得国の物価水準よりも低くなる。

なぜ低所得国の物価が安いのかについては、貿易財部門(主に製造業)と非貿易財部門(サービス業、地方の伝統的農業など)の生産性の違いに着目したバラッサ・サムエルソン理論が有力だが、他にも低所得国と先進国の資本装備率の格差に着目した理論もある。いずれにせよ、中国の現在の為替レートは購買力平価に比べ割安なので不当で、為替レートを購買力平価の水準まで切り上げるべきだという乱暴な議論は成立しない。そのようなことをすれば中国のみならず全ての低所得国は、壊滅的な影響を受けるであろう。

(洗練された購買力平価アプローチその1: 所得水準を考慮)

以上のような購買力平価に基づく素朴な元過小評価論の他に、もう少し洗練された元過小評価論がある。1つは、所得水準を考慮したうえで購買力平価を為替レートのベンチマークに使う考え方であり、もう1つは、相対的購買力平価理論に基づくもので、経常収支が均衡していた年を基準年として推計したその後の「均衡為替レート」をベンチマークに使う考え方である。

河合(2004)は、低所得国の場合、現実の為替レートが購買力平価と比べ割安になることは自然であることを認めたくて、中国の場合は、所得が中国と同水準の国々と比較すると、現状の為替レートでは元は過小評価されていると主張している。河合は世界銀行のデータを使って、発展途上国について「名目為替レートと購買力平価の比率」と「購買力平価で評価した1人当たりGDP」の間の関係を取り、中国は両者の平均的な関係(傾向線)から乖離している点をもって、上の結論を出している。Franke(2004)は、Penn World Tableのデータを使って同様の分析をしており、2000年において元は36.1%過小評価されていると推計している。

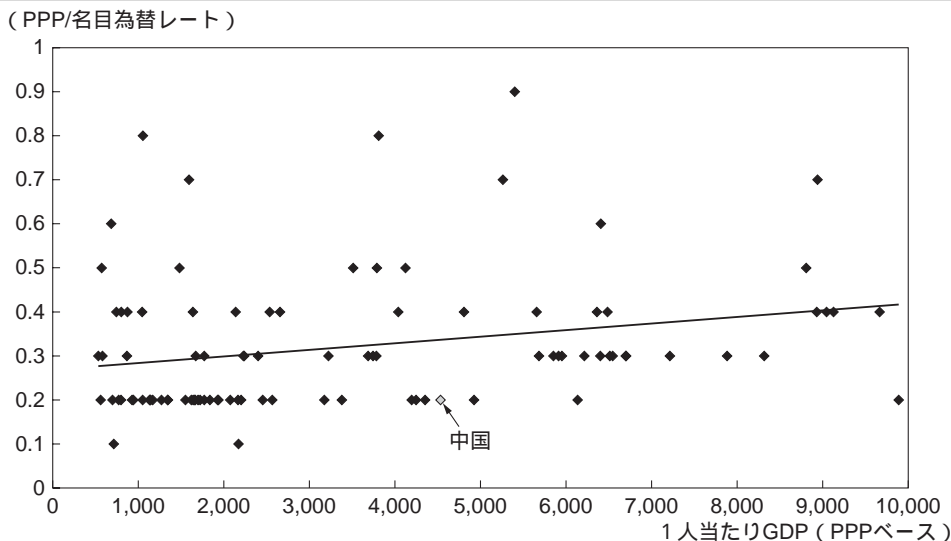
この議論は素朴な購買力平価論とは一線を画しているが、購買力平価を為替レートのベンチマークに使っている点でやはり問題がある。そもそも名目為替レートと購買力平価の乖離は、1人当たり所得水準の上昇に伴って小さくなるというおおまか傾向はあるが、同一所得水準の国は乖離幅が同じになるべきとは言えない。為替レートと購買力平価の乖離幅は、所得水準以外に、各国経済の構造的な違い（例えば貿易財部門と非貿易財部門の間の生産性格差など）にも左右される。実際、図表3にあるように、多くの国が傾向値からかなり乖離している（1次関数傾向線の決定係数 R^2 は0.062と小さい）。ちなみに中国の傾向値からの乖離幅は標準偏差の1倍であり、乖離幅が著しく大きいとは言えない（標準偏差の1倍以内に入る確率は約68%）

もし中国について上の議論が成立するならば、日本の所得水準からすれば、日本円は1ドル=

170 180円程度に大幅に減価させるべきということになり非現実的だ。なぜなら、日本の1人当たり所得は、購買力平価ベースで見ると米国よりもかなり低いので、現実の為替レートは購買力平価（世界銀行推計で1ドル=約160円）よりもさらに円安にならなければいけないからだ。

なお、名目為替レートと購買力平価の比率は、実は実質為替レートと等しいので、1人当たり所得水準の上昇に伴って、名目為替レートと購買力平価の乖離が小さくなるということは、実質為替レートが増価するということの意味する*1。実質為替レートは、自国と外国の物価水準（同一通貨で評価）の比率として定義されるが、自国と外国のインフレ状況の違いを考慮した「実質的な」為替レートを意味する。例えば、名目為替レートが不変でも、自国の物価水準が安定している時に外国の物価水準が上昇すれば、自国通貨1単位で購入できる外国製品は少なくなるので、自国通貨は

図表3 購買力平価と現実の為替レートの乖離

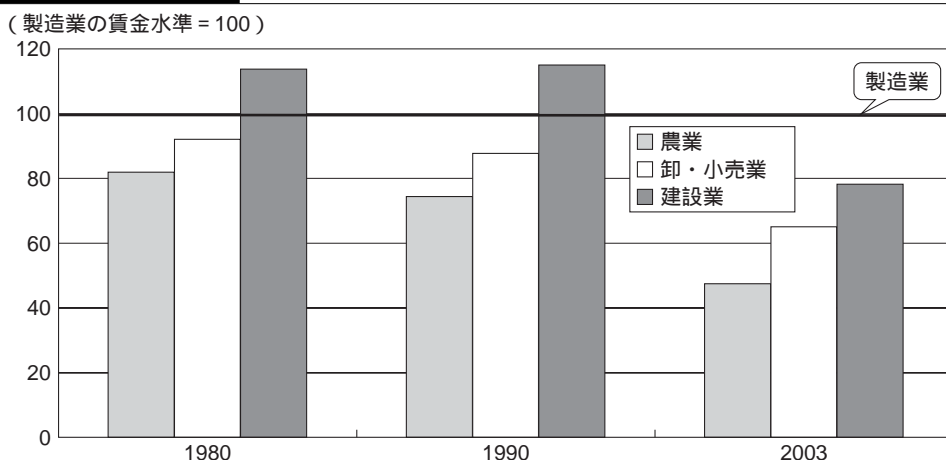


出所)「PPP/名目為替レート」比は、世界銀行「World Development Indicators」1人当たりGDP (PPP評価)は、IMF「World Economic Outlook Database」

注) 2002年時点で、1人当たりGDP (PPP評価)が1万ドル以下の途上国(97カ国)を対象とした。

1 名目為替レートをE、実質為替レートをq、自国の物価水準をP、外国の物価水準を P^ とすると、実質為替レートは次のように定義される。 $q = P/EP^*$ 。これは、購買力平価(P/P^*)を名目為替レートで割ったものと等しい。ここでEは外国通貨1単位あたりの自国通貨価格であり、中国を自国とすると $\$1 = 8.3$ 元($E = 8.3$)のような表示である。したがって、Eの上昇は自国通貨の減価となる。一方、qの上昇は自国通貨の増価を意味する。($q = EP^*/P$ と定義される場合もあるので注意が必要。)世界銀行推計の購買力平価(対ドル)によると2002年における中国の「購買力平価/名目為替レート」比率は0.2である。これは、中国の名目為替レートが購買力平価と一致した場合の実質為替レートを1とした時の2002年の実質為替レートが0.2であることを意味する。なお、米国の同比率は常に1となる。米国の場合、自国と他国が同一なので購買力平価($P/P^* = 1$)、為替レート($\$1 = \1)ともに1となり、両者の比率も1となるからである。

図表4 中国：賃金格差の推移



出所) CEICデータベース

名目為替レートでは変化がないが、実質的には減価していると言える。したがって、内外のインフレ格差がある場合には、名目為替レートよりも実質為替レートの方が通貨の価値の変化をより正しく捉えることができる。外国とのモノや金融資産などの経済取引に当たっては、実質為替レートが重要であると考えられる。

それでは中国の場合、名目為替レートと購買力平価の乖離が、所得が同水準の国々に比べ大きいのはなぜだろうか。(換言すれば、中国の実質為替レートが、所得が同水準の国々と比べて低いのはなぜだろうかということになる。)それには、80年代以降中国国内で所得格差が拡大してきていることが関係していると考えられる。

一般に、所得水準上昇に伴って、名目為替レートと購買力平価の乖離が小さくなるのは、次のメカニズムによる。貿易財部門(主に製造業)の生産性上昇で貿易財部門の賃金が上昇し、労働市場の裁定を通じて非貿易財部門(伝統的農業、サー

ビス業など)の賃金も上昇する。しかし、非貿易財部門の生産性上昇は限られているので、賃金上昇は生産物の価格に転嫁される。その結果、(貿易財価格と非貿易財価格の平均である)一般物価水準が上昇して購買力平価(P/P^*)が上昇するか、名目為替レートが増価(E の低下)する、あるいは両者の組み合わせで、名目為替レートと購買力平価の乖離が小さくなる^{*2}(より厳密な議論は、注2を参照されたい)。しかし、貿易財部門の賃金上昇が、非貿易財部門の比例的な賃金上昇につながらない場合は、上のメカニズムがフルに働かず、高成長経済でも名目為替レートと購買力平価の乖離幅の縮小は限られる。

中国の場合は、この点どうなっているであろうか。実は中国では、製造業と非製造業の間、都市部と農村部間の賃金格差がもともと大きく、近年格差がさらに拡大しているのである(図表4参照)。このような賃金格差の拡大は、さまざまな規制や慣行などで中国国内の労働市場が地域間、

*2 ここでの議論は、バラッサ・サミュエルソン理論を応用したものであり、以下の点が仮定される。(1)貿易財部門の生産性上昇は高く、非貿易財部門の生産性上昇は低い、(2)貿易財については購買力平価説が成立する(つまり、国際的な競争が働いて、自国と外国の貿易財の価格は同一通貨で評価すると等しくなる)、(3)貿易財部門と非貿易財部門の賃金は、労働市場での裁定を通じて等しくなる。なお、(1)は生産性上昇率の格差が外国と比べて大きいということの意味しており、一般に高成長する国ではそのような傾向が見られる。中国の場合も、製造業の生産性上昇は、他の部門の生産性上昇よりも際立って高い。以上の仮定をもとにすると、次のような議論が成立する。貿易部門の生産性上昇は、貿易部門の賃金上昇につながり、それが非貿易部門に波及する。非貿易部門の生産性上昇は低いので、賃金上昇は価格転嫁される。その結果、名目為替レートが不変の場合、(貿易財価格と非貿易財価格の平均である)一般物価水準が上昇し、実質為替レートが増価する。もし金融当局が物価安定を図る場合には、貿易財の価格が減少し、非貿易財の価格上昇が穏やかになり、一般物価水準は安定する。その場合、貿易財部門での生産性上昇は、一部賃金上昇に反映し、一部生産物価格低下に反映される。貿易財価格の低下は、自国輸出品に対する外国の需要を拡大させるので、名目為替レートが増価する。その結果、実質為替レートが増価する。つまり、経済成長に伴う長期的な実質為替レートの増価は、物価水準の上昇あるいは名目為替レートの上昇でもたらされる。

産業間で分断されていることを示唆している。すなわち、都市部を中心とした貿易財部門における生産性上昇は大きく賃金上昇が著しいが、都市部と農村部の戸籍制度の存在などから、貿易財部門と非貿易財部門の労働移動が弾力的に起こって非貿易財部門の賃金が比例的に上昇するにいたらず、両部門の賃金格差が広がっている。また、2億人とも言われる余剰労働者の存在も、農村などでの非貿易部門の賃金上昇を抑えていると考えられる。その結果、中国では高成長の持続で平均的な所得水準が大幅に上昇しているにもかかわらず、名目為替レートと購買力平価の乖離が縮まらないのではないかと考えられる。

黒田(2004)は、過去10年間為替レートが固定されている間に、中国経済は年9%の高成長を遂げたのだから、その間の物価動向を考慮しても、元はかなり過小評価されているはずだとしている。しかし、沿岸の都市部を中心とした製造業(特に外資系企業)における生産性と賃金の高い伸びが、地方農村などに十分波及しない場合は、経済の高成長は必ずしも通貨高につながらない。

(洗練された購買力平価アプローチその2: 経常収支均衡を基準にした相対的購買力平価)

もう一つの洗練された購買力平価アプローチの元過小評価論は、相対的購買力平価理論に基づくものである。相対的購買力平価アプローチでは、経常収支が均衡していた年(=基準年)に成立していた現実の為替レートが望ましい水準にあったと考え、その後の自国と他国の物価動向を踏まえ

て、基準年以降の各年の望ましい為替レート水準(しばしば「均衡為替レート」と呼ばれる)を推計し、それをベンチマークに現在の元の水準が割安か否かを判断する。

世界銀行推計の購買力平価は、各国の一般物価水準(貿易財価格、非貿易財価格の双方を含む)をもとに推計されたものだが、ここで考慮される物価動向は、貿易財の価格水準の推移である(通常、製造業製品の価格指数が用いられる)。それは、内外の非貿易財の価格が変化しても為替レートには影響なく、貿易財の価格が変化した時に為替レートが変化すると考えられているからである。

このアプローチで推計される「均衡為替レート」とは、基準年に(同一通貨で評価して)自国と他国の貿易財価格の水準が等しかった(あるいは2倍の格差があった)とすると、その後もその関係を維持するような為替レートを意味している。つまり、もし現時点の現実の為替レートが「均衡為替レート」と等しければ、2国間の貿易財の価格水準の関係は、経常収支均衡の基準年当時と同じとなるので、現時点でも経常収支均衡が実現されるだろうと考えるのである*3(より厳密な議論は注3を参照されたい)。

このような考えに基づいて90年を経常収支均衡の基準年として分析した結果によれば、最近の元の水準は対ドルで2割程度の元安となる(永田(2003年))。しかし、93~94年を基準年とした分析によれば、最近の元は割安でも割高でもない(赤間ほか(2002年))。このようにこのアプロ

3 これまで議論してきた購買力平価理論は、自国と他国の物価水準が(同一通貨で評価して)等しくなるように為替レートが決まるとする考え方で、絶対的購買力平価理論と呼ばれる。また、2国間の物価水準を等しくするような為替レート水準は、購買力平価と呼ばれる。自国の物価水準をP、他国の物価水準をP、為替レートをEとすると、絶対的購買力理論のもとでは、 $P = P^*E$ あるいは $E = P/P^*$ となる。なお、Eは外国通貨1単位の自国通貨での価格であり、Eの上昇は自国通貨の減価を意味する(直接表示と呼ばれ、例えば中国が自国の場合\$1 = 2元であれば $E = 2$ の表示法)。一方、相対的購買力平価理論とは、自国と他国の物価水準は必ずしも同一にならないが、物価水準の格差は時間が経っても変わらないとする考え方である。つまり、10年前に2倍の物価水準の格差があれば、現在も物価水準の格差は2倍となる。自国と他国との間でインフレ率が異なれば、2国間の物価水準の格差は変わってしまうが、その場合は為替レートがインフレ格差を調整するように変化して、物価水準の格差は不変になると考えるのである。相対的購買力平価理論のもとでは、 $E(\dot{}) = P(\dot{}) - P^*(\dot{})$ となる。例えば、自国のインフレ率が10%で、他国のインフレ率がゼロであれば、自国通貨が10%減価し、それによって物価水準の格差が不変に保たれる。絶対的購買力平価が成立している時は、相対的購買力平価は必ず成立しているが、その逆は成り立たない。絶対的購買力平価理論及び相対的購買力平価理論が成立する世界では、実質為替レートは一定で変化しない。なお、本文で紹介した相対的購買力アプローチでは、赤間ほか(2002年)の分析のように、基準年において2国の貿易財の価格水準が等しい(つまり貿易財価格で見た絶対的購買力平価が成立している)と仮定される場合があるが、その場合は、基準年以降も毎年絶対的購買力平価が成立していることになり、相対的購買力平価アプローチというより絶対的購買力平価アプローチと呼ぶのが正しい。

チの難点は、いつを基準年とするかで結果が違ってしまふことにある。結論的には、経常収支均衡を基準にした相対的購買力平価アプローチから、現在の元が過小評価されていると判断することはできない。

第3節 1980年代以降の大幅元切り下げ

中国は80年代初め以降、元を大幅に切り下げてきており、その結果現状の元レートは過小評価になっているとの見方もしばしば聞かれる。この見方を検討するために、まず80年代初め以降、元レートがどのように推移したか見てみよう。

中国は80年から為替制度改革に着手したが、その後の約25年間は、大別すると2つの時期に分けられる。①80～94年までの二重為替レート制の時期と、②二重為替レート制を統一した94年以降現在までの事実上のドル・ペッグ制の時期である。

80～94年の間に、元は何度も切り下げられ、対ドルで累計82.6%の非常に大幅な減価となった。80年にわずか1.5元だった1ドルは、94年には8.7元となった、つまり大幅なドル高・元安となったのである。対円で見ると、80年の1元＝151円が94年にはわずか1元＝12円となり、92.2%の減価となっている。名目実効為替レ

ト、実質実効為替レートで見ても大幅な減価（ともに約75%の減価）となっている（図表5参照）。

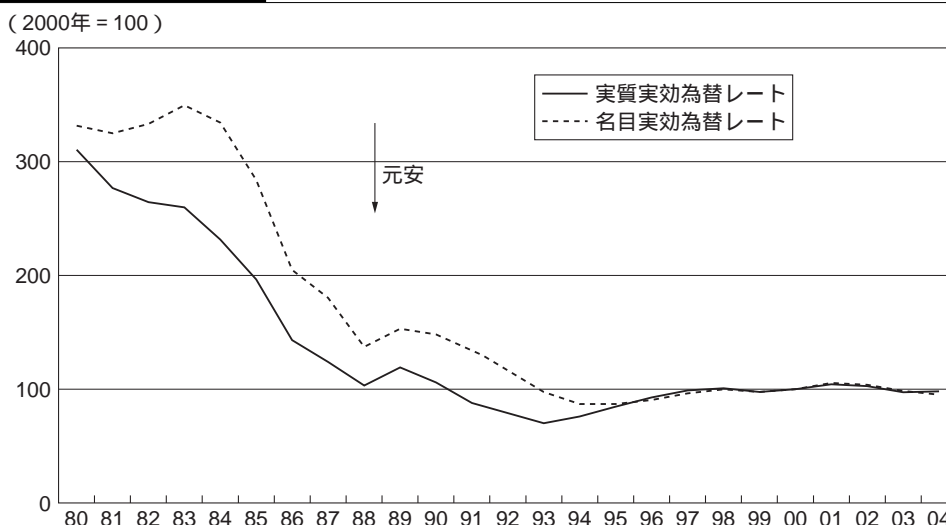
94年以降は、建前上は一定の弾力性を持つ管理フロート制となっているが、事実上は対ドル・レートを固定するドル・ペッグ制となっている。元は94年に若干切り下げられた後、95年以降現在まで\$1＝約8.3元の固定レートが維持されている。

80年から90年代半ばまでの元の大幅切り下げによって、中国の貿易面での国際競争力が不当に高まったと言えるだろうか。もしそうなら、中国の経常収支は大幅な黒字が累積することになる。しかし現実には、図表6に見るように、80年以降中国の経常収支は大幅黒字累積とはならず、経常収支が赤字の年やほぼゼロの年も多い。

なぜこのような結果になっているのだろうか。それは基本的に、①80年当時の元は極めて割高に設定されていたため、市場経済移行に伴い元切り下げの調整が必要であったことに加え、②中国のインフレ率が米国などと比べ高かったこと、によって説明できる。

戦後多くの発展途上国では、「内向き」の輸入代替の開発戦略がとられて外資は敵視され、為替レートについては、割高なレートを維持することによって原材料・機械などの輸入コストを低くし

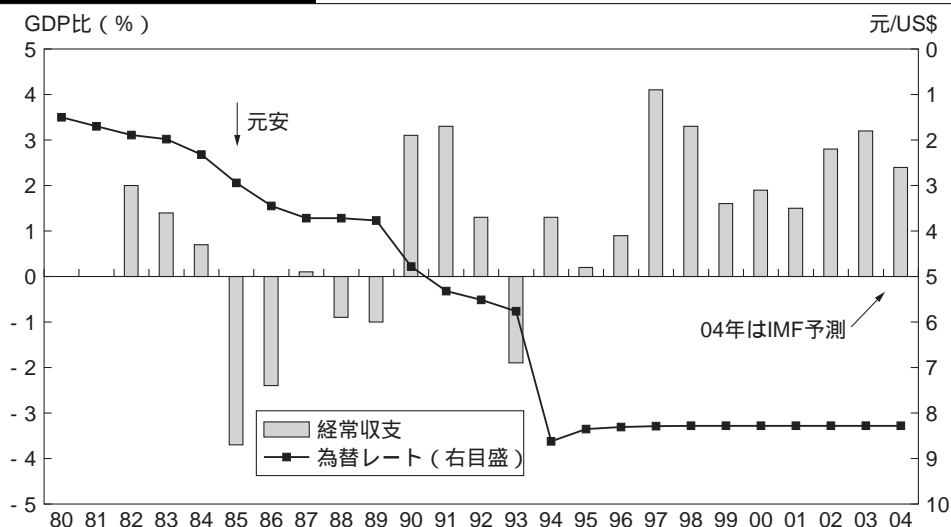
図表5 中国元の実効為替レート



出所) IMF, "International Financial Statistics"

注) 元の名目実効為替レートとは、元と主要貿易相手国の通貨との複数の為替レートを、中国と各国との貿易シェアで加重平均したもので、元の平均的な為替レートを表す。実質実効為替レートとは、インフレ率格差を考慮した元の平均的な為替レートであり、中国と貿易相手国(複数)との物価水準の比率を意味している。

図表6 中国の経常収支と為替レート



出所) IMF, "International Financial Statistics." 04年の経常収支は、IMF "World Economic Outlook" 04年9月による。

て国内企業（多くは国有企業）による工業化を振興しようとした。割高な為替レートのもとでは、輸入需要が増大し貿易赤字が拡大する力が働くが、厳しい輸入規制と為替割り当てによって輸入需要を押え込み、貿易赤字の拡大を防いだ。しかし割高な為替レートのもとでは輸出が低迷し、またさまざまな競争制限的な保護政策が経済非効率を生み出し、これらの国の停滞は続いた。

社会主義経済時代の中国でも基本的にはこのような政策がとられ、80年まで厳しい輸入制限のもとで極端に割高な為替レートが維持されてきたと考えられる。世界銀行のデータによれば、80年当時中国の購買力平価と名目為替レートの乖離は小さく、「購買力平価 / 名目為替レート」比率は0.7であった。（なお、2002年における中国の同比率は0.2である。）2002年に同比率が0.7なのは、スペイン、ニュージーランド、メキシコなど先進国ないし準先進国であるが、当時の中国は1人当たりGDPがわずか300ドルの低所得途上国だった。所得水準との関係で「購買力平価 / 名目為替レート」比がこのように極端に大きかったことは、当時の元はかなり割高な為替レート水準だったことを示している。

その後、市場経済化政策の導入とともに、割高な為替レートも1980年以降段階的に是正されてきた。為替レートの切り下げに伴って輸出が増加したが、同時に輸入制限も緩和され、経常収支黒

字が拡大することはなかったのである。

このように80年以降の元的大幅切り下げは基本的には、それまでの割高だった為替レートの修正過程と理解されるが、それに加え、中国のインフレ率が米国などよりも高かったことも、元切り下げを必要とした。一般にインフレ率の高い国は、為替レートを切り下げなければ、実質的に為替レートが割高になってしまう。中国は名目為替レートを切り下げてきたわけだが、インフレ率が高かったため、名目為替レートの切り下げほどには、実質為替レートは切り下っていないのである。大幅な為替切り下げが行われた80年～94年において、対ドルの元の名目為替レートは82.6%切り下がったが、実質為替レートは70.2%の切り下げであった。なお、この期間における年平均インフレ率は、中国8.4%、米国4.3%であった。80年～94年における名目為替レートの切り下げ82.6%のうち12.4%（名目為替レートと実質為替レートの変化率の差）は、中国のインフレが米国のインフレよりも高かったことを調整するために必要だったと言える。

第4節 米国の貿易赤字と元過小評価論

米国では、近年中国からの輸入が大幅に増加し、対中国の貿易赤字が拡大している。そうした状況を受け、米国では元は過小評価されており切

り上げるべきだとの見方が強い。

2000年から2003年の間を見ると、米国の財の輸入総額は3.0%増加したが、その間中国からの輸入は52.4%増加している。その結果、対中国の貿易赤字(財の貿易のみ、サービス貿易含まず)が拡大し、米国の03年の貿易赤字全体の25%を占めている(図表7参照)。中国は活発な直接投資流入で急速な工業化を遂げ、中国からの輸出もIT関連製品を含む付加価値の高い製品の輸出も増えてきており、米国の中国からの財の輸入総額の39%(03年)は機械類が占めるようになっている。しかし、労働集約的な雑貨の輸入は依然多く、45%を占めている。中国の輸入におされて苦しい労働集約的な製品の生産者を中心に、現行の元レートは不当に中国に有利となっており、元切り上げが必要との主張がなされているのである。

確かに米中の貿易不均衡は拡大しているが、中国の対世界の貿易収支(財の貿易のみ)や経常収支(財とサービスの貿易を含む)の不均衡は拡大していない。全体の貿易不均衡が拡大していない中で、ある2国間の貿易赤字が拡大しているということは、他の2国間の貿易赤字が縮小ないし貿易黒字が拡大していることを意味する。実際、中国は近隣のアジア諸国に対して大幅な貿易赤字(中国の輸入超)となっており、かつ近年赤字幅がさらに拡大している。また対日本でも、最近は

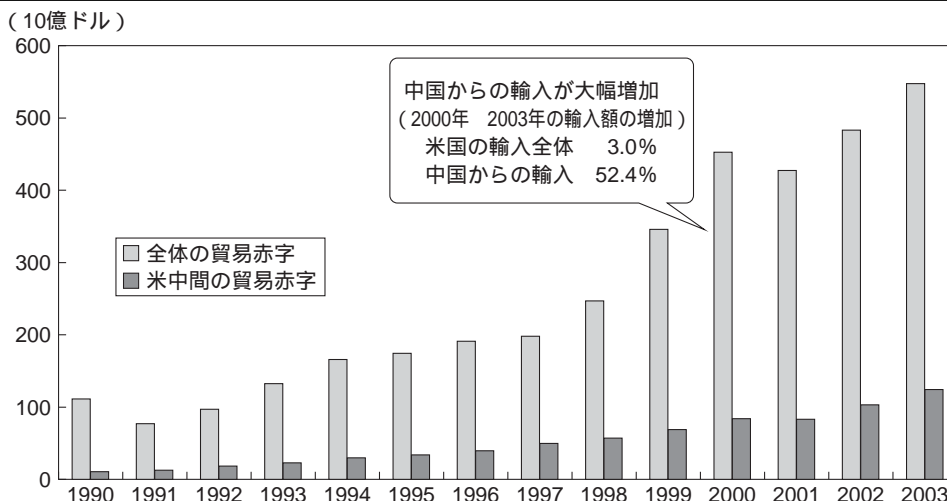
貿易赤字へ転じている(図表8参照)。

元が国際競争力から見て割安か否かは、2国間の収支ではなく、対世界の収支で見なければならぬ。したがって、「米国の対中国貿易赤字が拡大していることから、元は割安であり切り上げるべきだ」とする議論は成り立たない。

以上の基本論とは別に、そもそも元の切り上げが米国の対中国赤字の縮小に貢献するのかという問題がある。中国から米国への機械類の輸出増加には、東アジアにおける貿易・生産の相互依存関係の高まりがある。すなわち、日本、韓国、台湾などの製造業企業が生産拠点を中国に移転して、現地生産に必要な機械、部品、素材などを中国へ輸出し、中国が米国などに製品を輸出するという貿易・生産パターンが形成されてきている。また、ASEAN諸国も中国の外資系企業などに部品・素材などを供給している。その結果、中国の米国への輸出は拡大し、一方、日本やアジア諸国の米国への輸出は減少してきている。また、前述したように、中国の対米貿易収支は黒字が拡大しているが、対アジア諸国では逆に中国の貿易赤字が拡大している。いわば、日本を含めた近隣のアジア諸国は、中国から間接的に米国への輸出を拡大しているのである。

このような東アジア地域における貿易・生産体制が出来上がっている状況で、元を切り上げても、中国が近隣諸国から輸入する部品・素材など

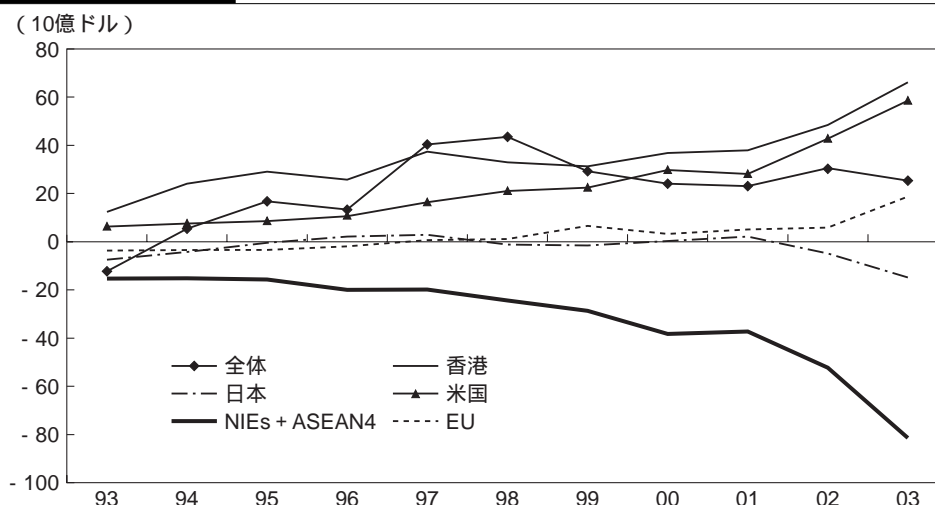
図表7 米国の貿易赤字



出所) 米国財務省Bureau of Economic Analysis

注) 財の貿易のみ、サービスの貿易除く

図表8 中国の地域別貿易収支



の価格が下落するので、米国が中国から輸入する機械類製品のドル価格はあまり上昇しない可能性がある。一方、雑貨などの労働集約的製品のドル価格は上昇するだろうが、もともと労働コストが相当安いので、中国の雑貨等の強い価格競争力は維持されるであろう。その結果、元切り上げが米国の対中国貿易赤字拡大を抑制する効果は、限定的なものになる可能性がある。

白井(2004)は、中国の対米輸出関数を推計して、元・ドルの実質為替レートが中国の対米輸出に与える影響を分析している。それによると、中国の対米輸出は、米国の国内需要の大きさ(米国の対世界からの輸入数量で代理)に大きく依存し、実質為替レートの影響は統計的に有意でない。中国のデータは不十分なものしかないので強い結論は出せないが、こうした実証分析からも、元切り上げが米国の対中国貿易赤字を抑制する効果は限られたものにとどまることが示唆される。

なお、02年初め以降、ドルはユーロ、円などの主要通貨に対して安くなっている。もし中国が主要通貨のバスケットに対して固定的な為替レートを維持する政策をとっていれば、ドル・元レートは現実よりも若干元高になっていたであろう^{*4}。しかし、以上の分析からは、ドル・ペッグ制からバスケット・ペッグ制に移行しても、米国

の対中国貿易赤字の拡大傾向に大きな影響はなかったと考えられる。

第5節 国際収支均衡を基準にする考え方の問題点

元が過小評価かどうかを判断するベンチマークとして、国際収支を均衡させる為替レートを用いる考え方がある。本章でこれまで検討してきた元過小評価論の中にも、明示的ないし黙示的にそのような考え方がとられている。

そもそも国際収支表は複式簿記原理で作成されるので、すべての貸し方項目の合計と借り方項目の合計の差分はゼロとなるので、最終的な国際収支は必ず均衡する(なお、統計的な不突合は「誤差脱漏」項目で調整される)。したがって、国際収支均衡を基準にする考え方は、すべての項目を合計した収支ではなく、中間段階での集計の収支に注目する。そのような考え方の1つは、経常収支均衡を基準にするものであり、もう1つは総合収支(経常収支と資本収支を合わせた収支、公的決済収支とも呼ばれる)を基準にするものである。以下では、この2つの考え方を検討するが、結論を先取りすれば、国際収支均衡をもたらず為替レートをベンチマークにして元が過小評価か否か

*4 仮にドル・円・ユーロからなる通貨バスケットにおいてドルのウエイトが40%とすると、ドルが円、ユーロに対して10%ドル安になった場合、元に対しては6%程度ドル安になる。

を判断するのは難しい。

まず、経常収支均衡を基準にする考え方についてだが、本章第2節で検討した相対的購買力平価アプローチにおいて、そうした考え方がとられている。また、本章第4節で検討した米国での対中国貿易赤字を問題にする立場も、2国間収支ではあるが貿易収支均衡を望ましいとする点で、経常収支均衡論と通じる点がある。

しかし、経常収支が均衡する時の為替レートがあるべき為替レート水準とする考え方は、資本取引が行われない経済においては妥当するが、資本取引が自由に行われる経済では全く当てはまらない。貿易取引では貿易制限や為替管理はないが、民間の資本取引は規制されて全く行われず、また外貨準備の変動（＝政府による資本流出入）もない仮想的な経済の場合は、資本収支が常に均衡し、また外貨準備変動がゼロなので、経常収支は必ず均衡する。国際収支表は複式簿記原理で作成されているので、経常収支黒字額（赤字額）は、民間と通貨当局による資本純流出額と常に等しく、資本の純流出がゼロであれば、経常収支は必ず均衡するからである。この場合の経常収支均衡は、為替レートが調整することによって実現される^{*5}。

しかし、資本取引が行われる経済では、経常収支が均衡するとは限らないし、また経常収支均衡が望ましいとも言えない。経常収支黒字国は、黒字分だけ対外投資超過になっており、経常収支赤字国は赤字分だけ対内投資超過になっているという関係にある。経常収支と国内貯蓄投資バランスの間には密接な関係があり、収益性の高い国内投資機会が国内貯蓄に比べ少ない国は、経常収支黒字になることによって、国内貯蓄の一部をより有利な対外投資に振り向け将来所得を引き上げることができる。他方国内貯蓄に比べ国内投資機会が多い国は、経常収支赤字になることによって、海外貯蓄を活用して国内投資を拡大し将来所得を引き上げることができる。

中国の場合はどうであろうか。中国は96年に

IMF 8 条国に移行して元の経常収支交換性を認めており、輸出入などの経常取引のために必要な元と外貨の交換は自由化されている。資本取引については依然厳しく規制されているものの、直接投資の流入に関しては製造業を中心にかなり自由化されており、その他の資本流入・流出については部分的な自由化が図られている。また、規制逃れのヤミ資金の流出入が相当あることは、国際収支の誤差脱漏が大きいことから窺える。このように部分的な資本取引の自由化が進んでいる中国のような経済において、経常収支均衡が望ましい姿で、それを達成する為替レートが適正レートであると考えるのは誤っている。

したがって、相対的購買力平価アプローチは、経常収支が均衡していた年の為替レートが均衡レートであるとしている点で問題がある。ただし、このアプローチによる推計は、過去のある時点に比べ現在の為替レートが貿易の価格競争力を強める方向に変化したか弱める方向に変化したかを見る1つのメドにはなる。そのような観点から赤間ほか（2002年）の推計結果を見ると、現在のドル・ペッグ制に移行した94～95年以降、元の貿易価格競争力はほとんど変化していないと言える。

国際収支均衡を基準にする考え方のもう一つは、総合収支（経常収支＋資本収支）の均衡を基準にするものである。総合収支が均衡する時は外貨準備の変動がゼロなので、この考え方は、政府の為替市場介入なしに決まる為替レートがあるべき為替レート水準とするものである。本章第1節で検討した「外貨準備の増加が元の過小評価を意味するので元切り上げが必要だ」とする議論は、明示的ではないがこの考え方をベースにしていると言える。

明示的に総合収支均衡論をとっている分析としてはGoldstein（2004）がある。Goldsteinは、中国の趨勢的な経常収支黒字と資本収支黒字（資本純流入）を概算して、2004年に総合収支がゼロとなるためには、どの程度経常収支が悪化する必

*5 この仮想的な経済では、為替の経常収支交換性（＝輸出入取引に関して為替割り当てを行わないこと）と資本収支非交換性（資本取引のための為替売買を認めないこと）、政府による外貨の集中管理、変動為替レート制を想定している。すなわち輸出業者が獲得した外貨（外貨建て銀行預金）は全額政府に売却され、輸入業者は政府から外貨を購入する。外貨準備の増減（＝政府による資本流出・流入）がなければ、為替レートが変動して外貨の供給と需要を一致させる。

要があるか計算している。それによると、経常収支は現状から4%程度悪化する必要がある、そのためには元は15-30%程度増価する必要があると結論づけている。Goldsteinは一時的な為替レートの変動をならず為替介入の必要性は認めているが、しかし現在中国が、一方方向へ（つまりドル買い・元売り）長期にわたって大規模な介入しているのは、不当な為替市場操作にあたるとしている。Frankel（2004）も、総合収支均衡が望ましく、そのためには元の切り上げが必要であると主張している。Frankelの分析は、総合収支均衡と国内均衡（＝完全雇用）を同時達成するためには、為替レート政策と支出政策（＝引き締め・緩和政策）の2つの政策手段が必要なことを示した上で、現在の中国においては、2つの均衡を同時達成するためには為替レートの増価が必要であるという結論を導き出している。

経常収支取引、資本収支取引の通貨交換性がともに満たされている先進国については、為替市場介入なしに市場が決定する為替レートがあるべき為替レートという考え方は妥当するだろう。（ただし、その場合でも一時的な為替レートの変動をなだらかにする介入は認められる。）しかし、中国のように資本取引規制が厳しく残っている国に、総合収支均衡論を当てはめることには問題がある。現在の中国では、直接投資という形での資金流入はかなりの程度自由化されている結果、大幅に資金が流入しているが、一方資金流出の方は厳しく規制されているので資金流出が少ないという「歪んだ」資金流入構造にある。したがって、通貨当局の介入なしで市場において自由に決定される為替レートは、極端に輸出抑制的な「歪んだ」為替レートになる可能性がある。

総合収支均衡論に立つなら、本来は資本流出規制を撤廃したら趨勢的な資本収支はどの程度になるかを推計して、あるべき為替レートを求めるべきであろう。現実にはそのような推計は困難だが、定性的に言えば、そのように求めたあるべき為替レートは当然Goldsteinの推計よりも元高になる。対外投資規制が緩和されて、仮に家計の銀行預金（約GDPの100%）の5%程度が、直接ないし投資信託・生命保険などを通じて間接的に外国資産に投資されれば、現行レートでの元は過大

評価されており、切り下げが必要ということにもなる。

第2章 固定レート制の役割と今後の為替制度のあり方

第1節 ノミナル・アンカーとしての固定レート制

市場経済移行後の中国は、80年代～90年代のラテン・アメリカ諸国や共産主義崩壊後のロシアのような極度の高インフレには見舞われていないが、しかしインフレ率は不安定に上下してきた。特に、80年代末と90年代半ばには、年20%前後の2桁のインフレとなった。現行の\$1=約83元の固定レートは95年以降維持されているが、固定レート制はそれまでの年20%前後の高インフレを押さえ込む役割を果たしたと考えられる。独力で自国の物価を安定させる力が弱い国にとって、物価の安定した国の通貨に自国の通貨をペッグする固定レート制は、「ノミナル・アンカー（名目価値を安定させる錨）」として機能し、物価を安定させる効果を持つからである。

ノミナル・アンカーは次のように働く。財政赤字の貨幣化（中央銀行が貨幣発行によって財政赤字をファイナンスすること）などによって中央銀行の国内信用が増加してマネーサプライが増加し、インフレが昂進すれば、輸入増加・輸出減少でドル買い需要が超過となる。ドルとの固定レートを維持するためには、中央銀行によるドル売り・元買い介入が必要となる。（なお、中国はIMF8条国として通貨の経常収支交換性を認めているので、為替管理によって輸入増加を押さえ込むことはできない。）その結果、国内マネーサプライが減少し、インフレが抑制される。

アルゼンチンは1991年に、厳格な固定レート制であるカレンシー・ボード制を採用することによって、低インフレの米国の通貨ドルへの市場の信任をてこに、それまでのハイパーインフレ（90年のインフレ率2400%）を数年のうちに1ケタ台のインフレに抑制することに成功した。中国の場合、当時のアルゼンチンのような極度なインフ

レに見舞われてはいないが、前述したように90年代半ばには20%前後のインフレとなっていた。また、中国人民銀行は、国務院の下に置かれ政府から独立していない。1995年には中国人民銀行が財政赤字を貨幣化することを禁止する法律的措施がとられているが、しかし、中国人民銀行が真に政府から独立した金融政策を実施する能力を有しているかについては市場の信任が確立されているとは言えない。一方、米国はグリーンズパン連銀議長の指導力の下でインフレ抑制に成功しており、通貨価値の安定という面で市場の信任が厚い。中国は、自国の通貨を市場の信任の厚い米国の通貨ドルと固定レートでリンクさせることによって、いわば米国の信任を輸入することができたのである。

このようにドル・ペッグ制は、物価を安定させるノミナル・アンカーとして有効に機能してきたと考えられるが、その条件は変化してきている。ドル・ペッグ制を採用した90年代半ば以降は、それまで不安定だった物価は比較的長期にわたって安定化している。98~99年および2002年には、むしろ緩やかなデフレ（年1%程度）を経験した。2003年以降デフレから脱却し、現状では経済過熱からインフレ率は5%程度とやや高めになっている（04年7月の消費者物価指数は前年同月比5.3%）。加えて、上海など大都市では不動産価格の上昇が著しくバブルの兆候も見られる（上海の不動産価格上昇率2003年第1四半期の前年同期比28.3%）。

一方、90年代半ば以降、海外からの直接投資流入が大幅化し、経常収支も継続的に黒字化するようになってきている。また、より最近では、従来の資本逃避が逆転し、元切り上げ思惑の投機資金も流入してきている。そうした状況で、固定的な為替レートを維持するために、政府が積極的にドル買い介入を行ってきており、その結果、90年代半ば以降外貨準備が毎年大幅に増加してきている。ドル買い介入とは元を売ってドルを買うことなので、為替介入は国内のマネーサプライを増加させ金融緩和効果を持つ。

為替介入に伴う金融緩和効果は、経済がデフレ

状況にある時期は問題ないが、現状のように経済過熱の時期には望ましくない。固定レート制のノミナル・アンカー機能は、財政赤字の貨幣化などによって中央銀行の国内信用が拡大してマネーサプライが増加し、インフレが起こる場合には、物価安定策として有効に機能しうる。固定レートを維持するための為替介入が外貨準備を減らし、外貨準備の減少がマネーサプライを減少させて、中央銀行の国内信用増加の効果を相殺するからである。しかし、現在の中国のように、活発な直接投資などによって外貨準備が増加する場合には、固定レート制はむしろインフレ抑制を難しくする方向に働く。

為替介入の金融緩和効果に対しては、中国人民銀行は現在、為替介入に伴うマネーサプライの増加を相殺する「不胎化」オペレーションを行っている。不胎化とは、中央銀行が保有国債や中央銀行債を銀行などに売却してマネーサプライを減少させることによって、為替介入に伴うマネーサプライの増加を相殺して、マネーサプライの増加を防ぐ政策である。（厳密に言えば、為替介入と不胎化オペレーションは、中央銀行の負債であるベースマネーを増減させ、ベースマネーの増減がマネーサプライの増減につながる。）中国人民銀行は、2002年から短期のゼロクーポン債を発行しており、中国の不胎化はこの中央銀行債の売却が主体になっている。2003年末以降は、ベースマネーは緩やかに減少している*6。なお、米国のグリーンズパン連銀議長は、（04年前半時点で）これまでのところ中国は不胎化におおむね成功していると評価している（Greenspan 2004）。これまでのところ中国政府は、預金準備率・公定歩合の引き上げなどの金融引締め、行政指導的な手法による投資の抑制などによって経済成長の減速に努めている。しかし、今後もし経済過熱にブレーキがかからない状態になれば、固定レート制を維持しながら適切な金融政策を運営することが難しくなる可能性がある。その場合は、小幅な元切り上げが必要となる。

なお、為替介入のもう1つの問題は、介入のコストである。元の調達コストに比べ外貨運用の収

*6 白井（2004）の図表4~10「中国人民銀行のバランスシートの構成項目の推移」（白井作成データ）参照

益が低ければ、中国政府の財政コストとなる。2003年において、中国の国内短期金利（インターバンク・レート）は2～3%程度、米国債の金利は1～4%程度（満期次第）なので、現在のところ介入のコストはほとんど問題ないと言えよう。しかし、今後中長期的にドルが元に対して減価すれば、巨額のドル建ての外貨準備を積み上げているので、大きなキャピタル・ロスを被る危険がある。

第2節 開放経済のトリレンマと今後の為替レート制度のあり方

（開放経済のトリレンマ）

一般に為替レート制度のあり方は、金融政策の運営、資本移動の自由度に密接に関係している。したがって、中国の為替レート制度の現状と将来のあり方を検討するためには、「開放経済のトリレンマ（三律背反）」と呼ばれる関係を考慮する必要がある。開放経済のトリレンマとは、①為替レートの安定（ないし固定）、②金融政策の独立性、④資本移動の自由（＝自由な資本取引）という3つの政策目標を同時に達成することはできず、うち2つの政策目標を選択したら、残り1つは達成できないという関係があることを指している。なお、ここでの金融政策の独立性とは、失業やインフレの動向など自国の経済情勢に対応して、自国の裁量で金融緩和・緊縮の措置が自由に（つまり他国がとっている金融政策に制約されることなく）とれることを意味する。

なぜ上記3つの政策目標がトリレンマの関係にあるかを、ECU導入前のオーストリアを例にとって説明しよう。オーストリアは自国通貨オーストリア・シリングをドイツ・マルクに固定レートでリンクさせており、また両国間の資本取引は自由であった。その結果、オーストリアには金融政策の独立性がなく、隣国の経済大国ドイツの金融政策に自国の金融政策が左右される状況にあった。具体例を考えると、仮にオーストリアが国内の失業を減らすために、金融緩和政策をとったとしよう。オーストリアの金利はドイツの金利よりも低くなるため、資金流出が起き、オーストリア・シリングが売られ、ドイツ・マルクが買われ

る。政府の為替市場介入がなければオーストリア・シリングが減価するが、オーストリアは固定レートを維持するために、外貨準備からドイツ・マルクを売り、オーストリア・シリングを購入する。その結果、オーストリアのマネーサプライが減少し、当初の金融緩和政策は巻き戻されてしまう。このように固定的な為替レートと自由な資本移動の下では、オーストリアは自国の経済状況に対応した独自の金融政策をとることはできず、ドイツがとる金融政策に歩調を合わせざるを得ない。

なお、このトリレンマは3つの政策目標は完全な形では同時達成できないということであり、それぞれの目標を一部ずつ満たすという組み合わせはありうる。例えば、為替レートは不完全なフロート制とし、資本移動は一部自由化・一部制限して、金融政策の独立性は確保するといった組み合わせが有りうる。中国の現状は、①為替レートの安定、②かなり制限的な資本移動、④一定の制約の下での金融政策の独立性の組み合わせとなっている。すなわち、為替レート制度はカレンシー・ボード制のように厳格な固定レート制ではないが事実上の固定レート制を維持している。資本移動については、対内直接投資は製造業を中心にかなり自由化しているが、その他の対内投資とほとんどの対外投資は禁止ないし制限されている。したがって、中国では自由な資本移動の下での金利裁定の力が働かないため、金融当局は国内経済情勢に対応して金利を変更することができるので、その点で中国は金融政策の独立性を持っていると言える。ただし、前述したように、現状のようにインフレ加速の懸念がある状況で大幅な資金流入が続くと、固定レート制の維持とインフレ抑制の両立が困難になりうるので、金融政策の運営にも一定の制約があると考えられる。

（資本取引の自由化と為替レートの弾力化）

今後中国が長期的な経済成長を確保していくためには、国際資本市場を活用して資源を効率的に配分することが重要で、したがって資本取引の自由化（＝資本移動の自由化）が今後の大きな課題となる。特に、現状では資金の流出入構造がいびつになっており、それが元高圧力を生んでいるの

で対外投資の自由化が求められる。

トリレンマの関係から、中国は資本取引の自由化を進めれば、固定的な為替レートと独立的な金融政策の両方を手にすることはできない。物価の安定した大国経済と密接な経済関係を持つ小国経済の場合は（例えば米国とパナマ、ドイツとオーストリア）、大国経済の通貨との固定レートを採用することによって、金融政策の独立性が失われても問題はなく、むしろ安定した為替レートの下で大国経済との貿易・資本取引の拡大が図れるというメリットが得られる。しかし、中国のような大国経済の場合、自国の景気循環の局面に応じて独自の金融政策をとれることが経済安定のために重要である。したがって、資本取引を自由化すれば、為替レートの弾力化が不可避となる。完全な変動為替レート制への移行が究極的な目標となるが、中国経済が成熟した先進国経済になるまでは、完全固定と完全変動の間の中間的な為替レート制への移行が、現実的な選択である。

中間的な為替レート制としては、アジャスタブル・ペッグ制（時々変更可能な固定レート）、クローリング・ペッグ制（ペッグする通貨の国との間のインフレ格差に応じて自動的に為替レートを変更）、管理フロート制（ペッグ制のようにディフェンドすべき目標レートは持たないが、為替レートの大幅な変動を回避するため適宜為替市場介入する）などがある。また、ペッグ制には、ドルのような単一通貨にペッグするのか、あるいは複数の通貨のバスケットのペッグするのかの選択がある。アジャスタブル・ペッグないしくローリング・ペッグに若干の弾力性を持たせ、例えば目標中心レートの上下10%の範囲で変動を認めるバンド制もある（なおバンドの幅が大きくなれば変動為替レート制に近づく）。これらの中間的な為替レート制には、それぞれ一長一短があり、すべての国にとって望ましい為替レート制度というものはない。その国の事情を勘案して最適な為替レート制度を選択する必要がある。

中国の場合、管理フロート制に移行することが望ましいのではないかと考えられる。中国では、これまででもヤミ資金の流出入が大きい、今後長期資本取引の自由化を先行して段階的に資本取引の自由化を進めても、いろいろな抜け道を使って

短期資本の移動がこれまで以上に活発になるであろう。したがって、ディフェンドすべき目標レート水準があるアジャスタブル・ペッグ制やクローリング・ペッグ制（バンド制を含む）は為替投機の攻撃にさらされる危険がより大きい。その点、目標レートを持たない管理フロート制の方がより安全である。

為替レート弾力化の前に、現行のドル・ペッグ制から、主要通貨（ドル、円、ユーロ）のバスケットに元の価値をペッグすべきという通貨バスケット・ペッグ制（ないし若干の変動幅を認めるバスケット・バンド制）に移行すべきとの考え方がある。バスケット・ペッグ制の利点は、バスケットにおける各通貨のウエイトを貿易シェアと同じにすれば、名目実効為替レート（元の主要通貨に対する平均的な価値）が安定的になるという点にある。2002～03年にドルがユーロや円に対して大幅に減価したが、元はドルにペッグしているため、元もユーロや円などに対して減価し、元の名目為替レートが減価した。もし元がバスケット・ペッグになっていれば、元はドルに対して増価して名目実効為替レートの安定が図られた。また、元対ドルでの増価は、中国輸出品の対米価格競争力を若干低下させたであろう。この点から、対中国の貿易赤字が大きくなっている米国では、元がドルにペッグしていることに対して不満が高まった。

確かに、バスケット・ペッグ制にすればドルの独歩安・独歩高につられて、元の名目実効為替レートが大きく変動することがなくなり、元的主要国に対する平均的な価格競争力は安定する。それによって、ドルの独歩安局面になった時の米国の不満も回避できる。ただし、ドルの独歩高局面では、元がバスケット・ペッグになっていれば、元がドルに対して減価し、逆に対米価格競争力が高まる点に注意すべきである。

このようにバスケット・ペッグ制にはメリットがあるが、一方でデメリットもある。通貨の（主要貿易国通貨に対する）平均的な価値を安定させるバスケット・ペッグ制は、貿易相手国が多様でかつ決済に使われる通貨が多様な国にとって、有効な為替レート制度である。しかし、中国の場合は貿易の大半がドル建てで行われており、その点

で対ドル・レートが変動するバスケット・ペッグ制は不利に働く。また、バスケット・ペッグ制を採用している国は、しばしばバスケットに含まれる各通貨のウエイトを公表せず運営が不透明な場合が多いが、ドル・ペッグのような単一通貨に対する固定レート制度は、単純明快で経済取引を容易にするというメリットもある。なお、中国のドル建て貿易取引のシェアを示すデータはないが、日本とEUとの貿易はすべて円、ユーロ建てと仮定して、日本・EU以外の国々との貿易シェアを計算すると、中国の貿易額総額の約75%（2003年）となり、そのかなりの部分はドル建て取引ではないかと考えられる。

バスケット・ペッグ制もドル・ペッグ制も基本的に固定レート制であることにかわりがない。したがって、現在の歪んだ資金流出入構造が変わらない限り、中国の外貨準備が累増し続け基本的な問題解決にはならない。当面の措置として、バスケット・ペッグ制に移行することも1つのアイデアではあるが、米国との取引以外にもドル建て取引が多いことなどを考えると、バスケット・ペッグ制への移行は必ずしも優先順位の高い政策とは言えない。むしろ秩序だった資本取引の自由化、その前提としての国内金融システムの強化に取り組んで、為替レートの弾力化を実現していくことがより重要ではないかと考えられる。

（今後の元レートの推移）

最後に、今後の元レートの推移を展望しよう。短期的には（1～2年程度）現在の為替レート制度に大きな変更はなく、現行の固定レート水準が維持されるであろう。中国政府は、徐々に為替レート制度を改革するとしているが、しかし当面元を切り上げる考えはないと考えられる。それは、元切り上げで輸出が鈍化し経済成長が低下すれば、これまで経済発展から取り残された内陸部の雇用問題や、都市部での国営企業リストラによる失業問題が深刻化し、経済社会が不安定化することを懸念しているからである。それに加え、米国などからの外圧に屈した形で元切り上げをしたくないとの考慮もあると言われている。したがって、国内金融システムの強化、段階的な資本取引の規制緩和を図りながら、当面現行の固定レート

が維持される可能性が高いと考えられるが、しかし仮に現在の経済過熱がこれまでの金融政策手段や行政指導的な投資抑制などで止められない場合は、元を小幅に切り上げることも必要になってこよう。

中長期的な見通し（3～4年先以降）はどうだろうか。開放経済のトリレンマの関係から、今後、中国が徐々に資本取引を自由化していけば、変動為替レート制に移行していかなければならない。変動為替レート制にしなければ、自国の失業やインフレの状況に合わせた独自の金融政策がとれなくなるからである。国内金融システムの強化（銀行部門の健全化、短期金融市場の整備など）短期資本を含めた資本取引の自由化には、まだかなり時間が必要なので、完全な変動為替レート制に移行するのは、少なくとも10年以上かかるだろう。それまでの間は、管理フロート制、クローリング・ペッグ制などの中間的な為替レート制の下で、徐々に変動幅を拡大していくことになる。

それでは、変動幅が拡大していった場合、元の価値はどうなるであろうか？低所得国が高成長して高所得国にキャッチアップしていくと、その国の実質為替レートは増価する傾向にあるので、長期的には（名目為替レートへの）元高の力が働く方向と考えられる。なお、当該国のインフレ率が他国よりも高ければ、名目為替レートが一定でも実質為替レートは増価するという関係にあるので、もし中国の中長期的なインフレが高くなれば、名目為替レートでの元高は起こらないということもありうる。

中国は今後も高めの成長を持続する可能性が高いことを考えれば、元は長期的には増価の方向にあると考えられるが、中期的には元高を抑える力が働くことも留意する必要がある。第1は、前述したように、貿易財部門と非貿易財部門の所得格差の拡大が続けば、高い経済成長があっても実質為替レートの上昇が起こらない。その場合は、中国が物価安定を維持する限り、名目為替レートの増価も起こらない。内陸部のインフラ整備が進み、また中国国内の地域間の資本・労働の移動がより自由になれば、国内の所得格差の拡大に歯止めがかかるが、そうなるまでにはしばらく時間がかかるであろう。第2は、今後資本流出規制を緩

和していけば、その面からは元安の力が働く。第3は、輸入自由化はその国の通貨の実質為替レートを減価させる効果を持つので、中国がWTO加盟時に合意した輸入自由化を進める間は元安の力が働く。一方、中国は金融部門などサービス分野での投資自由化も約束しているため、直接投資の拡大が現状よりもさらに強まることになれば、その面からは元高の力が働く。

第3節 資本自由化の前提としての国内金融システム強化

中国が今後資本取引の自由化を図っていくには、現在の厳しい対外投資規制を緩めていく必要がある。対外投資規制の緩和は、現状の歪んだ資金流入構造を是正し、為替市場での増価圧力を緩和する効果を持つ。しかし、ここにはクリアすべき重要な問題がある。現在中国の銀行は巨額の不良債権を抱え脆弱な状態なので、対外投資規制を急テンポで進めて大幅な資金流出が起こった場合、国内金融システムが不安定化する危険がある。

中国では証券発行（株式・社債など）による資金調達は極めて限定的で、銀行中心の金融システムになっている。また銀行部門では、4つの国有商業銀行（中国銀行、中国建設銀行、中国工商银行、中国農業銀行）が支配的な地位を占めている。2003年において、銀行貸出額のGDP比は26%を占めているが、株式・社債による資金調達はわずか1.3%に過ぎない。4大銀行は、銀行部門全体の総資産及び預金総額の60%強を占めており、また4大銀行の融資先は国有企業に偏っている（融資額の3/4が国有企業向け）。

しかし、中国の金融システムで支配的な地位を占めている4大銀行は、すべて多額の不良債権を抱え脆弱な状態にある。1990年代末から、中国政府は不良債権問題に真剣に取り組み、4大銀行の不良債権はここ数年着実に減少してきているものの、依然不良債権問題は大きな課題として残っている。公表ベースの不良債権比率は、4行のうち最も財務状況が厳しい農業銀行で37%（2002年）、他の3行で9.21%（2003年）となっているが、中国の不良債権分類は先進国の分類より甘

いため実態はさらに厳しいと考えられる。さらに、4大銀行は不良債権比率を引き下げるために貸し出しを積極的に拡大しており、最近の大幅な貸し出し増加は将来の新たな不良債権の増加につながる可能性が高いという問題もある（2003年の銀行融資は対前年比21.4%も増加した）。

農業銀行を除く3行の自己資本比率は、2002年において公表ベースでは5~8%であるが、IMF（2004）の試算によると、国際基準で貸し倒れ引当てを行った場合、3行とも債務超過に陥るという厳しい状態にある。農業銀行はデータがないため試算されていないが、状況はさらに深刻だと考えられる。

中国政府は4行に対してこれまで総額2,000億ドルの資本注入を行ってきたが、2003年末には、財務状況が比較的良好な中国銀行と建設銀行に対して外貨準備から450億ドルの追加的な資本注入をし、05年中にもこの2行の株式上場を目指している。しかし今後も、残り2行の工商銀行と農業銀行に対する資本注入、1999年設立の資産管理会社（4行毎に設立）が4行から時価で買い取った不良債権の最終的な損失の補てんなどのために、不良債権処理のためには相当規模の公的資金の投入が必要である。

以上のように、中国政府は銀行部門の強化に積極的に取り組み、状況は以前より改善しつつあるが、国内金融システムの安定化にはまだまだかなり時間がかかる。アジア金融危機のレッスンは、脆弱な国内金融システムと短期資金の流入の組み合わせは、極めて危険だということであった。中国の場合も、国内金融システムが脆弱なので、短期資金流入の規制緩和を慎重に進める必要があるが、同時に居住者の対外投資規制の緩和についても、大量な資金流出が金融システムをさらに弱めることになりかねないので、段階的に進めていく必要がある。為替レートの弾力化が機能するためには、為替先物市場の整備（現状では中国の為替市場は直物取引のみ）活発な先物取引を可能にする国内短期金融市場の発達が不可欠である。

したがって、当面中国がとりうる政策としては、国内金融システムを強化しながら、資本流出規制を徐々に緩和していくことになる。その間中国への直接投資の大幅流入や経常収支黒字が続く

限り、元の増価圧力はなくならないので、ドル買い介入が続き外貨準備の増加は続くだろう。このような政策の1つのリスクは、経済の過熱化である。仮に引き締めの財政金融政策で十分実があらがない場合には、元を若干切り上げて、介入からくる金融緩和圧力を減らす必要が出てくる可能性も出てくる。

[参考文献]

[和文文献]

- 赤間弘ほか「中国の為替制度について」, 日本銀行調査月報(2002)5月号
- 伊藤隆敏「中国元は切り上げるべきか」, 経済セミナー(2003)11月号及び12月号
- 河合正弘「人民元切り上げの3つの視点 中国人民元は過小評価されている」, 週刊東洋経済(2004)2月21日号
- 黒田東彦「元切り上げ」, 日経BP社(2004)
- 河野龍太郎「中国の“人民元切り上げ表明”の真意」, エコノミスト(2004)3月2日号
- 白井早由里「人民元と中国経済」, 日本経済新聞社(2004)
- 永田雅啓「人民元は安いのか 実質実効レートによる検証」, 季刊「国際貿易と投資」Winter(2003)

[英文文献]

- Asian Development Bank Institute, Asian Policy Forum, “Policy Proposals for Sequencing the PRC’s Domestic and External Financial Liberalization,” October(2002)
- Barry Eichengreen, “Chinese Currency Controversies,” Paper prepared for the Asian Economic Panel, Hong Kong, April(2004)
- Jeffrey Frankel, “No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times,” Essays in International Finance 215, Princeton University, August(1999)
- Jeffrey Frankel, “The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate,” A paper presented at a High Level Seminar on Foreign Exchange System held by the

IMF and the People’s Bank of China, Dalian, China, May(2004)

Morris Goldstein, “Adjusting China’s Exchange Rate Policies,” Paper presented at the IMF’s Seminar on China’s Foreign Exchange System, Dalian, China, May(2004)10/19

Alan Greenspan, “Current Account,” Remarks before the Economic Club of New York, March(2004)(available at the website of the Board of Governors of the Federal Reserve System)

IMF, “China’s Growth and Integration into the World Economy (Chapter VII “Banking Sector Developments”)” Occasional Paper 232,(2004)

Li Gang Liu, “China’s Role in the Current Global Economic Adjustment Process,” Paper presented at the RIETI Policy Symposium on “Resolving New Global and Regional Imbalances in an Era of Asian Integration,” Japan’s Research Institute of Economy, Trade, and Industry (RIETI) Tokyo, Japan, June(2004)

Eswar Prasad, “Growth and Stability in China: Prospects and Challenges,” Remarks at the Harvard China Review Annual Conference, Cambridge, USA, April(2004)(available at the IMF website)

John Williamson, “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option,” Institute for International Economics, Washington DC, USA, September(2000)