

## REPORT III

# 人民元切り上げ後の中国経済

## - 今後の政策運営と内外経済に及ぼす影響 -

経済調査部門 伊藤 さゆり  
ito@nli-research.co.jp

### はじめに

7月21日、1994年以降、1ドル=8.27~8.28元の範囲内で推移してきた人民元の切り上げと通貨バスケットを参照値とする管理フロート制への制度変更が実施された。

本稿では、今回の措置の背景を概観し、今後の政策運営を展望した上で、今回の措置が従来の制度の問題とされてきた金融政策の自由度の低下と、対米貿易不均衡とに対する解決策となりうるのかを検討する。

### 1. 人民元の切り上げと為替制度改革の背景

計画経済から市場経済への移行過程にある中国にとって、市場原理に即した為替相場制度への移行は、究極の目標と位置づけられるものであり、当局は制度変更に踏み切るタイミングをかねて窺っていた。

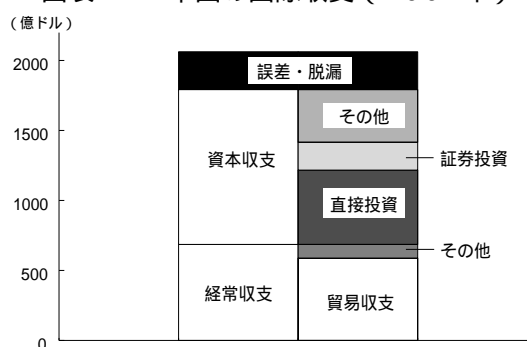
ここにきて、人民元の為替相場の調整と為替制度改革に踏み切った理由は、2005年入り後、中国の貿易黒字が急拡大し、対中貿易摩擦と人民元切り上げ圧力が高まる一方、中国国内では人民元切り上げ期待から投機的資金が流入し、金融政策の自由度が低下するという弊害が明ら

かになっていたことがある。

#### (1) 金融政策の自由度の低下

2004年の中国の貿易収支の黒字は590億ドル、経常収支の黒字は687億ドルであった。資本収支では直接投資が531億ドルの黒字で、証券投資などその他の形態によるものも含めると黒字は1,107億ドルで前年から倍増し、経常収支の黒字幅を大きく上回った(図表-1)。

図表-1 中国の国際収支(2004年)



(資料) 中国外国為替管理局

資本収支の大幅な黒字の最大の要因は、WTO加盟によるサービス市場などの段階的開放の効果もあり対内直接投資が拡大したことにあるが、資本流出に関する規制が相対的に厳しいことも一因となっている。現在の中国の資本取引規制体系では、対内証券投資や短期資本取引は

原則として禁止されているが(図表 - 2)、人民元切り上げ期待を背景に、規制をかいくぐり投機資金が流入したこともあり、国際収支統計には270億ドルにのぼる誤差・脱漏が計上されている。

これらのルートを通じた多額の外貨流入が続く中、元の対ドル相場の安定を維持するために巨額のドル買い介入を行った結果、中国の外貨準備は2004年中に2,067億ドル増加、2004年末には外貨準備高は6,099億ドルとなった。2005年に入ってから次項で述べるとおり、貿易収支の黒字が一段と拡大、高水準の直接投資流入に加え、投機資金の流入も続いたことで、外貨準備高は2005年6月末までに、さらに1,000億ドル超が積み上がり7,110億ドルへと膨れ上がった。

巨額のドル買い介入による通貨供給量の増大はインフレをもたらすおそれがある。これを防ぐために行っていた不胎化介入(元売りドル買い介入によって市中に出回る元を中央銀行が保有する国債や中央銀行債の銀行への売却といった公開市場操作により吸収する政策)が膨ら

み、そのコストへの懸念も広がり始めたことが、人民元改革を促した中国国内の要因である。

## (2) 貿易不均衡の拡大

中国は人民元改革を主体性、制御可能性、漸進性<sup>(注1)</sup>の3原則に基づき推進する姿勢を示してきたが、制度変更のタイミングの選定にあたっては、欧米との対中貿易摩擦や世界的な人民元切り上げ圧力の広がり配慮したものと捉えることができる。

### 拡大した貿易不均衡と対中貿易摩擦

2005年上半期の中国の貿易黒字は米国、EUを中心に396.5億ドルにまで拡大、通年では昨年を大きく上回る700億ドル程度になると見通されている。

貿易黒字の急増は、昨年、投資過熱で急増した輸入の伸びが前年同期比14.0%と大きく鈍化する一方、輸出は同32.7%と高い伸びを続けたことによるものである(図表 - 3)。輸入の減速は、国内投資の鈍化に加え、中国国内での生

図表 - 2 中国の資本取引規制の概要

|       |    | 資本流出  | 資本流入  |
|-------|----|---|---|
| 直接投資  |    | < 対外直接投資 >  | < 対内直接投資 >  |
|       |    | 許可制   | 原則自由(制限業種あり)  |
| 株式    | 発行 | < 非居住者の国内での発行 ><br>A(人民元建て)株: 規定を満たせば可<br>B(外貨建て)株: 可 | < 居住者の海外での発行 ><br>許可制                                     |
|       | 売買 | < 居住者の外国株投資 ><br>原則禁止(QDIIのみ可)                        | < 非居住者の国内株投資 ><br>A(人民元建て)株: 原則禁止(QFIIのみ可)<br>B(外貨建て)株: 可 |
| 債券    | 発行 | < 非居住者の国内での発行 ><br>禁止                                 | < 居住者の海外での発行 ><br>許可制                                     |
|       | 売買 | < 居住者の外国債投資 ><br>認可金融機関のみ可(条件付き)                      | < 非居住者の国内債投資 ><br>禁止                                      |
| 短期証券  | 発行 | < 非居住者の国内での発行 ><br>禁止                                 | < 居住者の海外での発行 ><br>許可制                                     |
|       | 売買 | < 居住者の外国債投資 ><br>認可金融機関のみ可(条件付き)                      | < 非居住者の国内債投資 ><br>禁止                                      |
| 貸出・借入 |    | < 居住者の非居住者への貸出 ><br>認可金融機関のみ可                         | < 居住者の非居住者からの借入 ><br>許可制                                  |

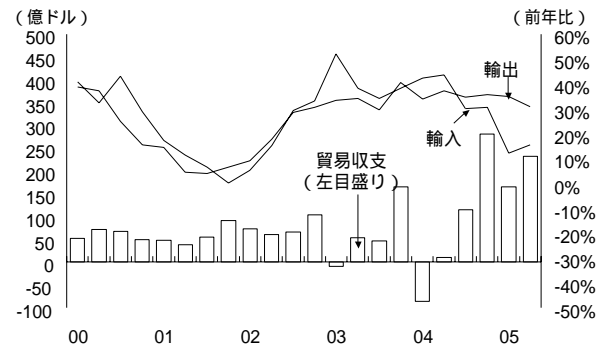
(注) 網掛けは、近年、規制緩和が進まないし進展しつつある領域であることを示す

QDII: 適格国内機関投資家、QFII: 適格海外機関投資家

(資料) IMF, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2004"ほか

産能力の急増や輸入製品の国内製品への切り替えなどの構造的な要因が影響した。一方、輸出は、約半分のシェアを占める機械のほか、繊維・衣類などの労働集約製品、さらに化学、金属などの素材まで全般に好調を維持した。

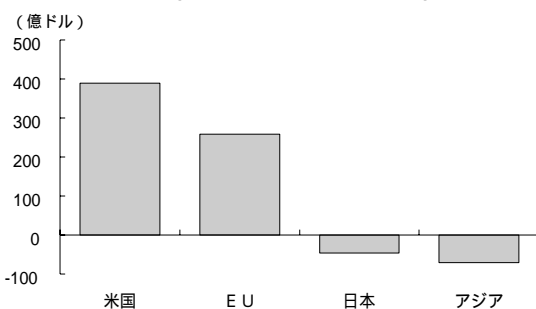
図表 - 3 中国の輸出入増加率と貿易収支



(資料) 中国海関統計

地域別に見た貿易黒字の源泉は、米国とEUであり(図表 - 4) 中国製品の需要アプソーバーとして、中国の経済成長を支えている。それと同時に、両地域との間では、2004年末の多国間貿易協定(MFA)の完全撤廃で、2005年に入って対中繊維・衣類輸入が急増したことで貿易摩擦も先鋭化した。米国は5月に繊維製品7品目にセーフガードを発動したが、他品目への波及も予想される状況にある。EUとの間では、6月に繊維製品10品目について2007年末まで中国が輸出数量を制限することで合意し、セ

図表 - 4 中国の相手地域別貿易収支 (2005年1 - 5月期)



(注) アジアは韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン合計

(資料) 中国海関統計

ーフガードの発動が一応回避されたが、合意対象以外の品目などについて摩擦の火種は残っている。

### 欧米のスタンス

米国、EU、日本が、人民元制度の変更が必要という認識では一致してきたものの、人民元改革を巡るスタンスには、中国との貿易関係の違いや為替相場の相対関係の違いなどから温度差が見られる。

人民元改革の急先鋒となってきたのは、産業界や議会における不満の高まりを背景に「早期、かつ十分な幅」の調整を求めてきた米国である。米国の対中貿易赤字(1,620億ドル)は2004年の米国の貿易赤字総額の約4分の1まで膨らんでいる。中国製品の価格競争力は、過小評価された為替レートで人為的に高められており、安価な中国製品の輸入が米国内の中小業者に打撃を与えていると認識されている。今回の制度変更は、9月に胡錦濤主席の訪米、10月の米財務省の「為替政策報告書」の発表(注2)などの政治日程を多分に意識したものと考えられる。

一方、EUのスタンスは米国に比べてマイルドであり、時期や幅については中国の自主性に委ねる日本に近いものだ。2005年入り後、対ドル、さらに対円でのユーロ高修正が進行したことで、米国の貿易不均衡調整の役割をもっぱらユーロが担っているという不満が緩和されてきたこと、EU加盟国には多様な国が含まれるため、人民元の問題に対する立場は必ずしも一致しないこと、対中貿易収支の赤字幅は拡大しているが、米国に対する黒字で埋め合わされていること等から、対中貿易不均衡そのものに対する危機意識は米国に比べて希薄なことが理由と考えられる。

中国の人民元改革に対しては、G7(先進7

力国財務相中央銀行総裁会議)が即日、歓迎の意を示す声明を公表したほか、制度の柔軟化を求めてきた諸外国の反応は好意的だ。その中で、スノー財務長官、マクレラン大統領報道官、グリーンズパン議長など米国の要人の発言は、「柔軟化」への一歩として一定の評価を示す一方、追加的な調整の必要性を強調している。切り上げ後の7月27日には、安価な中国製品に相殺関税を課す対中制裁法案が下院で可決されている。米国は、引き続き対中貿易摩擦と人民元の動向について警戒し、必要に応じて圧力を掛けるものと思われる。

## 2. 今後の政策運営

### (1) 効果を左右する今後の政策運営

今回の制度変更は、将来の変動相場制移行への第一歩と位置づけられる大きな前進であるが、当初の対ドル相場の切り上げ幅は2.1%と小幅に留まり、当面の対ドル相場の変動幅も従来同様上下0.3%以内(その他通貨に対しては上下1.5%以内)に抑えた。その一方、「通貨バスケットを参照することで一層の柔軟化を図る」、「市場の発展状況や経済・金融情勢に対応して、必要に応じて、変動幅を調整する」と付言し、将来の柔軟性の拡大に含みを持たせている点が注目される(図表-5)

為替相場の参照値とする、通貨バスケットについては、米国およびアジアなどとの取引で用いられるドルが最大のウェイトを占め、ユーロ、円が続くものと推定されるが、詳細な構成比は未公表であるほか、為替相場を決定する際にどの程度比重を置くかも明らかにはされていない。

さらに、資本取引に関する規制の存在、外国為替市場への参加者が限られていることなどから<sup>(注3)</sup>、変更後も、為替相場制度の運営に関して当局が保持する裁量の余地は大きい。経済的效果は、今後、どのような運営がなされるかによって大きく変わるため、政策運営のスタンスを見極めることが重要になる。

### (2) 政策運営を左右する要因

当面の政策運営は、中国人民銀行が示している「市場の発展状況と経済金融情勢に合わせて変動幅を調整する」という方針を手がかりに考えるならば、以下のようなものとなる。

#### 経済情勢

今年1~6月期の成長率は9.5%と昨年同期と並び、通年の政府目標(8%)を大きく上回る高成長が続いている。1~6月期の成長への寄与度は純輸出が大きく、固定資本投資(都市部)の伸びは前年同期比27.1%と前年同期の同

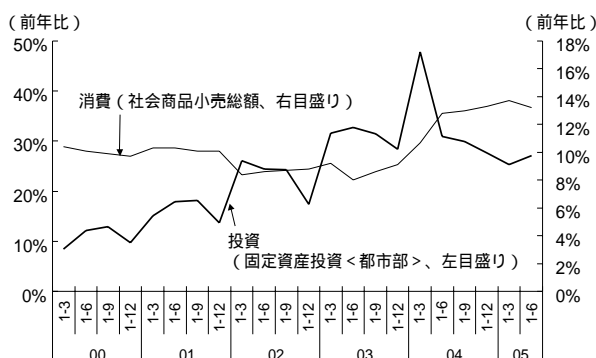
図表 - 5 人民元制度改革の概要

- |   |  |
|---|--|
| 1 | 7月21日より、為替相場制度を市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参照する管理フロート制とする                               |
| 2 | 中国人民銀行が各営業日の終了後発表するインターバンク市場の終値を次営業日の取引仲値とする                                   |
| 3 | 7月21日19時より対ドル為替相場を1ドル=8.11人民元とする   |
| 4 | 現段階では、インターバンク市場の人民元の対ドル相場の変動幅は取引仲値の±0.3%以内とする<br>米ドル以外の通貨の対人民元相場は取引仲値の±1.5%とする |
| 5 | 通貨バスケットを参照することで一層の柔軟化を図る<br>市場の発展状況や経済・金融情勢に対応して、必要に応じて変動幅を調整する                |

(資料) 2005年7月21日付け中国人民銀行プレスリリースほか

31.0%から低下する一方、消費（社会商品小売総額）は同13.2%と同12.8%から上向いている（図表 - 6）。昨年来の過熱投資の抑制と農村振興などを通じた消費喚起というマクロ経済政策を反映し、成長パターンは変わりつつあるが、輸出、投資を牽引力とする基本的な構図は維持されている。

図表 - 6 中国の投資と消費の動き



(資料) 中国国家统计局

対外的なプレゼンスの目覚ましい向上の反面で、中国国内では国有企業と非国有企業、農村部と都市部、沿海部と内陸部の成長格差が深刻な問題となっている。潜在的失業を表面化させることなく、これらの問題に取り組むために、輸出、直接投資の持続的拡大が必要である。為替相場の切り上げは価格競争力を低下させ、制度運営の柔軟性が向上することは、クロスボーダーな経済活動に関わる不確実性を増大させる点で少なからずマイナスの影響をもたらす。

今年下半期には、セーフガードの発動などにより、欧米向けの繊維・衣類輸出のスピードは鈍化が見込まれる一方、急ブレーキがかかった輸入は幾分持ち直すことで、純輸出の寄与度は上期に比べて縮小する可能性が高い。直接投資も上半期の契約額は前年同期比19.0%増の862億ドルとなったものの、実行額は同3.2%減の286億ドルと弱りが見られる。さらに、過剰投資、素材価格高の影響で、1～6月期の企業業績の

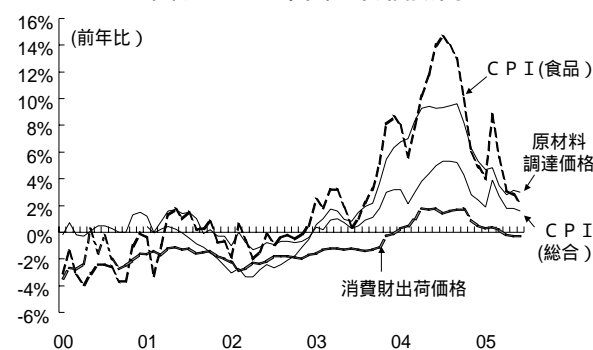
悪化も明らかになったこと、競争力の弱い国有企業や地場中小企業、農業部門が人民元切り上げの影響を受け易いことも、調整幅を抑制する政策へのインセンティブとなろう。

人民元切り上げのプラスの効果は、購買力の向上と輸入価格の下落を通じたインフレの抑制である。購買力の向上は、目下の課題となっている輸出・投資依存型の経済構造の是正に寄与するが、急速、かつ大幅な上昇による輸出、直接投資への深刻な打撃を消費によって吸収することは難しく、調整は緩やかなペースで進むことが望ましい。

物価は、昨年7～8月には消費者物価上昇率は前年比5.8%まで加速したが、今年6月には1.6%にまで落ち着いた。この間、消費者物価の主たる押し上げ要因となったのは食品価格であり、素材価格の上振れで原材料調達コストが上昇した局面でも、供給過剰と競争激化という環境の中で川下企業がマージンを圧縮し、価格転嫁を抑制したため、消費財出荷価格は抑えられてきた（図表 - 7）。ここにきて、投資が過熱した鋼材などの分野では生産過剰による価格低下も見られるようになっており、インフレ懸念は後退、デフレ再燃の懸念も出始めている。

こうした経済情勢にあって、当初の切り上げのインパクトを見極める必要からも、当面、人民元切り上げのペースを抑えることが想定される。

図表 - 7 中国の物価動向



(資料) 中国国家统计局

## 金融情勢

人民元切り上げに先立ち、今年5月18日に上海外貨取引センターでは外貨間取引の拡大、中国系2行と外資系7行のマーケットメーカー（値付け業者）に指定、外貨間売買レートの自由化などの改革が実施、6月15日には債券先物取引を開始するなど市場の整備が進められてきた。こうした取り組みにも関わらず、外国為替市場、短期金融市場、デリバティブ市場は整備途上の段階にあり、為替リスク・ヘッジの手段も確立されていない。為替相場の大幅な変動によって、企業が損失を被る潜在的なリスクはなお大きい。

金融システムの改革は、WTO加盟5年目の2006年末に外国銀行に対する業務・顧客・地理的制限の撤廃という内外銀行の競争条件の公平化を控えて、国有商業銀行の不良債権処理や自己資本の増強を実施、株式の上場準備を進める重要な局面に差し掛かっている。国有商業銀行の主たる顧客である国有企業を通じて人民元高の負の影響が及ぶことは避けたい状況にあり、金融面からも、為替相場の大幅な変動を許容しづらい環境にあるものと思われる。

## 当面の見通し

市場の期待を反映する香港市場の1年物の人民元NDF（差額決済型先物）相場は、2005年に入ってから1ドル=7.88人民元と固定相場の水準からおよそ5%の切り上げを織り込んできたが、実際の切り上げ幅がこれを下回る2.1%に留まったこともあり、切り上げ後は1ドル=7.74人民元と5%弱の追加切り上げ期待を織り込むようになっている。

中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁は、切り上げ後、「主体性、制御可能性、漸進性の3原則」と「為替相場の基本的な安定」を維持

し、「漸進主義により市場経済に向けた改革を推進」する姿勢を改めて表明し、追加切り上げの可能性を否定した<sup>(注4)</sup>。

当局は、当面の調整幅を小幅度のままに留め、経済・金融情勢、市場の発展状況、さらに段階的な資本移動自由化への流れと国際的な資本移動の圧力の大きさなど様々な要因を考慮した上で、「制御可能」な範囲で、「漸進的」に市場実勢を反映した変動を許容して行くものと思われる。

## 3. 人民元制度改革が内外経済に及ぼす影響

当面の調整幅が小幅という前提を置いた場合、今回の制度変更が中国の金融政策の自由度と対米貿易不均衡について及ぼす影響は、以下のようなものと考えられよう。

### (1) 金融政策の自由度への影響

国際金融の理論では、「自由な資本取引」と「金融政策の独立性」と「為替相場の安定」の3つを同時に実現することはできない、すなわちいずれか1つは放棄せざるを得ないとされている（国際金融のトリレンマ）。

中国の従来制度は、「資本取引については規制」し、「金融政策の独立性」と「為替相場の安定」を確保する仕組みであったが、第1章で示したとおり、直接投資など資本取引の規制が相対的に緩い分野や、規制をくぐり抜ける形での資本流入が増大し、「為替相場の固定」を維持しようとするために、「金融政策の自由度」が損なわれるという問題に直面するようになっていた。

大国経済である中国は、将来的には、変動相場制の移行によって「自由な資本取引」と「金融政策の独立性」を確保し、「為替相場の安定」

を放棄する選択をするものと思われるが、ゴールに向けた過程で、どのような順序付けを選択するかが重要な問題となってくる。

資本流出規制の撤廃は、国際収支黒字の拡大、外貨準備の増大という中国が直面する問題に対処する方策となりうる。しかし、国内貯蓄が集中する銀行システムの健全化の遅れに加え、債券市場の未成熟、株式市場の長期低迷で国内における資産運用の選択肢が限られる中での資本流出面での規制緩和は、大規模な資本流出につながるおそれもある。

政策の順序付けとしては「金融機関経営の健全化、市場環境の整備」が最優先の事項となり、「資本取引の自由化」と「為替相場の柔軟化」では、巨額の資本移動による攪乱を回避する観点から、後者を優先すべきである。

当初の切り上げ幅が予想を下回り、追加切り上げ観測が根強い一方、当面、資本流出面での規制が原則として継続されると見られるため、国際収支の基本構造も大きくは変化しないであろう。経済・金融面への配慮から変動幅の拡大を抑制しようとするれば、金融政策が制約される状況は続く。今後も、外貨流入による圧力を緩和するため、為替相場の変動をある程度は許容せざるを得ない状況が続こう。

## (2) 対米貿易不均衡是正への効果

対米貿易不均衡への効果は、切り上げ幅の小ささ、ISバランス、米中間の貿易構造の3つの観点から、当面限られていると見ることができる。

2003年時点での当研究所の試算では、米国の経常赤字が2008年に名目GDP比で2%まで削減されるためには、元が現在の1ドル=8.3元から2008年末には4.4元程度と約50%の切り上げが必要という結果が得られた<sup>(注5)</sup>。今年6月にアジ

ア開発銀行(ADB)が発表したレポートでも、今年下期に人民元が対ドルで10%切り上げた場合の2006年の米国の貿易赤字縮小効果は36億ドルと試算している<sup>(注6)</sup>。当初の切り上げ幅が2.1%に留まり、今後の人民元高のペースも抑えられるならば、その効果は極めて限定的なものに留まろう。

そもそも、米国の経常収支赤字の問題は、米国自身の財政赤字の削減、民間貯蓄の増加というかたちでISバランスが改善されなければ根本的には解決しない。一方、既述のとおり、中国の外貨準備急増は、貯蓄超過を示す経常収支の黒字以上に資本収支の大幅な黒字によってもたらされている。総合収支(経常収支+資本収支)の黒字は、経済建設に必要な投資資金を確保するという改革・開放政策スタート時の目的が十分に達成されていることを示すものとも言えるが、対外的な摩擦とともに、国内では市場メカニズムに基づく資金の有効配分機能が弱いために、過剰投資、投資効率悪化という問題が生じてしまっている。人民元改革と金融改革、資本取引自由化を適切な順序付けで進めることで、摩擦を緩和し、投資偏重の経済構造や資金フローの歪みを正して安定した成長基盤を築くことが必要だ。

さらに、米中間の貿易構造の特徴からも、人民元切り上げの貿易不均衡是正効果に疑問が投げかけられる<sup>(注7)</sup>。中国の対米貿易黒字の源泉は労働集約的製品と機械機器である。米国は労働集約的製品と情報機器、民生用電気機器を中心とする中国製品の需要アブソーバーであり、中国は日本、韓国、台湾から、これらの製品の製造に必要な素材・部品を調達しているという分業が成立している。

繊維・衣類分野では、MFAの完全撤廃に至るまでの段階的な数量規制撤廃の影響もあり、

米国の労働集約的製品市場における中国の躍進ぶりは目覚ましい。競争の激しい分野であるだけに、小幅な通貨調整であれば、企業が輸出価格への転嫁を手控える可能性も高く、米国市場におけるシェアには目だった変化は生じないと思われる。機械機器では、中国の米国に対する完成品輸出はアジアから素材・基幹部品等の調達によって支えられる構造となっているため、人民元のみが切り上がる場合には、人民元切り上げの輸出価格への影響は、域内からの調達コストの下落によって幾分相殺されることになる。労働集約的製品、機械機器ともに、中国における生産コストの上昇に対応して、域内における分業体制の見直しが進むことで、米国のアジア全体に対する貿易不均衡は改善しないことも考えられよう。

貿易不均衡の是正には、人民元の追加的な調整に加え、米国、中国双方におけるISバランス改善への努力、さらにアジア通貨の対ドル相場の上昇といった条件が整うことが必要であるう。

## おわりに

「漸進的」な人民元改革が当面の内外経済に及ぼすインパクトは限定的だが、中国が市場経済にふさわしい為替相場制移行への第一歩を踏み出した意義は大きい。変動相場制への移行、資本取引の自由化への今後の歩みは、貿易摩擦や資本移動の圧力が梃子となり、大方の予想以上に速いペースで進む可能性もある。

人民元改革の行方は、緊密な域内分業のネットワークを形成しているアジアの通貨政策やグローバルな資本移動に影響を及ぼす要素として、今後益々注目を集めるものと思われる。

## 〔参考文献〕

- ・伊藤さゆり「中国引締め策の対外的影響」ニッセイ基礎研究所 経済調査レポート 2004 - 4
- ・熊谷潤一、矢嶋 康次、伊藤さゆり(2003)「人民元切り上げ論の背景と展望」、経済調査レポート2003 - 2
- ・Park, Cyu-Yong(2005), "Coping with Global Imbalances and Asian Currencies", EDB Policy Brief No.37, May 2005

-----  
(注1) 6月26日のASEAM財務相会合での温家宝首相発言(日本経済新聞6月27日)

(注2) 今年5月の「為替政策報告書」公表の際、スノー財務長官は、中国の為替政策に変更がなければ、次期報告書では「為替操作国」(為替操作によって通商上の優位を獲得、あるいは経常収支の円滑な調整を妨げていること、大幅な経常収支黒字と対米貿易黒字を計上していること等が認定基準)に指定する可能性が高いと声明を発表していた。

(注3) 主たる参加者は4大国有商業銀行と中国人民銀行である。

(注4) 6月23日、国営中央テレビでの発言

(注5) 熊谷、矢嶋、伊藤(2003)

(注6) Park(2005)

(注7) 中国の対米輸出構造と中国とアジア域内の分業関係に関する記述は伊藤(2004)における分析に基づいている。