

中国人民元為替問題の 中間的総括

柯 隆

富士通総研 経済研究所
主席研究員



世界経済の中で、中国経済は他国に先駆けて景気回復しているが、経済政策は迷走している。09年12月に開かれた共産党中央経済工作会議および新年祝賀演説の中で、胡錦濤国家主席は「これまでの積極的な財政政策と金融緩和政策を継続する」と繰り返して強調していた。1月12日に、中国人民銀行は商業銀行の預金準備率を0.5%引き上げた。

現状において資産バブルとインフレ懸念を考えれば、ここで出口政策の実施は当然のことといえるが、政策の目標を明らかにしておく必要がある。中国経済の内実を考察すれば、過剰流動性による資産バブルは、最大のリスクになっている。今後の政策は、金利を据え置き、人民元の為替レートを安定させ、預金準備率を引き上げるとともに、公開市場操作によって人民元流動性を吸い上げるものようだ。問題は、このようなポリシーミックスのもとでは経済構造がますます歪んでしまうことである。

1. 根強い元高期待と機能しない金利裁定

そもそも、なぜ過剰流動性が生じたのだろうか。その一因は、国内の過剰貯蓄が対外経済の不均衡をもたらしていることにある。国内消費市場の内需が不足するため、企業の生産能力のかなりの部分は海外向けになっている。その結果、貿易黒字は拡大し、元高圧力になっている。

それに対して、中国政府は人民元の切り上げを回避するために、ドル買い・元売りの為替介入を続け、外貨準備が大きく積み上がった。2009年末時点で、中国政府が保有する外貨準備残高は、2兆3990億ドルに達した。

近年、温家宝首相は「外国政府からの元高圧力に屈して人民元の切り上げを実施しない」と繰り返して強調している。しかし、本当の元高圧力は外国政府から来たものではなく、市場からのものである。すなわち、「経済の対外不均衡は依然縮小していない」ということである。

外国為替相場は本来、貿易相手国との交易条件の変化に応じて変動し、対外経済がバランスするように調整する役割を果たす。政府が輸出促進を目的に為替市場に恣

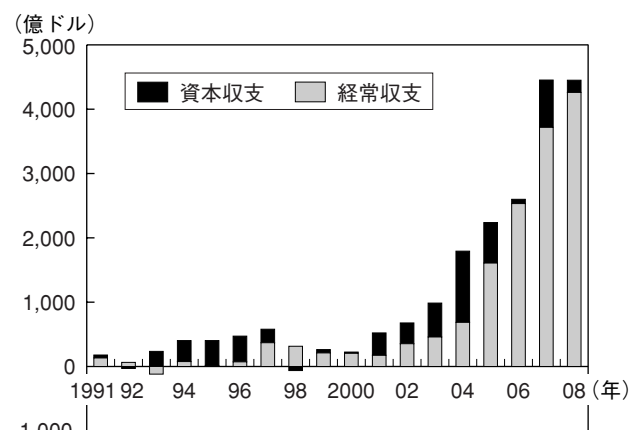
意的に介入すれば、自国輸出産業には一時的に有利かもしれないが、対外経済の不均衡の拡大により国内経済の歪みも拡大する。要するに、外国為替相場の適正水準は政府が決めるものではなく、あくまでも多数の市場プレーヤー（企業や投資家）が取引した結果である。

したがって、マクロ経済の調整役として人民元の外国為替レームは変動可能なものに移行する必要がある。それを実現するために、まず、国内で金利の「市場化」（自由化）を進める必要がある。実は、金利と為替レートはいずれも通貨の値段であり、コインの表と裏のような関係にある。金利規制を継続していると、為替相場の弾力化も実現不可能である。換言すれば、金利規制は為替改革の妨げになっているということである。

2. 為替レームの選択

世界的にみて為替レームは、大きく3つに分けられている。それは「固定相場制」「完全な変動相場制」と「管理変動相場制」である。新古典派の多くは固定相場制の合理性を否定しているが、対外依存度の低いクローズド・エコノミーに限り固定相場制の合理性が十分に認められる。

図表1 急拡大する対外経済不均衡（1991～2008年）



出所：中国国家外貨管理局

それに対して、オープン・エコノミーにおいて変動相場制を導入しなければ、経済運営に問題が生じる。国際金融では、①固定相場制、②金融政策の独立性と③自由な資本移動は同時に実現できないというトリレンマがある。中国は人民元切り上げを回避するために、ドル・ペッグ制を選択した以上、金融政策も米国の政策に同調させなければならない。また、資本取引規制を行う必要があるが、その効果は次第に低下している。2004年ごろから巨額の「熱銭（ホットマネー）」が中国に流れ込んでいる。ちなみに、グローバルの投機筋が中国に「熱銭」を持ち込めた以上、将来的にそれを持ち出すのも簡単ではなくである。

繰り返しになるが、人民元の為替相場のフレキシビリティを抑えようとする中国政府の政策姿勢は、かえって金融政策の独立性を妨げている。中国経済は、米国経済に連動しているわけではない。たとえば、インフレ期待が高まる局面においては実質金利を引き上げる必要があるが、ドルとの金利差の拡大を避けようとして、人民元金利の調整を見送るか、小幅なものにとどめざるを得ない。その代わりに公開市場操作など市中から流動性を直接吸収する政策をとらざるを得ないが、公開市場操作のような政策手段では市場プレーヤーのマインドを変えることができない。

ここで、実体経済の不均衡と外国為替相場の関連性に関する誤解について若干敷衍しておきたい。それは貿易不均衡について貿易黒字国の通貨の為替レートが過小評価され安すぎるから、本国製品の輸出価格が安くなり、結果的に貿易収支の黒字が増えるということである。逆に、貿易黒字を減らすためには、本国通貨の為替レートの切り上げが有効策として提案される。

簡単でわかりやすい論理展開だが、貿易と外国為替の関係に関する大きな誤解といわざるを得ない。もし為替レートの切り上げが貿易不均衡を是正できるならば、1985年のプラザ合意以降、円/ドルレートが260円から90円程度にまで切り上がったのに、なぜ日本の貿易黒字はほとんど縮小していないのだろうか。同様に、2005年までの中国の貿易黒字の拡大が人民元の為替レートが低すぎたからだとすれば、2005年7月以降、人民元がドルに対して累計18%ほど切り上がったにもかかわらず、中国の貿易黒字は減少するどころか、逆に急増している。

実は、貿易と外国為替の関連性に関する経済学的な正しい理解は次のとおりである。国際貿易黒字の拡大が外貨準備を増価させる原因であり、本国通貨の切り上げ圧力となるのは間違いない。しかし、本国通貨の為替レートを切り上げても国際貿易の不均衡をすぐには是正することができない。なぜならば、国際貿易には為替の価格メカニズムよりも、本国の経済構造と産業構造の特性がより大きな影響を与えるからである。為替レートの変動

は本国通貨に対する需給を調整することができるが、貿易構造に影響を及ぼすには時間がかかるうえ、その効果も次第に低下する。

3. 人民元国際化への道

ここで、中国にとって人民元を人為的に切り上げることは上策ではなく、重要なのは為替レジームを弾力化することである。実体経済が開放されている中国にとって、かつてのような固定相場制に逆戻りすることが下策といえる。中国にとって、選択し得る為替制度は完全な変動相場制または管理変動相場制である。変動相場制に移行すると同時に、さらなる金融制度改革を行う必要がある。ひとつは国有銀行の民営化である。もうひとつは金利の「市場化（自由化）」である。

中国は人民元の国際化をめざしており、そのために、上海や広州などで国際貿易にかかわる人民元の決済を試験的に行っている。また、近い将来、資本取引の自由化を含む資本市場の対外開放も試みられるだろう。人民元が国際通貨として国際金融市場に登場するのは時間の問題であり、その第1段階でアジア域内の基軸通貨としての地位を確立することが求められる。そして、第2段階において、人民元の国際化が実現される。

ただ、人民元の国際化は長期的な努力目標であり、それに到達するまでには、さらなる金融制度改革と金融インフラの整備が求められる。そのなかで、何よりも重要なのは人民元に対する信頼を確立することである。

目下、人民元切り上げの圧力が高まっているのは事実であるが、人民元に対する信頼は十分に確立されていない。人民元の切り上げ圧力は脆弱な金融市場での投機が盛んになっている結果である。

客観的にみれば、今後10年間は、中国にとって人民元の国際化を実現する絶好のチャンスである。ただし、かつて円の国際化の失敗の教訓を踏まえ、中国は人民元の国際化を実現しようとするれば、ただ決済システムの整備だけでなく、資本輸出能力を強化しなければならない。

経常収支の黒字が恒常化するなかで、資本収支を赤字に転換することができれば、国際収支が均衡する。そのため、中国は資本市場を開放し、資本輸出能力を強化する必要がある。

むろん、人民元が国際化するといっても、ドルに取って代わるほどの力がまだない。予見可能な将来においても、グローバルな金融市場で、複数の基軸通貨が並存し、国際貿易と金融取引の中でこれらの基軸通貨は補完的に機能していくものと思われる。ただし、中国人民銀行の周小川行長（総裁）が提唱している国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）を強化する構想は、それを支える実体経済がないため、基軸通貨にはなり得ない。

