

| | |
|------------------|--|
| Title | 中国経済と人民元の行方：戦後日本の通貨・為替政策との比較 |
| Sub Title | Chinese economy and RMB policy : a comparison with Japan's postwar experience |
| Author | 深尾, 光洋(Fukao, Mitsuhiro) |
| Publisher | 慶應義塾大学出版会 |
| Publication year | 2006 |
| Jtitle | 三田商学研究 (Mita business review). Vol.49, No.2 (2006. 6) ,p.123- 140 |
| JaLC DOI | |
| Abstract | <p>中国は1978年の改革開放政策の実施以降，従来の社会主義に基づく統制経済から市場経済に移行してきた。それに伴い，国内市場でも価格統制と配給制が徐々に廃止され，自由な国際貿易が可能となる経済に変貌してきた。1993年には国内における配給切符が全廃されたあと，1996年には国際的な經常取引に関する為替管理が撤廃され，財・サービスの国際取引が自由に行えるようになった。こうした中国の国際金融政策は，日本における敗戦直後の戦時統制から1964年の經常取引の自由化に至る動きと似た側面があるので，二国の経験を対比することで，中国の国際金融政策の展望を試みる。中国は90年代後半以降の經常収支黒字の定着と近年の外貨準備の急増に伴い，米国や日本から人民元の切り上げ圧力を受けるようになった。中国は資本取引については厳しい為替管理を行っているが，中国経済の国際化に伴って資本移動を押さえ込むことが困難になってきている。この結果，中国の外貨準備高は発展途上国としては異例のGDP比40パーセント程度に達し，さらに増加を続けている。外貨準備を保有する中国人民銀行（中央銀行）は，外貨買入れ代金の支払いによる金融緩和効果を打ち消すために，保有する人民元建て国債を大量に売却するとともに，自ら人民銀行債券を発行して資金を吸収している。しかし国内金融政策を国内均衡のために運営することと，固定相場制を維持することの両立が困難になりつつある。本稿では，日本における1970年代前半のインフレの原因は，変動相場制移行前後の日銀の金融政策運営の失敗にあることを指摘し，人民銀行はこうした失敗を繰り返すべきではなく，早期に固定相場制から変動相場制に移行すべきであると論ずる。</p> |
| Notes | 唐木園和教授退任記念号 中国経済特集 |
| Genre | Journal Article |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20060600-0123 |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

中国経済と人民元の行方： 戦後日本の通貨・為替政策との比較

深尾光洋

<要約>

中国は1978年の改革開放政策の実施以降、従来の社会主義に基づく統制経済から市場経済に移行してきた。それに伴い、国内市場でも価格統制と配給制が徐々に廃止され、自由な国際貿易が可能となる経済に変貌してきた。1993年には国内における配給切符が全廃されたあと、1996年には国際的な経常取引に関する為替管理が撤廃され、財・サービスの国際取引が自由に行えるようになった。こうした中国の国際金融政策は、日本における敗戦直後の戦時統制から1964年の経常取引の自由化に至る動きと似た側面があるので、二国の経験を対比することで、中国の国際金融政策の展望を試みる。

中国は90年代後半以降の経常収支黒字の定着と近年の外貨準備の急増に伴い、米国や日本から人民元の切り上げ圧力を受けるようになった。中国は資本取引については厳しい為替管理を行っているが、中国経済の国際化に伴って資本移動を押さえ込むことが困難になってきている。この結果、中国の外貨準備高は発展途上国としては異例のGDP比40パーセント程度に達し、さらに増加を続けている。外貨準備を保有する中国人民銀行（中央銀行）は、外貨買い入れ代金の支払いによる金融緩和効果を打ち消すために、保有する人民元建て国債を大量に売却するとともに、自ら人民銀行債券を発行して資金を吸収している。しかし国内金融政策を国内均衡のために運営することと、固定相場制を維持することの両立が困難になりつつある。本稿では、日本における1970年代前半のインフレの原因は、変動相場制移行前後の日銀の金融政策運営の失敗にあることを指摘し、人民銀行はこうした失敗を繰り返すべきではなく、早期に固定相場制から変動相場制に移行すべきであると論ずる。

<キーワード>

中国経済、通貨政策、人民元、為替管理、為替相場、固定相場制、変動相場制、日本経済

1. はじめに

中国は1995年頃から人民元相場を米ドルに対してほぼ固定する政策を維持してきたが、2005年7月には米ドルに対して2%強切り上げるとともに、毎日の変動幅を制限した変動相場制に移行すると発表した。本稿の執筆時点では、実際の為替相場変動はきわめて小幅にとどまり、実質的

に米ドルへの固定相場制が続いている。しかし中国企業が急速に国際化し、民間資本移動が拡大する中で、厳しい為替管理の下で固定相場制を維持することは、次第に困難になっていくと予想される。本稿では、中国経済の世界経済に占める位置を確認した後、戦後の日本の為替管理自由化と対比することで、中国の通貨・為替政策の将来を展望する。

2. 世界経済における中国のプレゼンス増大と貿易摩擦

(1) 日本の戦後史と類似する中国の通貨・為替政策の変遷

中国の通貨・為替政策の将来を考察する上では、日本の戦後の歴史が参考になる。終戦直後の日本は、戦時統制が残る完全な統制経済であり、1949年のドッジラインによる厳しい引き締めと1ドル360円の単一為替相場の導入が実施されるまでは、戦時下同様の広範な価格統制が行われていた。輸出入についても、日本政府と占領軍当局が包括的な管理を行っていた。輸出品は国内統制価格によって円価格が決定され、日本政府の財政資金（貿易資金特別会計）により買い上げられた。これが海外で売却されると、その受取外貨はGHQが管理する外貨勘定に受け入れられる。輸入品は、GHQが管理する外貨勘定からその代金が支払われた後、国内では統制価格で払い下げられ、その代金は日本政府の貿易資金特別会計に受け入れられた。この結果、輸出入商品の個々については、円価格と外貨価格の比率は事後的に算出できるだけであり、統一的な為替レートは存在せず、組織的な複数為替レートすら存在しなかった。換言すれば、国内の価格体系と海外の価格体系は、貿易の国家管理によりほぼ完全に分離されていた。

国内の財・サービス市場でも広範な価格統制と配給制が行われ、闇価格は配給による公定価格を何倍も上回っていた。当時の統計によれば、1945年末時点で消費財に関する闇市場価格は平均して公定価格の約30倍であった¹⁾。このため円の現金を持っていても、配給切符がなければ自由に使えない状態であった。戦後の日本経済は、こうした統制経済からスタートし、自由な市場経済体制を徐々に確立してきた。

中国も、第二次大戦直後の内戦とインフレのあと、共産党が本土を統治下においたが、社会主義経済体制の下で広範な配給制が採られ、人民元の銀行券を所有していても、糧票（リャンピャオ）という配給切符がなければモノが買えないといった状態であった²⁾。配給切符である糧票は1958年-93年までの40年間使われ続け、人民元と同等に重要であったため、中国第二の貨幣とまで呼ばれていた。種類は5000種類にも上り、用途別、使用人別等さまざまなものが存在した。例えば上級公務員は全国で使える配給切符を持っているが、一般の人は自分の住む町やその近郊でしか使えない配給切符を持っていた。戸籍がないと配給が貰えないため、糧票の配布を通して、人の移動を管理することも可能であった。

1) 公定価格の数次にわたる大幅な引き上げと、厳しい引き締め政策によりこの乖離がほぼ解消したのは1950-51年になってからであった。なお闇価格と統制された公定価格の関係については、深尾、大海、衛藤（1993）を参照。

2) 本稿の中国の通貨・為替政策の歴史は、主に斉（2004）と赤間、御船、野呂（2002）を参考にして記述している。

しかし1978年の改革開放政策の開始により徐々に価格統制と配給制を縮小し1993年までには配給切符を廃止、国内の市場経済化を進めた。また1996年には経常取引に関する為替制限を撤廃し、2001年にはWTOに加盟するなど、国際貿易の拡大を通じて経済発展を達成する戦略を進めてきた。

(2) 中国経済の現状

中国の人口は約13億人で、日本の人口1.3億人の約10倍である。また、2005年の中国のGDPは18.2兆元（2005年12月改訂後）で、円換算で約250兆円となり日本のGDPの約2分の1に達している。毎年GDPが9-10%程の高い成長率で伸びる一方で、一人当たりGDPの水準は日本の1/20程度であり、中国は依然として貧しいといえる。³⁾

次に国際貿易の規模をみてみよう。1980年代の中国の輸出、輸入GDP比率は、それぞれ10%程度で日本とあまり変わらないレベルであった。しかし改革開放政策により貿易依存度は急速に上昇し、2004年には輸出比率、輸入比率はそれぞれ、35%、32%程度へと大幅に上昇した（図表1を参照）。日本の輸出、輸入比率は、2005年でそれぞれ14%、12%程度であり、中国の貿易のGDP比率は日本の約2.5倍と非常に高いことがわかる。日本は、GDPにおいて世界第2位の経済大国であるが、輸出入・貿易のプレゼンスに関していえば、中国は既に日本を上回るレベルにあり、しかもその伸びは日本より高い。このように、もはや中国抜きで国際貿易や国際金融問題を議論することが不可能になってきている。

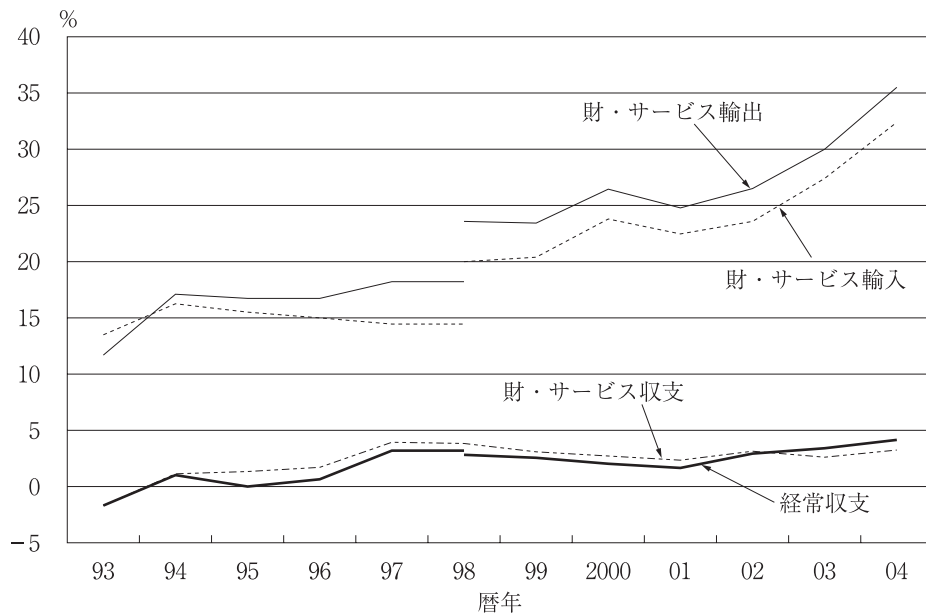
経常収支をみても、GDP比3-4%程度の黒字が定着しており、2005年には更に黒字が拡大したとみられる。海外企業の進出ブームで、流入する直接投資は00年以降、毎年400億-600億ドルの水準にのぼる。これに加えて、人民元切り上げの思惑から、投機的な資本も大量に流入している。この結果、外貨準備高は急増している。外貨準備高は04年に2066億ドル、05年にも2089億ドル増加し、05年末には8189億ドルに達し、01年からの5年間で4倍近くに急増した。この結果名目GDPに対する外貨準備の比率は40%となり、日本の19%の約2倍の水準に達している。

日本の国別輸出入をしてみると、2004年には日本の輸出入の約2割が中国となっており、貿易額では中国が米国を抜いて、日本の最大の貿易相手国になっている。またアメリカにとってみても、中国との関係は非常に大きくなってきている。2004年の米国の二国間貿易赤字は、対中国が5年連続で最大となった（図表2）。アメリカの貿易赤字に占める中国のウェイトは急速に上昇してきており、アメリカの貿易赤字の1/4が対中国である。

こうした中国の貿易規模と経常黒字の拡大を背景に、次第に貿易摩擦も深刻化している。米国の貿易収支は2000年頃から対中赤字が対日赤字を上回るようになり、日米の貿易摩擦が一段落した反面、米中摩擦が大きくなってきている。その結果、アメリカは2003年秋頃から2004年にかけて繊維製品の緊急輸入制限や、カラーテレビに対するアンチダンピング関税の導入を行ったほか、

3) 中国におけるサービスなどの非貿易財の貿易財に対する相対価格は、日本よりも大幅に低いため、生活水準自体は日本の1/20よりも相当程度高いと考えるべきである。世銀の購買力平価を用いた中国の一人あたりGDPの水準は、2004年で日本の六分の一を多少上回る程度である。

図表1 中国の輸出入と経常収支のGDP比率

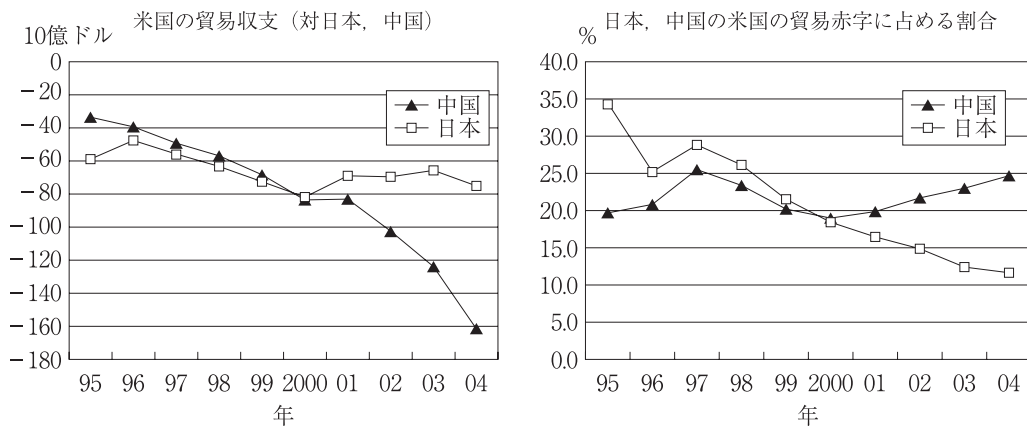


注1) 名目GDPには06年1月10日に公表されたサービス業の補足充実を中心としたGDPの統計改定値を93年より遡及して採用。従来のGDPに比べ上方修正がされた(例えば04年で約17%の上方修正)。

注2) 98年から香港含む。財・サービスの輸出及び輸入は、香港の対中国輸出入のデータを使用して、中国香港間の輸出入を相殺した。

資料) IMF “International Financial Statistics”, “多国間貿易統計”, 中華人民共和国国家統計局
出所: 秋山英樹, 磯部直昭, 岩淵正明 (2006)。

図表2 米国の貿易状況 (対日本, 中国)



資料) 商務省センサス局ホームページより作成。
出所: 清水, 関岡, 七海 (2005)。

アメリカ連邦議会でも中国に対して人民元の切上げ圧力をかけるようになった。

2000年代前半の中国経済が直面する国際経済摩擦の状況は、多くの面で1970年代の日本経済によく似ている。以下では中国と日本の通貨・為替政策の類似性に焦点を当てて分析する。

3. 中国為替政策の変遷と日本との類似性

(1) 中央による統制時代

中国の通貨・為替政策を展望するためには、まず長期的な視点で現在の状況を位置づける必要がある。

第二次大戦後の中国の為替制度を振り返ってみると、共産党が国民党との内戦に勝利して共産革命が行われ、主要産業の国有化が行われた。銀行部門についても、それまで活動していた民間銀行がすべて人民銀行に統合され、1953年からは中央銀行と商業銀行を兼ねた金融機関になった。いわば、郵便局と日銀と民間銀行を全部統合したような組織である人民銀行を作り、金融面から企業活動を統制したのである。企業のキャッシュフローはすべて政府が吸い上げ、政府の投資計画に基づいて企業が行う投資については、人民銀行から必要資金が提供された。

貿易面でも、1953年から全面的な国家管理の下に入った。企業は指令に基づいて輸出入を行い、貿易による企業の赤字は政府が補填していた。また1956年以降は、国民や企業は入手した外貨を全て政府に売り渡すことが義務づけられる、外貨集中制度が行われていた。国際取引が全面的に政府により管理されていた時代には、人民元の為替相場も、輸出入や国際収支の需給調節機能を果たしていなかった。人民元相場は1953年から1971年まで米ドルに対して1ドル2.4618元に固定されていた。しかし1971年のニクソンショックに伴う米ドルの主要国通貨に対する切り下げで、人民元はドルに対して切り上がった。その後の主要国の変動相場制移行によって人民元はさらに切り上げられ、1978年には1ドル1.6836元に達した。しかし上述のように、この為替相場は国营企業の輸出入や生産の意志決定には無関係であった。

(2) 改革開放政策以降の自由化の流れ

しかし統制経済が行き詰まりを見せ、また政治的にも文化大革命による大きな混乱を経て鄧小平が実権を握った1978年頃から、市場経済化を目指した「改革開放政策」が行われた。

1978年当時は、国内市場の5%の価格が市場で自由に決まる以外は公定価格で縛られていた。闇市場も存在するが大部分の価格が統制され、公定価格による配給が広範に行われていたため、人民元には国内交換性が無い状況であった。換言すれば、人民元を持っていても物は自由に買えないし売ることもできないという、国内の市場経済がそもそも機能していない状態であった。このように、当時の中国経済は配給制と闇市があった敗戦直後の日本のような状態であった。

国内の市場経済が機能していない状況では、自由な国際貿易は不可能である。人民元を自由に外貨に換えて外国から輸入できるのであれば、そもそも配給制や価格統制などは不要である。また価格統制と配給制があると、外国人のバイヤーも商品を買うことができない。このように、広

範な配給制と価格統制の下では、自由な貿易は不可能であった。実際、1979年までは、中央政府の一部である対外貿易部所属の政府会社が貿易を独占し、政府の計画に従って貿易取引が行われていた。

改革開放政策の実施によって、1979年頃から地方政府や企業による輸出が自由化され、輸出振興のために、外貨の一部を留保することを認めた。しかし当時はまだ外貨集中制度の下であり、留保外貨といっても外貨そのものを留保するのではなく、優先的に外貨を買い入れる権利を付与されていた。

中国は1980年に IMF、世界銀行に加盟し、それまで非公表だった為替管理規定が公表された。しかしこの時点の中国では、広範な価格統制と配給制が行われていた。このため、IMF への加盟後に義務づけられている、経常取引に関する人民元の交換性回復を実施することは、出来なかった。

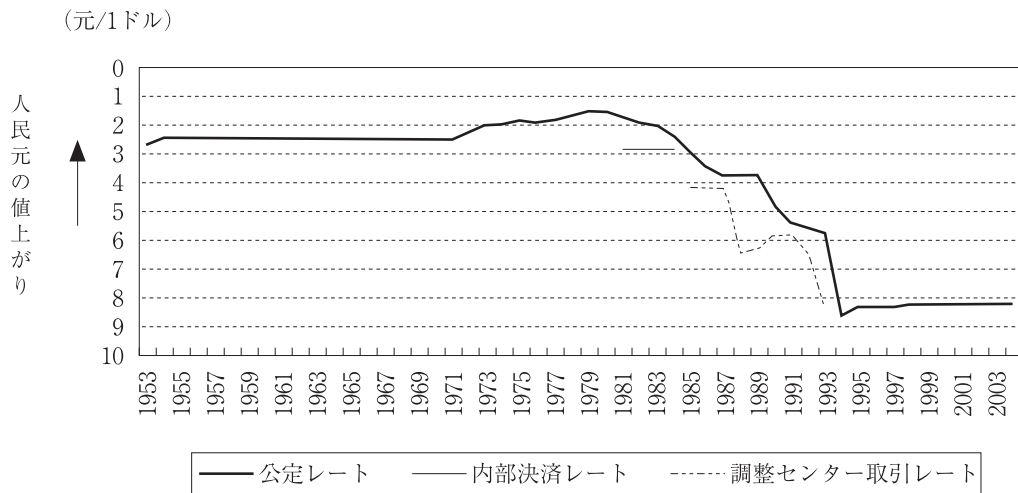
McKinnon は、経常取引に関する通貨の交換性を次のように定義している (McKinnon (1979))。

海外の財貨・サービスを購入したい居住者は、通常の経常取引や貿易信用取引をすべてカバーする為替市場において、単一の為替レート (変動相場でありうる) により自由に本国通貨を売却し外貨を購入することができる；一方、経常取引によりこの国の通貨を取得した非居住者は、同じ為替レートによりこの国の通貨を売却して外貨を購入するか、またはこの国の財貨・サービスをこの国の通貨で表示された一般的な国内価格で購入することができる。

この概念は、IMF 協定第 8 条で加盟国に義務づけた、本国通貨の経常取引に関する交換性に対応している。この水準の交換性を達成した国では、この国の居住者は本国の通貨により、海外の財貨・サービスを自由に購入することが可能となる。また外国のバイヤーも、この国の商品を自由に購入して海外に売却することが可能となる。経常取引に関する交換性の回復は、国際的な財貨・サービスの貿易を行う上で重要な必要条件であり、IMF 加盟国は、この水準の交換性を達成することが義務づけられているのである。

中国では、1980年に、外貨兌換券が導入された。外国人の旅行者が中国を訪問した場合、いったん外貨を人民元に換えると、人民元には外貨との交換性がなく、余った人民元を外貨にして持ち出せなくなってしまう状況であった。外国人に対して余った人民元の持ち出しを認めるという便宜のために、外貨兌換券が導入された。外貨兌換券導入の目的としては、このほかに外貨と人民元の闇取引の抑制と外貨の収支統計の便宜を図るといった目的もあったが、非常に不便なものであった。兌換券のまま持っていれば外貨に交換できるが、兌換券を使うとお釣りは全部人民元で受け取ることとなり、外貨とは交換できない。また中国人にとっては兌換券によって輸出向けの高級品が購入できた。こうした事情から、兌換券と人民元を交換する闇市場が発生して、国内では兌換券の相場にプレミアムが付くという問題も発生した。結局この制度は1994年に廃止されてしまった。

図表3 1953～2004 人民元為替レートの変化（年平均値）



出所：齊中凌（2004），IMF “International Financial Statistics”，中国為替管理局

1981年には輸出促進のための二重相場制が導入された。貿易用為替相場を元安に、海外華僑から受け入れた送金の人民元への交換などには元高に、為替相場が設定された。

1992年には鄧小平の南巡講話をきっかけに対内直接投資が自由化されて急速に拡大した。翌1993年には、それまでの市場化政策によって国内市場の80%で価格統制が無くなってきたため、配給切符が全廃された。国内市場における価格統制が撤廃され、さらに海外への観光渡航などの解禁等により、IMF 8 条国に移行する準備が整った結果、1996年12月に中国はIMF 8 条国に正式に移行し、經常取引に関する為替管理撤廃が行われた。

図表3は人民元の対ドル相場を示している。このうち、内部決済レートや調整センター取引レートは、輸出優遇のための元安相場、公定レートは華僑送金受け入れなどのための元高相場である。人民元は1978年頃から、国内物価の上昇を映じてかなり大幅な切り下げを行った。中国では、改革・開放政策が実施された1978年頃から、価格統制と配給制で低水準に維持されてきた国内物価を徐々に自由化したため物価上昇が発生し、これに対応して1994年頃まで人民元を引き下げてきたと考えられる。1994年には輸出品の為替相場を優遇していた二重為替相場を公定レートに一本化し、実質的に米ドルに対する固定相場制に移行した。またこの年に輸出企業による外貨留保制度も廃止された。

物価上昇が一段落した1994年頃から人民元相場は多少切り上げられたあと、1995年以降は米ドルに対して1ドル8.28元程度に実質的に固定する政策を採用してきた。

中国政府は、1997年から98年にかけてのアジア通貨危機において、他のアジア諸国通貨が大幅に切り下げられ人民元にも下落圧力が加わったにもかかわらず元の切り下げを行わなかった。この為替の固定政策は、アジア通貨の切り下げ競争を避ける上で国際的にも高く評価された。しかし中国の經常黒字が定着し、貿易面でのプレゼンスが高まるにつれて、アメリカや日本から人民

図表4 中国の為替政策の変化

- 1978年：改革開放路線の開始
国内市場の5%の価格だけが市場化され残りは統制されていた
人民元には国内交換性がない
- 1979年：貿易の国家独占の停止，地方政府・企業等の外貨留保容認
- 1980年：IMF，世銀に加盟，為替管理規定の公表
外貨兌換券の導入（94年末に廃止）
- 1981年：輸出促進のための二重相場制の導入
貿易用為替相場を元安に，海外華僑からの送金などは元高に設定
- 1992年：鄧小平の南巡講話と対内直接投資の大幅な拡大
- 1993年：国内市場の80%が市場化され配給票（糧票）を廃止
国内経済の市場経済化が概ね完了
- 1994年：二重為替相場を一本化し実質的な米ドルペッグに移行
公定相場の切り下げ，外貨留保制度の廃止
外貨取引センターの設立（銀行間取引市場）
- 1996年12月：IMF8条国移行による経常取引に関する為替管理撤廃
- 2001年：WTO加盟
- 2005年7月：人民元を2%切り上げるとともにバスケットペッグに移行

元の切り上げ圧力が強まっていった。こうした中で2005年7月に至り，人民元の2%強の切り上げが行われ，同時に通貨バスケットを指標とした変動相場への移行が発表された。しかし元への切り上げ圧力は，なお強いものがある。

このように曲折はあったものの，中国政府は徐々に国内市場の自由化を進めてきた（図表4の年表を参照）。しかし本稿執筆時点でもまだ完全に価格が市場化されたわけではなく，エネルギー価格などは依然として統制されている。国際価格よりも国内の石油価格のほうが安いいため，香港の車が本土へ行ってガソリンやディーゼル・オイルを入れるといった歪みは残存している。しかし日本の電力料金や医療費などのように，どこの国でも部分的な価格統制は残っており，中国についても一部の価格に対する規制の存在は，程度問題だと考えるべきである。

（3）戦後日本の為替政策と中国の経験との類似性

日本の為替政策を振り返ってみると，日本と中国の為替政策の推移には，多くの共通点を見いだすことが出来る（図表5）。

日本も終戦直後から1949年頃までは，輸出を優遇するために実質的に複数為替相場制を採用していた。国際競争力の無い輸出品については高めの公定円価格で政府が買入れ，海外では市場価格で販売していた。実際，図表6に示したように1948年10月の商品別換算相場（Price Computing System と呼ばれた）は，1ドル150円から600円の間分布し，大蔵省の推定で平均換算相場は1ドル350円程度であった。これに対して輸入品については，市場価格で買入れた物資を，国内では低めの公定円価格で売却していた。例えば外国から入ってきた食料品については，政府が安い公定価格で国民に売り渡すことで，敗戦直後の困窮者の生活を支えていた。当時の大蔵省

図表5 日本と中国の為替政策の類似性

| 中国 | 日本 |
|----------------------------------|--|
| 1981年から94年まで、輸出を優遇する二重為替相場制を維持 | 1945年から49年まで、実質的に輸出品の為替相場を円安に、輸入品の為替相場を円高に維持 |
| 1993年までに国内市場の市場経済化が概ね完了し、配給切符を全廃 | 1949年のドッジライン（財政・金融の引き締め措置）実施により大部分の価格統制と配給制の廃止 |
| 1994年の二重為替相場の一本化と実質的な米ドルペッグへの移行 | 1949年の1ドル360円の単一為替レートの設定と米ドルペッグ制への移行 |
| 1996年のIMF8条国移行による経常取引に関する為替管理撤廃 | 1964年のIMF8条国移行による経常取引に関する為替管理撤廃 |
| 2005年の人民元の対米ドルレート小幅切り上げと変動幅拡大の約束 | 1971年のニクソン・ショックによる変動相場制への移行とその後の切り上げ |

図表6 輸出商品価格算出基準（PCS レート）の例（円／ドル）

| | | | |
|-------|---------|--------|---------|
| 寒天 | 150 | 造花 | 500 |
| 化成ソーダ | 200 | 鉛筆 | 〃 |
| ゴムベルト | 250 | カメラ | 〃 |
| 乾燥水産物 | 280 | 鉛筆 | 〃 |
| 真珠 | 300 | 鉄鋳物製品 | 530 |
| 絹織物 | 315 | ラジオセット | 550 |
| 毛糸 | 240-370 | 蓄音機 | 〃 |
| 肥料 | 390 | 印刷インク | 〃 |
| 縫い針 | 400 | 陶磁器 | 500-550 |
| 火薬 | 420 | 板硝子 | 600 |
| 玩具 | 500 | | |

出所：大蔵省財政史室編、『昭和財政史，終戦から講和まで，第15巻，国際金融・貿易』，東洋経済新報社，1976年，p.362-364.

注) 当時重要な輸出品目の一つであった綿製品は，輸入原綿が政府所有のまま加工され，加工賃が業者に支払われていたため，レートが設定されていないと見られる。

出所：深尾光洋，大海正雄，衛藤公洋（1993）

の推計によれば，輸入品の平均換算相場は1ドル150円程度であった。この結果，品目ごとに適用される為替相場が異なっていた。

複数為替相場は，結局，輸出品には政府が補助金を付けた高い値段で買い入れて，輸入品には補助金を付けて安値で売っていることと同じになる。政府は輸出品の買い入れ円代金が輸入品の販売による円収入を上回り，財政赤字の原因となっていた。実際，円の輸出入代金を管理していた政府の貿易資金特別会計は大幅な赤字となり，これを日銀借入で賄っていたのでインフレが悪化していた。

図表 7 日本の為替管理自由化の歴史

| | |
|-------------------|---|
| 1945年 8月 | 第二次世界大戦の終了。 全ての対外取引と外貨準備資産は、GHQ (General Headquarters of the Allied Powers) が管理。 |
| 1949年 4月 | 1ドル360円の単一為替レートを決定。 |
| 12月 | 外国為替取引原則禁止の「外国為替及び外国貿易管理法」を公布・施行。民間輸出再開。 |
| 1950年 1月 | 「外国為替予算制度」を実施。民間輸入再開。 |
| 6月 | 「外国為替等集中規則」の導入。集中相場公定。 |
| 1952年 4月 | 対日講話条約発効、GHQ 廃止。 |
| 7月 | 東京外国為替市場の再開。 |
| 8月 | IMF 加盟。 |
| 1964年 4月 | IMF8条国へ移行 (外国為替予算制度の廃止)。 OECD へ加盟。 |
| 1971年 8月 | 米国がドルと金の交換性を停止 (ニクソン・ショック)。円は一時フロートに移行。 |
| 1971年12月 | IMF 平価を1ドル308円に変更 (スミソニアン・レート) 為替変動幅を上下2.5パーセントに拡大。 |
| 1972年 5月 | 外貨集中制を廃止。居住者外貨預金制限付き自由化。 |
| 1973年 2月 | 円の変動相場制移行。 |
| 1977年11月-1979年 2月 | 円高に対応して資本流入規制措置の導入。 |
| 1980年12月 | 1980年外国為替管理法の施行 (それまでの為替取引を原則禁止とする法体系から原則自由に変換)。外貨預金、外貨借入れの全面自由化。 |
| 1984年 4月 | 先物外国為替取引についての実需原則の撤廃 |
| 1998年 4月 | 外国為替管理法の全面改正。為銀主義の撤廃により日本企業や個人と海外金融機関との直接取引が全面自由化。 |

この赤字要因は、1949年に実施されたドッジライン政策の一環として為替相場を1ドル360円に一本化することによって止められることとなる。その結果、実質的な輸出補助金や輸入補助金もなくなり、輸入価格が一気に2倍以上に値上げされることとなった。

また、終戦直後の1945年頃には、国内における商品の闇相場と配給制による公定相場の間に約30倍近い差があったが、公定価格の引き上げと、ドッジラインによる財政・金融両サイドからの厳しい引き締め政策実施により、1949年頃には公定価格と闇市場の差がほとんど消滅し、その後短期間で配給制の大半を止めることが出来た。

日本のドッジライン実施の時期を中国に当てはめてみると、その段階に達したのが1994年頃といえる。つまり、為替の二重相場を一本にしてドル・ペッグ制に移行し、配給切符の全廃が行われた。

中国は1996年12月にIMFの8条国に移行し、財・サービス貿易についての為替規制の廃止を行った。これに対し、日本がIMF 8条国に移行したのは1964年、東京オリンピックの年である。この年に輸入に関する外貨割り当てを行っていた外貨予算制度が廃止され、さらに海外渡航が自由化された。

以上のように中国は、1978年の鄧小平の政權掌握から徐々に市場化を進め、財・サービス貿易については、18年後の1996年になって、ようやく自由な輸出入が可能な体制になったといえる。

1960年代半ば以降の日本と1996年以降の中国の状況にも類似性が見られる。日本が1964年にIMF 8条国に移行して経常取引を自由化した頃から、国際資本移動が次第に拡大した。財・サービス貿易の自由化を行い国際貿易が活発化すると、自国の企業が海外に販売代理店を置いたり子会社を設立したりする動きが活発化する。またそれに伴って、自国の金融機関も海外に進出するに至る。中国においても、多くの中国企業が日本や欧米諸国に支店や現地法人を設置したり、生産拠点を置き始めたりしている。またそれに伴って、中国の金融機関も外国に進出しはじめている。一方では、外国の企業や金融機関が中国に進出している⁴⁾。

前述の通り、中国は輸出・輸入のGDP比率がそれぞれ3割以上にも達しているため、貿易の資金決済を早めたり遅らせたりするだけで大量の金を動かすことが可能となっている。1年間の輸出と輸入の合計のGDP比率は70%近くに達しているため、例えば全ての業者が輸出入の資金決済を3ヶ月動かすと、GDP比17% ($70 \times 3 / 12 = 17.5\%$) もの資金を動かすことが可能になっている。

また、中国企業がアメリカの株式市場に上場して調達した米ドル資金を、いつの段階で本国へ送金するかについてもかなりの裁量が働く。このため、金利や為替の動向の影響を受ける国際資金移動が拡大している。例えば人民元の切り上げが予想されると、ドル建て輸出代金を早めに回収したり、輸入代金の支払いを遅らせたりする動きが活発化する。こうした動きが、近年の中国の外貨準備を増加させている可能性が高い。

このように、中国の1996年からの国際収支動向は、日本の1964年から73-74年頃にかけての動きと類似している。つまり貿易を自由化し直接投資が活発になると、民間資本の流出入が拡大し、次第に固定相場制の維持が困難になってきている。

4. 固定相場制における中国の金融政策運営

中国の中央銀行である中国人民銀行の政策委員会委員である余永定氏によれば、金融政策は、次のような目標を達成するために運営されてきた (Yu Yongding (2004))。

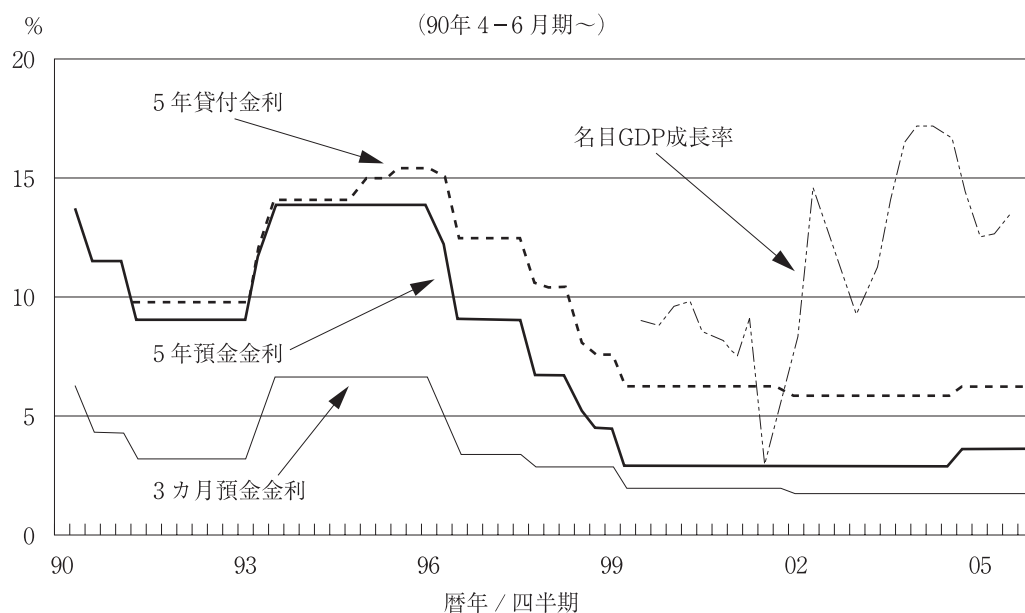
- (1) 労働市場に参入する若年労働力を吸収するため、なるべく高い成長率を維持する。
- (2) CPI インフレ率を5%程度以下に維持する。
- (3) 人民元の固定相場制を維持する。

しかし以下で述べるように、(1)、(2)のための政策と(3)のための政策に矛盾が発生してきた。

金融政策運営の決定権については、中国人民銀行に独立性はなく、完全に政府に従属した意思決定構造になっている。このため仮に人民銀行が政策変更を行いたいと考えた場合でも、國務院 (State Council) に対して政策の変更を勧告することしか出来ず、政策変更の最終決定権は國務

4) 日本の1950年代以降の為替管理自由化の歴史については、深尾 (1990) を参照。

図表8 中国の名目金利



院が保有している。

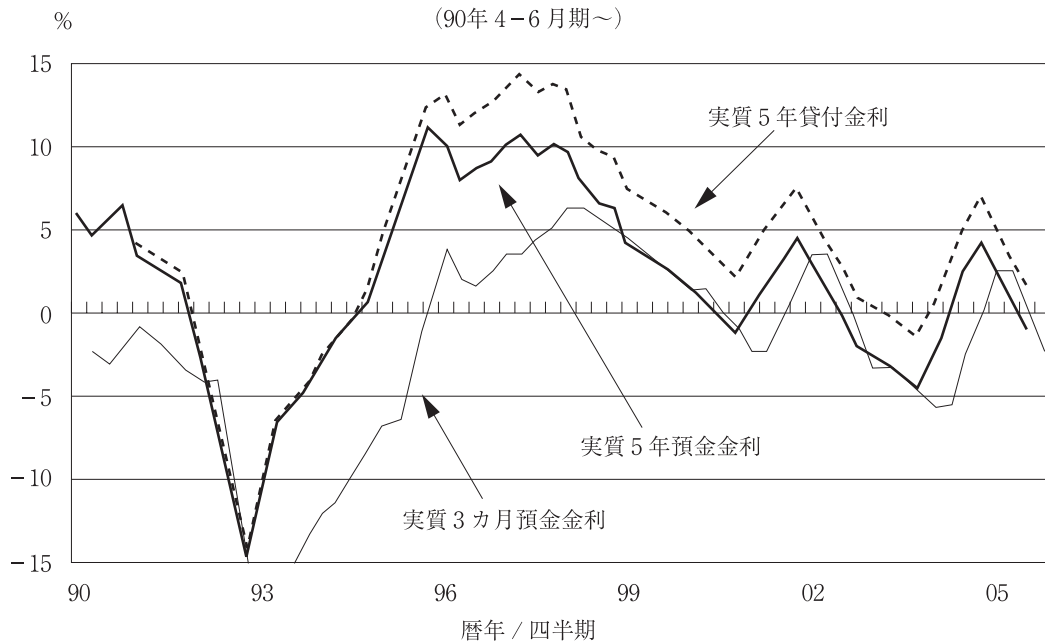
2003年から04年にかけて、投資ブームなどで経済成長が過度に高まったが、金利の引き上げを極力避ける形で引き締めが行われた。すなわち、(1)政府・中央銀行による強力な窓口指導による貸出の抑制(2004年5月の通達)、(2)不動産向け貸出の抑制、(3)人民銀行による巨額の人民銀行債券発行によるドル買い介入の不胎化、などである。これに対して、金利の引き上げは非常に小幅であった。図表8にあるように、引き締め開始1年後の2004年になるまで金利は引き上げられなかったうえ、金利の引き上げ幅も1年もの預金・貸出金利で0.27%と非常に小幅であった。しかも金利水準は名目成長率を大幅に下回っていた。その理由としては、次のような要因をあげることができる。

- (1) 金利を引き上げると資本流入が拡大するが、固定相場を維持するためのドル買い人民元売り介入により、人民元のマネタリーベースが増加して金融引き締めを無効にする。
- (2) 銀行は大量の国債を保有しているが、金利の引き上げは債券価格を低下させ脆弱な銀行部門を更に脆弱にする。
- (3) ここ数年低迷している株価を更に低下させる。
- (4) 金利上昇は、政府の利払い負担を増加させ財政赤字拡大の要因になる。

しかし金利機能をあまり使わない引き締め政策を行った結果、次のような副作用が発生している。

- (1) 金利引き上げの遅れは実質金利をマイナスにし、極めて大きな貸し出し需要超過を発生させ

図表9 中国の実質金利



注) インフレ率は GDP デフレーター。中国人民銀行ホームページのデータを使用。

出所：秋山英樹，磯部直昭，岩淵正明（2006）。

た（図表9）。特に低い規制金利で借り入れできる企業では、効率の悪い投資が拡大した。

(2) 貸し出し市場に闇金利が発生し、国営銀行幹部に腐敗が発生した。

(3) 投資機会を持っているが借入制約に直面している企業では、制約を回避するために海外からの直接投資で外貨を調達して人民元に交換して投資を実行するケースも見られる。この結果、中国企業が独自に実行できる投資にもかかわらず、外資に利益を分配するという非効率を生んでいる。

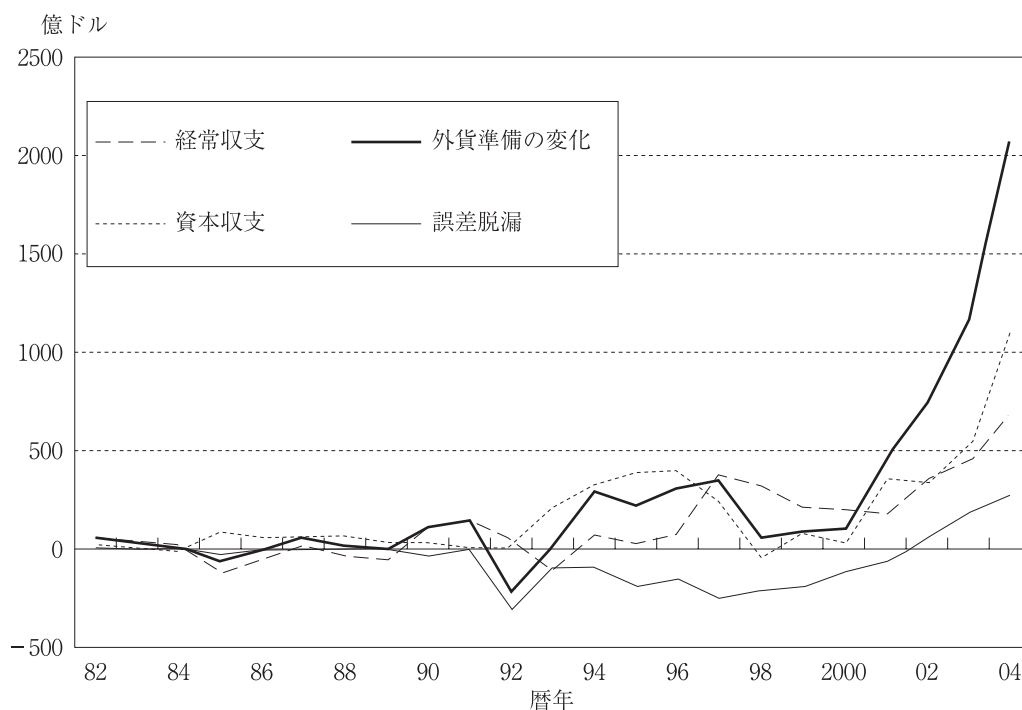
(4) 過大な投資を抑制するために不動産転用の一時的な禁止を行った。この措置も、効率的で有用な投資も不効率な投資も一律に押さえ込む上に、規制導入を予想した駆け込み投資が2003年末に急増するなど、大きな副作用があった。

このように、固定相場制の維持は金融政策運営にゆがみをもたらし、経済の効率性を低下させてきたといえる。

5. 政策コストの高い中国の為替政策

中国政府が切り上げを避けてきた理由としては、第一に、切り上げは貿易収支を悪化させ、雇用環境を悪化させることがある。第二に、大幅な人民元の切り上げは政治的に困難である一方、小幅の切り上げを行うと市場参加者は将来の再切り上げの期待を高めるため資本流入を拡大して

図表10 中国の国際収支構造



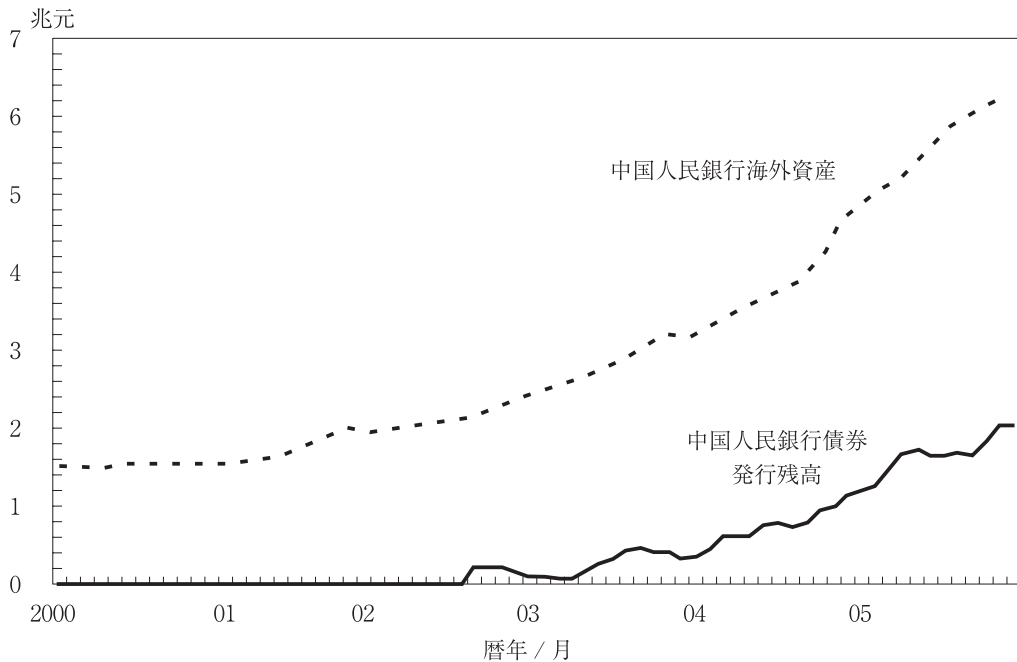
出所：秋山英樹，磯部直昭，岩淵正明（2006）。

しまう。小幅の切り上げ継続を予測した巨額の短期資本の流入は国内の流動性を増加させることで不動産等への投機を拡大し、アジア通貨危機前のタイ経済やバブル期の日本のように金融システムを脆弱化するリスクがある。

しかし先に見たように、中国経済の国際化に伴い為替管理の有効性が低下している。図表10の中国の国際収支をみると、經常収支の黒字に加えて厳しく規制されているはずの資本の流入も拡大しているため、中国の外貨準備は急増している。人民銀行は資本流入に対してドル買い元売り介入を行って固定相場制を維持している。元の売却はマネタリーベースを増加させ、金利を低下させてしまう。これを防ぐために、人民銀行は元建て国債などを売却することで、マネタリーベースの回収を行う（いわゆる不胎化政策）。しかし巨額のドル買い介入とその不胎化を続けることが、徐々に困難になってきている。

人民銀行は不胎化を行うために国債を売却してきたが、売却可能な国債が少なくなってきたため2002年9月から人民銀行が自ら債券を売り出すことで不胎化を行っている。図表11は、人民銀行が保有する外貨準備高（中国人民銀行海外資産）と不胎化のために発行した中国人民銀行債券の金額を示しているが、債券発行は外貨準備高と平行して増加していることが分かる。日本銀行は1971年に不胎化を行うために日銀売出手形を発行したが、人民銀行はこれと同じ状況に直面しているといえる。人民銀行は金利を支払う必要のある人民元建て債券を発行して米ドルで運用し

図表11 人民銀行の外貨準備高と不胎化のための債券発行



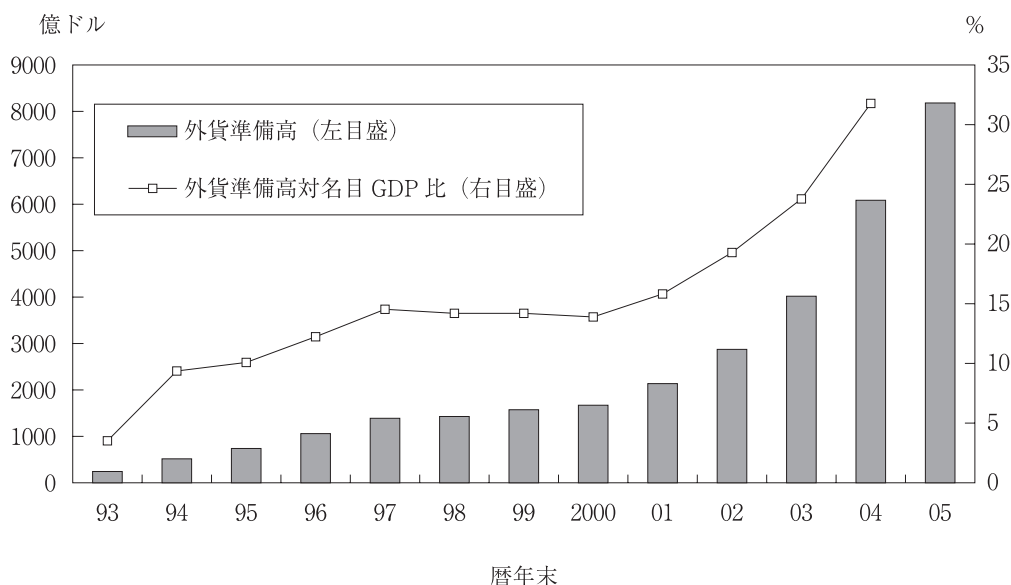
資料) 中国人民銀行ホームページ, 国家外為管理局ホームページ
 出所: 秋山英樹, 磯部直昭, 岩淵正明 (2006)

ていることになる。中国国内金利は米国金利を上回っていたため、人民銀行の発行した債権利回りは、保有する外貨建て資産利回りを上回り、逆ざや運用となってきた。2004年時点についてみれば、この人民銀行債券には5%ないし6%という市場金利並みの金利を支払いながら、2ないし3%程度の米ドル資産で運用していたと推定される。これは人民銀行が高い金利で資金を調達し、低い金利で米国国債に運用していることになり、中国政府が米国政府に金利を補助していたことを示している。

しかも、将来人民元が切り上がれば、人民銀行は巨額の損失を計上することになる。外貨準備高は2005年末で8189億ドルまで膨れ上がった(図表12)。これはGDP比で40%近い金額となっている。日本が外貨準備を貯めすぎだと海外から非難され円の切り上げを行った1971年の状況を見ると、ピーク時で150億ドル、GDP比も6%程度で現在の中国より遙かに低い水準であった。1971年に、為替相場を1ドル360円から308円のスミソニアン・レートに切り上げた後、1973年に変動相場制に移行して265円前後まで切り上がった。このときの切り上げ幅が合計で約27%であり、外貨準備のGDP比が6%であったことを考えるとGDP比1.6%程度のキャピタルロスが発生した。仮に中国が人民元の対ドルレートを2割切り上げると想定すると、外貨準備のキャピタルロスは実にGDP比8%にも達する。

このような状況の下で、中国国内でも、中国のような途上国がこれだけ巨額の外貨準備を抱えるということの合理性について疑問が持たれはじめている。中国人民銀行や国家為替管理局の幹

図表12 外貨準備高の推移



注1) 名目 GDP には06年1月10日に公表されたサービス業の補足充実を中心とした GDP の統計改定値を93年より遡及して採用。従来の GDP に比べ上方修正がされた (例えば04年で約17%の上方修正)。

資料) 国家外為管理局, 中華人民共和国国家統計局。

出所: 秋山英樹, 磯部直昭, 岩淵正明 (2006)。

部はこういった状況を十分に理解していながらも、国務院の政治的判断がなければ政策変更が出来ない状態に置かれている。

6. 為替政策の自由度に対する制約と政策の見通し

中国の経済が発展するに従って、資本取引の自由化が必要になってきている。企業が海外に支店や現地法人を持ち国際的な事業活動を活発化すると、容易に資本取引規制の抜け穴を使えるようになるという意味で規制の有効性が低下してしまう。例えば中国企業の本社と米国の現地法人の間で貿易取引を行う場合に、契約上の取引価格を高めにして本社から現地法人に財を輸出すれば、資金を米国から中国に移動させることが出来る。逆に取引価格を低めに設定すれば、資金を中国から米国に移動できる。このように表面上は貿易取引を偽装しながら、本社と現地法人の間で資本取引を行うことが可能になる。また海外からの技術導入についても、どの技術をいくらで買うのが適当かを政府の役人が判断するのは困難である。このように貿易、技術導入、企業買収などが中国経済にとって重要になると、こうした取引を偽装した資本取引を規制するのは非常に困難になる。また海外企業の買収の場合に、中国政府が一つ一つ取引を審査していたのでは、時間がかかりすぎて中国企業は機敏な対応を取れなくなってしまう。このように、中国経済が今後発展していく上では、資本取引の広範な規制が困難になると同時に、規制の存在自体が中国企業

の国際活動の足かせになっていくと考えられる。このため近い将来、中国政府は資本取引の大幅な自由化を余儀なくされることになるだろう。

中国が資本取引を自由化する場合に考慮すべき最も重要な点は、①独立した金融政策、②固定相場制の維持、③自由な資本取引、の三つのうち達成できるのは二つだけだということである。これは、「マンデルの不可能な三角形」とよばれる命題である。ノーベル経済学賞を受賞したロバート・マンデル (Robert Mundell) は1960年代前半に、「独立した金融政策運営、自由な国際資本移動、固定為替相場の維持、の三つを同時に達成することはできない」という国際金融政策の制約に関する命題を提唱した。たとえば日本や米国では、自由な資本移動と独自の金融政策運営を行っているが、固定相場ではなく変動相場制を採用している。他方、新通貨を導入したユーロ圏諸国は、自由な資本移動と単一通貨（完全な固定相場制）を採用する半面、中央銀行を統一してECB（欧州中央銀行）を設立することで、各国は独自の金融政策を放棄している。

すでに日本経済の半分近いGDPとなった中国の経済規模から考えると、金融政策の独立性を維持することは不可欠であろう。このため中国が資本取引を大幅に自由化すれば変動相場制に移行せざるを得なくなる。国内の政治的圧力に屈して、固定相場を維持しながら資本取引の自由化を行えば、いずれは国内均衡に必要な金利水準と、固定相場維持に必要な金利水準に矛盾が生じ、マクロ経済の安定を損なう可能性が高い。

なぜ資本取引を自由化した経済が固定相場制を維持できないのかを、現在の日本経済を例にして考えてみよう。たとえば2000年代前半のゼロ金利下の日本が為替相場を1ドル110円に固定するとしよう。両国政府が合意して、日本銀行と米国の中央銀行であるフェデラル・リザーブが無制限にこの相場で円・ドルを売買して価格を維持する約束をすれば、固定相場制を維持することは可能である。円ドルを110円に固定して、資本取引を完全に自由なままにしておくと、日銀がゼロ金利政策を維持することは不可能である。ドルと円は1ドル110円で無制限に交換できる一方で、米国のドル金利が4%台、日本国内の円金利はゼロでは、巨額の資本が日本から米国に流れるのは明らかである。そうなれば日本の外貨準備が90兆円近い巨額であっても民間の金融資産保有額の1500兆円に比べれば非常に少ないため、外貨準備はすぐ無くなってしまう（2005年末の概数）。固定相場を維持するためには、日銀が円金利を引き上げるか、米国がドル金利を引き下げる必要がある。このように、固定相場と自由な資本移動と独立した金利政策という三つは同時には維持できないのである。

1971年から74年にかけて、政府・日銀は固定相場を維持するために金利を低く維持しすぎた結果、高率のインフレを発生させてしまった。1973年-74年にかけての日本のインフレは、その後の石油危機によってその原因が覆い隠されてしまっている。しかし当時の日本経済のインフレの原因を産業連関表を使って分析すると、石油価格の上昇の直接寄与はそれほど大きくはなく、インフレの7割から8割が国内要因であった。つまり石油価格の上昇による直接、間接の効果を全部考慮しても国内のインフレは説明出来ず、大部分がはじめは利潤インフレ、その後は賃金インフレという国内要因であった。このため中国についても、資本取引の自由化と固定相場制の維持を無理に両立させようとする、金融政策運営が制約されてしまい、国内経済の安定を犠牲にす

る危険がある。

中国は2005年7月21日に人民元を米ドルに対して2%切り上げるとともに、通貨バスケットを参考に日々の為替相場変動幅を一定率以下に抑える政策を始めた。しかし2006年春までの為替相場を見ると、変動は累積でも1%程度しかなく、とても十分な変動幅になっているとは言えない。中国は貿易比率で加重したドル、円、ユーロの通貨バスケットに対して緩やかな目標レートを設定し、10-15%程度の広めの変動幅を採用するのが適当ではないか。為替相場をある程度安定させるための介入をしながら、変動相場を維持することによって外国と違う水準に金利を維持する政策が必要だろう。

参 考 文 献

- 赤間弘, 御船純, 野呂国央, 「中国の為替制度について」, 日本銀行調査月報2002年5月
秋山英樹, 磯部直昭, 岩淵正明, 「世界不均衡の拡大と為替レート調整」, 日本経済研究センター編, 『政府系金融機関と量的緩和解除の影響』, 金融研究班報告書14号, 2006年3月, pp. 91-140
清水典幸, 関岡成実, 七海英喜, 「為替レートと中国の為替管理」, 日本経済研究センター編, 『拡大する世界経済の不均衡リスクと政策調整』, 金融研究班報告書12号, 2005年3月, pp. 1-60
深尾光洋, 『実践ゼミナール国際金融』, 東洋経済新報社, 1990年
深尾光洋, 大海正雄, 衛藤公洋, 「単一為替レート採用と貿易民営化」, 香西泰, 寺西重郎編, 『戦後日本の経済改革』, 東京大学出版会, 1993年
齊中凌, 「中国の為替制度と為替レートについての考察」, 慶應義塾大学商学部卒業論文, 2004年
McKinnon, Ronald, "In Search of International Money: The Convertible Currency System," in *Money in International Exchange*, New York and Oxford: Oxford University Press, 1979.
Yu Yongding, *China's Macroeconomic Situation and Monetary Policy*, mimeo 2004.