



研究レポート

No.355 June 2010

中国人民元為替問題の中間的総括

主席研究員 柯 隆

要 旨

- ・ 近年、中国経済の高成長を背景に、国際社会では、とりわけ先進国を中心に、人民元為替レートの切り上げを求める動きが盛んになっている。それに対し、中国政府首脳は「外国の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、強気の姿勢を崩していない。
- ・ そもそも通貨の為替レートは、経済学の教科書では、自国通貨と外国通貨との交換比率と解釈されている。恐らく通貨の為替問題を簡単に片付けることができないのは為替レートが貿易の交易条件に影響されるだけでなく、金融市場での取引量が大きいからである。
- ・ 通貨の切り上げと輸出への影響について明確な因果関係は、理論的にも実際の統計を使っても証明されていない。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通りである。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、自国通貨の切り上げ圧力となるのは間違いない。しかし、自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。
- ・ 短期的に、人民元を切り上げても、輸出を抑える効果は期待されるほど大きくないはずである。ただし、中長期的にみると、人民元の為替相場が変動するようになれば、輸出企業は為替リスクと切り上げに伴うコストを意識するようになり、産業構造も次第に変化し高度化する。
- ・ 中国は人民元の国際化を目指しており、そのために、上海や広州などで国際貿易に係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、その最初の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である。そして、第2段階において人民元の国際化が実現される。
- ・ 人民元が国際化するといってもドルに取って代わって基軸通貨にな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。

キーワード：中国経済、経済政策、為替制度、人民元問題、経済バブル

目 次

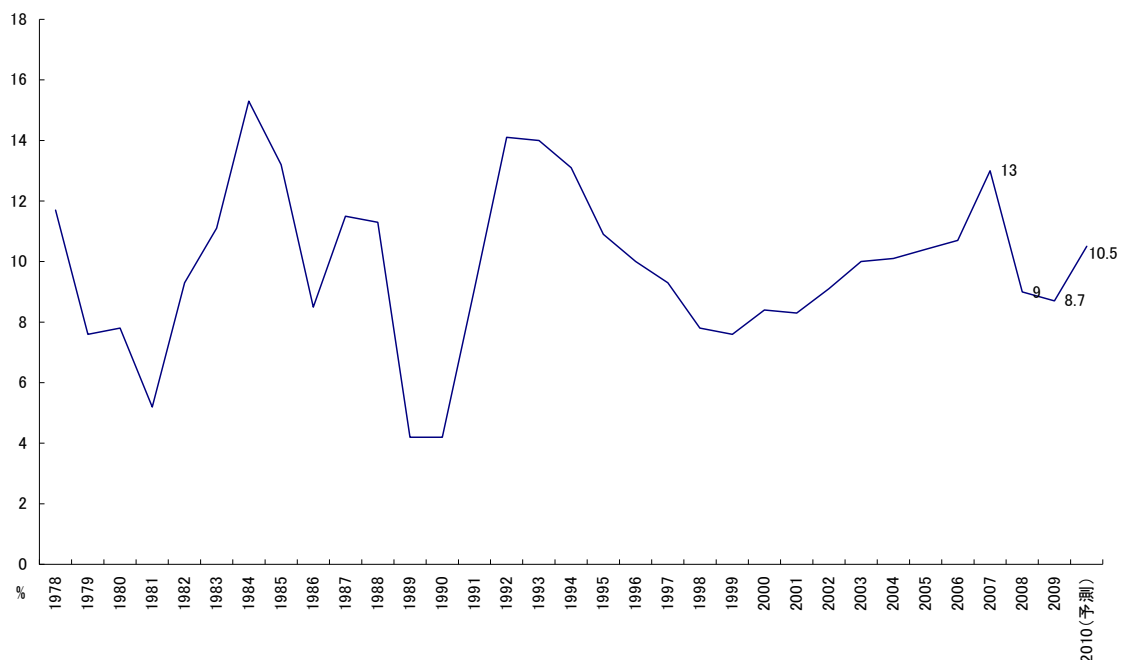
1. はじめに.....	1
2. 均衡為替レートとマクロ経済のファンダメンタルズ.....	2
3. 硬直的な為替システムの弊害.....	4
4. 外国為替政策のあり方と為替レジームの改革.....	8
5. 人民元国際化への道.....	10
6. 人民元切り上げと日系企業の対応.....	11
7. 終わりに.....	13
参考文献.....	17

1. はじめに

近年、中国経済の高成長を背景に、国際社会では、とりわけ先進国を中心に人民元為替レートの切り上げを求める動きが盛んになっている。それに対し、温家宝首相をはじめ、中国政府首脳は「外国の圧力に屈して人民元の切り上げを実施しない」と繰り返し強調し、強気の姿勢を崩していない。

人民元を切り上げるべきという考え方の背景に、中国の実質 GDP の拡大と国際貿易黒字の恒常化といった好調なファンダメンタルズがある。実は、2005 年 7 月、中国政府は人民元をドルに対して 2.1% 切り上げて以来、08 年 10 月まで累計で約 18% 切り上げた。それ以降、リーマンショックをきっかけとするグローバル金融危機が発生し、中国経済も少なからぬ影響を受けた。中国政府は国内の輸出産業を保護する目的で人民元の切り上げを見送り、人民元がドルに対して再びペッグするようになった（1 ドル＝6.8 人民元）。

図 1 中国の実質 GDP 伸び率の推移（1978～2010 年）



資料：中国国家統計局

現在、世界経済が完全に金融危機から抜け出していないなかで、中国経済だけは先駆けて景気回復している。景気回復の背景として、投資が大きく拡大していることがあげられ

るが、同時に国際貿易の回復も寄与している。2009年12月の対外輸出は前年同期比17.7%伸び、輸入も55.9%も急増した。輸入の多くは素材と原材料であり、それが急増していることから、輸出はこれから大きく拡大するものと予想される。同時に、実質GDPも09年第4四半期において前年同期比10.7%も成長した（図1参照）。

こうした経済のファンダメンタルズの好転を受けて、欧米諸国から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。09年11月末、南京市で開かれた欧州連合（EU）首脳と温家宝首相との会合で、EU首脳から「中国は人民元を切り上げるべきだ」との発言が相次いだ。また同月中旬、オバマ大統領は米中首脳会談で間接的な表現ながら人民元切り上げの必要性に言及し、アメリカも圧力を強めていた。それに対して、温家宝首相は「人民元切り上げへの圧力に屈せず人民元相場の基本的な安定を維持する」と繰り返して強調している。

中国はなぜこれほどまでかたくなに人民元の切り上げを拒んでいるのだろうか。ここで、人民元の為替問題を総括することにする。

2. 均衡為替レートとマクロ経済のファンダメンタルズ

そもそも通貨の為替レートとはどのようなものなのだろうか。経済学の教科書では、通貨の為替レートとは、自国通貨と外国通貨との交換比率と解釈されている。問題はそれが何によって決められているのかにある。また、なぜ通貨の為替レートは弾力的に変動しないのだろうか。固定相場制の合理性はまったく認められないのだろうか。さらに、変動相場制はそんなにいいものであれば、なぜ少なからぬ国は変動相場制を選択せず、固定相場制を維持しようとするのだろうか。

いずれも簡単に答えられる設問ではない。恐らく通貨の為替問題が簡単に片付けることができないのは為替レートが貿易の交易条件に影響されるだけでなく、金融市場での取引量が大きいからである。また、世界のすべての国が同じ市場経済ではなく、市場の開放度がそれぞれ異なることも為替レジームのあり方を多様化させている。さらに、国によって経済の発展段階が異なり、産業構造もそれぞれ違う。内需に依存する国と外需に依存する国とは当然のことながら、その外国為替政策が大きく異なってくる。

とくに、外需に依存する経済にとり国際貿易を促進する必要がある、自国通貨の為替レートを低めに維持することは一般的に輸出された製品の価格が安くなり、輸出産業の価格競争力が強くなると考えられている。それゆえ、輸出依存度の高い国は往々にして通貨が

高くなることに慎重である。

為替レートの水準を国際貿易に関連付ける議論に問題があるとすれば、通貨切り上げのメリットがこうした議論のなかでほとんど論じられていない点である。オープン・エコノミー（開放経済）において通貨の為替調整は輸出と輸入の両方に影響を与える。為替の切り上げは輸出された製品の価格を押し上げる効果がある半面、輸入された製品の価格を抑える効果もある。その一長一短について簡単には結論を出せない。たとえば、為替の切り上げで確かに輸出にダメージを与える可能性があるが、半面、資源や部品などの中間財の輸入コストも安くなる。したがって、為替調整の影響はかなりの部分が相殺されてしまう。

このような論点整理を踏まえ、中国の外国為替政策を簡単に振り返ってみる。

30 年前から始まった「改革・開放」政策は外資直接投資の誘致と輸出促進をテコに経済のキャッチアップを目指すものだった。それまでの 30 年（1949～1978 年）に亘る鎖国政策により、中国は深刻な外貨不足に見舞われていた。「改革・開放」政策以降、長い間、中国は為替集中政策を徹底し、民間に外貨が渡らないように、1994 年まで自国民（中国人）が使用する人民元とは別に、外国人が使用する「外貨兌換券」（Foreign Exchange Currency）を導入し平行して流通していた。実質的な二重通貨制だった。

繰り返しになるが、1990 年代半ばまで、中国の外為政策の基本方針は深刻な外貨不足に対処し、外貨集中を徹底することだった。外資導入と輸出促進にとりもっとも重要なのは為替リスクを最小限に抑えることである。それを実現するために、変動相場制よりも固定相場制が選択された。当時、固定相場制が中国経済に適用できた背景の一つは市場が十分に開放されず、半ばクローズド・エコノミー（閉鎖経済）だったためである。

1994 年、中国経済の対外開放が進展し、外貨不足もかなり改善された（外貨準備は 1978 年の 1.67 億ドル→516.2 億ドル）。それを受けて、1994 年中国政府は外国人専用の外貨兌換券の流通を廃止するとともに、外国為替レートも国際貿易情勢に応じて、調整するようにやり方を改めた。ただし、為替調整の特徴は市場によるものではなく、政府主導のものであった。

国際社会で、人民元の切り上げを求める声が高まったのは中国が 2001 年世界貿易機関（WTO）に加盟してからのことである。すなわち、中国経済がクローズド・エコノミーからオープン・エコノミーに変わりつつあることをきっかけに、人民元問題に対する注目も集中するようになったのである。

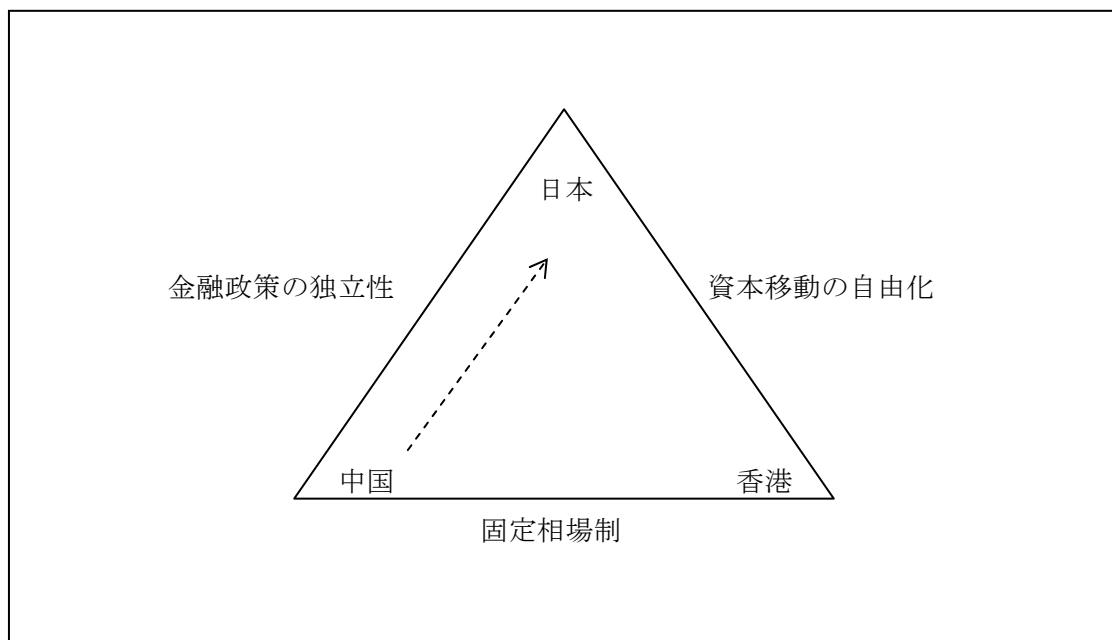
問題は、国際社会の人民元に対する関心をみると、元の切り上げを求める動きは性急す

ざることにある。中国経済のファンダメンタルズの改善を考えれば、人民元の増価を求めることの合理性は否定できないが、固定相場から変動相場に移行するために、政府の決定によるものではなくて、市場メカニズムが尊重されなければならない。均衡為替レートは政府が決めるものではなく、多数の市場プレーヤーが取引した結果である。したがって、国際社会は中国に対して元の切り上げを求めるより、為替レジームの弾力化を求めるべきである。具体的に、固定相場制から変動相場制ないし管理変動相場制に改革することである。

3. 硬直的な為替システムの弊害

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（図 2 参照）。たとえば、固定相場制と自由な資本移動を選択するならば、金融政策の独立性が自ずと失われてしまう。現在の香港はこの組み合わせである。一方、現在の中国は、金融政策の独立性と固定相場制を選択しているため、資本規制を実施せざるを得ない。さらに、日本など多くの先進国の場合、金融政策の独立性と自由な資本移動を確立する半面、為替の変動リスクを取ることになっている。

図 2 国際金融のトリレンマ



資料：柯隆（2009）「人民元国際化への道とドル体制への挑戦」（JBIC 中国レポート 2009 年 11 月号）

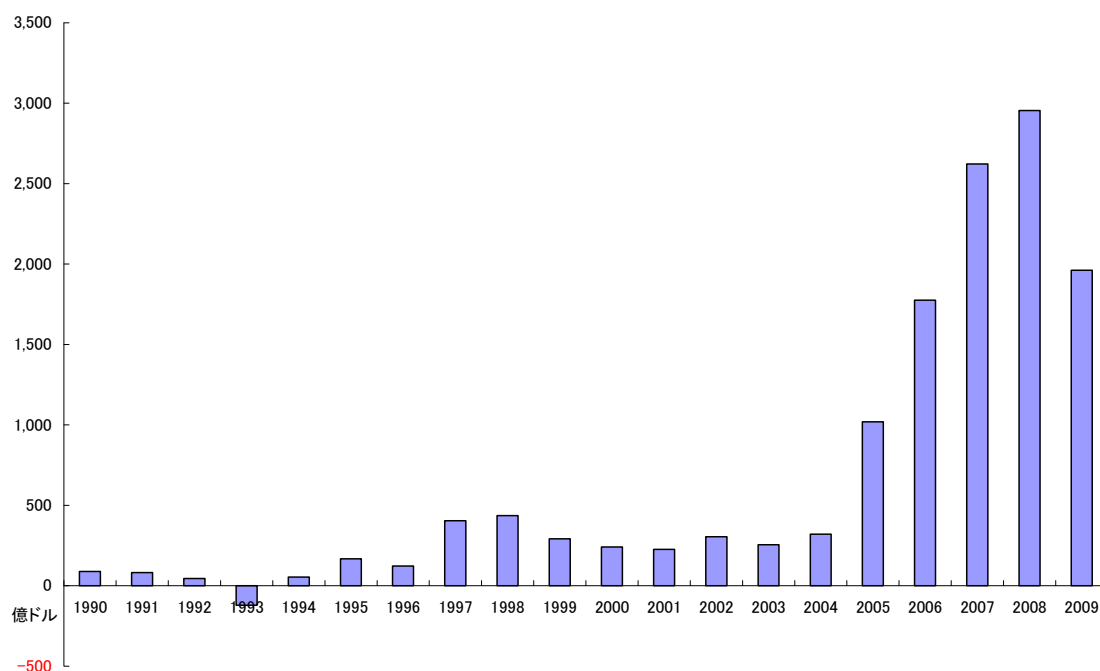
2005 年 7 月以降、中国は人民元の切り上げを実施していたが、政府によって為替管理され、最近の 1 年間の為替の動きから再びドルに 1 ドル＝6.8 人民元のレベルでペッグし

ているため、固定相場制とみなされる。問題はなぜ中国は固定相場制に逆戻りしたのか、そして、それによって中国経済にどのような問題をもたらすかにある。

ここで、中国国内の論調を整理しておく。金融危機をきっかけに、09年の輸出は前年比16%も減少した。とくに、玩具など低付加価値の労働集約型の中小企業の倒産は相次いでいた。それを背景に、国内では人民元の切り上げを避けるべきとの論調が台頭した。労働集約型の中小企業を温存する目的で、中国政府は人民元の切り上げを08年10月以降ストップしたのである。

では、政府が人民元の為替相場を再びドルにペッグすることで、経営難に陥っている数多くの輸出企業は生き残れるのだろうか。

図3 中国の貿易黒字の推移（1990-2009年）



資料：中国商務部

残念ながら答えはノーである。人民元の切り上げがストップされても、これらの企業の経営はよくなる。そもそも、低付加価値の労働集約型企業はアメリカを中心とする輸出市場の低迷で経営難に陥っている。それに加え、経済成長にともない、人件費などの経費が高騰しているのも経営難に陥る一因である。仮に、人民元の為替レートが5%切り上がったとしても、その原材料や部品などの輸入分を考慮して、これらの企業経営への負担

増は 5%以下になる。したがって、輸出企業の経営難が人民元の切り上げに原因を求めるのは考え方として間違っている。

そもそも通貨の切り上げと輸出への影響について明確な因果関係は理論的にも実際の統計を使っても証明されていない。日本の自動車メーカーは 1 円の円高により 400 億円の損失が出ると主張しているが、それはあくまでも生産者の論議である。確かに、自動車メーカーにとり、円高によりドル建ての売上げを円に両替して日本に送金すれば、その分、為替差損が生じる。しかし、変動相場制のもとでは、円高局面もあれば、円安局面もある。差し引いて為替の変動は輸出企業にとりいわれるほど大きな影響を与えていることはないと思われる。しかも、日本の自動車メーカーはここ 10 数年来海外での工場建設を進め、為替予約を増やし、為替リスクをヘッジする力は相当強化されている。

何よりも、マクロ的に通貨の切り上げの影響を検証すると、その影響はほとんど認められない。1985 年プラザ合意以降、円の対ドルレートは 235 円／ドルから 90 円／ドル前後まで上昇しているが、日本の貿易黒字は縮小していない。同様に、2005 年 7 月から人民元の対ドルレートは 08 年 9 月まで累計 18%も上昇したが、同期間中、中国の貿易黒字も輸出も減少しなかった。図 3 に示したのは 1990 年以來の貿易収支の推移である。09 年貿易黒字が減少したのは人民元の切り上げによるものではなく、輸出市場が低迷したためである。

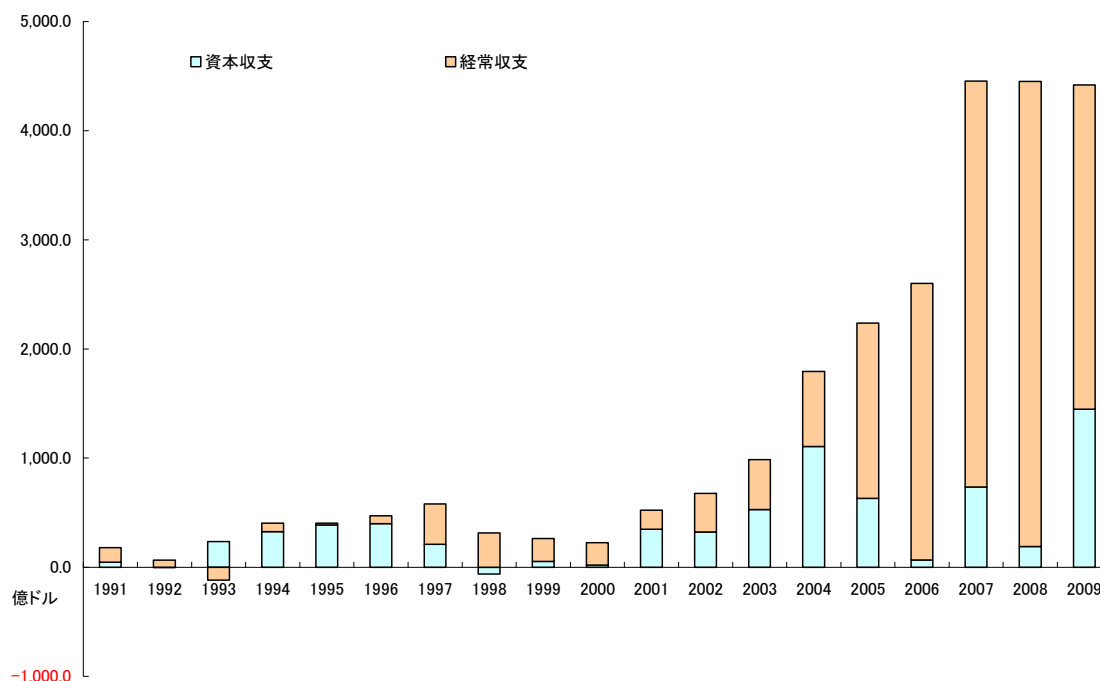
実は、貿易と外国為替の関連性に関する経済学的な正しい理解は次の通りである。国際貿易黒字の拡大が外貨準備を増価させる原因であり、自国通貨の切り上げ圧力となるのは間違いない。しかし、自国通貨の為替レートを切り上げても国際貿易の不均衡をすぐには是正することができない。なぜならば、国際貿易には為替の価格メカニズムよりも、自国の経済構造と産業構造の特性がより大きな影響を与えるからである。為替レートの変動は自国通貨に対する需給を調整することができるが、貿易構造に影響を及ぼすのに時間がかかるうえ、その効果も次第に低下する。

ここで、考えなければならないのは再びドルペッグに逆戻りした人民元為替相場の弊害である。政府は輸出企業への支援策として人民元の為替レートを安めに安定させようとした、それでは、輸出企業は合理化と効率化の経営努力を怠り、産業構造の高度化も遅れる。そもそも中国企業は研究・開発（R&D）にそれほど熱心でないという問題を抱えている。安い人件費で大量生産するのは中国企業の特徴であるが、利幅は年々薄くなっている。商務部の発表によると、09 年上期中国輸出企業の利益率はわずか 1.5%に止まるといわれて

いる。

結果、毎年実質 GDP は 10% 前後成長しているのに対して、出稼ぎ労働者の賃金はほとんど上がっていない。それは輸出企業が価格競争力を強化するために、人件費を不当に抑制しているからである。このことが長く続くと、深刻な社会問題に発展する可能性がある。

図 4 中国の国際収支の推移（1991-2009 年）



資料：中国国家外貨管理局

もう一つの問題は、人民元の為替相場を人為的に「安定化」させると、そのプライス・メカニズムを調整できなくなる。中国経済は対外的に不均衡の問題を抱えている。図 4 に示したのは 1991 年以來の国際収支の推移である。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、対外経済の不均衡が拡大し、それにより、国内経済の歪みも拡大する。

温家宝首相は「外国政府からの圧力に屈せず、人民元の相場の基本的な安定を維持する」と強調するが、人民元切り上げの圧力は外国政府から来たものではなく、対外不均衡の拡大を背景に市場からの圧力が拡大しているのである。極端な議論をすれば、中国政府はほかの政策により国際収支の均衡を達成できれば、人民元の為替レートを切り上げなくて済

むはずである。しかし、現在、経常収支も資本収支も黒字化し、しかも黒字額は年々拡大している。このような対外経済のファンダメンタルズから考えると、人民元の切り上げは避けられない。

市場では、元高期待が高まるなかで、国際収支の黒字に加え、投機的な「熱銭」（ホットマネー）が大量に流れ込み、国内の過剰流動性を助長している。政府は元の切り上げを回避するために、市場では、ドル買い・元売り介入を続けている。その結果、溢れる人民元流動性は資産バブルを引き起こしている。結論的に、市場での元高期待を転向させなければ、投機のホットマネーの流入は止まらない。これから政策当局にとり政策の取り方は益々難しくなると思われる。

4. 外国為替政策のあり方と為替レジームの改革

温家宝首相は人民元の為替政策について基本的な安定の維持を強調している。確かに、輸出企業にとり、人民元の為替レートが安定すれば、元高による輸出コストの上昇が回避できると同時に、為替変動のリスクも少ない。この点は為替の安定を維持する目的であり、その合理性も認められる。

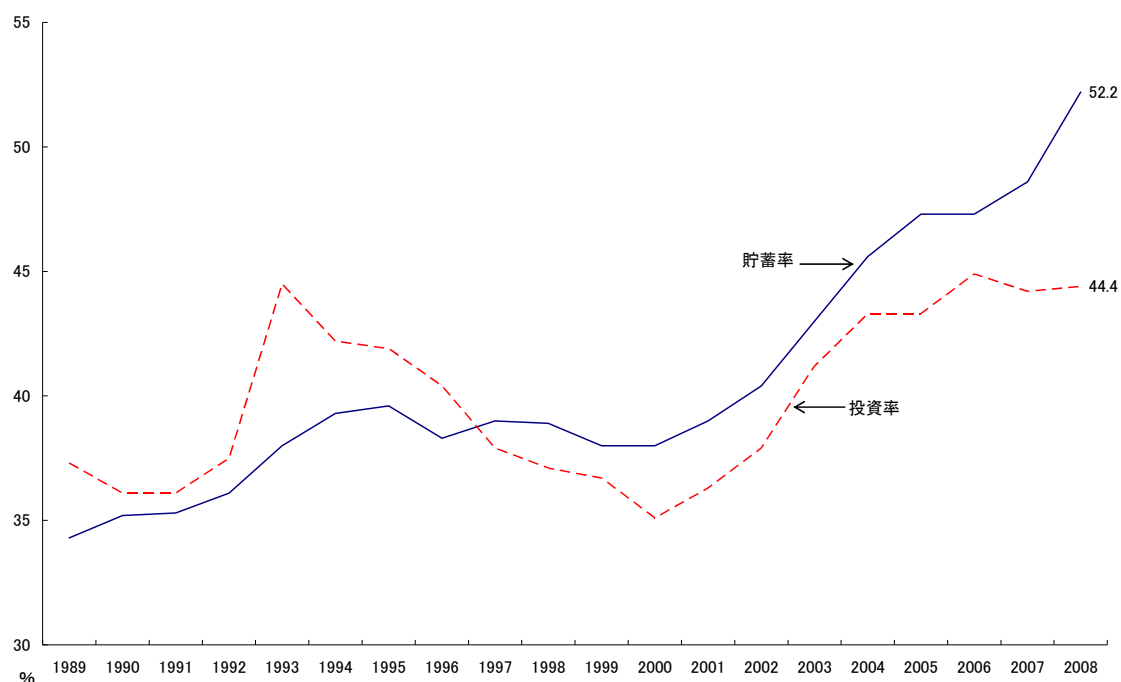
しかし、現在、人民元の為替レートが再びドルにペッグしかつ長期化すれば、対外経済を調節する役割は果たされなくなる。図4に示すように、中国経済は対外不均衡が益々拡大していけば、国内経済の均衡も大きく崩れてしまう。

中国経済の特徴の一つは高貯蓄率によって支えられる高投資率が経済成長をけん引していることにある。図5に示す通り、2008年の貯蓄率は52.2%に達し、投資率は44.4%に上る。その半面、消費率は大きく抑えられ、内需不足の経済になっている。中国経済の外需依存度が高まる背景には、高い貯蓄率を背景とする過剰投資がある。

この点について付け加えれば、長年の過剰投資により、マクロ的に生産能力が過剰になっている。国内で消費されない製品を生む過剰な生産能力が年々増加し、海外への輸出に向けざるを得ない。このことは対外貿易不均衡を拡大させる構造的背景であり、また、中国が世界の工場と呼ばれるゆえんである。

短期的に、人民元を切り上げても、輸出を抑える効果は期待されるほど大きくないはずである。ただし、中長期的にみると、人民元の為替相場が変動するようになれば、輸出企業は為替リスクと切り上げに伴う輸出製品の価格上昇を意識するようになり、産業構造も次第に変化し高度化する。

図 5 中国の貯蓄率と投資率の推移（1989-2008 年）



出所：中国国家统计局

では、なぜ中国政府は人民元の為替レートを弾力的なものにしないのだろうか。

2001 年の世界貿易機関（WTO）加盟を境に、中国の市場開放はもはや逆戻りできなくなった。実体経済の国際化を念頭に考えれば、人民元の外国為替レートを固定することはもはやできなくなった。その理由の一つは資本移動の規制が機能しなくなったことにある。制度的に、今でも中国は資本規制を実施しているが、元高期待が高まるなかで、投機的なホットマネーが大挙して中国に流れ込んでいる。実際に、どれほどのホットマネーが流れ込んだかについては、正確には知られていないが、国際収支黒字を上回る外貨の流入は投機筋のホットマネーと推察される。また、貿易黒字の一部が中国から海外への輸出の代金に扮して持ち込まれたホットマネーであることも指摘されている。

一方、現在の中国において元の為替レートを弾力化できない事情もある。それは金利の「市場化」（自由化）が遅れているからである。政府国務院と人民銀行（中央銀行）は国有銀行を保護するために、金利の自由化を遅らせている。同時に、貸出金利と預金金利の利ざやは人為的に 3 パーセント・ポイントに拡大させている。結果、金利裁定機能が働かず、為替弾力化の妨げになっている。

したがって、中国にとって人民元の為替レジームを改革し、弾力化するとすれば、次のシーケンスに基づいて金融制度改革を行う必要がある。

まず、国有銀行を完全に民営化する。そして、金利の自由化を進める。その上、為替レジームを改革することになる。このような意味において欧米諸国が求めている人民元の切り上げは性急すぎる議論であり、中国にとり政府が一方的に人民元を切り上げれば、為替リスクはさらに拡大すると予想される。

5. 人民元国際化への道

中国は人民元の国際化を目指しており、そのために、上海や広州などで国際貿易に係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、その最初の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である。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、上で述べたように、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、外貨流動性が流れ込んでいるのは人民元に対する信頼が十分に確立されているからではない。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、これからの10年間、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。図3に示したように、現在、経常収支も資本収支も恒常的に黒字化しているため、対外循環の人民元流動性が増えていかない。

本来ならば、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って基軸通貨にな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、複数の基軸が並存し、国際貿易と金融取引のなかでこれらの基軸通貨が補完的に機能していくものと思われる。

最近、人民銀行の周小川行長（総裁）はドルを基軸通貨とする一極体制のリスクをヘッジするために、IMF の SDR（特別引出権）を強化する構想を提起している。すなわち、SDR を通貨の交換単位として国際貿易などの決済に利用すれば、ドル為替相場の変動リスクを回避できると考えているようだ。残念ながら、SDR を支える実体経済がないため、基軸通貨にはなりえない。現に、中国の対外貿易もほとんどドルを介して決済されている。

6. 人民元切り上げと日系企業の対応

全般的に、中国に進出している外資系企業にとり人民元の切り上げは原材料などの輸入製品の価格の削減に寄与する半面、輸出価格はその分上昇するため、プラスとマイナスの効果は相殺されてしまう。製品を中国国内で販売する企業にとり、為替変動の動きに影響されることが少ない。

そのなかで、中国に進出している日系企業にとって人民元切り上げの意味を改めて検討してみる。人民元切り上げのインパクトを検証する前に、日本企業の中国進出の状況を概観してみよう。現在、中国に進出している日系企業は約 25,000 社に上り、関連会社と関係会社を含めれば、40,000 社に達する。日系企業の中国進出は 1970 年代の後半に遡ることができる。

中国は 1978 年に市場開放の基本方針を決め、そのころから日本を代表する総合電機メーカーは中国への進出を検討しはじめた。80 年代に入り、総合電機メーカーを中心に、日本を代表する企業は相次いで中国に進出した。ただし、当時の中国進出は本格的に投資するのではなく、中国の「改革・開放」政策について半信半疑だったため、日系企業の中国進出も手探りしながら、テストしていた。また、当時の中国政府は 100% の外資企業（中国語では「独資」という）の設立を認めず、国営企業との合弁または合作はその基本的な条件だった。

こうした背景のなかで、当時設立された日系企業はほとんど国営企業との合弁企業（ジョイントベンチャー）または技術供与を中心とする合作企業であった。また、これらの企業の多くは利益の最大化のために中国に進出したというよりも、中国の「改革・開放」政策の真意を試す狙いがあり、中国に対する日本の民間の ODA（経済援助）の意味合いもあった。このような投資は 1990 年代初期まで続いた。

1989 年の天安門事件をきっかけに、西側諸国はいっせいに中国に対して経済制裁を実施し、中国経済はマイナス成長に転落した。ベルリンの壁が崩れ、ソ連が崩壊し、冷戦が終

結したのである。そのなかで、中国は共産党一党支配の政治体制を堅持し、民主主義の政治改革を求める学生運動を武力で鎮圧したこともあって、国際社会で孤立気味になってしまった。

1992 年春、経済改革と市場開放の後退と国際社会での孤立から脱却するために、当時の実力者だった鄧小平は突然市場開放の窓口だった広東省の深センを視察し、改革・開放の加速を呼びかけた。鄧小平の号令は国の内外に対する強いメッセージであり、それまでの政治と社会のこう着状態が一気に解かれ、中国経済は再び「改革・開放」へ動き出した。これは俗にいう南方講話だった。

90 年代以降、日本企業の対中進出は新たな段階に入った。まず、日本国内の経済情勢が変化した。それはバブルの崩壊と円高の進行だった。多くの日本企業にとりこれ以上工場を日本に残しても国際競争力が低下するだけであり、内需もこれ以上拡大しないとみられていた。結果、日本企業の多くは工場を海外に移出しはじめた。最初は、工場の移出先として ASEAN が中心だったが、鄧小平の南方講話以降、「改革・開放」がもはや逆戻りできないと確信され、日系企業も工場を中国の南部・沿海部に集約させた。

2001 年中国は念願の世界貿易機関（WTO）加盟を果たした。WTO 加盟の約束として金融市場を含め、中国はすべての市場を開放しなければならない。それをきっかけに、日本企業を含め、外資企業の対中進出は、それまでの単なる中国を工場とみる投資から、中国を市場とみて製品を中国で売っていくような投資に変化した。2001 年以降の日本企業の対中進出をみても、この動きとほぼ合致する傾向がみられた。すなわち、それまで日本企業の対中進出は製造業が中心だったが、2001 年以降、物流や流通などのサービス業の中国進出が目立つようになった。

このような整理を踏まえて考えれば、人民元の切り上げは中国に進出している日系企業にそれほど大きな影響を与えないと思われる。そもそも海外での直接投資は通貨の為替リスクを考慮しなければならない。これまでも、人民元がドルにペッグしても、円に対して変動していた。ここで、心配されるのは人民元切り上げの中国市場でのデフレ効果である。しかし、中国政府は人民元を一気に 3 割ないし 5 割切り上げれば別として、日々微調整していくやり方では、デフレ進行の可能性が低い。

それよりも、人民元為替レジームの改革とさらなる金融市場開放は日系企業の資金調達について様々な可能性をもたらすことになる。これまで、日系企業の資金調達は本社からの送金または日系金融機関からの借入りに頼っていた。これからは中国での株式上場も可

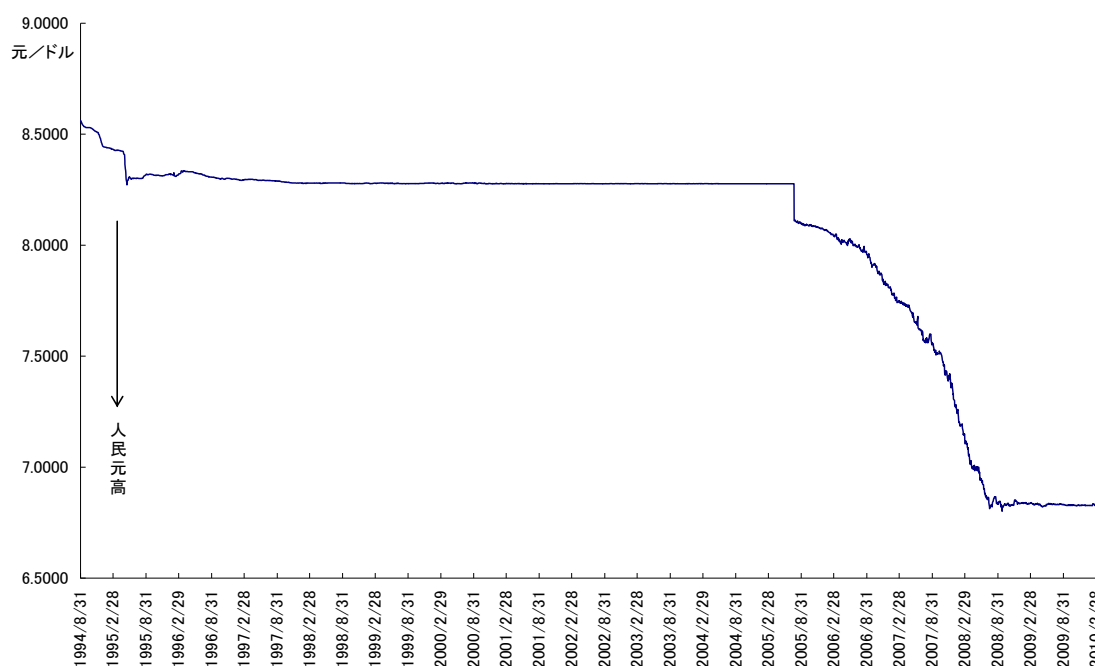
能になる。為替レジームの改革により為替変動のリスクをヘッジするための為替予約もできるようになる。

最後に、中国に進出している日系企業は人民元の切り上げによる影響を心配するとすれば、これまで輸出に偏っていた対中直接投資を現地販売にシフトすることになる。言い換えれば、人民元の切り上げは日系企業にとり対中投資の姿勢を転換する好機となる。

7. 終わりに

繰り返しになるが、2005 年 7 月、中国政府は人民元の切り上げに踏み切ってから累計で約 18%切り上がった。しかし、08 年 9 月以降、金融危機をきっかけに人民元の切り上げは見送られ、形的にはドルに再びペッグするようになった（図 6 参照）。

図 6 人民元の対ドル為替レートの推移



資料：国家外貨管理局

そのなかで、金融危機の震源地だったアメリカの輸入が大きく減少した関係、中国にとっての最大の貿易黒字相手国は EU に変わった。09 年に入り、EU は人民元切り上げを求める急先鋒となった。

一方、オバマ政権は新たな成長戦略として輸出倍增戦略を打ち上げた。アメリカにとっ

てのもっとも有望な新興市場はほかではなく、中国である。アメリカは中国への輸出を大きく増やすために、人民元の切り上げは不可欠と考えているようだ。それに加え、11月に中間選挙が予定されており、労働組合の支持を得るためにも、人民元切り上げに圧力を強めざるを得ない。

中国政府のなかで、人民元の為替調整について3つ原則があるといわれている。すなわち、「自主性」、「可控性」（コントロール可能性）と「漸進性」である。自主性というのは外国政府の圧力に屈せず、自主的に為替調整を実施する。また、「可控性」とは完全に自由化せず、コントロールを続けていく。最後に、漸進性は短期的に大幅な切り上げを実施せず、緩やかに調整していくということのようだ。要するに、為替調整による中国経済へのショックを最小限に抑えるということのようだ。

この原則を背景に、温家宝総理も周小川人民銀行（中央銀行）行長も「外国政府からの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、05年7月以降の切り上げは米国の圧力とまったく無関係ではない。中国にとって米国の圧力を考慮に入れなければならないのは米国が最大の輸出相手国だからである。

一方、仮に人民元切り上げの圧力はただ米国など外国政府から来ているのならば、それについて外交ルートを通じて話し合えば、問題の多くが解決される。しかし実際のところ、人民元切り上げの圧力は外国政府から来ているというよりも、市場から来ているということを確認しておきたい。

前掲図4に示しているのは、1991年以来の経常収支と資本収支の推移である。2001年世界貿易機関（WTO）に加盟したところから、国際収支の黒字は急速に拡大している。2001年の国際収支黒字は522億ドルだったが、2005年には2238億ドルに拡大した。さらに、2008年には、国際収支黒字は4451億ドルに膨らんだ。

したがって、中国経済の対外不均衡こそ人民元切り上げの根源的な圧力なのである。中国の産業構造が輸出依存になっていることから、貿易黒字を短期的に減らすことができれば、資本輸出能力を強化する必要がある。経常収支と資本収支のいずれも大きな黒字を計上し恒常化すれば、人民元上昇の圧力がかかるのは当然の結果といえる。

4月中旬、ガイトナー財務長官はインド訪問の帰途に、当初予定に入っていなかったが、急遽北京に立ち寄ることにした。北京では、経済担当の王岐山副首相と会談し、人民元切り上げを含む米中間の経済問題について話し合われたとみられる。

そもそも、米財務省は4月中旬に外国為替報告書を発表する予定だった。そのなかで、

中国を為替操縦国として指定するかどうか注目されていたが、同報告書の発表は突然延期された。ガイトナーが率いる米財務省は中国の為替問題について苦慮している。議会の要請に応じて中国を為替操縦国として指定することは簡単なことだが、仮にそうした場合、あげたこぶしをいかに下ろすかはより難しい作業となる。ガイトナー長官の本心としては、ここで中国がいくらか人民元を切り上げてくれれば、中国を為替操縦国として指定せずに済むはずである。いわば、事態收拾するために、ガイトナー長官は急遽北京を訪問したのである。

一方、中国もことを大きくしたくないはずである。昨年来、米中関係には暗い雲が漂っている。アメリカ政府は台湾への武器輸出の再開を認めた。そして、オバマ大統領はチベットの宗教的リーダーであるダライラマとホワイトハウスで会談した。さらに、世界最大のインターネット検索エンジンであるグーグルは中国政府による情報の検閲に反発し、中国市場から撤退してしまった。

ギクシャクが続く米中関係がこれ以上悪化しないように、人民元の為替問題を政治問題化したくないのは両国政府の意見が一致しているはずだ。しかし、現状において両者の願いと裏腹に、人民元の為替問題は益々政治問題化される方向に向かっている。

中国国内では、人民元切り上げ要求は欧米諸国の陰謀ではないかとの見方が増えている。振り返れば、1985年のプラザ合意による円の大幅切り上げは日本を失われた十年へと導くきっかけだった。今回、欧米諸国がかつてプラザ合意で日本に飲ませたものと同じ薬（条件）を中国にそのまま飲ませようとしているのではないかと中国は警戒を強めている。

この点は温家宝首相が外圧を拒む背景である。問題は中国経済の対外不均衡をいかにして均衡させるかにある。米中関係の動きを踏まえて考えれば、中国政府は人民元の為替相場（対ドルレート）を若干切り上げる可能性があるが、大幅な切り上げは考えにくい。

しかし、これから中国の資本収支と経常収支の黒字は縮小しなければ、人民元切り上げの圧力がいっそう強まる。とくに、市場では、人民元切り上げの期待が強まることによって投機的なホットマネーの流入が加速度的に増える。ホットマネーにとって、中国での投機は為替差益、内外金利差と投資のキャピタル・ゲインという3つのメリットがあると考えられる。

人民元の為替問題の本質は現在の1ドル＝6.8元のレートで人民元が過少評価されているかどうかではない。そもそも政府はいくら為替調整を行っても、均衡レートにはたどり着かない。為替レートを均衡水準に導くためには、為替レジームを改革し、市場メカニズ

ムによる為替調整ができる環境作りが必要である。

上で述べた中国政府が堅持する為替調整の3つの原則は間違っていないが、現行の為替レジームの欠陥は市場メカニズムが機能しないことにある。換言すれば、現行の為替レートが市場取引の結果ではない。1ドル＝6.8元のレートが過小評価されているかどうかは市場の判断に任せるべきである。そのために、中国はさらなる為替レジームの改革が求められている。

中国政府が為替レジームの改革に躊躇する背景には、為替管理の自由化を実施した場合、市場のボラティリティ（変動）が激しくなるのではないかと心配され改革を進めることに自信がない。もう一つは、国有銀行を中心とする市場プレーヤーの民営化改革が大幅に遅れている。結果的に、中国政府はときどき人民元の為替調整を演出せざるを得ないが、実質的には為替管理を厳しく実施していくことしかない。

最後に、中国経済のファンダメンタルズはGDPの伸び率からみても急速に改善されている。そのことを理由に、人民元の切り上げを求める動きはこれからいっそう強まるものと思われる。一方、市場機構の構築と市場経済の制度改革が道半ばにあるため、市場経済型の政策手段を機能させる政策基盤が未だできていない。

繰り返しになるが、この段階で人民元の為替レートが過小評価されているかどうかを議論することは無意味である。中国政府にとりこれ以上為替管理を続けていった場合、人民元の為替政策は袋小路に入ってしまう。したがって、外圧に屈して人民元の切り上げを実施しないのは正しい判断だが、同時に、大胆な為替レジームの改革が不可欠である。

参考文献

- Lardy N. (1998) *China's Unfinished Economic Revolution*, Brookings Institutions.
- John Williamson (1995) *What role for currency boards?* Peterson Institute for International Economics.
- Bergsten, C. Fred, Charles Freeman, Lardy N. and Derek J. Mitchell, (2008) *China's Rise: Challenges and Opportunities*, Peterson Institute of International Economics, Washington D.C.
- Goldstein, Morris and Lardy N. R., (2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., U.S.
- Lardy, N. R., (2002) *Integrating China into the World Economy*, Washington D.C.: Brookings Institution.
- Sachs, Jeffrey D. and Wing Thye Woo, (2000) "Understanding China's economic performance", *Journal of Policy Reform*, 4(1), pp.1-50.
- Woo, Wing Thye, (2006) "The Structural Nature of Internal and External Imbalances in China", *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 4(1), pp.1-19.
- Naughton, B. (1987) "Macroeconomic Policy and Response in the Chinese Economy: The impact of the reform process", *Journal of Comparative Economics*, 11, pp.334-353.
- Mundel R. A. (1971) *Monetary Theory: Inflation, Interest, and Growth in the World Economy*, Goodyear Publishing Company, Pacific Palisades, California, U.S.A. (柴田裕訳 (1999) 『新版 貨幣理論』ダイヤモンド社)
- Mark Leonard (2008) *What does China think?* Perseus Publishing
- 中兼和津次 (1999) 「中国経済発展論」有斐閣
- 青木昌彦・金澄基・奥野正寛編 (1997) 『東アジアの経済発展と政府の役割』(白鳥正喜監訳) 日本経済新聞社。
- 今井健一 (1998) 「金融部門の市場経済化と対外開放」石原享一編『中国経済と外資』伊藤元重・清野一治・奥野正寛・鈴木興太郎 (1998) 『産業政策の経済分析』東京大学出版会。
- 王曙光 (1996) 『詳説 中国改革開放史』勁草書房。
- 大島一二 (1996) 『中国の出稼ぎ労働者』芦書房。
- 大野健一 (1996) 『市場移行戦略——新経済体制の創造と日本の知的支援』有斐閣。

- 奥田英信・黒柳雅明（1998）『入門開発金融 - 理論と政策』日本評論社。
- 柯隆（2000）「中国経済の構造変化に関する分析」（富士通総研経済研究所研究レポート No.73）
- 柯隆（2001）「中国における金融国際化へのロードマップ - 資本移動の自由化を人民元為替相場の展望-」（富士通総研経済研究所研究レポート No.124）
- 柯隆（2002）「制度移行期の中国農業制度改革の方向性 - 「農業問題」と「農民問題」の考察を中心に」（富士通総研経済研究所研究レポート No.139）
- 柯隆（2006a）「中国における国家と市場の関係に関する考察」（富士通総研経済研究所研究レポート No.276）
- 柯隆（2006b）「経済分析第6章 中国のリスク要因」国分良成編『中国の統治能力』慶応義塾大学出版会
- 柯隆（2007）「中国の不良債権問題」日本経済新聞出版社
- 柯隆（2009）「人民元国際化への道とドル体制への挑戦」JBIC 中国レポート、2009 年 11 月号
- 柯隆（2010）「ソフトランディングできるか、膨張する中国経済のゆくえ」JBIC 中国レポート、2010 年 2 月号
- 巖善平（1997）『中国農村・農業経済の転換』勁草書房。
- クルーグマン, P. (1995)「まぼろしのアジア経済」『中央公論』 1 月号（原文は Foreign Affairs, Nov./Dec. 1994）。
- 呉敬璉（1995）『中国の市場経済』（凌星光ほか訳） サイマル出版会。
- 唐成（2005）「中国における政策金融の機能と効果の実証分析」未刊行論文。
- 速水佑次郎（1995）『開発経済学』創文社。

研究レポート一覧

No.355	中国人民元為替問題の中間的総括	柯 隆 (2010年6月)
No.354	サービス評価モデルとしての日本版顧客満足度指数	長島 直樹 (2010年5月)
No.353	健康と経済・経営を関連付ける視点	河野 敏鑑 (2010年4月)
No.352	高齢化社会における福祉サービスと「地域主権」	南波 駿太郎 (2009年12月)
No.351	米国の医療保険制度改革の動向	江藤 宗彦 (2009年11月)
No.350	サービスプロセスにおける評価要素の推移 ー非対面サービスを中心としてー	長島 直樹 (2009年10月)
No.349	社会保障番号と税制・社会保障の一体改革	河野 敏鑑 (2009年9月)
No.348	カーボンオフセットと国内炭素市場形成の課題	生田 孝史 (2009年8月)
No.347	中国のミドル市場開拓戦略と日系企業	金 堅敏 (2009年7月)
No.346	企業の淘汰メカニズムはどのように働いているのだろうか	齊藤 有希子 (2009年6月)
No.345	情報セキュリティと組織感情、Enterprise 2.0	浜屋 敏 (2009年6月)
No.344	高齢化社会における社会保障給付と雇用政策のあり方 ーグローバル競争力と雇用確保の両立に向けてー	南波 駿太郎 (2009年5月)
No.343	森林・林業再生のビジネスチャンス実現に向けて	梶山 恵司 (2009年5月)
No.342	中国経済分析の視座 ーインフレと雇用の政策的意味ー	柯 隆 (2009年5月)
No.341	サービス・プロセスの評価とブループリンティング手法 の有効性	長島 直樹 (2009年5月)
No.340	臨床研究における利益相反マネジメントに関する規程の 現状と課題	西尾 好司 (2009年4月)
No.339	産学連携拠点としての米国の大学研究センターに関する 研究	西尾 好司 (2009年4月)
No.338	インフォメディアリの再定義と消費行動・企業経営への インパクト	新藤 精士 (2009年4月) 浜屋 敏
No.337	大企業のクラウドコンピューティングへの取り組みに向 けた考察	湯川 抗 (2009年4月) 前川 徹
No.336	オバマ新大統領の医療改革	松山 幸弘 (2009年3月)
No.335	労働拘束時間が運動習慣に与える影響について ー「健康会計」に向けた企業と社会にとっての新たな 視点	河野 敏鑑 (2009年1月)
No.334	金融資産市場の変容とわが国金融改革のあり方 ー米・英比較にみる「金融危機」の背景と金融の役割ー	南波駿太郎 (2008年12月)
No.333	低炭素社会に向けた民生部門対策の設計	生田 孝史 (2008年12月)
No.332	調整期に入る中国経済	朱 炎 (2008年11月)
No.331	貨物ゲートウェイ空港の国内立地のための方策 ーアジアの活力を取り込んだ経済成長向上に向けてー	木村 達也 (2008年11月)
No.330	顧客経験に基づくサービスの知覚品質評価 ーITインターフェース・サービスを中心としてー	長島 直樹 (2008年11月)
No.329	地域医療提供体制改革(IHN化)の国際比較	松山 幸弘 (2008年11月)

<http://jp.fujitsu.com/group/fri/report/research/>

研究レポートは上記URLからも検索できます



富士通総研 経済研究所

〒105-0022 東京都港区海岸1丁目16番1号（ニューピア竹芝サウスタワー）
TEL.03-5401-8392 FAX.03-5401-8438
URL <http://jp.fujitsu.com/group/fri/>