

論文

人民元為替制度改革の行方 —日本の為替自由化の経験を踏まえて—

梅 大海*1

キーワード：人民元改革、変動相場制、過剰流動性、トリレンマ命題

1. はじめに

2005年7月21日、中国人民銀行（以下、人民銀行）は「人民元レート形成メカニズム改革の改善に関する公告」を公表し、「人民元為替制度改革」（以下、人民元改革）が実施された。それ以来、中国の通貨である人民元（RMB）の対ドルレートは緩やかな増価傾向をたどってきた。

人民元改革を決定したのは、貿易不均衡を背景としたアメリカからの圧力（外部要因）と固定相場を維持することで起きた弊害（内部要因）があった。もとより、アメリカの経常赤字を中心とした世界経済の不均衡は、人民元のみで解決できる問題ではない。日本の経験でもわかるように、為替相場の調整のみでは対外不均衡を是正するには限界がある。中国にとって人民元改革の目的は、対外的にはアメリカとの通商摩擦を緩和させることというより、むしろ国内における金融政策の独立性を向上させることにある。言い換えれば、人民元改革は中国自身のためにやっておくべきことなのである。

本稿はこのような視点に立って、中国の為替制度の変遷という流れに沿ってタテ軸に、現在進行形である過剰流動性の発生に対して中国が取り組んできた対応策をヨコ軸に分析することで、人民元改革の実像に迫る。更に、1970年代始めの日本において為替制度自由化の経験及び国際金融のトリレンマ（trilemma of international finance）理論から、今後の人民元改革の有効性及びその方向性を示すことを狙いとする。

2. 中国の為替制度の変遷

1970年代末からの市場経済移行に伴い、中国の為替制度及び為替相場水準は大きな変化を遂げてきた。本節ではまず1980年代初頭から為替制度改革に着手してから、現在に至るまでの約30年間を大きく3つの時期に分けて概観することにする（表1参照）。

第一時期（1981年～1994年）は、社会主義市場経済への転換期でもあり、輸出促進のために「内部決済レート」が「公定レート」より割安に設定され、のちにこの「内部決済レート」が廃止されることになり、全国各地で「外貨調整センター」が設立されてからも、「市場レート」と「公式レート」との間で実質的に併存する「二重為替相場制度」と呼ばれる時期であった。第二時期（1994年～2005年）では、この二重為替相場を一本化し、人民元が大幅に切り下げられた後、対ドルレートがほぼ一定する事実上のドル・ペッグ制の時期であった。第三時期は、2005年の人民元改革から現在にいたるまで、人民元が対ドルで徐々に切り上げられてきている時期である。

第二時期以降、中国の為替制度は「管理変動相場（フロート）制度」と呼ばれているが、「変動相場」という用語は使われているものの、その実態は通貨当局によって厳格に管理されたドル・ペッグ制からクローリング・ペッグ制への移行過程であった。

*1 山口福祉文化大学 ライフデザイン学部

表 1 中国の外国為替管理制度の変遷

	期間	為替制度	為替相場の変化
前段階	～1978年	兌換性なし	
	1979年	<ul style="list-style-type: none"> ・改革開放政策へ移行 ・外貨保留制度導入 ・国家外貨管理局の設立 	
	1980年4月 4月 5月	<ul style="list-style-type: none"> ・中国銀行による外貨兌換券の発行開始（94年末に廃止） ・IMFに加盟 ・世界銀行に加盟 	1980年の公式レートは1ドル=1.5元、主に外国旅行者の両替や国営貿易会社の会計などに使用
第一時期	1981年～ 1993年	<ul style="list-style-type: none"> ・二重為替相場制度を導入 ⇒①企業が外貨獲得を目的として自主貿易に用いる「内部決済レート」 ②国家外為管理局が政策的に設定し、計画貿易の決済に用いる「公定レート」 	1981年、公式レートは1ドル=1.5元に対し、内部決済レートが1ドル=2.8元 ※輸出促進のために、内部決済レートは常に公式レートより割安に設定
	(1985年1月)	<ul style="list-style-type: none"> ・二重為替相場制度廃止（内部決済レート廃止） 	<公式レートの推移>
	(1988年3月～)	<ul style="list-style-type: none"> ・各地で「外貨調整センター」を設立 ⇒「調整センターレート」と「公式レート」の間で実質的に二重為替相場制度 	1985年、1ドル=2.8元 1990年11月、1ドル=5.22元 1993年末、1ドル=5.72元
	(1993年11月)	<ul style="list-style-type: none"> ・社会主義市場経済建設を採択 	
第二時期	1994年1月～ 2005年7月	管理変動為替相場制度を採用（二重為替相場制度の廃止）	(1994年1月～1997年7月) 1ドル=5.8元から1ドル=8.7元へ約33.3%切り下げ（二重為替相場を一本化したあと、事実上の固定相場制）
	(1994年4月)	<ul style="list-style-type: none"> ・外貨取引センターを設置（外貨調整センターを廃止） 	
	(1996年12月)	<ul style="list-style-type: none"> ・IMF8条国（経常勘定自由化） ・「外貨管理条例」公布・施行⇒経常取引における外貨取引自由化 	(1997年7月～2005年7月) 1ドル=8.2765元を中心レートとした事実上の固定相場制
	(2001年12月)	<ul style="list-style-type: none"> ・WTO加盟（資本勘定自由化の方向へ） 	
第三時期	2005年7月21日～ 現在	人民元改革 (管理変動為替相場制度、通貨バスケットを参照にした管理フロート制へ)	(2005年7月～2008年7月) 1ドル=8.2765元から1ドル=8.11元へ2.1%切り上げ、1日あたりの変動幅は基準値(中間値)の±0.3%に、2007年5月21日より±0.5%に拡大)
	(2008年後半～)	リーマン・ショック、世界経済危機が発生	(2008年7月～2010年6月) 1ドル=約6.83元で固定
	(2010年6月21日)	管理変動相場制度を再開 (2005年7月の「人民元改革」を踏襲)	(2011年10月末現在) 1ドル=6.3233元

出所：国家外為管理局 Web 資料の「歴史沿革」などを参考に筆者作成。

(http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000)2011年10月31日

3. 貿易動向からみた人民元為替相場の変動

人民元為替相場の変動を巡る外部環境を貿易動向という視点からみると、2005年7月に実施された人民元改革を境に二段階に分けることができる。すなわち、前半部分の1994年1月から2005年7月までと、2005年7月から現在に至るまでの後半部分である。

(1) 第一段階 (1994年1月～2005年7月)

1994年1月1日に、中国はGATT(「関税と貿易に関する一般協定」)への加盟をにらんで、二重為替相場制を廃止し、市場レートに一本化するとともに、対ドルレートを5.8元から8.7元へと約33.3%切り下げ、中国の為替制度は「管理変動相場制度」を採用した。制度上は1ドル=8.2765元を中心レートとして、 $\pm 0.3\%$ の範囲内で変動できることになっていたが、実際は人民銀行が絶えず市場介入し、元売りドル買いを行っていたため、ドル相場は8.2765元付近にはりついた状態が長く続いていた。その後、物価上昇が一段落したあと、このやや行き過ぎた人民元安を調整するために、約5%切り上げられ、1995年～1997年にも1ドル=8.28元程度に実質的にドル・ペッグ制を採用していた。

1997～98年のアジア通貨・金融危機の際には、輸出の伸び悩みから中国経済のファンダメンタルズは著しく悪化し、人民元切り下げの圧力がかなり強まった。アジア通貨が軒並み大きく下落するなかで、中国がドル・ペッグを維持したことで、競争的切り下げを防ぎ、アジア通貨のアンカーとして機能したとして、国際的に高く評価された。しかし、現在に至る状況では人民元の安定は国際社会から批判の対象となっている。

その背景には、2001年に中国がWTOに加盟することにより、従来のクローズド・エコノミーから国際貿易システムへの統合が進むオープン・エコノミーに転

換したのである。この頃から中国の経常黒字が定着し、貿易面でのプレゼンスが高まるにつれて、欧米や日本から人民元の切り上げを求める動きが盛んになっていった要因となった。^{注1}

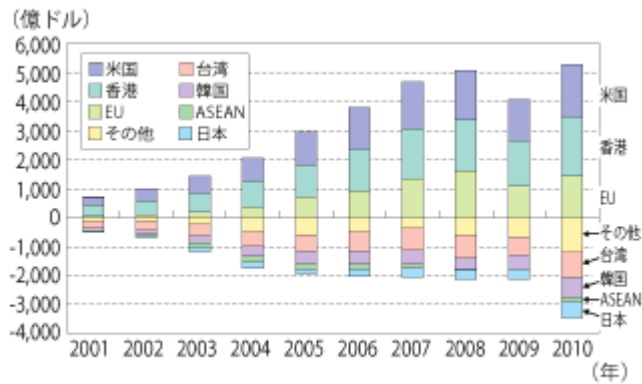
(2) 第二段階 (2005年7月～現在)

こうした中で、2005年7月21日、人民銀行は人民元改革(「人民元レート形成メカニズム改革の改善に関する公告」)を発表し、通貨バスケット制度へ移行させ、人民元を対ドル為替相場で2.1%切り上げるという為替制度の大きな変更を実施した。人民元の対ドル相場の1日あたりの変動幅は基準値(中間値)の $\pm 0.3\%$ に、2007年5月21日より $\pm 0.5\%$ に拡大した。

2008年後半、世界経済危機の影響により、2008年7月～2010年6月の2年間は、人民元為替レートは1ドル=約6.83元に固定され、事実上ドル・ペッグへ回帰した時期であった。

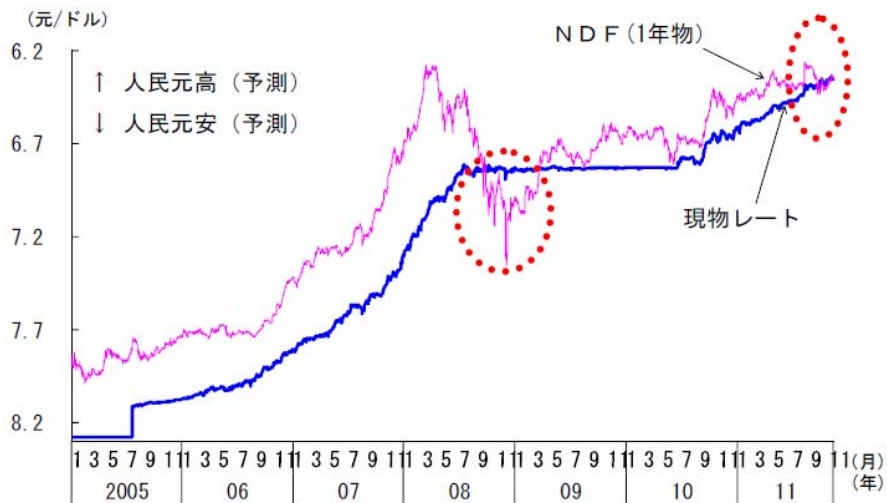
世界経済危機後、多くの先進国が深刻な不況に陥ったなかで、中国経済はいち早く脱し急回復を遂げ、世界経済回復のけん引役となった。こうした経済のファンダメンタルズの好転を受けて、欧米諸国にとっては中国からの輸入拡大による巨額の貿易赤字の原因と捉えられ(図1)、再び人民元の切り上げを求める動きが盛んになっている。^{注2}

2010年6月21日に人民銀行は、「人民元為替レート形成メカニズムの改革を更に進め、人民元の為替レートの弾力性を高める」とする声明を発表し、中断していた人民元改革を再開した。今回の人民元の弾力化について、一定程度の切上げを見送ったことを除き、基本的に2005年の人民元改革を踏襲したのである(図2)。



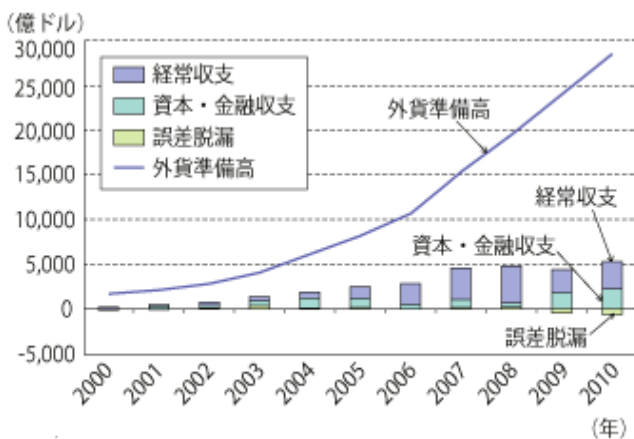
資料：中国海関総署「中国海関統計」から作成。

図1 中国の相手国・地域別貿易収支の推移
(出所：「通商白書」2011年版，第1-1-3-8図。)



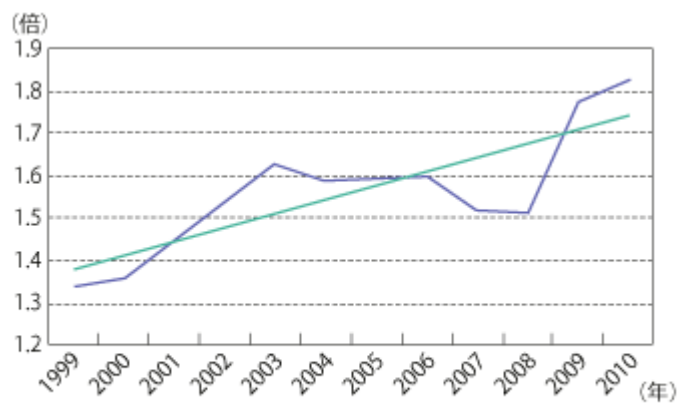
(備考) ブルームバーグより作成。

図2 人民元対ドル名目レートと先物（NDF）レートの推移
(出所：「世界経済の潮流」2011年Ⅱ版，第2-3-9図。)



資料：中国国家外貨管理局、CEIC Databaseから作成。

図3 中国の国際収支の推移
(出所：『通商白書』2011年版，第1-1-3-24図。)



備考：マーシャルのK=マネーサプライ（M2）/名目GDP。
資料：中国国家统计局、中国人民銀行、CEIC Databaseから作成。

図4 中国のマーシャルのKの推移
(出所：「通商白書」2011年版，第1-1-3-23図。)

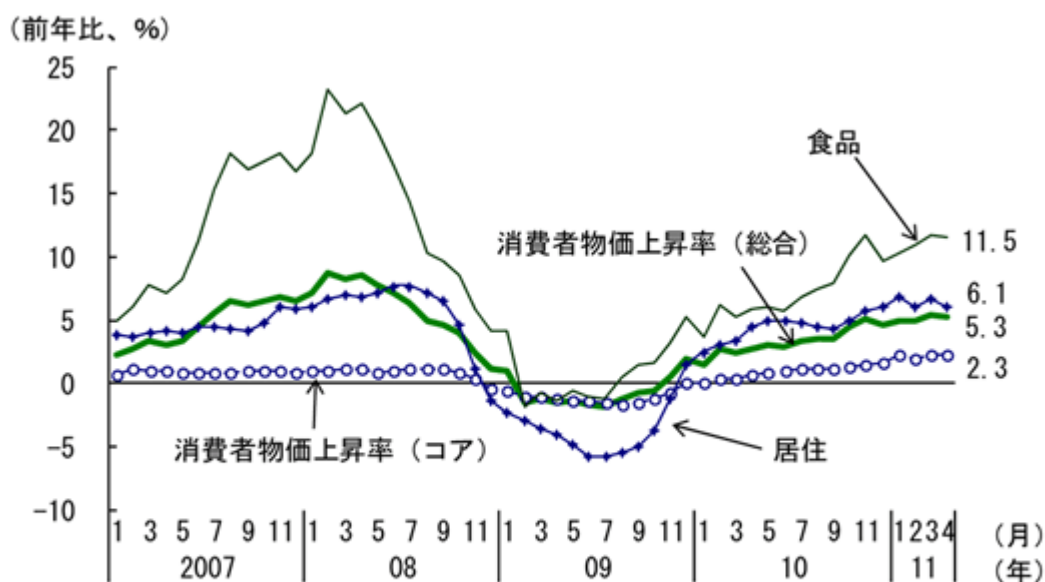
4. 人民元を巡るマクロ経済環境

図3に示しているように、中国は前述の貿易を中心とする経常収支黒字と資金の流れを表す資本収支黒字がともに拡大傾向にあり、この双子の黒字は人民元の上昇圧力を生み出している。こうした外貨流入が大幅に増大するなか、人民元レートの上昇を抑えるために、為替市場において日々元売り・ドル買いという形で為替介入が行なわれて、外貨準備の増加分を同額の人民元のベースマネーを増やして、金融市場には大量の流動性が提供されている。これを反映して、中国の外貨準備高は2006年10月に1兆米ドルを突破し、2010年末には2.85兆ドルに達し、断然トップの世界一となった。实体经济に比べて外貨準備の規模が大きくなりすぎたことに問題がある。

ベースマネーの増加は、信用乗数を通じて、マネーサプライ(M2)を増やす。2010年のマネーサプライ(M2)の規模は72.6兆元に上り、マーシャルのK(M2

／名目GDP)が傾向線を上回る182%という高い水準で推移している(図4)。これは経済規模に比して資金供給量が過剰であることを示唆している。

近年の過剰流動性の背景にある中国のマクロ経済環境を整理してみると、次のようになる。2008年後半、世界経済危機の影響により、中国经济をめぐる環境が急速に厳しさを増していったなか、中国政府は4兆元の景気刺激策や金融緩和策を実施し、2009年第1四半期を谷としてV字型回復を遂げたが、しかし、こうした政策を長期に継続することはできず、景気の過熱感の高まりや、不動産バブル懸念等、様々な問題をもたらした。このため、2010年に入り、人民銀行は金融引き締めを実施し、ソフト・ランディングを図ろうとしているが、2010年秋頃から本稿の執筆時点まで、中国のインフレ率や不動産価格が再上昇に転じたことから、景気過熱に対する警戒感は再び高まっている(図5)。



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. コア消費者物価は、食品とエネルギーを除く。

図5 中国の消費者物価上昇率

(出所：「世界経済の潮流」2011年I版，第2-2-7図。)

5. 金融引き締め政策及び人民元切り上げの限界

(1) 過剰流動性の金融政策による対応

為替介入に伴って放出されたベースマネーを放置すると、流動性が膨張することになり、資産バブルが発生し、インフレの高まりにつながる。こうした過剰流動性を吸収するために、人民銀行は次の三つの金融引き締め政策を通じて、広義の不胎化操作を行ってきた。

公開市場操作

人民銀行は公開市場操作を通じて、積極的にベースマネーを回収するという不胎化政策（狭義の不胎化）を採っている。2005年に人民元改革の後も、中銀手形の発行規模を拡大し、4兆元水準を維持していたが、

2007年以降、手形発行残高の純増分は減少しており、特に2009年以降、手形の新規発行規模が満期による償却の規模を下回るようになり、手形発行残高の純増分はマイナスに転じている（表2）。また、通常、中央銀行が発行する手形の満期期間は1年以内の短期であるが、満期期限がだんだんと長期化しており、現在では1年物が中心で3ヶ月物、6ヶ月物、3年物を含めた4種類となっている。人民銀行は自ら発行した手形に対しても、公開市場プライマリー・ディーラー（金融機関）に利息（1年満期の場合3.58%）を支払わなければならない。人民銀行は不胎化に伴うコストを抑えるため、徐々に預金準備率操作に切り替えてきている。¹⁾

表2 不胎化のための公開市場操作と預金準備率操作

年	介入規模 (a) (億元)	中銀手形発行残高の 変化分 (b)		預金準備率の 変化分 (c)		計 (b+c)	
		金額 (億元)	割合 (b/a, %)	金額 (億元)	割合 (c/a, %)	金額 (億元)	不胎化比率 ((b+c) / a, %)
2004	17,746	8,047	45.3	3,475	19.6	11,523	64.9
2005	18,618	9,217	49.5	3,498	18.8	12,715	68.3
2006	27,769	9,445	34.0	8,651	31.2	18,096	65.2
2007	29,397	4,729	16.1	26,270	89.4	30,998	105.4
2008	40,054	11,311	28.2	13,472	33.6	24,782	61.9
2009	24,681	-3,716	-15.1	19,731	79.9	16,015	64.9
2010	32,683	-1,567	-4.8	39,622	121.2	38,055	116.4
2011/9	41,855	-21,554	-51.5	51,092	122.1	29,538	70.6

(注) 1. 介入規模は、人民銀行「金融機構人民元信貸支出表」の「Position for Forex Purchase」の増分。

2. 各変数の変化分は各年末の値の前年比（但し、2011年は第三四半期まで）

3. 預金準備金の変化は「預金」×「(大手行) 預金準備率」より算出。預金は人民銀行「金融機構人民元信貸支出表」の「Total Loans」項目。

(出所：人民銀行 Web データを基に筆者作成)

預金準備率の引き上げ

人民銀行は、銀行を対象とする預金準備率の引き上げにより、信用乗数についてはマネーサプライを抑えようとして、公開市場操作とあわせて不胎化介入の手段として頻繁に利用するようになった。2007年初の預金準備率 9.0%から年末には 14.5%に引き上げられたことにより、預金準備率の増加による不胎化の規模は、中銀手形の発行によるものを上回るようになった(表2)。特に2010年1月に金融政策のスタンスが緩和から引き締めへ転じてから、預金準備率が 12 回にわたって計 6%引き上げられ、2011年10月現在の預金準備率(大手行)は 21.5%という過去最高の水準に達したのである(図6)。^{注3}

預金準備率の一段の引き上げはすでに限界まできている状況にあり、人民銀行に預ける準備金の金利(2011年10月現在、法定預金準備金の場合は1.62%、

超過準備金の場合は0.8%)は貸出基準金利(1年物は6.56%)より低いため、預金準備率の引き上げは銀行の収益を圧迫させる要因にもなっている。

基準金利の利上げ

金利の引き上げの狙いは、資金調達のコストを高めることによって、投資や株や不動産など、預金以外の金融資産への需要を抑え、これを通じて、物価と資産価格の上昇圧力を緩和させることである。利上げは今年に入ってから3回目、昨秋からの引き締め局面で5回にわたって実施されている。しかし、利上げのペースはインフレの高騰に追いつかず、実質金利は低下の一途をたどっており、預金金利はマイナス水準に落ち込んでいる(図6)。このままではインフレの上昇や資産価格の膨張を抑えることが困難である。

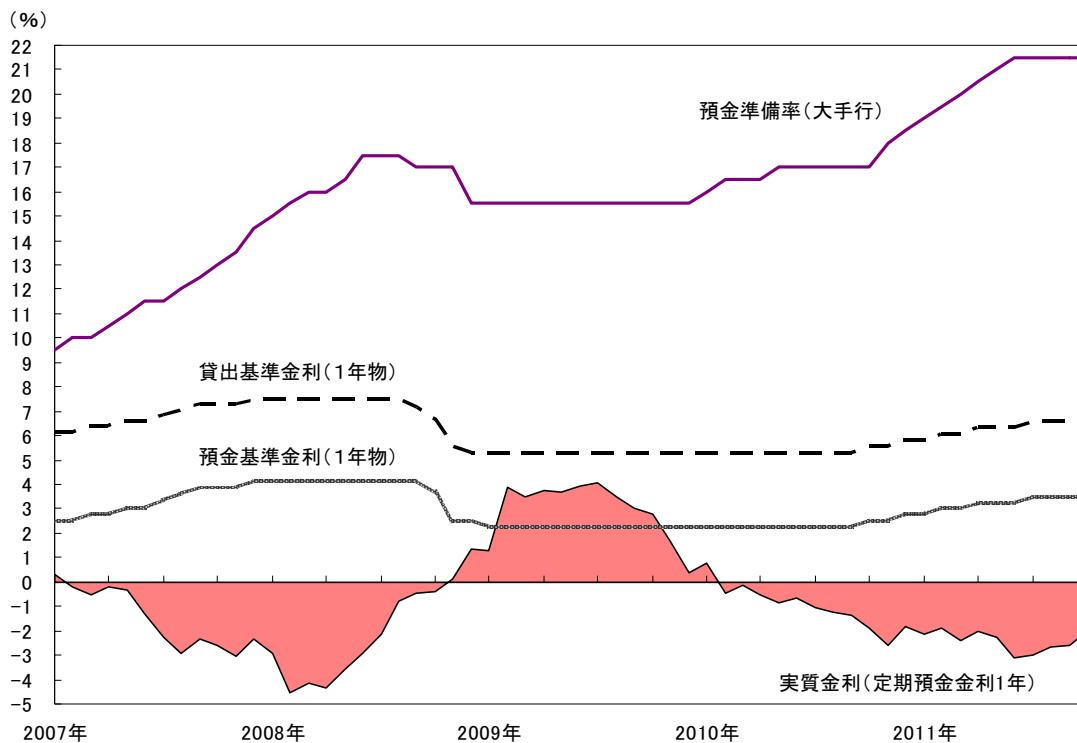


図6 中国の金融政策と実質金利の推移

(出所：人民銀行、中国国家统计局 Web データを基に筆者作成。直近は2011年10月。)

以上の金融引き締め政策のうち、公開市場操作や預金準備率変更の自由度が制約されているものの、不胎化操作が一応うまくいっているように見える。しかし、為替市場への介入、国内短期金融市場における不胎化操作などによる管理措置を実施しながら、外貨準備高を管理していくのは、時間の経過とともに難しくなり、持続可能な解決策とは言えない。

（2）人民元切り上げ等による対外収支黒字の削減策

2005年7月に人民元改革が実施されて以来、過剰流動性の要因である対外収支黒字を減らすために、中国は緩やかな切り上げを容認しながら、輸出抑制と各種の対外投資の自由化を中心に取り組んできた。

人民元の為替相場は2005年7月から2011年10月末現在まで、わずかずつではあるが、対ドルを累計して約30%上昇した（図2）。しかし、為替レートを無理に抑制しているため、人民元の先高感が依然として解消されるに至っておらず、この状態では、短期的にホットマネーの流入がさらに加速することも充分予想される。今後、原油など国際商品価格の高騰等による輸入インフレ圧力が続くなかで、人民元の上昇加速にいかにか踏み出すかが注目されている。

加えて、中国の資本取引の自由化が必要となっている。内外資本取引に係る規制については、適格海外機関投資家制度（QFII）や適格国内機関投資家制度（QDII）の導入や対外直接投資の促進（「走出去」）など、段階的に自由化が進められ、資本移動も活発化してきているが、全体として現在も強い規制がかけられている。こうした資本移動規制の正当性を1997年のアジア通貨・金融危機の影響を回避した実績に帰する論者も多いが、非対称的な資本移動規制が構造的に元高圧力を生じやすいという問題がすでに指摘した通りで、今後はマクロ経済の安定性を確保するために、為替相場の変動性を高める方法に進むにつれて、外国為替リスク管理のために資本管理や外国為替管理の規制を緩

和しつつ、一方で人民元を使った海外直接投資や外国企業の人民元による中国本土投資といった人民元の国際化を更に進めていくべきであろう。

6. 日本の為替自由化の経験と教訓

中国は経済発展の過程において、不動産バブルなど様々な問題について、日本の経験をよく研究していると言われる。中国は人民元改革を重要な政策課題であると認識しており、中長期的には完全変動相場制への移行を見込む向きが多くなっているなか、日本の為替制度との比較が役立つ。

本節では、日本が為替相場制度の自由化の過程において、得られた経験や教訓を学び、現在の不動産バブル懸念やインフレの高進といった景気過熱の中国经济にとって、実行可能な経済政策オプションの中で「最善（the best）」となる解答を探りたい。

日本では1960年代後半から貿易の黒字基調が拡大しつつあり、クローリング・ペッグなどの方式で円を切り上げるべきであることは当然考えられていた。しかし当時、国民にも政府にも1949年から長年続いてきた1ドル=360円の固定レートを変更する用意はなく、円切り上げはタブーであったことから、当局は不可避の為替調整に「調整インフレ」で円高圧力をかわすことにした。

こういう場合の正しい対応を考えるには、イギリスの経済学者R・ハロッドが『国際経済学』で整理した4つのケース分けが参考になる（表3）。国内経済の状況を過熱と不況、経常収支の状態を黒字と赤字に分け、組み合わせると4つのケースになる。当時の日本の経済状況からすれば、固定相場制のもとでは、正しい選択は、国内過熱・収支黒字（左上）のときの「為替の切り上げ」である。「円高」は輸出を減らし輸入をふやして、過熱を冷やして黒字を減らすという一石二鳥の効果がある。

表3 ハロッドの四つのケース

経常収支	国内経済	
	過熱	不況
黒字	為替切り上げ	拡張政策
赤字	引き締め政策	為替切り下げ

出所：伊藤（2007）

しかし、実際にはそれを避けつづけた。先延ばししている間に、経常収支の黒字は積み上がり、過剰になった外貨は為替市場で売りに出され、ドル安＝円高が進もうとする。固定相場を守ろうとする政府は、日銀を通じて市場にドル買い・円売り介入する。それによって円資金が国内に出回り、インフレか資産投資、あるいはその両方を引き起こす。こうした無理が石油ショックによって文字通り火に油を注がれ、のち「狂乱物価」と言われる状況に陥った。加えて円切り上げののち、そのデフレ効果を過大にみて過剰反応したために、過熱をひどくしてしまった。²⁾

1971年8月のニクソンショックを経て、円相場は12月のスミソニアン協定で1ドル＝308円へ切り上げられたが、結局維持できず、アメリカがドルを切り下げること、強制的に円切り上げが実施され、1973年2月に円は完全変動相場（フロート）制に移行した。

中国のいまの状況は、ニクソンショック後の円切り上げ、変動相場制への移行期にちょうど差し掛かっている局面と考えられる。人民元もドル・ペッグに固執すると、同じようにインフレか資産投資あるいはその両方を引き起こす。この歴史的な教訓は、日本政府から中国政府に伝えられた模様で、そして、中国はゆっくりながら、人民元を切り上げてきたのである。

一方、中国では1985年のプラザ合意から90年代のバブル崩壊、長期の経済停滞という日本の経験については、誤った為替政策に一因があったとみている。実際、当局は大幅な円上昇（プラザ合意後は3年間で円は約70%上昇した）を受け入れたものの、円高のデフ

レ効果を過度に恐れ、1987年から超金融緩和が続けられた結果、巨大な資産バブルをもたらす主因となったのである。それを抑えるための金融引き締めの「too late, too hard」（遅すぎ、強すぎ）がバブルの崩壊を引き起こしたのである。つまり、バブル経済が形成された原因は円高そのものではなく、誤った財政金融政策（特に行き過ぎた金融緩和政策）だったのであった。³⁾

日本の教訓を活かすならば、短期的にソフト・ランディングを図るためにも、急激な調整は避けつつも、過度の介入により無理に元相場の上昇を抑制して、過剰流動性、インフレ、不動産バブルを発生させることのないようにするのが合理的な政策対応であろう。

7. トリレンマ理論からみた人民元改革の行方

中国の今後の為替相場制度のあり方を考えるためには、国際金融論や国際通貨制度論や国際マクロ経済学において「マンデルの不可能な三角形」と呼ばれるトリレンマ命題（impossible trinity proposition）を理解する必要がある。

一般に、一国にとって、①為替レートの安定、②自由な資本移動、③独立した金融政策という国際通貨システムを構成する3要素を同時に達成できるのは2つだけ、というトリレンマ（実現不可能な三位一体）のようなものである。つまり、この3つのうち、どれか2つを採用して、あとの1つを放棄しなければならない。表示すると次のようになる（表4）。

表4 国際金融のトリレンマ

	①為替相場の安定	②自由な資本移動	③独立した金融政策	例示
選択(a)変動相場制	x	o	o	日本、アメリカ
選択(b)通貨同盟or カレンシーボード	o	o	x	EU、香港
選択(c)資本規制	o	x	o	2005年7月までの中国

出所：筆者作成

このトリレンマ命題では、資本取引の自由化を仮定した場合に得られる持続可能な為替相場制度は2つの選択肢がある。すなわち、多くの先進国が採用している(a)変動相場制（フリー・フロート）になるか、ユーロ参加国が採用している通貨同盟、ないしは(b)完全な固定相場制（ハード・ペッグ）という「両極の解」（Two Corner Solutions）である（中間的な為替レート制度（ソフト・ペッグ）は持続可能ではない）。例えば、ユーロ圏や香港では①と②を選択して、③の独立した金融政策を放棄した（EUは欧州中央銀行（ECB）に一元化し、香港はカレンシーボードを採用している）。日米などの先進国は、①と②を採用して、③の為替の固定相場制を放棄するという選択を行った。⁴⁾

中国は貿易と投資を促進するために、①の為替相場の安定を望んでいる。他方、自国経済の安定と対外経済の制約から自由になるために、③の金融政策の独立性を維持することは望ましい。それならば、「②を放棄、①と③を採用」する国際通貨システム(c)を採用せざるを得ない。事実上、2005年7月為替相場制度を変更する以前の中国は、②を放棄する代わりに、①と③の政策目標を採用していた。この「両極の解」は、トリレンマ命題に依拠したものであり、現在のIMFの公式見解でもある。^{注4}

「両極の解」の前提条件は「自由な資本移動」であるため、そのメリットを享受するためには、金融制度の整備が前提となる。これは経済発展がある程度進んだ国でなければ、現実的な選択肢ではない。また、変動相場制がうまく機能するためには、市場価格メカニズムが整備されていることが必要であり、為替レートの変動が国内の各部門の価格変動によって吸収され必要な調整がなされることが求められる。そういう制度やメカニズムが整っていない国では、変動相場制の負担やリスクはそれだけ大きくなる。

「トリレンマ命題」や「両極の解」は理論的に正しいが、現実的に厳密に一つだけを犠牲にせず、各要素を少しずつ犠牲にしていることが多い。

2005年7月の人民元改革では、人民銀行が自ら決断する「主体性」、徐々に改革を行う「漸進性」、為替の乱高下を防ぐ「制御可能性」という為替制度改革の三原則を表明された。それ以降、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（管理フロート制度を採用）、②さまざまな規制が残っているなか、一部の資本勘定取引の交換性がオフショアに限定されて、ゆっくりと資本流入が進んでいる（国際資本移動の自由度が徐々に高まっている）、③一定の制約の下での金融政策の独立性、の組合せになっている（図7）。

これについて、Williamson（2000）がドル・ペッグ制の硬直性を批判して、より柔軟な為替相場制度として提唱したBBC方式（BBCとは、為替バンド（band）、通貨バスケット（basket）、クローリング（crawling）の頭文字をとったものである）にあたる。BBC方式の利点は、①基準為替相場に許容変動幅を設けた為替バンドによって金融政策の独立性の余地が残され、②通貨バスケットを基準為替相場として参照することによってドル・ペッグ制の弊害を取り除かれ、③そして、基準為替相場のクローリングによって、為替相場の参照対象諸国とのインフレ率格差による実質為替相場の増価が予防される、といったものがある。⁵⁾

中国の現段階におけるBBC方式の実施状況をみると、①人民元のバンドは前日基準値の $\pm 0.5\%$ の変動が許容されているため、短期間に大幅な変動を実現することが可能になった。③クローリングのスピードについては、政府が経済情勢に鑑みながら裁量的に決めている。これを反映して、人民元改革の2005年7月から2008年7月、小幅ながら、約3年間かけて人民元対ドルで約20%上昇した（2010年6月の人民元改革再開から2011年10月末時点で7.4%上昇した）。②通貨バスケットについては、構成通貨のウェイトが発表されていないが、人民元の対主要通貨との連動性から判断して、通貨バスケットに占めるドルのウェイトは依然として非常に高く、ドル以外の通貨のウェイトは低い

と考えられる (図8)。

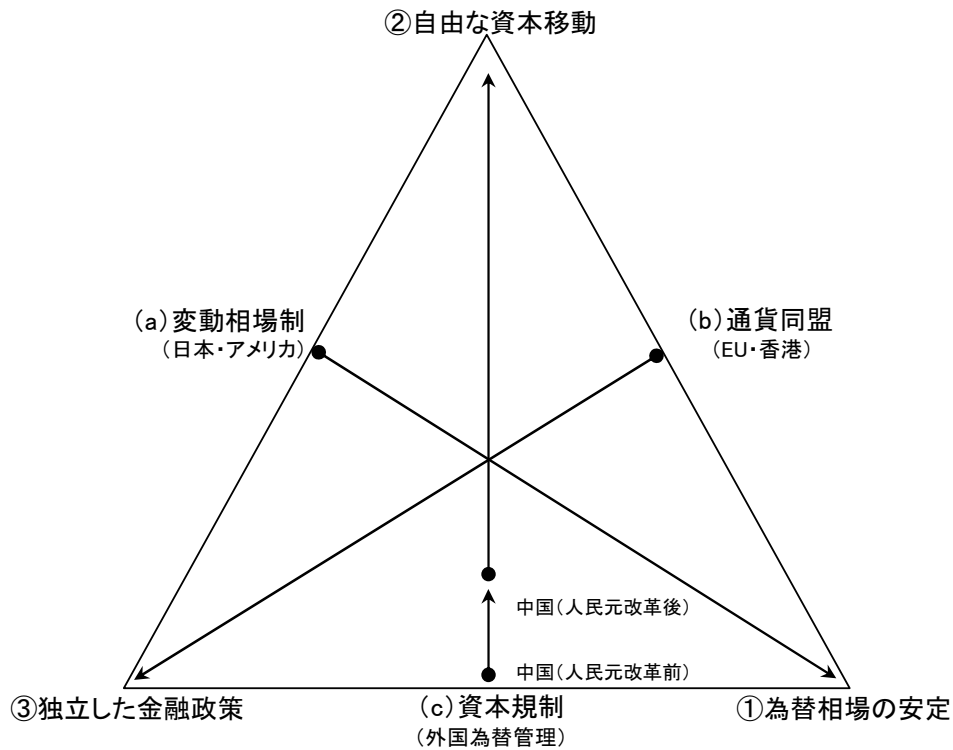


図7 トリレンマ命題における中国のポジション
(出所：筆者作成)

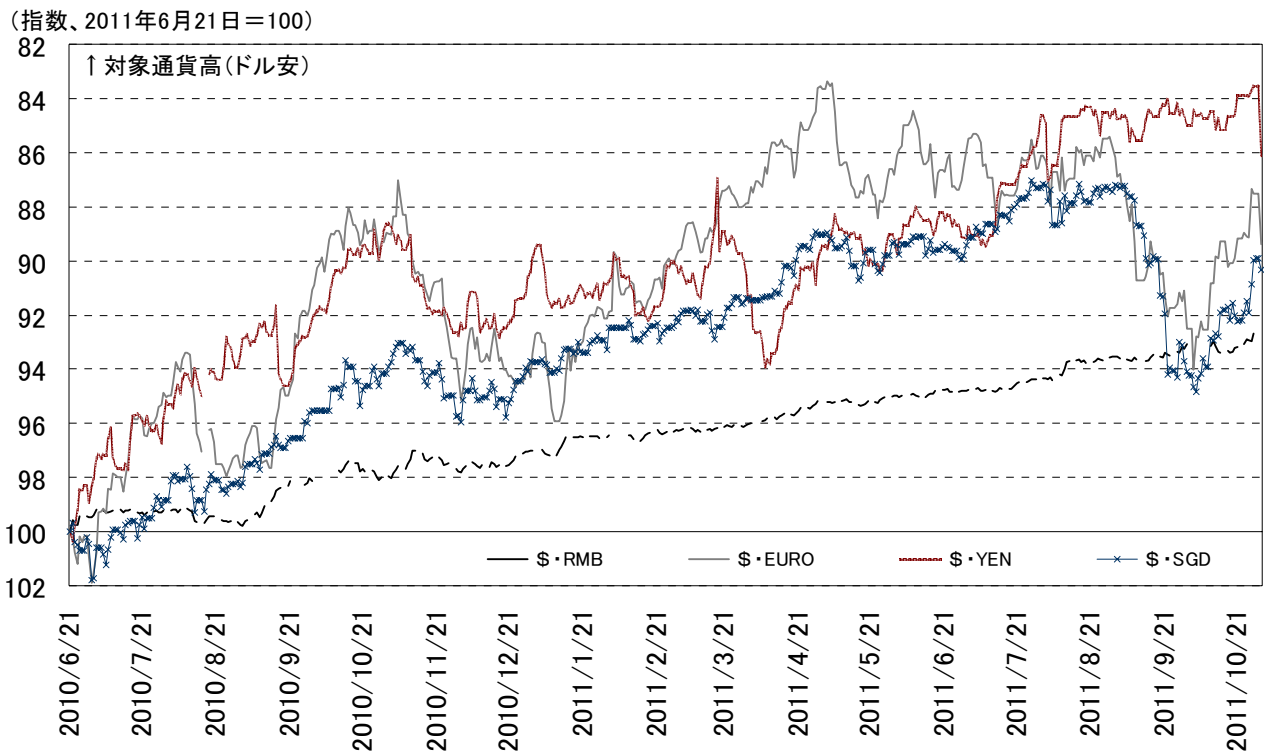


図8 ドル対人民元・ユーロ・円・シンガポールドル・レート推移
(出所：中国外為管理局などの Web データを基に筆者作成)

人民元と完全な変動相場制である円とユーロと比べるのは、比較の対象として適切ではないという見方もあるため、そこで、同じアジアのエマージング通貨で、シンガポールドルの変動も図示することにした。シンガポールの為替相場管理はバスケット方式による管理型変動相場制（通貨バスケットの構成通貨、構成比率および変動幅については公表されない）として知られている^{注6}。図8からわかるように、シンガポールドルは円とユーロと似たようなサイクルを描いている。これはアメリカが要因で変動しているということである。さらに、シンガポールドルは円と比べて、ユーロとの連動性が強いことから、これは欧州債務危機の深刻化を受け、新興国の通貨安が急激なペースで進んでいることがわかる。人民元の為替管理制度に比べ、シンガポールドルは名実ともに管理フロート制であることといえる。

人民銀行が Web で公表した新しい人民元為替制度内容の声明（2010年9月15日付）では、①市場の需給関係を土台とする、②主に経常収支のバランスを重視、為替レートの変動幅を調節する、③通貨バスケットになっているが、これは現時点での人民元改革の方向として強調されていると思われる。^{注5}

中国がとりうる為替政策について「最善（the best）」と言えるものを特定することは難しい。当面の措置として、対ドルレートの安定を最優先させ、通貨バスケットとの連動を配慮しつつ、(a) 経常収支の安定（または大幅な貿易黒字）、(b) マクロ経済の安定、(c) 金

融市場が安定、という三つの条件が揃った場合に、「市場の需給関係」をより重視することになると推測される。⁹中長期的かつ全体的な立場に立って考えた場合は、市場の需給関係に基づく柔軟な為替制度を構築することが人民元改革には欠かせない。

8. おわりに

中国にとって最大の政策課題は常に経済の安定確保であり、人民元改革は国内経済へ配慮をしながら、徐々に進めるという戦略を採らざるをえないことは理解できる。

今後の展望について考えると、中国が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。しかし、「国際金融のトリレンマ」の関係から、中国の資本取引の自由化が進めば、政府に管理された安定的な為替レートと独立した金融政策の両方を手にすることはできない。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極めて重要である。このように考えると、中国にとって長期的な政策ゴールとして、もはや完全変動性への移行という選択肢しか残っていない。

今後、本当の意味での「変動為替相場制度」に近づけていくために、その前提条件となる資本市場の開放や国内金融市場の整備や市場参加者のリスク管理能力を高めていくことが当面の急務となるろう。

[注]

注1 人民元切り上げについて比較的早く言及したのは、2001年8月7日付のイギリスの《フィナンシャル・タイムズ》の“China's Cheap Money”（「中国の通貨安」）と同年9月6日付『日本経済新聞』の「通貨調整は可能か、強まる中国脅威論」である。その後、日本政府の官僚は様々な場面で人民元切上げを促した。

注2 日本では欧米ほど人民元切り上げ論は台頭していないが、その背景には中国への生産移管が進み、人民元の安定化がコスト安をもたらしていることが挙げられる。

注3 2011年1月30日に人民銀行が発表した「2010年第4四半期貨幣政策執行報告」では、マクロ・ブルーデンス強化及び貸出と流動性の総量の調節のため、2011年以降、自己資本比率が比較的低く、貸出の伸びが速すぎるなどリスクが高まっている40行あまりの地方金融機関に対して、差別的預金準備率を適用しているとされている。

注4 1997年のアジア通貨危機において、IMFがタイ、インドネシア、韓国に対して処した政策処方箋の基本的な考え方は、自由な資本移動を維持しつつ、為替相場の安定を図るために、金融政策の自由が犠牲にすることはやむを得ないという資本自由化の潮流を反映したものであった。具体的に、緊急融資と引き換えに緊縮財政・高金利政策・金融システム改革・包括的構造改革を柱とする厳しい条件の経済改革を課したのである。その結果、景気後退の加速や不良債務問題の深刻化という多大な犠牲や副作用を招いてしまい、IMF型処方箋（どの国にも一様な改革案）の効果が疑問視されたのである。

注5 人民元為替制度の内容、中国人民銀行公式サイト、2010.9.15
(http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3390/2010/20100915164905917508642/20100915164905917508642_.html)2011年10月31日

注6 シンガポール・貿易為替制度, ジェトロ・海外ビジネス情報

(http://www.jetro.go.jp/world/asia/sg/trade_04/)2011年10月31日

[引用・参考文献]

- 1) 関志雄; 金融引き締めで大幅に鈍化してきたマネーサプライの伸び, 中国経済新論・实事求是, 2011.7.28
(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/110728ssqs.htm>)2011年10月31日
- 2) 伊藤修; 日本の経済—歴史・現状・論点, 中公新書, 2007, p.96
- 3) 黒田東彦; 「第8章 円高の経験と中国にとっての教訓」, 関志雄・中国社会科学院世界政治経済研究所編『人民元切り上げ論争—中・日・米の利害と主張 (経済政策レビュー)』, 東洋経済新報社, 2004
- 4) 上川孝夫・藤田誠一・向壽一; 現代国際金融論[新版], 有斐閣, 2003, p.165
- 5) Williamson John; Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option, Policy Analyses in International Economics, 60:p.7-9,56,2000
- 6) 張斌; 人民元為替制度のトリレンマ, 季刊中国資本市場研究2010年秋号, 第4巻, p.24
(http://www.nomurafoundation.or.jp/data/CCMR-4-2_AU2010_03.pdf)2011年10月31日
- 7) 関志雄; 迫られる完全変動相場制の移行, 中国経済新論・实事求是, 2007.10.2
(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/080826ssqs.htm>)2011年10月31日
- 8) 関志雄; 未完の人民元改革—課題となる対外不均衡の是正—, 資本市場クォーターリー2006夏号
(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2006/2006sum19.pdf>)2011年10月31日
- 9) 伊藤隆敏・小川英治・坂根みちる; 「第4章 人民元改革の実際と意義」, 伊藤隆敏・小川英治・清水

- 順子編著『東アジア通貨バスケットの経済分析』、東洋経済新報社、2007
- 10) 平成11年版通商白書；第2章 第2節 通貨危機の拡大と実体経済の悪化，通商産業省（現・経済産業省），1999.5
- 11) 通商白書2011；第1章 第1節 3. 中国経済の現状と課題，経済産業省，2011.10.26
- 12) 世界経済の潮流2005年春；第I部 第1章 第2節 人民元切上げ論の高まりと政策対応，内閣府，2005.5.30

The Future of the RMB Exchange System Reform - Based on Experience of the Exchange Liberalization of Japan-

MEI Dahai

Abstract :

China's transition to the floating exchange-rate regime started from the "RMB reform" implemented in July 2005, when China shifted from a conventional dollar peg regime to a managed floating exchange rate regime. However, Chinese foreign exchange policy focuses on "managing" rather than the "floating" aspect, and authorities have continued large-scale intervention to suppress the rise of the RMB every day afterwards. As a consequence, monetary policy independence still remains significantly restricted.

This situation in China is similar to that in Japan in the early 1970s. This paper reviews Japan's experience at that time in light of the current situation in China and shows the lesson that China should learn. And then, based on the theory of the international finance triple handicap, this paper demonstrates the most suitable choices in the "RMB reform".