

# リスク管理の観点からの 人民元相場動向分析

大久保 勲

## 1. はじめに

2005年7月21日、人民元は2%切り上げとなり、1ドルが8.11元となった。人民元相場は通貨バスケットを参考にして、変動することとなった。但し、通貨バスケットの中に含まれる通貨名も通貨別比率も具体的には公表されなかった。05年7月21日から、人民元は「市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考にした、管理された変動相場制」となった。しかし、07年9月までの人民元相場の動きは、“市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考にした”とは言いがたいが、確かに“管理された”相場となっている。

人民元相場がどのように動くかは、中国とビジネスを行なう企業にとり、当然ながら大きな関心事である。中国は世界の工場ともいわれ、海外から多くの企業が合弁、合作、独資等の形で中国に進出している。また、加工貿易も盛んである。中国に企業進出を行なったり、中国で加工貿易に従事していても、単に中国と輸出入取引を行なうだけで、為替リスクにさらされることになる。

1994年1月1日に実施された外為体制改革で、人民元相場はそれまでの公定相場と外貨調整センター相場が一本化された。一本化された人民元相場は、「需給に基づく単一の管理された変動相場制」となった。

その後、朱鎔基首相の時代に、人民元は切り下げの可能性が高いといわれたが、朱首相は切り下げを回避した。その後しばらくして、今世紀初めには、人民元は切り上げの可能性が高いと言われるようになった。結局、05年7月

21日に人民元対米ドル相場は2%切上げられた。切り上げ幅は大方の予想を大幅に下回るものであった。その後、本稿執筆時点までの人民元切り上げ幅は年率3%程度であり、対中国取引で大幅な貿易赤字を出している米国は、人民元切り上げの要求を続けている。しかし、中国政府は米国政府の要求には応じていない。

人民元相場の動きについては、中国政府の発表する政策、中国経済の状況その他から、かなりの程度予測がつくといっても過言ではない。

筆者は、拙著『人民元切上げと中国経済』（蒼蒼社、2004年）で、「2004年中に切上げはない」「2005年は変動幅が拡がる」と書いておいた。実際に、04年中に切上げはなかった。05年9月に、米ドル以外の通貨と人民元の取引相場の変動幅を3%に拡大した。07年5月になって、人民元対米ドル相場の変動幅を拡大した。

筆者は、04年10月から「21世紀中国総研」のホームページ <http://www.21ccs.jp> の中の『大久保勲の人民元論壇』に、その時々々の人民元の動きについて小論を書いてきた。その数は07年7月までで、29編となった。

本稿では、これらの小論から、これまでの人民元相場の動きと中国当局の出してきた政策、中国経済の問題点等を振り返り、リスク管理の観点から、人民元相場動向の分析を試みることに致したい。

このテーマについては、06年6月18日に中国経済学会全国大会で行われた「人民元改革と経済改革」についてのパネル討論が大いに参考になる。詳細な記録は『中国経済研究』第4巻第1号に出ている。このパネル討論は筆者が司会をして、パネリストは野村資本市場研究所シニアフェロー（当時、以下同じ）の関志雄、財務省財務総合政策研究所客員研究員の田中修、みずほ総合研究所理事の桑田良望の三氏であった。人民元問題については、特に関志雄、田中修の両氏はわが国では最高権威者の中に数えられる。

結論から先に記せば、リスク管理の観点からの人民元相場を予測するため

には、中国経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）、アメリカを中心とする外圧の強さ、そして中国指導者、中国当局関係者の発言に含まれる政策意図の読み取り等が極めて重要になる。

## 目次

1. リスク管理の観点からの人民元相場を予測するための主な要素は何か
2. 中国経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）
3. 中米関係と米国を中心とする外圧
4. 中国指導者、中国当局関係者の発言に含まれる政策意図の読み取り
5. まとめ

### 1. リスク管理の観点からの人民元相場を予測するための主な要素は何か

上述のパネル討論でのパネリスト諸氏の意見は、人民元問題を理解するための知識を整理するうえで有益であり、以下各パネリストの意見の要点を記しておきたい。

**関志雄**：中国にとってのメリットとデメリットという観点から人民元問題を考えたい。マスコミの報道を見ると、どうしても人民元問題と外圧とを結びつけて議論される場合が多い。しかし、外圧を見るまでも無く、中国自身の経済のファンダメンタルズを見ても確かに人民元は今切り上げの圧力にさらされている。例えば05年の中国の経常収支黒字は1600億ドルほどで、資本収支と合わせると約2000億ドルに達する。これは外見上、外貨準備の増加分に見合う。この数字は04年とほぼ同じだが、04年の対外収支の中身を見ると、経常収支の黒字よりも資本収支の黒字のほうが大きかった。したがって、当時の議論は、人民元の切上げ圧力は実需によるものではなく、あくまでもスペキュレーションによるものであると説明され、したがって切上げの

必要はないというのが中国の公式見解であった。しかし、この中身は05年に逆転してしまい、むしろ大半は貿易を中心とする経常収支の黒字が占めるようになってきている。この意味で今、人民元は実需によって切上げの圧力にさらされている。

実際に対外収支の不均衡は中国の為替制度に深く係っている。もし中国が完全に変動為替レートを採用して全く市場に介入しない場合、為替レートは中国外貨に対する需要と供給を一致させるところで均衡し、対外不均衡は成立しない。現状では中国は無理して割安の為替レートを維持しようとしているので、外貨市場においてはドルの供給がドルの需要を大幅に上回る状況になっている。

中国が今、直面している政策の選択肢としては、大きく分けて二通りある。一つは変動為替レートのもとで為替レートを市場にまかせる。もう一つは、今採っている政策に近い割安な為替レートの維持である。したがって、これからの中国は、人民元の切上げを容認するか、しないのか、それぞれのコストを比較しながら選択を迫られている。個人的には外資準備の上昇を容認する政策のほうが弊害は多いと考えている。その中で特に重要なのは三点ある。一つは外貨準備を持つことに伴う機会費用が非常に高いことである。中国は発展途上国なので海外から借金する時は、非常に高い金利を払わねばならない。外貨準備の運用は主にアメリカの国債を買っているので、金利は低くなっている。場合によっては逆イールドになっていることも考えられる。二点目は、中国の貿易黒字、とくに対米黒字があまりにも大きくなりすぎて、海外との貿易摩擦が激化していることである。三点目は貨幣供給のコントロールが非常に困難になってきて、その結果として不動産または株式のバブルが大きくなってきている。

どこの国においても自由な資本移動、独立した金融政策、さらには固定為替レートの三つを同時に達成することは出来ない。消去法で残ってくるのが

変動為替レートである。金融政策の独立性を回復させるために、中国は資本規制下の固定制からいずれ変動制に移っていかねばならない。いきなり変動制に移行するとショックも大きいので、05年7月21日に行われた「管理変動制」への移行は、まさにそれに向けた第一歩ではないかと思う。05年7月21日の2.1%切り上げと並行して管理変動制も導入し、その時の基準としてB B C方式が採用されている。B B Cの最初のBはバンド（変動幅）のことである。二番目のBは通貨バスケットである。最後のCはクローリングと言って、ある方向性をもって為替レートがゆっくり動くことであり、中国の場合は上昇していくことである。しかし明らかに政府の介入で上昇は緩慢であり、本来解決しなければならない対外不均衡とそれに伴う問題は解決されないままになっている。こういう状況を改めるためには、私はやはり最終的にはもっと人民元切り上げを容認するしか道がないのではないかと考えている。

**田中修**：1番目に中国の為替政策について考えてみたい。97年のアジア通貨基金構想、98年の円安批判キャンペーン、99年のA S E A N プラス3等の動きをみると、米中関係が大きく影響していることがわかる。

次に、05年7月の人民元改革に至る経緯をみると、03年9月ごろからアメリカの圧力が強まってスノー財務長官が訪中した。政府・党首脳がいつ人民元レート改革を決定したかは、人民銀行の貨幣政策執行報告によれば、改革を決めたのは03年10月の党三中全会となっている。この決定で、「人民元レートの形成メカニズムを完備し、人民元レートが合理的で均衡の取れた水準で基本的に安定することを維持する」とされている。

党三中全会では10月14日にこの決定が可決されているが、実はその直後の10月19日に、胡錦濤国家主席が訪米してブッシュ大統領と会っている。そういう微妙な時期に人民元レート改革が決定されているのは偶然とは思われない。またこの直後の03年12月には温家宝総理も訪米している。総理の訪米目的は、台湾の陳水扁政権の住民投票阻止のためアメリカから陳政権に

圧力をかけてもらうことであった。訪米中の12月9日、昼にグリーンズパンFRB議長と会談し、その夜の米中貿易全国委員会の歓迎宴で、突然温家宝総理から「半年以内に国有商業銀行の改革を加速する」という大号令が発せられることになった。当時三中全会で決定されていた人民元改革への手順としては、まず国有商業銀行改革、外貨規制緩和、外為市場建設から先にやって、最後に人民元レート改革を行うことになっていた。このように中国の為替政策の動きについては、中国がどのような対外政策、とりわけ対米政策をとっているかということにも注目しなければならないのではないかと思う。

2番目に中国経済への影響である。最初に人民元レート切り上げの中国経済への懸念を表明したのは周小川人民銀行総裁である。周総裁は、03年9月にスノー米財務長官が温家宝総理と会談したタイミングに合わせて記者インタビューを行い、人民元レート切り上げが困難な理由をいくつか述べている。一つはホットマネーによる人民元投機が過熱する危険があること、もう一つは輸入農産物の拡大により、農村農民の問題が深刻化する可能性があるということである。

これで想起されるのは、04年3-9月に外資批判が吹き荒れたことである。日本、韓国、アメリカ等が大量に直接投資により輸出拠点を中国に移転した。その結果として、輸出が急増し、中米摩擦が発生した。経済摩擦の元凶は外資なのではないかという批判があった。将来大幅に人民元レートが切り上がった場合、どこが打撃を受けるかというやはり農村農民であり、あるいは中国の低付加価値の労働集約型企業である。労働集約型産業はそもそも最近の賃金の上昇でコストが増大している。そういう中で元高が起こった場合に、ここが一番打撃を受ける。その際に雇用問題、農村問題が再発する可能性がある。このことをトップが一番恐れ、人民元の急激な大幅な引き上げには慎重になっている。言い換えれば、中国の抱える構造矛盾が顕在化してしまうということを心配しているのではないかと思われる。人民元レートの中国経

済への影響には十分注意を払う必要がある。

3番目に為替レートはどうなるか。今後もし急激な人民元レートの切り上げが行われると、中国経済の構造上のいろいろな問題が深刻化すると同時に、将来金融システムのリスクが顕在化したときの切り下げが急激かつ大幅になってしまって、中国に出て行っている外資系企業や日本経済へのショックが大きくなる可能性がある。そういう意味ではファンダメンタルズという面からみると、あまり中国経済を過大評価しないほうがいいのではないかと思う。

**桑田良望**：中国は車に例えれば、まだ教習所の中を走っているようなものであり、教習所から出て路上運転を終え、高速道路を走行するようになる、つまり普通の国になるには為替制度、市場の改革が必要だ。まだ、為替レートもあまり動かないが、為替レートは動いたほうがいい。

およそ以上のとおりである。そこで、筆者は司会者として、関氏の言うように市場中心で行くべきなのか、田中氏の言うようにもっと中国の現実を踏まえて、人民元問題を考えていくべきか、改めて三氏の意見を聞いた。

**関志雄**：田中先生が指摘しているように、中国は多くの問題を抱えているという点に関しては全く同感だし、桑田先生がいわれるように制度改革も必要でしょう。だからといって人民元の切り上げが必要ないとは必ずしも言えない。今、中国では多くの問題を抱えているにもかかわらず、すべてを割安の為替レートによって解決しようとしているから、いろんな弊害が起こっているのではないか。田中先生の指摘された問題の中でむしろ為替レートを切り上げることによって解決できる問題もある。たとえば先の経済の過熱問題、マクロ経済の問題である。為替レートが強くなればその分だけ当局による市場への介入の金額が小さくなって、過剰流動性の問題は抑えられることになる。

またアメリカとの関係はやはり重要である。中国は外圧に屈するのはなく、

国際協調の姿勢を見せるという形で人民元の切り上げのペースを少し速やめていくべきではないか、というのが私の基本の考え方である。

もう一点は、なぜ中国は切り上げに慎重なのかということ、日本の円高の経験を見て、一歩間違えたら90年代の日本みたいに長期にわたって中国経済も不況に陥ることを心配しているからである。

**田中修**：私も人民元レートを全く今の水準のまま維持することは、対米関係から言っても難しいだろうと思う。ただ急激な切り上げはしないほうがいい。

中国には、60年代後半から70年代前半に日本にあった条件が欠けている。農村が疲弊していて消費が伸びていない。経済格差の問題が深刻である。そういう状況で、かつての日本のように円レートが360円から308円に切りあがったのと同じ状況が発生すれば、中国の構造問題を激化してしまう可能性があるのではないかと。

**桑田良望**：中国の輸出が減って、中国の雇用が減るという影響を少なくするためには元高は徐々にやるしかないのではないかと。その間に、為替レートにも金利にも敏感な金融機関、企業、また為替、金利の変化を敏感に反映する金融商品が出て、関係者がそれになれてくるでしょう。

人民元問題に関する最高権威者の以上の討論から、リスク管理の観点からの人民元相場を予測するための主な要素は何かが見えてくる。要約すれば中国経済のファンダメンタルズ、中米関係と米国を中心とする外圧が主な要素であり、中国指導者、中国当局関係者の発言に含まれる政策意図の読み取りも極めて重要なことがわかる。

## 2. 中国経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）

07年10月15日から、北京で中国共産党の第17回党大会が開かれた。02年11月、第16回党大会が開催され、胡錦濤が総書記に任命されてから5年が経つ。新華社のサイト、新華網によれば、胡錦濤総書記は国民経済発



展について述べた部分で、主に次の八つの点を強調している。(1) 自主イノベーション能力を高め、イノベーション型国家を建設する。(2) 経済発展方式の転換を速め、産業構造のレベルアップを推進する。(3) 都市と農村を統一的に発展させ、社会主義新農村建設を推進する。(4) エネルギー資源節約と生態環境保護を強化し、持続的発展能力を増強する。(5) 地域協調発展を推進し、国土開発方式を改善する。(6) 基本的経済制度を完全にし、現代市場体系を健全にする。(7) 財政税制、金融等の体制改革を深め、マクロコントロール体系を完全にする。(8) 対外開放の広さと深さを広げ、開放型経済水準を高める。

胡錦濤は、未来の経済発展目標を実現するために、カギとなるのは経済発展方式の転換を速めることだと述べている。国内需要特に消費需要を拡大する方針を堅持し、経済成長促進が主として投資と輸出に牽引されることから、消費、投資、輸出に協調して牽引されるように転換すべきとしている。経済成長が主として第二次産業に依存することから、第一次、第二次、第三次産業に協同して導かれるようにすべきであるとしている。また、これまでのように、経済成長が主として物質資源の消耗増加に依存するのではなく、主として科学技術の進歩、労働者の素質向上等に依存すべきだとしている。

06年の中国の国内総生産(GDP)は27000億米ドルで、世界のGDP総量の5.5%前後を占めている。しかし、このGDPを生み出すために、エネルギー消費は24.6億トン標準炭となり、世界のエネルギー消費のおよそ15%を占める。鋼材消費量は3.88億トンとなり、世界の鋼材消費量のおよそ30%を占める。セメントは12.4億トン消費し、世界のセメント消費量のおよそ54%を占める。<sup>1)</sup>

このようなことを続けていては、持続的経済成長はとても無理だということになる。

07年9月初め、大連で開かれた“2007年夏季ダボス論壇”で、温家宝総

理も挨拶の中で、「我々は引き続き経済発展方式転換を速めなければならない。経済構造調整を推進し、経済発展の質と効率を高めることは、中国が直面する緊迫した任務である」と述べている。<sup>2)</sup>

中国経済が投資と輸出に依存している状態は、最近の貿易統計にも表れている。税関統計によれば、07年1-9月の中国の輸出入総額は15708.3億ドルで、去年同期比23.5%増となった。うち輸出は8782.4億ドル、27.1%増となった。1-9月の累計貿易黒字は1856.5億ドルとなり、年間で過去最高だった昨年の1775億ドルを上回った。貿易黒字の増加もあり、9月末の外貨準備高が前年同期に比べ45.1%増の1兆4336億ドルになった。

胡錦濤が、上述の通り、カギとなるのは経済発展方式の転換であり、国内需要、特に消費拡大が重要だと述べているが、新華網の“貿易黒字はなぜ減らないか”という小さな記事が、そのあたりの状況を端的に表している。その記事によれば、「06年9月以来、“黒字減らし”は中国のマクロコントロールの重要な目標のひとつとなった。財政税制、為替相場、輸出政策調整等“黒字減らし”措置を講じてきたが、黒字ははっきりとは減らない。

専門家の分析では、まず内外環境が共に働いて、中国の輸出競争力が落ちない。サブプライムローン問題が米国経済に影響を及ぼす可能性があるが、中国の輸出商品が受ける衝撃には限りがある。一面では、中国の対米輸出比率は徐々に下降し、EUがすでに中国の第一の輸出先となった。1-8月に、中国のEU向け輸出は31.3%増え、米国向けの16.7%増よりもはるかに高い。目下貿易黒字が過大なのは、国内経済成長モデルの調整がまだできていないことの表れである。巨額の貿易黒字は、一面では国際産業移転、国際分業の結果である。他の一面では、国内貯蓄が多すぎて、需要が不振なことが外部に表れたものである。高い投資の増加で、生産能力が拡張した。生産能力は国内需要で消化することができないので、輸出が生産能力の主要なはけ口となっている企業が少なくない。<sup>3)</sup>

胡錦濤報告では、農業、農村、農民のいわゆる三農問題解決と小康社会を全面的に建設することは党の工作の最重要事項としている。資源節約と環境保護の基本国策を堅持することは、人民群眾の切実な利益と中華民族の生存発展に係ることだとしている。地域協調発展では、西部大開発推進を深め、東北地区等老工業基地を全面的に振興させることに触れている。また、経済特区、上海浦東新区、天津濱海新区が改革開放と自主イノベーションのなかでの重要な働きを更によく発揮させねばならないとしている。財税、金融等の体制改革では、銀行業、証券業、保険業の競争力向上に触れている。資本市場構造を改善し、多くのルートで直接金融の比率を高めるとしている。また、人民元相場形成メカニズムを完全にし、徐々に資本取引の交換性を実現することにも触れている。最後に、開放型経済水準を高めることについては、外商投資企業の誘致と中国企業が海外に打って出ることを更によく結びつけること、中国の多国籍企業と国際的に知名なブランドの早期育成、自由貿易協定戦略の実施等に触れ、国際収支の基本的均衡、国際経済リスク防止の重視で結んでいる。

第17回党大会の報告にも見られるように、中国経済は投資と輸出に大きく依存しており、現状では人民元為替レートを大きく切上げることは難しい。中国経済のファンダメンタルズの変化に注目していくことは、人民元レートの将来予測のために極めて重要といえる。このことは、上述のパネル討論の内容からも明らかであるといえよう。

### 3. 中米関係と米国を中心とする外圧

中米関係と米国を中心とする外圧が中国の為替政策に大きな影響を与えていることは、田中修氏の報告でも明らかである。

06年9月に人民元の対ドル相場はおよそ0.6%も上昇した。9月16日に、七カ国(G7)財務相・中央銀行総裁会議が共同声明を採択して閉幕している。

共同声明では、為替レートは経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）を反映すべきだとの考え方を再確認した。過度な変動や無秩序な動きは経済成長に望ましくない、とした。引き続き為替市場を注視し、適切に協力する、としている。そして、多額の経常黒字を有する新興国・地域、特に中国の為替レートの一層の柔軟性が、必要な調整が進むためには望ましい、としている。G7の言う柔軟性の拡大は、国際的な不均衡を無くするのが目的であるが、中国人民銀行の周小川総裁のいう柔軟性の拡大は、人民元相場を大きく上昇させるのではなく、まず変動幅を大きくすることを指していると思われる。人民元相場が上下に大きく動けば、人民元高を狙った投機資金が入りにくい。相場が上下に動くことで投機筋にはコストが増えることになるからである。

G7の共同声明は、中国には圧力となるが、G7の直後に、米国のポールソン財務長官が北京を訪問している。北京では、胡錦濤国家主席、温家宝総理、呉儀副総理などがポールソン財務長官と会見している。そして、このタイミングで「中米戦略経済対話メカニズム」が始動した。人民元対米ドル相場は、ポールソン財務長官の訪中を成功させるために、大きく上昇したと見てよいであろう。これでとりあえずは、米議会の対中強硬派を抑え込むことができた。

#### 4. 中国指導者、中国当局関係者の発言に含まれる政策意図の読み取り

##### (1) 人民元相場制度改革の漸進性

温家宝首相は、05年10月中旬、国際通貨基金一行との会見で、人民元相場形成メカニズムについて語っている。その中で「市場の需給を基礎とし、管理された変動相場制度で、人民元為替相場を合理的で、均衡の取れた水準で基本的に安定させることは、われわれの確固たる改革の方向であり目標である。これは一つの徐々に推進し改善する過程である。」と述べている。温家宝首相は、また次のように述べている。「中国金融改革の深まり、経済の発展、市場作用の増強につれて、人民元為替相場は、さらに鋭敏に市場の需給を反

映し、さらに弾力性に富むようになるであろう。中国の為替相場制度改革は、自身の経済、金融の安定発展だけを考えるのではなく、周辺国家と世界経済、金融への影響を考えなければならない。」<sup>4)</sup>

05年当時、中国への資金流入の中で、債務性資金の流入がかなり大きな比率を占めていた。域内機構の貿易金融と外商投資企業関連の短期外債資金の流入が中国の対外債務増加の主要な源となっていた。対外債務、特に短期対外債務資金の過度の流入は、潜在的リスクを形成する可能性があり、中国経済の平穏で健康な発展に不利な影響を及ぼす可能性がある。そこで、人民元切り上げ観測による投機資金流入防止の観点から、国家外為管理局は05年10月21日付けて「国家外為管理局対外債務管理の改善にかかわる問題に関する通知」（七四号通知）を出し、対外債務管理を一層厳しくした。

人民元の資本取引の開放と人民元に交換性を持たせる方向への歩みの一環として、中国人民銀行は05年11月1日に公告を出し、香港の人民元業務を拡大することとした。人民元现金の両替サービスを扱うことの出来る範囲を交通、通信、医療および教育サービス等の業界に拡大した。<sup>5)</sup>

## （2）貿易収支均衡と為替相場について

06年3月28日付けの『経済日報』は、周小川人民銀行総裁が3月20日に国務院発展研究センター主催のフォーラムで行なった“中国の貿易収支均衡と為替相場関連の問題”についての発言と、人民銀行スポークスマンの為替相場と貿易均衡についての単独インタビューに、ほぼ1ページ全面を割いている。周小川総裁の発言には次の内容が含まれている。中国の貿易黒字と為替相場問題についての基本的な考えがみえてくる。

- ・ 為替相場改革を行って8ヶ月来、中国は積極的に外為市場を育て発展させてきたが、中国の各種企業と金融機関が変動相場制によりよく適応するには外為市場学習と適応の時間が必要である。
- ・ 貿易を均衡させるには、中国経済は一つの発展途上の大国経済として、

就業圧力が大きく、金融系統がなお脆弱であり、漸進的で、コントロール可能な方法で調整するしかない。

- ・ 中国政府は既に内需拡大、貯蓄率引き下げ、市場開放、為替相場変動および輸入拡大等の政策の組み合わせで、国際収支の均衡改善を図っている。こうした措置を徐々に実施することで、中国は貿易の基本的均衡実現に2-3年かかると予測している。しかし中国のエコノミストには、中国が全世界に対する大体の貿易均衡を実現しても、米国は巨額の貿易赤字を抱えている可能性があり、中米双方で均衡させることは難しいと懸念している。問題は中国側には無い。
- ・ 米国側は双子の赤字削減面で、貯蓄率引き上げ面で、動きがたいへん鈍い。
- ・ 米国の一部の人士は為替相場が貿易均衡調整のカギだと信じている。中国内部にも為替相場の作用が最大だと信じているものがある。ただし、この種の見方は統計上検証されておらず、中国の多年にわたる貿易と実際の有効為替相場の数字はこの観点を支持していない。したがって、単に、かつ過度に為替相場調整に依存して経常取引の均衡を実現させるという見方は決して頼りにならない。
- ・ I M F 規則では、各国は自己の為替相場制度を自主選択できることになっている。したがって、どのような相場体制も“為替相場操作”と定義づけることは出来ない。
- ・ 中国の貿易均衡を見る場合、何年間かの数字を見るべきであり、1年だけを見るべきではない。
- ・ もし似たような国家の対外債務水準が同じでなく、外商直接投資残高水準が同じでなければ、外貨準備も同じで無いであろう。対外債務は返済せねばならない。直接投資は配当があるし、撤退するかもしれない。ホットマネーがあれば、機をうかがって流出する。これらの要素は皆、外貨

準備の数量の基準に影響する。一人当たりの尺度で見れば、中国の外貨準備は多くない。

### (3) 国際収支均衡促進のための外為管理政策の調整

国際収支の均衡を促進するため、外為管理政策が調整された。中国人民銀行ホームページによれば、06年4月13日付けで中国人民銀行公告(2006)第5号が出された。

公告は、外為体制改革を深化させ、貿易投資を簡便化し、更に外為市場を育成し、国際収支均衡を促進するため、国务院の批准を経て、一部の外為管理政策を調整する、として、およそ次のような内容となっている。1. 企業の外為勘定開設の事前審査を不要とする。2. 外貨購入のための外為指定銀行限りの権限を拡大する。3. 個人の外貨購入は年度総額管理とする。4. 条件に合う銀行が域内機構と個人の人民元資金を集めて、一定限度内で外貨を購入し、域外の固定収益類商品に投資することを許可する。5. 条件に合う基金管理公司等証券経営機構が一定限度内で、域内機構と個人の保有する外貨で、域外で行なわれている株式を含む証券投資を行なうことを許可する。6. 保険機構についても域外証券投資を許可する。限度は総資産の一定比率とする。

また、4月13日付け中国人民銀行公告(2006)第5号に基づいて、国家外為局は4月14日付けで、匯発(2006)19号を出した。匯発(2006)19号の主な内容はおよそ次の通りである。1. 経常取引の外為勘定開設の事前審査を取り消した。2. 限度額を引き上げた。従来は、前年度の経常取引外為収入の50%か80%であったが、今後は前年度の経常取引外為収入の80%と経常取引外為支出の50%の合計となった。前年度経常取引の実績がない場合は、従来は20万ドルであったが、今後は50万ドルとなった。3. 輸入の支払に必要な外貨は事前に購入して、外貨勘定に入金することが出来る。サービス貿易については、5万ドル以下、個人の場合は5千ドル以下の場合、

契約書或いは支払通知書で外貨を購入することが出来る。外為指定銀行限りで、10万ドルまでの外貨購入が出来ることとなった。個人の外貨購入は年間2万ドルまでとなり、身分証明書だけで購入できることとなった。

#### (4) 相場形成メカニズムの改善と05年の国際収支

06年1月4日、相対〈あいたい〉取引方式(OTC)とマーケット・メーカー制度を銀行間直物外為市場に導入した後、人民元相場変動が更に活発となった。05年度国際収支報告は、中国の国際収支は引き続き双子の黒字と同時に四大特徴と三大変化があることを示している。国際収支の四大特徴は、一に国際交易の規模が引き続き拡大していること、二に、経常収支の黒字が明らかに増えている。うち、モノの貿易の黒字が大幅に増加し、経常収支の黒字は1608億ドルとなり、04年に比して134%増えた。三に、資本と金融収支の黒字がある程度減少した。うち資本と金融収支の黒字は630億ドルで、43%減った。資本と金融収支の黒字が減少したのは主として証券投資とその他投資が黒字から赤字に転じたためである。四に、準備資産がかなり大幅に増加した。05年に、中国の準備資産増加は2070億ドルであった。

国際収支状況は国内経済運営の対外経済上での反映である。関係専門家の分析では、中国の国際収支交易規模が国内総生産(GDP)に占める比率は、82年の19%、04年の99%から05年の109%に発展した。

#### (5) 当局がコントロール可能な外為市場

中国人民銀行が06年6月25日、《2005年国際金融市場報告》を初めて出した。報告によれば、05年に、中国の外為市場で8種の外貨対外貨取引が累計521億ドルあった。中国の中での為替取引は増えつつあるが、世界の外為市場で毎日約2.4兆ドルの取引があることと比べれば、中国の外為市場の取引量は極めて小さいことになる。中国当局にとって、コントロール可能な外為市場である。

今後、人民元相場はどの程度の速度で切り上がっていくのか。中国当局と



しては、中国の経済貿易の実情を無視して切り上げをすることは出来にくい。例えば、06年7月5日付け『経済日報』によれば、目下紡績業輸出企業の平均利潤率は3%に過ぎず、ワイシャツ一枚の輸出で平均0.3米ドル稼げるだけ、とのことである。こうした点からは、人民元を大幅に切り上げることは難しい。

#### (6) 人民元相場が緩やかに上昇する理由

《中国対外貿易情勢報告》によれば、中国は今後とも貿易黒字を保持するとしている。これは海外から中国への工場移転、中国自身の工業化の速い発展、中国国内の消費需要の相対的不足等の要素によるもの、としている。<sup>6)</sup>

中国は故意に貿易黒字を増やしているのではないと主張している。

第二に、中国は人民元の為替相場形成メカニズムの改革を続けており、中国当局による管理の度合を弱めて、主として市場の需給で人民元相場が動く方向に向かいつつある。中国の金融面での今後の基本的方向は金利の市場化と為替相場の弾力化である。人民銀行が06年11月14日に出した06年第三・四半期《中国通貨政策執行報告》によれば、引き続き06年第三・四半期に、一連の人民元相場形成メカニズム改革関連措置を講じた。域内金融機関の外貨預金準備率を引き上げ、管理された変動相場制を更に改善した、とある。人民元相場形成メカニズム改革関連措置とは何か。国家外為管理局ホームページによれば、例えば10月20日に匯発〔2006〕52号が出されている。これは、「外為指定銀行の顧客との先物売買為替業務と人民元・外貨スワップ業務についての外為管理問題の通知」である。

#### (7) 07年は人民元の上昇速度が若干速まる

07年は06年よりも人民元相場上昇速度が速まる可能性がある。理由は、06年12月に開かれた中央経済工作会議で、国際収支均衡を今年の最重要課題としていること、06年の貿易黒字が前年比74%増の1774億ドルとなったこと、外貨準備高は06年末で1兆663億ドルとなり、年間で2473億ド

ルも増えてしまったこと、人民銀行が07年1月に《個人外為管理弁法実施細則》を出し、個人が年間に購入することの出来る外貨額を2万ドルから5万ドルに引き上げたが、外貨減らしの点では効果は限定的であると見られること等である。それでは今年人民元はどの程度上昇すると見るか。05年7月に人民元が2%切り上がった後、06年末までに約3.8%上昇した。うち、06年は年間で3.4%程度の上昇であった。商務部は07年1月15日付で報告書「貿易の発展と人民元」を発表した。この中で「2007年末までに人民元は累計で10%以上上昇する」と述べていると報じられている。人民元が切り上げ前の水準から仮に10%上昇すると見るならば、人民元は切り上げ前の水準から、既に約5.8%切り上がった水準にあり、残りは4.2%となる。商務部の立場からは、07年に4%ないし5%上昇することを許容していることになる。そうであるならば、06年に3.4%上昇した人民元が07年には4%あまり上昇する可能性があるということになる。

#### (8) 過剰流動性が人民元相場に与える影響

国务院系の『経済日報』のサイト「中国経済網」によれば、07年3月1日、ポールソン米財務長官が不満を表明し、ブッシュ政権は中国の人民元相場改革加速を要請する、との趣旨の発言をしたと報じている。他方、同サイトは、全国政治協商会議委員でエコノミストの林毅夫教授が3月4日に、もし弾力的で、小幅で、自主的な原則で調整を行なうとするならば、人民元相場が毎年3%上昇するのは比較的合理的だと述べたと報じている。

人民元相場を巡る最大の問題は何か。07年3月2日、国家外為管理局が匯発〔2007〕14号で「2007年度金融機関の短期対外債務管理に関する国家外為管理局の通知」を出したように、不安定な資金が大量に中国に流入していることが問題であり、更には過剰流動性対策が通貨政策の最重要課題だといえよう。

国家外為管理局が、今回の「通知」を出したのは、「対外債務管理を更に強

化し、短期対外債務規模を厳格に統制し、金融機関の短期対外債務調達行為を更に規範化し、国家の経済金融の安全を維持し、国際収支の基本的均衡を促すため」としている。また、「通知」では、特に短期対外債務が急増し、短期対外債務が対外債務残高全体に占める比率が57%程度に達したとしている。短期債務残高の比率が高いことは、不安定な資金が大量に流入していることを示している。「通知」が今回、管理の対象にしているものの中には、「国外機構の預金」、「期間が1年以下（1年を含む）の国外からの借り入れ」、「国外インターバンク借り入れ」等も含まれている。

人民銀行が07年2月9日に出した06年第IV四半期通貨政策執行報告は、今後一時期、中央銀行は引き続き銀行体系の流動性供給過剰の局面に直面せざるを得ず、過剰流動性対策がなお通貨政策の重要な任務である、としている。

人民元相場弾力性強化の動きは大きな流れである。06年8月11日付け『経済日報』は、「徐々に人民元為替相場の弾力性を高めると人民銀行が表明」という見出しで、およそ次のように報じている。「《人民元為替相場形成メカニズム改革平穩実施1周年》と題する報告で、人民銀行は次のように表明した。人民元為替相場形成メカニズム改革は予期した効果をあげた。相場改革後、人民元相場変動の弾力性は明らかに増強された。報告によれば、人民元対米ドル相場仲値の一日平均変動幅は2005年の相場改革以後の0.02%から2006年年初来の0.04%に高まった。一日の最大変動幅は0.21%となった。更に人民元相場形成メカニズムを改善するために、各種改革を推進する。

第一に、市場の需給の相場形成での基礎的作用を更に発揮させ、徐々に人民元相場の弾力性を高め、人民元相場を合理的で均衡の取れた水準での基本的安定を保持する。第二に、外為市場の発展を推進し、外為市場のリスク計量とリスク分担メカニズムを改善し、市場構造と取引方式の複合化発展を促進し、金融機関の自主的値決め能力とリスク制御能力を増強させる。金融機関のリスク制御を奨励する前提で、金融イノベーションを積極的に推進し、

企業と個人のために更に豊富なりスク回避商品を提供し、市場投資ルートを広げる。

第三に、外為管理を改善し、更に貨物貿易とサービス貿易の便宜を促進し、徐々に經常取引の強制売り為替、買い為替制度から自由な売り為替、買い為替制度に移行する。企業が海外進出するのに有利な外為管理政策環境を創造し、短期資金の国境を跨いでの流動の監視体制を改善し、国家金融安定と金融安全を擁護する。」

### (9) 貿易黒字増加の人民元相場への影響

報道によれば、ドイツで07年6月に開く主要国首脳会議(ハイリゲンダム・サミット)でまとめる経済声明の原案が07年5月4日明らかになった。世界経済安定には、貿易黒字が一部の国に偏る「不均衡」是正が最優先課題と指摘し、中国に通貨・人民元の一層の柔軟化などによる黒字縮小に取り組むよう求めている。06年の中国の貿易黒字は前年より7割強多い約1755億ドルに達した。主要国が一致して不均衡是正を求めることで、中国に人民元改革継続を促す国際的な圧力を強める。<sup>7)</sup>

国務院系の日刊紙『経済日報』の中国経済網によれば、最近、『2007年4月―12月分中国輸出入情勢分析と予測』研究報告が中国科学院予測研究センターから出された。報告によれば、2007年に中国の輸出入増加速度は縮小し、貿易黒字は引き続き増加する。2007年に輸出はおよそ11996.1億ドル、前年比23.7%増、輸入は9455.8億ドル、19.5%増となる。貿易黒字の増加速度も下降し、およそ2540.3億ドル、前年比42.8%増となる。<sup>8)</sup>

07年3月に、周小川人民銀行総裁は記者会見で、貿易不均衡問題についておよそ次のように語っている。「一定の時間をかけて調整と解決を行なうことが必要である。経済構造調整政策の実行は、主要な手段の一つであり、まずは内需拡大、特に消費内需の拡大とサービス業の発展を行なわねばならない。このほか、中国企業が海外に打って出て、対外投資を拡大するのを支持する

必要がある。経済構造調整策で国際収支均衡に効果をもたらすには、少し長い時間が必要であろう。但しこれが主要な政策である。為替相場政策を補助的政策とすることで、一定の価格のテコの作用を引き起こすことが出来、輸出入バランスを調節することができる。このほか、外為管理強化で、効果を高める作用がある。」<sup>9)</sup>

#### (10) 07年5月の人民元対米ドル変動幅拡大

中国人民銀行は、07年5月18日に公告を出し、5月21日から、銀行間直物外為市場の人民元対米ドル相場の変動幅をこれまでの0.3%から0.5%に拡大すると発表した。これは人民元為替相場形成メカニズム改革の大きな流れの中での制度的な前進に過ぎない。中国の為替政策が変わったわけではなく、人民元相場を弾力化させるという既定路線に沿ったものであり、変動幅拡大で人民元相場の大きな切り上げを期待することは出来ない。

周小川総裁は、07年5月に「中国はいま、弾力的な為替相場政策を漸進的に推進しており、従うべき政策フレームワークは、市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考に調節する、管理された変動相場制度である。従って、私は人民元相場がますます弾力的になると信じている。つまり市場の需給関係をますます反映するようになる」と述べている。

以下、人民銀行のサイトに基づいて、変動幅拡大についての情報を詳細に記し、中国当局の政策意図理解の参考に供することとしたい。

人民銀行は5月18日、銀行間直物外為市場人民元対米ドル変動幅拡大について公告を出した。それによれば、「市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考に調節する、管理された変動相場制度を更に完全にし、外為市場の発展を促進し、金融機構の自主的な相場決定とリスク管理能力を高めるため、中国人民銀行は銀行間外為市場の人民元対米ドル取引相場の変動幅を拡大することを決定した。関連事項について次のように公告する」として、「2007年5月21日から、銀行間直物外為市場の変動幅を0.3%から0.5%に拡大する。

すなわち、毎日の銀行間直物外為市場の人民元対米ドル取引相場は中国外為取引センターが対外公布する当日の人民元対米ドル中間値から上下に 0.5% の幅の中で変動することが出来る。本公告公布後、銀行間直物外為市場の人民元対米ドル以外の通貨取引に係る変動幅と銀行の対顧客米ドル公表相場の値幅の管理方法は不変であり、引き続き 2005 年 9 月 23 日に中国人民銀行が発布した、銀発(2005)250 号の規定により執り行う」としている。

### (11) 中国当局の管理の度合の厳しさの変化

人民元相場の歴史を見ると、人民元は中国当局の管理で動いてきた。人民元為替相場はゆっくりだが市場の需給で動く方向に向かっている。その度合を見ていくことが必要になってくる。

新中国成立後、55 年から 71 年 12 月まで、1 米ドルは 2.4618 元であった。実際には、50 年の朝鮮戦争で、米ドルを決済通貨として使うことは出来なかった。米国の敵産管理法で、新中国の在米ドル資産は凍結されてしまったからである。当時、中国は金平価を定めてはいなかったが、人民元は事実上、金にリンクした形になっていた。67 年 11 月に英ポンドが 14.3% 切り下がった時、人民元対英ポンド相場は 1 英ポンドが 6.893 元から 5.908 元に調整された。71 年 12 月の多角的通貨調整で米ドルが金に対して 7.89% 切り下がると、人民元対米ドル相場も調整された。社会主義計画経済の下では、貿易は国営貿易であり、計画のためには為替相場は動かないほうが好都合であった。こうして輸出入価格と為替相場は次第に乖離していった。

71 年の米ドルの金交換停止により、ブレトンウッズ体制は崩壊し、西側諸国は変動相場制を採用するようになった。中国は固定相場時代のように金を抛り所とすることは出来なくなり、当時の西側の強い通貨の相場の動きをみて、人民元相場を決めていた。

78 年 12 月の三中全会で対外開放が決まり、79 年から対外貿易体制が変わっていった。国営貿易体制が崩れていった。輸出だけを行なう部門や企業

が増えてくると、人民元相場が強いままでは輸出の損を補う方法がなかった。そこで、輸出に補助金を出したり、80年から84年末まで内部決済相場を設けたりした。人民元相場は93年末まで下がり続けた。公定相場の他に、外貨調整センター相場が出来た。二つの相場があることの弊害も生じ、94年1月の外為体制改革で、相場は一本化された。当時、公定相場の使われる比率は全体の約2割、外貨調整センター相場の使われる比率は約8割とされていた。93年末現在で、公定相場は1ドルが5.8元、外貨調整センター相場は1ドルが8.7元であった。94年1月から、これを一本化して、1ドルを8.7元とした。人民元相場を実勢より弱く位置づけたために、その後2年ほどで、1ドルは8.27元と8.28元との間で、あたかも固定相場ようになった。しかし、中国当局は人民元相場を「需給に基づく、単一の管理された変動相場制」としていた。当局による管理の度合が厳しかったために、05年7月までは、人民元切り下げのうわさが立っても切り下がらず、切り上げのうわさが立っても切り上がることはなかった。

## 5. まとめ

中国はG7や米国等からの外圧を受けながらも、自国経済の具体的状況にらみながら、人民元の相場形成メカニズムを、市場経済化に向けて、一步一步着実に改革していることが理解できよう。米国等から見れば、その歩みは遅いとみられている。しかし、為替リスクに慣れていない企業や個人に対する教育も必要である。中国らしく“遅々として進んでいる”のである。外圧で人民元を早期に交換可能通貨としてしまえば、中国経済には混乱が生じる可能性がある。経済転換期の中国経済の市場経済化が十分進まないうちに、人民元を交換可能通貨とすることはできない。まだまだ時間がかかると見るべきである。

中国人民銀行の周小川総裁は、「人民日報」記者のインタビューに答えて、

中国は積極穏当に、計画的に段取りをつけて人民元為替相場メカニズム改革を推進し、あわせて適当な時期を選んで公表する、と述べた。人民元為替相場政策は主として自国の対外経済、国際収支均衡等の要素を考慮するのであって、個別の国の貿易赤字や黒字を考慮するのではない、と述べた。将来の任務は主として人民元為替相場形成メカニズムを完全にすることであって、単に人民元相場水準を調整することではない、と述べている。人民元が過小評価されているのではないという点については、国务院系の経済紙『経済日報』にノーベル賞受賞者のステイグリッツ教授やスタンフォードのマッキノン教授の説を紹介している。<sup>10)</sup>

国家外為管理局魏本華副局長（当時）は05年4月24日に行なわれたボアオ・アジア論壇“アジア一体化と経済成長”分科会で次のように述べた。「中国政府と経済部門は外為制度改革を十分に重視している。ただし、為替相場制度はマクロ政策の一部であり、各部門、各部分にかかわっており、決して一挙になしとげることが出来ない。少なくとも条件が基本的に備わってから、はじめて判断を下すことが出来る。」<sup>11)</sup>

中国人民銀行呉曉靈副総裁は、中国政府の改革の方向は外部の圧力で進められるものではなく、為替相場制度の改変では、決して米国の圧力に屈しない、と表明した。外在圧力は人民元為替相場改革に対して決して決定的な作用をしないということである。<sup>12)</sup>

中国人民銀行周小川総裁は、05年5月18日に人民元が切り上がるとの説を否定し、およそ次のように述べている。中国は一つの大国として、改革の主要な出発点は内部の動力と圧力である。内部改革のロジック、内部のプロセスとニーズで考える。但し、中国は国際的に影響がますます大きくなっている。われわれは必ず各方面の意見を聞き、必ず国民経済全体、特に周辺国家への影響に非常に注意する。<sup>13)</sup>

温家宝首相は、05年5月16日北京で米国商工会議所代表団と会見した時、



温家宝は次のように中国政府の基本的立場を明らかにした。第一に、人民元為替相場制度改革を行なうことは、社会主義市場経済体制を打ち立てるために必然の要求であり、金融改革の重要な内容であり、われわれの一貫した方針であり、われわれは、ゆるぎなくこの改革を推進する。第二に、人民元為替相場制度を改革することは、中国の実際から出発しなければならず、マクロ経済環境を考慮し、企業の耐えうる能力を考慮し、金融改革の進行速度を考慮し、国際貿易に対する影響を考慮しなければならない。第三に、人民元為替相場改革は中国の主権であり、どの国家も完全に自国の国情に適合する為替相場制度と合理的な為替相場水準を選択する権利がある。われわれは市場経済規律にのっとるが、ただし外界の圧力には屈しない。もし条件が備わらなければ、外界が巨大な圧力をかけても、われわれも軽々しく為替相場改革を行なうことはありえない。<sup>14)</sup>

中国にとっては人民元相場改革を行なわないことによるデメリットがある。人々の外為リスク意識を低下させ、企業が価格競争力に依存しすぎることになり、企業が管理と技術面での刷新の力を弱め、企業は非価格競争力の面で、配慮が不十分であった。また、一部の領域に出現した投資過熱、インフレ圧力、資産バブル等の現象は、一つとして為替相場問題と密接な関連がないものはない。為替形成メカニズムを改善し、為替相場を市場で更に弾力性あるものとすることは、既に中国経済発展で避けて通れない焦点となった。<sup>15)</sup>

中国の温家宝首相は去る6月26日に開かれたアジア欧州会議（ASEM）財務相会議で演説し、人民元改革について①中国の独自判断（中国語で主动性）②制御可能な対応（可控性）③時間をかけて進める（漸進性）の三原則を堅持し、中国は責任ある態度とやり方で改革を推進すると強調した。

新中国成立以来の人民元相場を簡単に振り返ると、中国の対外開放以前は、中国経済の実態とは関係なく、安定第一であった。対外開放になると、輸出促進のために、1993年末まで切り下げの一途をたどった。1994年1月に外

為体制改革が行われ、1ドルが8.7元となった。1993年末の時点で、外貨調整センター相場が1ドル＝8.7元、公定相場が1ドル＝5.8元であり、公定相場が使われた比率が2割、調整センター相場は8割であったことから、統一された相場が1ドル＝8.7元は人民元の下げすぎであった。そのため、やがて1ドルが8.27－8.28元の水準となり、現在に至っている。

中国経済は高度成長を続けているとはいえ、雇用問題等国内的には複雑な問題を抱えている。従って安易に切り上げ等は出来にくい。しかし、人民元相場が事実上長期に固定されているために、大量のホットマネーが流入し、不動産バブルの原因にもなっている。相場安定のために、余剰外貨を吸収し外貨準備が急増を続ける中で、通貨政策がうまく機能しなくなるという問題も生じている。中国政府にとっては、外圧には屈することは出来ず、方式とタイミングの問題はあるものの、人民元相場形成メカニズム調整はどうしても行なわねばならない。そのときに、中国の金融機関と企業の実情から、一度に大幅な調整は行ないにくい。

中国人民銀行胡曉煉副総裁は去る4月14日ワシントンで行なわれた国際通貨基金（IMF）国際通貨と金融委員会大臣級会議で発言した。その中で、国際通貨基金（IMF）が監督機能を強化する時には、一国内部の経済安定持続成長に外部安定を擁護する基礎的作用があることを重視すべきであると指摘し、経済のバランス失調を解決するために為替相場の作用を誇張することは出来ないとし、外部安定は内部安定と協調することにより、はじめて真の意義の持続安定が実現すると指摘した。<sup>16)</sup>

去る3月に、周小川人民銀行総裁も記者会見で似たような発言をしている。貿易不均衡問題についておよそ次のように語っている。「一定の時間をかけて調整と解決を行なうことが必要である。経済構造調整政策の実行は、主要な手段の一つであり、まずは内需拡大、特に消費内需の拡大とサービス業の発展を行なわねばならない。このほか、中国企業が海外に打って出て、対外投

資を拡大するのを支持する必要がある。経済構造調整策で国際収支均衡に効果をもたらすには、少し長い時間が必要であろう。但しこれが主要な政策である。為替相場政策を補助的政策とすることで、一定の価格のテコ的作用を引き起こすことが出来、輸出入バランスを調節することができる。このほか、外為管理強化で、効果を高める作用がある。」<sup>17)</sup>

周小川総裁も、胡曉煉副総裁も、貿易黒字を減らすために、人民元切り上げは主要な政策ではない、と言いたいのである。

2005年7月21日に人民元対米ドル相場が2%切り上がってから2年が経った。7月20日の人民元対米ドル相場中間値は1米ドルが7.5712元であった。7月23日の中間値は7.5642元となった。丁度2年で人民元対米ドル相場は、6.7%切り上がったことになる。

2年間で6.7%切り上げは、大方の期待を下回る水準だったといえよう。この間、高度経済成長が続き、貿易黒字はますます大きくなり、外貨準備は1兆3千億ドルを超え、物価は上昇し、通貨政策は手詰まりになってきた。それでは、これから年末にかけて人民元対米ドル相場はどうなるか。結論から先に書けば、今年末時点の人民元対米ドル相場は、2005年7月21日の切り上げ後の水準から見ると、9%ないし10%の水準に達する可能性もある。

この2年間、巨額の貿易黒字と、持続的に流入するホットマネーを中国当局が積極的に吸収することで、過剰流動性問題が生じたが、人民元切り上げは抑えられてきた。しかし、もう少し詳しく見ると、切り上げから1年間は、通貨供給量は増えたが、人民元はあまり上がらなかった。最近1年間は、通貨供給量は若干減ったが、人民元切り上げが少し速まった。この6月末の消費者物価指数は前年同期比4.4%と高い水準となった。これまでとってきた預金準備率の引き上げと、0.27%という小幅な金利引き上げでは、物価上昇を抑えることは難しく、過剰流動性を減らし、人民元の切り上げ加速で物価安定を図ることが必要になってきたといえよう。

人民元相場動向を予測するためには、これまで見てきたように、中国経済のファンダメンタルズが大きな要素といえよう。G 7や米国等の外圧の影響は決して小さくないが、西側諸国からすれば、世界経済の安定のために米国はじめ西側諸国が払っているコストを中国も応分に分担して欲しいとの気持ちが強い。中国からすれば、その余裕が中国には十分あるとはいえないことから、中国の国益を優先した形になっている。早晩、中国も応分のコストを払うことが期待されている。リスク面から見れば、これまで見てきたように、中国の指導者の発言、通貨当局の責任者の発言をよく分析することが重要といえる。

注 1) 2007 年 9 月 29 日付け『経済日報』

2) 2007 年 9 月 7 日付け『経済日報』

3) 2007 年 10 月 15 日付け「新華網」

4) 2005 年 10 月 15 日付け『経済日報』

5) 2005 年 11 月 2 日付け『経済日報』

6) 2006 年 11 月 12 日付け『経済日報』

7) 2007 年 5 月 5 日付け『中国新聞』

8) 2007 年 5 月 6 日付け『中国経済網』

9) 2007 年 3 月 13 日付け『経済日報』

10) 『21 世紀中国総研』サイト、大久保勲の人民元論壇 2005 年 4 月 13 日

11) 2005 年 4 月 25 日付け『経済日報』

12) 2005 年 5 月 13 日付け『経済日報』

13) 2005 年 5 月 14 日付け『経済日報』

14) 2005 年 5 月 16 日付け『新華網』

15) 2005 年 5 月 27 日付け『経済日報』

16) 2007 年 4 月 16 日付け『経済日報』

17) 2007年3月13日付け『経済日報』

Analysis of Chinese Yuan (RMB) Exchange Rate from the Viewpoint of  
Risk Management

Isao Okubo