



IIPS

Institute for  
International Policy Studies

▪ Tokyo ▪

## 人民幣（元）の切り上げを巡る議論に関する考察

－人民元の国際化を見据えた対応の重要性－

・ 平和研レポート ・  
主任研究員 中川 智之

*IIPS Policy Paper 302J*  
*February 2004*

財団法人  
世界平和研究所

© Institute for International Policy Studies 2004

Institute for International Policy Studies  
5<sup>th</sup> Floor, Toranomon 5 Mori Building,  
1-17-1 Toranomon, Minato-ku  
Tokyo, Japan 〒105-0001  
Telephone (03)5253-2511 Facsimile (03)5253-2510

本稿での考えや意見は著者個人のもので、所属する団体ものではありません。

## 要 旨

2002 年秋以降、日米欧から中国に対して、(1)人民元為替相場水準の切り上げ、(2)為替制度(ドル・ペッグ)の見直し、(3)資本取引の自由化、を求める声が強まり、国際会議等で活発議論された。これまでの議論を整理すると、「相場水準切り上げ要求」は妥当性に欠けるが、為替制度の見直しと資本取引自由化は、その必要性が明確になっている。中国は、各国の圧力のなかで制度変更することを表面的には拒否しているが、その一方で、これらが中国経済の発展のためには不可欠な課題であることを強く認識している。むしろ、国内問題がある程度残っていても、早い時期に人民元の国際化に踏み切る可能性がある。

経済的影響力の大きな中国の通貨・人民元の国際化が東アジア諸国に与える影響は大きい。東アジア各国は、新たな通貨変動リスクへの対応と危機管理体制強化の必要に迫られる。また、将来、米国－中国間には、政治・経済面の緊張関係が発生する可能性があり、この点への配慮も欠かせない。

こうした変化に対応するために、東アジア各国は、まずドル経由の取引に過度に依存している東アジアの通貨体制を見直し、東アジア各国通貨間(人民元を含む)の直接取引市場とリスクヘッジ市場の整備・育成を進める必要がある。また、中国の国内構造問題に起因する、人民元の不安定化がアジア通貨危機再発に繋がることを回避するため、具体的な対応計画を固めておく必要がある。こうした取り組みをリードするため、鍵となる日中両国は、早期に、新しい通貨秩序に関する共同研究に着手する必要がある。

人民幣(元)の切り上げを巡る議論に関する考察  
—人民元の国際化を見据えた対応の重要性—

目次

はじめに	．．．	1
第1章 人民元切り上げを巡る議論の行方		
1. 人民元の国際環境の変化	．．．	2
2. 中国に対する制度見直し要求	．．．	4
3. 要求内容の妥当性／メリットとデメリット	．．．	7
4. 中国政府の対応	．．．	13
5. 人民元国際化の時期	．．．	15
第2章 人民元の国際化を見据えた対応の必要性		
6. 人民元の国際化が東アジアに与える インパクト	．．．	17
7. 中国リスク	．．．	21
8. アジア共通通貨を目指すのか？	．．．	23
9. 現実的な選択肢	．．．	25
おわりに	．．．	28

## 1.はじめに

最近、世界経済における中国の存在感が強まっている。こうした中で、2003年中には、「中国人民幣（以下、人民元）の為替相場が中国の実力に比して割安であり、為替相場を切り上げるないしは為替制度を見直すべきである」といった要求が各国・業界から出され、国際的に議論された。

人民元を巡るこれらの議論の中には、政治アピールを狙ったものも少なくないようであるが、中国の実情を踏まえた手堅い議論も行われている。各国有識者の真剣な議論を辿ってみると、「人民元相場の人為的な切り上げが、米欧日などの中国の貿易相手に有益な効果をもたらすかどうかは不明確」であること、一方で、「人民元為替制度見直しと資本取引の自由化（以下、人民元の国際交換性向上）は、中国が安定した経済発展を続けていくために不可欠な課題」であること、が分かる。中国国内でもこの課題への対応の必要性は明確に認識されており、諸外国からの圧力の有無に係らず、人民元の国際交換性向上の動きは間違いなく進むと考えられる。さらに諸外国も、WTO 加盟に伴う中国市場開放の実を挙げるために、今後とも為替制度の見直しと資本取引自由化の要請を続けていくと考えられる。従って、人民元の国際化が進み、東アジアの為替相場動向に影響を与えるようになる日は、そう遠くはない。筆者は、それは2010年から2020年の近い将来であると考えている。

これまでドルと円を軸に動いてきた東アジアにおいて、人民元が、ドル、ユーロ、円とは別に独自の為替変動をする第4極の通貨となる場合には、東アジア経済は新たな為替変動リスク、通貨アタックのリスク、政策対話の必要性に直面することになる。ASEAN や中国経済との深い分業関係を持っている日本にとっても、こうした新たなリスクをどのようにコントロールしていくかは、21世紀中に安定した経済成長を確保するための重大な課題である。

本稿では、人民元を巡る各種議論や事実関係を整理しながら、上記の見方について説明する。さらに、来るべき人民元の国際化を見据えてどのような対応が必要であるかを検討し、日本と東アジア経済の安定成長を確保できるような「人民元と日本円の関係」の構築と東アジア通貨の新秩序構築（必ずしもアジア共通通貨を意味しない）のため政策対話を始めることの必要性を説明する。なお、検討に際しては、東アジアにおける米国を中心としたバイラテラルな国際関係と中国を中心とした経済統合化への動きとのバランスについても考慮した。

我が国での人民元に関する官民の議論は、「相場切り上げが我が国経済に与える影響如何」、「為替制度見直しが何時か」という比較的短期的な、受身の議論が

多いが、今日の国際環境は研究者の予想を上回るスピードで国際経済・政治関係を変化させており、中長期のビジョンが欠かせない。中長期ビジョンを持たない者や国は、国際舞台から駆逐されるという苛烈な仕打ちにあうリスクを抱えている。我が国においても、人民元が「いつ、どうなる」に加えて、人民元との関係を「どのようにして、どうする」を検討し、官民を交えて具体的な行動に着手すべき時期である。

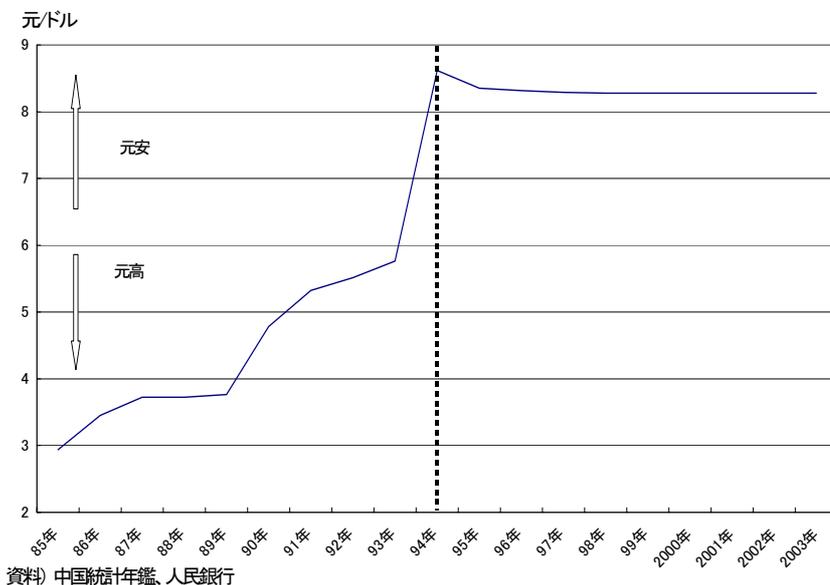
## 第1章 人民元切り上げを巡る議論の行方

### 1. 人民元の国際環境の変化

中国人民元を取り巻く国際環境は、過去10年間に、「切り下げ」から「切り上げ」へと大きく変化した。

中国人民元は、1980年～90年代の間、長期間に渡って強い切り下げ圧力に直面してきた。1980年代初期に改革・開放政策を採用してから、国内価格の自由化、

人民元の対ドル相場推移



内需拡大による経常収支の赤字、中国資本の海外逃避などのため、人民元はドルに対して下落を続けた。(注1)

とくに1993年には経常収支赤字化により、人民元市場レートが大幅に下落したため、中国政府は、それま

で定めてきた公定為替相場の廃止と、人民元の大幅切り下げを余儀なくされている。1994年以降は、中国政府が為替相場安定を重視した事実上のドル・ペッグ政策運営を行ってきたため為替相場は表面的には安定しているが、人民元の先物取引データ（後掲図表）で確認すると、アジア通貨危機後の1999年末頃までは市場の切り下げ圧力に晒されてきたことが分かる。

しかしここ数年の間に、人民元を巡る国際環境は大きく変化した。中国の経常収支黒字基調の定着に加えて、米国など諸外国からの活発な対中国直接投資や米中の金利差逆転（低金利のドル預金金利を上回る人民元金利）などを背景に資本の流入が拡大している。また、非合法的な資金取引も、中国からの流出から流入に転じていると見られている。（注2）

こうした環境変化の中であって、中国政府は人民元の実質ドル・ペッグ政策を堅持するため大量の外貨購入を続けている。このため、中国の外貨準備高は急激に増加（2003年には、1年間で+1,168億ドルも増加）しており、2003年12月末の残高は4,032億ドルと、日本（2003年12月6,735億ドル）に次いで世界で2番目の水準にある。（注3）

もちろん、一国の外貨準備の水準が適正かどうかを判断する上では、絶対額ではなく、国際収支に関する各種の比率を見る必要がある。これらの比率についても、中国の外貨準備は年間輸入額を上回り、対外債務残高の約2倍程度に達するなど、国際収支危機回避のために一般的に必要と考えられる水準を大幅に上回っている。従って、この面から中国政府が多額の外貨準備を保持していることの経済合理性を納得するのは難しい状況にある。

### 中国の国際収支と外貨準備の推移

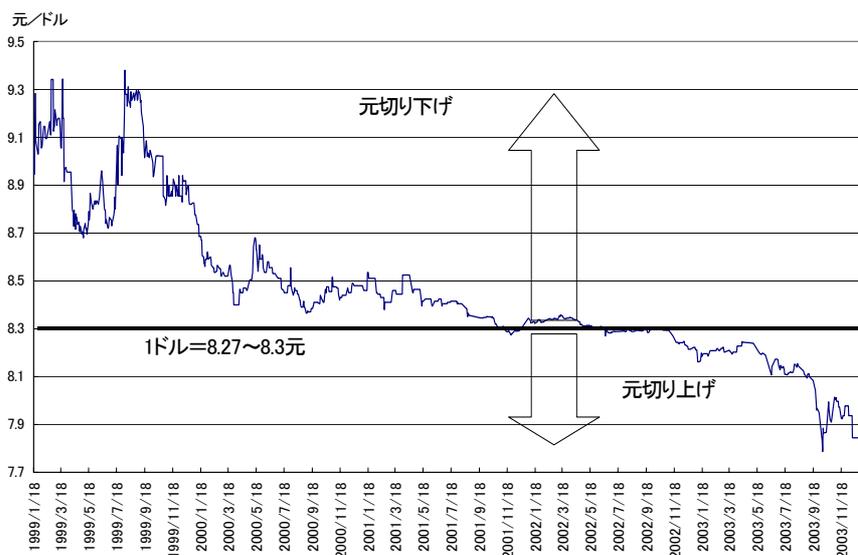
(単位、億ドル、%)

	85年	90年	95年	98年	99年	2000年	2001年	2002年	2003年
経常収支	-114	120	16	315	211	205	174	354	
貿易収支	-131	92	181	466	360	345	340	442	
サービス・移転収支等	17	28	-164	-151	-149	-140	-166	-87	
資本収支	90	33	387	-63	52	19	348	323	
直接投資	10	27	338	411	370	375	374	468	
証券投資	30	-2	8	-37	-112	-40	-194	-103	
その他投資	49	8	40	-437	-205	-315	169	-41	
誤差脱漏	0	-32	-178	-189	-176	-117	-47	78	
総合収支	-24	120	225	62	87	107	474	755	
経常収支/GDP	-3.7	3.1	0.2	3.3	2.1	1.9	1.5	2.9	
外貨準備/輸入	0.3	0.5	0.6	1.0	0.9	0.7	0.9	1.0	
外貨準備/対外負債残高	0.7	0.5	0.6	1.0	1.0	1.1	1.2	1.7	
国際準備残高	132	302	760	1,498	1,583	1,689	2,187	2,952	
外貨準備残高	119	286	736	1,450	1,547	1,656	2,122	2,864	4,032
金、SDR等	13	16	25	49	37	33	65	88	
対外負債残高	167	553	1,181	1,440	1,521	1,457	1,701	1,685	
為替レート(元/ドル)	3.20	5.22	8.32	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28	

資料) 中国外貨管理局、人民銀行、ADBカントリーデータ

こうした国際収支動向を踏まえて、2002年秋以降、「人民元の為替相場は中国の実力に比して割安であり、将来為替相場の切り上げがあり得る」という期待が為替取引市場で高まった。例えば、香港の人民元為替先物取引（NDF：ノンデリバブル・フォーワード）の推移を見ると、2002年秋以降1ドル=8.3元より人

中国人民元のNDF相場(香港市場:99年1月~2004年1月上旬)



民元高で取引されており、2003年秋には、人民元相場が5~7%程度切上がることを想定した取引が行われている。

また、米国、日本の一部の産業では、中国からの低価格の輸入品増加が原因となって経済摩擦が生じており、業界団体など

から人民元相場水準の見直し(切り上げ)などを求める圧力が強まった。これらの動きを受けて、2003年中には、さらに各国政府を含む各方面から中国の人民元の相場水準、実質ドル・ペッグ政策運営、資本取引規制の見直しを求める意見が出され、国際会議や2国間交渉の場などで活発に議論された。

## 2. 中国に対する制度見直し要求

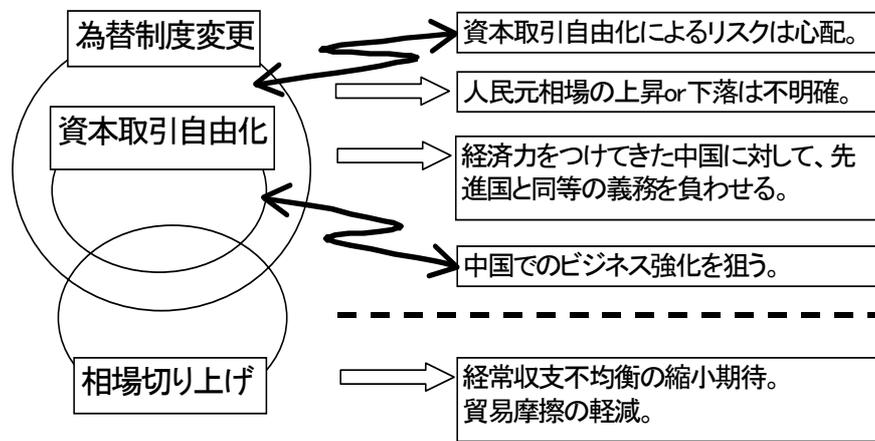
中国に対する為替制度等の見直し要求の中身は、大きく3つに分類できる。まず、(1) 人民元は1994年の対ドル相場大幅切り下げとその後のドル・ペッグ政策により為替水準が不当に安くなっていると考える立場からの要求であり、人民元の対ドル相場切り上げを求めるものである。次は、(2) 中国に対して、強まりつつある経済的影響力に応じた「より柔軟な為替政策」を求め、実質ドル・ペッグ政策を廃止し変動相場制へ移行することを促すものである(為替制度変更の要求)。その他、(3) WTO加盟に伴う中国の市場開放の実効を高めることなどを企図して、現在中国当局により厳しい規制がかけられている資本取引の自由化を求める立場がある。

このうち(1)の要求「対ドル相場切り上げ」と、(2)(3)の要求「為替制度の変更」と「資本取引の自由化」は、要求の目的や背景となる考え方が本質的に異なる。(1)は中国の価格競争力を低下させて経常収支不均衡の縮小や貿易摩擦の緩和を主たる目標とする。一方、(2)、(3)の要求については、仮にこれらの要求が実現した場合に、人民元為替相場が上昇するのかそれとも下落するのかは、

必ずしも明確でない。一部に、自由化による人民元切り上げを期待する人々も居なくはないが、(2)、(3)の要求の主たる目的はむしろ、「国際的な経済影響力を

強めてきた中国に対して、金融・経済面において先進国と同様の義務を負わせて公正な競争条件を実現することや、「無理なドル・ペッグ政策により中国のマクロ経済に歪が蓄積し

### 中国に対する要求の中身の分類



ないよう、市場に立脚した体制への移行を勧奨する」ことにある。論者によってはこの3つの点を混在させて論じ、あたかも(2)、(3)の対応を取れば(1)の対ドル相場の切り上げが実現するような論調も見られるが、これはあくまで論者の希望的観測でしかない。

ここで、上記の分類を踏まえて、2003年中に見られた中国に対する様々な要求等について、米国での議論を例に、整理してみる。

### (米国議会での議論)

米国議会では、(1)の対ドル相場切り上げ要求の議論が中心であった。7月に、シューマー、ドール上院議員等が、「中国政府が輸出競争力を高めるため人民元を不当に安く固定していること」について財務省に調査を要求。下院中小企業小委員会も中国政府に対して変動相場制への移行を促すようスノー財務長官に要請。9月には、「中国に市場経済に基づく為替制度への移行、国際貿易制度の遵守を求める決議案」(イングリッシュ下院議員等:10/29日採択)、「中国に対して為替切り下げと通貨操作の見直しを求め、実施されなければ中国からの輸入に27.5%の関税を付加する法案」(シューマー上院議員等)など4つの法案が相次いで出された。このように、米国の対中国国際競争強化、または中国との競争条件公平化を要望する意見が上下両院の超党派で出され、人民元の対ドル相場の大幅切り上げや中国に対する制裁の必要性を巡って公聴会や議論が行われた。

こうした議会の動きの背景には、一部の学者や研究機関が、「人民元はドルに対

して15～40%程度割安である」と分析していることがある。さらに、健全なドルのための連帯 (Coalition for Sound Dollar)、全国製造業協会 (NAM)、米国繊維協会 (ATMI)、米国林業及び製紙協会 (AF&PA) などの業界・利益団体が、「中国、日本などのアジア諸国が通貨を不当に安くコントロールしていることが、米国の失業問題の原因にある」と主張していることの影響が大きい。ここには、失業問題が続く米国において、「企業に向けられた被雇用者の不満・不安」や「繊維業などの不振企業の不満」を、「中国の為替政策に責任転嫁」し、これが「人民元の対ドル相場切り上げ要求」につながるという構図が見られる。もっとも、各種報道やインタビューによると、中国を生産拠点や市場として重視しつつある米国の大手企業は「人民元切り上げのデメリット」を懸念しているようであり、今後も米国の業界・利益団体が人民元切り上げ要求を強硬に続けると考えるのは、必ずしも適当でない。

なお、上記の米国議会の動きや一部学者の意見の中には、中国人民元の制度見直しだけでなく、日本、韓国、台湾を含めたアジア通貨全体のドル連動性の強さの是正も必要であるとの見方が含まれている。例えば、米国国際経済研究所のゴールドシュタインは、議会証言の際に、「人民元の切り上げが実現できなければ、アジアや他地域の国際収支不均衡是正のために必要な為替相場のリアラインメントが出来ない」と述べており、人民元問題の解決は、対アジア通貨政策を進めるための第一歩と位置付けている。このことは、米国の対アジア通貨政策の行方に関する重要な示唆を与えているように思われる。

### (米国政府の動き)

他方、米国政府、FRBが、中国政府、人民銀行に対して要求して来たことは(2)(3)、即ち、「為替制度の変更」および「資本取引自由化」であり、必ずしも(1)の「為替相場の切り上げ」を求めている。こうした姿勢の背景には、テイラー財務次官の議会証言(2003年10月)にあるように、「中国の対米黒字が米国の国際収支赤字の主因ではない」という、米国政府の冷静な判断がある。G7、APEC等の国際会議で米国が中国に対して強い要求を行い、ブッシュ大統領やスノー財務長官が、変動相場制移行に向けての具体的進展を示すよう求める発言を繰り返しているため、表面的にみると、米国が大統領選を意識して短期的成果を目指しているのではないかと錯覚しかねないが、米国政府の基本的スタンスは、むしろ中長期的な視点に立ったミスアラインメントの回避にあると考えられる。

こうした政府・FRBの考えは、米国上下院での議会証言で明確に説明されている。グリーンSPAN FRB議長は議会証言で、経済的影響力が拡大し、今や巨大な資本吸収国となった中国がドル・ペッグ政策を続けた場合に、中国国内に大きな歪が蓄積されていくことの危険性に警鐘を鳴らしている。そして、その解決策

として変動相場制への移行の必要性を述べている。テイラー財務次官も同様な見方を示したうえで、変動相場制への移行に加えて、中国からの資本流出規制を緩和することにより、市場からの元高圧力の緩和を図ることの必要性を指摘している。

米国政府は、2003年10月のバンコクでの米中首脳会談で、両国で専門家チームを設けて為替相場について研究を行うことを合意したほか、同月、米国財務省と人民銀行が金融・経済分野での協力強化のために技術協力プロジェクトを立ち上げることを合意している。今後は、一方で中国政府が為替制度改革へのモメンタムを失わないように政治的なプレッシャーをかけながら、一方でこうしたルートを通じて現実的な対応策の協議を進めていくものと考えられる。

- ◆テイラー財務次官議会証言（2003年10月）
  - ・ 柔軟な為替制度を採用することは、中国にとっても、資本の流出入を活発化させ、経済の不均衡を是正するというメリットがある。
  - ・ 資本規制を緩和すれば、中国人の海外分散投資・資本流出を可能にし、元高圧力を緩和する。
  - ・ 米国の貿易赤字はISバランスが原因であって、対中国貿易に限ったことではない。
- ◆グリーンズパンFRB議長議会証言（2003年7月）
  - ・ 現在の固定相場維持のためには巨額の米国ドル資産購入を続ける必要がある。これは、中国国内の金融政策を困難にするため、いずれかの時点で、続けられなくなる。
  - ・ 人民元相場の変動を認めるべき。
  - ・ 現在の世界のコスト構造が持続すると仮定するならば、（人民元が変動相場制に移行する）必要性は高まっている。
- ◆国際経済研究所ゴールドシュタインの議会証言（2003年10月）
  - ・ 人民元は米ドルに対して15～25%過小評価されている。
  - ・ 人民元相場水準の見直しは  
(中国にとっても必要)  
介入・不胎化を続けることは、中国にとってコストが大きい。  
(米国および世界のとっても必要)  
人民元の切り上げが実現できなければ、アジアや他地域の国際収支不均衡是正のために必要な為替相場のリアラインメントができない。
  - ・ 人民元相場水準調整と変動相場制移行や資本勘定自由化は、長期的課題として重要。ただし、中国の抱えるリスクに鑑みると、現時点では不適當。
  - ・ 2ステップアプローチを推奨。  
ステップ1：人民元切上げ、変動幅の拡大、バスケット通貨へのペッグ。  
ステップ2：管理変動相場への移行

### 3. 要求内容の妥当性／メリットとデメリット

中国に対するこのような3種類の要求の妥当性（メリット、デメリット）については、2003年中に様々な議論が行われている。その結果、概ね以下のようにコンセンサスが形成されつつあるように思われる。

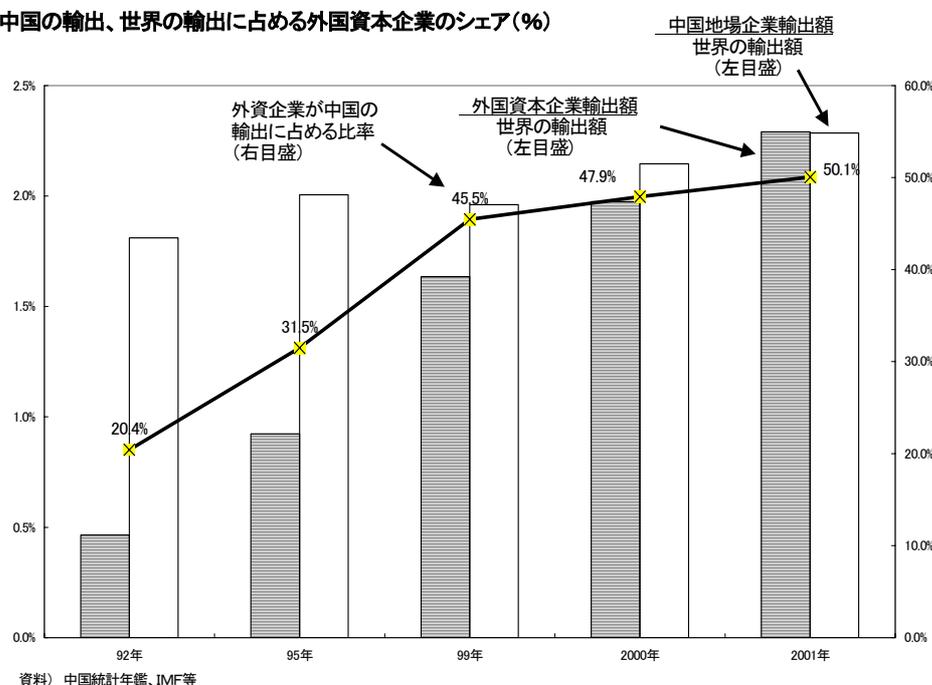
(人民元の対ドル相場の切り上げ)

まず、前節(1)の「対ドル相場の切り上げ」要求については、その妥当性は疑問である。なぜなら、一つには、どの程度の人民元の相場水準が適切であるかが明確でないため、もう一つには、日、米などの先進国にとって、人民元切り上げによるメリットが余り無いと考えられるためである。

そもそも為替相場の適正水準を理論的に示すのは難しい。これまでに議論された「人民元の過少評価の度合い」は、世銀、IMF等が作成した購買力平価に基づく推計(約8割の過少評価)や米国の学者による各種推計(15%~40%程度の過少評価)など、かなりばらつきが大きい、いずれの妥当性についても疑問点がある。また、アジア通貨危機の際にみられた「経済的に見て人民元切り下げが必要」との議論とも整合的でない。一部には、「94年の人民元公定相場の切り下げ幅が大きかったため(約3割)、中国の国際競争力は不当に強化された」との批判も根強い。しかし、当時の公定相場の切り下げは、市場相場の下落に追従した現状追認型の対応であったほか、実質的な切り下げの効果は見掛けより小さいことが指摘されており、こうした見方も適当ではない。(注4)(注5)

人民元切り上げ要求については、もともと中国産の輸入品と競合する業界の不満を拾い上げた色彩が少なからずあった。しかし、米国政府を含め、学者やIMF

中国の輸出、世界の輸出に占める外国資本企業のシェア(%)



など国際機関は、検討の結果、「人民元切り上げによって米国の国際収支は改善しない」と考えている。(注6)

また、個々の企業や研究者の間でも、「中国に生産・販売拠点を持つ国際企業にとっては

マイナス面が無視できない」という認識が広まっている。実際、中国の輸出急増の主因は、外資企業の中国生産拠点からの輸出増加であり、最近では中国の輸出

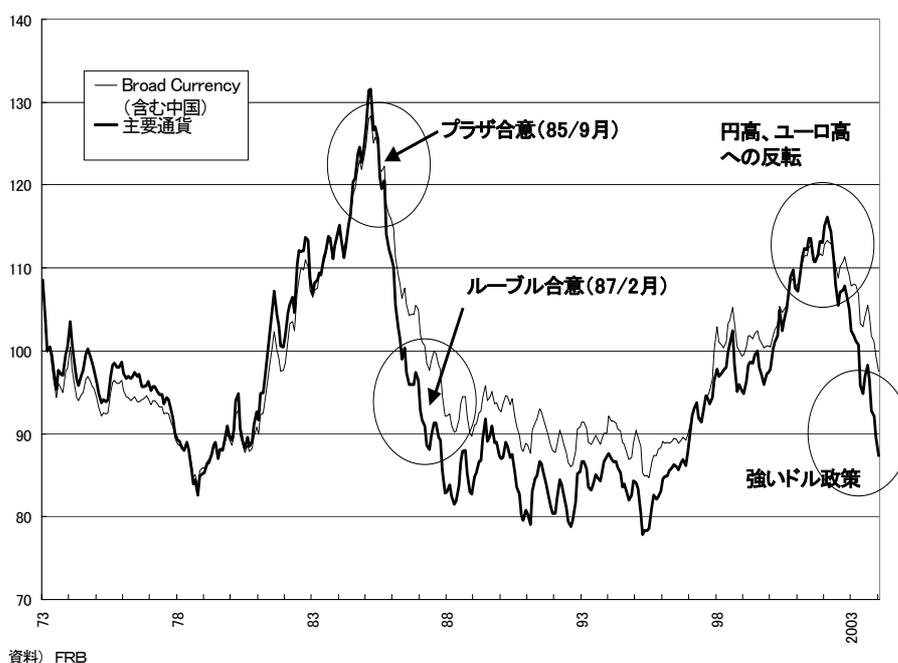
額の約 1/2 を外資企業の輸出が占めている。これに比べると、中国地場企業の輸出増加は、余り目立たない。人民元の切り上げは、中国生産拠点での加工・生産コストの上昇に繋がるため、仮に大幅な人民元切り上げが発生した場合には、企業の生産拠点の見直しや直接投資計画変更などが必要になる。我が国の企業に対するアンケート調査（日経新聞 9 月発表）結果を見ても、人民元切り上げの効果が「プラス」であるという回答は全体の 15%に止まっており、「マイナス」（36%）または、「どちらともいえない」（49%）との意見が多い。（注 7）（注 8）

このように、「先進国の一部産業を保護し、中国に対する産業競争力を確保するために人民元切り上げを要求すること」については、経済合理性からサポート材料を与えることは難しい。もちろん米国の例で見たように、中国製品との価格競争に敗れ「被害」を受けている業界の不満の声は、政治的には無視出来るものではない。このため、今後とも先進国内の政治的な配慮から、人民元切り上げ要求は繰り返されるだろう。ただ、その通商交渉上の位置付けは、「是が非でも達成すべき課題」ではなく、相手から譲歩を引き出すための「交渉の材料」に止まると考えるのが妥当であろう。

### （米国政府の対人民元政策）

なお、人民元の相場水準の是正問題については、もう少し別の角度からみると米国政府の中期的な政策意図を窺い知ることができる。国際金融の研究者の間には、米国の通貨政策を考える際に、FRB が作成している実質実効ドルレートの水準が重要であるとの見方がある。実際、過去のプラザ合意、ルーブル合意など、米国通貨政策の大きな節目となった時期には、この実質実効ドルレートは、ドル高、ドル安の両極を推移してきた。また、数年前、ブッシュ大統領

実質実効ドルレートの推移



は、米国の通貨政策を考える際に、FRB が作成している実質実効ドルレートの水準が重要であるとの見方がある。実際、過去のプラザ合意、ルーブル合意など、米国通貨政策の大きな節目となった時期には、この実質実効ドルレ

ートは、ドル高、ドル安の両極を推移してきた。また、数年前、ブッシュ大統領

がドル高に対して懸念を表明し、同時多発テロ要因も加わって、ドル高から円高、ユーロ高へと流れが転換したが、その背景にも、実質実効ドルレートがかなり上昇していたことがある。

最近の実質実効ドルレートの推移を見ると、2002年～2003年には既に、円、ユーロの対ドル相場の上昇を受けてドル安方向に動き始めている。この観点からは、人民元相場の切り上げが国際的に盛んに議論された2003年には、米国にとって追加的に人民元の切り上げを強く求める実質的意味は強くなかった。最近ではむしろ、過度なドル下落を食い止める必要が出てきているが、人民元の切り上げはこれにも寄与しない。従って、米国にとって今回の人民元切り上げの議論は、将来の対中国通貨交渉の前哨戦として、まずは強力なジャブを放っておくことにあると考えられる。即ち、将来、再び実質実効ドルレートが上昇するまでの間に、人民元切り上げの素地を作っておけば良いことになる。仮に、次のドル高局面が過去の波のように15年程度の周期で訪れるとすれば、本格的な人民元切り上げの動きは、2010年から2020年の間に訪れることになる。

#### (為替制度の変更と資本取引自由化)

次に、前節(2)(3)の「為替制度変更」と「資本取引自由化」については、中国内外の経済環境を考えると、中国政府の積極的な対応が必要な重要課題である。これについては、中国内の研究者を含めて、多くの研究者がその必要性を指摘している。

まず、「為替制度変更」が必要な理由は、「過度な外貨購入による国内インフレ圧力の増加や金融政策の歪を回避する必要があること」、「中国に対する適正な投資判断のためにも市場価値に立脚した価格情報(為替相場を含む)が必要であること」、「中国の国際的経済影響力が強まっていることから、市場に立脚した為替制度をとることにより公平な競争環境を実現する必要があること」、である。

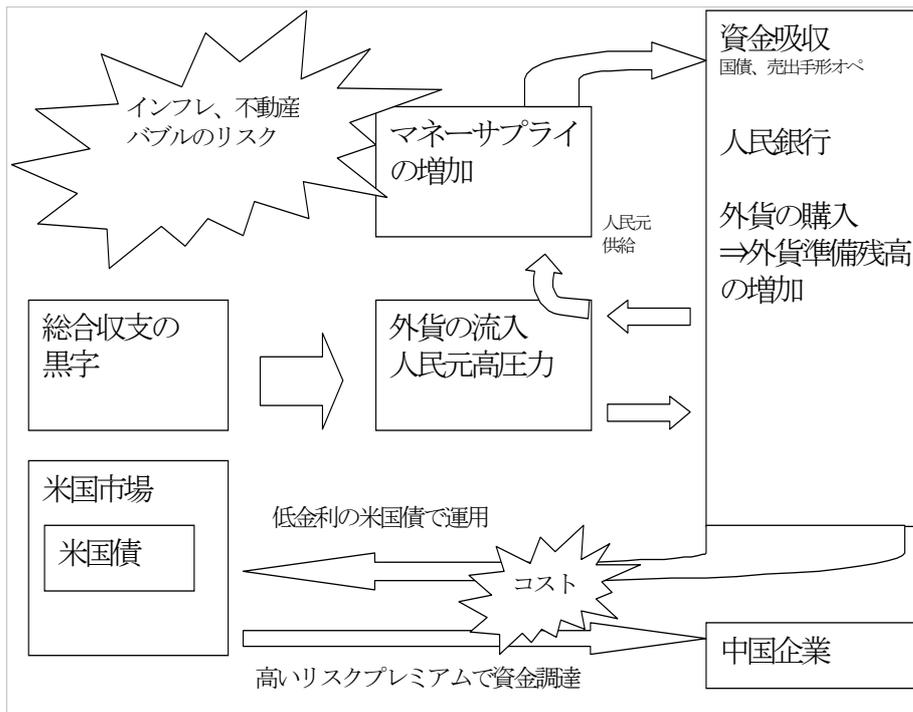
このうち最初のポイント(インフレ圧力等の回避)は特に重要である。グリーンズパンFRB議長やIMFなども懸念している点であり、中国自身にとっても、安定経済成長を続けていくためには、この問題への対応が必要である。

即ち、現在中国に対しては、低コストで(質も高まりつつある)豊富な労働力という産業立地条件と将来の市場拡大を期待して大量の直接投資資金流入が続いている。中国政府は、2008年北京オリンピックや2010年上海万博に向けて引き続き高成長を目指す政策運営を指向していることから、当面こうした資金流入は続くと考えられる。こうした中で、中国政府(人民銀行)は人民元相場の上昇を抑えるため大量の外貨購入を実施しているが、このことは一方で中国国内に対す

る大量の資金供給を伴うため、中国経済にインフレ圧力を与えている。

これまでのところ、人民銀行が国債売却や売出手形などの手段で国内余剰資金を吸収しており、インフレの顕現化抑制に成功している。中国の国内物価統計には、原油価格の上昇等の影響を除くと、顕著な上昇は見られない。しかし、多くの研究者は、マネーサプライや銀行貸出の急速な増加に加えて、不動産投資ブームの過熱により不動産価格の上昇が続いている（2003年10～12月前年比：地価

+8.9%、建物価格+5.1%）ことなどから判断して、インフレのリスクが、かなり高まっていることを指摘している。



人民銀行が、今後も為替レート維持のため外貨購入を続けた場合には、やがて余剰資金の吸収

が困難になる可能性が高い。その場合、無理な政策による歪が国内経済に蓄積されているため、「インフレ急進」⇒「金利引き上げ」⇒「資金流入加速、国内景気悪化」⇒「各種構造問題（所得格差問題、金融機関問題、国有企業問題）の悪化」⇒「資金流出」⇒「中国政治・経済不安定化」といった危機をまねく恐れがある。また、図示したように、中国が外貨準備を低金利の米国債で運用する一方、中国企業が、高い金利で資金調達せざるを得ない状況の非合理性を指摘する研究者もいる。

なお、中国のドル・ペッグ政策のメカニズムは（注9）（本稿末尾に掲載）に説明したように、①厳しい外貨管理と市場管理、②資本取引の抑制、③人民銀行による強力な介入、から構成されている。従って、変動為替相場制への移行を進める場合には、①、②、③のいずれから、どのような順番で手をつけていくかを考える必要がある。2003年中の議論では、①、②の規制を廃止した場合には中国経済に与える影響が大きいため、まずは、③から手をつけ、「人民元の変動幅を徐々に拡大していくことが適当」と考える研究者が多い。

次に、「資本取引自由化」が必要な理由は、ひとつは、「資本流出規制の緩和を進めれば、急激な外貨準備増加を回避できること」である。中国政府はこれまで、海外への資本逃避を回避するため、資本流出に繋がる取引を特に厳しく規制してきた。これを緩和すれば、これまで抑制されていた海外直接投資などが活発化し、資本流入超過による圧力緩和が図れる。

「資本取引自由化」には、もうひとつ、より本質的な必要性がある。中国は、これまで、改革・開放政策の下で自由貿易体制と外資を活用して高い経済成長を享受してきた。現在、中国国内では、こうした高い成長率を今後も続けていくためには、激しいグローバル競争を勝ち抜けるよう、企業の国際競争力を一段と強化することが不可欠であるとの問題意識が強まっている。このため、対内直接投資による技術移転に加えて、中国地場企業の海外進出（海外販売拠点、生産拠点設置、M&Aによる技術取得）を促進するために、資本取引規制の緩和を求める意見が強まっている。（注 10）

2001 年末の WTO 加盟も、こうした流れを加速している。中国政府は WTO 加盟の際に 5 年以内の市場開放を約束した（注 11）。市場開放で中国国内の競争環境は厳しくなっている。また、資本取引には個別認可制のものが多いため、担当部署の裁量に左右される不透明な部分がある。外資企業の進出増加で資本取引が増加するに連れ、手続の公平性と透明性向上を求める外圧が強まることは避けられないと考えられる。中国が、将来、こうした外圧の高まりによる急激な資本取引自由化を避けるためには、今のうちからスケジュールを作成して、漸進的に資本取引自由化を進めることが必要である。

#### （為替制度の変更、資本取引自由化が人民元相場に与える影響）

仮に、こうした為替制度の変更や資本取引自由化が実現した場合、人民元相場水準にどのような影響を与えるかについては、現時点では必ずしも明確でない。専門家の間でも意見が分かれている。（注 12）

人民元相場上昇要因としては、「現在の良好な対外ポジション（経常収支黒字、低い対外債務比率、豊富な外貨準備）」、「活発な対内直接投資」、「相場上昇期待」などが挙げられる。一方で、人民元相場下落要因も、「経常収支の悪化リスク」、「金融システムの脆弱性（不良債権問題など）」、「未成熟な中国資本市場（投資対象となる案件が少ない）」、「米国等海外金利の上昇」、「潜在的な海外資本逃避圧力の顕現化」と、少なくない。例えば、中国への直接投資の勢いは 2003 年後半に幾分鈍化している（直接投資実行額前年比：2001 年+14.9%→2002 年+12.5%→2003 年+1.4%）ほか、アジア開発銀行によれば、中国の内需の増加により輸入

の伸びが輸出を上回るため、経常収支の対 GDP 比率は、2002 年+2.9%⇒2003 年+0.2%⇒2004 年▲0.1%と赤字化する見通しとなっている。（注 13）

ここ数年間は、人民元相場上昇圧力が議論の中心ではあった。しかし、中国は多くの課題と不確定要素を抱えている。今後も同様の環境が続くと、安易に期待することはできない。中国政府が人民元に関する為替制度変更や資本取引自由化を進めるに当たっては、資本逃避や、通貨価値下落の可能性も念頭に置き、金融・資本市場の動きを細心の注意を払ってモニターしながら、用心深く前進することが不可欠である。

#### 4. 中国政府の対応

人民元に関する各国の要求に対して、中国政府は、「為替政策はその国の経済水準や経済状況、国際収支状況によって決まるものであり、現在の為替制度は中国の現在の国情に合致する」、「人民元の安定を保持することは、中国の経済と金融の持続的発展にだけでなく、周辺国や地域の経済・金融の安定的に資し、世界経済・金融の安定をもたらす」（胡錦濤国家首席、温家宝首相）と、大幅な制度見直しを拒否してきた。最近（2004年2月）、金融改革会議、人民銀行工作会議で、温首相や周人民銀行総裁が人民元相場形成に関する改善を段階的に（今年）進めることを表明したが、「人民元相場の安定」を重視した基本姿勢は変わっていない。

中国政府が慎重な態度を続けている理由は、今はまだ胡錦濤政権の基盤固めの時期であるため重大な意思決定が難しいこと、国内構造問題（雇用、金融、国有企業など）の解決を優先していること、海外からの政治圧力に対する国内世論の反発（注14）に配慮したこと、SARSの発生により中国への投資環境に不確定要因が発生したこと、などであると考えられる。

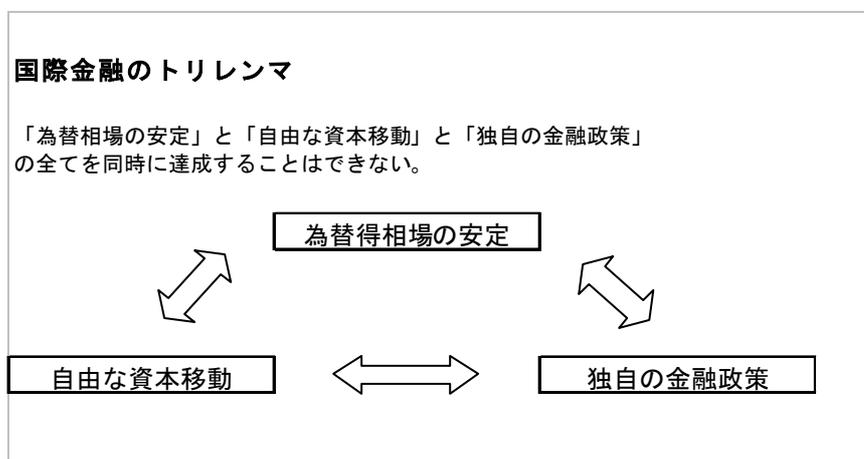
これらの条件は直ぐに変わるものではない。このため、中国の為替制度や資本取引規制の大幅な自由化が早期に実現すると考える専門家は、今のところ少ない。また、アジア通貨危機の経験に鑑みると、資本取引の自由化は特に慎重に進める必要があり、健全で自律的なマクロ経済政策の確立（国有企業問題、貧富の格差問題、失業問題などの解決）、健全で頑強な金融セクターの確保（不良債権問題の解決、国内金融市場の整備・育成）、活発な資本移動に適合したリスク管理体制の整備などの前提条件を満たしつつ、段階を踏みながら漸進する必要があることは、中国内外を問わず、強く認識されている。

しかしながら、これらの事実は、中国政府が為替制度変更や資本取引自由化に

消極的だということを意味しない。

もともと、中国政府は、人民元相場切り上げの議論が国際的に盛り上がる以前から、これらの制度見直しの必要性を認識していた。その背景には、前節で述べたように、高い経済成長を維持するためには外資の一段の活用と国内企業の国際競争力強化が不可欠であるとの強い認識があり、そのためには資本取引の自由化は避けて通れないと考えているようである。2003年秋の第16期中央委員会第3回全体会議、2004年2月の金融界各会議、人民銀行工作会議などの議論を見ても、中国政府のこうした強い危機感を確認することができる。

さらに、資本取引を自由化する場合には、為替制度の変更が必要なことも認識されている。中国国内の専門家間の議論でも、国際金融論で有名なトリレンマが



示す通り、「中国独自の金融政策運営」を維持するためには、「為替相場の安定」をある程度犠牲にすることが避けられないことが指摘されている。

こうした中で、中国国内では、人民銀行が人民元の変動幅拡大手順の研究論文（2005年には人民元対ドル相場の変動幅前日比を±5%まで拡大）を既に発表。バスケット通貨へのペッグの研究も進んでいる。国務院国家発展研究センターなども早期の制度変更の必要性を主張している。人民元制度のあり方に関する会議も開かれ、急速な経済成長や資金の流入はバブルに繋がる懸念があり、中国は成長の「質」と「持続可能性」重視の政策を考える必要がある（そのためには健全なマクロ経済バランスを可能とする金融・為替制度が必要）、といった議論も行われている。

片や、これまで厳しい資本取引規制を続ける背景となってきた海外への資本逃避に対する懸念は最近の外貨準備残高の増加から薄れているようであり、むしろ、「対外経済環境の良い今は制度変更の好機」との主張が出てきている。さらに、中国の研究者の間には、「仮に人民元相場が上昇しても、豊富な低賃金労働力を擁した中国の比較優位に大きなダメージは与えない」と、制度変更の副作用に対する楽観的な見方も少なからず見られる。（注15）

こうしたことから、中国政府は、為替制度変更と資本取引自由化を、前向きに

推進していくものと考えられる。資本取引自由化の具体的な進め方やテンポについては、中国政府内部に根強い慎重論があるものの、一方では、国際環境の急速な変化に対応するためには、今後5年程度で、為替制度見直しと資本取引自由化の双方に一举に目処をつけてしまうべきと主張する推進派がみられる。中国政府が、国内構造問題への対応と並行して為替制度変更と資本自由化の検討を進め、数年以内に具体的構想を提示する可能性が十分ある。

当面は、大幅な制度変更は困難にしても、2002年から2003年にかけてみられたような小幅な資本取引自由化策（外貨持ち出し規制の緩和、QFII制の導入、対外投資に関する手続き整備）や金融システム強化策（国有銀行に対する公的資本注入）、または為替変動幅の小幅拡大などの実績を積み重ねることが予見される。

#### 資本取引自由化に向けて取り組み事例

##### ◆資本取引の規制緩和

QFII（Qualified Foreign Institutional Investor）の導入。＜流入＞  
外国為替取引時間延長（2003年2月 9:20～11:00⇒15:30）。  
銀行間外為替取引効率化（2003年10月 双方向取引導入＜手数料削減＞）  
外貨集中制度の緩和＜流出＞  
外貨持出規制の緩和（2003年9月 2000ドル⇒5000ドル）＜流出＞  
海外進出（走出去）の支援。＜流出＞

##### ◆資本流入への対応

人民銀行は、売出手形で流動性を吸収。  
預金準備率の引き上げ（2003年9月21日実施 6⇒7%）。  
輸出付加価値税の還付率引き下げ（2004年1月実施 15⇒11%）。  
国内金融機関による国内ドル建て債発行（国家開発銀9月5億ドル）。

## 5. 人民元国際化の時期

人民元を巡る議論の中心は、「人民元の為替制度見直しと資本取引自由化がどのように進むか」、そしてそれが「何時か」に移ってきている。このうち前者については、各国の研究者や国際機関などから様々な提案や助言が出されているが、現時点では何らかの具体的な方向性が見えているわけではない（注 16）。そこで、ここでは「何時か」という問いに絞って考えてみる。

これまで見てきたように、中国政府にとって最もタフな交渉相手である米国政府の基本スタンスは、「中長期的に変動相場制への移行を求める」というものである。米国政府は、今後も継続的に中国政府にプレッシャーを掛け続けると考えられるが、交渉の本格化は、2010年から2020年の間に訪れる可能性がある。

一方、中国政府のこの問題に対する自発的な取り組みのスピードは、基本的には、国内構造問題の解決の難易度と進捗具合に左右されると考えられる。ただ、その取り組み姿勢は、前節で説明したように前向きであり、国内政治・経済環境が許せば、数年以内に何らかの具体的方向性を示してくる可能性もある。実際、ボトルネックとなる国内構造問題のひとつである不良債権問題については、2003年末に国有銀行に対して豊富な外貨準備などを使った資金注入を行うなど、大胆に前進している。中国の変化のスピードは、予想外に早い可能性がある。

過去の事例に、今後の動向を考える参考情報を求めてみる。為替と国際収支自由化のプロセスについて、事情の違う日本と中国ではあるが、敢えて比較してみた。下記の表のように、日本が、「国際収支の経常取引について制限をつけることが出来ない IMF8 条国」に移行した 1964 年と、中国が同じく IMF8 条国に移行した 1996 年を重ねてみた。すると面白いことが分かる。

日本は、IMF8 条国移行後、数次にわたる資本取引の自由化措置を実行したが、7 年目の 1971 年に一時的に変動相場制に移行している。中国が IMF8 条国に移行した後 7 年目は、2003 年であり、将に人民元の為替制度見直し議論が国際的にも注目を浴びた。日本はその後、9 年目の 1973 年に本格的に変動相場制に移行し、16 年目の 1980 年に、資本取引の自由化を完成している（為銀制度などの為替管理は残った）。中国にとっての 16 年目は、上海万博終了後の 2012 年に当たる。

#### IMF8 条国移行後の国際収支自由化の動き

	日本		中国	
1 年目	1963 1964	為替変動幅拡大 (0.5%→0.75%) <b>IMF8 条国移行</b> 、東京リブレック	1996	<b>IMF8 条国移行</b>
5 年目	1966 1967 1969	外貨持出規制緩和 (500 ドル) 第 1 次資本自由化措置 第 2 次資本自由化措置	1998 2001	外貨集中制度の緩和 WTO 加盟 (12 月)
7 年目	1970 1971	第 3 次資本自由化措置 外為銀行の現地貸・借入自由化 外貨持出規制緩和 (1000 ドル) 一時的に変動相場制に移行	2003	人民元切上げ要求・G7 声明
9 年目	1973	<b>変動為替相場に移行</b>	2005	
16 年目	1980	<b>資本取引の完全自由化</b>	2006 2008 2010 2012	WTO 加盟に伴う市場開放約束期限 (12 月末まで) 北京リブレック 上海万博

資料) 日本金融年表 (日本銀行) 等

もちろん、当時の日本と現在の中国では、国際経済環境も違えば、国内産業の国際競争力、資本自由化の程度も全く異なる。上記の比較は、中国が当時の日本と同じ期間内に資本自由化を完了することを保障するものではない。しかし、現代は国境を越えた資本・技術・人の移動の圧力がかつて無いほど強い、グローバル経済の時代にある。中国と言えども、グローバル経済の中では絶対的な産業立地条件の優位を容易に保てるわけではない。中国政府が資本移動自由化への対応を先延ばしすれば、インドなどの新興国への投資のシフトが起こり、これらの国の急激なキャッチアップを許すことになる。中国政府関係者の話しからは、彼等がこうした世界情勢の厳しさを十分認識していることが伝わってくる。日本が古き良き時代に 16 年間かけた資本取引自由化プロセスを、中国政府が、万難を排して、より短期間で実現する可能性は十分あると思われる。

以上述べたような材料（国際環境、中国国内事情等）から見て、人民元の国際交換性向上（為替制度の変更、資本取引自由化）に関しては、2010 年までに漸進的な対応（為替変動幅の拡大や資本流出規制緩和）が進み、2010 年～2020 年の間に本格的な変化が生じると考えるのが妥当であろう。もちろん、中国国内の構造問題悪化などにより対応時期が遅れる可能性も無視できないが、グローバル競争とマクロ経済環境からの人民元自由化への圧力、中国政府の成長指向の強さは、これを上回る強さを持っていると思われる。中国政府は、多少の無理をしても自由化を促進する可能性がある。

こうして国際化が進んだ人民元の動向は、中国国内市場の大きさと成長性、低コスト生産基地としての魅力と競争力、中国国内貯蓄率の高さ（対外的資本供給力）などを考えると、日本や東アジアの国際金融・経済に少なからず影響を与えるようになると考えられる。そこで、第 2 章では、人民元がどのような形で国際化することが日本や東アジア各国にとって望ましいか、また、そのためには、日本は何をなすべきかを考えてみる。

## 第 2 章 人民元の国際化を見据えた対応の必要性

### 6. 人民元の国際化が東アジアに与えるインパクト

人民元の国際化が東アジアに与えるインパクトを考える上で重要な論点は二つある。ひとつは、米国の対東アジア通貨戦略への影響であり、もうひとつは、巨大な経済的影響力をもつ国の通貨が新たに国際市場で取引されるようになることの影響である。

## (米国の対東アジア通貨戦略への影響)

第1章で見てきたように、米国には、人民元だけではなく東アジア各国の通貨のドルへの連動性の強さを問題視する議論がある。実質実効ドルレート推移(前掲9ページ)を見るとその論点が分かる。80年代以降の推移を辿ると、ドル安傾向の時期でも、Broad Currency(主要通貨+東アジア通貨+南米通貨等)のレートは、主要通貨(ユーロ、円、加ドル、ポンド等)のレートに比べてあまり低下しなくなっている。東アジア通貨(Broad Currency指数に占めるウェイト26.7%<円を除く>)のドル連動性が強いからだ。米国内では、これが国際収支赤字の原因のひとつであるとして、根強く問題視されている。(注17)

今後人民元のドル・ペッグが廃止されても、それだけでは米国国際収支の改善は期待できない。米国のISバランスの問題、東アジア各国からの対米輸出(中国経由または直接)等が続くからである。その場合、次のステップとして、東アジア通貨とドルの連動性低下を求める議論が米国で高まる可能性は少なくない。とくに実質実効ドルレートが再び大幅にドル高方向に振れ、米国産業の競争力が低下する局面(例えば2010年~2020年)では、大きな問題になると考えられる。その際には、東アジア各国は、「完全変動相場制への移行」、「新しいアンカー通貨への緩やかなペッグ(例えばバスケット通貨等)」などの選択を迫られる可能性がある。このとき、もし対応を間違えると、通貨アタックなどにより国際金融不安定化を惹起するリスクもある。こうした事態を回避するには、東アジア各国が、来るべき米国との通貨調整に備えて、東アジアの新しい通貨秩序の構想作りを進めておくことが望ましい。

## (巨大な経済影響力を持つ国の通貨の取引開始)

これまで、東アジア各国の国際取引は、日本との分業体制と米国市場への輸出を軸に経済ネットワークを形成してきた。このネットワークの中では、東アジア各国通貨はドルや円と強く連動して推移していることが各種研究により明らかにされている。従って、国際取引の為替リスクについても、主に円、ドル、ユーロの関係を考慮すれば概ね十分であった。また、東アジア各国通貨間の直接交換市場やリスク・ヘッジのための市場も育成されてこなかった。最近、中国の成長を背景に東アジア各国と中国との取引が急速に拡大し、経済ネットワークに変化が生じつつあるが、人民元が実質上ドルにペッグされているため、新たな為替リスクの管理を考える必要がなかった。しかし、人民元の国際化によって、こうした関係が崩れる可能性がある。

人民元が他の東アジア各国通貨と最も大きく異なる点は、中国経済が巨大な国内市場を擁していること。現在は輸出と直接投資主の成長を続けているが、将来

は内需を軸に日本、米国、欧州と異なる経済圏を形成する力がある。経済政策、景気循環も中国独自のものである。このため、人民元が変動相場制への移行を進め、相場変動を市場取引に委ねる度合いが高まると、人民元相場が円やドルの動きから乖離し、中国独自の要因で変動する部分が少なくないと考えられる。即ち、中国と取引する国が考慮に入れるべき為替リスクは、他の東アジア各国と取引をする場合と比べると、遥かに大きくなる。

また、中国経済の影響力（市場および生産拠点）が拡大してきていることを考えると、直ぐにはではないが、東アジアにおいて人民元がドル、円、ユーロに次ぐ第4の取引通貨となる可能性もある。特にASEAN各国等は、自由貿易協定(FTA)締結などにより中国との2国間関係を強化しており、中国市場への輸出や中国資本への依存が進みつつある。未だ夢物語ではあるが、ASEAN各国の研究者の間には、「中国を中心に東アジア地域経済統合が進む可能性が、現実味を帯びてきた」と示唆する者も少なからず見られる。ドルと連動しなくなった人民元の変動が、東アジア各国の為替・経済に与えるプラス・マイナス両面の影響は決して小さくないと考えられる。

こうした金融・経済環境の変化を考えると、人民元の国際化により、東アジア各国は、新たな通貨変動リスクへの対応措置と、管理能力の強化を求められることになる。

この点を日本企業の視点から見てみる。1980年代以降、日本企業は、ASEANや中国に（中国へは1990年後以降）集中的に生産拠点を設け、そこで加工・生産した商品を米国、欧州に輸出してきた。その際、考慮する必要がある為替リスクは、中国やASEANが擬似的なドル圏であったため、主にドルや欧州通貨の変動を考えれば良かった。

**現状：円、ドル、ユーロの関係を考慮すれば十分**



**将来の可能性：上記に加え、アジア通貨の変動リスクを考慮**



うになると、こうした構図に変化が生じる。1990年代後半以降、日本企業が有望な生産拠点として集中的に直接投資を行ってきた中国が、もはや擬似的なドル圏では無くなる。ASEAN各国通貨の動きについても、ドル、円の動向からの乖離が拡大する可能性がある。このため、日本企業の重要な生産拠点である中国、

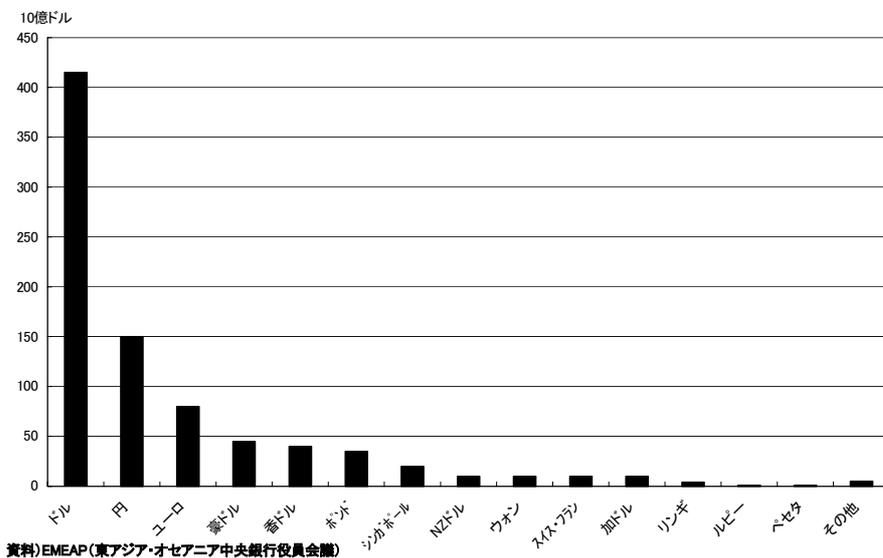
ASEAN について、今まで以上に為替リスクを考慮した生産コスト、投資計画の管理が必要になってくる。さらに今後、日本企業が中国国内市場への輸出を強化し、経済関係が深まるに従って、円-人民元間の2国間の為替リスク管理が重要になってくる。

### (東アジア通貨間の為替リスク管理の現状)

このように、人民元の国際化によって東アジア通貨間のリスク管理の重要性が高まるが、一方で、東アジアの通貨体制はこれに対応できる形になっていない。

東アジア各国通貨については、それぞれの通貨を直接交換するマーケットが東

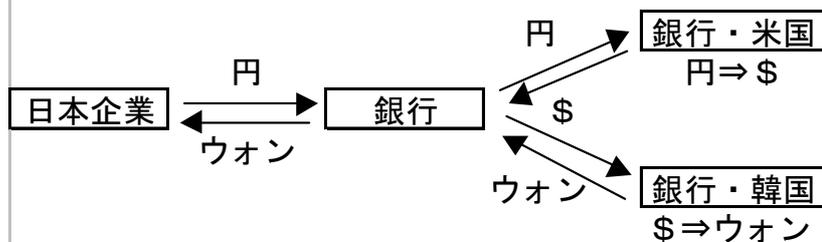
アジア太平洋地域(日中韓、ASEAN5カ国、豪州、NZ)の1日あたり外貨決済量



アジア域内に育成されていない。東アジア域内での外貨決済額を見ると、その殆どがドルであり、大きく金額が減って、円、ユーロ、豪ドル、ポンド、シンガポールドルと続く。円以外の東アジア通貨の決済金額は極めて少ない。

この理由は、東アジア各国が、国際取引の取引通貨として主としてドルを使っているほか、東アジア各国通貨の交換の際にもドルを媒介通貨とした2ステップの取引を行っているためである。例えば円とウォンを交換する場合、交換レート

#### ドルを媒介にしたアジア通貨の取引



は、円とドルの交換レートとドルとウォンの交換レートの掛け算で決まっている。また、円からウォンへの資金決済が完全に終了するまでに、東アジア域外での取引

引が介在することになる。なお、東アジア各国通貨間でこのような2ステップの取引が行われている理由としては、これらの通貨間の為替取引需要が少なく流動性が低いこと、東アジア域内の為替市場に比べて米国為替市場の使い勝手が良い

ことなどが指摘されている。（注 18）

こうしたドルを媒介とした為替取引の実態は、東アジアの通貨体制を考える上で 2 つのリスクを孕んでいる。ひとつは技術的な側面であるが、東アジア通貨間の決済であるにもかかわらず域外市場での取引に依存するため、市場間の時差による決済リスクがあること。もうひとつは、やや政治的な側面であるが、為替相場の形成、危機管理、為替・資本取引のモニタリング等に関して、米国政府・市場に依存する部分が多いことである。このため、東アジア通貨間の関係であるにもかかわらず、域内の金融・経済情勢や政策に加えて、米国との 2 国間関係が強く影響してくることである。

後者のリスクに関しては、特に米国と中国の関係に注意する必要がある。冷戦崩壊後に一国主義的傾向を強めてきた米国と、急速な経済成長を背景に国際的影響力を潜在的に高めている中国の間には、将来、政治、経済、安全保障に関して摩擦・対立が生じる可能性があるからである。例えば、ひとつの仮説として、東アジアでは、①経済面では、中国（場合によっては日本と共に）を中心とした地域統合が進む、②一方で、安全保障に関しては米国を中心とした関係が存続する、③こうした関係はバランスを欠いたものであり、①、②の 2 つの極の間には緊張関係が生じ得るといった見方も示されている（注 19）。また、対立には至らないとしても、米国、中国通貨当局間で、リスク管理のための政策対話や協力体制が構築されないと、通貨リスク管理の環は閉じない。東アジア各国通貨の取引（特に対人民元取引）をドル経由のルートに過度に依存することは、潜在的米中対立の余波を受けて為替相場が不安定化するリスクを内包する。東アジアの通貨安定のためには、国際政治バランスに対する配慮も重要である。

人民元の国際化を契機に、東アジア各国は、これらのリスクに配慮しながら、東アジアの安定を確保できる新しい通貨体制の構築を考える必要がある。人民元と東アジア各国通貨の間で、これまで同様にドルを媒介とした為替取引が行われるようになるのか、それとも新しい通貨取引形態・市場を形成していくのかは、東アジア各国にとって重要な選択である。

## 7. 中国リスク

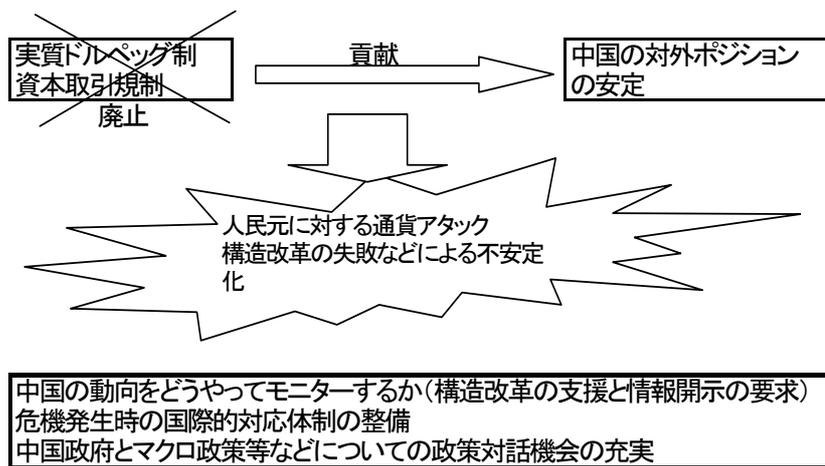
人民元の国際化が進むと、東アジア各国通貨変動に対する人民元相場の影響は拡大する。また、資本取引自由化により、資本移動の規模や相互依存関係が一段と強まることが想定される。このため、東アジア各国は、中国国内の構造問題の悪化などによる経済不安定化のリスクをより身近な問題としてとらえ、危機への

備えを固めておく必要がある。

種々の論文が指摘するように、中国は多くの国内構造問題を抱えている。例えば、2003年の通商白書（経済産業省）は、中国経済成長の持続性に係る問題として、①国有企業問題、②不良債権問題、③直接金融市場の未発達、④財政赤字問題、⑤地域格差問題、⑥デフレ問題、⑦人民元の自由化問題の7つを挙げている。このほかにも、失業問題、環境問題、水不足や資源・エネルギーの制約を指摘する研究者や、中国の民主化進展に伴う政治体制不安定化のリスクを挙げる研究者もいる。リスクの種類は多様であり、対応が容易でなく、時間がかかるものが少なくない。さらに、米国 RAND 研究所のチャールズ・ウォルフ教授は、こうしたリスクが、連鎖的、同時発生的に顕現化する可能性を示唆している。（注 20）

一方、既に述べたように、厳しいグローバル競争の中で生き残るために、中国政府は人民元の国際化を急ぐことを迫られている。国内構造問題の解決がある程度進んだ段階で、たとえ問題が残っていたとしても、国内構造問題への対応と並行して人民元の国際化を進めることが十分考えられる。従って、人民元の国際化の過程で、中国の国内問題が予想外に悪化する可能性や、人民元国際化による環境変化そのものが国内問題を悪化させる可能性がある。その結果、人民元が通貨アタックなどの対象となるリスクは決して少なくない。

人民元の国際化が進めば、日本を含め東アジア各国と中国の経済関係の緊密化が促進されることが予想されるが、そうした状態で人民元が通貨アタックなどを



受け不安定化することの影響は小さくない。過去のアジア危機の様に、危機が再び伝播する可能性もある。かつてアジア危機の際に人民元の安定を支えた資本取引規制は、今度は役に立た

ない（存在しない）。従って、危機に際して、関係国が協力して、人民元の安定を支えられる体制を整備しておくことが、重要になる。幸い、前回のアジア危機の教訓を活かして、チェンマイ・イニシアティブに基づく2国間通貨スワップ取極め網（2003年12月総額365億ドル）の構築といった対応が進んでいる。ただ、中国の国際経済活動規模の大きさを考えると危機の規模と影響は深刻である。支

援体制は、可能な限り手厚く、多層的なものであることが望ましい。

また、危機発生の前回避、危機発生後の迅速な対応を可能にするための基礎的なインフラ整備も必要である。このためには、平常時から、中国の市場と金融・経済動向に関する正確な情報を入手し、木目細かい監視を行える体制を整備することが重要である。また、東アジア各国が、中国政府との間でマクロ経済運営等について率直な意見交換を行える機会を充実させることも重要である。

アジア危機以降、危機管理体制整備の必要性は東アジア各国で強く認識されており、上記の点を含めて、ある程度対応が進められてきている。我が国の政府、中央銀行もこうした体制整備に主導的な役割を果たしてきた。従って、今後の焦点は、実際に危機が発生した場合にこうした枠組が機能できるよう、ケース・スタディーを積み重ね、危機発生への対応計画（コンティンジェンシープラン）を準備していくことにある。その際、2005年～2010年、2010年～2020年の間に人民元が起点となった通貨危機が発生する可能性があることを念頭に置き、具体的なケースを想定した対応プランを用意しておくことが、特に重要である。

## 8. アジア共通通貨を目指すのか？

東アジア地域の新しい通貨秩序を考える際に、避けて通れない問いに、「東アジア地域は、アジア共通通貨（ACU）を持つべきか？」という問いがある。この点に関しては賛否両論があり、議論は収束していない。

21世紀に入って、国際環境は大きく変化している。東アジア地域でも、WTO交渉の失敗、FTA締結の増加、EUの拡大と深化、また米国の一極主義への各国の反発などを背景に、地域主義の傾向が強まっている。中国とASEAN間のFTA締結交渉、日本とASEANの包括的経済連携構想の提案などは、東アジアにおいて多国主義（マルチラテラリズム）から地域主義へのシフトが始まっていることを示す事例である。ASEANの研究者等の間に、「巨大な国内市場を持って急成長する中国を中心に、東アジア地域経済統合が進む」ことに対する期待が高まっていることも、既に述べた。こうした中で、将来の東アジア共同体構築を目指すべきとの主張や、アジア共通通貨の導入、アジア通貨基金（AMF）の設立、アジア債券市場の育成が必要といった意見が、東アジア各国で多く聞かれるようになっている。このうちアジア債券市場育成に関しては、既にASEAN+3財務大臣会議での合意（2003年8月、アジア債券市場育成イニシアティブ）が形成され、具体的なステップが踏み出されている。（注21）

アジア共通通貨導入が各種のメリットを伴うことは、欧州でのユーロ導入の経験から学ぶことができる。①東アジア各国間の取引から為替リスクや為替交換費用が消える、②表示通貨が統一されることで域内の財市場の競争、財の移動が促される、③アジア共通通貨建て債券の流動性増加により域内金融市場の育成が進む、④物価安定と財政規律維持が域内各国に均霑される、等のメリットがある。また、欧州が 50 年にわたる永い努力の末にユーロ導入に成功し、欧州の結束を強めたことは、東アジアに住む我々に勇気を与える。長期的なヴィジョンを持ち、強い政治的意思を持って取り組めば、東アジアにも地域共同体を形成できるのではないかという希望を与えてくれる。

もっとも、人民元の国際化により惹き起こされる東アジア通貨関係の流動化・不安定化は、2010～2020 年という目前に差し迫った重要問題である。一方で、アジア共通通貨の導入（またはその前段階として ECU/EMS 体制類似の枠組の導入）には長い時間がかかる。まず、①東アジア共同体構築の要否に関する域内各国間のコンセンサス形成（EU のローマ条約に相当するもの）が必要であり、②具体的作業に取り掛かるためには、多くの前提条件をクリアーしていく必要がある。個々の論点に深入りするのは避けるが、①、②の各点に関して例えば以下のような問題がある。特に①に関連する課題の中には、政治体制、社会、文化、安全保障面の問題がある。これらは、地域共同体形成のあり方（強固な共同体の形成か、緩やかな連合体の形成かなど）の基本にかかわるテーマである。これらの問題を解決できなければ、安定したアジア共通通貨の導入は不可能であるし、行うべきではない。欧州が重ねた苦い経験は、そのこともまた教えてくれる。

（主に上記の①に関連する課題）

- ◆ 地域共同体形成を推進する政治的意思（ポリティカル・ウィル）の欠如。
- ◆ 各国の政治体制の違い。民主主義国家、社会主義国家、軍事独裁体制等。
- ◆ 文化、社会制度、宗教の違い。特にイスラム社会と非イスラム社会の融合の可否。歴史認識問題。
- ◆ 米国との 2 国間関係に強く依存した安全保障体制。

（主に上記の②に関連する課題）

- ◆ 欧州と比べて、東アジア各国は経済発展段階の格差、国毎の制度の多様性が大きい。このため、(ア) マクロ経済政策の協調と域内各国経済の景気サイクルの収束、(イ) 低インフレ率への収束、(ウ) 財政健全化、(エ) 各国通貨間の相対価値安定化、(オ) 共通市場の形成（域内の人、財・サービス、資金移動の自由）など、共通通貨導入のために必要な経済面の前提条件を満たすためには、かなりの調整が必要。
- ◆ 米国向け輸出に強く依存した産業構造の見直し。

人民元の国際化を契機に東アジアの通貨秩序を見直し、新しい枠組作りを進めることは不可欠である。しかし、上記のような点を考慮すると、現時点でアジア共通通貨の導入を目標に据えた取り組みを開始するのは不適切と考えられる。2 兎を追うのではなく、まずは、当面の重要課題への対応、即ち人民元の国際化に伴う「新たな為替リスクへの対応」と「通貨危機回避」を可能とする枠組作りに専念することが求められる。アジア共通通貨導入の展望は、人民元の国際化が無事終了した後のステップとして、東アジア地域共同体形成への政治的・経済的モメンタムが高まってくるのにあわせて検討していくのが適切と考える。

## 9. 現実的な選択肢

最後に、人民元の国際化によって近い将来に生じる「新たな為替リスクへの対応」と「通貨危機の回避」を図るためには、どのような対応が可能なのかを、考えてみる。

### （人民元相場の安定確保：努力はすれど困難）

新たな為替リスクを抑制するために、まず考え付く方法は、人民元の変動幅を抑制することである。現在人民元は、1 ドル＝8.3 元にペッグしているが、当面は、固定相場制を維持した上でドルに対する変動幅を拡大（例えば±5%、±15%など）する、または変動幅を拡大した上で中心レート水準も緩やかに調整する方式（ターゲット・ゾーン制）を採用することが考えられる。こうした手法は、人民元の対ドル相場水準に関して米国政府の同意が得られ、かつ資本取引規制が残っているうちはある程度有効であろう。もっとも、いずれの場合でも米国、欧州、日本からの人民元相場水準切り上げ要求は続くであろうし、資本取引規制の緩和が進むに従って人民元切り上げを見越した市場の圧力が強まるのは必至である。これまでの IMF や専門家等の議論でも、相場がターゲット幅の上・下限に近づいた場合には、市場圧力に通貨当局が抵抗することの困難性が指摘されている。貿易依存度の高い中国経済がこうした為替制度を維持することは早晚困難になる可能性が高い。

別の方法としては、単独通貨（ドル）へのペッグではなく、バスケット通貨へのペッグ、ないしバスケット通貨に対するターゲット・ゾーン制（BBC 方式：Basket, Band, Crawling）が考えられる。この方式は、ドルへのペッグよりも優れている。貿易額ウェイト等により構成したバスケット通貨へのペッグは、人民元と円、他の東アジア通貨の関係安定に寄与する。また、単独通貨（ドル）へのペッグと比べて、米国政府による相場切り上げ要求や、市場からの圧力を幾分緩

和できる可能性がある。このため、中国国内の専門家を含めて、この方式を推奨する専門家の意見は少なくない。(注 22)

もつとも、通貨バスケットへのペッグにも、通貨バスケットの定義（貿易ウェイトを利用するか、ドルのウェイトを抑制すべきか）、ペッグ手法（どの通貨を使って介入するか）、透明性、国内金融政策への制約等の問題がある。また、過去の通貨危機においては、バスケット通貨へのペッグも崩壊しており、大きな環境変化に耐えられるような強固な枠組ではない。

人民元の国際化を進める過渡期において上記のような固定的な為替制度を採用して幾許かの相場安定を保ち、中国が通貨安定確保のための経験を蓄積するまでの時間を稼ぐことは悪いことではない。しかし、固定的な相場制の採用に過度の期待を抱くことは無意味である。中国が他国に与える経済的影響力が拡大してきていることや、中国国内構造問題の悪化など大きな環境変化が生じるリスクが少なくないことを勘案すると、国際化が進んだ人民元は、独自の要因で大きく相場変動する通貨になると考えるべきであろう。また、いずれにせよ、中国がどのような為替制度を採用するかは、中国が主権を持って決定することである。他の国が、これに依存することは出来ない。

#### (東アジア地域の通貨秩序安定の方策)

これまで見てきたように、日本を含めた東アジアは、近い将来、大きく相場変動する人民元の登場とともに、米国通貨政策による圧力、中国国内要因に起因する通貨不安定化のリスク、米中関係変化に起因する通貨不安定化のリスクに直面する。こうした中で、少しでも「新たな為替リスク」を軽減し、「通貨危機の回避」を図るための対応を進める必要がある。

まず、必要な対策は、独自要因で変動する人民元のリスクをヘッジできる市場の整備・育成である。現在、中国の資本取引規制と実質ドル・ペッグ政策があるため、人民元取引のヘッジ手段は、限られた市場（香港、台湾）での NDF（ノンデリバラブル・フォワード）などしか存在しない。今後人民元の変動幅が拡大していくことが予想される中であって、こうしたヘッジ手段の充実に関して、早いうちから中国政府との対話を開始するべきである。

こうしたヘッジ手段は、通常は、必要性に応じて民間経済主体が自主的に形成するものではある。おそらく、特別な対応をしなくても、米国市場で、ドルー人民元取引の拡大とともに自然発生していくであろう。ただし、人民元の国際化に際しては、将来の米国－中国関係の変化によって人民元取引の安定性が毀損されないよう、過度にドルに依存した取引を見直す必要がある。また、東アジア通貨

に重大な影響を与える人民元については、取引状況や変動要因に関するミクロ情報を可能な限り細かく入手しておくことが望ましい。また、通貨危機発生時には、東アジア各行政府がある程度管理可能な場所に市場を形成しておければ、危機の伝播への対応のチャンスも広がる。このためには、円、人民元と他の東アジア通貨間の直接取引が可能な市場と、これに付随するリスクヘッジ市場を東アジア域内に整備・育成することが望ましい。

実はこうした東アジア通貨の2国間取引市場育成については、これまでも円と他のアジア通貨間の取引市場育成が検討されてきたし、円・ウォン間などでは実行を試みたこともあった。しかし、「2国間で直接通貨取引する需要が少ない（ドル経由のほうが便利）」、「資本取引規制による制約」、「円の国際化のために2国間通貨取引市場拡大を図ることは無理」といった理由で失敗している。東アジアにおける円利用割合が低いこと、日本自体に円の利用拡大の意思が弱かったことなども一つの要因である。（注23）

人民元の国際化はこうした状況に大きな変化を与える可能性がある。中国の経済成長に伴い、東アジア各国の中国との貿易取引額は拡大しており、米国との取引に近づかないしは米国との取引規模を上回るレベルになっている。人民元の国際化が進み使い勝手が向上すれば、直接取引に対する潜在的需要を掘り起こすことも可能ではないかと考えられる。また、既に述べたように、将来の米中関係により為替取引が影響を受けるリスクに対する認識が広まれば、このことも東アジア各国通貨と人民元間の直接取引に対する需要を後押しする要因となる。

人民元の国際化が本格的に進むまでには、まだ時間がある。しかし、多くの国を交えたコンセンサスを形成し市場整備に実際に着手するには時間がかかる。対応を確実に進めるためには、日本がリーダーシップを発揮し、中国政府および他の東アジア各国政府との間で、早めに検討に着手する必要がある。その際には、円－人民元取引市場の成否が最も重要な鍵となる。従って、早い時期に、日本－中国間に東アジア通貨体制に関する共同研究会を設けて、円－人民元取引を軸に、域内通貨の直接取引市場の整備・育成に関する検討を始めることが必要である。その上で、趣旨に賛同する他の東アジア各国へと、徐々にメンバーを拡大していったらどうか。

市場整備・育成のためにまず取り組むべき課題は、東アジア通貨間の取引量拡大を妨げている資本取引規制、外貨規制等の見直しである。また、市場取引コストを押し上げている規制・税制・市場慣行（手数料、ビッド・アスク・スプレッドなど）の洗出しと見直しも必要である。民間企業の為替管理のあり方と通貨選択に関して、政府・民間が認識を合わせる事も重要である。さらに、リスクヘッジ商品の取引を容易にするための各国での規制緩和や、各種取引の指標となるべ

ンチマークの整備も必要となる。なお、仮に、市場流動性が不足する場合には、2国通貨間の直接取引だけでなく、バスケット通貨を媒介とした東アジア各国通貨の取引を可能とするのも一案であろう。

現在 ASEAN+3 で取り組みが進められているアジア債券市場育成イニシアティブは、市場整備、ベンチマークの提供、東アジア各国通貨（バスケット通貨を含む）の域内取引機会拡大などを通じて、2国間通貨取引市場の育成を促す効果がある。新しい東アジア通貨秩序の構築は、こうした動きと有機的に連携をとりながら推進していくことができる。

こうした市場整備を進める一方で、アジア通貨危機の再発回避のためには、東アジア各国の協力体制整備が重要である。既に述べたように、チェンマイ・イニシアティブなどに基づいて危機管理および協力体制の整備は進みつつあるので、人民元が起因となった通貨危機など、実際の危機を想定した具体的な危機対応計画を作成し、問題点があれば関係国で協議し改善を進めることが肝要である。東アジア各国通貨間の直接取引市場を形成した後は、東アジア各国は定期ミーティングを開き、マーケット情報交換のほか、こうした具体的な危機管理対応計画の検討や危機事前防止のためにマクロ政策運営の意見交換を進めることが望ましい。

## おわりに

東アジア各国は、人民元の国際化を契機として、新しい通貨秩序を構築する必要に迫られる。また、その取り組みは、2005年～2010年、2010年～2020年にかけて起こり得る中国発の通貨危機に対応できるよう、早急にかつ具体的内容を伴って進められる必要がある。この点に関しては、東アジア各国の中で、最も影響力の大きい日本の対応がどの程度積極的に行われるかが重要である。21世紀の東アジア通貨秩序の行方にも大きく影響する。

また、対応を進める上では、日本と中国の協力と信頼関係がキーポイントとなる。残念ながら、今日の日中両国政府の関係は靖国参拝問題、歴史認識問題等がネックとなって円滑でない。両国政府がこの問題について腹を割って、未来指向で検討を進め解決策を見出してほしい。そして、21世紀の東アジア地域経済の安定に係る重要な課題について、検討に着手することを期待したい。

以 上

## <脚注>

### （注 1）<人民元の相場の推移と為替制度の変遷>

人民元為替相場の推移と為替制度の変遷については、「中国の為替制度について」（赤間・御船・野呂）日本銀行調査月報 2002 年 5 月号が詳しい。

### （注 2）<非合法資金の流出入の変化>

中国からの非合法的な資金流出や資金流入については、国際収支統計の誤差脱漏に表れていると指摘する研究者が増えている。実際、誤差脱漏の推移を辿ると、90 年代後半には毎年 170 億ドルの程度の流出超過が見られたが、2002 年には 78 億ドルの流入超過となっている。中国外貨管理局の発言や北京大学グループの調査（90 年代後半：毎年 200～300 億ドルの資金流出）もこうした変化を指摘している。

### （注 3）<外貨準備増加についての誤解>

外貨準備の増加のメカニズムに関しては、エコノミストを含めて誤解ないしは説明不足が多い気がする。「経常収支黒字や資本流入が外貨準備の増加をもたらす。政府は外貨準備をドル債に投資することで、民間の対外投資の不活発さを補って、資金還流を行っている」といった論調のことである。

しかし、もともと経常収支黒字や資本流入により増加した外貨は、民間企業・金融機関の対外投資（短期・長期）によって再び海外に還流されるものである。合理的な民間経済主体は、何らかの制約（規制、相場形成の歪など）を受けない限り、無利子の外貨を手元に退蔵することは考えられない。政府が特定の相場水準を指向して介入をした場合にのみ外貨準備が増加することになるが、この場合、政府は民間の対外投資活動の一部を強制的に代替しているに過ぎない。

### （注 4）<94 年の人民元公定相場切り下げの実質的な影響>

（赤間・御船・野呂）（前出）は、「94 年の人民元公定レート切り下げ時点では、公定レートでの取引は既に全体の 2 割程度までに縮小していたため、実質的な切り下げ幅は 7%程度」と述べている。

### （注 5）<人民元の過少評価の有無>

IMF も、中国に関する第 4 条審査報告書（2003/11 月）で、「人民元が過少評価されているとの明確な証拠はない」と述べている。

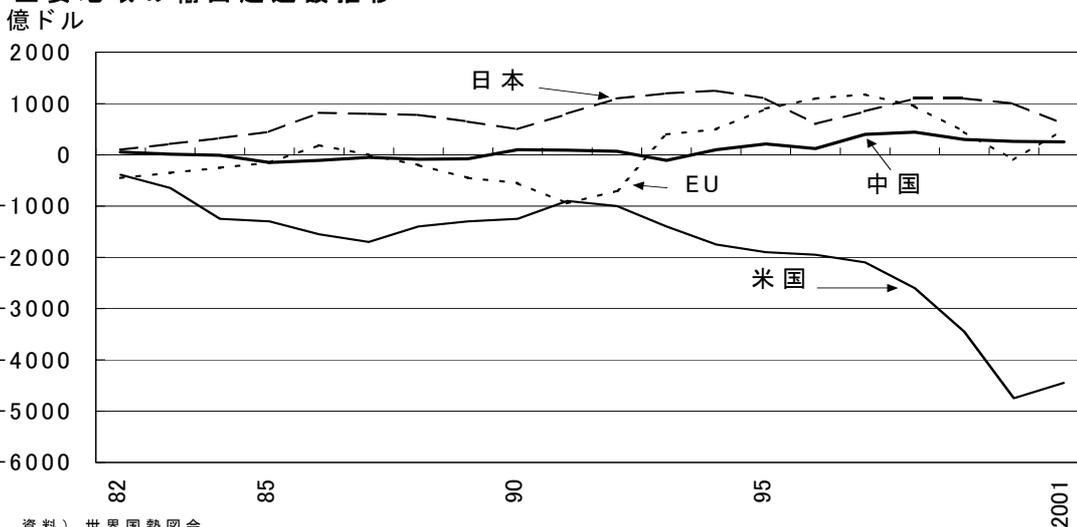
### （注 6）<人民元切り上げが米国国際収支に与える影響>

例えば、IMF のラジャン調査局長は、「米国の対中国赤字の大部分は、かつてアジア諸国から米国へ直接輸出されていたものが、中国経由に変わったに過ぎず、新しい問題ではない。人民元相場を見直しても中国の相対的優位は変わらないの

で、米国の対中国赤字は減少しない」と述べている（2003年12月）。

こうした見方のほか、中国の対米黒字の規模は、米国が問題にするほど大きくないとの指摘もある。実際、嘗て日本の対米黒字が米国の国際収支悪化の主因として問題になった時期（日本の黒字が米国の赤字の約1/2に相当）と比べると、中国の黒字が米国の赤字に占める割合は小さい。

主要地域の輸出超過額推移

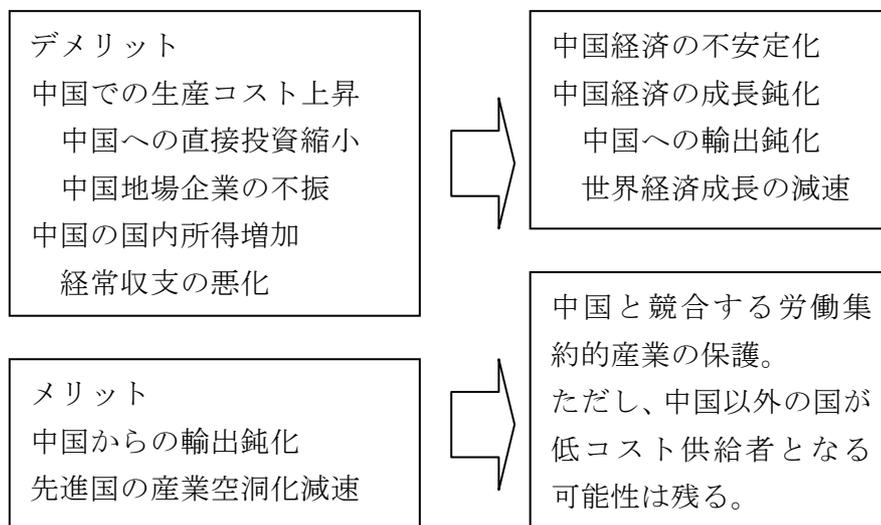


(注7) <人民元切り上げが企業に与える影響>

人民元切り上げが企業収益に与える影響については、2003年中に多くの分析、報告がなされている。その要点を定性的に挙げると、①「中国からの輸入品と競合している企業」と「中国への輸出企業」にはプラス、②「部品・材料等を中国に持ち込み、現地で加工して再輸出する企業」には中立～ややマイナス（人件費、加工費の上昇）、③「部品・材料等を中国で調達し、現地で加工して中国市場で販売する企業」にはややマイナス、④「中国の輸出企業」にはマイナス。

(注8) <人民元切り上げが経済に与える影響>

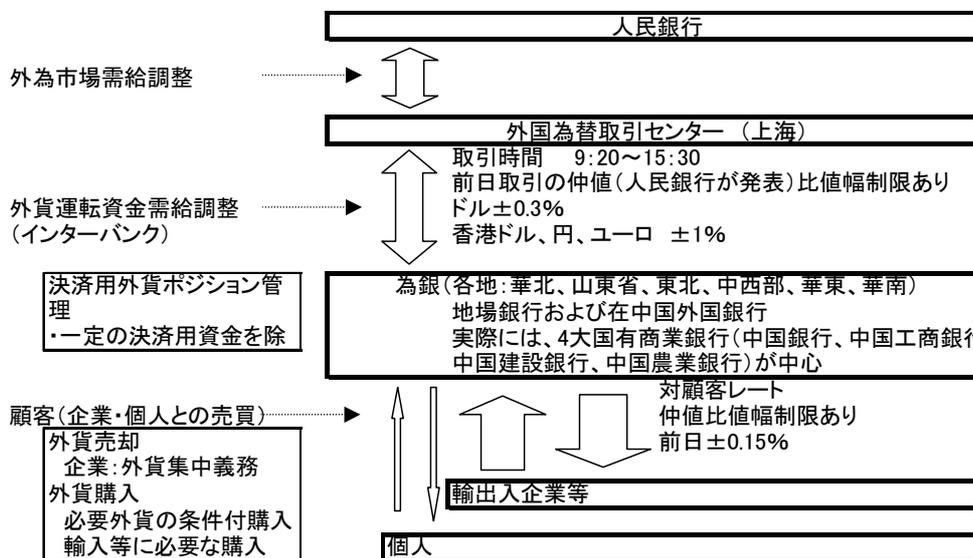
人民元切り上げが経済に与える中期的影響を、図式的に整理すると以下の通り。



(注9) <中国のドル・ペッグ政策のメカニズム>

人民元相場安定の仕組み

人民元の為替相場は、上海にある外国為替取引センターの取引により市場が決定する仕組みになっている。しかしながら、中国では、(A)「資本取引規制」と「厳しい外貨管理と市場管理」によって市場の取引規模を抑制し、(B) 人民銀行が強力な介入を行うことで、実質上のドル・ペッグ政策を可能にしている。



管理変動相場制

人民元の対ドル相場の日次データは小刻みに変動している。中国政府も人民元は、制度的には管理変動相場制であると説明している。しかしながら、1994年以降は、実質上ドル・ペッグ政策運営を行っており、1元=8.27ドル近くの非常に狭い範囲で推移している。

資本取引規制

国際収支の項目毎に規制を見ると、1996年に中国がIMF8条国となった後は、經常取引のうち貿易取引について、外貨交換が自由に行えるようになっている。しかし、資本取引については管理が厳しい。資本取引には、禁止または個別認可の項目が多く、とくに資本流出に関する当局の管理が厳しい。

厳しい外貨管理と市場管理

外貨管理条例などの法規制により、①外貨集中管理、②実需原則、③金融取引の抑制の枠組が敷かれている。このため、上海取引センターでの1日の外為取引高は、3億ドルと日本(1,470億ドル)、シンガポール(1,010億ドル)などの規模と比べると極めて小さく、0.3%にも満たない額となっている。

外国為替市場の取引高比較(2001年) (一日当たり取引金額:億ドル)

中国	香港	東京	ニューヨーク	ロンドン	シンガポール
3	670	1,470	2,540	5,040	1,010

上海取引センター、通貨別取引高シェア(%、億ドル)

	1995年	2000年	2001年	2002年
米ドル	91%	98%	99%	98%
香港ドル	8%	1%	1%	1%
日本円	0.10%	1%	1%	1%
ユーロ	なし	なし	なし	0.01%
総額	720	422	750	972

資料)BIS調査、人民銀行

(注 10) <中国の資本規制緩和の効果>

国連 (UNCTAD) は、2003 年 12 月のレポート「China: an emerging FDI outward investor」で、中国の海外直接投資意欲の高まりを指摘している。

(注 11) <WTO 加盟 (2001 年 12 月末) に伴う金融市場開放のスケジュール>

銀行業務	証券業務	保険業務
(開放が進む) ◆外貨業務の開放 (加盟時) 外貨業務の地域制限を廃止。 居住者に対する外貨業務提供を認める。 段階的開放: ◆人民元業務 (手形割引、決済・預入の代理) の段階的開放。 (地域制限) 加盟時 (上海、深セン、天津、大連のみ) ⇒5 年以内に地域制限を撤廃。 (提供対象) 加盟時 (外資系企業、外国人のみ) ⇒2 年以内に中国企業への提供を認める。 ⇒5 年以内に対象制限を廃止。 ◆自動車ローン業務を段階的に開放。 加盟時 (ノンバンク) ⇒5 年以内に外銀に夜提供を認める。	(開放は限定的) ◆合弁証券会社を設立し、中国証券会社と同等の条件でファンドマネージャー業務をすることを認める。 ◆合弁会社設立の外資比率の上限を段階的に引上げる。 加盟時 ⇒33%以下 3 年以内⇒49%へ引き上げ。また、33%以下の会社に、中国業者の仲介なしに、A 株、B 株、H 株、政府・企業債券の引受、取引、ファンドの開始を認める。	(損保の開放進む、生保の開放は遅い) (損保) ◆2 年以内に 100%出資を認める。 ◆地理的制限 (上海、広州、大連、深セン、仏山) を緩和。 ◆3 年以内に地域制限を廃止。 (生保) ◆2 年以内に地理的制限 (上海、広州、大連、深セン、仏山) を緩和。 ◆3 年以内に地域制限を廃止。 ◆3 年以内に中国の再保険会社に一定割合を再保険する義務を廃止。 ◆5 年以内に、保険仲介サービスのみ 100%出資を認める。

(注 12) <為替制度変更や資本取引自由化が人民相場に与える影響>

人民元相場水準についての専門家の見方は、例えば次のよう。

バーナンキFRB理事 (2003年10月15日)

「中国の金融システムには不良債権問題など問題が多い。人民元を変動相場に移行し、資本取引を自由化すると、資本逃避を招き人民元の価値が下がる可能性がある。」

ロゴフ前IMF調査局長 (2003年8月14日)

「中期的に人民元の価値が上昇するのか下落するのか、やや不透明。高い生産性と成長は人民元高要因である一方、WTO 加盟は人民元安要因。」

(注 13) <中国経常収支赤字化の見通し>

Asian Development Outlook 2003 Update、2003 年 9 月による。

(注 14) <中国の世論の反発>

人民元切り上げ問題については、中国国内のメディアで、外圧による人為的な切り上げは中国の利益を損なうとして、反発する声が少なくなかった。こうした議論は、例えば、人民網 (www.people.com.cn)、中国経済時報 (www.cet.com.cn)、大公網 (www.takungpao.com) 等のウェブサイトでの議論からも垣間見ることができる。

(注 15) <為替制度見直しの必要性等に関する中国内での認識>

為替制度見直しや資本取引自由化に関する中国内での認識は、筆者が参加した国際会議やインタビューに基づく。また、公表されている中国側の発言や文献については、「中国人民元を巡る動き～外貨管理政策調整により当面現行水準を維持～」(細川美恵子) 2003年8月1日みずほリポートが詳しい。

(注 16) <為替制度変更等の進め方>

為替制度変更や資本取引自由化の進め方については、国際機関、専門家等が様々な提案や助言をしている。大雑把に分類すると、以下の通り。

- ◆ 人民元相場の変動幅を拡大。為替相場水準も、緩やかに調整。  
 資本取引の自由化を漸進的に進める。  
 前提条件の整備が進んだら、管理相場制や変動相場制へ移行。(国際機関や多くのエコノミストが提言)
- ◆ 人民元相場を大幅に切り上げる。  
 資本取引の自由化は急がない。  
 資本取引自由化と変動相場制への移行は長期的課題。(米国の学者等が提言)
- ◆ 実質ドル・ペッグを廃止して、通貨バスケットへのペッグへと変更。  
 資本取引の自由化は急がない。(中国や東アジアの専門家などが提言)

(注 17) <基軸通ドルの便益と負担>

本文で既に述べたとおり、米国政府や国際機関の間では、米国国際収支赤字の主因は米国の IS (貯蓄－投資) バランスにあるとの見方が主流である。もっとも、下記のように、基軸通貨国であるドルに対するアジア通貨のペッグで、過大な負担を強いられていることに対する不満もある。

基軸通貨国の主な便益と負担

主な便益	主な負担
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国際通貨発行益 (シニョリッジ)</li> <li>・ 経常赤字ファイナンスの容易さ</li> <li>・ 為替リスクの回避</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 通貨価値安定の責務</li> <li>・ 金融政策の自由ド・有効性の低下</li> <li>・ 国内経済の実態と乖離した相場変動 (投機)</li> <li>・ <b>途上国による割安なレートでのペッグ。</b></li> </ul>

(注 18) <アジア通貨間の 2 ステップの取引>

こうした取引の実情や問題点については、「円の国際化推進研究会資料」(財務省) や「Foreign exchange settlement risk in the East Asia-Pacific region」 EMEAP (東アジア・オセアニア中央銀行役員会議) に詳しい。

(注 19) <東アジアの地域化と米国との関係>

「America in East Asia: From cold war to the age of unipolarity and

terrorism」(John G. Ikenberry) 2003年12月の世界平和研究所主催国際会議  
(Building a Regime of Regional cooperation in East Asia and the Role which  
Japan Can Play) の提出論文。

**(注 20) <中国の抱えるリスク>**

中国の抱えるリスクを分析した文献は、例えば、通商白書 2003 (経済産業省)、  
「平成 14 年度中国研究会報告書」(財務省)、「中国リスク高成長の落とし穴」  
(鮫島敬治・日本経済研究センター、2003 年)「Fault Lines in China's Economic  
Terrain」(Charles Wolf、RAND 研究所、2003 年) などがある。

**(注 21) <アジア債券市場育成イニシアティブ>**

アジアの貯蓄をアジアの民間事業者が長期の資本形成・投資に動員できるよう、  
アジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするようなアジア債券市場の整備を目  
指す。主な検討項目は、①債券発行主体の拡大・通貨建ての多様化、② 国際機関  
等の保証の活用、アジア信用保証機構の設立の検討、③ 域内格付機関の育成、  
④域内の優良企業、経済・社会状況に関する情報発信、⑤決済システムの強化・  
協調、⑥債券市場発展のための技術支援など。

**(注 22) <バスケット通貨へのペッグ>**

例えば、2001 年 ASEM 財務大臣会議での日仏共同研究「エマージング市場経  
済における為替相場制度」、「Exchange Rate Regime for Asia」(東京経済研究セ  
ンター) など、東アジア各国通貨のバスケット通貨へのペッグを推奨。

**(注 23) <円とアジア通貨直接取引の不振の理由>**

「アジアの外為規制とアジア通貨/円の直接取引の可能性」(国際通貨研究所)。

**<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 月号
- ・ 細川美恵子、「中国人民元を巡る動き」、みずほ総合研究所、2003 年
- ・ 柯隆、「中国における金融国際化へのロードマップ」、富士通総研 Economic  
Review、2002 年
- ・ 金堅敏、「人民元相場のソフトランディングに向けて」、富士通総研 FRI  
Review、1999 年
- ・ 鈴木貴元、「人民元切り上げ問題の再検討」、UFJ 総合研究所、2003 年
- ・ 美野久志、西忠雄、「中国市場開放プログラム」、蒼蒼社、2002 年
- ・ 中国 WTO 加盟に関する日本交渉チーム、「中国の WTO 加盟」、蒼蒼社、2002  
年

- ・ 「通商白書 2003」、経済産業省、2003 年
- ・ 鮫島敬治、「中国リスク高成長の落とし穴」、日本経済新聞社、2003 年
- ・ 「平成 14 年度中国研究会報告書」、財務省、2003 年
- ・ 清水聡、「ジレンマの中の中国経済」 渡邊利夫編、東洋経済新報社、2003 年
- ・ 増田正人、「現代国際金融論 第 4 章」、上川孝夫・藤田誠一・向寿一編、有斐閣ブックス、2003 年
- ・ ベリー・アイケングリーン、「21 世紀の国際通貨制度」、岩波書店、藤井良広訳、1997 年
- ・ 吉富勝、「アジア経済の真実」、東洋経済新報社、2003 年
- ・ 「円の国際化の推進勉強会」、国際通貨研究所、2002 年
- ・ 「アジアの外為規制とアジア通貨／円の直接取引の可能性」、国際通貨研究所、2001 年
- ・ 「通貨バスケット制実施国の実態調査」、国際通貨研究所、2001 年
- ・ 「エマージング市場経済における為替相場制度」、日仏スタッフ共同作成ディスカッションペーパー、ASEM 神戸財務大臣会議、2001 年
- ・ C. Fred Bergsten, “Foreign Currency Manipulation and its Effects on Small Manufacturers and Experts ”, prepared statement for House Committee on Small Business, 2003
- ・ Morris Goldstein, “China’s Exchange Rate Regime”, testimony before the House subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, trade, and Technology, 2003
- ・ Charles Wolf Jr., K.C.Yeh, Benjamin Zycher, Nicholas Eberstadt, Sung-Ho Lee, “Fault Lines in China’s Economic Terrain”, RAND, 2003
- ・ John G. Ikenberry, “America in East Asia: From cold war to the age of unipolarity and terrorism”, IIPS, 2003
- ・ “Asian Development Outlook 2003 Update”, ADB, 2003
- ・ “IMF Concludes 2003 Article IV Consultation with the People’s Republic of China”, IMF, 2003
- ・ “Exchange Rates Must be More Flexible --an interview with Raghuram Rajan”, IMF, 2003
- ・ “Foreign exchange settlement risk in the East Asia-Pacific region”, EMEAP, 2001
- ・ “China: an emerging FDI outward investor”, UNCTAD, 2003
- ・ “Exchange Rate Regime for Asia”, Kobe Research Project, Tokyo Center for Economic Research, 2001

## 執筆者略歴

中川 智之 (なかがわ ともゆき)



2002年より、世界平和研究所主任研究員(現職)

日本銀行より出向

2000年 日本銀行システム情報局調査役

1998年 日本銀行国際局調査役

1996年 大蔵省銀行局課長補佐

1994年 日本銀行フランクフルト事務所駐在員

1986年 日本銀行入行

1986年 東京大学経済学部卒業

### 研究分野

日本と中国の政治・経済協力。

東アジアの国際通貨体制。域内金融協力、FTAの推進と安全保障。

国境を超えた資本および人的資源の流動化と活用。

### 連絡先

電話 03-5253-2511(代表)

e-mail tomo@iips.org