

人民元の切り上げをめぐる

伊豆 久

はじめに

今月四、五日に開催されたG七で、為替の問題が再び取り上げられ、人民元に関しては「為替レートの柔軟性を欠く主要な国・経済地域にとつてそのさらなる柔軟性が望ましい」ことが改めて確認された。

人民元をめぐるのは、切り上げあるいは変動相場制度への移行（変動幅の拡大）を求める声が二〇〇一年頃から強まったが、一方で、今の時点で為替制度を変更するのはデメリットのほうが大きいとの主張もあり、最近では、どちらかといえば後者のほうが優勢となってきたようにも見える。それぞれの主張が、何を根拠にどのような効果を期待したものなのか、以下、人民元をめぐる議論を簡単に整理することとしたい。

1 切り上げ論

人民元は、以前は、公定レート（政府による管理貿易に適用）と市場レートの複数を替制度をとっていたが、九四年一月の一本化と同時に、一定の幅のなかでの変動（前日の対米ドル終値の上下〇・三％以内）を認める管理変動相場制に移行した。しかし実際は、九七年一〇月から現在まで一ドル＝八・二七七元に張り付いたままとなっている。通貨当局が恒常的に市場介入をおこなって、為替レートを完全にコントロールしているのである。

一方、この間、中国の国際収支を見ると、貿易収支は黒字を維持しつつ、外国からの直接投資その他の資本流

入が増加しているため、為替市場の需給は民間ベースでは外貨（ドル）売り元買いが圧倒的に優勢である。そうしたドルの全額を通貨当局が買い上げているため、中国の外貨準備は増加しつづけており〇四年末時点で前年比五一・三％増の六〇九九億ドル、日本（八四四五億ドル）に次ぐ世界第二位の外貨準備大国となっている。

ところがこのことは他国から見ると、中国は、市場介入によって通貨を割安とすることで貿易黒字と外資流入を維持し、世界に貿易赤字と産業の空洞化を押し付けていると映る。中国は世界にデフレを輸出しているというわけである。

こうした状況を背景に、〇一年頃から、（特に対中貿易赤字の大きい米国や「中国脅威論」が広がった日本などから）人民元切り上げ論が主張されるようになったのである。

しかしながら、ではどのように切り上げるのかという方法論のレベルになると、①必要な調整（論者により一五％程度から三〇％程度まで幅がある）を一度に行うべきだ、とする考え方と、②小幅な切り上げ（数％程度）を何回か繰り返すべきだとする主張に分かれる。

国際収支の均衡化に必要な為替レート調整を一度に実施するという方法は、さらなる切り上げ期待を沈静化させ投機的資金の流入を抑制することで、速やかな為替の安定化を期待できる。例えば、Goldstein(2004)やWilliamson(2004)は、現在の対ドル固定制からドル・ユーロ・円のバスケットに対する上下一〇％のターゲットゾーン制への移行を主張しているが、その前に二〇％程度の切り上げを実施すべきだとする。しかし、この方法には大きな問題がある。肝心の妥当な切り上げ幅を確定することは極めて困難だからである。すでに購買力平価などにもとづいて様々な提案がなされているが、いずれにしても恣意的な前提に依存せざるをえない。にもかかわらず、切り上げ幅が小さければ二度目の切上げを期待した資金流入が生じるであろうし、大きすぎれば中国経済

のハードランディングを引き起こしかねない。

こうした懸念から、むしろ一度につき数%程度の切上げを何回か繰り返すことで不均衡を調整したほうがよいとの主張が現れている（例えば黒田（二〇〇四））。ハードランディングを回避しつつ、ある程度の時間をかけて妥当な為替水準を模索しようというものである。しかしながら、一旦切上げを実施しかつそれが小幅なものであれば、さらなる切上げがおこなわれるのは確実となるため、いくら資本取引規制が存在しても何らかの形で投機資金が大量に流入することは避けられない。結果的に、当局は連続的な切上げに追い込まれ、むしろ為替レート不安定化を招きかねないという不安が残る。

2 切り上げ慎重論

貿易黒字と巨額の直接投資に支えられて外貨準備を急速に積み上げている状況を見ると、人民元の切り上げは不可避のように思われるが、しかし、状況はそう単純ではない。例えば吉富（二〇〇四）やLau(2004)は中国の貿易構造の特殊性に着目する。

すなわち、第一に中国の貿易収支の構造を見ると、対米貿易でこそ黒字は大きいものの、対米貿易を除いた中国の貿易収支は赤字であり、差し引きすると中国の貿易収支自体は、対GDP比でおよそ二%とそれほど大きいとは言えない。対米貿易黒字の原因が、人民元が安いことにあるのであるなら、他の地域に対する貿易収支も黒字になっているはずである。他方、米国の二国間の貿易収支赤字は中国に限られず、日本ほか多くの国に及んでいる。米中貿易不均衡の原因は、中国よりも米国にあると見るのが自然であろう。

しかも、反対に米国の、日本・韓国・台湾などとの貿易収支を見ると、米国の貿易赤字は減少に転じたり拡大

にブレイキがかかったりしている。これは、従来の「アジア各国から米国への輸出」が、生産拠点の中国移転にともない、「アジア諸国から中国への中間財輸出」と「中国から米国への最終財輸出」の二つに分解されたからにほかならない。つまり、アジア各国からの米国への輸出の多くが、中国経由での対米輸出に変化したため、米国の直接的な輸入先が中国に集中しているのである。それゆえ中国の対米貿易黒字が突出して現れているが、その背景にあるのがアジア地域における企業の生産シフトである以上、人民元の水準の調整で問題を解決することは難しいであろう。

こうした状況を踏まえるなら、米中間の貿易不均衡は、八〇年代の日米貿易不均衡に始まる米国・アジア間の貿易不均衡の一変種にほかならず、この間一貫しているのが米国の貿易赤字であることから、貿易不均衡の本質的な原因は、中国の側というより米国の側にあり、為替レートに関して言えば人民元が割安なのではなくドルが割高なのだ、ということになる。

第二に、中国の貿易のほとんどは加工貿易であり、中間財を輸入し低付加価値財を輸出する構造となっている。したがって、人民元を切り上げると、確かに輸出価格は上昇するが、同時に輸入中間財の価格が下がるため、付加価値率を一定とすれば輸出財の価格上昇をある程度抑えることが可能となる。ある試算によれば、中国の輸出全体で見ると輸出価格に占める輸入中間財コストは七〇%、対米輸出に限定すれば八〇%に達するという。だとすれば、人民元を三〇%引き上げたとしても、輸入資材価格の減少により対米輸出価格は六%しか上昇しないことになる。これでは、人民元の切り上げに貿易不均衡是正効果を期待することは非現実的であろう。

第三に、確かに貿易黒字と外資系企業の進出で中国には巨額のドルが蓄積されているが、その多くは米国の債券市場（主に国債と政府機関債）に投資されている。現在、ITバブル期に見られた欧州企業からの直接投資の

ような民間ベースでの対米資金流入に期待できない以上、中国等の市場介入による米国への資金還流は、ドルの維持において非常に大きな役割を果たしている。すなわち、貿易不均衡は確かに大きいですが、その裏側には、資金面での正反対の不均衡が存在しており、両者は、相殺しあっている種の均衡状態を形成しているとも言える。このような現状を踏まえると、中国が人民元を引き上げるなどして市場介入を停止ないし減額することは、現在の「均衡状態」から一度離脱し、新たな均衡を模索することを意味する。しかし、それはかなりリスクの高い試みである。

さらには、現在の外貨準備の増大についても、必ずしもファンダメンタルズを反映したものとは言えない可能性がある。というのは、最近、人民元の切り上げによる為替差益やドルとの金利差益の獲得を目指した投機的・浮動的資金の流入が急速に増大しているからである (Prasad, et. al.(2005))。そうした資金に対するドル買い介入が外貨準備急増の一因となっていることを考えれば、外貨準備が増えていることのみをもって、現在の人民元がファンダメンタルズに対して割安だと判断するのは危険であろう。もちろん、人民元を切り上げれば為替差益狙いの資金流入を沈静化することはできるが、そのときの人民元はファンダメンタルズからするとかなり割高となっている可能性がある。それは、中国経済への負荷を不必要に高めることになるであろう。

以上のような点に注目して、人民元の切り上げを急ぐことはむしろデメリットのほうが大きいのではないかとする意見が、ここ一年ほどの間に、多くなったように思われる。

3 変動制移行論

右に見た切り上げ論、切り上げ不要論の他に、もう一つ、変動制への移行論（その最初のステップとしての変

動幅の拡大論)があり、特にIMFがそれを強く主張している(IMF(2004), Prasad, et. al.(2005))。

現在は、変動制移行すなわち切り上げ、との見方が強いが、それは必ずしも正確ではなく、変動制への移行と為替水準の調整とは区別すべきであろう。というのは、変動制に移行した人民元は、目先上昇しても中期的にはむしろ下落する可能性が高いとの予測も有力だからである。一つには、先述のように現在の為替レートを支えている一因に切り上げ期待にもとづく浮動的資金の流入があるとすれば、変動制への移行によって人民元高が一巡したあとは、資金の逆流によって下落に転じる可能性も小さくない。また、中国は「世界の工場」から「世界の工場プラス世界の市場」へと変貌しつつあり、石油一つとってみてもこれから輸入が増えていくことは間違いない。それにWTO加盟にともなう自由化が加わるのであるから、中国の貿易黒字が今後も持続すると簡単に決め付けるわけにはいかないであろう。

つまり、ここでいう変動制移行論は、部分的に先の「切り上げ慎重論」とも重なりつつ、必要なのは切り上げそのものではなく変動制への移行だとの主張、問題は為替の水準にあるのではなく為替を固定しているという点にあるのだとする見方である。

では、変動制が必要な理由は何か。

中国経済の対外開放がさらに進み世界経済からの影響をますます強く受けるようになることは間違いない。にもかかわらず、固定相場制度をとっていれば、外的なショックが生じた場合、国際収支の変動は自動的に市場介入によるベースマネーの増減につながり、不胎化によってある程度の対応が可能だとは言え、国内金融政策への制約となることは避けられない。経済のグローバル化が進むなかで金融政策の自立性を維持するためには、変動制に移行することが必要だというのが、その主たる根拠である。

さらに、現在すでにその兆候が見られるように、為替調整期待が非常に強ければ、資本移動が大幅に規制されていてもその実効性は低下せざるをえず、一方で金融サービスの自由化がさらに進むことから、資本移動はますます拡大することが予想される。しかしながら、アジア危機が示したように固定相場制度のもとで資本移動を自由化することは非常に危険であるため、資本の流出入が本格化する前に、変動制への移行を済ませておくことが必要だと考えられるのである。

そもそも中国には固定制度をとりつづける根拠が希薄である。途上国が固定相場制度を採用する理由のひとつは、インフレ抑制の手段として為替レートをアンカーとするためである。高インフレでありながら国内的な政治状況等から引き締め政策の実施が困難な場合、通貨の対外価値（固定為替レート）を公表することで引き締め政策をいわばルール化することがある。しかしながら、中国の場合これは当てはまらない。現在のインフレ率は、名目アンカーとして固定為替レートを必要とするほど高くなく、何より人民元への圧力は減価ではなく増価の方向に向かっているからである。

あるいは、中国の銀行が多額の不良債権を抱えているために、変動相場制に移行すれば、資本逃避が発生し銀行危機が発生しかねないとの理由から、変動制への移行に反対する議論もある。しかしながら、それは、資本移動と変動制とを混同した誤解である。①変動制と資本移動は異なり、②銀行危機をもたらす可能性があるのは資本自由化であり変動制ではない。③経済の国際化が進展するにつれて変動制への移行も資本の自由化も避けられないが、その二つは、変動制への移行を先に進めそれから資本移動の自由化を進める順番でおこなうべきである。アジア危機の例をみても、途上国における通貨危機の原因となったのは変動制ではなく固定制であり、固定制度のもとで資本移動を自由化し金融機関や企業が外貨建て債務を積み上げた上で、その逆流が発生した時に、通貨

危機・銀行危機が生じたのである。それに比べれば、中国は不良債権を抱えているものの、（外貨建て）対外債務は非常に小さく、為替リスクを負っていないために、仮に人民元が下落しても銀行に与える影響は限定的である。反対に人民元が上昇した場合には、中国は、外貨準備など巨額の外貨建て対外債権を保有しているために為替差損をこうむることになるが、それは経済危機につながる性格のものではない。

資本移動がこれ以上大きくなる前に、段階的に変動幅の拡大を進めておけば外為市場も徐々に発達し、さら経済開放のもとでも金融政策の自立性を維持、向上させることが可能となる、それが変動制論の主張である。

おわりに

以上のような議論のなかで、数年前には切り上げ論が優勢であったものの、微妙に重心が変化し、現在では慎重論ないし変動制論が主流となっているように思われる。現実の動きを見ても、G七の声明も一年前からの文言を繰り返すにとどまっており、中国当局自身も、人民元改革のための準備を進めているとの立場を示すのみである。

こうした推移が明らかになっているのは、人民元をめぐっては国際協調が機能しないという事実であるように思われる。中国の開放はこれまで貿易と直接投資の受け入れに限定され、金融の対外開放は少しずつしか進められてこなかったため、世界経済が生産拠点さらには市場としての中国への依存度を高める一方で、中国経済は金融面では国際市場から遮断された状況にある。しかも、言うまでもなく中国は国際政治上の大国である。したがって、G七等の先進国グループからの呼びかけも市場からの圧力も、中国には大きな影響を与えないであろう。従来、ビナインニグレクト（優雅なる無視）といえば、海外からの要請に応えようとしない米国の対外通貨政策を揶揄した言葉であったが、今では中国にも当てはまるかもしれない。人民元を動かすのは、G七でもなければ市

場でもなく中国当局のみである。新興市場国の参加ばかりが目された今回のG7は、そのことを再確認させたように思われる。

参考文献

- ・ 黒田東彦「数年タームで緩やかな人民元レート調整を」『金融財政事情』二〇〇四年一月二二日。
- ・ 吉富 勝「中国の『加工貿易』構造では切上げ効果は薄く」『金融財政事情』二〇〇四年四月五日。
- ・ Goldstein, M., "Adjusting China's Exchange Rate Policies," Institute for International Economics, 2004.
- ・ IMF, "People's Republic of China : 2004 Article IV Consultation—Staff Report," *IMF Country Report*, No.04/351, November 2004.
- ・ Lau, L. J., "Is China Playing By the Rules? Free Trade, Fair Trade, and WTO Compliance," (prepared statement at a Hearing of the Congressional Executive Commission on China), September 24, 2003.
- ・ Prasad, E. ed., *China's Growth and Integration into the World Economy—Prospects and Challenge*, IMF Occasional Paper no.232, 2004.
- ・ Prasad, E. et. al., "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China," *IMF Policy Discussion Paper*, 2005.
- ・ Williamson, J., "The Choice of Exchange Rate Regime : The Relevance of International Experience to China's Decision," Institute for International Economics, 2004.