

人民元切り上げ問題の再検討

< 要 旨 >

2003年春以降、人民元切り上げの議論が続いている。貿易摩擦への対応が必要なだけでなく、外貨管理、資本移動規制の継続は、中国にとっても合理的な選択ではないからである。切り上げは、10～40%の切り上げ、5～10%の変動幅拡大、完全な変動相場制へ移行の観測があり、短期では、中長期ではが有力である。人民元は長期的に「柔軟な為替制度」に向かうことが、国際的に既定路線となったが、条件がまだ整っていない。政府は金融システムの実情を考慮して、改革の順序を重視しており、為替制度の変更は現状では考えられない。

今後10年間で展望すると、第1に、一人当たりGDPは依然として低く、そのため、為替変動は潜在的に大きい。第2に、経常黒字基調が強まることは考えにくい。経済大国化により、変動相場制移行への圧力は強まるが、相場の方向感が人民元高とは限らない。第3に、直接投資は人民元上昇圧力として働き続ける可能性が高い。第4に、国際的な資金移動の規模はごくわずかである。受け皿となる国内の株式・債券市場は十分な規模がない。資本取引規制の緩和が試みられつつあるが、本格的な成長には時間がかかる状況である。第5に、為替決定メカニズムを市場に委ねる前提として、金融政策の有効性を検討すると、現状は不全な状態であり、しかも不良債権問題の存在が先行きを不透明なものにしている。

こうしたことから、2010年頃を見通すと、直接投資が為替上昇圧力となるが、経済規模、経常収支、国内債券・株式市場、金融政策の有効性は必ずしも上昇圧力とならない。為替相場制度を見直すとしても、変動相場制への移行は性急である。資本移動規制を一部続けながら、変動幅拡大などで対処するのが順当であろう。その際の為替水準は、直接投資が流入超過な分、やや人民元高になると予想される。中国が変動相場制または変動幅の拡大を受け入れるには、為替上昇の輸出及び関連需要へのインパクトを内需が十分カバーすることが条件になるのではなかろうか。しかし、基軸通貨国でない中国が経常収支赤字に陥り、それが続く可能性があり、それは世界経済にとって大きな不安定要因になる。経常収支が赤字に陥っても、中長期的に資金が中国に還流し、通貨価値が維持される状況が必要である。安定の仕組みを国際的な枠組みのなかで検討し、育む試みが出てくるのではなかろうか。

はじめに

2003年の春先以降、国際経済で最大の関心事であった人民元切り上げの議論は、秋に入って、中米、中EU間などでの定期協議開催の合意や米国内での批判のトーンダウン、個別の貿易摩擦への関心のシフトなどにより、沈静に向かいつつある。

他方、中国国内では、対外直接投資の奨励に続き、機関投資家を利用した対外証券投資規制の緩和など外貨還流の方法を探る動きが強まっている。現在のような厳しい外貨管理、資本移動規制を続けることは、経済大国になり、効率的で国際的な金融市場を必要とする中国にとって、合理的な選択ではないからである。そのため、為替のトリレンマ¹⁾から考えて、為替レート決定メカニズムの変更（IMFは「事実上の固定相場制」と区分している）にはいずれ取り組まざるを得ないとみられている。

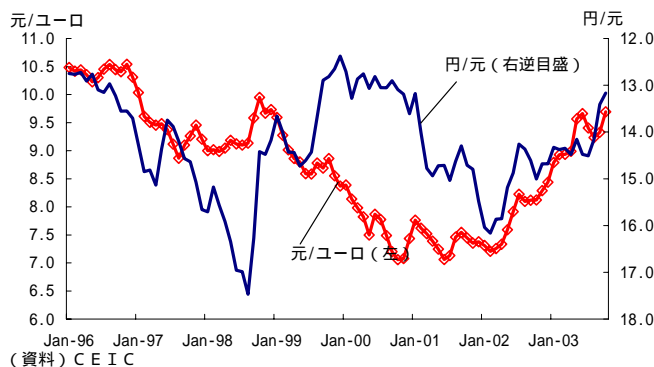
今のところ人民元切り上げ問題は、貿易摩擦や直接投資誘致競争に絡む対症療法として考えられる場合が多く、国際的な通貨体制の問題として考えられる場合は少ない。しかし、経済規模が2000年の4倍、現在の日本にほぼ並ぶといわれる2010年代に、アジアでの自由貿易協定（FTA）が深化し、中国がアジアの核になるなかで、人民元問題は真に国際的な問題となろう。その時、人民元のあるべき姿として、どのような選択肢があるのか。本稿は、これまでの議論を整理した上で、為替レート決定メカニズムの選択にとって重要な要素である経済規模、財・サービス貿易の動向、直接投資・証券投資の状況、金融政策の有効性などを、国際比較により検討し、人民元切り上げ問題を再考したい。

1 2003年春先からの人民元切り上げの議論

(1) 夏場にかけて盛り上がる切り上げ圧力

2003年6月半ば以降、スノー米財務長官の発言を皮切りに人民元切り上げ論が米国発で盛り上がった。人民元はそれ以前、2002年初めから2003年半ばにかけて、円に

図1 人民元対円、対ユーロレート



1 為替のトリレンマとは、自由な資本移動、為替相場の安定、金融政策の自立性の3つは同時に成り立たないということ。自由な資本移動と金融政策の自立性を確保すれば、変動相場制を取らざるを得ない。自由な資本移動と為替相場の安定を確保すれば、通貨統合やカレンシーボードを導入しなければならない。為替相場の安定と金融政策の自立性を確保すれば、資本管理・為替管理を導入しなければならない。

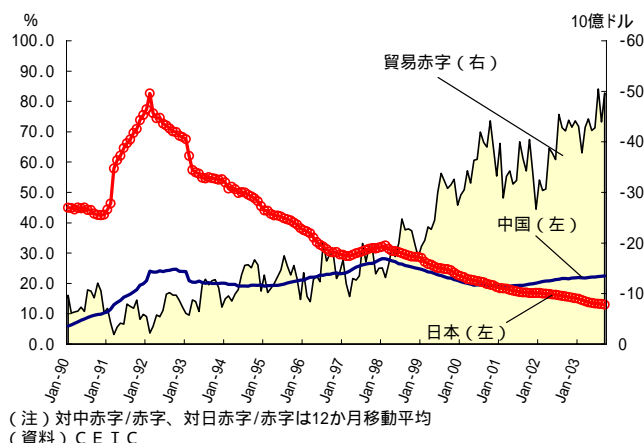
対して 10%以上、ユーロに対して 20%以上下落(図1)。輸出競争力のついた中国の対米貿易黒字が、月間 100 億ドルに迫ったのが背景である(図2)。7月以降は 100 億ドルを超えた。

中国政府は、これまで、日本による人民元切り上げの提案を無視しつづけていた。2003年春から夏にかけてこれが一転したのは、中国が唯一超大国として認める米国からの圧力は、中国の対外関係そのものにも影響を及ぼす可能性が高く、無視は不利益であるため、中国政府は何らかの対応を出さざるを得ないと考えられたからである。切り上げ方については、購買力平価に見合うところまで切り上げる(概ね 10~40%)

これまでほとんどゼロであった変動幅を 5~10%に拡大する、完全な変動相場制にし、市場メカニズムに為替レートの水準を委ねるなど、大きく3つの観測があった。

主流は、短期ではの方法を取り、中長期ではに移行するというものであった。

図2 米国の貿易赤字と赤字に占める日中の割合



(2) 9月以降の各国協議 ~ 米・EUと通商交流の枠組み構築で合意

人民元切り上げ圧力は、アジアが国際政治の季節を迎えてピークを迎えた。

スノー発言以降、中国政府は、人民元の切り上げはできないとする一方で、企業の手持ち外貨での海外債券購入の解禁、国際収支均衡のための計画の発表(図3)、

輸出に伴う付加価値税の還付圧縮(2004年1月1日より平均3%ポイントの引き下げを決定)などの対策・対応を打ち出していた。

図3 国際収支均衡のための10項目の計画

- (1) 2002年11月に決定した国外機関投資家認定制度(QFII)の導入
- (2) 国内機関投資家認定制度(QDII)の積極的な検討
- (3) 各種企業の海外投資を推進、投資手続きなどの簡素化
- (4) 外国投資企業の国内投資市場での上場・融資を認可
- (5) 外国金融機関の中国での人民元建て債券発行を許可
- (6) 多国籍企業の外貨集中管理を容認
- (7) 個人の出国時の両替限度額を引き上げ
- (8) 出国時の外貨携帯を簡便化
- (9) 移民・非居住者の中国国内資産の外貨転換を許可
- (10) 通常項目に関し、各種企業の外貨口座の開設や限度額の制限を緩和

(原典) 中国証券報 9月4日1面、経済日報 9月4日5面

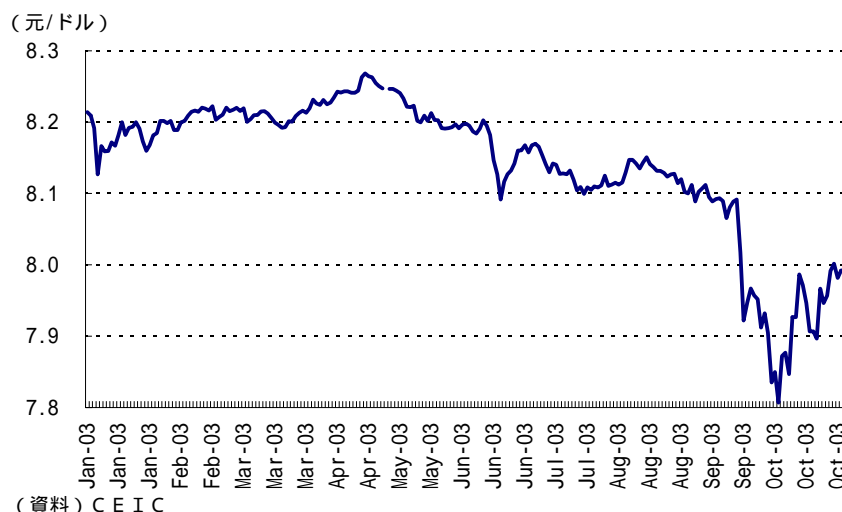
(資料) 時事通信社

9月2日、北京での米中会談で、米国側は「中国が為替制度をより柔軟なものにしていく」、中国側は「為替相場の安定を保つのが米中両国の利益」と、原則論をお互いに通した一方で、長期的に条件がそろえば為替制度を柔軟にすると、時期についての言及をはずすことで一応の一致に至り、握手を交わした。また、9月5日に閉幕したAPEC（アジア太平洋経済協力）財務相会議で、米国側が「柔軟な為替制度」が重要との主張を押し出す一方、「あらゆる経済や時代に適合する単一の為替制度はない」と中国側に配慮し、一応の国際的合意も取りつけた。さらに、10月のG7（先進7か国財政相・中央銀行総裁会議）では、G7と中国の間での通貨に関する対話が設置されることになった。ここで、議論の焦点は、為替制度柔軟化の条件が整ったかどうかを確認し合う場を、今後も持つことができるかという方向に移っていった。

その後は、10月28日に温家宝首相が、米国のエバンス商務長官と会見。中米協力の重要性を訴える一方、中米貿易の基本的均衡を実現と言明した。翌29日には、中国国際貿易促進委員会の万李飛会長が、中国政府が調達ミッションを米国に派遣することを表明。航空機、化学、電子、宇宙航空関連などでの調達が行われることを決定した。また同日、エバンス商務長官は、中国と繊維品貿易定期交流メカニズムの構築で合意したことを言明した。業界内での交流を深め、繊維品にかかわる紛争や知的財産権保護問題を解決するためのチャンスを増やすのが目的である。ここで議論の焦点は、貿易摩擦そのものに移行した。同様の動きは、EUともみられた。10月30日、中国・EU第6回首脳会合が開かれた。これまでは、EU側だけが対中政策文書を提示してきたが、今回は中国側も対EU政策文書を発表。4つの提言を掲げた。これで、米・EUとは、定期協議により経済・貿易関係の改善を図る方向へ動いていった。

足下、米国の発表した繊維3品に対する輸入制限方針の発表などで中米関係は再度ギクシャクしているが、12月上旬には温家宝総理が訪米することになっており、基本的な方向は変わっていない。これを受けて、人民元の先物（オプション）であるNDFレートは反転（図4）。人民元先高期待は後退をみせている。

図4 人民元NDFレートの動き



2 足下のマクロ経済・金融の動向と人民元

(1) マクロ経済の動向

人民元は、長期的に「柔軟な為替相場」に向かうことが国際的に既定の路線となったが、政府は条件がまだ整っていないという。

まず、直近9%の高成長を謳歌する中国経済だが、為替が乱高下せず安定的に推移するための条件の一つであるマクロ経済が、決して安定しているとはいえない。

第1に、一人当り経済規模が小さい。2003年の一人当りGDPはようやく1000ドルを突破するレベルである。わが国や西欧諸国が、70年代前半に、変動相場制に移行した時の一人当りGDPは2000~3000ドル。韓国ウォンや台湾ドルが、80年代後半に、円に連れて急激に切り上がった時もやはり2000~3000ドルであり、1000ドルという現在の水準では、中国の国力が十分高まったとすることができない。

第2に、貿易摩擦の原因である貿易収支は、安定的な黒字基調とはいえない。足下2003年は、高成長に伴う素原材料、部品、資本財の強い需要を主因に、黒字は縮小に向かっている。早ければ2004年前半にも赤字になる可能性がある(図5)。

第3に、国際競争力の強い分野が、雑貨類と電気・電子機器に限られ(図6)、さらにそれらの過半数は委託加工や逆輸入といった企業内貿易によるものとなっている。中国の輸出競争力が強くなっているのは事実だが、90年代末から2000年代初めの中国の貿易黒字は、国内需要の弱さによるという側面もあり、留意が必要である。

図5 輸出入と貿易収支

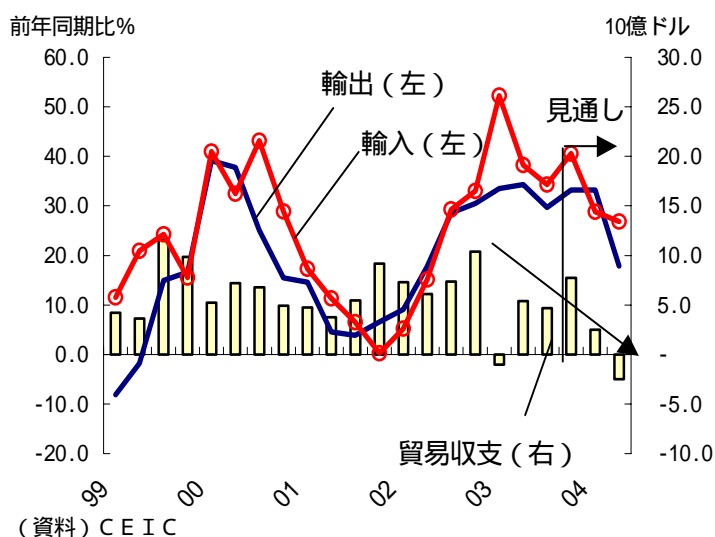
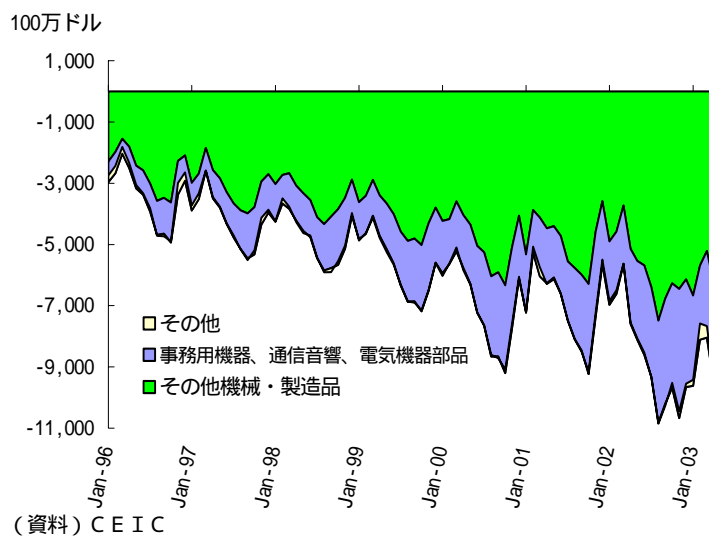


図6 米国の対中品目別貿易赤字



米国のマクロ経済指標をみても、中国により経済が圧迫されているとは言い切れない。対中貿易赤字が大きいといっても、貿易赤字全体に占める割合はせいぜい2割程度であり、90年代前半の日本のように5割を超えるものではない、中国は日本と並ぶ米国債の買い手であり、低金利を支えている。

(2) 金融システムの動向

次に、為替安定のために重要な国内金融システムは依然ぜい弱である。

第1に、国有商業銀行の不良債権問題が大きい。4大国有商業銀行の不良債権比率は2003年6月末22.19%、農村の小規模金融機関に至っては30%を超えている。4大国有商業銀行について、政府は毎年3%程度の不良債権比率引き下げを目標にしているが、これは当面不良債権問題がくすぶりつづけることを意味する。不良債権問題は、多くの国で通貨危機の原因となってきた。そのため、中国には通貨を下落させないという制度的確約が必要となっている。

第2に、為替市場、短期金融市場が小さい。上海外国為替取引センターに集中させている外国為替取引は、2002年の取引量が1日平均3.9億ドル。1日90億ドルが取引される日本市場の約20分の1の規模である。これまで、人民元を一定水準に保つために中国人民銀行は、この小さな外為市場でドル買い・人民元売り介入を続けてきた。外為市場を開放すれば、市場規模は急拡大する可能性が高い。しかし、金融市場全体を安定させるために必要な短期金融市場(ドル買い・人民元売り介入の場合、売りオペでマネーを吸収。ドル売り・人民元買い介入の場合、買いオペでマネーを放出)が小さく、現状では金融市場を安定させるほどの器はない。短期金融市場の育成には中央銀行などによる短期債券の発行が必要だが、一度に発行を増やせるものではない。長期の時間が必要な状況である。

第3に、足下、資本移動規制をしているにもかかわらず投機資金が流入しており、外貨準備が急増している。外貨管理が実体的には難しい状況が見て取れる(図7)。

こうしたことから、中国の金融システム改革は、WTO加盟で公約した業務規制の緩和についてはある程度進行しているが、金利自由化や証券市場の改革は初歩的、実験的なものにとどまっている。中国政府は中国の金融システムの実情を考慮して、金融システム改革に至る順序(シークエンス)を重視(図8の～)しており、為替制度の変更は現状では考えられないとしている。

図7 外貨準備と増加要因の分解

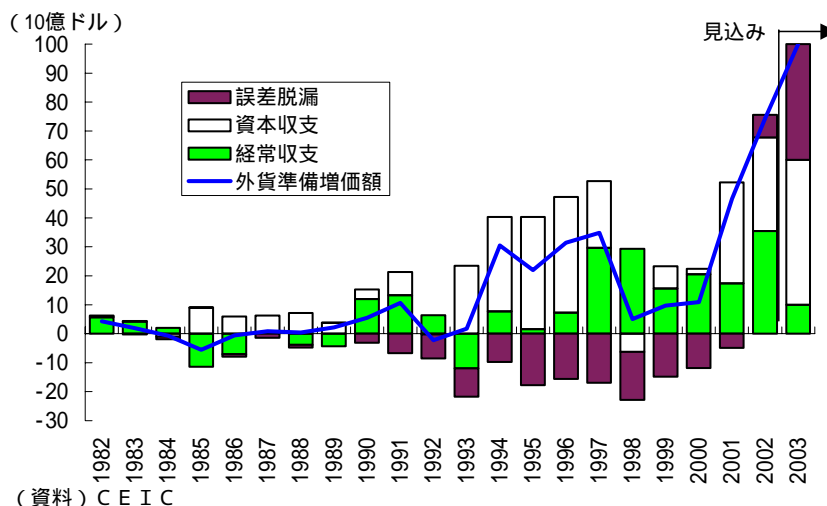


図8 金融システム改革における順序の考え方

| | 国内取引 | 海外との取引 |
|----|---|---|
| 実物 | {価格自由化、国有企業改革など…} ・価格自由化 ・国有企業改革 ・直接投資の自由化(WTO加盟、2001年) | {貿易自由化…} ・自主貿易の拡大(=計画貿易の縮小) ・経常取引に係わる人民元の交換性(IMF8条国への移行、1996年) ・輸入関税引き下げ、輸入数量割引撤廃(WTO加盟、2001年) |
| 金融 | {国内金融市場の整備・自由化…} ・国有商業銀行改革 ・金利自由化 ・証券市場改革 ・外銀の人民元業務等(WTO加盟、2001年) | {資本勘定の自由化…} ・対内外証券投資、対外借入・対外貸出の自由化 ・人民元の完全な交換性の実現 |

(資料)日本銀行「中国の為替制度について」(日本銀行調査月報、2002.5)

3 中国の選択すべき為替レート

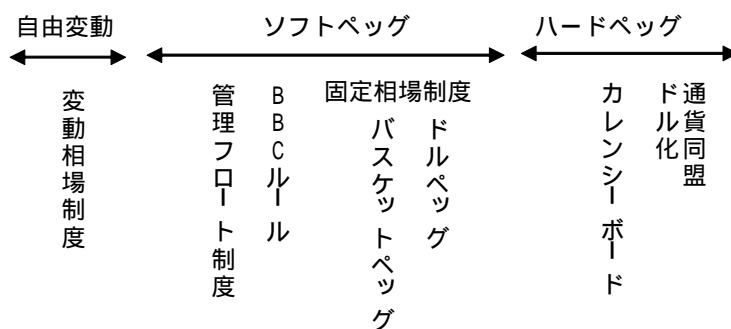
(1) 変動相場制か、固定相場制か

ここでは、今後10年～20年程度の人民元の動向を考える。2010年頃までに現在の「事実上の固定相場制」から変動相場制(またはある程度の変動幅を持った管理変動相場制)に移行するのは、エコノミストの間では必然と考えられている。しかし、2010年頃の中国のマクロ経済・金融情勢は、変動相場制にふさわしいのだろうか。

その前に、為替制度の概要を簡単に紹介しておく。為替制度の分類には、大きく、変動相場制、ソフトペッグ(管理フロート、BBCルールなど)、ハードペッグ(カレンシーボード、ドル化、通貨同盟)がある(図9)。変動相場制の採用は世界で2割(管理変動相場制を含めても4割)に過ぎない(図10)。変動相場制の中でも途上国の為替は特定国にリンクしている場合が多く、完全に変動しているのは、一部の先進国の間のみと言っていい。アジアでは、事実上のドルペッグを97年通貨危機まで採用した国が多く、その後変動相場制へ移行したが、下落は1年ほどで收拾し、その後大きな変動をみせていない。

どのような為替制度を取るのがいいのかということには定説がない。数年前は、変動相場制(=大国)か固定相場制(=小国)かどちらかを採用すべきだとの意見も多かったが、最近では、中間的な制度でもよいという意見も増えている。

図9 為替制度の分類



(注) BBCルールとは、通貨バスケット、為替バンド、クローリングの頭文字をとったもの。

(資料) 小川英治「為替制度についての理論と提案：展望」
関税・外国為替等審議会、第11回 アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会

図 10 通貨制度の採用分布 (2002 年末、186 カ国)

| 通貨制度 | 採用国数 | 採用国例 |
|--------|------|---|
| ハードペッグ | 40カ国 | ユーロ圏、C F A フラン圏 (アフリカに多い) など |
| ハードペッグ | 8カ国 | 香港、アルゼンチン、ブルネイ、ブラジルなど |
| ソフトペッグ | 40カ国 | 中国、ロシア、サウジアラビアなど (欧米先進国はない) |
| ソフトペッグ | 5カ国 | デンマーク、ハンガリー、キプロス、エジプト、トンガ |
| ソフトペッグ | 4カ国 | ニカラガ、コスタカ、ボリビア、ヨロバランド |
| ソフトペッグ | 6カ国 | イスラエル、ウクライナ、ボリビアなど (欧米先進国はない) |
| ソフトペッグ | 42カ国 | インドネシア、タイ、インド、シンガポールなど (欧米先進国はない) |
| 自由変動 | 41カ国 | 日本、米国、スイス、オーストラリア、カナダ、英国、 ルウェー、ニュージーランド、スウェーデンなど先進国。 及び韓国、フィリピン、メキシコ、ブラジル、トルコなど |

(資料) IFS

図 11 各為替制度のメリットとデメリット

| 変動相場制度 | メリット | デメリット |
|----------|-----------------|--|
| | ・金融政策の独立性が確保できる | ・非対称的なショックに対する相対価格の調整が容易 |
| | | ・通貨危機は定義上ないが相場の乱高下の可能性はある |
| | | ・通貨の信認は必ずしも得られない |
| ハードペッグ | | |
| | ・通貨の信認が得られる | ・通貨の信認が高いため、低金利、低インフレ |
| | | ・金融政策の独立性は確保できない |
| | | ・非対称的なショックに対する相対価格の調整はできない |
| 通貨同盟 | 通貨危機の可能性 | ・通貨同盟内で通貨危機はないが、同盟外に対しては存在 |
| ドル化 | 通貨危機の可能性 | ・米国との間では通貨危機はない。中央銀行がないため、金融の危機は深刻になる。 |
| カンソーボード | 通貨危機の可能性 | ・外貨準備を超える部分について投機アタックの対象となる |
| ソフトペッグ | | |
| 固定相場制度 | メリット | ・為替リスクがない |
| 固定相場制度 | | ・為替の変動によるミスアライメントが発生しない |
| 固定相場制度 | デメリット | ・最後の貸し手としての中央銀行を確保できるが、金融政策の独立性は必ずしも確保できない |
| 固定相場制度 | 通貨危機の可能性 | ・ある |
| 管理変動相場制度 | | ・変動相場制とハードペッグ、固定相場制度との中間的なメリット、デメリット |

(資料) 小川英治「為替制度についての理論と提案：展望」関税・外国為替等審議会、第11回 アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会などより作成

為替制度の選択には、マクロ経済の状況（大国か小国か、経常収支の動向、直接投資の動向）に加え、金融制度の質（金融市場の発展度合い。独立し、有効な金融政策が打てるかどうか。為替リスクが小さく、通貨の信認が維持できるか）がかなり重要である。メリット・デメリット（図 11）を考慮し主体的に為替制度を選択するという考え方もあるが、選択する為替制度の継続性を考えれば、「どのような為替制度を選択できるのか」ということ、つまり各々の国の経済状況に適合的かがポイントとなる。

この点、中国政府は実に冷静である。これまで中国政府は変動相場制を考えなかったわけではない。実は、90年代半ば、94年の為替レート一本化、96年のIMF8条国への移行といったなかで、変動相場制への準備を整えつつあった。しかし、アジア通貨危機²⁾を契機に慎重姿勢に転じた。

(2) 中国のマクロ経済環境の今後と変動相場制移行のインパクト

中国政府は、97年のアジア通貨危機で、中国政府は変動相場制(または変動幅拡大)に慎重になったが、2010年まで慎重でいる必要があるのか、2010年のマクロ経済の状況、金融制度の質を順を追って考察してみよう。

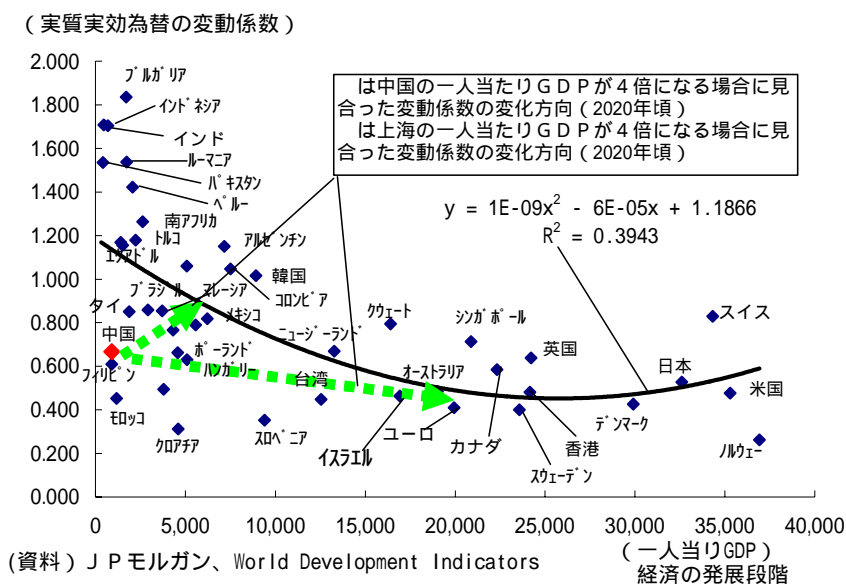
マクロ経済の状況その1～為替の変動と経済規模の関係

ある国の為替の変動は、経済成長率、インフレ率、金利の内外格差、経常収支の不均衡など、実体経済に関する調整だけなら大きくはならない。しかし、為替の水準、採用している為替制度が実体経済の実力と見合わない場合(途上国に多い)や、国際マネーフローが活発な場合(先進国の一部)は、変動が大きくなる可能性が高い。

そこで、まず実体経済の実力を観察する。図12は、それぞれの国の実体経済の実力を代表するものとして一人当たりGDPを取り上げ、それぞれの国の実質実効為替の月次の変動係数との関係をみたものである(70年～2003年、旧共産圏など一部が90年代以降)。

まず、傾向としてみられることは、一人当たりGDPが小さいうちは、経済の不安定性を反映して為替レートの変動係数が総じて高い。一人当たりGDPが大きくなると変動係数は低下する。ただし、一定度を超えると主要通貨間での為替変動を反映して、変動係数が高くなる場合がある、ということである。

図12 為替の変動状況と一人当たりGDPの関係



2 97年半ばに始まったアジア通貨危機では、アジア各国通貨は、90年代に入ってから通貨危機に至るまで、ドルにペッグしていたことから、インフレ下で実質的な通貨価値の過大評価を進めていた。また、金融システムの整備に先んじて資本移動規制の自由化が進んだため、海外からホットマネーが流入した。これが資産インフレを助長した。ここには、ドル建て対外債務に為替リスクがないという錯覚があった。そうした結果、マクロ経済と金融システムは潜在的な不安定性を抱えることとなった。また、各国が競って外資を取り入れた結果、金融のショックが他の国に伝播しやすい状況になっていた。

は一般に、経済小国は固定相場制を採用しやすいという事実と符合する。つまり、経済小国の為替は、ドルなり、何らかの通貨バスケットにペッグしないと信任が得られないので固定相場制を採用しようとするが、長期で見ると、何らかのショックを契機に調整を幾度も行っているということである。

は、とは逆に、経済大国は為替の信任を得ているため、変動相場制を採用しているが、結果をみると固定相場制を採用している経済小国の為替よりもずっと安定しているということである。

2 - (1) で、現在の先進国や韓国・台湾の為替が大きく切り上がったのは、一人当たりGDPが2000~3000ドルを超えたあたりと紹介したが、為替変動が比較的安定するかしないかの分水嶺は、図12を見る限りでは10000~15000ドルである。これを中国の状況に当てはめると、1)国民全体の一人当たりGDPでは、為替変動が比較的安定するための条件を満たすには数十年が必要である。2)経済の中心地である上海の一人当たりGDPでは、2010年には達成する見込みである。3)世界銀行が発表している購買力平価でのGDP(一人当たりGDPの約4倍)では、2010年約8000ドル、2020年が約12000ドルであり、2010年代半ばには達成する見込みである。

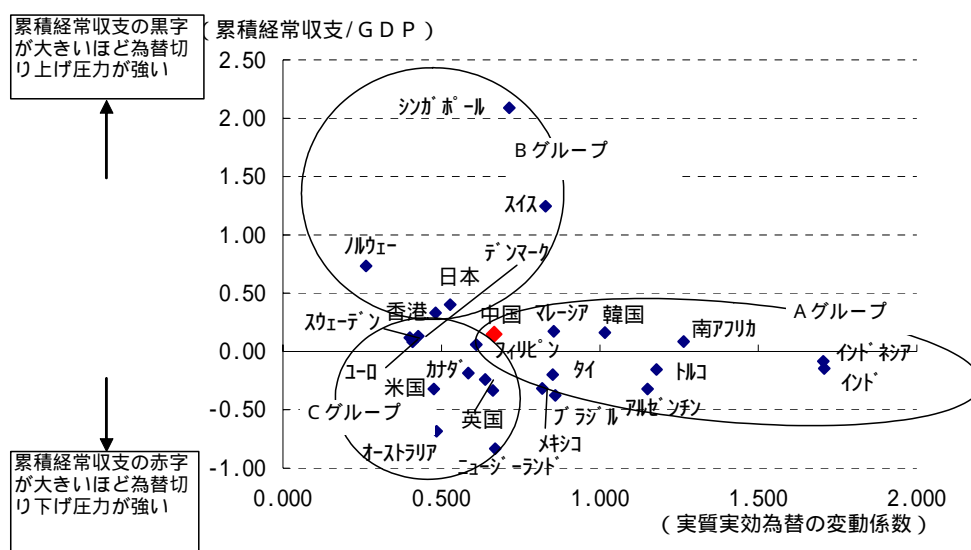
一人当たりGDPを基準にしてみる限りでは、2010年に変動相場制に移行すると、為替の変動は激しくなる可能性がある。そのようなリスクを負わないで移行するには2010年代半ばまで待つ必要があると考えられる。

マクロ経済の状況その2 ~ 為替の変動と貿易活動の関係

次に、貿易の実力を観察する(以下では、国際的なモノと金の移動を調査する統計であるBalance of Paymentsの統計を中心に観察する)。

図13は、為替の変動状況と85年以降の累積経常収支/GDPの関係を見たものである。

図13 為替の変動状況と累積経常収支/GDP



(注) 累積経常収支/GDPは累積経常収支が85-2002年、GDPは2002年。
(資料) J Pモルガン、IFS

論理的に考えて、為替の変動と累積経常黒字/GDPの関係は2つの類型がある。第1に、累積経常黒字/GDPが小さく変動係数が大きい(図13内Aグループ)。第2に、累積経常黒字/GDPが大きく変動係数が小さい(図13内Bグループ)。また、現実には、先進国であって通貨の信任がある、などにより、累積経常黒字/GDPが小さくとも、またはマイナスでも変動係数が小さい国がある(図13内Cグループ)。典型が米国、英国である。

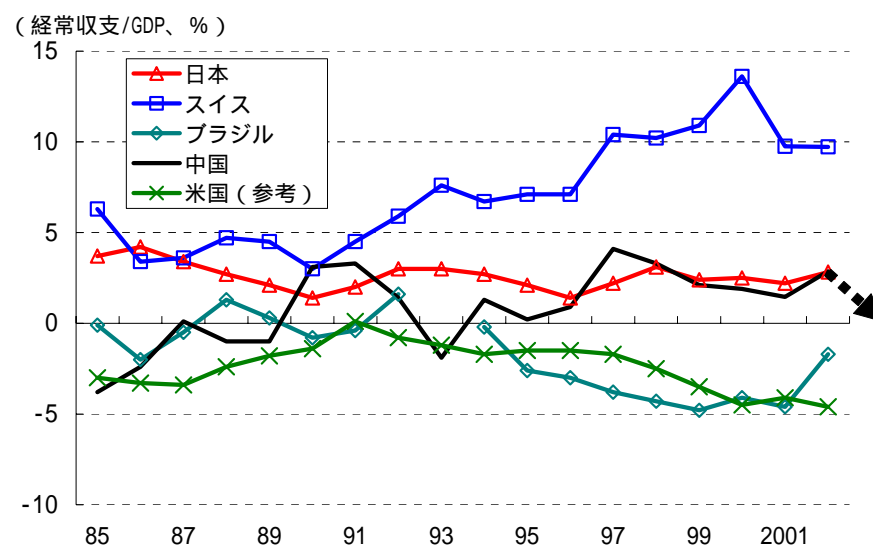
中国は、Aグループのなかにいるとみられるが、Bグループにも、Cグループにも近く、経常収支の黒字傾向が続けば、Bグループに入り、変動相場制に移行しても変動がどんどん大きくなり、比較的安定した変動パターンを取るようになる。また、通貨の信任さええられれば、たとえ経常収支が悪化してもCグループに入ることができ(先の一人当たりGDPの議論などを考えるとなかなか難しいが)。

そこで問題となるのは、中国の経常収支は今後も安定的に黒字基調を続けるのかということである。図14は、為替の変動係数が中国と近似している国の経常収支/GDPの推移である。参考に米国も掲載した。

90年代後半以降の中国の経常収支/GDPは日本に類似している。しかし、それ以前はどちらかというところブラジルや米国に類似している。また足下は、投資をけん引役とする国内景気の好調により、経常収支/GDPは均衡に向かっているように見える。2010年代にかけては、北京五輪や上海万博といったイベントに加え、改革開放前世代と改革開放後世代の世代交代や、高齢化の進展などにより、中国は蓄積から消費の時期を迎える。経常収支の黒字基調が強まることは少なくとも考えられない。つまり、Bグループへの移行は難しいとみられる。

中国の経済大国化が進み、変動相場制への圧力は高まるが、貿易面からみるとその圧力は必ずしも人民元高とは限らないようである。

図14 為替の変動係数が中国と近似している国の経常収支/GDPの推移



(資料) I F S

マクロ経済の状況その3～直接投資の影響

さらに、実体経済にかかわり、かつ貿易以外の対外的な経済活動である直接投資を観察する。2002年の中国への流入額は527億ドル。直接投資によるマネーの流入も外貨準備急増の要因になっていることから、現在、中国からの流出戦略「走出去」が模索されている。

図15は、直接投資ストック/GDPと輸出/GDPの関係をみたものである。これを見ると中国は、日本や米国といった地場資本・内需中心の経済ではなく、外国資本・外需の影響を強く受ける経済になっていることがわかる。

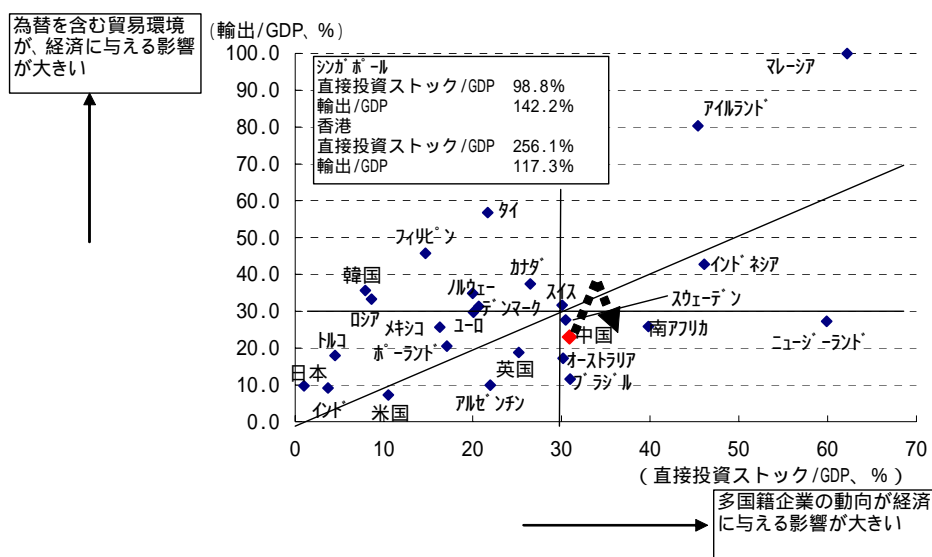
とはいえ、その程度はタイやインドネシア、マレーシアなどのASEAN諸国よりは弱い。また、直接投資ストックに比較して輸出比率が小さく、多国籍企業が中国をある程度市場として考えていることも推察可能である。

2010年頃の状況を考えると、直接投資は、2001年末のWTO加盟で足下急増しているが、自動車、鉄鋼、石油化学などの巨大プロジェクトは2000年代半頃にピークを迎える模様である。製造業については2000年代後半以降、落ち着いた動きになる可能性が高い。他方、非製造業については、WTO加盟の公約にあるサービス部門の参入規制緩和が、2006年前後に質的に大きく進むことから、2000年代後半以降、一段と活発になる可能性がある。これらをあわせて考えると、直接投資ストック/GDPは上昇を続けていると考えられる。

他方、輸出は、製造業の直接投資のピークアウトにより伸びが徐々に鈍化するの、輸出/GDPの上昇には、徐々に歯止めがかかると考えられる（ただし足下2003年1-9月期は輸出比率が32.2%に上昇した）。

こう考えると、中国の輸出/GDPと直接投資/GDPは、図15内の矢印のように動く

図15 輸出/GDPと直接投資ストック/GDPの関係



(注) 直接投資ストックは1999年、輸出は2001年。
 (資料) IFS、World Investment Report

のような外需指向型の多国籍企業に経済動向が大きく左右されることはないだろう。着実に流入する直接投資は、人民元にとって上昇圧力として働き続ける可能性が高い。

金融制度の質その1～国際的な資金移動の検討

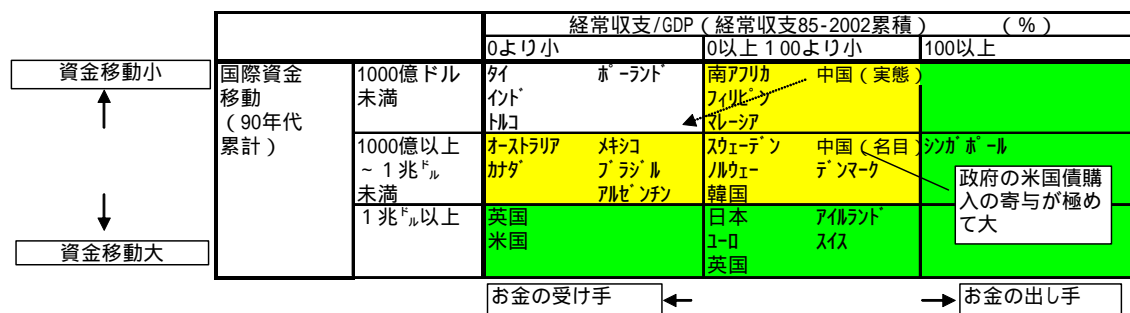
ここからは、為替と金融の関係を通じて検討する。図16は、国際的な資金移動の規模(ここでは、証券投資とその他投資の流入額+流出額)と経常収支/GDPの関係により、資金移動のイメージを描いたものである。

中国は、過去の経常収支が黒字であるため一応資金の出し手となっている。しかし、その規模は90年代累計で2300億ドル。そのうちの約7割が政府による外国国債投資とみられる。民間の国際的な資本移動は規制が厳しいことから、ごくわずかである。

また、図17は、国際的な資金移動の規模と国内の株式・債券市場の規模の関係をみたものである(国際的な金融市場を抱える国はやや例外的なポジションにあるが、総じてみれば、国際的な資金移動の規模と国内の株式・債券市場の規模は比例的な関係がある)。そのなかで、中国の市場は、資本移動を自由化したとしても、国際的な資金移動を促すだけの十分な規模がないことが見て取れる。国内債券市場はGDP比で約30%だが、その9割以上は政府と金融機関によるもので、企業による社債市場はそのうち2%に過ぎない。株式市場はGDP比で約50%だが、実際に売買できるのはその約3分の1である。また、数千社の上場予備軍を抱えているといわれるが、政府の保有株放出に対する懸念から市場の活性化が遅れている。

2010年頃の国際的な資金移動の状況を考えると、国際的な資金移動は一応増える方向にある。12月初めに国家外匯管理局は、1)一部優良企業が中国本土に留保している未使用の資金について、海外に持ち出すことを条件付で許可する(在外子会社の資本金、運転資金の補充を支援)、2)合法的に国外に移住した公民と非居住者個人が、規定に基づき、中国国内に保有する資産を海外に持ち出すことを許可する、3)選定した海外の金融機関による中国国内での人民元建て債券の発行を進める、4)適格国内機関投資家制度(QDII)の導入を模索する、5)一定条件を満たした非銀行系金融機関による海外証券への投資を許可する、などを検討する中長期の方針を明らかにした。これらが全て実行されれば資本取引での人民元の交換は基本的に可能になる。

図16 国際資金移動/GDPと経常収支/GDPの関係

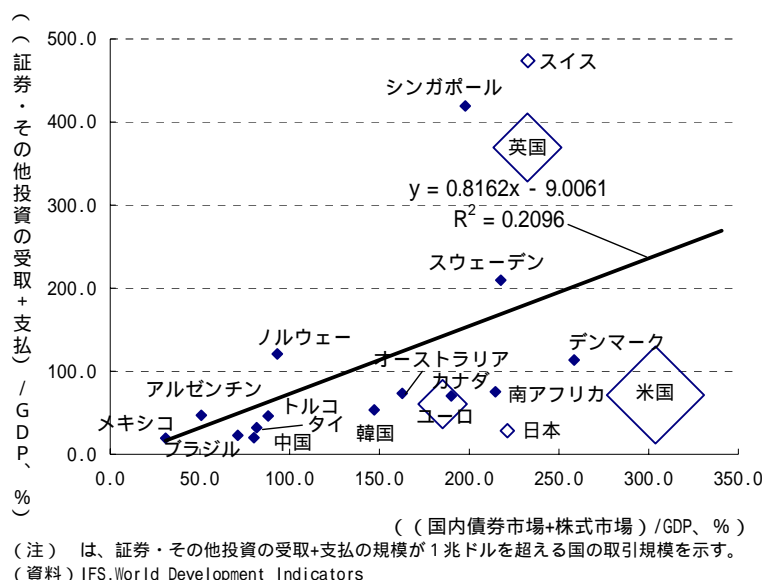


(資料) IFS

とはいえ、国内債券市場は、短期国債発行を徐々に増加させる一方で、長期国債発行は財政の問題からやや抑制方向にシフトしつつある。また金融機関債は増える方向にあるが、社債は信用格付けをきちんと受けているものが少なく、本格的な成長に今しばらく時間がかかる状況である。株式市場は、市場売買が禁止されている政府保有株の放出が懸念されている間は、需給悪化懸念がつねにあり、市場の期待に沿うにはやはり今しばらく時間がかかりそうである。

仮に、こうした状況下でも国内債券・株式市場が成長し、2010年頃、現在の2倍の大きさになるとしても、経済も2倍になっているので、GDPに対する比率は現在と変わらない。4倍の大きさになってようやく韓国程度である（これはあまり現実的な予想ではない）。国際的な資金移動にも十分耐えうる金融市場を持つには、2010年からさらに時間を必要とすると考えられる。

図 17 国際資金移動と国内直接金融市場



金融制度の質その2～金融政策の有効性の検討

最後に、為替決定メカニズムを市場に委ねる前提として、そもそも金融政策が有効に働く状況にあるのかという点を見る。

経験則では、為替の変動と金利には、採用する通貨制度と通貨への信任の大小の組み合わせを介して幾つかのパターンがみられる。

1) 発展途上国では、変動為替を採用した国は、金利の変動が激しい(金融政策の自由度を確保する中央銀行への信任や制度的な要因などが満たされていない)。2) そのため、発展途上国では、管理変動相場制または固定相場制を採用する国が多いが、中南米や中東・南アジアではそれでもなお金利の変動が激しい。3) 発展途上国でも、管理変動相場制をとりながら、高成長を続けた通貨危機前の東アジアでは金利の変動が小さい。ただし、通貨危機で破綻している(これは短期的な資金移動の規制緩和を進めすぎていたためといわれる)。4) 先進国では、為替の変動が激しくとも金利は

図 18 為替制度と為替レート、外貨準備、金利の変動状況

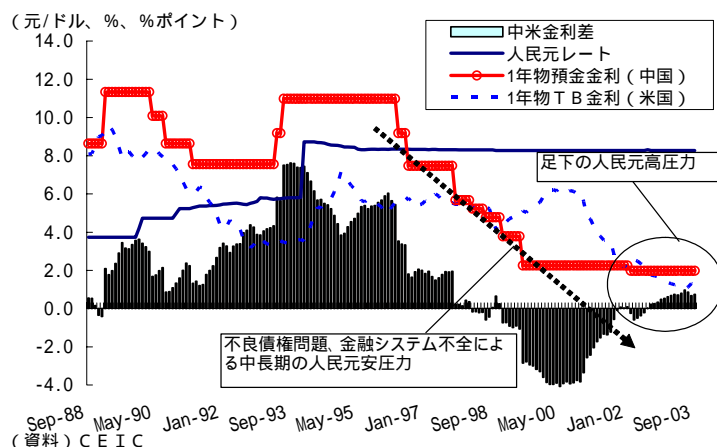
| 地域 | 国 | 経常収支 | 通貨制度 | 期間 | 月間変動率±2.5%以内の確率 | | 月間変動率±4%以上の確率 名目金利 |
|----------|--------|-------|--------|-------------|-----------------|------|-----------------------|
| | | | | | 為替レート | 外貨準備 | |
| 中南米 | メキシコ | 赤字傾向 | 管理変動相場 | 89/1-94/11 | 95.7 | 31.9 | 13.9 |
| | メキシコ | 赤字傾向 | 変動為替 | 94/12-99/11 | 63.5 | 28.3 | 37.7 |
| | ペルー | 赤字傾向 | 変動為替 | 90/8-99/11 | 71.4 | 48.1 | 31.4 |
| | ブラジル | 赤字傾向 | 管理変動相場 | 94/7-98-12 | 94.3 | 51.8 | 25.9 |
| | コロンビア | 赤字傾向 | 管理変動相場 | 82/10-99/11 | 83.8 | 48.2 | 51.2 |
| | チリ | 赤字傾向 | 固定相場 | 91/3-99/11 | 100.0 | 36.7 | 18.4 |
| アジア | フィリピン | 赤字傾向* | 変動為替 | 88/1-99/11 | 74.9 | 26.1 | 1.5 |
| | 韓国 | 赤字傾向* | 管理変動相場 | 80/3-97/10 | 97.6 | 37.7 | 0.0 |
| | シンガポール | 黒字傾向 | 管理変動相場 | 88/1-99/11 | 88.9 | 74.8 | 0.0 |
| | マレーシア | 赤字傾向* | 管理変動相場 | 92/12-98/9 | 81.2 | 55.7 | 2.9 |
| | マレーシア | 赤字傾向* | 固定相場 | 90/3-92-11 | 96.9 | 39.4 | 0.0 |
| | タイ | 赤字傾向* | 固定相場 | 70/1-97/6 | 98.5 | 50.2 | 2.4 |
| | インドネシア | 赤字傾向* | 管理変動相場 | 78/11-97/6 | 99.1 | 41.5 | 5.2 |
| | インド | 赤字傾向 | 管理変動相場 | 79/2-93/11 | 84.5 | 36.7 | 11.2 |
| | インド | 赤字傾向 | 変動為替 | 93/3-99/11 | 93.4 | 50.0 | 23.8 |
| | トルコ | 赤字傾向 | 管理変動相場 | 80/1-99/11 | 36.8 | 23.3 | 61.4 |
| | 先進国 | 日本 | 黒字傾向 | 変動為替 | 73/2-99/11 | 61.2 | 74.3 |
| 米国(対米) | | 赤字傾向 | 変動為替 | 72/2-99/11 | 58.7 | 62.2 | 0.3 |
| オーストラリア | | 赤字傾向 | 変動為替 | 84/1-99/11 | 70.3 | 50.0 | 0.0 |
| ニュージーランド | | 赤字傾向 | 変動為替 | 85/1-99/11 | 72.2 | 31.4 | 1.8 |
| カナダ | | 赤字傾向 | 変動為替 | 70/6-99/11 | 93.6 | 36.6 | 2.8 |

(注*) アジア各国は97年の通貨危機以降、経常収支は黒字基調に転換している。
 (資料) Guillermo A. Calvo and Carman M. Reinhart, "Fear of floating",
 The Quarterly Journal of Economics, Vol.CXVII, 2002.5、IFSより作成

影響を受けていない。中国は今のところ3)に近い(異なるのは、資本移動を厳しく規制している点)。

そもそも変動為替の下、金融政策が有効に働くには、政策目標以外の動向、特に途上国では通貨の信任を示す代理指標としてみられている外貨準備の動向が金融政策、ひいては経済に影響を強く及ぼさないことが重要である。つまり、1)「景気好調 輸入増 (外貨準備減) 引き締め」または、2)「景気不調 輸入抑制 (外貨準備増) 緩和」というパターンを描き、外貨準備はあくまでも貿易・国際資本移動の結果となることである。アジア通貨危機の場合のように、「景気好調 輸入増 (外貨準備つなぎとめのための高金利 外貨準備増) ... 通貨危機 急激な引き締め」となるとは、金融政策は最終的に政策目標(インフレ抑制、マネーサプライの適切な供給)を大きく逸脱することになる。

図 19 金利と為替の関係(参考) ~ 困難な金融政策(特に金利政策)

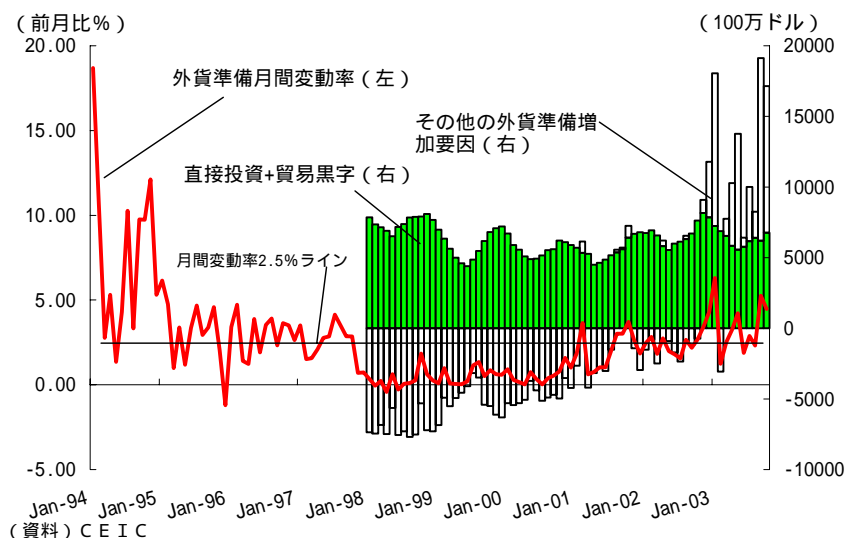


現在の中国は、「景気好調 輸入の相対的抑制 外貨準備増...金融政策不全」という状況にある。不良債権問題や株式市場の状況や、銀行が地方政府の金庫的な役割を一部担ってしまっている状況から考えて、景気過熱防止のための金融引き締めが柔軟にできる状況ではなく（結局窓口指導になっている）、非合法的なホットマネー流入を防止するための金融緩和も景気の状態から考えて好ましくない（足下のホットマネーの流入状況は図20のその他の外貨準備増加要因を参考）。非常に困った状況である。

このような状況を脱し、金融政策の自由度を回復するには、1)金融機関の不良債権問題が沈静化し、金融緩和を続ける必然性が薄れること、2)景気が減速し、かつホットマネーの流出入が中立的になるなかで、金融引き締めの必然性も薄れることが必要である。

2010年頃、国有商業銀行の不良債権問題は沈静化に向かうと期待されるが、農村金融機関などはかなり不透明である。そのため、変動為替を実現しても金融政策の有効性（特に、市場的な金融政策）が回復できているかは疑問が残るところである。

図20 中国の外貨準備変動率とその内訳の動向（参考2）



4. まとめ～人民元の将来

(1) 2010年の可能性について

これまでの検討により 2010年頃を見通すと、直接投資は高水準で人民元高圧力となるが、

経済規模は大国の様相を表すが、十分な信任を得ているかは疑問。

経常収支は大幅な黒字傾向が見込みにくい。

国内債券・株式市場は依然として未成熟。

金融政策の有効性の回復はかなり疑問が残る。

という状況と考えられる。

そのため、この時期、為替レートの決定メカニズムを見直すとしても、変動相場制への移行は性急であろう。資本移動規制を一部続けながら、変動幅の拡大などで当分対処するのがやはり順当と考えられる。その際の人民元の向かう為替の水準は、直接投資が流入超過な分だけやや人民元高になると予想される（変動幅拡大の場合、タイミングは2010年以前でもよいと思われる。ただし、切り上げ期待が強いなかでは、変動幅拡大＝最大変動幅への切り上げとなり、スキームの維持が難しいので、中国政府が慎重な対応を取ることは変わらないであろう）。

ところで、購買力平価に収斂するかということがよく議論されるが、中国は平均的物価水準を公表しおらず、公表している消費バスケットも地域、所得階層によってかなり異なっている。一般的に食品や衣料品価格の安さから、感覚的に先進国の物価水準の数分の1（世界銀行の推計では1ドル＝約1.8元の物価水準）といわれるが、統計的に比較に適した物価水準がない以上、今のところ数年間の物価上昇率格差を修正する為替調整は可能であっても、購買力平価への修正はありえない。

（2）さらに長期的な人民元の可能性

国際的な経験として、通常時に、為替を切り上げるため、特定国だけが意図的に変動相場制を導入したケースはない（ニクソンショックはドルの全面的切り下げ）。中国が変動相場制または変動幅の拡大を受け入れるには、為替上昇の輸出及び関連需要（特に製造業の投資）へのインパクトを内需が十分カバーし、持続的に成長するパターン、つまり内需型成長が条件になるのではなかろうか。つまり、中国が真に経済大国となるときの姿は、日本よりもどちらかといえば米国に近いと予想する。中国ほどの人口・経済規模で外需主体の成長は持続的ではないからだ。

しかし、基軸通貨国でない経済大国・中国が経常収支赤字に陥り、それが続くことになれば世界経済にとって大きな不安定要因になる。英米のように経常収支が赤字に陥っても、資金が中国に還流し、通貨価値が維持される状況が必要である。

これは多分、中国一国の努力では難しいのではないだろうか。ドル、ユーロ、円などによる通貨バスケットへのリンク、為替投機を起りにくくするためのオフショアでの人民元取引の拡大など、様々な安定の仕組みを国際的な枠組みのなかで検討し、育む試みが出てくるのではなかろうか。

最近、タイのプリディアトーン中銀総裁などが「アジア共通通貨」の創設を呼びかけている。アジア通貨危機の教訓やユーロの誕生といった背景もあるが、アジアの主要通貨が、ドル、円、人民元の3本立てになれば、アジアビジネスにおける企業の為替リスク管理がかなり複雑になることも背景にある。人民元は、基軸通貨になることはないだろうが、アジア内でメジャー通貨となる必要性は高い。そうなった時、国際経済の懸案「人民元問題」が収拾すると考える。

(参考文献)

- 赤間弘、御船純、野呂国央「中国の為替制度について」日本銀行調査月報、2002.5
小川英治「為替制度についての理論と提案：展望」関税・外国為替等審議会、アジア
経済・金融の諸問題に関する専門部会、2001.10
絹川直良「人民元相場と不胎化」東京リサーチインターナショナル、国際金融トピッ
クス、2003.9
近藤健彦「アジア共通通貨戦略」彩流社、2003.10
鈴木貴元「人民元の中期展望」三和総合研究所調査レポート、2001.12
鈴木貴元「2015年の中国」UFJ総合研究所調査レポート、2003.1
通商産業省「昭和49年版通商白書」1974
福田慎一「通貨危機後の東アジアの通貨制度」関税・外国為替等審議会、外国為替等
分科会、第12回アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会、2001.11
藤木裕「エマージング・マーケット諸国の為替相場制度・金融制度の選択について」
日本銀行金融研究所、金融研究、2000.3
吉富勝「アジア経済の真実」東洋経済新報社、2003.9
Guillermo A. Calvo and Carman M. Reinhart, "Fear of floating", The Quarterly
Journal of Economics, Vol.CXVII, 2002.5
Markus Rodlauer, "China : The Outlook for Convertibility of the Renminbi",
IMF,2001.1
"One World, One Currency: Destination or Delusion?" IMF Economic Forum,
2000.11

(調査部(東京) 鈴木 貴元)

(問い合わせ先：UFJ総合研究所 電話 03-3572-9130、e-mail:tsuzuki@ufji.co.jp)

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。