

中国の為替改革による影響について*

—2005年元切り上げ後を中心に—

The Influence of China's Exchange Rate Regime Reform in 2005

付 波

目 次

- 1 はじめに
- 2 中国の為替改革の背景と内容
 - 2-1 為替改革の背景
 - 2-2 為替改革の内容
- 3 中国の為替改革による影響に関する諸説
 - 3-1 日本の経験によるデフレ説
 - 3-2 日本の経験によるインフレまたはバブル説
 - 3-3 諸説への評価
- 4 2005年為替制度改革後の中国経済
 - 4-1 国際収支
 - 4-2 国内の物価水準
- 5 おわりに

* 本論文を書く際、小畑次郎教授の懇切なご指導を受けました。ここで感謝の意を記したい。なお、本文の内容に関するすべての責任は筆者に帰するものとする。

1 はじめに

中国経済は高い成長率を持続している中、貿易黒字を記録し続けている。同時に、アメリカ合衆国と匹敵するほどの直接投資受入れ大国となった。貿易収支を中心とした経常収支と、直接投資を中心とした資本収支は、両方とも黒字を記録している。中国元対アメリカドルの為替レートは、1994年1月から、2005年7月21日までの間、事実上固定されていた。経常収支と資本収支の両方から外貨が流入し続けてきたため、元高の圧力が強まった。元・ドルの為替レートを維持するために、中国通貨当局は、外国為替市場から買上げし続けてきた。為替市場へ介入する結果、外貨準備が急増した。

これらを背景に、2003年ころから、中国政府は不正に為替レートを操作しているという批判を受けてきた。アメリカ政府を中心に、中国元対アメリカドルの為替レートを切り上げるようと要求した。中国元¹対米ドルの為替レート切り上げや、中国の為替相場制度の改革などについて、世界中の金融関係の実務者、経済学者そして政策関係者が白熱状態になるほど議論した。百家争鳴状態は2005年まで続いた。同じ年の7月21日、中国政府は為替レートの切り上げや、為替制度の改革すると宣言した。事実上の、固定為替相場制度をバスケットに参照しながら、管理為替相場制度に切り替え、以来中国元は緩やかに上昇し始めた。これを受けて、議論は沈静化するように見えた。

しかし、その後、中国の経済は、さらなる発展をみせた。2008年米国発世界の金融危機の影響を受けたにもかかわらず、経済の高成長を維持できた。経済

¹ 中国の通貨は人民幣 (RMB: RenMinBi) と呼ばれ、単位は元 (Yuan) である。日本では、「人民元」が中国の通貨を指す言葉として定着しているが、英語の論文は、RMB または Chinese Yuan と書かれている。一般的に通貨は、国名+通貨単位で表記されている。そのため、中国の通貨を「中国元」と呼ぶべきだと筆者は思う。とちなみに、中国の通貨は、「元」と表記されることは多いが、正式的には、同じ発音の圓 (Yuan) である。このほか、補助通貨として、角 (Jiao, 口語では、毛 (Mao) と呼ばれている) と分 (Fen) がある。1元 = 10角, 1角 = 10分となっている。紙幣の最大額面額は100圓である。

の規模は、日本と世界第二位の座を争うようになり、貿易黒字も拡大した。直接投資の受入れは増加し続けている。中国の世界経済におけるプレゼンスが増しているなか、どのマクロ的な経済データをとっても、中国を無視できないようになってきた。

本論文は、2003年を中心に展開されてきた中国の為替制度等に関するさまざまな論争の中で、出された数多くの予言を分類し、検証していきたい。特に2005年の為替改革が実施されてから、中国经济への影響を見ていきたい。

これまで、議論されてきた内容を、大きく三つに分類することができる。

一つ目は、為替レートの高安に関する論争である。つまり、中国の通貨である人民幣(RMB)は、アメリカドルに対して、割安であるかどうか、そしてどれだけ元安になっているかに関する論争。すなわち中国元と米ドルのレートはどれほど均衡為替レートに乖離したかについての議論である。この論点に関して、政府関係者の間で分岐はみられるが、経済学者の間でも、意見が対立している。多くの実証研究が行われたが、結果は論者によって異なっている。中国元は著しく過小評価されている強い証拠がないと主張する論文²もあれば、中国元は少なくとも30%~49%程度過小評価されているという結論に達した論文³もみられるように、アカデミック的な見解も統一されていないのが現状である。直接の原因は構築されたモデルやその背後にある理論にあるだろう。さらに採用されたデータの違いによるものであるといえよう(IMF[2004])。しかし、最も重要なのは、「この原因は一言で、極めて単純化していうと、国際経済や為替に関する理論がブラック・ボックス化して、多国籍企業による国際分業の実態や為替市場の最近展開をモデル化できなくなってしまったことによるということができるのであろう。…。そして、極めて大胆に言い切ってしまう

² 例として、IMF(2004)、Funke and Rahn(2004)、白井(2004)、Fujii et. al. (2006) などがある。

³ 代表的な論文としては、Goldstein(2004)、Frankel(2004)などがある

えば、現在の時点で為替レートの動きをそこそこ説明できる理論はない」と柳原（2005, P46 - 47）に指摘された。ゆえに、本稿では、為替レートの高安や、為替レートの決定理論に関して、特に論じないことにする。

二つ目は、中国の固定為替相場制度に関する内容である。すなわち、それまでに、中国が維持してきた、実質上の固定為替相場（ドル・ペッグ）制度を維持すべきかどうか、そして維持できるかどうかに関する議論である。変動為替相場制度へ移行するか、固定為替相場制度を維持するか、それともその中間にある管理為替相場制度へ移行するかについて論じられている。これに関しては、また別の紙面で詳しく論じるつもりである。本論文においては、日本の経験によって導かれた結論に関してのみ、第三節で少し論じていきたい。

そして三つ目の論点は、中国の元ドルレートの切り上げは、誰にどのような影響をもたらすのかに関する議論である。これについて議論される際、“日本の経験”はしばしば引用されてきた。例えば、Mckinnon（2004）、黒田（2003）、深尾・伊藤（2006）などがある。Mckinnon氏が、中国の当時の状況は、80年代の日米貿易摩擦が激化した日本と似ているといい、アメリカからの圧力に負けてしまうと、現在の日本のようにデフレションから脱出できない状況に陥る可能性がある」と指摘し、さらに固定為替相場制度を維持することはアジア経済圏にとってメリットのあると議論を展開した。これに対して、深尾・伊藤（2006）では、現在中国が直面している問題は、1970年代初頭の日本と極めて似ていると言った。今後の中国はもはや固定為替相場制度を維持できないと断言し、抵抗せず迅速に変動為替相場制度移行することは、中国のためだと議論を展開した。同じく、黒田（2004 a, b）は、日本のブレトンウッズ体制崩壊後、日本で生じた、インフレーションやバブルの原因は、日本円の切上げや、変動為替相場制度への移行と無関係だと主張している。70年代の二度にわたって、オイルショックで発端したインフレーションと、80年代の不動産バブルは、為替政策とは関係なく、日本の金融政策のミスであると論じた。

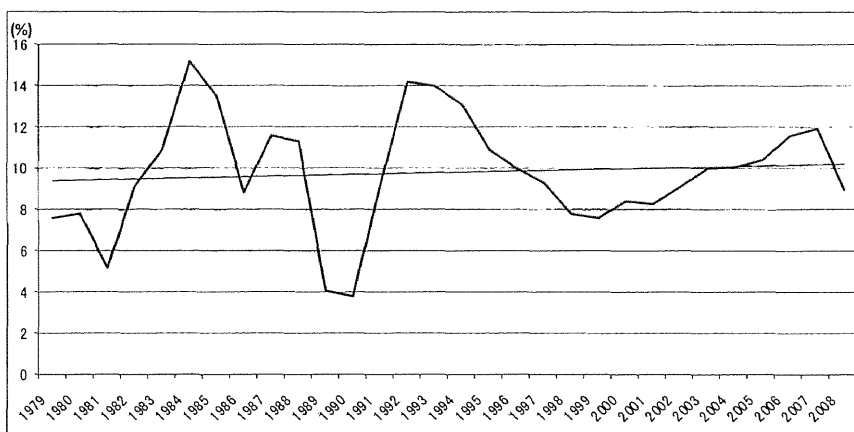
本稿では、この第三の論点を中心に検討しながら、議論を展開していきたい。まず、日本の経験中国の参考になると論じた各論者の論点を明らかにしたあと、各論者が、共通して見落とした点で、しかも中国の為替改革に関して、重要だと思われることを、諸データに照らし合せながら、改革の影響を見ていきたい。

第二節では、中国の為替改革の歴史的な背景をみたあと、2005年の改革の内容を簡単に顧みることにする。第三節では、中国の為替制度の改革による諸影響について、各論者の議論を詳しく紹介し、その相違点を比較していきたい。第四節では、改革後のデータを用いながら、その影響をみていきたい。

2 中国の為替改革の背景と内容

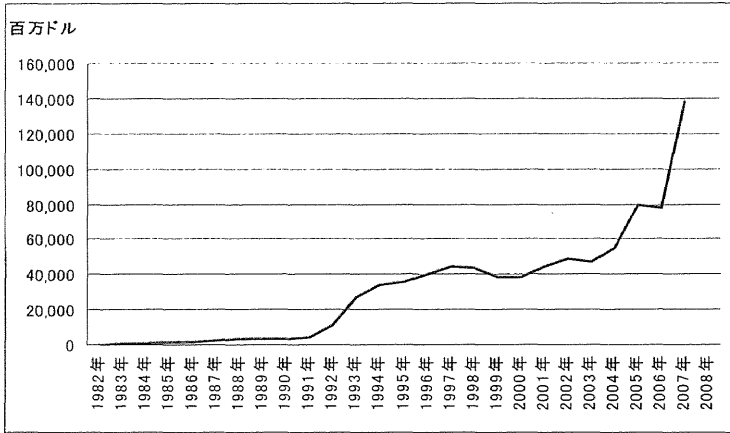
2-1 為替改革の背景

中国は、1978年、改革開放政策を実施して以来の20年間、平均約10%の高度経済成長を維持してきた(図1)。2008年末の時点で、ドイツを抜き、アメリカと日本に次ぐ、世界第三位の経済大国となった。



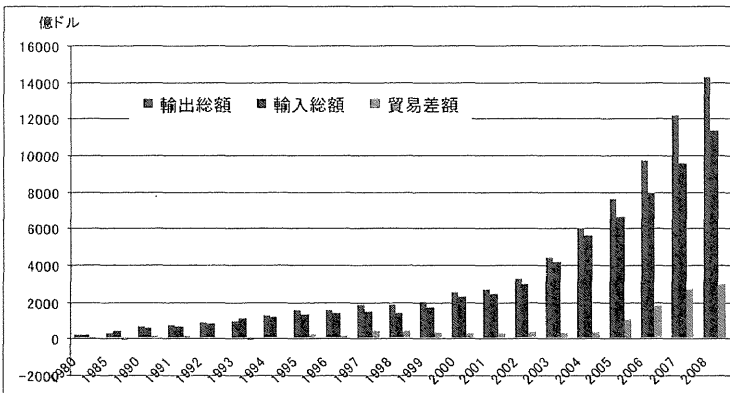
資料の出所：中国統計年鑑各年版より筆者作成

図1 中国の経済成長率 (GDP)



資料の出所：International Financial Statistics, IMF の各年版より筆者作成

図2 海外からの対中直接投資



資料の出所：中国統計年鑑 各年版より筆者作成

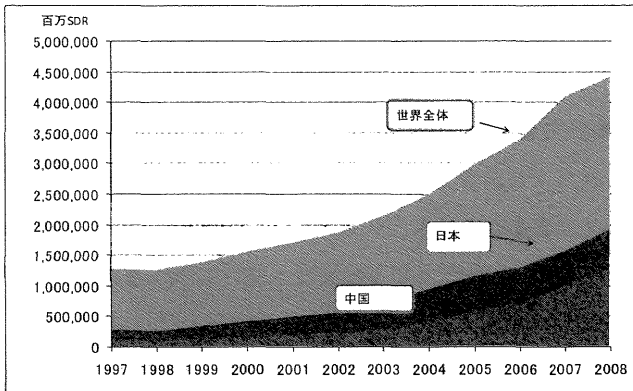
図3 中国の輸出入および貿易収支

世界一の人口を抱えているこの国の高度経済成長は、主に投資によって達成された。中国は、資本の国際的な移動を制限するけれども、海外からの直接投資だけを、1980年代から積極的に受入れてきた（図2）。近年アメリカに次ぐ世界第二位の受入れ大国となっている。同時に、対外貿易を拡大し、貿易黒字を達成し続けてきた（図3）。とくに、2005年以降は、拡大が加速した。

貿易黒字を中心とした経常収支は黒字である中国经济は、同時に直接投資以外の資本移動を厳しく制限してきた結果、直接投資黒字を中心とした資本収支をも黒字を計上してきた。国際収支表は、

$\text{経常収支} + \text{資本収支} + \text{誤差脱漏} = \text{外貨準備}$

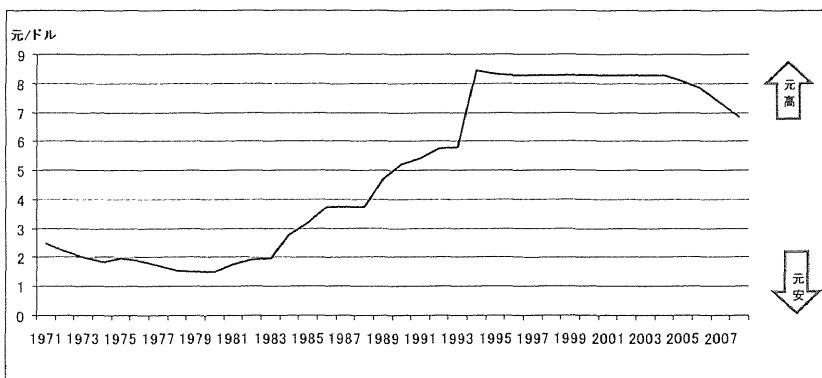
という恒等式が成立するように作成されている。中国は貿易収支黒字と資本収支の黒字という“双子の黒字”を抱えているため、外貨準備もそれに応じて、拡大し続けてきた。2008年に、日本を抜き、世界一の外貨準備を保有することになっている（図4）。



資料の出所：International Financial Statistics, IMF の各年版より筆者作成

図4 外貨準備高（中国 日本 世界）2008

中国元対アメリカドルの為替レートの平価は、1995年以降ほとんど変化することがなく、いわゆるドル・ペッグ制を維持してきた。アメリカ合衆国は最大貿易赤字相手国となった中国に対して、為替を不正に低く操作していると、批判し始めた。



資料の出所：International Financial Statistics, IMF の各年版より筆者作

図5 中国元対アメリカドルの為替レート

2-2 為替改革の内容

以上でみてきたことが背景に、中国人民銀行は、2005年7月21日に、人民元改革の公告を発表した。まず、人民元は対ドルのペッグ制をやめ、通貨バスケットを参考しながら、管理変動為替制度へ移行すると宣言した。そして、2005年7月21日19時の対ドル為替レートを2.1%切り上げ、1ドル=8.11元とした。さらに、前営業日の為替レートの終値を、翌営業日における変動幅の中間値とする。一日の為替変動幅は上下0.3%に限定する。その他の通貨に対する変動幅を1.5%とした。

もし市場の動きは、中国元高の圧力に従うのであれば、毎日元高の天井となり、10日で、3%の元高となるはず、そして、100営業日で30%の切り上げと

なるでしょう。いわゆるクローリングアップという、管理為替通貨制度である（伊藤，2006）。政府は管理しながら，市場の圧力の方向に為替レートを誘導していくことになるはずだが，実際，そんなに早く為替レートが上がらなかった。年率 1.5%ほどの切り上げしか実現できなかった。その代わりに，中国政府は引き続き市場への介入を行い，中国元のレートが急上昇しないように抑えた。これは，外貨準備高の額を見れば，どれだけ介入したかが分かる。

その翌月の 8 月，人民銀行総裁であって周小川氏は，中国の為替制度を，通貨バスケットを参考にしながらの管理通貨制度を説明した。参考となるバスケットの中身について，アメリカドル，ユーロ，日本円と韓国ウォンを中心通貨であると明言した上，シンガポールドル，イギリスポンド，マレーシアリング，ロシアルーブル，オーストラリアドル，タイバーツおよびカナダドルといった，7 つの通貨を参考通貨として，重視することを明らかにした。

アメリカドルという単一通貨へのペッグ制でないことを強調したが，これらの通貨の比重について明言しなかった。

3 中国の為替改革による影響に関する諸説

3-1 日本の経験によるデフレ説

Mckinnon (2004) は，中国経済を日本の 1995 年代以後の経済と比較している。米国の通貨高圧力に負けずに，小幅の切り上げをした後，アジア経済圏の安定のためでも，固定為替相場制度を維持するべきと主張し，日本のように切り上げを行うと，ゼロ金利から抜け出せずに，長期不況に陥ってしまう結末になると警告した。その議論の展開はこうだった。

氏は，まず国際金本位制とドルが基軸通貨の違いを指摘した。国際金本位制でしたら，一国の貿易黒字が続くと，近隣を貧窮化することになるのだが，ドルが基軸通貨である場合，アメリカは世界に資本輸出するべきであって，一国

の貿易黒字が続いても、近隣困窮化にならない。

さらに、元高になったとしても貿易黒字が解消できないといった。日本は1971年7月の1ドル=360円から、1995年4月の1ドル=80円になった。4倍以上に円高になっても、日本の貿易黒字は解消されなかった。それとこれか、むしろ貿易黒字が拡大した。なぜかという、労働力の生産性が高くなり、国際競争力が強まったからである。しかも弾力性のアプローチよりも、貿易投資バランスモデルは、これをよく説明できる。日本の貯蓄は増え続けていたため、経常収支の黒字が解消できない。

「経常収支黒字国の袋小路」という脅威が日本の長期的なデフレの原因であると示した。1990末になると、日本の金融機関（保険会社、信託投資会社、銀行など）は巨額のドル資産の主要保有者となった。

日本の金融機関の負債は円建てで、資産は円建てとドル建てがある。貿易黒字ながら、自国の通貨を海外に貸出することができないので、「経常収支黒字国の袋小路」のシンクロードである。ドル建て資産のリスクが高いため、その利回りは円建て資産の利回りより高くないといけない。なので、円の利子率は米国ドルより低くないといけない。

アメリカの金利は国際市場で決められる。米国の長期ドル安より、金利が下がってきている。日本はゼロ金利政策を維持するしかないため、景気刺激策が取れず、デフレから脱出できない。

1990年代から円高圧力を緩和するために、マネタリーベースを劇的に拡大し、円建て資産の金利を引き下げてきたが、民間の貿易黒字が続くため、日銀は外国為替市場への介入を続中、外貨準備は急増している。先進国の中でも、例のない高い外貨準備を保有する日本は、為替変動のリスクに直面している。

3-2 日本の経験によるインフレまたはバブル説

深尾・伊藤（2006）は、日本と中国の為替政策との類似性に着目し、2005年為替改革後の中国経済が、極めて1971年の日本の経済状況に似ていると指摘した。結論からいうと、固定為替はもはや維持できないため、固執せずに変動為替相場制度に移行するべきと示唆した。そうしないと、日本のように、金融政策をとりにくくなり、そしてインフレーションを起こして、その後、長期的な経済低迷を招くことになる結論付けていた。

1970年から、米国は貿易黒字国である日本やドイツに対して、通貨の切り上げを要求したが、実現しなかったため、1971年8月15日米国はドルと金の兌換を停止すると宣言した。いわゆるニクソン・ショックでした。同年の12月スミソニアン合意において、1ドル360円から、308円へと16.88%の切り上げを行った。その後も、日本を含む各国は、固定為替レートを維持しようとした。

円高の期待が高まっている中、市場への介入をし続けていたため、外貨準備高が増え続けていた。不胎化はやがて不完全となり、国内のマネーサプライが上昇し始めた。円高を防ぐための市場介入であるため、金利を引き上げることができなかった。なぜならば、円高を期待して資本が流入している中、金利を引き上げることによって、ますます多くの資本が流入することとなり、円高になってしまうため、市場介入の効果を薄めてしまうからである。

一方、マネーサプライの上昇は、物価の上昇につながることであり、インフレ率の分だけ、実質の自国通貨の引き下げとなるため、むしろインフレーションを容認する政策をとっていた。そのため、日本は、1971年以後したハイ・インフレーションとバブルを経験した。為替政策はこれの直接原因ではないけれども、インフレーションを容認せずに、変動為替相場制度へ移行するべきであった。

1996年以後の中国は、1959年から1971年の日本に極めて似ていると指摘した。固定為替制度の維持しながら、高成長を達成しながら、貿易黒字を続いて

いる。ゆえに、海外からの通貨高の圧力が、強まってきた。この固定為替制度の維持は、マクロ経済政策運営上の足かせになりかねないという日本の経験は、中国にも当てはまるといった。

1971年までの世界的固定為替相場制度のもとでは、資本取引は米国等一部の国を除いて規制されていたから、リーズ・アンド・ラグズが、固定相場を崩壊させる要因の一つとされている。

中国の場合は、厳しい資本規制が現存している。人民幣への投資や、中国の資本市場への投資に関する諸規定がある。人民幣高・ドル安が予想された場合、ドルを借りて、それを現に交換しておくことによつての投資は資本規制によつて禁止されており、可能にしても、違法である。しかし、中国は、1996年正式にIMFの第8条に同意し、移行した加盟国であるため、輸出入を含む經常取引に関する為替管理を撤廃した。なので、リーズ・アンド・ラグズ(Leads and Lags)という行為が、資本勘定を通じたほかの為替投機と同じく、予想を実現する方向に市場を加速することになる。すなわち、輸出のドルを早めに受け取り、輸入のドル支払いを遅らせることである。

黒田(2004 a, b)は、この点において、同じ見解を示している。日本のインフレーションとバブルは、国内の財政および金融政策の失敗であつて、国際為替政策である円高とは関係ないとしている。かつて日本が経験したインフレーションは、日本が過剰に円高を抵抗し、紙幣を発行しすぎたことに原因があると主張している。円高という為替要因とは別に、国内の財政金融政策は安易に外国の圧力に妥協しないことが教訓として、中国政府は考えるべきだとしている。中国の元・ドル為替レートを、購買力平価説で測った場合、30-40%の割安になっているといい、元高する必要があると見て、元を切り上げると同時に、市場に抵抗せずに変動為替相場制度へ移行するべきである。

3-3 諸説への評価

では、はたして、中国は固定為替相場制度を維持できるでしょうか？これについては、マッキンノンら（関志雄 [2004] 第7章）の推計を見ていきたい。表1は、中国の民間が保有している外国資産と政府が保有している外国資産の構成を推計しているもので、直接的な推計と間接的な推計からなっている。

表1 中国の対外流動性資産の規模

(単位：10億ドル)

年	1	2	3	4	5	6	7
	外貨準備	銀行部門の 対外純資産	誤差・脱漏 の累計額	対外流動性 の資産の直 接推計値 1+2+3	経常収支の 累計額	直接投資の 純流入の累 計額	対外流動性 の資産額の 間接推計値 5+6
1990	28.6	5.1	3.2	36.9	21.7	2.7	24.4
1991	42.7	1.1	10.0	53.8	35.0	6.1	41.1
1992	19.4	6.4	18.2	44.0	41.4	13.3	54.7
1993	21.2	11.7	28.3	61.2	29.8	36.4	66.2
1994	51.6	7.1	37.4	96.1	36.7	68.2	104.9
1995	73.6	-3.4	55.2	125.4	38.3	102.0	140.3
1996	105.0	-4.3	70.7	171.4	45.5	140.1	185.6
1997	139.9	5.2	92.8	237.9	82.5	181.8	264.3
1998	145.0	17.9	111.7	274.6	114.0	222.9	336.9
1999	154.7	31.0	129.4	315.1	135.1	259.9	395.0
2000	165.6	59.6	141.1	366.3	155.6	297.3	452.9
2001	212.2	85.4	145.9	443.5	173.0	334.7	507.7
2002	286.4	107.8	138.3	532.5	208.4	381.5	589.9
2003	403.2	85.5	120.3	609.0	254.3	428.7	683.0
2004	609.9	108.2	93.5	811.6	323.0	481.8	804.8
2005	818.9	159.8	109.9	1088.6	483.8	549.6	1033.4
2006	1066.3	205.1	123.0	1394.4	737.1	606.5	1343.6
2007	1528.2	189.9	106.7	1824.8	1108.9	727.9	1836.8
2008	1946.0	251.1	132.8	2329.9	1535.0	822.2	2357.2

資料の出所：関志雄（2004）表7-4を参考に International Financial Statistics (IFS)のデータより筆者作成

国際収支の恒等式で外貨フローの関係を見ると、銀行を中心として保有する民間対外資産の変化は、経常収支の黒字と直接投資の純流入から、公的保有である外貨準備高や誤差脱漏を引いたものとして見るができる。

表1の左側の3列は、それぞれ外貨準備高、民間の対外資産と誤差脱漏の累計を示している。4列目はこれらの合計となっている。5列目と6列目は経常収支黒字と直接投資の純流入の累計を示すデータであり、一番右側の7列目はその合計となる。

先程の国際収支恒等式に従うと、4列目は7列目と等しくなるはず。実際のデータには差がみられるが、ほぼ等しくなっている。さらに、注目すべきことは、外貨準備高の増加する速さです。2005年以降、毎年5000億ドルの速さで増加していくことになっている。その増加はほぼ貿易黒字から来たものだと見ることができる。

一方では、民間が保有している外国資産はむしろ減少しているように見える。民間はドルよりも元を保有しようとしていることが分かる。中国はどれだけ元高という予想の圧力にあるかよく分かるし、為替レートを維持するために、ずっと政府が不貳化を介入してきたかもよく分かる。政府はいつまで元高を許すかについて、市場が見ているようにもみえる。

政府の介入の副作用としては、国内金融市場に影響を与えるようでしたら、もはや固定為替相場制度を維持することができないでしょう。国内の物価の変動などについては次節で詳しくみていきたい。

政府は、直接投資の流入を減らすために、対外直接投資を促進する政策を取ったり、輸入の拡大などの政策や、外資系企業の輸出促進策をやめたりしてきましたが、明らかな効果はまだ見られない。直接投資の流入に比べると、微々たるもので、すぐには資本収支の黒字に結びつかないでしょう。

マッキンノン氏らは、中国貯蓄率は減ることはないとしている。実際中国の社会保障などは、制度として整備されていないため、多くの人々はまだ将来に

対する不安を、貯蓄の形で解消しようとしている。さらに、金融市場の不発達や、海外の金融市場への投資を厳しく規制されている中、やはり資産運用は貯蓄を中心とならざるを得ない。そうすると、経常収支の黒字を解消することができない。

元高予想が予想されている中、中国への資本の流入は急激的である。為替レートを維持することには大変なコストを掛かっていることが分かる。さらに、元レートが上昇し続けると、中国政府が持っているドル建ての資産価格（外貨準備）が減価となり、多く損失を被ることになる。

しかし、深尾氏らや、黒田氏が主張されたように、変動為替相場制度を取ったとしても、元高が予想される限り、中国へ資本が流入し続けることになるでしょう。これは日本が既に経験したことである。中国政府は完全に介入しなくなったら、資本は民間部門によって保有され、急速な流入や流出が想定され、通貨危機と金融危機に会う可能性が大きい。

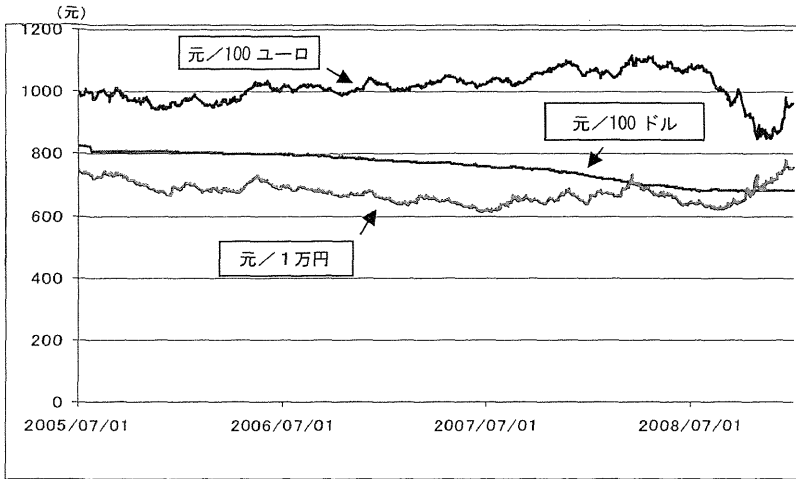
マッキンノン氏らの提案した通り、中国は何があってもバンド付きの固定為替相場制度を維持するという姿勢を見せ、そうすると、投資家の期待をバンド内に限定することができて、資本の流入を抑えられる。外貨準備は今以上に増額しなくなるでしょう。

中・長期的には、輸入の障壁を撤廃すると同時に、国内にある合弁会社や外資系会社の操業資金を中国国内で調達できるような制度の改善と整備を行う必要があると同時に、内需の拡大を推進するべきだと思う。

4 2005年為替制度改革後の中国経済

中国の為替制度改革が行われる前、実質上の固定為替相場制度に対して、論者たちは、今まで対外的な為替レートは安定していたものの、国内の安定を犠牲にしていると指摘してきた。インフレーションやバブル等といった物価や金

融資産の不安定をもたらしたのではないかと懸念していた。さらに、改革によって、中国の国際貿易における不均衡を改善できるのではないかという声もあった。改革後の中国の国際収支はどのようなになったのか、国内物価や資産価格はどのような変動がみられたのかについて、本節で検討していきたい。



資料の出所：International Financial Statistics (IFS) のデータより筆者作成

図6 為替レート (IFS) 日次データ

4-1 国際収支

中国は経常収支の黒字は全く解消せず、資本収支は黒字のまま、もちろん外貨準備が上昇する一方で、今日まで至っている。経常収支の中、とくに貿易収支について、予想された通り、拡大し続けている。双子の黒字から、資本が中国に流れ込んできた。

その上に、投機のホットマネーが流入していると言われている。確かに否定できない。これらのホットマネーは、どれほどあるのかについては確認できない。では果して、投機のマネーは資本の流入額の大部分を占めているのかと言

われると、そうだとは言えない。

その理由は、中国が 2001 年に WTO に加盟する際、受け入れた条件にある。その条件の一つとして、すべての商品市場を 3 年以内に、中国にある外資系企業を含むすべての企業に開放することである。それまでは、主として輸出加工という限定された分野の自由化であったが、外資系企業は国内市場へのアクセスにつながる分野に関しては、さまざまな管理や規制があった。市場を開放するのは、外資系企業にとってどのような意義を持つのかを、考えていきたい。

これを理解するためには、中国人の消費能力に注目しなければいけない。1990 年代から 10 年以上続く 10%以上の高度成長は、中国の一人当たり GDP を大きく引き上げた。一部の人が先にお金持ちになるという鄭小平氏の言葉とおり、富裕層を作り上げ、中間階級を拡大してきた。1 千万元（およそ 1.4 億円）以上の資産を持つ富裕層は、およそ 100 万人いると推測されている。ちなみに、日本の物価水準でも、富裕層は 1 億円以上の金融資産を所有していると一般的に言われている。この水準で中国の富裕層を測ると、100 万人以上はいると考えられる。中間層は、2 億とも、2.5 億ともいわれている（榊原 2005, P166）。

今後中国の経済成長は、さらに続くと予想される中、世界の 1/5 以上の人口を抱えている中国において、この中間層または富裕層の拡大が予測されている。日本以上に魅力のある市場だといえる。ホットマネーよりも、この市場を見込んだ投資は、中国に流入してきた投資の大部分を占めているといえるでしょう。

2008 年 1 月 1 日輸出加工貿易の外資系企業に対する優遇政策は正式的に廃止されることになった。それを見込んで、2007 年駆け込み投資が大幅に増加した。しかし中国への投資は制度の転換によって、多少下がるかもしれないが 2008 年の金融危機を際にして、輸出主導から消費主導の成長路線への転換は、中国への直接投資を、さらなる拡大を引き起こしていると考えられる。

4-2 国内の物価水準

今まで、中国経済は多くの経済学者の予言を裏切ってきた。中国では“インフレーションが起こる”という予言はその一つである。1980年代の初頭から中国は、M2（広義のマネーサプライ）の伸び率がGDPの成長率よりはるかに上回っているにもかかわらず、中国のインフレ率は、高いとは言えなかった。

M2の増大は、確かに中国の為替制度と外資導入政策に関係している。経常収支の黒字が拡大し続けていると同時に、2003年から世界一の直接投資（FDI）の受入国として、直接投資の流入が年々増加している。さらに中国元高を期待して、ホットマネーが流れ込んできている。中国は固定為替相場制度を維持してきた。為替レートを維持するために、流れ込んだ外貨を、政府が買い上げた結果として、外貨準備は前例のないスピードで積み上げてきた。

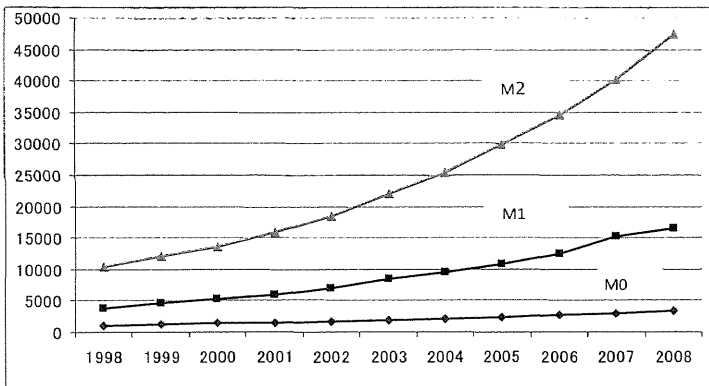
外貨を買い上げた原資は、マネーサプライに影響を与えないように、中国通貨当局は、流通市場のない国債を発行することによって、不胎化してきた。その上、2002年9月から、中央銀行である中国人民銀行も銀行債を発行することで補ってきた。しかし、それでも中国のM2対GDPの比率ははるかに大きくなっている。これは過剰流動性の問題として、インフレーションやバブルが生じやすい環境であるという結論に達している学者は少なくない。

しかし、中国のインフレーション率が高くない。高インフレ率が見られない現状を分析するには、「マネタリゼーション」や貨幣の流通速度の低下と説明されてきた。Yu（2002, 2005）では、マネタイゼーションはもっともらしい説明とは言えずと指摘したと同時に、貨幣の流通速度の説明はトートロジーとなっている部分はかなり大きいと指摘した。

余氏は、M2/GDPの比率の上昇はインフレーションになっていないことについて、以下のように議論を展開された。中国では、預金総額に占める貯蓄預金の比率が貯蓄率にかなりの相関が確認された。貯蓄率が高いと同時に、貯蓄預金優遇政策によって、貯蓄預金率が高いということを意味している。

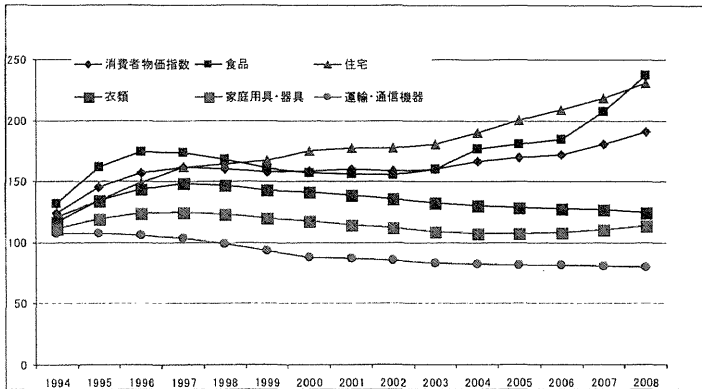
高い貯蓄率はマネーサプライの成長に相殺して、高いインフレ率が見られないことを解釈している。すなわち、GDPの成長率と貯蓄率の高く、そして貯蓄預金が依然として最も重要な資産運用の手段である限りにおいて、中国のM2/GDPの比率が上昇し続けていても、ハイパーインフレーションにつながることはないという結論に達した。

元高という予想がある中、資本は何らかの形で中国に流入してくる。政府は不胎化政策を実施してきたにもかかわらず、中国経済は、マネーサプライを拡大せざるを得なくなってきた。中国では、金融引締の手段の一つとして、金利を引き上げることができない。なぜならば、さらに資本が流入してくることになるからである。では、金利の調整が制限されている中、中国の金融政策がどのように実施されてきたのでしょうか？中国では資本市場が発達していない上、資本の海外への運用を極めて厳しく規制しているため、預貯金率が低くても貯蓄率が、依然として高い。そこで、金融当局の金融政策としては、銀行の準備率の調整によって、マネーの流動や、量を調整してきた。図9で確認できるように、年間でも数回引き上げや引き下げを行ってきている。



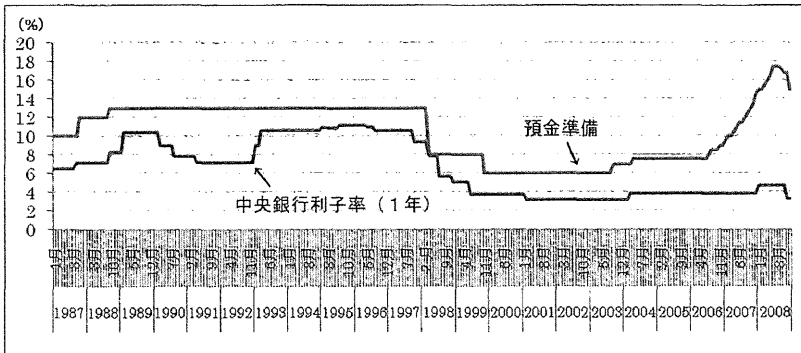
資料の出所：『中国統計年鑑』各年版より筆者作成

図7 中国の貨幣



資料の出所：『中国統計年鑑』各年版より筆者作成

図8 物価指数



資料の出所：Bloombergのデータより筆者作成

図9 準備率の変動

5 結語

中国の為替制度改革の背景、そして改革前後の諸議論を見てきた。中国は、金融政策を維持できず、貨幣の量を維持できなくなる証拠は今のところ見当たらない。インフレーションは発生していない。預金準備率で貨幣の量を調整していることが分かった。しかし、2005年以後、外貨準備の急増はこのまま続く

と、中国政府はもはや為替レートを維持することができたとしても、コストが高すぎる。そのために、固定為替レートを維持すると宣言した方が、投資家の期待を緩和する効果があるでしょう。そして、国内の輸入に関する諸障壁撤廃すると同時に、内需拡大に努めるべきと思う。

参考文献

- 伊藤隆敏 (2006.4) 「人民元改革分析」RIETI Discussion Paper Series
- 伊藤元重, 下井直毅 [2006] 「中国の経済発展と貿易・直接投資」深尾光洋編『中国経済のマクロ分析』日本経済新聞社
- 大谷聡・藤木裕(2002)「東アジア新興市場諸国の外貨準備保有高」『金融研究』日本銀行金融研究所 2002年12月号
- 小川英治・清水順子 (2006) 『東アジア・バスケット通貨の経済分析』東洋経済新報社
- 黒田東彦 [2004a] 「日本の経験から中国の為替政策を見る」黒田東彦著『元切り上げ』日経BP社
- 黒田東彦 [2004b] 「円高の経験と中国にとっての教訓」関志雄, 中国社会科学院政界経済政治研究所編『人民元切り上げ論争』東洋経済新報社
- 白井早由里 (2004) 『人民元と中国経済』日本経済新聞社
- 関 志雄 (2004) 『人民元切り上げ論争』東洋経済新報社
- 深尾光洋, 伊藤隆敏 [2006] 「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」深尾光洋編『中国経済のマクロ分析』日本経済新聞社
- Eiji Ogawa and Michiru Skane (2006) “The Chinese Yuan after the Chinese Exchange Rate System Reform” *REITI Discussion Paper Series 06-E-019*
- Eiji Fujii, Yin-Wong Cheung and Menzie Chinn (2006) “The OverValuation of Renminbi Undervaluation” *Journal of International Money and Finance*, v.27,

June 2007, pp762-85.

Ronald Mckinnon (2006) "China's Exchange Rate Trap in the light of the Earlier Japanese Experience" *Pacific Economic Review* Fall 2006

Ronald Mckinnon (2007) "Why China Should Keep its Exchange Rate Pegged to the Dollar: A Historical Perspective from Japan", *International Finance*, March 2007.

Funke and Rahn, J (2004) "Just How Undervalued is the Chinese Renminbi", *World Economy*

Goldstein, M. (2004) "Adjusting China's Exchange Policies", *IIE Working Paper 04/1* Peterson Institute for International Economics

IMF (2004) "People's Republic of China: Article IV Consultation Staff Report". *IMF*

Frankel J. A. (2004) "On the Renminbi: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange and Adjustment under Flexible Rate".

Prasad, E. and T. Rumbaugh, and Q. Wang (2005) "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Flexibility in China". *IMF Policy Discussion Paper*. PDP/05/1 IMF

Yu, Yongding (2002) "The Dynamic Path of M2-GDP ratio in China," *The World Economy* (Shijie Jingji), No.12.