

中国元から見た中国経済

早稲田大学商学大学院 教授 谷内 満

要 旨

中国は1980年代初頭から為替制度改革に着手し、それ以降、中国の為替制度、為替レートの水準は大きな変化を遂げてきている。本稿では、中国元と中国経済の間のダイナミズムに焦点を当てて、中国元をめぐる諸問題を分析している。まず、中国元の長期的推移を分析し、1980年代初め～90年代半ばの大幅な元切り上げの経済的意味を明らかにしている。また、2005年の為替制度改革以降、政府は対ドルでの元高調整を行うことによって名目実効為替レートの安定化を図っているが、しかしインフレが高まっている結果、実質実効為替レートの元高が起きている。

現在の中国元をめぐる政策は、中国経済にひずみをもたらしている。現行の為替レート水準およびゆがんだ資金流入構造のもとで、為替市場に強い元高圧力が存在しているが、政府は積極的な為替市場介入によって、大幅な元高に進行を防いでいる。ドル買いの為替市場介入の結果として、外貨準備が巨額化しているが、外貨準備の累積は財政コストを増加させるリスクを持っている。また、為替市場介入が中国経済に過剰流動性をもたらすリスクは、資産価格の乱高下、高インフレという形ですでに顕在化している。

中国元は割安であり、したがって切り上げるべきだとする見方は、広く見られる。素朴な中国元割安論のほか、一定の経済理論に基づいたより洗練された中国元割安論がある。洗練された中国元割安論は、なんらかのベンチマークをもとに「あるべき為替レート」水準を推計し、それと比べて現実の為替レートが割安になっているのか、あるいは割高になっているかを検証している。素朴な中国元割安論はもちろん、経済理論に基づいた洗練された中国元割安論も、その論拠は必ずしも強固なものではない。中国がとるべき為替レート政策は、現実的・実用的（プラクティカル）な観点から検討する必要がある。

国際金融のトリレンマの関係を踏まえると、中国は中長期的には変動為替レート制に移行する必要がある。しかし、国内金融システムが脆弱なままで資本取引を自由化すると、将来国際金融危機を惹起しかねない。したがって、資本流出入規制の緩和、為替レートの変動幅拡大に当たっては、国内金融システムを強化する金融改革が不可欠である。自由な資本取引と変動為替レート制が実現すれば、いずれ中国元は、中国の大きな経済力を背景に、ドル、ユーロに並ぶ有力な国際通貨として流通するようになるだろう。

現実的な政策運営の制約条件を踏まえて、中国経済へのマイナスの影響を極力小さくし、中国経済の成長・発展を確保するのはどうすればよいかというプラクティカルなアプローチが必要である。そのような観点からは、①為替レートの変動幅を拡大して、実質実効為替レート・ベースで元高にすること、②資本流出規制を一層緩和することが、特に重要である。資本流出入規制の現状と最近の改革を分析して課題を明らかにしている。中国は今後もかなりの期間、高めの成長を持続する可能性が高いことを考えれば、長期的には実質為替レート・ベースでの元高、そしてもし物価安定が維持できれば名目為替レート・ベースでも元高の方向にあると考えられる。しかし、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り、一方的に元高が進むとは限らない。

目次

はじめに

第1章 中国元の長期的推移の分析

- 80年代～90年代前半の大幅切り下げ
- 2005年為替制度改革以降の元高誘導

第2章 今日の中国元が抱える問題

- 外貨準備累増のメカニズム
- 外貨準備増大の財政コストと外貨準備活用策
- 過剰流動性のリスク

第3章 中国元割安論の検証

- 素朴な中国元割安論
- 実質為替レートと所得水準の関係に基づく分析
- 相対的購買力平価理論に基づく分析
- 総合収支均衡に基づく分析

第4章 中国元の将来と政策対応

- 中国の為替レート制度の長期的方向
- 中国元の当面の政策対応
- 今後の中国元の推移

おわりに

はじめに

中国は過去30年あまりの間、年平均10%近くの高成長を遂げ、劇的な変貌を遂げている。外に対して閉鎖的だった社会主義経済の下では、為替レートはほとんど重要な役割を持っていなかったが、1970年代末から対外開放の市場経済への移行が始まると、為替レートの動向は中国経済に重要な影響を持つようになり、また同時に中国経済の変貌は為替レート政策のあり方に大きな影響を持つようになっていく。中国の為替レート政策は、1980年代以降大きく変化してきているが、しかし現在でも政府が為替レート水準の決定に深く関与している点に代わりはない。そうした中国元のあり方については、国際的に大きな注目を集めている。(本稿では、中国の通貨は「中国元」と呼んでいるが、日本ではしばしば「人民元」とも呼ばれる。中国通貨の名称の問題については注^{*1}を参照されたい。)

本稿では、中国元と中国経済の間のダイナミズムに焦点を当てて、中国元をめぐる諸問題を分析する。

第1章 中国元の長期的推移の分析

1970年代末からの市場経済移行に伴い、中国の為替制度、為替レートの水準は大きな変化を遂げてきている。中国は80年代初頭から為替制度改革に着手したが、その後現在に至るまでの約30年間は、大別すると3つの時期に分けることができる。第1は、1981～94年の期間で、この時期には二重為替レート制のもとで中国元が大幅に切り下げられた。第2は、二重為替レート制を統一した94年から2005年までの事実上のドル・ペッグ制の時期である。第3は、2005年の為替制度改革以降現在にいたるまでの時期である。第3の時期においては、第2の時期と異なり、中国元が対ドルで徐々に切り上げられ

*1 中国語では、中国の通貨の名称は「人民幣 (Renminbi)」であり、「元 (Yuan)」(ないし圓、発音が同じ)は中国通貨の単位である。「元」は基本単位で、その下に1/10の単位「角」、1/100の単位「分」がある。日本では中国通貨の名称および単位として「元」が広く使われるので、日本円、米ドル、タイ・バーツなどの呼称に合わせて、本稿では中国の通貨を「中国元」と呼んでいる。「人民」を呼称につけるなら本来「人民幣」が正しいので、本稿では「人民元」という表現は使っていない。英語の新聞・雑誌などでは、中国通貨の名称として Renminbi と Yuan が混在して使われている。なお、日本の「円」は「圓」の略字で、もともと同じ漢字である。

てきている。

これらのすべて時期を通じて、中国の為替レート水準は政府によってコントロールされているということに留意する必要がある。現在の中国元は、管理フロート制の下で変動度合いを徐々に大きくしてきてはいるが、変動為替レート制をとっている先進国とは異なり、中国では現在でも政府が為替レート水準を決定・操作している点では変わらない。

(80年代～90年代前半の大幅切り下げ)

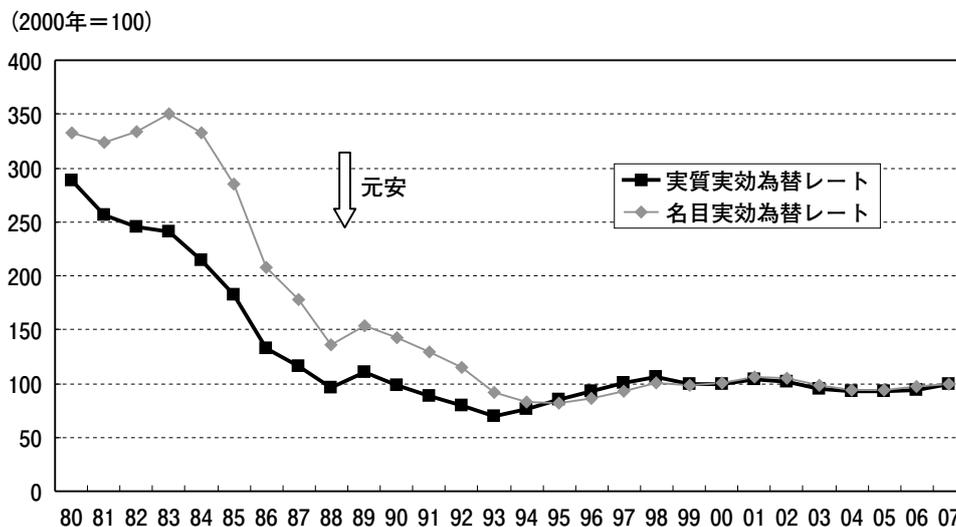
社会主義経済の時代は、政府が外貨を集中管理していた。そして、貿易は政府が「計画貿易」のもとで国営貿易会社を通じて一元的に行っており、また資本取引も厳しく制限されていたため、貿易や資本取引のために中国元と外貨が交換されることはなかった。為替レートとしては、外国旅行者の両替や国営貿易会社の会計などに使われる「公定レート」が存在していた。

市場経済移行に伴い、「計画貿易」の縮小と「自主貿易」の拡大という形で貿易自由化が導入されると、為替レート制度の改革も必要となった。政府は1981年に、計画貿易に適用される「公定レート」とは別に、自主貿易などに適用される内部決済レート（その後

外貨調整センター・レートに変更）を新たに創設し、二重為替レート制を導入した。外貨調整センター・レートはしばしば「市場レート」と呼ばれたが、市場で自由に決まる為替レートではなく、政府のコントロールのもとで公定レートをやや下回る水準で推移していた。この二重為替レート制は、1994年に為替レートが一本化されるまで続いた。

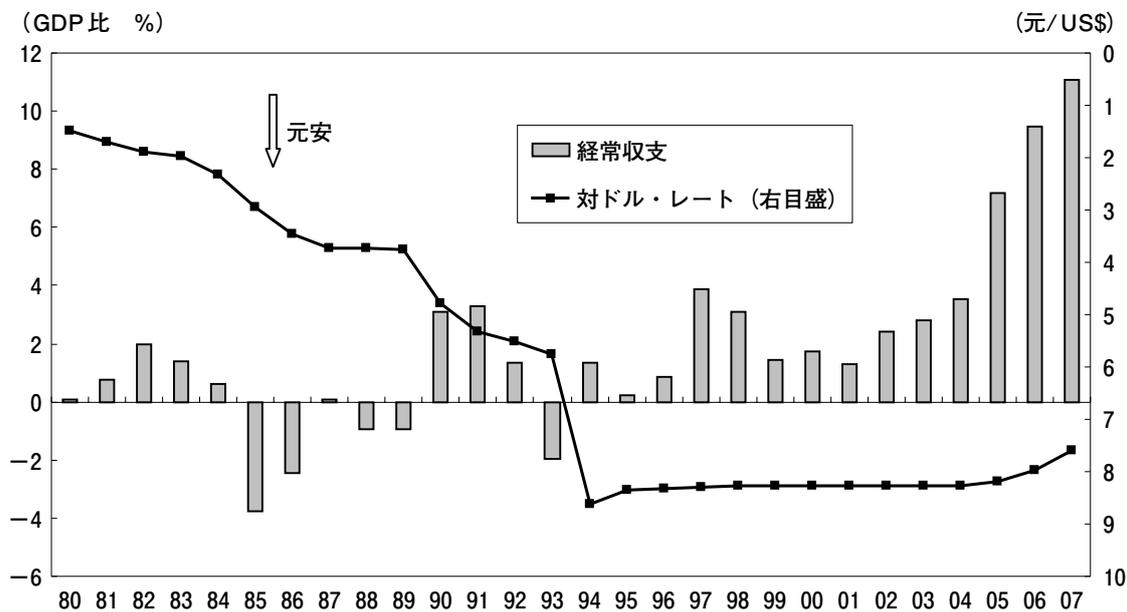
二重為替レート制の時期における最も重要な特徴は、この期間を通じて継続的に中国元が切り下げられた点にある。公定レートは1980～94年の間に対ドルで累計82.6%の非常に大幅な元安となった（公定レートと連動していた市場レートも同様に大幅な元安となった）。1980年に1.5元だった1ドルは、1994年には8.7元となったのである。対円で見ると、1980年の1元=151円が1994年にはわずか1元=12円となり、92.1%の元安となっている。そして中国元の実質実効為替レートは、1980～94年の間に75.5%の元安となっている（図表1）。つまり、中国の貿易動向に影響を与える中国元の総合的な為替レートは、1994年には1980年水準の1/4までに低下したのである（コラム『名目為替レート v.s. 実質為替レート、そして実効為替レート』参照）。

図表1 中国元の長期的推移



出所) IMF "International Financial Statistics"

図表2 中国の経常収支と為替レート



出所) IMF “International Financial Statistics”, IMF “World Economic Outlook Database, April 2008”

その後、中国元は対ドルで固定ないし緩やかな調整がされているだけなので、1980年代～90年代前半の大幅な元切り下げの結果、中国元は不当に過小評価された水準となっているとする議論がしばしばなされる。以下では、当時の大幅な元切り下げの経済的意味を分析して、このような考え方が妥当かどうか検討しよう。

1980年から90年代半ばまでの中国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だろう。しかし現実には、図表2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年当時の中国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、厳しい輸入規制と外貨割り当て制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、また同時に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、その結果として、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、1980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。

一般に、低所得国の物価水準は、(同一通貨で評価して)先進国の物価水準に比べ低くなる傾向がある。購買力平価(PPP)は2国の物価水準が等しくなるような理論的な為替レートであり、世界銀行は各国について対ドルの購買力平価を推計している。ある国について「購買力平価/名目為替レート(対ドル)」の比率をとると、この比率はその国と米国の

物価水準の格差を示すことになる。例えば、同比率が0.5であれば、その国の物価水準は米国の物価水準の半分程度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）。

世界銀行のデータによると、1980年当時の中国の「購買力平価/名目為替レート」比率は0.76であった。しかし、当時の中国は1人当たりGDP(2005年のPPPでドル換算)は、わずか525ドルの貧困途上国であり、中国の当時の所得水準との関係では、0.76は相当高い水準であったといえる。他の低所得国の1980年データはあまりとれないので、2007年のデータで見ると、1人当たりGDPが5,000ドル以下の途上国の場合、「購買力平価/名目為替レート」比率は0.5を下回る

国が大部分である（後出の図表9）。なお、2007年の中国の1人当たりGDPは5,292ドルで、「購買力平価/名目為替レート」比率は0.47である。

1980年において中国の「購買力平価/名目為替レート」比率が、所得水準との関係で相当大きかったということは、当時の中国元の名目為替レートは、人為的にかなり割高な水準に維持されていたということを示している。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、それまで抑制されていた輸出が増加したが、同時に輸入制限も緩和されたので、経常収支黒字が拡大することはなかったの

コラム

名目為替レート v.s. 実質為替レート、そして実効為替レート

2国間の名目為替レートは、異なる通貨の交換比率で、実際の取引に使われる為替レート（例えば\$1=115円）である。一方、2国間の実質為替レートは同一通貨で評価した2国の物価水準の比率を意味している。中国元に対するドルの名目為替レートをE（1ドル当たりの表示方式で、たとえば\$1=7.2元）、中国の物価水準をP、米国の物価水準をP*とすると、中国元に対するドルの実質為替レートeは $e=P/EP^*$ と表現される。eの分子Pは中国の物価水準、分母EP*は中国元で評価した米国の物価水準である。このように定義した場合、名目為替レートEの値の上昇は元安、実質為替レートeの値の上昇は元高を意味する。名目為替レートと実質為替レートの関係を見ると、例えば中国が中国元を対ドルで固定する固定レート制をとっている場合、名目為替レートは変化しないが、もし中国が米国より高インフレになれば実質為替レートは元高となる。

ある通貨の実効為替レートは、その通貨の総合的な為替レート水準を意味しており、その国の主要貿易相手国の通貨との2国間レートを平均することによって計算される。これらの複数の2国間レートを平均するに当たっては、中国の貿易に占める各国の貿易シェアをウェイトとして使った加重平均が用いられる。そして、2国間の名目為替レートを総合したのが名目実効為替レート、2国間の実質為替レートを総合したのが実質実効為替レートである。

実質実効為替レートは2国間の実質為替レートを総合したものであるため、中国元の実質実効為替レートの動向は、中国の物価水準が主要貿易相手国の「平均的」な物価水準に比べ高くなったか低くなったかを示している。したがって、1国の貿易動向に影響を与えるのは、実質実効為替レートの動向であると考えられる。

実質実効為替レートでの元高は、次の場合に起こる。中国と諸外国のインフレ率に差がない時に、名目実効為替レートが元高となれば、外国人から見て中国の物価は相対的に高くなるので、物価水準の比率である実質実効為替レートも元高となる。また、名目実効為替レートが不変でも、中国が高インフレとなれば、やはり外国人から見て中国の物価は高くなるので、実質実効為替レートは元高となる。

る。

このように1980年以降の元の大規模切り下げは、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。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。大幅な為替切り下げが行われた1980年～94年において、対ドルの中国元の名目為替レートは82.6%切り下がったが、対ドルの実質為替レートは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%（対ドルの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。

以上要するに、1980年代～90年代前半の中国元の大規模切り下げは、中国が経済自由化を進める過程で、社会主義経済下で維持された極端に割高な為替レート水準を是正するために必要な調整であったと考えられる。それに加え、同期間において中国のインフレ率が高かったことも、元切り下げを必要としたのである。したがって、1980年代～90年代前半の大規模な元切り下げが、それ以降の時期において中国元が不当に割安になっている証左であるとする考え方は誤っていると考えられる。

(2005年為替制度改革以降の元高誘導)

中国は1994年に、公定レートを市場レートにさや寄せする形で二重為替レート制を廃止し、為替レートを一本化した。それ以降約10年間、建前上は一定の弾力性を持つ管理

フロート制であるとされたが、実態は対ドル・レートを\$1=約8.3円で固定するドル・ペッグ制がとられていた。

しかし、中国との2国間貿易赤字が大幅化した米国から元切り上げへの圧力が高まる中、2005年7月、中国は新たな為替制度改革を発表した。その内容のポイントは次の2点である。

第1に、従来のようにドルに対してのみリンクするのではなく、「通貨バスケットを参照する管理変動相場制」に移行する。中国人民銀行の周小川総裁の説明（05年8月）によると、通貨バスケットは、ドル、ユーロ、日本円、韓国ウォン等から構成されるとのことだが、各通貨のウエイトについては明らかにされていない。

第2に、対ドル・レートを直ちに約2%切り上げ、その後は、中国人民銀行（2006年1月からは中国人民銀行に授権された外貨取引センター）が毎朝発表する中心レートから±0.3%以内で変動する。すなわち、制度上は1ヶ月で最大9%程度の切り上げ（または切り下げ）が可能となった*2。

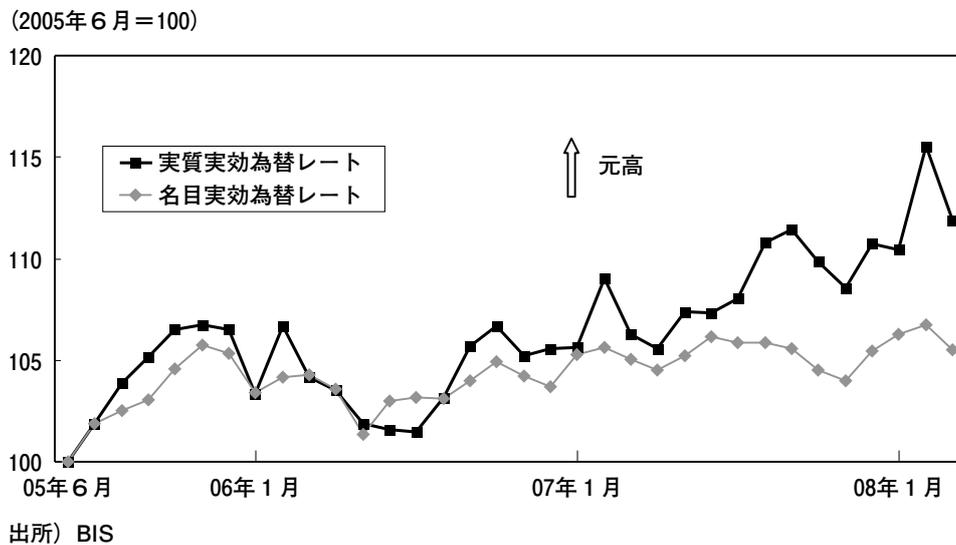
その後、通貨スワップ・銀行間通貨先物取引の解禁、インターバンク市場での為替取引にマーケット・メーカー導入、銀行間の相対為替取引の解禁（従来はすべての取引を外貨取引センターが仲介）など、為替市場の整備が行われている。

2005年7月の改革以降、中国政府は対ドルでの元高調整を容認する政策をとっている。改革後1年間の切り上げは、当初の2%切り上げを除くとわずか1.8%に過ぎなかったが、その後は切り上げペースが徐々に速まっている。2008年4月の中国元の対ドル・レート水準は、改革前（2005年6月）の固定レートと比べ、18.2%元高となっている。

マスコミなどでは、為替制度改革後、特に2007年に入ってから元高が着実に進んでい

*2 米ドル以外の外貨（ユーロ、日本円、香港ドル等）に対して許容される日々の変動幅は、制度導入当初は±1.5%であったが、2005年9月からは±3%に拡大された。

図表3 2005年為替市場改革後の中国元



ることに注目が集まっている。しかし、これはあくまで対ドルでの元高である。この間ドルは主要通貨に対してドル安となっているため、中国の主要貿易相手国の通貨全体に対して元高になっているとは限らない。実際、為替制度改革以降、対ドルや対円では元高となっているが、対ユーロでは逆に元安となっている。そこで、2国間の名目為替レートを平均した名目実効為替レートの推移を見ると、中国元は改革導入直後にやや元高となったが、その後はおおむね同水準で安定的に推移していることがわかる（図表3）。2006年頃から対ドルでの元高が徐々に加速しているが、この間ドルがユーロなどに対してドル安になっているため、名目実効為替レート・ベースでは元高とはなっていないのである。中国政府は積極的な為替市場介入によって中国元の為替レート水準を操作しているわけだが、2005年の為替制度改革導入までは、中国元の価値をドルに対して一定に保つように介入していたのに対し、改革以降は中国元の名目実効為替レートを一定水準で安定させるように介入していると考えられる。

名目実効為替レートが一定水準に保たれたとしても、中国と主要貿易相手国のインフレ率に格差があれば、中国元は実質的に見て元高になったりあるいは元安になったりする。

2国間の為替レート（例えば元ドル・レート）であれ、それを総合した実効為替レートであれ、名目為替レートが一定で変化しなくとも、中国の物価水準が他国よりも高ければ、実質為替レート・ベースでは元高となる。この場合、外国人にとっては中国の生産物の価格は高くなり、中国人にとっては外国の生産物の価格は相対的に安くなるので、名目為替レートは不変でも実質的に元高となっているのである。

そこで、為替制度改革以降の中国元の実質実効為替レートの推移を見ると、2006年後半頃から、元高が着実に進んでいることがわかる。中国元の名目実効為替レートが安定的に推移する中で、中国元の実質実効為替レートが増価しているのは、この間中国のインフレが高まっているからである。中国のインフレ率（消費者物価指数上昇率）は、2007年4.8%となっており、08年にはいってからさらに加速している（08年1-3月期の前年同期比は8.0%）。中国政府は名目実効為替レート安定に成功しているものの、為替レート安定のために実施している為替介入が過剰流動性を生みインフレを引き起こしているため、実質実効為替レート・ベースで元高が進行しているためである。為替市場介入による過剰流動性のリスクについては、次章で分析する。

第2章 今日の中国元が抱える問題

(外貨準備累増のメカニズム)

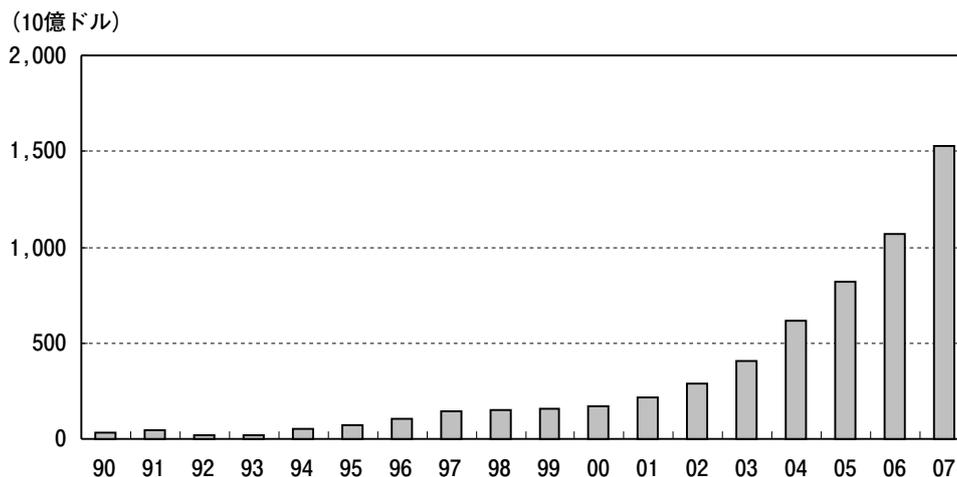
中国の外貨準備の増加が著しい。外貨準備の増加は1990年代半ばから始まったが、2000年代に入ってから増加ペースがさらに高まっている。外貨準備高は1995年末の754億ドルから2007年末には1.53兆ドルに拡大し、08年に入ってから速いペースでの増加が続いている(図表4)。なお、従来日本が世界最大規模の外貨準備を保有していたが、中国が2006年に日本を抜いて、現在では中国が世界最大の外貨準備保有国となっている。

中国の外貨準備はなぜ増加しているのか。それは、中国元の為替レートが為替市場の需給に委ねられて決定されているのではなく、中国政府が為替レートが元高となるのを避けるために、為替市場でドル買い・元売りの介入を行っているからである^{*3}。第1章で見たように、2005年までは対ドルの為替レートを固定的な水準に維持しており、それ以降は

対ドルでの緩やかな元高を容認しているが、名目実効為替レートがおおむね一定水準で安定的に維持されている。そして、近年外貨準備の増加ペースが高まっているということは、政府が為替介入で維持している為替レートのもとでは、大幅な元高圧力(強い元買い需要)が発生していることを意味する。大幅な元高圧力の下で、政府は元高になるのを防ぐため大規模なドル買い介入を続けており、その結果として、外貨準備が急増しているのである。

大幅な元高圧力の発生には、基本的に、①経常収支黒字、②政府規制による「歪んだ資本流出構造」の2つの要因が働いている。経常収支は最も広義で捉えた貿易収支であると言えるが、中国は1990年代半ば以降一貫して経常収支黒字で、輸出が輸入を上回っているため、外貨売り・元買い需要が生まれる(前掲図表2)。ただし、2004年ごろまでは、中国の経常収支黒字はGDP比1~4%程度と比較的小幅で、貿易面からくる元高圧力はそれほど大きなものではなかった。しかし05年以降、経常収支黒字は急速に拡大し、

図表4 中国の外貨準備



注) 金を除く外貨準備高
出所) IMF "International Financial Statistics"

*3 中国では、外貨準備は中国人民銀行が保有しており、為替介入操作も中国人民銀行が行っているが、為替レートに関する政策決定は政府が行っている。本文では、中国人民銀行と政府を一体のものとしてとらえている。なお、日本の場合は、外貨準備の太宗は政府(外国為替特別会計)が保有しており、日銀は政府のエージェント(代理人)として為替介入操作を行っている。

2007年にはGDP比約11%に達している。このことは、政府がコントロールしている為替レート水準では、中国の輸出品の価格競争力が極めて高くなっていることを示している。最近年において元高圧力が特に高まっているが、その主要な要因は大幅化している経常収支黒字にあると言える。

貿易取引だけでなく、資本取引も元高圧力を生み出している。中国は日本などの先進国の場合と異なり、政府が資本取引を厳しく規制しており、その結果、中国の資本流出入構造は歪んだものとなっている。

資本流入のうち対内直接投資については、1980年代以降、投資規制が大幅に緩和され、現在では原則自由となっている。加えて税制面などの優遇措置もとられてきている。その結果、外国企業は中国の輸出基地としての魅力、国内市場の拡大などから、積極的に中国への投資を拡大している。直接投資以外の資本流入に関しては、依然政府の厳しい規制下にあるが、対内証券投資への規制については、適格外国機関投資家(QFII)制度の導入(2002年)によって一部緩和されてきている。QFII制度は、一定の適格要件を満たしたとして政府に認定された外国の金融機関に、従来禁止されていた中国の上場株式(元建てのA株)および上場債券(国債など)への投資を一定の限度額内で認める制度である。全体の投資枠は2007年末に拡大されて300億ドルとなっており、日本の金融機関では野村証券、日興アセットマネジメント、第一生命などがQFIIとしての認定を受けている。

一方、資本流出(対外投資)については、最近一部規制緩和措置が導入されているが、全体として現在も強い規制がかけられている。このような政府規制の下で、資本流入は直接投資を中心に大幅に流入しているが、資本流出は規制によって制限されている。最近の資本流出規制の一部緩和措置に呼応して証券投資などの資本流出が大幅に増加していること、また誤差脱漏の動向から現在も政府の規制をかいくぐって資本が流出していることなどからすると、仮に資本流出規制が撤廃さ

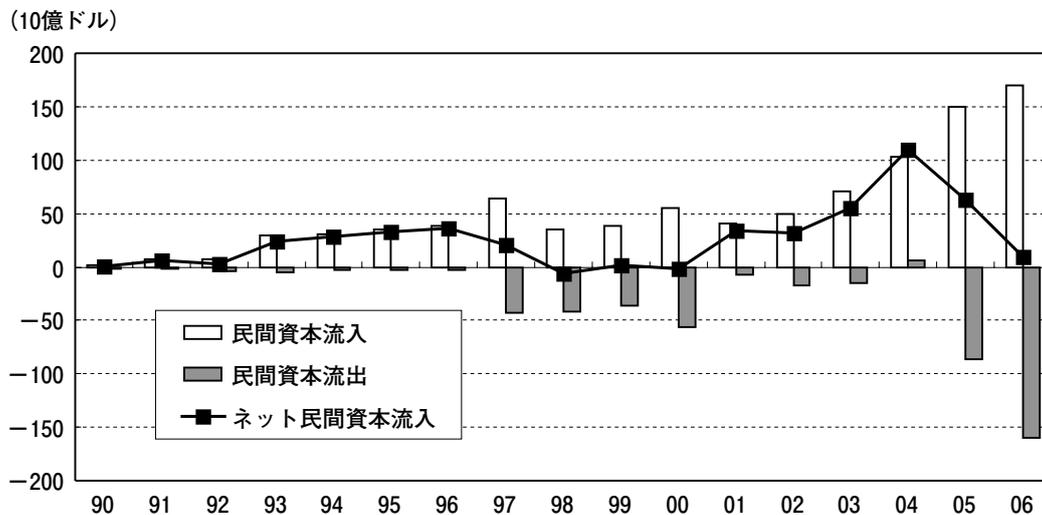
れば、大幅な資本流出が起これ、流出超過ではなく流入超過になる可能性もある。(最近の資本流出入規制の緩和措置と課題については、第4章で詳しく検討する。)

対内直接投資などの資本流入はドル売り・元買い需要となり、逆に中国の金融機関による外国証券購入などの資本流出はドル買い・元売り需要となるので、資本流入超の資本流出入構造は元高要因となる。図表5は、民間の資本流出入の動向を見たものである。資本流入は、直接投資を中心に拡大基調にあり、特に2003年ごろから拡大テンポが増している。一方、資本流出はアジア危機後の数年間「その他投資」の形で資本が逃避したが、1990年代~2000年代前半の期間を通じて資本流入はおおむね限定的であった。しかし、2005年以降、資本流出が対外証券投資を中心に拡大していることは注目に値する。これは、国内保険会社の外国証券投資の一部解禁(2004年)、国内適格機関投資家(QDII)制度の導入(2006年)によって、外国証券投資規制が部分的に緩和された効果である。なお、QDII制度は、先述のQFII制度と逆に、一定の適格要件を満たしたと政府が認定した国内金融機関に、外国の債券および株式への投資を一定限度枠内で認める制度である。

このように中国の資本流出入構造は、自由化された対内直接投資が拡大する中で資本流入は規制により厳しく制限されているという歪んだ構造となっている。その結果として1990年代以降、基調として民間資本流入が民間資本流出を上回っているのである。前述のように、中国の外貨準備は2000年代に入ってから顕著に増加しているが、2004年までは民間資本流入超過額の方が、経常収支黒字額を上回っており、この間の元高圧力をもたらす力としては、経常収支黒字よりも歪んだ資本流出入構造のもとで民間資本が流入超となっていたことの方が大きかったのである。

以上に分析をまとめると、中国の外貨準備は2000年代初めごろから急速に拡大している。それは、政府による為替市場介入の結果である。つまり、中国の為替市場では、①経

図表5 中国の民間資本流出入



注) 民間資本流出入のデータは、資本取引のうち、中国政府の借款受入・返済など政府部門の「その他投資」、および外貨準備増減を除いたものである。国有銀行や国有企業の資本取引は、ここでの民間資本流出入に含まれている。
出所) IMF “International Financial Statistics”.

常収支黒字、②政府規制によって歪んだ資本流出入構造があるため、大幅な元高圧力が存在しており、中国政府は元高を防ぐために、為替市場でドル買い介入を大規模に行っている。その結果として、外貨準備が大幅に増大しているのである。外貨準備の増加は、政府による資本流出である。2004年頃までは、経常収支黒字はそれほど大幅ではなく、元高圧力の主要要因は歪んだ資本流出入構造にあったと考えられる。しかしその後は、経常収支黒字が非常に拡大し、一方資本流出規制の緩和などから資本流出が拡大しているため、最近年の大幅な元高圧力はむしろ経常収支黒字の大幅化に主要な要因がある。たとえば、経常収支黒字と活発な直接投資流入によって池に大量の水が流入しているが、一方、池の水の出口は政府の規制により狭められているので、なにもしなければ池の水位は大幅に上昇する。池の水位上昇（元高）を防ぐために、政府が為替介入によって懸命に水をかき出しているというのが現状である。

以上の基本的な元高圧力要因のほかに、2005年の為替制度改革が導入される直前は、元高期待の投機的なヤミ資金の流入も元高圧力の1要因になったと考えられる。ヤミ資金

の移動は本来違法なものなので、国際収支統計で捕捉することは困難であるが、中国の「誤差脱漏」（国際収支統計の整合性をとるための調整項目）は比較的大きく、誤差脱漏の動向がヤミ資金の流出入動向を示唆していると考えられる。誤差脱漏は1990年代初め以降一貫してマイナス（つまり資本流出）となっていたが、2002～04年の間はプラス（つまり資本流入）となった。この期間は、米国の元切り上げ要求の高まりなどから、いずれ中国政府は元切り上げに踏み切るのではないかという思惑から、海外の資金は法の網の目をかいくぐって流入していたと考えられる。このようなヤミ資金の流入は、ドル売り・元買い需要を生むので元高圧力となる。しかしその後、誤差脱漏は再びマイナスに戻っている。1990年代初め以降の誤差脱漏の動向からすると、中国には資本流出（対外投資）の潜在的需要があり、仮に資本流出規制が撤廃されれば、中国からの資本流出は相当な規模で拡大する可能性があると考えられる。

(外貨準備増大の財政コストと外貨準備活用策)

巨額の外貨準備保有は、中国政府が大きな

為替リスクを負っているということを意味する。中国の外貨準備の太宗はドル建て資産(主に米国国債)として保有されているので、将来ドル安になれば、中国政府は多大なキャピタル・ロスに被ることになる。外貨準備保有に伴うキャピタル・ロスの発生は、政府にとっての財政コストとなる。もちろん将来ドル高になれば、政府は多額のキャピタル・ゲインを得ることになるわけだが、為替レートの変動次第で、政府の保有資産の価値が大きく変動するリスクを抱え込むことは、政府として望ましいことではない。

為替リスクに加えて、中国の短期金利が米国での運用金利よりも高くなれば、金利収入面でも損が発生する。この損も財政コストとなる。中国人民銀行は為替市場介入のドル買いに伴って元建ての国内債務を発行している。具体的には中国人民銀行が国内銀行などからドルを購入すると、銀行の準備預金(銀行が中央銀行に預けている預金)を増やす形で支払いが行われる。準備預金が過大に増加すると、銀行の貸付増加を通じてマネーサプライが増加して、事実上金融超緩和になってしまうので、中国人民銀行は短期の中銀債券を発行して「不胎化」を行っている。これによって、銀行部門のバランスシートの資産側で、準備預金が減少し、中銀債券が増加する。準備預金と中銀債券はともに、中国人民銀行の国内債務であり、金利が支払われている(日本の準備預金である日銀当座預金には金利は支払われないが、中国では銀行の準備預金に対して金利が支払われている)。中銀債券の大幅な発行が続けば、いずれ中銀債券の金利は上昇するので、米国の金利動向次第で、ドル買い介入に伴う金利負担(準備預金と中銀債券の金利負担)が、米国での金利収入を大きく上回ることも今後起こりうる。そうなれば、中国政府に多額の損失、すなわち財政コストが発生することになる。

外貨準備が豊富にあれば、国際金融危機的な状況でその国の通貨の為替レートが急落するような事態になった時、外貨準備を売却することで為替レートを安定化させることが可

能になる。しかし、中国の場合外貨準備は十分過ぎるほどあり、また資本流出入は依然厳しく規制されているので、急激な資本流出で中国元が売り浴びされるというような事態はそもそも起こらない。他方、損失のリスクを回避するために外貨準備の一部を売却すれば、元高を防ごうとしてドル買い介入している効果が相殺されてしまう。そこで中国政府は、増大する一方の外貨準備の一部を積極的に活用する政策を導入している。それは、上述のように、外貨準備を多額に持っていれば、為替リスクや金利逆転から将来大きな損失を被る可能性があること、また米国国債のような安全資産での運用だけでは収益性が低いことが理由だと考えられる。

これまで2つの外貨準備活用策がとられている。第1に、不良債権問題で深刻な資本不足に陥っていた国有商業銀行に対して、中国政府は外貨準備を使って資本注入をおこなっている。第2に、外貨準備の一部を安全資産よりも高収益を狙える運用先に投資するために、中国政府は新たな国有投資会社を設立し、すでに一部運用を開始している。

外貨準備を使った銀行の資本充実は、4大国有商業銀行のうち、経営建て直しにはさらに時間がかかる中国農業銀行を除いた3行に対して行われた。2003年に中国銀行と中国建設銀行に対してそれぞれ225億ドル、2005年に中国工商銀行に150億ドル、合計で600億ドルの資本注入が実施されている。この資本注入は、新たに設立された投資会社(中央外準投資有限公司)に、中国人民銀行が外貨準備の一部を使って出資し、その投資会社が上記3行に出資するという形がとられている。実態上は、中国人民銀行保有の外貨準備のうち600億ドルを、国有商業銀行に移管することによって、国有商業銀行の資本不足の解消が図られたのである。

2007年7月には、外貨準備を積極運営するための国有投資会社として、中国投資有限责任公司(CIC)が設立された。いわゆる中国の政府系ファンドである。CIC設立時に外貨準備から2000億ドルが出資されているが、

今後の運用実績次第で追加出資される可能性があると言われている。これまでに米国のプライベート・エクイティ・ファンド（企業買収ファンド）の最大手ブラックストーンに30億ドル、モルガン・スタンレーに50億ドルを出資している。これらの会社に中長期で投資することによって、米国国債での運用よりも高収益を得ることを目指しているが、その分より高いリスクを負わなければならない。実際、最初の投資案件であるブラックストーンへの出資は、サブプライム問題の余波で同ファンドの株価が大幅に低迷し、現状ではCICに相当の含み損が発生している。

（過剰流動性のリスク）

巨額の外貨準備増加は、キャピタル・ロスの発生や内外金利の逆転の可能性からくる中国政府の財政負担の増加という問題だけではなく、中国経済にとって望ましくない効果を持つ。それは、中国経済にマネーサプライが過剰に供給されてしまう危険、つまり過剰流動性のリスクである。

外貨準備増加に伴って、銀行部門には過剰に流動性が供給されている。問題は、「銀行部門の過剰流動性」が「経済全体の過剰流動性」につながる危険があることである。ここで、本章の分析で用いる「銀行部門の過剰流動性」と「経済全体の過剰流動性」という概念の意味を、はっきりさせておく必要がある。前述のように、外貨準備が増加するのは、中国人民銀行が国内銀行を相手にドル買い・元売り介入をしているからであるが、この介入が行われると銀行の準備預金が介入金額だけ増加する。現在の中国では、常時大幅な為替介入が行われているので、銀行の準備預金が多額に積みあがる。大規模な為替介入の結果、中国人民銀行が銀行部門に対し継続的に大量の準備預金を供給している状態を、ここでは「銀行部門の過剰流動性」と呼んでいる。準備預金はマネタリーベース（現金+準備預金）の重要な一部であり、また準備預金の一部は現金に交換されるので、為替介入が行われれば、マネタリーベースが増加する。マネタリー

ベースの増加は、銀行の貸出拡大を通じてマネーサプライの増加につながりうる。物価安定や資産価格安定を損なうほど過度にマネーサプライが供給される状態を、ここでは「経済全体の過剰流動性」と呼んでいる。

銀行部門の過剰流動性によって生み出される経済全体の過剰流動性は、高インフレや資産価格高騰（バブル）を引き起こし、中国経済の発展を阻害する。また、銀行部門の過剰流動性は、現在進行中の銀行改革にも悪影響を与えうる。中国の銀行は経営健全化のため厳正な貸付審査、リスク管理を行う銀行改革を進めているところだが、銀行部門の過剰流動性は安易な貸付拡大につながるリスクを持っている。

そこで中国人民銀行は、銀行部門の過剰流動性が経済全体の過剰流動性につながらないようにするため、さまざまな措置をとっている。第1に、短期の中銀債券の発行による不胎化である。中国人民銀行が中銀債券を発行し銀行に売却することによって、ドル買い介入によって増えた準備預金を吸い上げるのである。これによってマネタリーベースの増加が抑えられることになる。先進国では、国債を市場で売却することによって外貨買い介入の効果を不胎化するが、中国の場合、国債市場が発達していないこと、大幅な介入が継続的に行われていることから、中央銀行が自らの債券を発行して不胎化を行っている。この不胎化操作によって、銀行のバランスシートの資産サイドでは、準備預金が減少して、運用資産として中銀債券が増加している。

第2は、金融引締め策である。中国の金融政策運営は、国内金融制度が未発達のため、先進国のように政策金利（インターバンク市場の短期金利）を上げ下げして公開市場操作を行うというやり方はとられていない。中国ではまず、過剰に供給された準備預金が貸し出しに回されないように、必要準備率の引き上げ措置がとられている。必要準備率は2006年半ばには7.5%であったが、その後累次引き上げられて2008年4月までに16%へ引き上げられている。また、日本の銀行準備

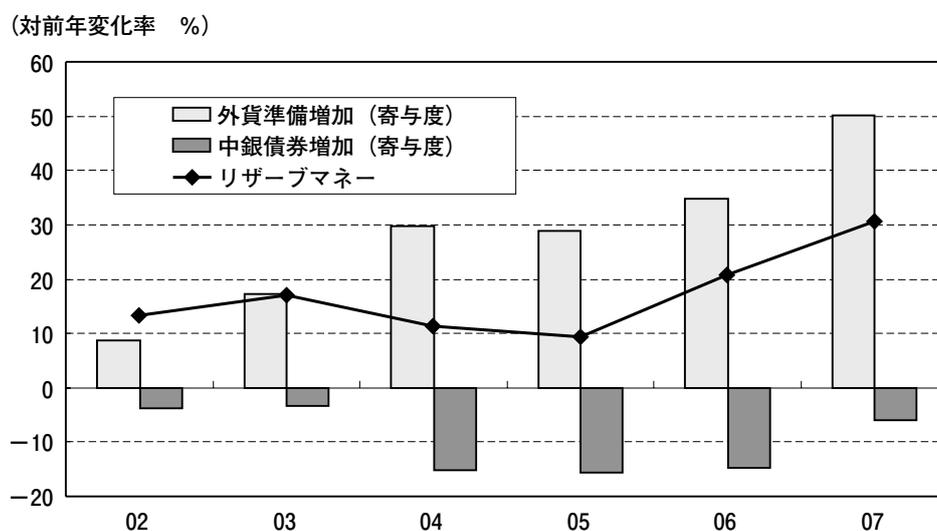
である日銀当座預金は無利子であるが、中国の準備預金には金利が支払われるので、銀行が抱えている過剰準備（必要準備預金を上回る準備預金保有）を貸付にまわすインセンティブはその分弱められている。準備率操作以外にも、規制金利である銀行貸出金利の引き上げ、銀行に対する行政指導的な貸出抑制の要請などの措置もとられてきている。

最近の状況をデータで確認しよう。図表6のリザーブマネーは、マネタリーベースにほぼ対応するものである（中国人民銀行は先進国の中央銀行と異なり、準備預金以外に非金融機関企業の預金も一部受け入れており、リザーブマネーにはそれが含まれている）。図表6は、外貨準備の増加に伴い、リザーブマネーの増加が大幅化していることを示している。中国人民銀行は、不胎化のため中銀債券を発行して準備預金の増加（したがってリザーブマネーの増加）を抑えているが、外貨準備の増加が大きいため、2007年にはリザーブマネーは対前年比31%も増加している。なお、外貨準備の増加には、外貨資産の運用益なども含まれているため、厳密には外貨準備増加額=介入額ではないが、介入額は公表されていないので、ここでは外貨準備増加額で介入額を近似させている。

ここで注意すべきは、中国の場合、外貨準備増加額と同程度の中銀債券を発行して、マネタリーベースの増加を完全に不胎化する必要はないという点である。中国経済は年10%程度の高成長経済なので、経済規模の拡大に見合っただけマネーサプライを増加して「成長マネー」を供給する必要がある、したがってマネタリーベースの比較的大きな増加が必要となる。高成長経済で十分な成長マネーが供給されなければ、物価が下落することになる。現在の中国では、外貨準備を増加させることによって、成長マネーが供給されていると考えることができる。したがって、外貨準備増加で増えるマネタリーベース増加分を、中銀債券発行ですべて不胎化する必要はない。しかし、経済が10%で成長しているときに、リザーブマネー（マネタリーベースとほぼ同じ）が30%も増加するのは異常な状態で、不胎化が不十分にしかできていないことを示唆している。

図表6では、2006年以降は中銀債券発行による不胎化が不十分で、リザーブマネーの増加率が非常に高まっていることがわかる。しかし、リザーブマネーの大幅増加は、これまでのところマネーサプライ増加の加速にはつなげておらず、マネーサプライは年

図表6 銀行部門の過剰流動性



注) リザーブマネーはマネタリーベースにほぼ対応する。
出所) CEIC

10%台後半の増加率で比較的安定的に推移している（図表7）。リザーブマネーが加速的に供給されているにもかかわらず、マネーサプライの増加率が加速していないのは、準備率引き上げその他の金融引締め政策の効果であるといえる。しかし、マネーサプライの年10%台後半の増加は、物価安定と資産価格の安定を維持するにはやや高すぎると考えられる。

インフレ率は2006年まではおおむね低位で推移していたが、2007年以降徐々に高まっており、08年に入ってからさらに加速している。一方、資産価格の方は、一般物価の上昇に先立って高まりを見せており、特に株価は2006年初め頃から高騰しその後急反落するという乱高下の動きとなっている（図表8）。

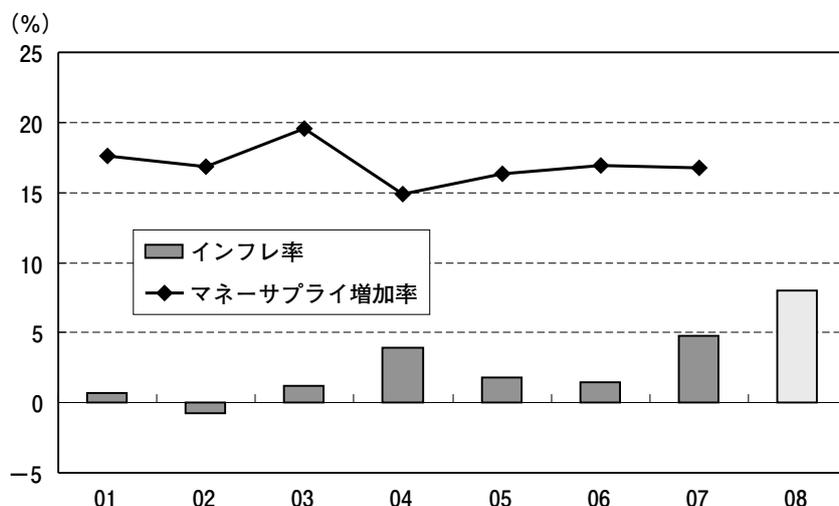
中国の株価（上海総合株価指数）は、経済の高成長が続いているにもかかわらず、2000年代初めから下落傾向にあった。しかし2005年に、中国の株式市場の発達のネックになっていた非流通株問題に本格的な解決の見通しがつくと、株価は2006年初め頃から急上昇に転じ、2006年年初から2007年10月にかけて、株価は4.7倍に跳ね上がった。

その後一転して急反落しているが、08年4月の株価水準は、06年年初に比べると、依然相当高い水準（2.9倍）にとどまっている。中国の株式市場は、キャピタル・ゲイン狙いの個人投資家が中心で投機的な市場となっていることが、最近の株価の激しい乱高下を生んでいるわけが、やはりその背景には、経済に過剰な流動性が供給されて、投機マネーがファイナンスされていることが重要な要因となっていると考えられる。

一方、不動産価格は、上海などの沿岸部の主要都市では、2003年ごろから上昇率が高まり始め、特に一部の新設マンションなどは投機の対象となり不動産バブルの様相を呈していた。2005年以降、政府は住宅ローンの金利優遇措置の撤廃（事実上の利上げ）や、不動産融資の総量規制などの行政指導的な手法によって、不動産価格の沈静化に努めており、最近はやや落ち着いた動きとなっている。

これまでの分析をまとめると、外貨準備増加に伴って、銀行部門には過剰に流動性が供給されており、銀行部門の過剰流動性は経済全体の過剰流動性につながる危険をはらんでいる。政府は、中銀債券の大量発行による不胎化、準備率引き上げなどの金融引締め、不

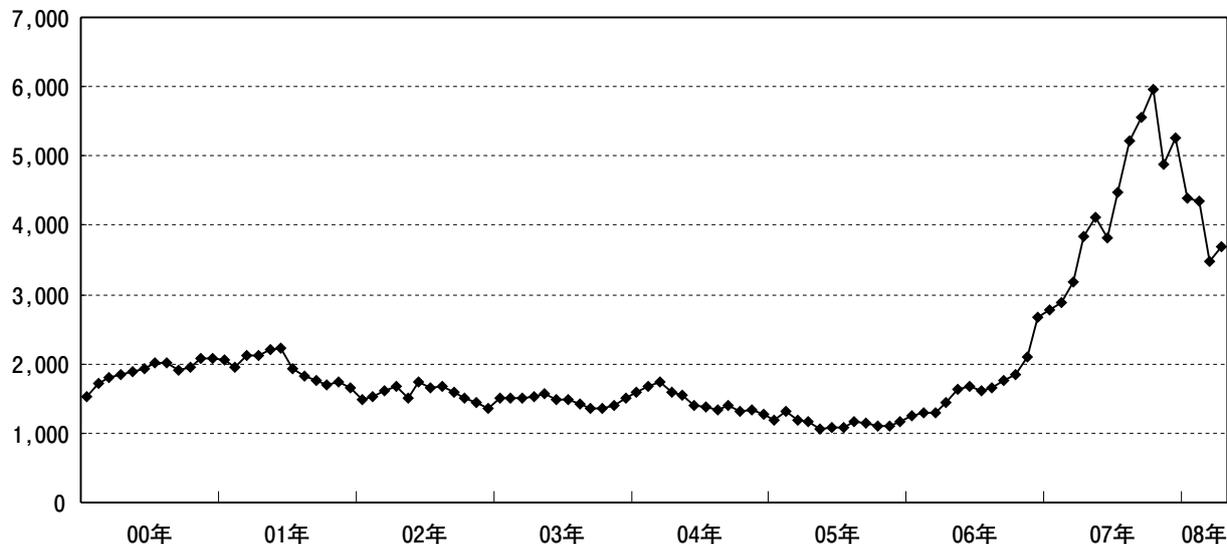
図表7 マネーサプライとインフレ率



注) マネーサプライは M2。インフレ率は消費者物価指数上昇率、08年は1-3月期の対前年同期比。
出所) CEIC、内閣府「海外経済データ」。

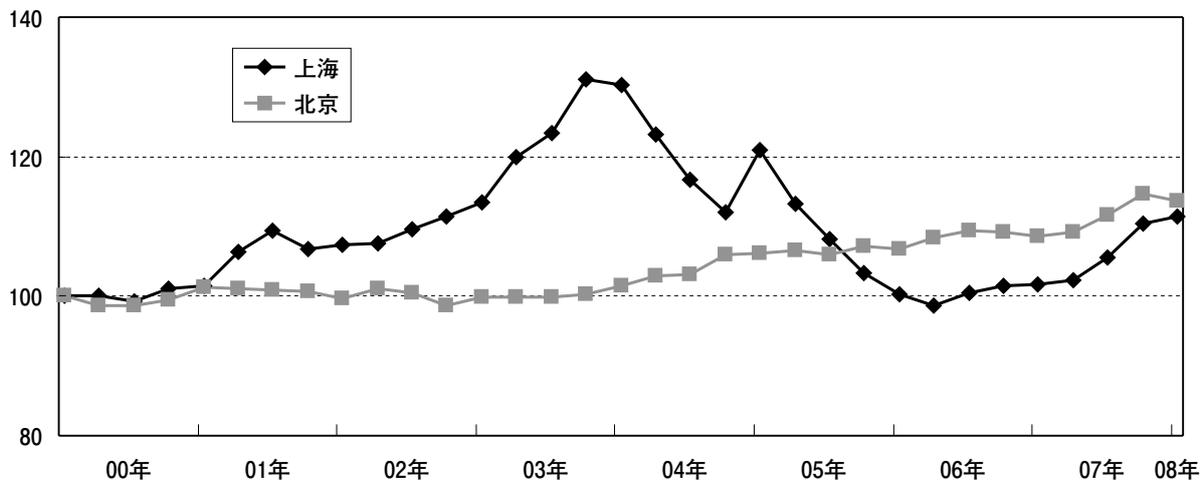
図表8 株価と不動産価格の推移

(a) 上海総合株価指数



(b) 上海と北京の不動産価格指数 (建物)

(2000年3月=100)



出所) CEIC

動産融資に対する行政指導などのさまざまな手段を使って経済の安定化に腐心している。しかし、例えて言えば、一方でアクセルを強く踏み続けていながら、他方でブレーキを一生懸命踏んでいる状態となっている。これまでのところ、2ケタ台の高インフレや極端な資産価格バブルにはなっていないが、やはり大幅な外貨準備増加の過剰流動性リスクは顕在化しつつある。

第3章 中国元割安論の検証

中国元は割安であり、したがって切り上げるべきだとする見方は、広く見られる。特に対中国貿易赤字が大きい米国ではそのような考え方が強いが、日本でも中国元が割安だと考える論者は多い。本章では、まず素朴な中国元割安論の誤りを指摘した後、一定の経済理論に基づいた3つの主要な分析アプローチ

について批判的に検討する。本章の結論は、素朴な中国元割安論はもちろん、経済理論に基づいた洗練された中国元割安論も、その論拠は必ずしも強固なものではないということである。中国がとるべき為替レート政策は、現実的・実用的（プラクティカル）な観点から検討する必要がある。本章での中国元割安論の分析・検討を踏まえて、次章で政策論を議論する。

（素朴な中国元割安論）

まず、中国は80年代初め以降、中国元を大幅に切り下げてきており、その結果現状の中国元レートは過小評価になっているとする議論がしばしば行われる。しかし、第1章で分析したように、社会主義経済時代の中国では、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ことに加え、1980年代の中国のインフレ率は米国などより高かったことを理解すれば、このような議論は誤りだということがわかる。

また、購買力平価と比べて現行の為替レートは割安なので、中国元は割安だとする議論もよく行われる。この議論に従えば、中国元は購買力平価まで切り上げるべきだということになる。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）。

世界銀行の推計によれば、2006年における中国元の購買力平価（対ドル）は、1ドル=3.5元である（P/P*=3.5）。一般に購買力

平価は大きくは変化しないので（例えば2000年の購買力平価は1ドル=3.3元）、現状における購買力平価も2006年水準の近傍にあると考えられる。1ドル=3.5元の購買力平価は、米国において1万ドルで買える財・サービス（商品バスケット）は、中国では3.5万元払えば買えるということを意味している。しかし、現実の為替レートは、2005年以降徐々に対ドルで切り上げられてはいるが、2008年4月時点で1ドル=約7元であり、1万ドルは7万元に換えることができる。したがって、中国では1万ドルで米国の約2倍の財・サービスが買えることになる。つまり、通貨の購買力という観点からすると、現行の為替レートでは、ドルは割高、中国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（名目為替レート）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。世界各国の名目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、名目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。そのため現行の名目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*4。いずれにせよ、中国の現在の為替レ

*4 バラッサ・サムエルソン理論は次の仮定に基づいている。(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。

トは購買力平価に比べ格安なので不当で、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すべての低所得国は、深刻な悪影響を受けるであろう。

以下では、一定の経済理論に基づいたより洗練された中国元割安論を検討しよう。そのような分析アプローチで主要なものには、第1に、実質為替レートと所得水準の関係に着目したもの、第2に、相対的購買力平価理論に基づくもの、第3に、総合収支均衡論に基づくものがある。これらの洗練された中国元割安論は、なんらかのベンチマークをもとに「あるべき為替レート」水準を推計し、それと比べて現実の為替レートが割安ないし割高になっているかを検証している。第1のアプローチは、中国の所得水準を考慮して購買力平価をベンチマークとして使っている。一方、第2と第3のアプローチは、国際収支均衡をベンチマークとしている。

(実質為替レートと所得水準の関係に基づく分析)

上で議論した素朴な中国元割安論では、中国元の購買力平価が名目為替レートよりも元安になっていることを問題視するが、経済学的に考えると、中国のような低所得国の場合、名目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。一般に、経済発展が進んで所得水準が高まると、名目為替レートと購買力平価の乖離が小さくなる傾向が見られる。このことも、前述のバラッサ・サムエルソン理論などによって理論的に説明できる。

この関係に着目して、所得水準を考慮したうえで購買力平価をベンチマークに使う分析アプローチがある。つまり、中国の現在の所得水準からすると、名目為替レートと購買力平価の乖離（つまり中国元の割安度合い）が大き過ぎるのではないかとする考え方である。河合（2004）は、世界銀行のデータ（2001

年値）を使って、発展途上国の各国の「名目為替レートと購買力平価の比率」と「1人当たりGDP」の関係を取り、中国は両者の平均的な関係（傾向線）から乖離しているという分析結果を得ている。この結果に基づき、河合は、所得が中国と同水準の国々の場合と比較すると、現行（分析当時）の為替レートでは中国元は過小評価されており、中国元を切り上げるべきだと主張している。Frankel（2004）は、Penn World Tableのデータを使って同様の分析をしており、2000年において中国元は36.1%過小評価されていると推計している。また、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、中国元はかなり過小評価されているはずだとしている。この黒田の議論も、名目為替レート、購買力平価、所得水準の関係を踏まえたものだと考えられる。

このアプローチの分析に使われる変数である「購買力平価と名目為替レートの比率」の意味をはっきりさせておこう。この比率は購買力平価と名目為替レートの乖離度合いを示すものだが、実はこの比率は、当該国通貨と米国ドルの間の実質為替レートなのである。実質為替レートとは、当該国と米国の物価水準（同じ通貨で評価した場合）の比率なので、 P/P^*E と表されるが、これは購買力平価（ P/P^* ）を名目為替レート（ E ）で割ったものに等しい。なお、実質為替レート P/P^*E の値の上昇は、対ドルでの当該国通貨の増価（当該国通貨高）を意味する^{*5}。

世界銀行の推計によると、2006年の中国元の購買力平価は、 $\$1 = 3.45$ 元で、これを名目為替レートで割って求めた実質為替レートは0.42である。このことは、平均的に見て、米国で100ドルで買える財・サービスが、中国では（現実の為替レートで換算すると）42ドルで買えるということを意味しており、現

*5 本文での実質為替レートの定義とは逆に、河合（2004）のように、名目為替レートを購買力平価で割った求めた比率を実質為替レート（ $E/PPP = P^*E/P$ ）とする場合は、その値の上昇は当該国通貨の減価を意味する。

状では、中国の物価水準は米国（ないしその他の先進国）と比べるとかなり低いことがわかる。また、所得が上昇すると購買力平価と名目為替レートの乖離が小さくなる傾向が見られるということは、中国の長期的な経済成長に伴って中国元の実質為替レートが上昇する、すなわち（ドルで評価した）中国の物価水準が、米国の物価水準に近づいていくことを意味する。そして、中国元の実質為替レートの上昇は、中国の物価安定のもとで名目為替レート不変の下で中国が高インフレになることによって実現する（ここでは米国は物価安定を維持すると仮定している）。

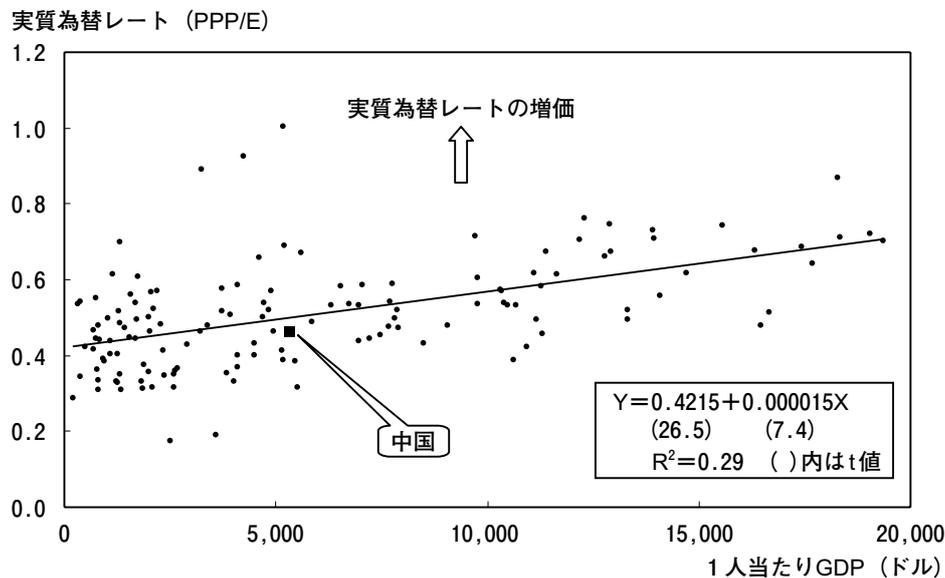
以上の関係を踏まえて、河合や Frankel の分析を評価しよう。上述のように、実質為替レートと一人当たり所得の間には正の相関関係が見られるが、しかしその関係は強いものではなく、国によってかなりのバラツキがある。後述の 2007 年データを使った分析によると、1 人当たり所得が 2 万ドル以下の途上国の場合、実質為替レートと一人当たり所得の間には統計的には有意な関係が見られるが、しかし決定係数は 0.29 と低い。先進国を含めたすべての国のデータを使った推計では、決定係数は 0.55 と高まるが、国によるばらつきは依然大きい。実質為替レートの水準は、その国の所得水準以外に、各国経済の構造的な違い（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。したがって、実質為替レートは 1 人当たり所得水準の上昇に伴って上昇するという傾向は大まかなものであって、各国の実質為替レートは傾向線上にあるべきだ、つまり同一所得水準の国は実質為替レートが同一水準になるべきだと考えるのは適切でない。もし中国元の実質為替レートが傾向線から著しく乖離しているならば、中国元が所得水準に比して割安となっているという議論が説得力を持つ。第 1 章で分析したように、1980 年前後の中国の場合は、それに当てはまる。しかし、河合や Frankel による 2000 年代初頭のデータ分析では、中国の傾向線からの乖離が特段大きい

とは言えない。したがって、実質為替レートと所得の関係に直目したこれまでの分析が、中国元が割安になっていることを示す強い根拠を提示しているとはいいがたい。

河合と Frankel の分析はやや古いデータに基づくものなので、新しいデータを使って、実質為替レートと 1 人当たり所得の関係を検証してみよう（図表 9）。できるだけ直近の年をとるために、ここでは IMF スタッフが推計した 2007 年の世界各国の購買力平価、1 人当たり GDP のデータを使っている。なお、IMF 公表の購買力平価データは、世界銀行公表のデータと基本的に同じものである。図表 9 は、1 人当たり GDP が 2 万ドル以下の途上国（137カ国）について、実質為替レートと所得の関係を示している。2007 年のデータでも、所得水準が高まれば、実質為替レートが上昇するという有意な関係が見られるが、各国のバラツキは大きい（決定係数については上述した）。中国についてみると、ほとんど傾向線上にある。つまり、中国元の実質為替レートは、中国の所得水準との関係では、ほぼ「適正」水準にあるということになる。先進国を含むすべての国（179カ国）のデータを使った分析でも、基本的な結果は変わらない。

2000年代初頭のデータを使った分析では、中国の実質為替レートは傾向線からやや乖離が見られたのに、2007 年データを使った同様の分析では、ほとんど乖離が見られないのはなぜだろうか。その最も大きな理由は、世界銀行および IMF が 2008 年に、中国の購買力平価の推計値を過去に遡って改訂したことによる（\$1 = 約 2 元から \$1 = 約 3.5 元に変更）。中国の従来 of 購買力平価の推計値は、古い 1986 年の物価水準調査に基づいていたが、今回新しい物価調査に基づいて推計し直されている。改訂されたデータによると、中国元の実質為替レートは従来よりも元高になり、したがって中国と米国の物価水準の乖離は縮小している。このデータの改訂に加え、2005 年半ば以降、中国元の名目為替レートが対ドルで緩やかながら元高となっているた

図表9 実質為替レートと所得の関係 (2007年)



注) 1人あたりGDPはPPPベース。

出所) IMF World Economic Outlook Database, April 2008.

めに、中国元の実質為替レートが対ドルで徐々に元高となっていることも、2000年初頭のデータの分析と2007年データの分析の違いの一部を説明する。

以上の検討を踏まえると、実質為替レートと所得の関係に着目した分析アプローチでは、中国元が所得水準との関係で割安になっていると主張することは難しいと結論づけられる。このアプローチによる古いデータに基づいた既往の分析でも、中国元割安論の実証的証拠はそれほど強いものではなかったが、新しいデータに基づいた分析では、中国元が所得水準との関係で割安になっているとする証拠はまったく見当たらない。

(相対的購買力平価理論に基づく分析)

上で検討した実質為替レートと所得水準の関係に基づく分析では、中国元が過小評価かどうかを判断するベンチマークとして、購買力平価を用いるアプローチであった。一方、国際収支均衡をベンチマークとして用いる分析アプローチもある。このアプローチでは、国際収支を均衡させる為替レートが「望ましい」為替レート水準であると考え、現実の為

替レートがそれと乖離しているかどうかを見る。

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り、最終的な国際収支は必ず均衡する。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、中間段階で集計した収支に注目する。国際収支均衡をベンチマークにする考え方の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）を基準にするものである。以下では、まず、経常収支均衡を基準に考える分析を検討し、次のセクションで総合収支均衡を基準にする分析を検討する。

経常収支均衡を基準にする分析は、相対的購買力平価理論を応用するものなので、相対的購買力平価アプローチと呼ばれる。この分析アプローチでは、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て、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)が推計される。そして、推計された「均衡為替レート」に比べて、現実の為替レートが割安か否かが判断される。

「均衡為替レート」の推計は、相対的購買力平価理論に基づいている。相対的購買力平価理論は、為替レートの変化率は、自国と他国の物価上昇率の差に等しいとする理論である(コラム『購買力平価理論—絶対的 v.s. 相対的—』参照)。経常収支が均衡していた基準年の為替レート(つまり基準年の「均衡為替レート」)を出発点にして、翌年の2国の物価上昇率をもとに、翌年の「均衡為替レート」を計算する。この計算を順次繰り返すことによって、直近時点の「均衡為替レート」を求めることができる。このアプローチで用

いられる物価上昇率は、一般物価水準(貿易財価格、非貿易財価格の双方を含む)の変化率ではなく、貿易財価格(通常、製造業製品の価格指数が用いられる)の変化率である。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。なお、前述の世界銀行などが推計・公表している購買力平価は、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)をもとに推計されている。

相対的購買力平価理論が成立する世界では、(同じ通貨で評価した)自国の物価水準と他国の物価水準の比率が、時間の経過とともに変化せず常に一定に保たれている。したがって、このアプローチで推計される「均衡

コラム

購買力平価理論 —絶対的 v.s. 相対的—

19世紀後半~20世紀初頭に提唱されたオリジナルな購買力平価理論は、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、現在では絶対的購買力平価理論と呼ばれる。そして、2国間の物価水準を等しくするような為替レート水準が、購買力平価(PPP)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、 $P=EP^*$ あるいは $E=P/P^*$ となり、この時のEが購買力平価である。なお、世界銀行の最近の購買力平価推計によると、中国元の購買力平価(対ドル)の水準は、PPP=約3.5(\$1=約3.5元)である。

一方、相対的購買力平価理論は、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に基づいている。つまり、10年前に α 倍の物価水準の格差があれば、現在も物価水準の格差は α 倍となる($P=\alpha EP^*$)。なお、絶対的購買力平価理論は、 $\alpha=1$ の特殊なケースであると考えられる。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、(同じ通貨で評価した)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、 $\dot{E}=\dot{P}-\dot{P}^*$ となる(変数の上のドット($\dot{\cdot}$)は変化率を意味する)。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、他国通貨が10%増価し、それによって物価水準の格差が不変に保たれる。つまり、相対的購買力平価理論によれば、高インフレ国は通貨安となる。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、2国間の物価水準の比率(P/EP^*)すなわち実質為替レートは、一定で変化しない。

為替レート」とは、基準年に自国と他国の貿易財の価格水準が等しかった（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水準を意味している。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。

相対的購買力平価アプローチによる永田（2003年）の分析は、1990年を経常収支均衡の基準年として「均衡為替レート」を推計し、2000年代初頭の現実の為替レートは対ドルで2割程度の割安となっているという結果を得ている。しかし、同じアプローチで1993-94年を基準年とした赤間ほか（2002年）の分析によれば、2000年代初頭の中国元は割安でも割高でもないという結果となっている。

この分析アプローチには、2つの問題点がある。第1の問題点は、上の2つの分析からわかるように、いつを基準年とするかで結果が違ってしまうことにある。このようなことになるのは、相対的購買力平価理論が想定している条件が、現実の経済では成立していないからである。相対的購買力平価理論は、非常に高いインフレになっている国の通貨と物価安定の国の通貨の間の為替レート動向（例えば、1980年代後半にハイパーインフレとなったアルゼンチンやブラジルの通貨の対ドル・レート）を説明するには威力を発揮するが、そうでない場合は為替レート決定理論としては不完全なものである。現実経済では通常の場合、この理論の想定とは異なり、自国と他国との物価水準の比率は不変ではない。換言すれば、2国の物価水準の比率は実質為替レートなので、この理論では実質為替レートが不変であると想定されていることになるが、現実経済では実質為替レートは変動する。そのため、基準年をどの年にするかで、その後の年の「均衡為替レート」が異なってくるといった問題が出てくるのである。

第2の問題点は、このアプローチでは、経常収支均衡が望ましい状態であり、経常収支

が均衡するときの為替レートが適正レートだと考えられている点である。しかし、一般に経常収支均衡が望ましく、赤字や黒字となることは望ましくないと考えることは誤りである。ある国の経常収支は、その国のネットでの資本流出入と必ず等しい。すまわち、経常収支黒字国は、ネットで資本が流出、つまり对外投资をしている（経常収支赤字国はその逆）。また、経常収支は、その国の国内貯蓄と投資の關係に密接に關係している。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对外投资に振り向けることによって、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、資本流入を受ける、つまり海外貯蓄を活用することによって、国内投資を拡大し将来所得を引き上げることができる。

相対的購買力平価アプローチには、このような難点があるために、このアプローチの分析結果に基づいて、中国元は本来あるべき水準と比べ割安になっているとか、何%程度切り上げるべきだといった結論を引き出しても、そのような議論は根拠が弱いと言わざるを得ない。

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その国の輸出価格競争力を強める方向に変化したか、あるいは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、ドル・ベッグ制に移行した1994-95年以降2000年代初頭までの間、中国の輸出価格競争力はほとんど変化していないと言える。

（総合収支均衡に基づく分析）

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（統計的な誤差脱漏は捨象）。総合収支が均衡する時は、外貨準備の増減がゼロとなるので、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であるとするものである。「現状の中国元の水準は、政府の為替市場介入によって実現しているもので、介入がなければ現状より元高になるので、現在の中国元は（本来あるべき水準に比べ）割安である」といった議論は、この考え方をベースにしていると言える。

総合収支均衡をベンチマークにしている経済分析としては、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要があるか計算している。それによると、経常収支は分析時点の水準からGDP比で4%程度悪化する必要があり、そのためには中国元は実質実効為替レート・ベースで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、そのためには中国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中国元の増価が必要であるという結論を導き出している。

このような総合収支均衡をベンチマークにして、現状の中国元が「望ましい水準」から乖離しているかどうか判断する考え方は、どのように評価すべきだろうか。経常勘定取引（輸出入など）の通貨交換性と資本勘定取引（証券投資その他の資本流出入）の通貨交換性がともに完全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である、とする考え方は適切なものである。ただし、市

場マインドの急激な振れで為替レートが短期的に大きく変動することは起こりうるので、ここで言う「あるべき為替レート」はある程度の期間を平均した水準と考える必要がある。

中国の場合、1996年にIMF8条国に移行して中国元の経常勘定交換性を認めており、輸出入などの経常勘定取引のために必要な中国元と外貨の交換は自由化されている。一方、資本取引については最近規制緩和が進められているものの依然厳しく規制されており、対外投資などの資本勘定取引の通貨交換性は部分的にしか認められていない。Goldsteinなどの分析では、現状の資本取引規制の仕組みは変更がないという前提を置いて、総合収支がゼロとなるような為替レート水準を推計している。しかし、第2章で分析したように、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依然厳しく規制されているので資金流入が少ないという「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、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、本来は資本取引規制、特に対外投資に対する規制を撤廃したら、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。中国の国内金融システムの脆弱性などを踏まえると、中国が資本取引を直ちに完全自由化することが望ましいとは言えないので、仮に資本取引規制の撤廃を仮定して何らかのあるべき為替レート水準が推計できたとしても、そのような推計は政策論としては意味がないと言えよう。結局、総合収支均衡をベンチマークにして中国元のあるべき水準を推計して、それと比べて現実のレートが割安か否か判断するのは難しいということが言える。

第4章 中国元の将来と政策対応

(中国の為替レート制度の長期的方向)

中国の今後の為替レート制度のあり方を考えるためには、「国際金融のトリレンマ（三律背反）」と呼ばれる関係を理解する必要がある。一般に、1国にとって①為替レートの固定化（ないし安定化）、②自由な資本流出入（つまり資本取引の自由化）、③金融政策の独立性を実現することは、望ましい政策だと言える。固定的ないし安定的な為替レートは、貿易や投資に当たって不確実性をなくするという観点から望ましい。自由な資本流出入は、国内の投資が外国資本の流入によって実現したり、国内貯蓄の投資機会が広がるという点で望ましい。ここでの金融政策の独立性は、その国が他国の金融政策にかかわらず、インフレや失業などの国内経済情勢に応じて、金融緩和や引締めがとれる状況を指している（金融政策の独立性は、中央銀行の金融政策がその国の政府の意向や圧力から独立して運営されるという意味でも使われるが、ここではそのような意味ではない）。経済情勢が異なる他国の金融政策スタンスに引きずられることなく、金融政策を独立してとれることは望ましい。しかし、それらの3つの政策目標を同時に達成することはできず、ある2つを選んだらもう1つはあきらめなければならないという関係にある。これが「国際金融のトリレンマ」と呼ばれるものである。

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、デンマークを例にとって説明しよう。デンマークはEU加盟国ではあるが、共通通貨ユーロには参加していない。デンマークは自国通貨クローネを、ユーロに固定レートでリンクする政策をとっている（ユーロ導入以前は、ドイツ・マルクに対する固定レート政策をとっていた）。デンマークの資本取引は他の先進国同様自由化されている。デンマークは、固定レート制と自由な資本取引を選択している結果、金融政策の独立性を持っておらず、デンマークの金融政策は事実

上、ユーロ圏の金融政策を決める ECB（欧州中央銀行）理事会によって決められている。具体例を考えると、仮にデンマークが国内の景気悪化に対応するために、金融緩和政策をとったとしよう。デンマークの金利はユーロ圏の金利よりも低くなるため、資金流出が起き、デンマーク・クローネが売られ、ユーロが買われる。政府の為替市場介入がなければデンマーク・クローネが減価するが、デンマークは固定レートを維持するために、外貨準備からユーロを売り、デンマーク・クローネを購入する。その結果、デンマーク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。このようにデンマーク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、ECB 理事会がとる金融政策に歩調を合わせざるを得ないのである（ドイツ・マルクとの固定レート制をとっていた時期は、ドイツの中央銀行ブンデスバンクの金融政策に従っていた）。デンマークはユーロ圏経済と密接な経済関係を持っており、また ECB 理事会はブンデスバンクの伝統をついで物価安定を最重視する政策をとっているため、デンマークにとって、固定的な為替レートと自由な資本取引を確保し、金融政策の独立性を放棄する選択は望ましいものだと考えられる。

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、資本流出入は一部自由化・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ありうる。中国の現状は、①固定されていないが、政府のコントロールの下でかなり安定的な為替レート、②まださまざまな制限が残っている資本流出入、③一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、2005年の為替制度改革以降、為替レートは対ドルで元高となっているが、その変化は小さく、また名目実効為替レート・ベースでは中国元は非常に安定している。資本流出

入については、対内直接投資は製造業を中心にかなり自由化されており、また最近は対外投資の規制緩和も進められているが、しかし依然直接投資以外の資本流入、および対外投資の多くは、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もと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、大量の為替介入の結果、過剰流動性が発生しインフレ加速の懸念がある状況では、安定的な為替レートの維持とインフレ抑制の両立が困難になるので、金融政策の運営は米国などの金融政策から独立して運営できるとはいえ、国内経済の安定化という目標達成が困難になってきている。

今後の展望について考えると、中国が今後も中長期的な高い成長を確保するためには、国際資本市場をフルに活用することが重要となるので、今後資本取引の自由化を図っていくことが必要となる。国際金融の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、政府に管理された安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（例えば、デンマークとユーロ圏経済、パナマと米国）の場合は、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、自国の景気変動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。

このように考えると、中国は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がわかる。しかし、国内金融システムが脆弱なままで資本取引を自由化すると、将来国際金融危機を惹起しかねない。したがって、資本流入規制の緩和、為替レートの変動幅拡大に当たっては、国内金融システムを強化す

る金融改革が不可欠である。国内金融システムの強化にはまだ時間がかかるので、当面は資本取引規制の緩和を徐々に進めながら為替レートを弾力化し、最終的には、現在の先進国のような完全に自由な資本取引と完全な変動為替レート制に実現することが、中国にとって最終的なゴールだと考えられる。それがいつごろ実現されるかは、現在進められている金融改革のテンポに依存するが、おそらく10~20年はかかるであろう。

自由な資本取引と変動為替レート制が実現すれば、いずれ中国元は、中国の大きな経済力を背景に、ドル、ユーロに並ぶ有力な国際通貨として流通するようになるだろう。ただしその前提として、政治の民主化がある程度進み、現在の共産党独裁の政治システムが内包する政治リスクが、中国経済の安定的な発展を阻害する可能性が小さくなる必要がある。日本円の国際化が叫ばれて久しいが、将来日本円が中国元と伍していくためには、規制緩和、経済の対外開放、バイリンガル人材の育成を強力に進めて、日本経済の国際化と活性化を図っていく以外に道はないであろう。

(中国元の当面の政策対応)

中国の為替レート制度の長期的方向を踏まえ、当面、為替レート政策そしてそれに深く関係する資本流入規制が、どのようにあるべきかについて検討しよう。前章の分析によって、素朴な中国元割安論はもちろん、一定の経済理論に基づいた中国元割高論も、根拠が弱いということがわかった。したがって、中国の為替レート政策のあり方を検討するのに、一定の理論をもとにベンチマークを設定して「あるべき為替レート」水準を推計し、そこから必要とされる元切り上げ率を求めるアプローチは有効ではないと考えられる。むしろ、現実的な政策運営の制約条件を踏まえて、中国経済へのマイナスの影響を極力小さくし、中国経済の成長・発展を確保するのはどうすればよいかというプラクティカルなアプローチが必要だと考えられる。そのような

観点からは、①為替レートの変動幅を拡大して、実質実効為替レート・ベースで元高にすること、②資本流出規制を一層緩和することが、特に重要である。為替レートの変動幅拡大と資本自由化にむけた政策措置をとることは、現下の元高圧力を弱めるといういわば短期的な政策目標の達成に必要というだけでなく、中国経済の長期的発展を確保する長期的な政策目標にも合致している。

まず中国元の切り上げの必要性について検討しよう。一般に、本来の「あるべき為替レート」は、資本取引が完全に自由化されて、変動為替レート制になったときの為替レートだといえる。しかし、国内金融システムの脆弱性から資本取引の完全自由化は時期尚早だとすれば、変動為替レート制に移行することはできず、したがって、現状では「あるべき水準」がどこにあるのかはわからない。一方で、第2章で分析したように、これまでの大量の為替市場介入は、銀行部門に過剰流動性を生み出し、それによって資産価格の高騰とインフレ上昇が始まっている。さまざまな制約条件の中で、この事態を是正するために必要な施策は、これまで以上に中国元を切り上げることである。

これまでのところ、中国政府は対ドルでの元高を徐々に進めているが、名目実効為替レートはおおむね不変に維持されている。しかし、中国のインフレが高まってきているため、実質実効為替レートは元高となっている。このような状況はできるだけ早く是正して、実質実効為替レートの元高を高インフレではなく、名目実効為替レートの元高によって実現することが望ましい。そのためには、これまで以上のペースで対ドルでの元高を容認する必要がある。元切り上げペースを速めることは、為替市場介入の度合いを弱めることを意味し、それは銀行部門への過剰流動性供給を是正することにつながる。ドル買い介入の額が少なくなっても介入している限り、銀行部門への流動性供給は続くわけだが、不胎化や金融引締め策（準備率引き上げなど）によって無理なく過剰な流動性が吸い上げられる程

度にする必要がある。

このような元切り上げが必要であるとともに、為替市場での元高圧力を弱めて為替市場介入の必要性を小さくするために、資本流出への規制（対外投資規制）を緩和していくことが重要である。前述のように、中国は1996年にIMF第8条国に移行し、經常勘定取引に関する為替取引を自由化した。つまり、輸出入や配当送金などの經常収支関連の取引については、中国元と外貨の交換性が確保されている。一方、資本勘定取引に関する為替取引は、対内直接投資を除き、依然厳しく規制されている（図表10）。

資本流入サイドでは、1980年代以降、対内直接投資を段階的に自由化し、現在では一部の例外部門を除き原則自由化されている。こうした投資規制緩和に加えて税制面の優遇措置などもあったため、外国企業が活発に投資を行ってきた。直接投資以外の資本流入に関しては、基本的に許可制のもとで厳しく規制されているが、外国金融機関による証券投資に関しては、2002年に適格外国機関投資家（QFII）制度を導入し、厳しい制限のもとに門戸を一部開放している。アジア危機の1つの重要な教訓は、国内銀行部門が脆弱な状態で、銀行の短期対外借入などの短期資本の流入を自由化することは望ましくないというものであった。大量に流入した短期資金が突然逆流するリスクがあるからである。中国の銀行部門は依然脆弱な状態にあるので、短期資本の流入を規制する政策は今後も継続する必要がある。

資本流出サイドは、基本的にすべての投資形態について、許可制のもとで厳しく規制されている。しかし、最近数年間、許可制の運用緩和や例外措置の導入などにより、資本流出規制の部分的な緩和が徐々に進んでいる。以下では、元高圧力を減らすという観点から、資本流出（居住者による対外投資）に関する規制の緩和の現状と課題について検討しよう。

まず、中国企業による対外直接投資は許可制となっており、政府の許可なしに外国での

図表10 中国の資本取引規制

		資本流出 (対外投資)	資本流入 (対内投資)
直接投資		<ul style="list-style-type: none"> ・ 許可制 ・ 投資上限額規制は 06 年に廃止 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 原則自由 (合弁企業法など規制あり) ・ 投資撤退は許可制
証券投資	株式	発行 (非居住者による中国での株式発行)	(居住者による海外での株式発行)
		<ul style="list-style-type: none"> ・ 禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 許可制ないし証拠書類届出制
	債券	発行 (非居住者による中国での起債)	(居住者による海外での起債)
		<ul style="list-style-type: none"> ・ 開発関係国際機関は許可制 ・ その他は禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 許可制 (起債収入は国内送金が義務)
対外貸出・借入		<ul style="list-style-type: none"> (居住者による対外貸出) ・ 銀行業監督管理委員会により対外取引を認可された金融機関のみ可 (案件ごとに外貨管理局による許可制) ・ 外資系企業の海外グループ企業への貸出は可 	<ul style="list-style-type: none"> (居住者による対外借入) ・ 銀行業監督管理委員会により対外取引を認可された金融機関のみ可 (長期借入は案件ごとに外貨管理局による許可制、短期借入は外貨管理局に許可された枠内なら個別許可は不要) ・ 中国企業の長期借入は許可制 (短期借入は不可) ・ 外資系企業は原則自由 (届出制)

注) QFII および QDII による証券投資には上限規制がある。

出所) IMF “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2007”

子会社設立や外国企業の買収・外国企業への出資を行うことはできない。許可制という制度は変わっていないが、最近では運用面での規制緩和が行われている。まず2000年に政府は、海外における資源の調達や先進技術の獲得を目的として、対外直接投資を促進する方針を打ち出した。さらに、2006年には、1件あたりの投資上限の規制が廃止され、大型の海外企業買収・出資が可能となった。対外直接投資額の推移を見ると、2004年までは1990年代と同様の低い水準にとどまっていたが、2005年から顕著に増加しており、1990～2004年の年平均は23億ドルであったのに対

し、2005～06年の年平均は146億ドルとなっている。2005～06年の外貨準備増加額が年平均2,271億ドルであったことと比較すると、対外直接投資の増加は元高圧力を緩和するほどの規模には至っていない。

このように中国企業の対外直接投資は、最近の規制の運用緩和で増加しているものの、しかし依然許可制は変わっておらず政府の強いコントロールの下に置かれている。なお現在の日本では対外直接投資は事後報告制となっており、政府による規制は受けていない。中国が厳しい規制をしている理由としては、中国の企業は海外での事業展開の経験がほと

んどなく、中国政府の監視の行き届かない海外展開において失敗するリスクが高いことがあげられている。確かに、十分なコーポレート・ガバナンスが働いていない多くの国有企業については、許可制のもとで対外進出に歯止めをかける必要があるだろう。しかし、民間企業、および香港・米国などの株式市場で上場している国有企業については、対外直接投資を自由化する措置を検討すべきだと考えられる。

対外証券投資については、まず2004年に、保険会社による外国証券への投資が一定の制限（各社ごとに設けられた投資枠の範囲内での投資）のもとで解禁された。そして2006年4月には、適格国内機関投資家（QDII）制度が導入された。これは、資産規模や経営健全性などに関する一定の基準を満たした銀行・投資ファンドに対して、一定の投資枠内での外国証券への投資を解禁するものである。QDIIとなった金融機関は、外国証券に投資運用する投資信託商品を国内の投資家に販売するので、QDII制度は、中国国内の個人などに外国証券投資の機会を（一定限度、かつ間接的に）与える仕組みである。当初は、外国債券への投資だけが認められたが、2007年5月から外国株式への投資も認められるようになった。ただし、これは銀行業監督管理委員会と覚書を交わした外国の証券取引所の上場株式への投資を認めるというもので、これまでのところ香港の株式市場での投資のみが可能となっている。2007年5月時点で、17の金融機関（外資系金融機関が設立したファンドを含む）がQDIIとして認められ、投資枠の総額は142億ドルであったが、その後、株式投資解禁でQDIIの申請が増加している（ロイター、香港の新聞ザ・スタンダードの記事などによる）。QDIIを通じた香港株式投資に加え、中国国内の個人投資家が香港市場の株式に直接投資をすることを認めること（いわゆる「直行列車」解禁）も検討されたが、株式投資の過熱などを懸念して実現には至っていない。

このような部分的な規制緩和を受けて、対

外証券投資の動向はどのように変化しているであろうか。対外証券投資額は1990～2004年の年平均35億ドルと極めて制限されていた。しかし、2005年には262億ドル、2006年には1,104億ドルと大幅に拡大している。これまでのところQDIIの投資枠は限られたものなので、最近の対外証券投資額の拡大の多くは、保険会社の投資拡大によるものだと考えられる。将来の元高リスクはあるものの、現状では資産運用手段が非常に限られている個人投資家などは、対外証券投資に大きな潜在的な需要を持っていると考えられる。したがって、運用リスクが小さい先進国の国債（および準国債）のみに投資する投信商品については、QDIIの投資枠を撤廃することを検討すべきであろう。対外株式投資の拡大（QDIIを通じた投資拡大および「直行列車」解禁）については、中国の投資家は非常に投機的で未熟なので、まずは中国国内の株式市場の安定化を図りながら、徐々に行うことが望ましい。株式市場の健全な発展のためには、金融緩和の行き過ぎを是正し、同時に、株式変動に応じて政府が印紙税調整などの市場介入措置（いわゆるPKO、中国では「救市」と呼ばれる）を繰り返すようなことはやめて、投資家の自己責任を徹底させる必要がある。

金融機関の対外融資については規制が強く、銀行等監督管理委員会による対外融資業務認可を受けた金融機関が、個別案件ごとに外貨管理局の許可を得て行うことができる制度となっている。国内銀行のリスク管理能力の低さに鑑みれば、当面厳しい規制は必要だと考えられる。

（今後の中国元の見通し）

最後に、中国が今後、為替レートの変動幅を拡大し、資本取引の自由化を進めていった場合、中国元の価値は中長期的にそのような展開になるか検討しよう。以下では、主に中国元の総合的な価値を示す実効為替レート（実質および名目）の動向について分析する。

第3章で分析したように、一般に低所得国が高成長を実現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。ただし、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、もし中国のインフレが中長期的に先進国よりも高めとなれば、実質為替レートでの元高は起こるが、しかし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。

中国は今後もかなりの期間、高めの成長を持続する可能性が高いことを考えれば、長期的には実質為替レート・ベースでの元高、そして物価安定が維持できれば名目為替レート・ベースでも元高の方向にあると考えられる。しかし、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り、一方的に元高が進むとは限らないと考えられる。

まず第1に、前述したように、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2に、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。輸入自由化が実質為替レートを減価させる効果を持つのは、外国製品に対する需要が増加して、外国の物価水準が（自国と比べ）相対的に上昇すると考えられるからである。中国の物価が安定していれば、輸入自由化は名目為替レート・ベースでも元安をもたらす効果を持つ。一方、中国は金融部門などサービス分野での投資自由

化も約束しているので、直接投資の拡大が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に、中国では都市部と農村部、沿岸部と内陸部の間で所得格差が拡大しているが、こうした所得格差が今後も拡大する場合には、高い経済成長に伴う実質為替レート・ベースでの元高にブレーキがかかる。その場合、中国が物価安定を維持する限り、名目為替レート・ベースでの元高も起こりにくくなる。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3のポイントについて、少し詳しく説明しよう。一般に、所得水準上昇に伴って、実質為替レートが増価する、換言すれば、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（詳しい議論は、注*6を参照されたい）。しかし、貿易財部門

*6 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、同理論では、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。

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たものになり、したがって実質為替レートの増価は起こりにくいということになる。

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拡大している（図表11）。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、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、都市戸籍と農村戸籍という戸籍制度による労働移動に対する規制などから、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。沿岸の都市部を中心とした製造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

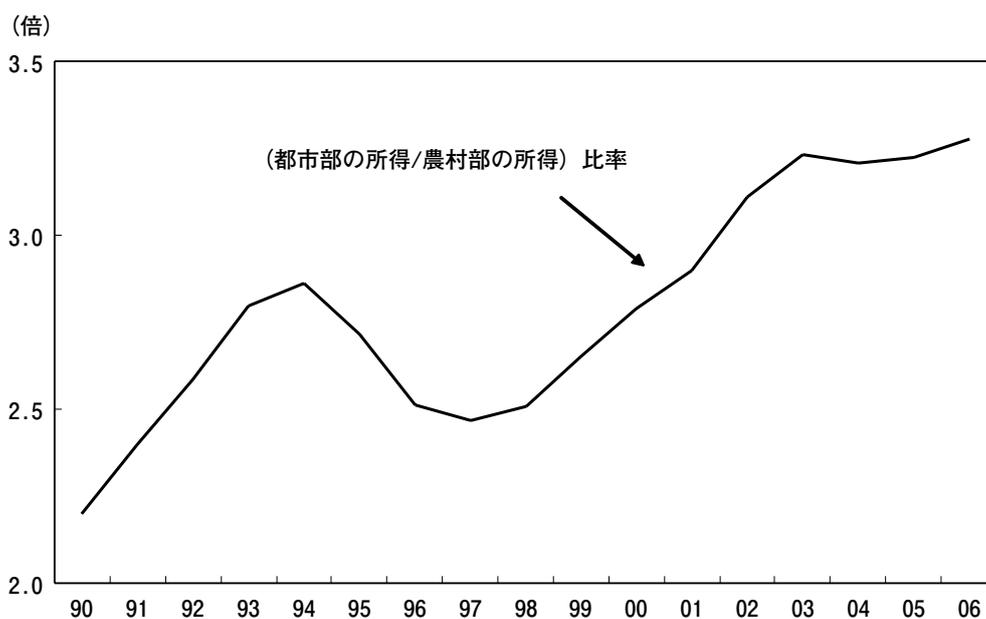
分波及しない場合は、中国経済の高成長は必ずしも通貨高につながらない。

おわりに

本稿の分析のポイントをまとめておこう。中国は1980年代初頭から為替制度改革に着手し、それ以降、中国の為替制度、為替レートの水準は大きな変化を遂げてきている。本稿では、中国元と中国経済の間のダイナミズムに焦点を当てて、中国元をめぐる諸問題を分析してきた。まず、中国元の長期的推移を分析し、1980年代初め～90年代半ばの大幅な元切り上げの経済的意味を明らかにし、また、2005年の為替制度改革以降、インフレが高まっている結果、実質実効為替レートの元高が起こっているという問題があることを指摘した。

現在の中国元をめぐる政策は、中国経済にひずみをもたらしている。為替レートの現行水準とゆがんだ資金流出入構造のもとでは、為替市場に強い元高圧力が存在しているが、

図表11 拡大する中国の所得格差



注) 都市部住民可処分所得 / 農民平均年収出所) 中国統計年鑑 2007

政府は積極的な為替市場介入によって、大幅な元高に進行を防いでいる。ドル買いの為替市場介入の結果として、外貨準備が巨額化している。外貨準備の累積は財政コストを増加させるリスクを持っている。また、為替市場介入が中国経済に過剰流動性をもたらすリスクは、資産価格の乱高下、高インフレという形ですでに顕在化している。

中国元は割安であり、したがって切り上げるべきだとする見方は、広く見られるが、素朴な中国元割安論はもちろん、経済理論に基づいた洗練された中国元割安論も、その論拠は必ずしも強固なものではない。中国がとるべき為替レート政策は、現実的・実用的（プラクティカル）な観点から検討する必要がある。

国際金融のトリレンマの関係を踏まえると、中国は中長期的には変動為替レート制に移行する必要がある。資本流出入規制の緩和、為替レートの変動幅拡大に当たっては、国内金融システムを強化する金融改革が不可欠である。現実的な政策運営の制約条件を踏まえて、中国経済へのマイナスの影響を極力小さくし、中国経済の成長・発展を確保するのはどうすればよいかというプラクティカルなアプローチが必要である。そのような観点からは、①為替レートの変動幅を拡大して、実質実効為替レート・ベースで元高にすること、②資本流出規制を一層緩和することが、特に重要である

長期的には実質為替レート・ベースでの元高、そしてもし物価安定が維持できれば名目為替レート・ベースでも元高の方向にあると考えられる。しかし、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り、一方的に元高が進むとは限らない。

<参考文献>

赤間弘ほか（2002）、「中国の為替制度について」『日本銀行調査月報』、5月号。
伊藤隆敏（2003）、「中国元は切り上げるべきか」『経済セミナー』、11月号及び12月号。
河合正弘（2004）、「人民元切り上げの3つの

視点－中国元は過小評価されている」『週刊東洋経済』、2月21日号。

黒田東彦（2004）、「元切り上げ」、日経BP社。
白井早由里（2004）、「人民元と中国経済」、日本経済新聞社。

谷内満（2005）、「中国元問題の検証」国際協力銀行『開発金融研究所報』、第22号。

———（2007）、「加速する中国金融改革の分析」国際協力銀行『開発金融研究所報』第34号。

永田雅啓（2003）、「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。

Asian Policy Forum. 2002. "Policy Proposals for Sequencing the PRC's Domestic and External Financial Liberalization." Asian Development Bank Institute, October.

Barry Eichengreen. 2004. "Chinese Currency Controversies," Paper prepared for the Asian Economic Panel, Hong Kong, April.
IMF. 2007. "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2007".

Jeffrey Frankel. 1999. "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times." Essays in International Finance 215. Princeton University. August 1999.

———（2004）. "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.

Morris Goldstein. (2004). "Adjusting China's Exchange Rate Policies." Paper presented at the IMF's Seminar on China's Foreign Exchange System, Dalian, China. 2004/10/19

Alan Greenspan. (2004). "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. 2004. "China's Growth and Integration into the World Economy (Chapter VII "Banking Sector Developments)." Occasional Paper 232.

Li-Gang Liu. 2004. "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 Insti-

tute of Economy, Trade, and Industry (RIETI), Tokyo, Japan, June 2004.

Eswar Prasad. 2004. "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. 2000. "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option." Institute for International Economics, Washington DC, USA, September 2000.