



RIETI Policy Discussion Paper Series 04-P-003

なぜ人民元の切り上げが必要なのか —日本のためでなく中国自身のためである—

関志雄
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

なぜ人民元の切り上げが必要なのか
—日本のためでなく中国自身のためである—

経済産業研究所

関志雄

2004 年 1 月

要旨

中国の外貨準備の急増に示されるように、人民元は切り上げ圧力に晒されているが、中国政府が人民元の切り上げに対して慎重な姿勢を採っている。しかし、割安になった現在の為替水準を無理に維持しようとする、対外不均衡が一層拡大し、資源配分の低効率化、バブルの膨張、対外貿易摩擦の激化といった弊害が生じるであろう。為替レートの調整に加えて、為替制度自身も見直しを迫られているが、ドルペッグに代わるものとして、バスケット、バンド、クロージングに基づく「管理変動制」が有力な候補となる。一方、日本では人民元の大幅な切り上げを求める声が根強い。しかし、日中関係が競合的というより補完的であることを考えれば、「元高」は、日本にとって、製品に対する需要の増大というプラスの面より、生産コストの上昇を通じた企業収益と産出の減少というマイナスの面の影響が大きいと見られる。このように、人民元の切り上げは、日本のためでなく中国自身のためであると言える。

はじめに

近年、躍進の目覚しい中国がグローバル・デフレの元凶とされて、日本を始めとする諸外国から人民元切り上げを求める声が高まっている。通貨は一国の経済力の鏡である。中国の競争力の向上を反映して、人民元の切り上げは自然な流れであろう。本文では、中国経済のファンダメンタルズの変化を踏まえて、中国が採るべき為替政策を検討する。

改革開放以来、人民元は低下傾向を辿ってきた。これは、輸出の拡大による交易条件の悪化（いわゆる「豊作貧乏」）を反映しており、産業の国際競争力の向上は、人民元切り上げの前提条件となる。最近の外貨準備の急増に示されるように、この条件はすでに整っている。人民元の緩やかな上昇は、競争力を始めとする中国経済のファンダメンタルズの改善を反映するものであり、切り上げによって国際社会の要望に応えることもできる。

為替レートの調整に加え、為替制度自身も改革を迫られている。当局が変動為替レートへの移行を中長期の目標としているが、その移行期において、「管理変動制」が採用されると予想されるが、バスケット（Basket）、バンド（Band）、クローリング（Crawling）というBBC方式が、「管理」の重要な基準となろう。管理変動制への移行は必ずしも資本自由化を前提とする必要がない。確かにWTO加盟を経て、資本管理が益々難しくなっているが、不良債権問題を抱える銀行部門の脆弱性を考慮すると、当局が自ら資本移動の自由化を急ぐべきではない。

日本は人民元の切り上げを求めているが、これは中国の反感を買っているようである。しかし、為替政策は国益にかかわっているだけに、互いに感情論をできるだけ排除し、冷静な分析と対応が必要である。そもそも、中国と日本の経済関係は競合的というより補完的であることを考えれば、人民元の切り上げは、日本にとって、製品に対する需要の増大というプラスの面より、生産コストの上昇を通じた企業収益と産出の減少というマイナスの面の影響が大きいと見られる。一方、中国にとっても人民元レートを現在の低水準に維持し、不均衡を放置する時に伴う機会費用が非常に高いことを合わせて考えると、人民元の切り上げは、日本のためではなく中国自身のためであると理解すべきである。

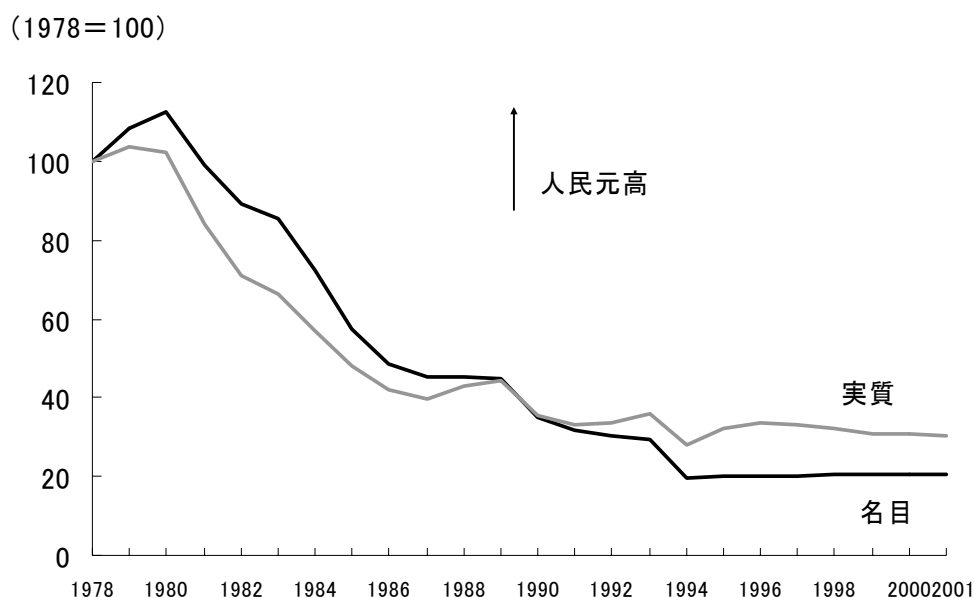
1. 高まる切り上げ圧力

対外収支における不均衡の拡大を反映して、中国の外貨準備が急速に増えており、人民元が上昇圧力に晒されている。当局は外貨準備の増大と為替の切り上げというトレードオフに直面している。無理に切り上げを先に延ばそうとすると、外貨準備が一層増加し、資源配分の低効率化や、バブル経済の膨張、対外貿易摩擦の激化といった弊害が生じるであろう。

1) 元安から元高へ

中国は 70 年代末に改革開放政策へ転じてから、年平均で 10% 近い高成長を達成してきたにもかかわらず、人民元が長期にわたって下落しているため、一人当たり GDP はいまだ 1000 ドル前後にとどまっている。現在、人民元の対ドルレートは 78 年と比べて、名目ベースでは約 80%、内外の物価変動を割り引いた実質ベースでは約 70% 安くなっている(図 1)。これは、中国当局が競争力を維持するために意図的に元安政策をとってきた結果であるという見方もあるが、当局がコントロールできるのは名目レートだけであり、実質レートはあくまでも経済のファンダメンタルズを反映していると理解すべきである。

図 1 人民元の対ドルレートの推移



(注) 実質レートは、GDPデフレーターに基づく

(出所) IMF, *International Financial Statistics* より作成

名目為替レートの中長期的な傾向を考えるとときには、自国通貨が内外のインフレ格差に比例して減価するという(相対的)購買力平価が一つの目安となる。購買力平価が成り立つことは、実質為替レートが一定であることを意味するが、為替レートを購買力平価から乖離させ、実質為替レートを変動させる力として働く次の二つの効果も見逃してはならない。一つは、成長率の高い国ほど実質賃金の上昇率が高く、これを反映して、実質為替レートの上昇率も高いというバラッサ＝サミュエルソン効果である。もう一つは、交易条件(輸出品の輸入品に対する相対価格)の変化である。他の条件が一定であれば、交易条件の悪化は実質為替レートの下落を意味する(注 1)。

しかし、中国の場合、バラッサ＝サミュエルソンの仮説に反し、高成長を遂げているにもかかわらず、人民元の名目為替レートが国内と米国のインフレ率との格差以上に減価しており、実質為替レートも大幅に下がっている。これは、中国が農村部に数億人もの余剰労働力を抱えているため、貿易財部門における生産性の上昇が必ずしも実質賃金の上昇につながっていないことを反映していると考えられる。

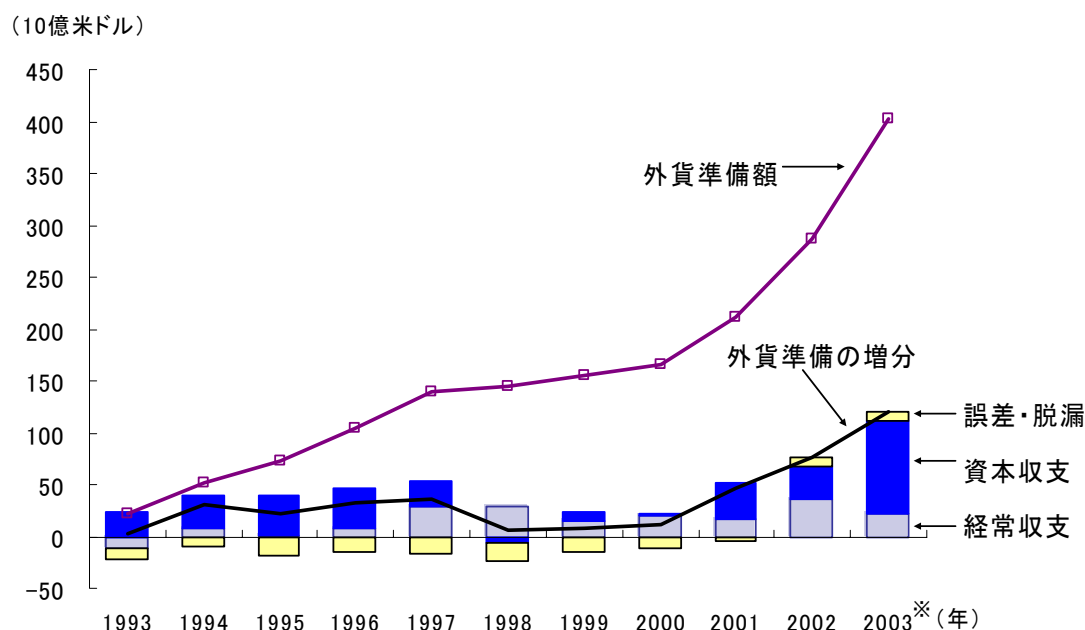
さらに、改革開放に伴う中国の交易条件の悪化も人民元の実質安に働いている。70年代末に始まった改革開放政策の結果、中国経済は豊富な労働力という比較優位に沿って世界経済に組み込まれつつある。中国が計画経済下の重工業化政策を放棄し、労働集約型製品に特化した結果として、国際市場での労働集約型製品の供給が増大する一方、技術・資本集約型製品に対する需要も増えている（中国の国内生産が減少する分を補う形で）。この需給関係の変化は、労働集約型製品の技術・資本集約型製品に対する相対価格の低下、ひいては中国の交易条件の悪化をもたらしている。これを反映して、人民元が長期にわたって実質ベースで下がり続けたのである。

したがって、今後は次の二つの条件のどちらか一つでも満たされるようになれば、人民元は実質ベースで切り上げの方向に転換すると考えられる。一つは、農村部の余剰労働力が完全に工業やサービス部門に吸収されることであり、もう一つは、産業の高度化により、輸出拡大の牽引役が現在の労働集約型製品から技術・資本集約型製品にシフトし、それに伴って交易条件が改善することである。前者の場合、余剰労働力の規模があまりにも大きいことを考えると、少なくとも20年にかかるであろうが、後者の場合、すでに交易条件改善の転換点に到達していると見られる。

2) 拡大し続ける中国の対外不均衡

その現れとして、対外収支の黒字拡大とそれに伴う外貨準備の増加に象徴されるように、人民元の切り上げ圧力はすでに顕著になっている。特に、WTO加盟をきっかけに、海外からの直接投資が拡大し、また、外資企業の活躍に加え、新たに国際貿易に参入できるようになった民営企業の輸出の増大に支えられて、資本収支と経常収支はともに大幅な黒字を計上している。これに加え、国際収支統計の誤差脱漏が資本逃避を示す赤字から黒字に転じていることに象徴されるように、人民元の切り上げを見込んだ投機的資金が公式ルートを経由せずに中国に流入していることも外貨準備の急増につながっている（図2）。国際収支全体というフローが黒字である以上、外貨準備というストックも増え続けることになる（注2）。中国の外貨準備は2003年末で4033億ドル（中国銀行と中国建設銀行に資本金として注入した450億ドルを除く）と、日本に次ぐ世界第二位という高水準に達している。

図2 対外収支不均衡の拡大と外貨準備の増加



(注) 外貨準備の増分＝経常収支＋資本収支＋誤差・脱漏

※2003年については、外貨準備額は年末実績、その他の数字は上半期実績に基づく年率換算

(出所) 国家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn/>

対外不均衡の拡大は、現在の為替レートが市場の均衡レートを下回っていることを端的に示している。中国は管理変動制を採用していると主張しているが、その重点はあくまでも「管理」に置いており、97年のアジア通貨危機以降、人民元の対ドルレートは殆ど「変動」が見られていない（注3）。現在のように、人民元がドルに対して割安の水準に設定されると、ドルの供給がその需要を上回ることになり、為替を安定させるために、当局は人民元を発行し、市中に余っているドルを吸い上げなければならない（図3）。もし中国が完全変動為替制を採用しているのであれば、中央銀行は為替市場に一切介入せず、外貨準備の水準が変化しない代わりに、為替レートが外貨に対する需要と供給を均衡させるように切り上がっていくのである。

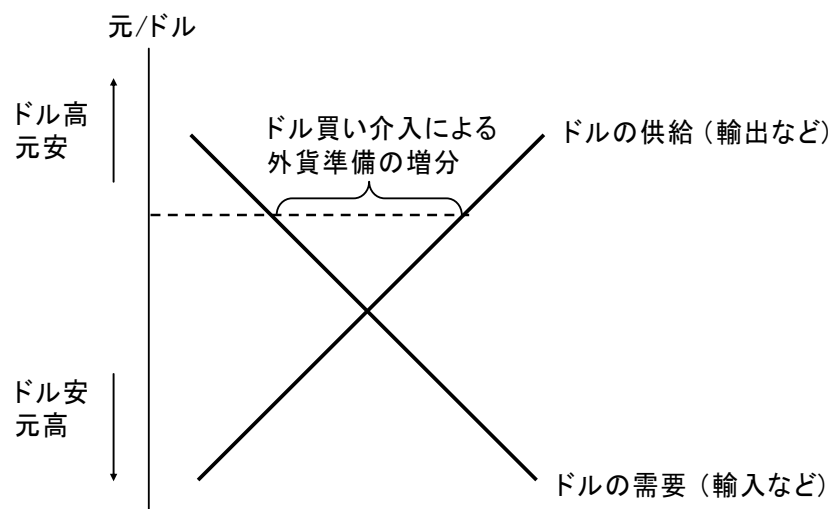
現在のように、無理して割安の為替レートを維持しようとする、外貨準備が一層増えることになり、それに伴う弊害はすでに顕著になってきている。当局による市場介入の結果、外貨準備が増えるが、これはドル債の購入などの形で運用されるため、せっかく稼いだ外貨が国内の経済建設に活かされることなく、海外に流出してしまうのである。その一方、介入によって、国内の通貨供給量も増え、景気の過熱に拍車を掛けかねない。市場介入によっ

て発生した流動性を吸収するために、当局が公開市場操作などにより貨幣供給を抑えるという不胎化政策を採っている。具体的には、中央銀行が手持ちの短期国債を売って、人民元を回収することに加えて、2003年9月21日から商業銀行の預金準備率を6%から7%に引き上げている。しかし、不胎化操作の結果、通貨の増加をそのまま放置する場合と比べて国内金利が上昇し、一層ホットマネーの流入を誘発しかねない。さらに、中国は主要相手国との貿易不均衡問題を放置すると、貿易摩擦が一層激化するだろう。特に、今年11月に予定されている大統領選挙に向けて、米国による人民元切り上げ圧力が一段と高まると見られる。

為替の安定と不均衡の是正を目指すべく、当局は介入を通じて為替レートを維持しながら、外貨の流出を促し、その流入を抑える措置を相次いで打ち出している。まず、外貨流出の促進策として、自国企業の対外直接投資に対する規制が緩和され、個人に対しても外貨交換枠と海外へ持出し可能な外貨枠が拡大された。また、中国は米国に買い付けミッションを派遣し、航空機や自動車などの緊急輸入を行っている。その一方で、外貨流入を抑える方策として、今年1月に増値税（付加価値税）の還付率を平均3%ポイント引き下げることを実施した。増値税の税率が17%であるのに対して、現在還付率は平均15%にとどまっており、残りの2%は輸出税に当たる。今回還付率が引き下げられることは、輸出税の増税に当たり、中国製品の輸出を抑える効果が期待される。

しかし、外貨流出への緩和策が資本逃避を助長しかねない上、緊急輸入や輸出税の引き上げといった政府による市場への介入も資源の有効な配分を歪めてしまうことになる。このような方策に伴う副作用が大きい以上、中国としては不均衡を是正するために、最も直接的かつ有効な手段である為替調整を活用すべきである。

図3 外貨準備増加のメカニズム



（注）外貨流出の促進策は需要曲線を右にシフトさせること、外貨流入の抑制策は供給曲線を左にシフトさせることによって表すことができる

3) 外貨準備が多いほど良いものではない

これだけ不均衡が拡大しているにもかかわらず、当局は依然として、「外貨準備は多ければ多いほど良い」という従来の発想から脱却できていないようである。その論拠として、中国統計局の邱曉華副局長は、①外貨準備は、通貨投機といったリスクに対する備えとして、また経済改革の資金源として必要であること、②豊富な外貨準備は、人民元の国際化の必要条件でもあること、③中国の外貨準備はまだ日本には及んでおらず、多すぎるとは言えないこと、を強調している（2002年12月16日付「中国経済時報」）。しかし、このような考え方は、政策を誤った方向に導きかねず、是正する必要がある。

まず、外貨準備が通貨の安定を維持する手段として必要であることについて異論はないが、その保有には高いコストを伴うということを認識すべきである。発展途上国としての中国は、海外から資金を調達する際にはリスク・プレミアムによって高い金利を負担しなければならないのに、米国債で外貨準備を運用すると低い収益しか得られない。この金利面における逆ざや現象は、低所得国である中国から高所得国であるアメリカに所得が移転されてしまうことを意味する。

そもそも、外貨準備は国内のインフラや生産設備と同様、国の資産の一部であり、その主な資金源は国民の貯蓄である。国の資産が一定であるならば、その最適な構成（ポートフォリオ）は収益性とリスクをバランスさせながら決めるべきであり、外貨準備が多ければ多いほど良いとは限らないのである（注4）。実際、中国では、収益率の低い外貨準備が増える一方で、中国の経済発展の目玉である西部大開発計画が資金難に陥っているというこ

とに示されているように、国民の貯蓄は必ずしも効率的には使われていない。改革のための資金も、外貨準備という形で貯めておくのではなく、税金や国債の発行で賄うべきである。

また、人民元の国際化のために外貨準備を増やすべきだという主張も的はずれであると言わざるを得ない。自国通貨を国際的に流通させる最大の目的は、通貨発行の利益を獲得することである。例えば、米国は、自国の信用だけを担保に、国際的に流動性の高いドル紙幣やTB（短期国債）を発行し、低い金利（ドル紙幣の場合、無利子）で資金を調達することができる。しかし、中国のように、自国通貨への信用を高水準の外貨準備に求めざるを得ない場合、それに伴うコストが発行による利益を完全に相殺してしまうため、人民元の国際化のメリットが全くなくなってしまう。その上、不良債権問題に象徴されるように、中国の銀行部門が依然として脆弱である状況では、人民元の国際化はもちろんのこと、その前提となる資本移動の自由化も慎重に進めるべきである（注5）。そうしないと、金融危機の発生するリスクが高まることになろう。現に、最近の外貨準備の急増は、貨幣供給の拡大を通じて不動産価格の高騰など、バブルの膨張を助長している。

さらに、日本と中国の経済状況は大きく異なっており、単純に比較できない。まず、日本の外貨準備は、絶対額こそ中国を上回っているが、GDP比で見ると15%程度に留まり、中国の30%には遠く及ばない。さらに、日本では国内の金利が米国と比べてかなり低く、米国債での運用は必ずしも悪い投資ではないのである。これは、資本蓄積の水準が依然として低く、投資の限界生産性が高い中国とは対照的である。さらに、日本は内需の不足による不況に陥っており、外需の拡大を通じて景気を維持するためにも、介入を通じて円高を阻止しなければならない。一方、中国は「一人勝ち」と言われるほど、景気が良く輸出も好調である。

この外貨準備が多ければ多いほどいいという考え方は、外貨準備の規模が国力を表す重要な指標であると思なす重商主義に基づくものである。しかし、覇権国である米国でさえわずかな外貨準備しか持っておらず、外貨準備と国力の間には必ずしも関係性がないということは明らかである。中国が追求すべき目標は、あくまでも国民生活の向上であり、これは制度改革に加え、国内の人的資本や生産設備・インフラといった物的資本に投資することを通じてのみ達成できるものである。国民の貴重な貯蓄を低金利に甘んじてまで米国政府に融資し続けるのではなく、国内向けの投資など、もっと有効に利用すべきである。

2. ドルペッグ離脱への模索

為替レートの変更に加え、為替制度の変更も迫られている。新しい為替制度を考える時に、国際金融の三位一体の原則を考慮しなければならない。すなわち、どんな国においても、

マクロ経済運営に当たって、自由な資本移動、為替の安定、独立した金融政策の3つの目標は同時に達成できない。これまで中国は、自由な資本移動を放棄する代わりに、実質上のドルペッグという固定相場制と金融政策の独立性を堅持してきた。今後、資本移動が活発化すれば、金融政策の独立性を保つために、ドルペッグの代わりに、BBC（バスケット、バンド、クロールリング）ベースとする管理変動制に移行すべきである。

1) 時代とともに前進すべき為替政策

これまで述べてきたように、海外から人民元の切り上げを求める声が高まり、また市場における切り上げ圧力を象徴するように、中国の外貨準備が急増しているが、当局は、切り上げの必要性がないと繰り返して強調している。客観的に見て切り上げの条件が整っているのに、なぜ中国はその実施を拒否し続けるのだろうか。これには、以下のような理由が考えられる。

まず、これまでの成功体験が逆に新しい思考への妨げとなっている。97～98年のアジア通貨危機当時、中国は豊富な外貨準備をバックに、人民元の安定に努め、危機の中国への波及を免れた。これにより、アジア諸国間に起こった切り下げ競争を避けられたことから、中国は世界各国から、アジア通貨危機の終息に大きく貢献したと高く評価された。こうした経緯から、当局は為替の安定と外貨準備の拡大を、政策手段というよりも目指すべき目標と見なすようになった。

第二に、現在中国経済のパフォーマンスが概ね良好であり、当局はマクロ政策を変更する必要性を感じていない。一般的に、外貨準備がこれだけ増えると、マネーサプライもそれに連動する形で急増し、その結果、インフレが起こり、物価の安定のために為替レートを切り上げて対処するというのが通常の処方箋である。しかし、中国の場合は、現在、インフレが起こるどころか、いまだに物価が下がり続けているというデフレ状態にある。また、切り下げ圧力にさらされる場合、対外収支が悪化し、外貨準備が不足することにより輸入の決済や債務の返済に支障が生じるなどの緊急事態が発生するが、これとは対照的に、現在のように外貨準備が上昇する局面では、当局が切り上げ実施に追い込まれることがない。

第三に、人民元の切り上げは、国全体で見れば望ましくても、それによってマイナスの影響を受けるグループは反対するだろう。具体的には、元高になれば中国の製品がドル換算で高くなり国際競争力が低下する一方、輸入価格は人民元で見て逆に安くなることから、農業をはじめとする、輸入との競争にさらされている比較劣位部門や、効率の悪い国有部門が打撃を受けることになるだろう。

最後に、日本を始めとする海外からの切り上げ要求は、為替政策という中国の国内経済問

題を国際政治問題に変えてしまっている。中国の新しい指導部にとって、外圧に屈する形での切り上げは是が非でも避けたいシナリオであろう。この意味で、これまで日本の金融当局者によって言及された元高待望論は、人民元の切り上げを遅らせることはあっても、早めることはないであろう(注6)。

しかし、国内外の経済情勢が大きく変化した今、これまで上手く機能してきた為替政策も見直すべき時期に入っている。ここでは、上述の論点の誤りを明らかにすることを通じて、人民元切り上げの必要性を訴えたい。

まず、アジア通貨危機当時、人民元の安定（切り下げないこと）は各国が求めたものでもあったのに対して、現在の人民元の安定（切り上げないこと）は国際社会から批判の対象となっている。日米欧の対中貿易不均衡が拡大し、特に 2003 年に米国の対中赤字が 1240 億ドルに達している中で、中国が切り上げを避けようとする、貿易摩擦の激化という代償を支払わなければならない。2003 年以降のドル安につれて、元も他のアジア通貨に対して大幅に切り下がった。米国はともかく、元安の進行はアジア諸国にとって、内心では不満であろう。

第二に、現在の外貨準備の保有量はアジア通貨危機当時の 2.5 倍に膨らんでおり、その運用益が国内投資と比べて非常に低いことをあわせて考えると、はるかに「最適規模」を超えていると見られる。そもそも、米国債を購入することは、米国政府に融資することを意味する。また、中国が米国政府に対して多くの債権を持つことは、対米外交の交渉力を高める手段として使えるのではないかと、という議論もある。しかし、中国の経済規模がまだ米国の一割程度であることを考えると、中国の立場は弱く、米国政府への融資が逆に人質としてとられてしまうことさえ考えられる。こうした政治的考慮からも、外貨準備を減らしながら、その運用先として、ドル以外の通貨に分散すべきである。

第三に、WTO 加盟後も輸出が堅調に伸びており、輸出業者からの反対は弱いものと見られる。本来、為替政策の目標はあくまでもマクロ経済の安定、中でも対外均衡に限定すべきものであり、無理して比較劣位部門の保護といった他の目的に使えば、その副作用が大きいことを覚悟しなければならない。産業政策や弱者の救済は、為替政策ではなく、財政などより直接的な手段で行うべきである。

最後に、海外からの切り上げ要求に対して感情的になってはならない。為替政策は自国の利益を基準に冷静に判断すべきである。実際、ついこの間まで、中国のマスコミにおいても人民元の切り上げに賛成する意見が多く登場したのに、外圧が高まるにつれて完全に反対論に取って代わられた。政府主導のこのような世論形成は、当局が採れる政策の余地を

自ら狭めるだけであり、決して中国のためにはならない。

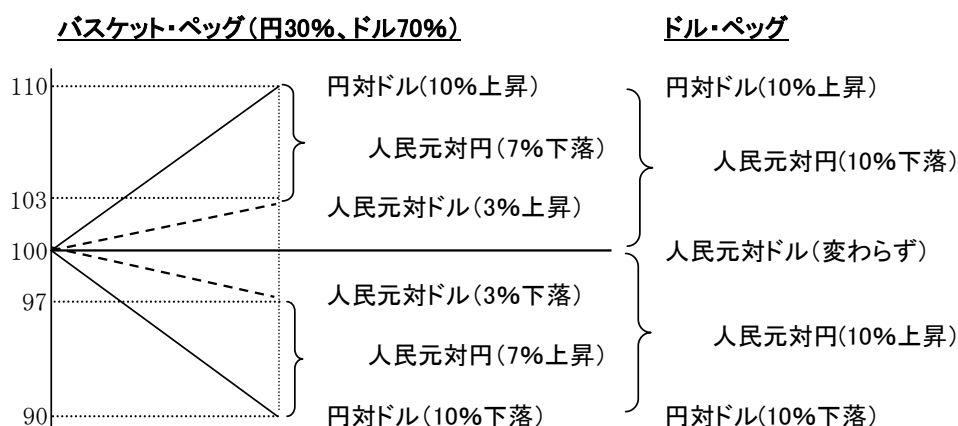
そもそも、どこの国でも、ある政策または制度が一旦実施されると、その有効性が失われてからも、継続される傾向が強く、中国の為替政策はその一例にすぎない。こうした慣性の打破を目指して、江沢民主席が、2002 年の秋に行われた共産党第 16 回全国代表大会における報告で、「改革を行うには、絶えず思想を解放し、实事求是を旨とし、時代とともに前進しなければならない」と訴えた。これからの人民元のあり方を考える際に、まさにこのような精神が求められている。

2) 管理変動制をいかに管理するか

人民元問題を巡り、米国が中国に対して、ドルペッグから離脱し、変動制に移行することを求めている。これに対して、中国は、「市場経済に即した柔軟な為替制度」を中長期的な目標としながらも、貿易と資本取引の自由化や、銀行を始めとする金融部門の健全化など、その前提条件がまだ整っていないことを理由に、猶予を求めている。完全変動制の実現が短期的には無理である以上、それに向かう長い移行期において、当局の積極的な介入を前提とする管理変動制が採用されることになるであろう。その管理の基準としては、バスケット(Basket)、バンド(Band)、クローリング(Crawling)の三つの要素からなる BBC 方式が有力となっている。

まず、「バスケット制」とは、為替レートを、ドルのような単一の通貨ではなく、複数の通貨からなるバスケットにペッグ（連動）させる制度である。貿易相手国との貿易量のウェイトを反映した「実効為替レート」も、一種の通貨バスケットと見なすことができる。それに基づくバスケット制を採ることは、実効為替レートを安定させる政策運営を行うこと意味する。仮に、中国は円とドルからなる通貨バスケットに人民元をペッグするとしよう（図 4）。このバスケットに占める円のウェイトが高いほど、人民元と円の（ドルに対する）連動性が強く、人民元の対円レートの変動も小さくなる。例えば、円のウェイトが 30%である場合、円がドルに対して 10%切り上がるとき、中国の当局は元の 3%の対ドル上昇で対応する。100%のドルペッグの場合と比べ、中国の輸出競争力の向上が抑えられる。逆に、10%の円安に対して 3%の元安で対応することにより、中国の競争力の落ち込みに歯止めがかけられる。その結果、従来のドルペッグ制と比べて、通貨バスケット制では、円ドルレートが変動しても中国の国際競争力の変化は小さくなる。このように、バスケット制の採用は中国経済をドルの他の主要通貨に対する変動の影響から遮断する政策手段として有効である。

図4 通貨バスケット制とは



(注) 円ドルレートが変動しても、人民元の通貨バスケットに対する価値が変わらない。
 (10%円高の時、 $-7\% \times 30\% + 3\% \times 70\% = 0$ 、10%円安の時、 $7\% \times 30\% - 3\% \times 70\% = 0$)
 (出所) 経済産業研究所

次に、「バンド」とは、容認される為替レートの変動幅（例えば、中心相場の $\pm 5\%$ ）のことである。バンド内において為替レートは市場の需給関係に任せられているが、バンドの上限と下限を超える可能性がある時は、当局は介入も辞さない。バンドの幅が広いほど、政府が介入する必要が少なくなり、変動為替制に近づき、それに比例して、金融政策の自由度も広がる。

最後に、「クローリング」とは、為替レートをファンダメンタルズの変化に合わせてペッグの対象通貨（バスケットを含む）に対して調整していくことである。例えば、アジア通貨危機前のインドネシアでは、自国通貨の為替レートが毎年ドルに対して4%ほど下がっていたが、これは、インドネシアのインフレ率がアメリカに比べて4%ほど高かったからである。そのため、インドネシア政府は、購買力平価（PPP）、ひいては競争力を維持するために、このインフレ率の差に比例してルピアを減価させていたのである。これに対して、割安になっている今の人民元の場合、均衡レートとのギャップが解消されるまでは、クローリングダウンよりも、むしろクローリングアップのほうが妥当であろう。

BBCに基づく管理変動制に移行する際には、バンドの幅、バスケットの構成、クローリングのスピードを具体的に決めなければならない。現在、中国が採っている実質上のドルペッグ制は、為替レートの変動幅も、バスケットに占めるドル以外の各通貨のウェイトも、クローリングのスピードものすべてがゼロ%であるというBBC方式の特殊なケースと見なすことができる。これに対して、それぞれの「最適水準」をどう決めればいいのかに関して、専門家の間でも意見が分かれている。誤った選択を行うリスクが存在する以上、これ

を最小限に抑えるために、これらの比率を段階的に上げていくという漸進的戦略を薦めた
い。

3) 急ぐべきではない資本移動の自由化

塩川財務大臣（当時）が G7 など公式の場で言及していたのを始め、日本の金融当局者が中国に対して人民元の切り上げとともに資本移動の自由化を求めている。80 年代半ば頃、米国が「円ドル委員会」や「プラザ合意」を通じて日本に要求したことを、今度は日本が中国に求めるようになった。しかし、現在の中国経済の実力は 80 年代半ばの日本にはまだ遠く及ばず、金融の対外開放に関連するファンダメンタルズは、80 年代半ばよりもむしろ 70 年代初めの日本の状況に対応していると理解すべきである。すなわち、日本が固定相場制から変動相場制へ移行したのは 71 年のニクソン・ショック後のことであり、資本取引の本格的な自由化も、これよりおよそ 10 年遅れて、79 年の外為法改正（80 年 12 月に実施）まで待たなければならなかった。中国においても、為替の切り上げを先行させ、資本移動の自由化は中長期の目標に留めるべきである。

97～98 年のアジア通貨・金融危機が示しているように、脆弱な金融セクターを持つ途上国は資本取引の自由化を慎重に進めていかなければならない。中国は危機を免れることはできたが、それは国内経済・金融市場が健全であったからではなく、むしろ依然として資本取引規制が厳しかったことや、政府保証によって銀行が守られていると預金者が信じていたことによる部分が大きい。実際、非常に高い不良債権比率に象徴されているように、中国の銀行セクターが危機に見舞われたアジア諸国と同様に脆弱であることは、もはや周知の事実である。WTO 加盟に伴い外資系銀行が本格的に参入し、これを受けて銀行部門における競争はますます激しくなり、国内銀行の経営は一段と厳しくなるであろう。

中国が国内金融システムの脆弱性に注意を払わず、資本取引の自由化を急ぐことは非常に危険である。特に、短期資本の移動が自由になれば、海外から足の速い資金が大量に不動産市場や株式市場に流れ込むため、バブルが発生しやすくなる。その後、何らかの理由で外資が逃げ出し、バブルが崩壊してしまうと不良債権が一挙に増え、中国が日本型の金融危機に陥ってしまうということも考えられる。一方、WTO 加盟に伴う外資系銀行の本格的参入などで国有銀行の優位性が徐々になくなっていく中、国有銀行において取り付け騒ぎが起こる可能性が一段と高くなる。このような問題に対処するには、大量の貨幣を増発して悪性のインフレを起こすか、厳しい条件を受け入れ、国際機関や先進国に支援を求めるしかなくなってしまう。いずれの場合においても、計り知れないコストを払うことになってしまうのである。

金融安定を保ちながら、資本取引の自由化を進めるには、次のような前提条件を整えてお

かなければならない。まず、企業の銀行への過度の依存体質を是正するため、直接金融を通じて資金を調達できるように、資本市場のさらなる発展が必要である。また、民営化と組織改革を通じて銀行自身のコーポレート・ガバナンスの確立を急ぐ一方、借り手である国有企業の改革もスピードアップさせなければならない。そして、政府は預金をある程度保証しながら、モラル・ハザードの問題を最小限に抑えるために、銀行の監督体制や金融システムの規制を強化しなければならない。

これまで、中国は経済改革と対外開放を同時に進めてきた。今後、金融分野において改革を精力的に推し進めなければならないが、対外開放に関してはより慎重にならざるを得ない。もしこの順序を間違えば、金融危機が起こりかねないのである。貿易や直接投資を通じて中国と経済関係が深まっている日本にとっても、こうした事態は決して対岸の火事ではすまされない。このように、中国に対する資本取引自由化の要求は必ずしも日本自らの国益に沿っているとは思われないのである。

3. 日本のためにならない「元高」

人民元の切り上げを求める諸外国の中では、日本が最も積極的である。しかし、中国と日本の経済関係が競合的というより補完的であることを考えれば、人民元の切り上げは日本にとって、製品に対する需要の増大というプラスの面より、生産コストの上昇を通じた企業収益と産出の減少というマイナスの面の影響が大きいと見られる。

1) 中国の躍進と日本の衰退の原因は本当に元安にあるのか

近年、中国の躍進と日本の衰退の原因を「元安」に求める論調がマスコミにおいて盛んに登場している。例えば、2003年7月11日の日本経済新聞「経済教室」に掲載された大阪大学の小野善康教授の「需要創出で円安を図れ」という論文も、このような主張を繰り返している。

小野論文では、「中国企業の価格競争力は、企業努力よりも人民元の相場の変化による面が大きい」と主張している。確かに、改革開放以来の25年間にわたって、人民元の対ドルレートは、名目ベースで見ても、内外のインフレ格差を反映した実質ベースで見ても、大幅に下がってきた。しかし、為替レートを大幅に切り下げた発展途上国は中国のほかにもいくらかでもある。その中で、なぜ、中国経済だけが躍進したのであろうか。為替の切り下げだけで経済が躍進できるのであれば、現在、世界中に存在している百数十カ国の途上国が、簡単に先進国になり、南北問題は一気に解消するであろう。このユートピアには、世界銀行も、ODAも存在する意味が全くない。しかし、世の中にはこのようなフリー・ランチがありえないことは経済学者が一番よく知っているはずである。

経済学の教科書にも書かれているように、短期の景気変動は需要要因、中長期の経済成長・発展は供給要因によって決められる。為替変動も、金融政策や財政政策などのマクロ政策と同様、主に需要を通じて景気を左右するが、四半世紀にわたって中国経済が平均9%という高成長を遂げた根本的原因是は、供給側の要因に求められるべきである。成長会計に沿っていえば、労働と資本といった生産要素投入量の拡大と生産性の上昇がこれまでの中国の成長をもたらしたのである。さらに、それらを支えているのは、「自力更生」から対外開放へ、また計画経済から市場経済への移行という「制度改革」によるものであると理解しなければならない。

小野氏は、中国の躍進の原因を元安に求めるだけでなく、日本経済の不振の原因も中国との「不公平な」競争にあると主張している。論文では、「日米の中国脅威論は、単に元の人為的な引き下げによって起こった、政策的なものである」と言い切っている。しかし、為替レートの切り下げは、短期的には外需の拡大を通じて、景気を支える効果があっても、時間とともに国内の物価も上昇するので、中長期的には実質為替レートは均衡水準に戻るはずである。このように、中長期的な実質為替レートは政府が人為的に決められる政策変数ではなく、あくまでも経済のファンダメンタルズを反映した内生変数である。中国の場合、人民元の中長期にわたる下落傾向は、自国の急速な輸出拡大によって、「窮乏化成長」とまでいかないが)、交易条件（輸出財の輸入財に対する相対価格）が低下したことを反映している。

また、人民元安が、日本経済にマイナスの影響を与えるという認識は、日中両国が類似した産業構造を持ち、国際市場において強い競合関係にあるという暗黙の前提に基づいている。しかし、実際には、両国の比較優位に沿って、中国が労働集約財（または工程）に、また日本が技術集約財（または工程）にそれぞれ特化するという分業体制ができており、競合関係というより、補完関係にあることは明らかである。この場合、石油価格の低下と同じように、中国からの輸入が安くなることは、日本の交易条件の改善を通じて、日本経済全体の厚生を高めるはずである。このように、「日本が不況から抜け出せないのはコスト高のせいであり、このままでは中国に負けて輸出が減り、景気がさらに後退して、日本はますます没落する」という考え方は被害妄想に他ならない。

2) 中国発の良いデフレと悪いデフレ

これに対して、中国のマスコミでは、切り上げ論は日本の「陰謀」であるという論調が支配的になっている。確かに、人民元切り上げ論には日本当局の「利己的」意図があるだろうが、その裏には中国の経済発展を抑えるという「損人的」（相手に害を与えようとする）陰謀が隠れているとは思わない。

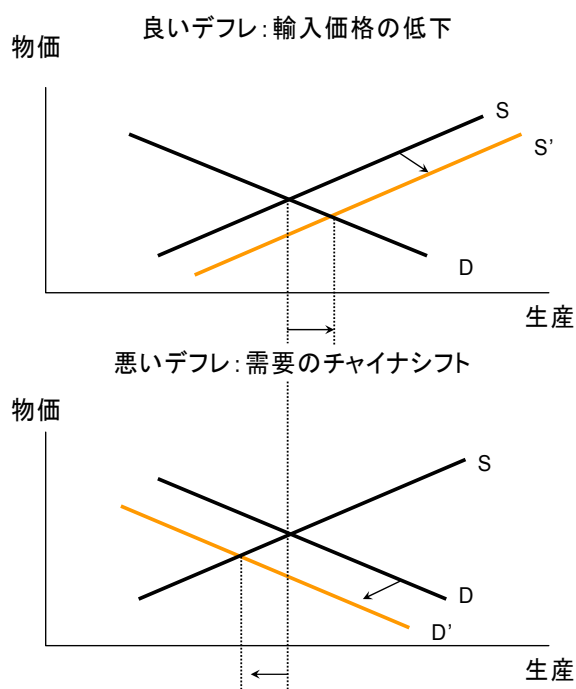
日本政府の人民元問題に関する考え方は、当時の黒田東彦財務官と河合正弘副財務官が連名で 2002 年 12 月 2 日付の英フィナンシャルタイムズに発表した「世界はリフレーション政策に転ずるべき時」と題する論文から読み取ることができる。両氏は、中国などアジアの新興市場地域の世界的貿易システムへの参入は、先進地域に強いデフレ圧力をかけているとし、グローバルなデフレ問題を解消するために、日米欧の政策協調に加え、中国の一層の金融緩和と人民元の切り上げという形での協力が必要であると主張している。

しかし、日本のデフレに中国要因が大きく寄与しているとは考えにくい。2002 年、日本の対中輸入は日本の GDP のわずか 1.5%程度に留まり、また、両国の貿易面における競合度が極めて低いことを考えると、中国発デフレの日本の物価への直接的または（国際競争を通じた）間接的な影響はともに限定的である。その上、中国のインフレ率（正確に言えばデフレ率）は日本とほぼ同水準になっており、中国が日本のデフレの原因であると言うなら、逆に日本がまた中国のデフレの原因であるとも言える。

百歩譲って、仮に中国発のデフレが、日本のデフレに拍車をかけているとしても、日本にとって本当に困るものなのか。この疑問を解くために、中国製品が安くなることは、日本にとって生産規模の拡大に伴う「良いデフレ」なのか、それとも生産の縮小をもたらす「悪いデフレ」なのかを区別して考える必要がある。

日本の新聞などが多く取り上げているのは、言うまでもなく「悪いデフレ」のケースである。すなわち、中国の輸出価格が安くなれば日本の国内はもちろんのこと、第三国の市場においても日本の輸出が中国の製品に代替されることになる。これを需要と供給の枠組で考えれば、日本の需要曲線が左にシフトするという形で表せる（図 5）。これは物価への影響という意味ではデフレであり、日本の生産に対してもやはりマイナスの影響を与えることになる。

図5 日本のデフレにおける中国要因



しかし、中国発デフレの中には「良いデフレ」という側面も考えられる。もし日本企業が中国から様々な部品や中間財を輸入している場合、中国からの輸入価格が安くなることは生産コストが下がることを意味する。経済学の教科書的に考えると、供給曲線は限界費用曲線に当たり、すなわち中国からの輸入でコストが下がるということは、日本の供給曲線が右にシフトして、結果的に物価にはマイナスであっても生産にはむしろプラスであることも考えられる。

では、「悪いデフレ」と「良いデフレ」の効果のうち、どちらが大きいのかを考える場合、日中の経済関係が競合的と見るのか、補完的と見るのかによって結論が異なってくる。日中が競合的と見た場合は、需要側の効果が大きくなり、マイナスの影響が大きいということになる。日中が補完的であると見た場合、供給側の効果が大きいため、生産に与えるプラスの影響の方が大きくなる。実際、日本と中国の輸出構造は、前者が付加価値の高いハイテク製品、後者が付加価値の低いローテク製品が中心になっているように、互いに競合している部分は実は少なく、両国経済が補完関係にあることは明らかである（注7）。そのため、需要要因よりも供給要因のほうが大きく、生産者にとって、中国発のデフレはむしろ生産の拡大をもたらす「良いデフレ」に当たる。

なお、以上の分析はあくまでも日本企業の立場に立った話であり、消費者にとって、デフレの善し悪しを区別する必要はない。国民全体にとって、石油価格の低下と同様、中国製

品の輸入価格の低下は、交易条件の改善、ひいては実質所得の上昇を意味する。

3) 幻想に過ぎない「元高」による日本への景気浮上効果

これに対して、人民元の切り上げは、中国経済の減速という「所得効果」と世界市場における中国製品の価格高騰という「価格効果」を通じて、日本経済にマイナスの影響を与えると考えられる。

まず、所得効果について考えてみよう。人民元が強くなれば、中国製品の国際市場における競争力が低下し、輸出が減速するだろう。中国は加工貿易のウェイトが高いため、これを受けて、日本の対中輸出も部品や機械類などを中心に鈍化せざるを得ない。日本にとっても、中国への輸出依存度が高まっており、機械産業を中心にその打撃を受けるだろう（注8）。

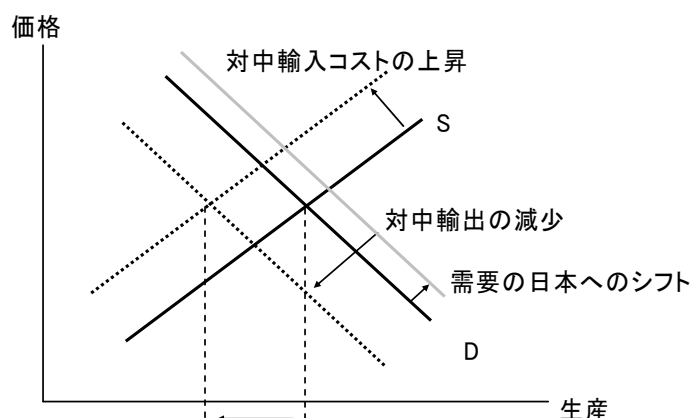
次に、価格効果に目を転じると、中国の輸出価格の上昇は、日本の各産業の投入価格と産出価格に同時に上昇圧力をかけるが、どちらへの影響が大きいかによって、各業種間の明暗が分かれる。一般的に、中国と産出の面において競合している業種では、産出価格への影響が強く、利潤と生産がともに増えることになる。つまり、人民元の切り上げの恩恵を受けるのは、日本がもはや比較優位を持たない労働集約型産業に限られる。これに対して、投入の面において中国と補完関係にある業種では、産出価格よりも投入価格の上昇幅が大きく、利潤と産出が低下することになる。個別の日本企業の立場に立つと、自社の製品が国内外の市場において中国と競合関係にある企業にとって、人民元の切り上げは、自らの競争力の向上を意味するが、中国から中間財を調達する企業は、生産コストの上昇を通じて、マイナスの影響を受けることになる。

価格効果を中心に「元高」の日本の産業全体への影響を考えると、中国と競合する業種のウェイトが高ければ、そのメリットが大きい。逆に中国と補完する業種のウェイトが高い場合、むしろそのデメリットが目立つ。日中間では、汎用製品の生産など労働集約的な部分を中国で、精密機器の生産など技術集約的な部分を日本で行う分業体制が確立されており、両国は補完関係にあることが明らかである。前述したマイナスの所得効果を合わせて考えれば、全体的に見て、日本の産業にとって、人民元切り上げのプラスの影響より、そのマイナスの影響のほうが大きいと見られる。一方、日本の消費者にとっては、中国製品が高くなることは、実質所得の低下を意味する。

人民元の切り上げの影響を、需要と供給の枠組みに整理してみよう（図6）。まず、人民元切り上げの場合は、中国製品の競争力の低下が起こり、中国における生産が減少する。その分が日本での増産で補われることになれば、日本の景気を支えることになるだろう。し

かし、日中両国の製品があまり競合していないことを考えれば、その効果は限られるだろう（需要曲線が右へシフトするが、その幅は小さい）。これに対して、中国経済が人民元の切り上げの影響で減速すれば、日本の対中輸出も鈍化せざるを得ない（需要曲線が大きく左へシフトする）。その上、供給側から見れば、中国経済が人民元の切り上げの影響を反映して中国からの輸入価格が高くなることは、日本企業にとって、生産コストの上昇を意味し、生産を抑える要因となる（供給曲線が大きく左へシフトする）。このように、全体的に見て、人民元の切り上げは、日本の生産を抑えることになる。

図6 人民元の切り上げが日本経済にもたらす影響



「元高が日本のためにならない」という結論は日本経済新聞社が日本の主要企業を対象に2003年9月上旬に行ったアンケート調査の結果によっても裏付けられている（表1）。それによると、人民元の切り上げによる自社への影響について、マイナスと答える企業が全体の37%を占め、プラスと答える企業（全体の16%）を大幅に上回っている（日本経済新聞、2003年9月20日付）。その原因として、「中国製品の輸入価格の上昇」に加え、「中国の自社の生産拠点の競争力低下」が挙げられている。大半の企業が人民元の切り上げよりも現在のレート維持を望んでいる。

表1 元切り上げによる日本企業への影響

プラス (16.2%)	どちらとも言えない (47.2%)	マイナス (36.5%)
対中輸出の増加が見込まれるため 競合する中国製品の競争力低下 保有している人民元の価値が上がる	中国関連ビジネスの規模が小さい 対中輸出・輸入の金額が均衡している 為替変動を吸収しやすい	中国製品の輸入価格上昇 中国の自社の生産拠点の競争力低下 日本人従業員のコストが割高になる 元高が中国国内の景気を冷やす可能性

（出所）日本経済新聞（2003年9月20日付）

このように、日本におけるデフレの原因を中国に求める診断書も、その解決策を人民元の切り上げに求める処方箋も間違っていると看做されるを得ない。日本の人民元切り上げに対

する要求は、冷静な分析に基づく戦略であるというよりも、経済政策の行き詰まり感から出てきた対症療法だと理解すべきである。10 年に及ぶ不況を経ても、日本経済にはいまだ回復の兆しが見えない。この間、公共事業を中心とする財政支出の拡大と税収の落ち込みを受け、財政赤字は急拡大し、政府債務は先進国の中で、最悪の水準に達している。一方、経済が流動性の罠に陥っている中で、数年にわたるゼロ金利政策にもかかわらず、金融政策の効果も見られない。さらに、円安政策を進めようとしても、欧米諸国も景気が減速する中で、貿易相手国の理解を得にくい。こうした中、比較的堅調な中国経済に目をつけ、人民元切り上げに救いを求めるのである。しかし、国内問題から目をそらすことにより、日本経済が直面する問題の本質を見誤らせる危険性もある。

結局、日本の人民元切り上げ要求は、仮に「損人利己」の意図があっても、それに反して、日本自身にはマイナス、中国にはプラスという「損己利人」の結果をもたらすのである。デフレの真因は構造改革の遅れとそれに伴う国内の景気の低迷にある以上、これらの問題が解決されなければ、いくら人民元が強くなっても、日本経済の本格的景気回復はありえないのである。

注)

1. 中国と外国がそれぞれ一つの財の生産に特化するときに、それぞれの輸出価格（輸入価格）は算出価格（相手国の算出価格）にあたり、交易条件と実質為替レートと同義である。非貿易財を考慮しても、実質為替レートは交易条件の変動に比例して動く。

2. 国際収支の各項目の収支尻を合わせれば、ちょうど準備資産（その殆どは外貨準備）の変化分に当たるという恒等式が成り立つ。中国の場合、2002 年に準備資産が 755 億ドル増えたが、これは経常収支黒字 354 億ドル、資本収支黒字が 323 億ドル、ホットマネーの純流入を示す誤差脱漏の 78 億ドルという要因に分解することができる。

3. 為替制度は、外貨管理制度と為替レートの決定メカニズムからなる。中国は 96 年 12 月に、国際収支の赤字対策などを理由に為替取引を制限しないことを約束する IMF（国際通貨基金）協定第八条を受け入れることになった。これを契機に、輸出入を始めとする経常取引に関して大幅な自由化が行われたが、資本取引に関しては、いまだ厳しく制限されている。現行の外貨管理制度では、一部外貨預金という形での保有を除けば、すべての外貨収入は原則として、政府指定の外為銀行で決済（人民元と交換）しなければならない。その代わりに、輸入などの経常取引に関しては、証明書類さえ提出すれば、必要に応じて外貨を自由に銀行から購入できる。銀行間の為替市場が外貨取引の場になっているが、人民元の対ドルレートはいまだ中央銀行が決めることになっており、これは銀行の対顧客レ

ートの基準にもなる。

4. 個人や家計は、資産の保有形態として流動性の高い現金や預金のほか、リスクは高いが収益性も高い他の資産にも分散化させて投資することができる。実際、真の富裕層は「お金」よりも多くの株や不動産を保有している。

5. 人民元の国際化は、人民元が貿易の契約と決済、資金調達または運用、外国の中央銀行が持つ外貨準備などの面において、国際通貨として広く使われるようになることである。また、国際通貨として、人民元は中国にかかわる取引に限らず、第三国間の取引にも使われることである。居住者と非居住者に対して、経常取引はもちろんのこと、資本取引についても制限が緩いことは、その前提条件となる。

6. このように、人民元の切り上げは、中国自身にとっても望ましく、それによって国際社会の期待に応じることにもできるともかかわらず、関係国の間で信頼関係ができていないため、それが実施される展望はまったく開かれていないというジレンマが生じている。中国の経済力は GDP や貿易規模から見て、すでにイギリスに匹敵するレベルに達しており、現在の人民元の切り上げを求める声に象徴されるように、主要工業国の産業調整やデフレ、貿易不均衡などの問題を議論するときに、もはやその存在を無視できなくなっている。従って、中国を蚊帳の外においた現在の国際経済政策の協調は限界に来つつあり、今後は同国の G7 への早期参加を視野に入れるなど、お互いの信頼関係を高めることのできる体制を整えていくべきではないだろうか。胡錦濤国家主席が 2003 年 6 月に、フランスのエビアンで開かれた G8 と発展途上国の「拡大対話」に参加したことは、その第一歩として評価したい。

7. 関志雄（「中国の台頭と IT 革命の進行で雁行形態は崩れたかー米国市場における中国製品の競争力による検証ー」『ディスカッションペーパー』02-J-006、経済産業研究所、2002 年）の推計によると、米国における日本と中国の製品間が競合している金額は日本の対米輸出の 16%に留まり、80%を上回るインドネシアをはじめとするアジア諸国の中国との競合度よりずっと低い。

8. もっとも、元高により、中国の交易条件が改善し、内需が拡大することを併せて考えれば、中国の成長率の低下による日本の対中輸出の減少は緩やかにとどまるだろう。