

# 人民元相場形成メカニズム改革

大久保 勲

## はじめに

2005年7月21日に、中国が人民元為替相場形成メカニズム改革を行なった。

外為市場では、対顧客の先物取引やスワップ取引を含めて、体制整備が予想以上に速く進んでいる。長期的に見れば、現状では人民元相場は緩やかに切り上がっていくであろう。しかし、短期的には、近い将来拡大される変動幅の中で、上下への変動の幅が拡大された動きを示すことになるであろう。

今、中国当局が行なっている各種措置は、要するに、企業や個人に相場変動リスクを回避する手段を積極的に準備していることである。最近の中国の矢継ぎ早の外為市場整備策は、人民元が次第に市場経済の国の通貨となり、市場経済の国と同じように、為替リスクをヘッジする手段を整備するための措置である。そうした意味で、2%の切り上げ、0.3%の変動幅から見れば変化は小さいが、大きな意味をもった改革と言える。

長期的に見れば、中国の国力増強によって、人民元は上下への変動を繰り返しながら、上昇していくであろう。しかし、中国の国家指導者は、中国の国情を考えて、人民元為替相場切り上げには慎重である。

中国の人民元為替相場形成メカニズムは、2005年7月までは、“需給に基づく、単一の管理された変動相場制”とはいいいながら、中国当局の管理の度合いが強いために、実質的には長期にわたって、固定相場の様相を呈してきた。

長期的には、人民元資本取引に交換性をつけて、人民元を交換可能通貨とすることが、市場経済化を進める中国にとってどうしても必要になる。そのためには、1994年1月以来続いている現在の相場形成メカニズムを改革する必要がある、2005年7月の改革となったわけである。

2005年7月21日からの人民元相場形成メカニズムは、「通貨バスケットを参考にする」こととなったが、実は中国は通貨バスケットの経験がある。中国は1968年から人民元を外国との決済に使うようになった。人民元が外国との決済に使われるようになると、人民元相場水準が、西側諸国の為替相場の中で相対的に合理的な水準で推移して欲しいとの要望が出てきた。1971年8月には米国は米ドルの金交換停止を発表した。米ドルを中心とする固定相場制度は瓦解してしまった。1973年になると、西側通貨は変動相場制に移行した。人民元も西側通貨の変動に連れて為替相場を動かさざるを得なくなった。中国銀行呉念魯、陳全庚氏の「人民幣匯率研究」(1989年、中国金融出版社)によれば、当時の人民元相場調整の原則は、(1) 人民元相場安定の方針を堅持し、上昇する通貨と一緒に上昇せず、下降する通貨と一緒に下降しない。(2) 対外経済往来中の平等互惠の政策を貫徹する。(3) 国際通貨市場の市況を参照して、適時人民元相場を調整する。国際市場で堅実で安定した数種の通貨の市場での上昇あるいは下降の平均の幅を人民元相場調整の参考にする。人民元相場は固定相場制の時期に確定した相場水準を基礎にして、“通貨バスケット”の計算方法で、常に調整を行う。1973年から1984年までの間に、選択した通貨と比率について、七回の調整を行なった。このような計算と調整で、人民元相場は各国の相場の中から少し上のところで安定していた。

こうした歴史を経て、人民元は米ドルにペッグすることとなった。なぜ、米ドルにのみペッグすることとなったのか。ひと言で言えば、通貨バスケットは煩瑣であったといえよう。これからの人民元は、米ドル離れして、通貨バスケットを参考にする状態が続くのか。2005年7月に始まった新しい相場形成メカニズムが何年続くか、予想は難しい。しかし、所詮は過渡期の措置であろう。人民元相場が、通貨バスケットで計算した範囲を超えて切り上がる可能性もあり、通貨バスケットで計算した範囲を超えて切り下がる可能性も無いとはいえない。しかし、中国経済の現状及び将来を勘案すれば、人民元は長期的には強くなっていく可能性が大きい。しかし、短期的には上下に変動幅を広げながら、上昇

したり下降したりすることになるであろう。1米ドルが8.27元と8.28元の間で、10年近く変わらなかったという時代はもう終わりである。

## I. 中国人民元相場の将来展望

### 1. 2005年7月の人民元為替相場形成メカニズム改革の概要

人民元相場形成メカニズム改革の発表は、まさに意表をつく形で、7月21日の夜行なわれた。

中国人民銀行は21日公告を公布したが、その概要は以下の通りである。

(1) 05年7月21日から、中国は市場の需給を基礎とする、通貨バスケットを参考にして調節を行なう、管理された変動相場制度を実行する。

(2) 中国人民銀行は、毎営業日市場終了後、当日のインターバンク外為市場での米ドル等取引通貨対人民元為替相場の終値を公表し、翌営業日の当該通貨対人民元取引の仲値とする。

(3) 05年7月21日19時、米ドル対人民元取引レートは調整して1米ドルを8.11人民元とし、翌日のインターバンク外為市場での外為指定銀行間の取引の仲値とする。

(4) 現段階では、毎日のインターバンク外為市場での米ドル対人民元取引レートは、引き続き人民銀行が公布した米ドル取引仲値の上下0.3%の幅の中で変動する。米ドル以外の通貨対人民元の取引レートは、人民銀行が公布した当該通貨取引仲値の上下に一定の幅で変動する。

中国人民銀行は、市場発展状況と経済金融情勢に基づいて、適時に為替相場変動幅を調整する。注1)

中国の為替相場形成メカニズムの改革は、とりあえずは2%の切り上げだが、変動幅が上下に0.3%あるので、毎日の切り上げは小さいが、毎日0.3%ずつ切り上がっていけば、かなりの切り上げになると期待する向きが多かった。実際にそうした見方の報道も少なくなかった。そこで中央銀行は、7月27日に声明を出して、その解釈は間違っているとした。つまり、人民元為替相場の初めの

調整水準が2%切り上げということは、人民元為替相場形成メカニズム改革の初めの時に調整を行い、調整水準が2%ということであって、決して、人民元相場の第一歩の調整が2%で、今後まだ更に調整があるということではない、というのである。注2)

中国の新聞に、“インターバンク先物取引は順調に開始”という見出しで小さな記事があった。そこにおよそ次のことが書いてあった。「インターバンク先物取引は15日、順調に始まった。米ドル／人民元先物取引の最新レートは、1ヶ月もの8.0778、3ヶ月もの8.0370、6ヶ月もの7.9417、9ヶ月もの7.8609、1年もの7.8140。これまでは中国のインターバンク外為市場では、すべて直物取引を行い、直物相場のみが存在した。」注3)

2006年には外為先物市場の出来る可能性もあるという。注4)

## 2. 更なる人民元相場形成メカニズム改革のための環境整備

中国は去る7月21日以降、今後の改革のための環境整備を矢継ぎ早に行なっている。外貨の需給緩和策を含めて、7月21日以降の環境整備の動きを列挙すると次の通りである。

- (1) 企業等の外為勘定入金額の限度を引き上げ 注5)
- (2) 個人の外貨購入限度額を引き上げ 注6)
- (3) インターバンクの先物とスワップを認める 注7)
- (4) 銀行と顧客との間で先物取引とスワップ取引を認める 注8)
- (5) 中国が通貨ブローカー制度を作る 注9)

なお、05年5月18日から、中国の銀行間外為市場で正式に外貨と外貨の売買業務を始めた。外貨売買業務では、8種類の通貨対通貨の直物取引を始めた。これには、ユーロ対米ドル、オーストラリアドル対米ドル、英ポンド対米ドル、米ドル対スイスフラン、米ドル対香港ドル、米ドル対カナダドル、米ドル対日本円とユーロ対日本円が含まれる。外為取引方面の経験を積む助けとなり、国内金融機構のリスク管理能力を高める助けとなる。これも外為市場整備の点か

らは、重要な一歩といえる。注10)

### 3. 人民元の適度な切り上げは、中国経済にプラス

中国は去る7月21日の人民元相場形成メカニズム改革と2%切り上げをどのように見ているか。8月5日付け『経済日報』によれば、マクロ経済の面から見ると、人民元相場水準を適当に引き上げ、中国のGDPを米ドルで計算すると、一人当たりGDPは相応に上昇し、中国人民が保有する富は相応に価値が増える。為替相場が高まると、輸入拡大と輸出の適当な減少に役立ち、中国の当面の貿易黒字と外貨準備増加が速すぎる状況を変えることができ、その結果として、徐々に輸出入の基本的均衡と外貨収支の均衡を実現し、資源の使用効率を高め、通貨政策の独立性を強め、金融コントロールの自発性と有効性を高め、経済総量の均衡を促進する。長期的に見て、人民元相場形成メカニズムの改革は、内需拡大を主とする経済の持続的発展戦略の実現に有利であり、需給構造と産業構造の改善に有利であり、経済成長方式の転換と資源配置の改善を促進し、国民経済全体の効果と利益を高める。

企業に対する影響はどうか。人民元の切り上げは、中国の貿易条件改善に有利である。企業が技術、設備、輸入原材料、部品器材を導入するのに有利である。当面の、国際石油、鉱産品等資源性商品の価格が絶えず上昇する状況の下で、企業の輸入コストを引き下げることが出来る。輸出企業にとっては、人民元切り上げは更に大きな競争圧力をもたらすことになるが、企業が経営メカニズムを転換し、自主的に新たな道を開拓する能力を増強し、対外貿易増加方式転換と構造調整を速める。

人民の生活に対する影響から見ると、人民元為替相場水準を適当に高めることは、輸入消費物資の価格を引き下げ、国内住民の実際の消費能力と消費水準をある程度強めることになる。域外への観光は以前よりも安くなるであろう。つまり、適度な人民元切り上げは中国経済にプラスとみているわけである。注11)

しかし中国当局が投機筋の思惑通りに、人民元を切り上げるわけにはいかない。今後は、予想がつかなくなるところに、今回の相場形成メカニズム改革の意義があることになる。

#### 4. 米国を中心とする外国からの人民元切り上げ圧力

胡錦濤中国国家主席は、05年9月13日、ニューヨークでブッシュ米大統領と会談した。席上、大統領は中国が7月末に人民元相場を対ドルで2%切り上げたことを評価しながらも、「一段の改革を」と要請した。これに対して胡主席は「改革を進めていく決意に変わりはない」と改めて表明するにとどめた、とされる。

米国を中心に西側諸国が中国に人民元切り上げの圧力をかけるのは主としてどのような目的からか。それは、国際不均衡是正のためのコスト負担を中国にも要求しているということであろう。具体的に例えばドル安である。人民元を切り上げることは、中国はそれなりのコストを負担しているということになる。

中国経済は発展しているとはいえ、解決すべき問題は多い。そうした中で、中国は巧みな外交的手腕で、国益をしっかりと守りつつ、次の一手を模索している段階といえよう。

#### 5. 人民元に対する投機筋の採算

中国では、人民元相場に対する当局の管理が厳しく、2005年7月までは人民元相場が長期にわたり、1米ドルが8.27元と8.28元の間にあったため、企業も個人も為替リスク回避に慣れておらず、また為替リスク回避の手段が企業や個人に提供されてこなかったという事情がある。第二点は、米連邦準備制度理事会（F R B）が金利を調整することによって、人民元金利が米ドル金利よりかはるかに高いという局面が変わる。実際には、F R Bは05年9月20日にF F金利の誘導目標を0.25%引き上げ、年3.75%とすることを全会一致で決定、即日実施した。F R Bの利上げは04年6月末から十一回連続行われ、累計では2.75%

の引き上げとなった。注12)

中国当局としても、絶対に投機筋に負けたくはなかった。結果としては、05年7月21日に人民元相場形成メカニズムが改革され、人民元は米ドルに対して2%切り上がった。中国に米ドルを持ち込んで、人民元切り上げで儲けようとするれば、種々コストもかかることであり、2%の切り上げではとても採算が合わないことになる。

05年9月23日から米ドル以外の通貨の変動幅を3%に拡大したほか、銀行の対顧客米ドル公表相場の売買幅も拡大した。売買幅拡大は投機筋の取引コストを増やす可能性があり、人民元相場水準の安定に有利、としている。注13)

## II. 中国人民元相場の歴史と基本問題

### 1. 人民元相場は歴史的に何を基準として変動してきたか

今日の人民元問題を理解する上で、新中国建国以来の人民元相場の歴史を知ることが、大変有意義である。人民元は中国の対外開放後、確かに大幅に切り下がった。しかし、大幅に切り下がった背景には、人民元が対米ドルで十数年にわたり全く変動しなかった歴史があったこと、さらに西側諸国の通貨が変動相場制に移行後、人民元は中国経済の実態にかかわりなく、高めに維持されたことを知れば、なぜ大幅だったのか、について理解が深まる。

通貨バスケット方式は、西側諸国の通貨が変動相場制に移行した後、中国は実施したことがある。その歴史を知れば、人民元がドル離れする始まり、との結論は出しにくくなる。

人民元と西側通貨との為替相場は、為替相場制定方法と変動の特徴から、いくつかの時期に分けることが出来る。ここでは大きく三つの時期に分けてみよう。

(1) 伝統経済体制下の人民元為替相場 (49年－80年)

(a) 国民経済復興期 (49年－52年)

(b) 人民元為替相場安定不変の時期 (53年－72年)

(c) 人民元為替相場を“通貨バスケット”で計算した時期 (73年－80年)

(2) 経済体制改革中の人民元為替相場(80年-93年)

(a) 人民元公定相場と貿易用内部決済相場併存の時期(80年-84年)

(b) 内部決済相場取消から外貨調整センター開設まで(85年-91年)

(c) 公定相場と外貨調整センター相場併存の時期(91年-93年末)

(3) 市場化為替相場への過渡期

(a) 需給に基づく管理された変動相場制(94年-05年7月)

(b) 需給に基づく、通貨バスケットを参考とする、管理された変動相場制(05年7月以降)注14)

中国の経済発展に連れて、国際社会において中国の担うべき役割分担は、益々重くなってきている。中国経済に種々問題はあっても、国際社会の一員として、中国が担うべき役割をどれだけ分担してくれるのか。国際社会は、その点で中国の対応に注目し、また期待もしているわけである。

## 2. 中国はなぜ大幅な人民元切り上げ回避を望むのか

人民元相場問題は単なる経済問題ではなく、政治問題でもある。中国は明らかに、85年のプラザ合意および93年の日米貿易摩擦激化後、日本円は二度大幅に切り上げに追い込まれ、日本経済にマイナスの影響をもたらしたことに對して、「前車のくつがえるは後車の戒め」としているようだ。今の中国経済がまだ当時の日本の強さを持っていないとの認識から、人民元相場については外圧に屈せず、慎重に對応したいと考えているようだ。

中国は高度成長を続け、国際収支は経常勘定も資本・金融勘定も黒字をつづけ、外貨準備は増加の一途を辿っている。こうした表面的な経済状況から、人民元切り上げの外圧があるが、見方を変えれば、とても外圧に屈し大幅に人民元を切り上げるような状況にはない。中国経済の問題点として、よく指摘されるのは、就業圧力は比較的大きく、政府財政の負担は比較的重く、隠れた財政赤字は大きく、銀行の不良資産は比較的多い等の問題である。

中国は96年12月1日から国際通貨基金(IMF)八条国になった。資本取引に



については人民元は一部を除いて交換性を持たず、許可を取得しなければ取引できない。

中国としては、長期的には資本取引を自由化し、人民元に交換性を付けることを最終目標としているが、中国では資本取引の自由化はどの段階にあるか。

### 3. 資本取引の自由化と人民元

中国は長期的には、人民元について資本取引の交換性をつけた後、人民元を交換可能通貨とする方針でいる。従って、徐々に資本取引についての制限を緩めていく方針である。

中国の資本取引開放の順序は、先に流入を緩め、後に流出を緩める。先に長期資本流動を開放し、後に短期資本流動を開放する。先に金融機関管理を開放し、後に非金融機関と住民個人の管理を開放する方針とされている。

総じて言えば、資本取引の厳格な管理を徐々に自由化し、為替相場変動幅を徐々に拡大するのが、中国の為替相場体制改革の二つの重要な内容である。98年以降、中国は資本取引管理を徐々に緩めてきた。国際通貨基金が確定した43の資本取引項目のうち、厳格な管理のものは全体の2割に達していないとされる。

### 4. 国際収支からみた人民元

国務院の05年経済体制改革深化についての意見（05年4月4日）には、およそ次のように記されている。「金融コントロール体系を健全にしなければならぬ。金利市場化と人民元為替相場形成メカニズム改革をゆるやかに推進し、人民元為替相場を合理的で、均衡のとれた水準で基本的に安定させなければならない。引き続き資本流入の管理を強化し、秩序ある市場メカニズムと管理体制を研究して作り上げなければならない。」注15)

04年の国際収支はどうなったか。中央銀行の04年第四期通貨政策報告の初歩的予測では、04年の中国国際収支経常項目の黒字約700億ドル、資本・金融項

目の黒字約1120億ドル、純誤差脱漏項目約200億ドルとなっている。

経常項目、資本・金融項目の黒字はそれぞれ前年よりも約250億ドルと600億ドル増加した。年間の実際に使用した外商直接投資は606億ドルで、13.3%増となった。人民元切り上げ期待のほか人民元と外貨の金利差がプラスであるため、域内金融機関は国外での資産運用を減らし、資金を域内に回し、あるいは国外短期借款を増加させた。

04年末現在、中国の対外債務残高はドル換算で2286億ドル、前年末比18.1%増加した。うち、短期対外債務残高は1043億ドルで、前年末比273億ドル増え、対外債務残高の45.6%を占め、前年末比5.8%増加した。注16)

国際収支が好調であった要素を考えると楽観ばかりは出来ない。外商直接投資が600億ドル以上あったが、今後について楽観は許されない。引き続き人民元切り上げは期待されても、大幅な切り上げの可能性はないといえよう。人民元と外貨の金利差については、米国はもうしばらく0.25%づつの利上げを続けるであろうから、人民元との金利差は縮小を続けるものと予想される。国外からの短期借款は中国の外資銀行に対する規制もあり、減少に転ずるであろう。こうして見ると、現在の為替相場水準で、国際収支の黒字がますます増加する情勢には必ずしもない。

## 5. 外国為替相場理論と人民元

これまで見てきた通り、人民元相場は中国政府当局が意図的に定めてきたといっても過言ではない。しかも、既述の通り、中国政府が意図的に相場水準を決めることが出来る現行方式が、中国の現実の国情に合っていると言うのである。計画経済から市場経済への過渡期にある中国にとって、人民元為替相場が外為市場で決まるのであれば、外国為替相場理論を適用する余地があるが、相場が恣意的に決められているのが現状である。05年7月の人民元相場形成メカニズム改革後の相場も、通貨バスケットは参考であって、通貨バスケットの数字通りに動いているわけではない。

対外開放前の人民元為替相場水準について、関係者の次のような見方がある。

「西側主要通貨に対する人民元相場を変動させるとき、相対的に中間より上に偏った水準に保つべきである。こうすれば、人民元が国際通貨の中で安定と威信を保てる。こうすることによって、国際的に突発事件が起きて、為替相場が大幅に下落したりするリスクを回避することができる。」注17)

また、対外開放後には、人民元相場は、中国の輸出に有利なように設定された。為替管理局関係者はおよそ次のように記している。

「過去に、人民元為替相場が中国の輸出入貿易の調節作用を発揮させるために、一般にはすべて輸出外貨換算コストを為替相場水準の基礎としていた。

あわせて、輸出外貨換算コストの変化状況に基づいて、適時に人民元相場水準を調整していた。例えば、81年の内部決済相場は、輸出外貨換算コストに一定の経営利潤を加えて決めていた。85年、86年の人民元相場の調整も、輸出外貨換算コストに追随して引き下げていた。94年以来、中国のマクロ経済に構造的な変化が生じた。人民元相場の形成と運行メカニズムにも実質的な変化が生じた。」注18)

バラッサ＝サミュエルソン効果は中国に適用できるか。中国の農村には余剰労働力が多数存在する。公式には、農村の余剰労働力は1.5億人といわれるが、実際には3億近いとの見方もある。中国では、戸籍制度が残っており、人口移動は制限されている。そうした中で、中国の流動人口は、人口の約1割との見方もされている。とても単一労働市場とはいえない状態となっている。

人民元相場に購買力平価理論が適用できるのか。この点について、次のような見方がある。「人民元為替相場の実証分析によれば、購買力平価理論は79年以来の人民元の実際の変動には適用できない。人民元為替相場の変動はある種の非通貨要素の影響を受けている。」注19)

従来は輸出に有利なように為替相場を設定することが中国の利益だったといえようが、次第に貿易外取引と資本取引の比率が高まってきている。更に中国企業の外国への投資も徐々に増えている。石油を含めて輸入も益々重要になっ

てきている。このように対外開放が進んでいく中で、新しい人民元為替相場形成メカニズムは05年7月の改革後も、引き続き鋭意検討中ということになる。

そうであるならば、人民元相場は急激な切り上げなど行なわず、できるだけ安定していることが、望ましいことになる。

新しい人民元相場形成メカニズムは引き続き鋭意検討されているが、中国の対外開放政策で、通貨面での対外開放も進んでいる。人民元相場の将来を占うためには、通貨面での対外開放の実情も把握しておく必要がある。

## 6. 通貨面での対外開放の進展

最近、中国の外為管理に対する考え方は明らかに変わってきている。05年の全国外為管理工作会議の席上、国家外為管理局郭樹清局長（当時）は、05年の外為管理の考え方は“管理の考えを変えて、均衡管理を実行する”ことであると明確に表明した。注20）

人民元の切り上げ圧力を緩和するための具体的方法の一つは、外貨の需要を増やすことである。中国では、外貨需要を増やす政策が次の通り、いくつも出されている。04年の動きを以下に記しておきたい。

中国企業の海外進出、すなわち”走出去”の歩みが速まっている。商務部の統計では、04年に中国の非金融類対外直接投資は36.2億ドルで、前年同期比27%増であった。04年末現在、中国の累計対外直接投資は370億ドル近い。

人民元出入境限度額が05年1月1日から一人当たり毎回6000元から20000元となった。

中国政府は、04年11月、《個人財産対外移転売為替管理暫定弁法》を制定した。《暫定弁法》が出たことで、人民元資本取引の交換性の程度が高まった。自費留学外貨購入限度額も引き上げられた。国家外為管理局が04年11月11日に出した通知によれば、現行の域内住民個人が自費で留学する場合の外貨購入政策に調整を行った。指導性限度額は、従来毎年一人当たり2万米ドルであったものを学費は域外学校の入学許可書あるいは学費証明書に記載された毎年度の

学費を基準にして外貨を売る。生活費の外貨供給指導性限度額を毎年一人当たり2万ドルとする。すなわち2万ドルまでは外為指定銀行限りで購入し、2万ドル超は外為管理局が許可した後、銀行で購入することとなった。

人民元の切り上げ期待は、短期対外債務を増やした。04年末現在、中国の対外債務は米ドル換算で2285.96億ドルで、前年末比349.32億ドル増加した。18.6%の上昇である。うち中長期債務残高は1242.87億ドル、対外債務の54.37%を占め、前年末比76.97億ドル増となった。短期債務は1043.09億ドルで対外債務残高の45.63%を占める。前年末比272.65億ドル増である。注21)

中国政府は既に04年6月に、外資系の銀行や企業に対する外貨管理の強化に乗り出している。外資系銀行の域外からの外資調達に上限を設けるほか、企業の外資利用にも制限を課している。中国国家発展委員会と中国人民銀行、銀行業監督管理委員会は連名で「域内外資銀行外債管理弁法」を公布した。外資系銀行の本国からの借り入れや、インターバンクでの調達など、中国域外からの負債に対し、総量規制を実行した。これにより、域内中資銀行と外資銀行が対外債務と外貨貸出の管理政策上統一された。域内外資銀行の域外からの借り入れは対外債務とみなされ、総量規制の対象となる。《弁法》の出る前は、域内外資銀行は域外銀行とみなされていた。

05年7月に実施された人民元相場形成メカニズムの改革を目指して、着実に一步一步準備が進んでいたわけである。05年7月の改革後、既述の通り、ブローカー制度を作る等、さらに外為市場の整備が進んでいる。

周小川人民銀行総裁は、改革は“漸進的”に行われるといているが、これまでの改革の速度に比べれば、ずっと速くなると思われる。そうした中国の変化に対応できるようにしなければ、リスクが大きくなることを覚悟しなければならない。

## 7. 通貨バスケット方式はうまくいくのか

05年7月の人民元相場形成メカニズム改革の特長は、「通貨バスケットを参

考にして」人民元相場を管理することにした点といえる。通貨バスケットといっても、通貨の種類は大体公表されたが、各通貨の割合がきちんとされているわけではない。さらに人民銀行は、「通貨バスケットを参考にすることは、通貨バスケットにペッグすることと同じではない」とし、さらに「市場の需給関係をもうひとつの重要な拠り所とする」と説明している。新しいメカニズムが動き出してから、西側の一部に、人民銀行は人民元相場を恣意的に動かしている、との批判が出た。これに対し、人民銀行は決して恣意的に動かしているわけではない、と反論した。

実は、中国にとって、通貨バスケットは、初めての経験ではない。既に70年代に経験している。しかし、通貨バスケットというのは、容易に想像できるように、面倒な代物である。中国はバスケットの中の幣種を徐々に減らしていき、最後には米ドルだけが残った。

現時点で見れば、「通貨バスケットを参考にして」相場を管理することは、中国にとって国益にかなう、すばらしい考えである。

周小川総裁はおおよそ次のように語っている。

人民元為替相場調節の一つの参考として、通貨バスケットの幣種とその比重を確定するときの基本原則は、中国の国際収支経常勘定の主要取引国家、地区及びその通貨を考慮することである。平たく言えば、中国の対外貿易、対外債務（利息支払いを含む）、外商直接投資（配当を含む）等対外経済貿易活動中かなり大きな比重を占める主要な国家、地区の通貨を総合的に考慮して、ひとつの通貨バスケットを組成し、それぞれ通貨バスケットの中での比重を決める。周小川総裁は、商品とサービス貿易の比重を通貨バスケット選択と比重確定の基礎とすると強調した。この他、周小川総裁は対外債務の通貨構造を適当に考慮すべきだと述べた。04年末は対外債務がドル換算で2286億ドルとなった。また、周小川総裁は外商直接投資の増加がかなり速く、目下中国が使っている外商直接投資は5600余億ドルとなっている。これらの投資のうち、多くが投資国の自国通貨を使っている。従って、通貨バスケットの中で、外商直接投資の影

響を考慮しなければならない、とも述べている。注22)

周小川総裁は、新しい人民元相場形成メカニズムの参考にする“通貨バスケット”の幣種を披露した。米ドル、ユーロ、日本円、韓国ウォン等が主要な通貨バスケットの中身であるとした。周小川総裁は同時に、「シンガポール、英国、マレーシア、ロシア、オーストラリア、タイ、カナダ等と中国の貿易の比率がかなり大きく、これらの国の通貨は人民元相場に対して大変重要である」と述べた。このことは、これらの国家の通貨も人民元相場の参考にする”通貨バスケット”“の範囲内であることを意味する。注23)

「通貨バスケットを参考にすることは、通貨バスケットだけに着目することではない。通貨バスケットだけに着目するとは、通貨バスケット相場指数の変化で機械的に人民元対米ドルの相場を調整することである。米ドルだけに着目する為替相場制度に比して、中国が今回選択した人民元相場の新しいメカニズムは、人民元対主要通貨の変化を全面的に反映することが出来る。そこで米ドルの不安定がもたらす影響に対し、対応しやすくなっており、中国の対外経済貿易環境の総体的安定を守り、国際収支の基本的均衡と国民経済の持続、協調、健康でかなり速い発展を促進するのに有利である」、としている。注24)

既述の通り、今から30年以上も前に、中国は通貨バスケットの経験がある。

変動相場制になると、人民元相場を当時ヨーロッパで相対的に強い通貨であったフランスフランやスイスフランに合わせていたのである。人民元相場形成が極めて人為的に行なわれていたことになる。

第二段階はロンドン市場の米ドル、フランスフラン、日本円、ドイツマルク、スイスフラン等11種の通貨から算出した平均相場変動状況から人民元相場を確定した。

第三段階は7種の通貨で計算し、後に5種の通貨対米ドル相場の変動状況から人民元相場を計算した、とされる。

75年11月1日から米ドルとドイツマルクの平均相場で人民元相場を計算した。その後は05年7月21日まで、米ドルとの相場を決めて、その他の通貨の相場は

人民元対米ドルとの相場から裁定するようになった。つまり、人民元対米ドル相場から計算して決めたのである。注25)

## おわりに

人民元相場問題を計画経済の時代から今日まで長期にわたってみると、計画経済の時代は結局、安定を第一としたために、物価と大きく乖離してしまった。西側通貨が固定相場制から変動相場制になると、社会主義の優位性を示すために、経済の実態とは別に西側通貨の中で、いわば中の上のレベルに位置づけた。この時、通貨バスケットを採用したが、通貨バスケットの中の幣種も幣種ごとの比率も何回も変更された。

中国が対外開放すると、為替相場と物価が乖離したままでは輸出が出来ず、内部決済レートという形で二重相場制にした。また補助金も必要であった。

次には、公定レートと外貨調整センター・レートの併存という形をとった。それも矛盾が生じて、1994年1月に為替相場の一本化をして「需給に基づく単一の管理された変動相場制」とした。ここでも、管理の度合を強めて実質的には固定相場となったまま、2005年7月を迎えた。

中国経済の市場経済化は進んできたものの、外国為替市場では先物とかスワップといったリスク回避の手段は実質的には無かった。そのため、企業や個人は為替リスク回避に慣れていなかった。他方、西側諸国から人民元切り上げの要求はますます強くなり、ホットマネーの流入は激しく外貨準備高は急増を続けた。

こうした中で、中国が行なったのが2005年7月21日の人民元相場形成メカニズムの改革である。今回の改革では、通貨バスケットを参考にして調整を行なうこととなったが、改革実施から2ヶ月で見えてきたのは、先物取引やスワップ取引の実行等外為市場の市場経済化であり、投機筋を排除して、長期的に人民元の緩やかな上昇を図ることである。そうした中で、通貨バスケットを参考にすることは結局は過渡的な手段であり、中国経済の実態を踏まえると、少な



くとも今後数年で見ると、10%を超える大幅な切り上げの可能性は低いということである。

注1) 2005年7月21日付け新華網 <http://news.xinhuanet.com>

2) 2005年7月27日付け『経済日報』

3) 2005年8月17日付け『経済日報』

4) 2005年9月18日付け『経済日報』

5) 2005年8月3日付け『経済日報』

6) 2005年8月4日付け『経済日報』

7) 2005年8月11日付け『経済日報』

8) 2005年8月10日付け『経済日報』

9) 2005年8月12日付け『経済日報』

10) 2005年5月18日付け『経済日報』

11) 2005年8月5日付け『経済日報』

12) 2005年9月23日付け『経済日報』

13) 2005年9月26日付け『経済日報』

14) 呉念魯、陳全庚(1989)『人民元匯率研究』中国金融出版社

15) 2005年4月18日付け『経済日報』

16) 2005年2月25日付け『経済日報』

17) 呉念魯、陳全庚(1989)

18) 劉光燦等(1997)『中国外匯体制与人民幣自由兌換』中国財經出版社

19) 張曉朴(2001)『人民幣均衡匯率研究』中国金融出版社

20) 2005年3月4日付け『経済日報』

21) 2005年3月17日付け『経済日報』

22) 2005年8月11日付け『経済日報』

23) 2005年8月11日付け『経済日報』

24) 2005年8月11日付け『経済日報』

25) 呉念魯、陳全庚(1989)

## **The reform of the mechanism to fix the exchange rate of the Chinese Yuan (RMB)**

**Isao Okubo**

### **Abstract:**

At the time of planned economy, the RMB exchange rate against U.S. Dollar was quite stable. U.S. Dollar rate had not changed at all during the period from 1955 until December, 1971, when the multilateral adjustments of Western countries' exchange rates were made.

After China adopted 'Open Door Policy', the RMB rate against those of Western countries continued to depreciate. The main reason for depreciation was to promote exports. At the end of 1993, there were two kinds of exchange rate, namely official rate and swap center rate.

At the beginning of January, 1994, the exchange rates were unified. The new exchange rate was the controlled floating exchange rate based on demand and supply. Although it was called floating rate, actually it was fixed rate because the control by the government was very strong.

On July 21, 2005, the mechanism to fix the exchange rate of the Chinese Yuan (RMB) was reformed. According to the new mechanism, the rate of RMB was to be fixed with reference to the currency basket.

China experienced the system of the currency basket in 1970'. It was not successful, because it was inconvenient. The system is quite convenient to discourage speculators. However, the adoption of the currency basket will be until China restore the convertibility of RMB at the longest.

Key words: exchange rate, official rate, swap center rate, floating rate, fixed rate, currency basket,