HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	中国の為替管理と人民元レート
Author(s)	于, 暁軍
Citation	經濟學研究, 54(3), 115-134
Issue Date	2004-12-09
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/5272
Type	bulletin (article)
Note	中国経済は、改革開放の政策を実施して以来、輸出主導経済を牽引力に、20年間著しい成長を遂げてきた。経済規模が既に世界7位まで浮上してきた。その背景には、ドルに対する固定相場制を採用していることがある。そのために、外貨準備が年々増加し、世界第2位のドル保有国となっている。近年、通貨の人民元のレートに関する議論が盛んに行われてきた。特に、アメリカが双子の赤字を抱えており、一方、国内でインフレが進んでいる状況の中で、現行の固定レート(1ドル=8.27元)を維持できるかどうかという疑問が出ている。 第一章では、(1)人民元の交換性、(2)人民元レートの運営と為替需要、(3)為替運営と金融政策、(4)為替市場の仕組みと人民元レートの決定メカニズムなどを中心に、中国現行為替管理の仕組みにおいて人民元需給要因などから人民元レートの決定メカニズムを明らかにする。 第二章では、(1)人民元レートの推移、(2)人民元レートの管理から生じる問題、(3)金融国際化に向けた為替制度の見直し、(4)今後の為替運営の展望などを中心に、現行の為替相場制度は抱えている様々な問題を分析し、WTO加盟後、安定的な経済成長を維持しながら、柔軟性のある為替制度をどのように選択することを議論する。
File Information	ES_v54(3)_07.pdf

Instructions for use

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究　54−3
北海道大学　2004. 12

中国の為替管理と人民元レート

于　　暁　軍

はじめに

中国経済は，1980 年以降，改革開放政策を実施して以来著しく成長し，97 年のアジア通貨危機以降も実質 GDP 成長率が 8 %台と世界では突出した経済成長を続けてきた（図 1 を参照）。また，比較的好調な輸出により外貨準備高は現時点で 4,000 億ドル[1)]を超え，日本に次ぐ世界第 2 位のドル外貨保有国となっている。また，2001 年 12 月に WTO（世界貿易機関）に加盟した。

こういった現状の中で，近年人民元レートに関する議論が盛んに行われてきた。特に，中国は WTO 加盟後，関税の引き下げによる経常収支赤字への転化と増加の可能性，国内企業の国際競争力の低下などを原因に，現在の固定レートを維持できるかという疑問が一部の研究者から上がっている。その一方では，94 年から経常黒字が続いており（表 1 を参照），外貨準備も年々増えている（図 2 を参照）。92 年から中国に対する直接投資は年々増加し，今年の直接投資額は現時点ですでに 500 億ドル以上に上り[2)]，アメリカを抜いて世界最大の被投資国となった。この直接投資とともに，外国企業が有している高度的な技術も流入してきた。それにより，国内企業の技術水準は近年著しく向上してきたため，中国企業の国際競争力は一層高められた。国際競争力の向上により，中国製品が国際市場において，以前より競争力をもつようになったため，周辺諸国の経済成長に不利な影

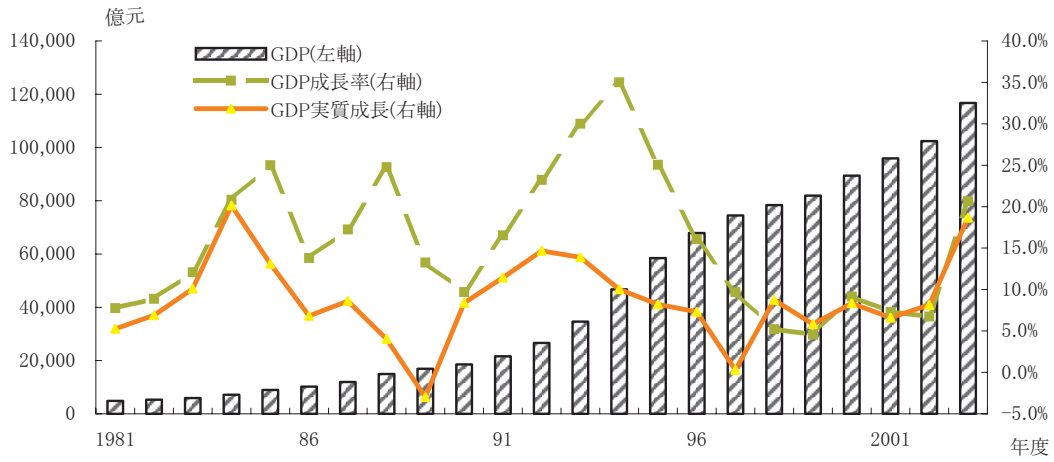


図 1　中国の GDP 及び成長率（データ: 中国統計年鑑 1990 年 CPI=100）

1）中国外貨管理局統計データ（2004 年上半期）

2）中国国家統計局統計データ（2003）

表１　国際収支表

(億ドル、▲はマイナス)

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
経常収支	64	▲ 116	69	16	72	370	315	211	205	174	354	459
(名目GDP比%)	1.3	▲ 1.9	1.3	0.2	0.9	4.1	3.3	2.1	1.9	1.5	2.9	3.5
貿易収支	52	▲ 107	73	181	195	462	466	360	345	340	442	447
輸出	696	757	1026	1281	1511	1827	1835	1947	2491	2661	3257	4383
輸入	644	863	953	1101	1315	1364	1369	1587	2147	2321	2815	3936
サービス収支	▲ 2	▲ 8	3	▲ 61	▲ 20	▲ 34	▲ 28	▲ 53	▲ 56	▲ 59	▲ 63	▲ 86
所得収支	2	▲ 13	▲ 10	▲ 118	▲ 124	▲ 110	▲ 166	▲ 145	▲ 147	▲ 192	▲ 149	▲ 78
経常移転収支	12	12	3	14	21	51	43	49	63	85	130	176
資本収支	▲ 3	235	326	387	400	210	▲ 63	52	19	348	323	527
直接投資	72	231	318	338	381	417	411	370	375	374	468	472
証券投資	▲ 1	30	35	8	17	69	▲ 37	▲ 112	▲ 40	▲ 194	▲ 103	114
その他の投資	▲ 73	▲ 27	▲ 27	40	2	▲ 276	▲ 437	▲ 205	▲ 315	169	▲ 41	▲ 59
誤差脱漏	▲ 82	▲ 101	▲ 91	▲ 178	▲ 155	▲ 221	▲ 189	▲ 176	▲ 117	▲ 49	78	184
外貨準備の増減	▲ 21	18	304	220	314	349	51	97	109	466	742	1168
外貨準備高	194	212	516	736	1050	1399	1450	1547	1656	2122	2864	4032

資料：International Financal Statistcs (注)01年以降中国国家外国為替管理局

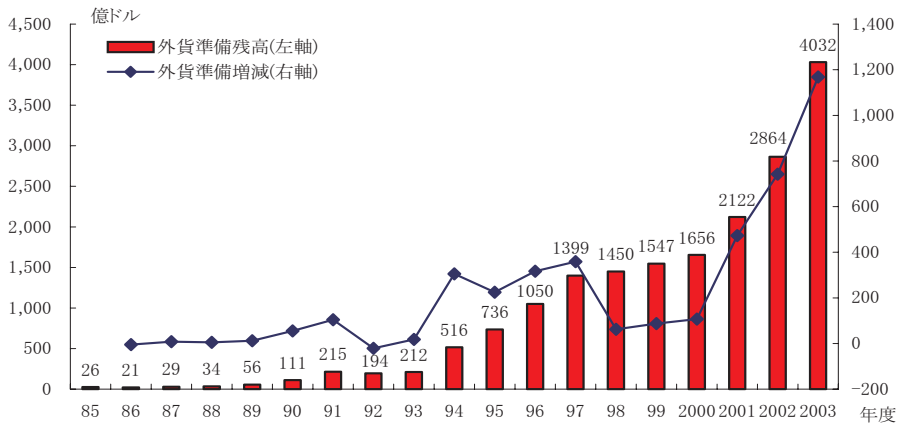


図２　外貨準備高とその増減（データ: 中国統計年鑑）

響を与えたことから人民元レートを切り上げるべきという議論も行われている[3)]。

最近日米を中心に，人民元の切り上げ，為替レートに柔軟性を持たせるという圧力が高まっている。2003年２月に開催されたG7で日本の塩川財務相が人民元の自由化を求めたほか，６月には米国のスノー財務長官が，７月にはグリーンスパンFRB議長が相次いで人民元の自由化が望ましいと発言した。中国政府は元切り上げ要求に強く反発，現状の為替制度を維持すると強調しているが，外貨準備高は既に適正水準を超えている。人民元の為替レートは94年の切り下げ以降，米ドルに対し一貫して安定に推移している（１ドル=8.27元）。そのため，中国の外貨準備は年々増えつつ，今後更なる増大は，低利回りや過剰流動性のリスクなどの問題につながる。しかし，国内に低生産性部門が多く，銀行の不良債権問題も深刻な中国政府は，切り上げなど容認できない。変動相場制への移行も，

3) 福井県立大学 凌星光（「管理世界」1997年４月号）国務院発展研究センター出版

ドル余剰が生じやすい制度下で行えば，過大な元高を引き起こす恐れがある。政府は，当面，元高圧力を弱める政策に重点を置き，為替レートを小幅に変動させる可能性があると考えられる。

このように，現在人民元レートに関する議論が盛んに行われているが，人民元レートの変動により，貿易収支がどう変化するか，あるいは直接投資が持続できるかなど種々の検討課題は多く，人民元を切り上げるべきか，あるいは切り下げるべきかという議論は終着点を見出していない。しかも，参考中文文献１(林 桂軍『人民元レートの問題研究』(1997)では)と和文文献 10（今井理之『中国の貿易と人民元レート』(2000)では）などの多くの参考文献の中では，人民元レートの適切な水準をどう決定すべきかは言及されていない。あるいは輸出入の観点から人民元レートの変化が貿易にどう影響するかというような論点は多く，特に，マクロ経済的な均衡と成長という視点から安定的な人民元レートをどう決定すべきかについての議論がほとんど行われていない。また，日米を中心に行われてきた議論の中では，もっぱら人民元が過小評価されていると言われているが，その根拠は示されていない。人民元の切り上げが日米経済にどう影響するかにとどまり，中国国内の経済成長，そしてアジア域内の経済成長にどう寄与するかについて議論されていないのである。しかも，中国為替管理システムに基づき，人民元レートが決定されるメカニズムを分析することすら殆どない状況が続いてきた。

本稿では，第１章について人民元レートを決定する制度の要因としての為替管理の現状を考察し，続いて第２章で人民元レートの推移とそれを規定する諸要因ならびに現行レートがもつ問題を考察し，最終的にそこから得られる結論と今後の課題を提示したい。

第１章 中国為替管理の現状

§1. 人民元の交換性について

中国は，1996 年 12 月に IMF8 条国へ移行し，経常取引については，人民元の交換性が確保されている。すなわち，輸入代金の支払いや外資企業が直接投資収益の送金を行う際に，人民元を外貨に交換し，その外貨を海外へ送金することは自由に行われている[4]。なお，外国為替銀行では，実需原則が採られているため，実務的には，企業が輸入を行う際は，外国為替銀行に通関証明書などを提出した上で，外貨を購入することとなる。他方，以下に見るように，資本取引は幅広く規制されており，禁止もしくは，中央銀行である中国人民銀行の外局である国家外貨管理局[5]などの「許可」が必要となっている。

１）人民元建ての対外資本取引は全面的に禁止されており，非居住者が人民元の借入や人民元建ての金融資産（株式[6]，債券，預金など）への投資を行うことはできない。また，フォワード･スワップ取引の禁止や外国為替銀行の持ち高規制など，厳しい為替管理を維持している。

２）資金流出入別にみると，経済成長に不可欠な直接投資の流入をはじめとして，一方で対内投資に対する規制は比較的緩やかである。①対内直接投資関連は，WTO 加盟により内

4）なお，人民元を外貨に転化せず，そのまま対外送金することは，依然として禁止されている。

5）人民銀行の外局である国家外貨管理局は，外国為替管理法の策定，国際収支の作成，外貨準備の運用，対外債務の管理などを行っている。他方，外国為替市場での平衡操作は，人民銀行が実施する。

6）非居住者は，外国人投資家向け株式である B 株には投資できるが，決済は外貨でなされ，人民元は使われていない（上海証券取引所では米ドル，深圳証券取引所では香港ドル)。なお，中国の株式は，居住者のみ投資できる A 株（2001 年末時点：上海証券取引所 645 株，深圳証券取引所 494 株）と，居住者，非居住者とも投資できる B 株（同 54 株，56 株）に分かれている（居住者の B 株への投資は 2001 年２月に解禁された)。

国民待遇が付与されるなど一段と自由化が進むほか，中国に進出した外資企業の対外借入は従来から自由[7]である。また，②国内企業・金融機関による対外借入や海外での債券・株式発行は，許可が必要であるが比較的頻繁に行われている。他方対外投資については，①直接投資以外の対外貸出及び証券投資は，国有商業銀行を中心とする金融機関に限定されているほか，②金融機関が，対外貸出や証券投資を行う場合でも，人民元を外貨に転換して投資することは禁止されており，居住者から受け入れた外貨預金などの範囲内でのみ投資を行うことが許されている（付表１を参照)。3）（金融機関の対外投資の原資となる）居住者の外貨預金についても，外国為替銀行で外貨を購入して預金することは禁止されている（企業は輸出代金，個人は海外の親戚から譲渡された外貨などが外貨預金の元手となる[8]ほか，企業は外貨集中制度（輸入代金の大部分を外国為替銀行に売却することを義務付け）により保有額が制限されている。但し，個人には，外貨保有額制限がなく，後述のとおり，近年において外貨預金を大幅に増やしている。

こうした資本取引に対する規制は，人民元の売り圧力を抑制し，人民元レートの安定を確保している。その結果，人民元の投機的取引が抑制されている。実需原則をとっているほか，非居住者が人民元を入手する方法が閉ざされているため，アジア通貨危機時にも，ASEAN 諸国でみられた海外投機筋による通貨アタックを免れている。しかしながら，大量の直接投資が流入する一方，居住者の対外投資を制限することにより，外国為替市場においてドルが余剰になりやすくなっている（人民元安圧力が掛かりにくくなっている)。

§2. 人民元レートの運営と為替需要

人民元レートは，1994 年初に二重レートが統一されるとともに，現行の管理変動相場制へ移行し，前日の対ドルレートに比べ±0.3%の範囲内で変動できるものとされた。また，1994 年に人民銀行の傘下で外貨取引センターが設立され，インターバンクの為替取引はすべて同センターで行われるようになった。

外国為替のインターバンク取引は，上海にある人民銀行傘下の外貨取引センターで一元的に行われている。同センター以外の外国為替ブローカーは認められていないほか，銀行同士での直接取引も禁止されている。同センターへの参加者は，外国為替銀行（地場銀行及び在中国の外国銀行）と人民銀行に限られている。国際収支の黒字を反映して，国有商業銀行（中国銀行，中国工商銀行，中国建設銀行，中国農業銀行）が主な外貨の売り手となっている一方，人民銀行が主な外貨の買い手となっている。

取引通貨は，人民元の対米ドル，香港ドル，円，ユーロの直物（ユーロ取引は 2002 年４月より開始）に限られており，フォワード･スワップ市場はない。なお，今のところ，事実上のドルペッグ制がとられているため，企業が為替リスクをヘッジするニーズは低いが，中国銀行に限って為替予約を提供することが試験的に認められている。また，一部企業は，香港，シンガポールでの非引き渡し先物（NDF non-deliverable forward）市場をヘッジ手段として用いているが，同市場の流動性は低い。

値幅制限は，対米ドルで前日仲値比±0.3%，対円，香港ドル，ユーロで同±1%となっている。(仲値は，人民銀行が取引翌日の朝に公表)。取引時間は，９時 20 分から 11 時の１時間 40 分に限られている。これは，現状では為替リスクが殆どないので，外国為替銀行は顧客との取引で生じたポジションを即座にインターバンク市場でカバーする必要性がないためである。決

7）なお，外資企業が対外借入を行う際，国家外貨管理局に対する事前の届け出･許可は不要であるが，事後に登録する必要がある。他方，地場企業の対外借入は事前許可制となっている。
8）ただ，実際は，非公式な市場を通じて外貨が取得されている部分もあるとみられる。

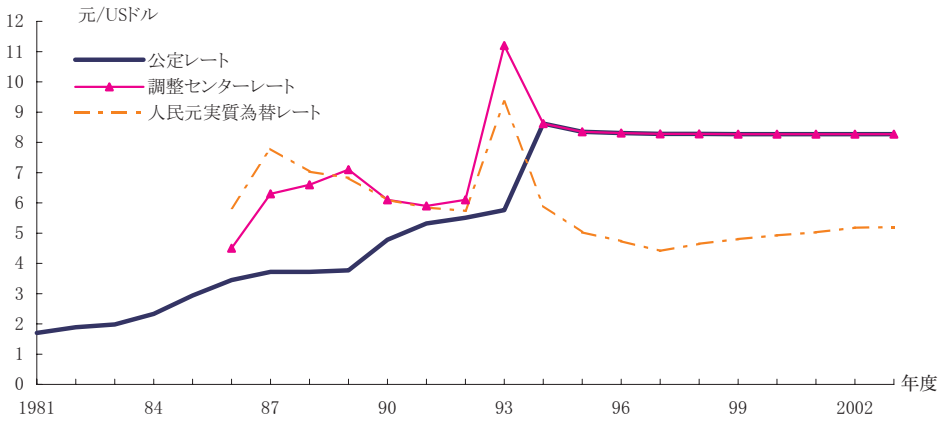


図３　人民元レートの推移
（データ: 中国統計年鑑　IMF“International Financial Statistics”1990 年 CPI=100）

済は，翌日（T+1）。取引円滑化の観点から，市場参加者同士ではなく，同センターと参加者との間で決済を行う（参加者がクレジット･リスクを負わない）。

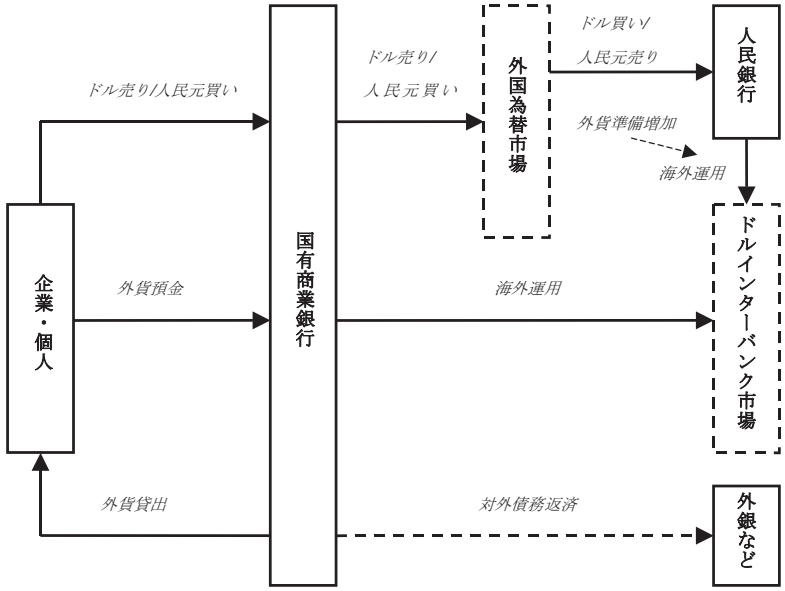
同センターでの取引状況をみると，資本取引が少ないことや，取引時間が限られていることなどから，取引高は極めて少ない（2003 年の一日平均取引量は 6 億ドル程度）。また，対外決済が殆どドルであることを反映して，取引の殆どは人民元と米ドルの交換である。

為替需要は，概ね実需に基づく取引で決定されるため，国際収支統計から窺うことができる。1994 年以降は，経常収支と直接投資を中心とする資本流入から一貫してドル余剰となっており，人民元高圧力が継続している（表１を参照）。これに対し，人民銀行は，外国為替市場への介入により余剰なドルを吸い上げて，概ねドルペッグを維持している。人民元レートの推移をみると，1994 年初に１ドル=8.7 元[9]で一本化された後，1996 年にかけて５％程度の緩やかな増加をみたが，1997 年頃からは，中国政府が人民元レートの安定を重視したため（通貨危機で不安定化した他のアジア諸国通貨への配慮など），１ドル＝8.27 元[10]でほぼ固定されている（図３を参照）。また，人民銀行による介入の結果，外貨準備は，1993 年末の 194 億ドルから，現在は 4,032 億ドル[11]を超えるまでに増加し，中国は日本に次ぐ外貨準備保有国となっている（図２を参照）。

この間，近年，居住者（個人･企業）の外貨預金の変動が，為替需給及び外貨準備の増勢に大きく影響し始めていることが注目される。まず，1998 年頃から 2004 年にかけて，居住者の外貨預金が急増し[12]，ドル余剰が大幅に緩和されるとともに，外貨準備の増勢も大幅に鈍化した。そして，国有商業銀行などに預けられた外貨の大部分は，ユーロ･インターバンク市場への資金放出や対外証券投資といったかたちで海外へ流出した[13]（図４を参照）。それまで，経

9），10）中国人民銀行の人民元レート資料（1998）

11）中国外貨管理局の統計データ（2004 年上半期）
12）中国の外貨預金は，2004 年５月時点で 1,436 億ドル。
13）国有商業銀行などが受け入れた外貨預金は，①対外投資（対外証券，ユーロ･インターバンク市場への資金放出など），②国内での外貨貸出，③対外債務の返済に充てられるが，実際は，大部分が対外投資に向けられている。こうした状況下で，外貨預金の有効利用を図るため，中国国内で外貨資金のインターバンク市場を創設することが目下検討されている。



1.国有商業銀行の海外運用は，対外資産の増減
2.外貨預金の残高は，中国地場金融機関の計数

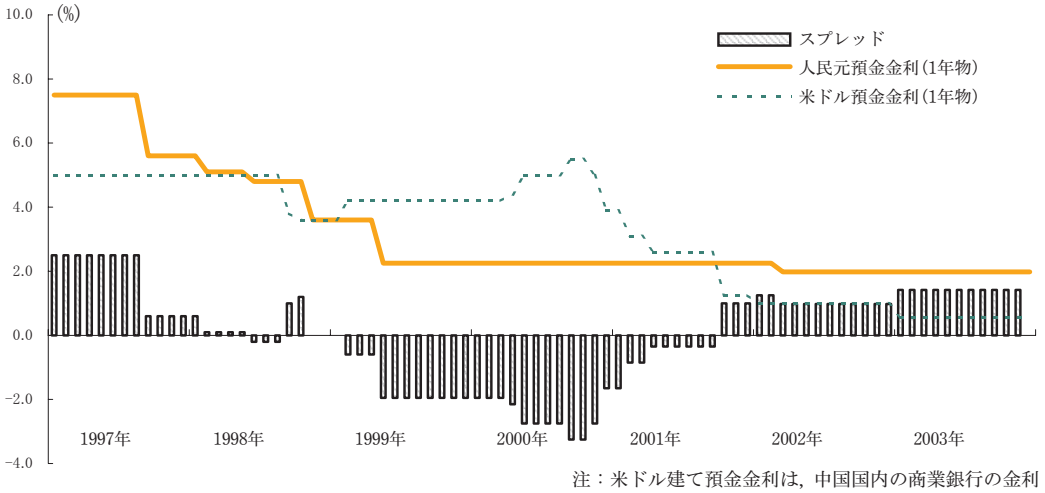
図 4　外貨預金の流れ図

常黒字と対内直接投資によって流入した外貨は，主に公的部門（外貨準備）を通じて海外に還流されたが，1998 年頃からは国有商業銀行を通じて海外へ放出されるというルートが拡大した。このように外貨預金が急増した主因としては，①長期にわたる金融緩和措置から，中国が未曾有の低金利時代に入ったことが挙げられる。1990 年代後半に景気減速が続き，1998 年の朱鎔基首相の就任以降は諸改革の快速によりデフレ･インパクトが強まったことに対応して，人民銀行は，1996 年以降 8 度にわたって利下げを実施している[14]（図 5 参照）。この結果，1998 年中ごろから人民元預金金利がドル預金金利を下回り，居住者の外貨保有選好が高まった。②1997 年 10 月以降，地場企業の外貨保有制限が一部緩和[15]されたことや，③アジア通貨危機に伴う輸出鈍化などを背景に人民元レートの切り下げ観測が台頭したことも，外貨預金の増加につながった。一方，2001 年入り頃からは，アメリカの大幅な金融緩和を背景として人民元金利が再びドル預金金利を上回るようになったため，居住者の外貨預金の増勢が大幅に鈍化し，外貨準備は再び急増している（図 2 を参照）。

以上の動きは，内外金利差が中国の為替需給や外貨準備の変動に影響を与え始めているという点で大きな変化である。これは，海外の金融・

14）この間，一年物預金金利は，9.15%から 1.98%まで低下し，1999 年 6 月の金融緩和（3.78%→2.25%）以降は，建国以来の最低水準を更新している。

15）地場企業に対して，二重レートが一本化された 1994 年以降，輸出などの経常取引で獲得した外貨の全てを外国為替銀に売却することが義務付けられていたが，1997 年 10 月以降，前年の輸出入の 15%に相当する額を外貨預金として保有することが認められている（また，2000 年 4 月には，一部企業に対しては 30%に引き上げられた）。なお，外資企業は，従来から資本金や売上高などに応じて一定額の外貨を留保できる。



注：米ドル建て預金金利は，中国国内の商業銀行の金利

図５　人民元，米ドル建て預金金利の推移（1 年物）
（データ：中国人民銀行）

経済情勢が中国の経常収支のみならず，資本収支にも影響し始めていることを示しており，今後，アメリカ景気が回復するとともにアメリカ金利が上昇した場合（６月に 0.25%の利上げは実施される見通し），中国の輸出のほか外貨預金や外貨準備の変動に対してどのような影響が及ぶのかが注目される。

§３．為替運営と金融政策

人民銀行は，為替政策と金融政策の双方を担っているが，両者は密接に関連している。中国における現在の為替･金融政策の枠組みは，①資本取引に対する規制と外国為替市場への介入によって人民元の対外的価値の安定を図ることを重要な政策目標とすると同時に，②資本移動を規制することにより，国内金融市場を海外金融市場から隔離し金融政策を専ら国内物価や景気調整に割り当てるというものである。

つまり，経済成長にとって，不可欠である貿易の拡大や直接投資の安定的な流入を促すために，人民元レートの安定が優先的な政策目標と位置づけられている。また，国有企業･国有商業銀行改革を始めとする諸改革を進めていく上でも，貿易や直接投資流入の拡大を通じて持続的な高成長が必要であると認識されている。

他方，金融政策については，資本移動規則により国内金融市場を海外金融市場から遮断した上で，規制金利[16]と国有商業銀行などの貸出を量的にコントロールするといった枠組みを維持している。また，資本取引を規制することにより金融政策の裁量性や国内資金量のコントロールを容易にしている[17]。なお，人民銀行による外国為替市場へのドル買い介入は，人民元を市

16）中国では，銀行の人民元建て預金･貸出金利は，年限ごとに規制されている。

17）一般に，①固定為替レート，②自由な資本取引，③有効かつ裁量的な金融政策の３つは，同時に成立しないというトリレンマの関係が知られている。例えば，景気が過熱した場合，国内金利を引き上げて対応しようとしても，資本取引が自由かつ為替レートが固定であれば，高金利を目当てに海外から投機的資金が流れ込んだり，国内企業が低金利の外貨を借り入れて現地通貨に転化する取引が増加し，引き締め効果が減殺されてしまう。これに相当する状況は，通貨危機発生前のタイ，インドネシア等でみられた。また，香港では，固定相場制（カレンシー･ボード制）の下で資本取引が自由なため，金融政策に裁量がなく，米国の金融政策に追随するかたちとなっている。

中銀行に売却することとなるので，ベースマネー供給の役割を果たしている。人民銀行の資産をみると，外貨保有が増加し続ける一方で，国有商業銀行向けなどの貸出が頭打ちとなってきており，外国為替市場への介入が主な成長通貨の供給手段となっていることが分かる。ただ，外国為替市場への介入額は，為替需給に応じて受動的に決まるため，最終的には，ベースマネーを主体的に調節する手段が必要となる。この点，人民銀行は，1996 年から，国債レポ市場[18]での公開市場操作を開始しており，ベースマネーの調節能力を高めている。

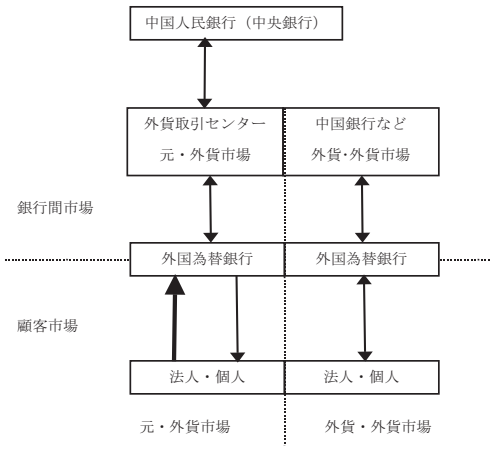
§4．現行外国為替市場の仕組み及び人民元レートの決定メカニズム

次に現行の外国為替取引システムと外貨為替管理制度を考察してみよう。

中国の外貨管理は，主として外国為替指定銀行を主要なプレーヤーとする外国為替市場を介して行われる。図 6 のように，中国の外貨取引市場は交換通貨の種類によって元･外貨市場と外貨･外貨取引市場に分かれる。また，取引プレーヤーによってインターバンクマーケットとしての銀行間市場と銀行対顧客取引の顧客市場に分かれる。

1）「外貨調整センター」の閉鎖：外貨取引市場の統合

1979 年，中国の対外貿易体制改革と外貨管理体制改革に伴い，外貨保留制度が実施され，企業間の外貨需給関係を調整する外貨売買の場として「外貨調整センター」が設立された。1994 年から人民元レートが一本化し，国内企業（外資企業を除く）の外貨売買は「外貨調整センター」ではなく，外国為替指定銀行の店頭で行われるようになり，いわゆる企業と銀行との決済制度が導入された。1994 年にインターバンク市場としての「中国外貨取引センター」が設立された。他方，外資系企業の外貨取引は，1994 年 4 月から 1996 年 6 月まで「外貨調整センター」で行われ，需給アンバランスが生じたときには，インターバンク市場との売買によって解決された。従って，そのときから「外貨調整センター」の存在意味がなくなったと思われるが，1996 年 7 月からは外国為替指定銀行の店頭での売買もできるようになり（同時に「外貨調整センター」を利用してもいい），「外貨取引センター」と「外貨調整センター」が併存していた。その後，「外貨調整センター」の取引量が収縮し，両センターが併存する現実的な意味がなくなり，1998 年 12 月に「外貨調整センター」が閉鎖され，外資系企業の外貨売買も中国国内企業と同じように，外国為替指定銀行の店頭で行うことになった。外貨取引市場が名実



注：元・外貨市場，外貨・外貨市場はそれぞれ外貨と人民元との間，外貨と外貨との間の売買市場を指す。

図 6　中国の外貨取引市場の仕組み
（中国外貨管理局の資料に基づき作成）

18）中国では，1996 年 4 月に国債を用いた公開市場操作が開始され，休止期間をおいて 98 年 6 月に再開された。最近では，毎週火曜日午前中に人民銀行による公開市場操作が行われている。長く人民銀行による買いオペ（資金供給）がその中心であったが，最近は期間 1 年以内の中央銀行債発行入札（3，6 ヶ月及び 1 年物。3，6 ヶ月物が多い）が火曜日に実施されている（その前日である月曜日に公告される）。

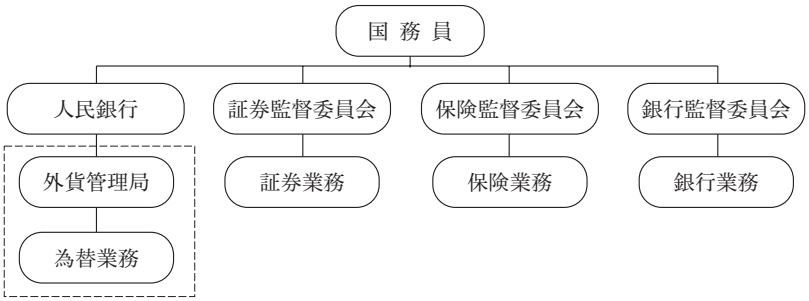


図７　中国金融システムの仕組み（資料：人民銀行）

ともに統合された[19]。

２）「外貨取引センター」の取引現状

現行の銀行間の外貨取引センターは 1994 年４月４日に設立され，その本部は上海に置かれ，全国 36 都市にサブセンターが設けられている。同センターの管理権限は人民銀行の下部組織である外貨管理局にある（図７を参照）。2002 年現在，外貨取引センターで取引されている通貨のうち，ドルは 99%と絶対なウェイトを占めている。その背景には，①貿易決済のほとんどはドルであること，②外国直接投資の原資はドルであること，③国内金融機関を中心とする投資家はドル建て資産の保有を選好していることなどがある[20]。外貨取引センターの外貨取引が安定して推移している背景として，94 年以降大きな経常黒字が維持されているほか，毎年 400 億ドル前後の外国直接投資が中国に対し行われることがあげられる。現行の「外貨管理条例」では（付表２），中国企業の外貨収入は外国為替指定銀行に売却しなければならないとされており，経常黒字の大半は外国為替指定銀行を通じて外貨取引センターで売却されていると推察される。

３）人民元レートの決定メカニズム

中国の外貨管理体制は 1979 年以前の完全な計画管理体制から，1994 年までの「外貨保留制度」による管理体制に，更に 1994 年から 1996 年までの条件付自由交換及び 1996 年 12 月から IMF 第８条の適用により経常項目の自由交換の実現という自由化の歩みを辿ってきた。中国の為替相場制度は「市場に基づく，単一的，管理される変動相場制」を実行するとされた。経常項目の自由交換への過程での人民元レートの一本化，外国為替市場の統合の実現は中国が外貨管理の面では大きな進歩と言えよう。以下図８に沿ってこのような経常項目の外貨管理の仕組みを検討しよう。

①外貨集中制の実施

まず，輸出によって企業の受け取った外貨収入は，中国企業の場合には 1994 年の「外貨保留制度」の廃止により，全額を外国為替指定銀行に提示された顧客レートで売却しなければならず，いわゆる「外貨集中管理制」になっている。ただし，国有企業改革の支援（外貨売却・購入手数料におけるコストの軽減など）及び外資系企業との逆差別の解消の観点から，一定の条件の下で年輸出入総額の 15%を保留することが 1997 年 10 月から認められた[21]。「外貨集中管理制」導入の目的はインターバンク市場外貨取引量を増やし，闇市場への外貨流出を防ぐためであったと言われた。しかし，アジア通貨危機の中で人民元切り下げの憶測が生じ，輸出企業が虚偽の通関証明書などを用いて違法に外貨を取得し，闇市場で売却することが見られたことで，「外貨集中管理制」の有効性は失われた。外資

19）中国外貨管理年報（1996）
20）中国人民銀行の公表データ（2002）
21）中国外貨管理局年報（1998）

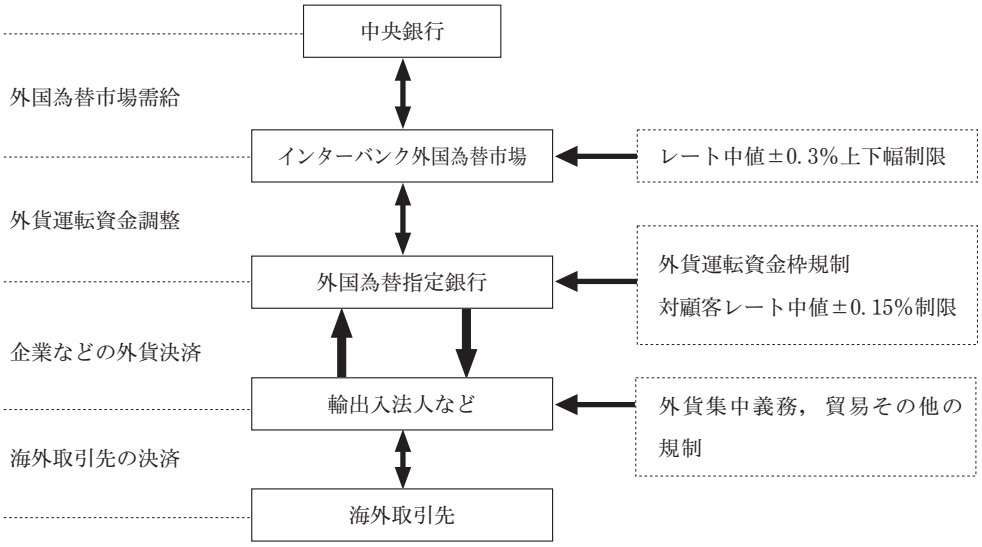


図８　経常項目外貨管理の仕組み（中国外貨管理条例に基づき作成）

系企業の場合には，100%保留の政策を改め，外貨管理局が当該外資系企業の実際投資額，経常項目の外貨運転資金の需要及び中央銀行の通貨政策目標を考慮して確定した最高額以内であれば，外国為替指定銀行に売却するかどうかは自主的に決めることができる。最高額を超える部分は外国為替銀行に売却しなければならないとされている[22]。

②外貨使用の制限

次に，IMF 第８条の適用によって外貨管理の見地から輸入などに必要な外貨購入認可制は廃止された。これにより一般的な貿易に必要な外貨は正当な証明によって外国為替銀行から購入できるようになった。特に，外資系企業による外貨購入の認可制及び外貨バランスを取れない外資企業の利潤の海外送金への制限も廃止された。また，個人の外貨購入制限も緩和された。

これまで中国の為替管理を概観してきたが，人民元レートは平価をもつ固定レートではないにもかかわらず，極めて厳重な為替管理の中で決定されている。国際資本移動の規制の上に，前日比±0.3%の枠内でのみ変動するメカニズムと，それがどうのようにして可能となっているかが以上で明らかであろう。人民元レートは，事実上中国通貨当局が裁量的に決定しているとも言えるのである。しばしば，何らかの為替平価を中心とした固定相場制を採用していない人民元に関して「切り上げ」，もしくは「切り下げ」という表現が使用されるが，そうした表現は奇異であるとしても現実を反映しているのである。

第２章　人民元レートの妥当性

§１．人民元レートの推移

１）概観―改革開放政策以降の為替動向

中国は，改革開放政策の下で，1980 年初頭から為替制度改革に着手したが，それ以降の人民元レートの推移をみると，①二重レートが統一された 1994 年初までの大幅な下落局面と，②1994 年から事実上のドルペッグ制が採用された以降，実質レート（1990 年の 36 都市の

22）中国外貨管理条例の第 75 条

CPI を基準に）と名目レートとの大きな乖離などに大別できる（図３を参照）。

改革開放の初期にあたる前者の局面では，貿易自由化（＝計画貿易[23]の縮小，自主貿易の拡大）や価格自由化が進められる中で，人民元レートはこうした自由化の影響を受けながら大幅に下落した。1980 年から 1994 年１月までの間に，人民元レートは，対ドルで 80%強（1980 年平均１ドル＝1.5 元から 1994 年１月 8.7 元），実質為替レートでは 76%の下落をみた。1994 年以降は，人民元は概ねドルペッグとなっている。ただし，1990 年代後半には情報関連投資による生産性上昇率の高まりなどからドル高が進んだため，「強いドル」に連動している人民元の実効レートは強くなっている。

２）1980 年から 1994 年初までの大幅な下落

改革開放以前の「計画貿易」の下では，政府が国営貿易会社を通じて全ての貿易を行なっていた。また，外貨は政府が集中管理していたため，貿易に際して人民元と外貨が交換されることはなかった。この時期，為替レートとしては，政府が定める「公定レート[24]」があったが，外国からの旅行者の両替など一部の為替取引のほかは，国営貿易会社の会計や統計作成上の計算尺度などに用いられ，企業の採算性や内外の相対価格に見合ったものではなかった。公定レートは，専ら，政治的な理由（「強く安定した人民元＝国力の反映」との対外配慮）で決められていたと言われている。もっとも，改革開放政策の下で自主貿易が段階的に拡大されると，企業の採算性や内外の相対価格を反映する為替レートが必要となった。このため，1981 年以降は，自主貿易に適用するレートと，計画貿易に適用する公定レートを併用する二重レート制に移行した。まず，自主貿易に適用するレートとして，1981 年に，輸出平均コストに基づいて算出する「内部決算レート」が導入され，公定レート（１ドル＝1.5 元）に比べて 50%程度の元安となる１ドル＝2.8 元に設定された。その後，1985 年初に公定レートが内部決算レートの水準に引き下げられるとともに，「内部決算レート[25]」は廃止されたが，外貨留保制度とともに，1986 年以降，主要都市に「外貨調整センター」が設立されると，同センターで企業間[26]の外貨売買が行なわれるようになった。同センターの為替レート（以下，「市場レート」）は市場需給でほぼ決定されたため，貿易収支を反映して変動した。このため，1980 年代後半に入って，価格自由化の本格化[27]に伴う物価高騰などから貿易赤字が膨らむと，市場レートはほぼ一貫して大幅な下落をみた。

他方，公定レートは，市場レートにほぼ追随するかたちで切り下げられた[28]。そして，1994 年初に，計画貿易の縮小から公定レートの意義が失われたことや，GATT（現在，WTO に改組）加盟条件として二重レートの是正が求められたことから，公定レート（1993 年末１ドル＝5.8 元）を市場レート（同１ドル＝8.7 元）に鞘寄せするかたちで人民元レートが統一された。この際，公定レートが 33%切り下げられたので，人民元の大幅な切り下げが行なわれたとの

23）計画貿易の主眼は，国内で充足できない物資の輸入に置かれて，輸出は，輸入のための外貨獲得手段と位置づけられていた。また政府は全ての輸出入の数量，価格を定めて，貿易収支を概ね均衡させた。

24）「公定レート」は，1956 年以降，米ドルに対しペッグしていたが，主要国が変動相場制に移行した 1973 年以降，主要貿易相手国の通貨バスケットに対しペッグしていた。

25）「内部決算レート」は，1978 年時点の輸出コストに 10%の利潤を上乗せして算出された。

26）1986 年には，主として経済特区の外資企業間で取引が始まり，1988 年に地場企業などにも本格的な参入が認められるようになった。

27）1978 年時点では，市場価格が適用された品目は全体の５%以下に過ぎなかったが，1993 年には，80%を超えている。

28）なお，1990 年～1991 年にかけては，天安門事件後の内需低迷により貿易収支が黒字に転じたため，市場レートは上昇したが，公定レートは，輸出補助金廃止による企業の輸出採算悪化を勘案して引き下げられた。

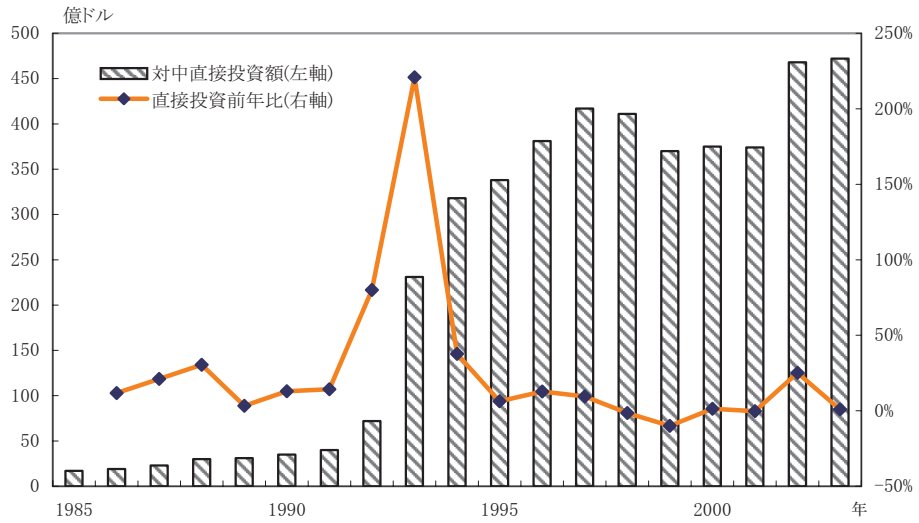


図９　中国への直接投資（データ：中国統計年鑑）

見方があるが，公定レートでの取引は既に全体の２割までに縮小していたため，実質的な切り下げ幅は７％程度と言われている。

３）94 年以降の事実上のドルペッグ制

1994 年以降，人民元レートは，概ねドルペッグとなっている。他方，1990 年代後半以降，「強いドル」に連動していた新興市場諸国の中には，アジア諸国を始めとして，ドルペッグを維持できなかった国が多い。人民元の「強いドル」に対する連動を可能ならしめた要因としては，資本取引規制や 1992 年の鄧小平による南方談話を契機とした高水準の直接投資流入（資本，技術の移転）が指摘できよう（図９を参照）。90 年代に入ってから，世界の総輸出に占める中国のシェア上昇のペースが加速しているが，これは専ら外資企業によるものである。また，外資主導で輸出品目の高付加価値化が進んでおり，90 年代を通じて，機械機器の輸出に占めるシェアが急速に上昇し，最近では衣料，雑貨等とほぼ同じ比率となっている。その反面，国有企業や農業部門は，雇用確保の観点などから生産性が相対的に低下していたため，高関税や輸入数量割当措置によって保護されてきた。

４）実質レートと名目レートとの乖離

93 年以降，実質レートと名目レートの間に，大きな乖離が見られるようになった（図３を参照）。原因としては，92 年から始まったアメリカの好景気による輸出の増加や国内の顕著な経済成長などに伴う高いインフレ率が続いていたため，実質レートが低下し，人民元が過大評価となった。中国製品は国際市場での競争力を急速に失ったため，93 年，貿易赤字を記録した。これは元安圧力をもたらしたが，93 年以降，毎年平均にして 300 億以上の高質な直接投資の流入によって国内企業の生産性と技術力が急速に高められていることから 94 年以降，貿易収支は持続的に黒字を維持している。97 年経済危機後，人民元の切り下げの圧力が再び強まったが，中国政府は，安定的な直接投資を持続的に流入させること，国内企業の競争力を高めることなどから人民元の切り下げを行わなかった。これは，政治的な意味が勿論大きいと言えようとも，中長期的にみれば，元の実質レートの安定に寄与したとも言える。

§２．人民元レートの管理から生じる問題

１）人民元レート形成の非市場性

外貨の強制決済制度と外貨の条件付き購入制度は外貨の真の需給関係を歪めてしまう。顧客市場での歪んだ需給関係は銀行間市場に反映され，人民元レート形成の市場基礎が弱められている。現行外貨管理制度の下で外貨強制決済制により外貨供給が強制されるので，中央銀行は常に外替市場で介入を行い，余剰な外貨を吸い上げる。その一方では，外貨需要はある程度制限されているため，外替市場では常に供給が需要を上回る状態が続いている。従って，現行の外貨管理仕組みの下で，人民元レートは明らかに市場均衡レートから乖離し，元高の方向に動くことになろう。

他方，顧客市場で歪んだ需給関係による人民元レートと均衡レートの乖離は銀行間市場で補正されることも考えられる。だが，外国為替銀行への「ポジション管理」によりその補正機能も有効でなくなる。つまり，ある時点で外国為替市場で元高傾向にあると仮定し，輸出が減少する。したがって，外国為替銀行への外貨決済も少なくなり，外国為替市場の外貨不足が生じる。そこで中央銀行が介入しなければ，元は切り下がり，輸出拡大につながる。ところで，外国為替市場で外貨不足が生じた場合，「ポジション管理」により外国為替銀行は決済用ネット不足分を外国為替市場で購入しなければならないため，中央銀行は供給せざるを得ない。つまり，元が切り下がらなくとも，外国為替市場の不足外貨は中央銀行の供給により賄われる。人民元レート形成の市場メカニズムが動かないことになる。したがって，現行の為替相場制度は名目上「市場需給に基づく管理された変動制」になっているが，実質的には「固定相場制」を実施しているといえる。つまり，人民元の名目レートは米ドルとペッグして一定の水準で安定する。この人民元レートと市場均衡レートとの乖離は，輸出入企業が輸出金額を低く申告したり輸入金額を高く申告したりし，外貨を違法に保留し，闇市場へ大量流出する結果を招きかねない。そのため，1997 年から 99 年までの３年間，国際収支上の誤差脱漏は 487 億ドルに上った。実際に海外に逃避した資本は 588 億ドルに達するといわれる。

２）中央銀行のリスク管理，国内金融市場の整備と国有銀行の改革

中央銀行である人民銀行は，人民元のレートを事実上ドルにペッグさせているため，為替レート調整という金融手段を運営できなくなっている。それに加えて資本市場の開放を厳しく規制していることから，アジア金融危機のような事態が発生した場合に備えてリスク管理を強化しなければならない。そして，金融市場の開放と外国為替管理の緩和を実施する前提として，国内の金融制度を改革し，金融システムの効率化を図ることが必要である。中国の金融システムの問題は，国有銀行が金融資産の９割以上（94 年当時）を独占し，政府部門の要望に応じて国有企業に過剰流動性を供給することと，経済過熱が度々起きたことにある[29]。経済成長を持続させ，金融システムの効率化を図る目的で，94 年に金融改革が行われた。その内容とは，①中央銀行の独立性，②国有銀行[30]の商業化，③政策銀行の創設などであった。中国政府としては，

29）中国金融年鑑（1999）

30）四大国有商銀の不良債権残高は，2003 年９月末で計１兆 9,880 億元（約 26 兆円），貸出総額に占める不良債権比率は 21.4% に上る。四大銀行のうち，自己資本比率が国際業務を行う基準である８％を超えるのは中国銀行だけ。最も資産内容の悪い農業銀行は不良債権比率が 30% を超すとみられる。政府は，98 年には巨額の不良債権を抱える四大国有商銀の経営健全化に向け，2,700 億元の資本注入を行い，翌 99 年には四大国有商銀ごとに不良債権の資産管理会社（AMC）を設立し，４行合計で約 1.4 兆元に上る不良債権の買い取りを行った。今後も公的資金などによる資本注入を行う方針。銀行側の支援要請額は計 8,000 億元（約 10 兆円）との見方もある。不良債権処理を実施したうえで，外資導入を含めて資本増強を検討している。そのうえで四大銀行の上場に向け準備を進める予定。

2006 年に予定されている金融市場の前面開放に備えて国有銀行の競争力を高めることが重要な課題となっている。一方，国有銀行は巨額の不良債権を抱えており，財務内容を改善するために，高リスクの融資に慎重になり，本当に資金を必要としている中小企業などの成長セクターに資金が回らない貸し渋り現象が生じている。反面では，利益を確保するために不動産関連融資を増やしており，上海，北京などの一部の都市では，不動産バブルの懸念が生じている。経済の過熱と不動産バブルによる不良債権の新規発生を懸念した人民銀行は，今年銀行の貸出の伸びを抑える目的で，国有銀行の預金準備率を7.5%に引き上げた。政府も銀行に対して，加熱が起こっているセクターへの貸付を自粛するように，行政手段でマクロ経済の調整を図ろうとした。しかし，その結果，国債相場の急落と市場金利の急上昇を招き，人民銀行は公開市場操作で国債の買い入れを実施し，過剰の流動性を供給することを余儀なくされた。このように，人民銀行は，景気過熱が度々起こる際に金利調整という金融手段を使えなくなることで国内金融リスクの高まりを代償に払わなければならない。そのリスクは経済規模が大きくなるほど高くなる。他方，人民元がドルにペッグしているため，アメリカの景気回復による利上げに追随せざるを得なくなる。それが国内の経済にも金融システムにも大きな不安定要素をもたらした。従って，外国の圧力があろうとなかろうと，現在の人民元レートの管理を維持することが困難になりつつあることが明らかである。

§３．金融国際化に向けた為替制度の見直し

中国政府は，WTO 加盟後人民元の為替相場に「柔軟性」を持たせることを表明するとともに，その前提として，先物為替取引[31]の本格実施や企業に対する外貨保有の許可などリスク回避措置を講じる必要性についても強調した。

2003 年 12 月時点で，中国の外貨準備は4,032 億ドルに達し，世界で日本に次いで第２位である。そのほかに 1,486 億ドルの外貨預金がある。国際収支については，2003 年の経常収支は 459 億ドルの黒字を計上し，資本収支は527 億ドルの黒字であった。資本勘定のうち，中国が受け入れた外国直接投資は 472 億ドルに上る（表１を参照）。一方，中国の対外債務残高は 2003 年時点で 1,936 億米ドルであり，負債比率（対外債務残高の GDP 比）は 13.7%，債務比率（対外債務残高の外貨流入比）は 60.3%，債務返済比率（Debt Service Ratio＝債務返済額の外貨流入比）6.6%と低い水準にあり[32]，対外債務ポジションにそれほど問題があるとは認められない。むしろ，国際収支構造から言えば，経常収支，資本収支がともに黒字を計上している点で，発展途上国にある国民経済としては希有の状況にある。

潤沢な外貨流動性を保有するなかで，WTO 加盟後，国際化に向けた準備の必要性が高まっている。当面，外為管理制度について大きな変更は考えにくいが，以下のような自由化に向けた準備と一部の制度見直案[33]の提示がすでに行われている。

①外為規制緩和の大きな方向性は，事前管理の緩和と事後管理の強化である。経常取引に関する事前管理の緩和によって，各種申請手続きが簡素化される代わりに，事後のチェックと規則違反に対する罰則が強化される方針にある。

31）外国為替先物取引について，中国銀行は 1997 年から上海支店を中心に 12 の主要支店で試験的に行った。当初，最長４ヶ月の先物取引に限定されていたが，99 年から６ヶ月に期間が延長された。今の行われている外国為替取引は，通常の反対売買と差金決済を中心とするフューチャーズではなく，実需ベースに基づく先渡し取引である。人民元の為替相場が対米ドルで安定して推移しているなか，現行の為替取引において投機もできないことから，それほど需要があるとは考えられない。その先物取引を試験的に認めた意味は，そのメカニズムと管理･監督を学習することにあると思われる。

32）中国統計年鑑（2003）

33）富士通総研研究レポート No.124

②外為管理にかかわる内外企業の差別化制度の見直しである。現行の外為管理制度において，外資系企業の外貨取引の自由度が高いのに対して，地場企業は輸入にかかわる外貨調達が困難な状態にある。

③より一層の金利自由化を実施することである。現在，人民元の金利は中央銀行によって管理されているが，大口外貨預金金利は自由化されている。今後，外貨金利を全面的に自由化し，そのうえ，国内金利も段階的に自由化していく方針にある。

④外資銀行の業務範囲の拡大である。1999年末時点で，中国に進出している外資金融機関は463社にのぼり，外資銀行は163行に達している[34]。現行の「外資金融機構管理条例」によれば，外資銀行の金融業務は非居住者（外国人）へのサービスに限られており，居住者からの預金吸収や地場企業への貸出は原則として禁止されている。国家外貨管理局は現行の「外貨管理条例」の改訂を考案しており，その案によると，外資銀行の業務範囲は段階的に地場企業，すなわち，国有企業，郷鎮企業，私営企業にも拡大するといわれている。

⑤為替相場制度の変更である。人民銀行の戴相龍総裁は2001年1月の記者会見で現行の管理フロート制を堅持しながら，為替レートに柔軟性を持たせる必要性を示唆している。変更後の変動幅について戴総裁は言及を避けているが，人民元レートの変動幅を現行の0.3%から5％程度に広げる見方が有力である[35]。

一方，最近当局は，外貨流出と外貨の不正取引に対する取締りを強化している。その背景に外貨の海外への持出しが増えていることがある。国際収支に計上されている誤差脱漏は90年代に入り，急増しており，国内の研究機関の試算によると，国際収支の対外支払いに計上されていない誤差脱漏は，様々なルートを通して海外に流出してしまったといわれている。1992年から2003年までの4年間，国際収支上の誤差脱漏（累計）は-1,097億ドルにのぼった。当局にとり，金融の国際化を進めると同時に，いかに不正な外貨取引，地下金融を取り締まるかという難問を抱えている。

§4．今後の為替運営の展望

1）資本勘定の自由化について

2001年12月の中国のWTO加盟は，貿易・投資（直接投資）面での対外開放が最終局面に入ったことを意味する。今後は，金融面での対外開放である資本勘定の自由化が視野に入ってきている。

その際，重要なのは，資本勘定の自由化のテンポである。アジア通貨危機の教訓から言えば，資本勘定の自由化を進める前提として，金融システムの強化が不可欠である。資本勘定の自由化は，自国の金融市場を巨大な国際金融市場に晒すというリスクを伴うプロセスであるため，慎重な姿勢が求められる。また，一般的に望ましいとされる自由化の手順では，資本勘定の自由化を行なうにあたって，国内金融市場と海外金融市場を整合的にする必要があるとされている。

このため，資本勘定の自由化と歩調を合わせ，金利自由化を行なう必要があるが，金利自由化は，預貸金利鞘の縮小を通じて銀行の収益を圧迫するため，金融システムの強化が大前提となることに変りはない。このような認識の下で，中国は，アジア通貨危機以降，金融監督体制の整備，国有商業銀行改革，証券市場改革などを強化している[36]。また，資本勘定の自由化にお

34）“China Financial Outlook 2000” The People’s Bank of China

35）2001年1月18日「明報」 香港

36）金融監督体制については，1998年に人民銀行から証券･保険の監督機能を分離し，証券監督管理委員会と保険監督管理委員会を設立，また，同年に，人民銀行は，地方政府の支店に対する干渉を排除することを目的として省レベルの31の支店を省の枠を超える広域の9つの大支店に再編する組織改革を行った。国有商業銀行の改革

いても，漸進的なアプローチを選択しており，目下，投資額を制限する方式による証券投資の自由化を検討している（海外投資家が限定されたファンドを通じて中国株に投資できる QFII ＜Qualified Foreign Institutional Investors＞方式や，居住者が限定されたファンドを通じて対外証券投資ができる QDII＜Qualified Domestic Institutional Investor＞方式）。

ただ，金融･為替市場の安定を重視した慎重かつ漸進的なアプローチが求められる一方で，様々なニーズから，自由化を促す圧力が高まってくることも，資本勘定の自由化のテンポを左右しよう。第１に，為替レートの変動幅が拡大されれば，為替リスクをヘッジする手段やリーズ･アンド･ラグズへのニーズが高まるため，フォワード･スワップ取引の解禁や企業による外貨保有制限を緩和する必要性が高まってくるであろう。こうした措置は，持続的な貿易拡大や直接投資流入にとって不可欠である。第２に，金融システムの強化や企業リストラのために外資を活用するといった側面もあろう。グローバリゼーションが有するリスクを管理することが必要である反面，その恩恵を享受することも重要である。通貨危機後の韓国，ASEAN では，外資を活用して，企業･金融リストラを進めている面があるが，中国も，中小国有企業や不良債権の外資への売却[37]のほか，地場商業銀行に対する外資の出資を徐々に認め始めている。また，株式市場の安定のためには，機関投資家の育成が課題となっているが，海外投資家の投資ノウハウを活用するという発想もあり得よう。第３に，為替管理が十分に及ばない部分で様々な資本取引が自然に拡大し，当局がこれを追認するかたちで資本勘定の自由化が行なわれる可能性もあろう。居住者の外貨取得や香港株への投資など，規制の及ばない資金フローがあることは広く知られており，目下検討されている QDII や CDR[38]といった対外証券投資の自由化は，現状の追認といった性格も強い。また，最近は中国の経済力の向上に伴って既に，香港，マカオのほか，一部周辺国でも人民元が流通していることも広く知られている。一般的に，世界貿易と国際的な資本移動が飛躍的に増大し，かつ，金融技術の進歩から資本規制に対する迂回的な取引が生じ易い現状では，上記のような資本勘定の自由化を促す圧力は格段に強まっており，国内事情だけで，自由化のテンポを決められる余地は狭まってきている。このため，中国も，こうしたグローバリゼーションの文脈を明確に意識して，金融市場の整備や国有企業改革･国有商業銀行改革など資本勘定の自由化の前提となる諸改革を着実に進める必要性があろう。

２）人民元レートの柔軟性について

人民元レートの運営については，今後，徐々に変動幅が拡大されることが展望される。中国の WTO 加盟は，貿易収支の変動を大きくし，貿易が国内生産・雇用に及ぼす影響を増大させる可能性があるので，為替レートにショック吸収機能を持たせておく必要性が認識されている。また，WTO 加盟は，中国経済のファンダメンタルズや経済構造に多大な変化をもたらすので，適正な人民元レートの水準も大幅に変わることが予想されるわけであるが，この際のレート水準調整をスムーズに行うためにも，より柔軟な為替制度が必要となろう。

終わりに

本稿では，中国現行為替管理の仕組みにおい

については，1998 年に公的資本注入を実施したほか，1999 年には資産管理会社を設立し，国有商業銀行の不良債権を移管した。なお，国有商業銀行の不良債権比率は，2001 年末で 25%とされている（2003 年４月に人民銀行から銀行監督機能を分離し，銀行監督管理委員会を設立した）。

37）昨年，国有商業銀行の不良債権処理を担う資産管理会社は，保有する不良債権を海外投資家に販売することが特例として認められた。

38）CDR（China Depository Receipt）とは，ADR の中国版

て人民元需給要因などから人民元レートの決定メカニズムを明らかにするとともに，中国が直面する為替制度の問題点を明らかにしてきた。1994 年以降，中国は安定した人民元レートを維持して外国資本を惹きつけ，経済成長を達成した。だが，WTO 加盟後，さらに国際化を加速しなければならない。そのため，人民元レートを安定させる為替制度の選択が重要な課題となっている。前述のように，現行の為替相場制度は様々な問題を抱えており，特に中国は WTO 加盟に伴い，国内市場特に金融市場を５年後に開放することとなるため，資本移動規制の緩和を中心とする金融国際化の推進が不可避である。また，現行為替制度が抱えている問題は今後の為替運営，金融政策の策定に益々マイナス影響を与えると思われる。現段階では，国有企業改革はまだ道半ばであり，国有銀行の不良債権処理が遅々として進んでいない。さらに，政治改革の遅れもある。社会主義の政治的枠組みと市場経済の整合性に関する疑問も依然として残っている。

中国は将来に向けてより柔軟性のある為替相場制を選択しなければならない。その際に通貨バスケット制，変動相場制などの採用が可能になると考えられるが，現実的に考えれば，中国にとりバスケット制，変動相場制などの採用よりも，管理フロート制に柔軟性を持たせるほうが選択肢として妥当性が高いと一般的に考えられる。本稿では現在の中国のマクロ経済均衡に対応した人民元レートの水準自体には触れなかったが，今後の為替相場制の選択を考察するに際しては，中国のマクロ経済のファンダメンタルズを反映し，マクロ経済の安定成長にマイナスな影響を与えないような人民元レートを算出することが必要となる。また，それに基づいて妥当な人民元レート水準を定めることが可能だと考えている。今後の研究課題としたい。

謝辞

本稿の執筆にあたっては，北海道大学大学院経済学研究科の佐々木隆生教授からご指導を頂いた。この場を借りて深く感謝の意を表したい。

参考文献

・中文文献

１．林 桂軍（1997),『人民元レートの問題研究』対外経済貿易大学出版社。

２．継 英（1997),『中国外国為替市場の変革と発展』中国金融出版社。

３．戴 相龍（1997),『中国における金融改革と発展』中国金融出版社。

４．国家外貨管理局（1998),『外貨管理法規匯編』中国民主法制出版社。

・和文文献

１．深尾光洋（1983),『為替レートと金融市場　変動相場制の機能と評価』東洋経済新報社。

２．佐々木隆生（1987),「戦後国際経済の政治経済学」 藤田 勇編『権威的秩序と国家』所収　東京大学出版会。

３．J･ウィリアムソン，M･H･ミラー（1988),『為替レートと国際協調－目標相場圏とマクロ経済政策』(植林 茂ほか訳）東洋経済新報社。

４．高木信二（1989),『為替レートと国際通貨制度』東洋経済新報社。

５．ポール･クルーグマン（1990),『為替レートの謎を解く』(伊藤隆敏訳）東洋経済新報社。

６．中村 靖（1992),『計画経済のミクロ経済』日本経済評論社。

７．河合正弘（1994),『国際金融論』東京大学出版社。

８．佐々木隆生（1994),『国際資本移動の政治経済学』藤原書店。

９．関 志雄（1995),『円圏の経済学－アジアにおける通貨統合の展望』日本経済新聞社。

10．河合正弘，QUICK総合研究所アジア金融研究会編著（1996),『アジアの金融・資本市場－自由

化と相互依存』日本経済新聞社。
11. 浜田宏一（1996），『国際金融』岩波書店。
12. 関 志雄（1998），『人民元の切り下げは回避されるのか？』岩波書店。
13. 大宮瑛一（1998），『国際金融のグローバル・システム』世界書院。
14. 今井理之（2000），「中国の貿易と人民元レート」青木 健，馬田 啓編著『ポスト通貨危機の経済学－アジアの新しい経済秩序』勁草書房。
15. 馬 成三・伊藤信悟・海老名 誠（2000），『WTO加盟で中国経済が変わる』東洋経済新報社。
16. オリヴィエ・ブランシャール（1999，2000），『ブランシャールマクロ経済学（上下）』（鴇田忠彦ほか訳）東洋経済新報社。
17. ジョセフ・E・スティグリッツ（2001），『スティグリッツマクロ経済学』（藪下史郎ほか訳）東洋経済新報社。
18. ポール・デ・グラウウェ（2001），『国際通貨－外国為替レートと為替相場制度の理論と実際』（寿崎雅夫，平島真一監訳；国際金融研究会訳）東洋経済新報社。
19. 勝 悦子（2001），「アジア通貨の現状と展望－BBC ルール適用の妥当性」 関税・外国為替等審議会外国為替等分科会：アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会資料。
20. 三和総合研究所（2001），「人民元の中期的動向」三和総研編『調査レポート』。
21. 小川英治（2001），「地域横断的な通貨バスケット制の総括と展望」『通貨バスケット制実施国の実態調査』国際通貨研究所。

・英文文献

1. Mehran, Hassanali, Marc Quintyn and Tom Nordman (1996), "Monetary and Exchange System Reform in China: An Experiment in Gradualism," *IMF Occasional Paper* 141, IMF.
2. Marcus Noland (1998), "Global Economic Effects of the Asian Currency Devaluations," *IIE PAIE* 56, Institute for International Economics.
3. Yoshikawa, Hiroshi (1990), "On the Equilibrium Yen-Dollar Rate," *American Economic Review*, Vol. 80, pp. 576-583.
4. Krugman, P. R. (1989), "Exchange-rate instability," *The Lionel Robbins Lectures*, MIT Press, Cambridge (USA).
5. Isard, P. (1995), *Exchange Rate Economics*, Cambridge Press, Cambridge.
6. Willimson, John (1985), *The Exchange Rate System*, Institute for Economics, Washington D.C..
7. Bhandari, J. S. (1985), *Exchange Rate Management under Uncertainty*, MIT Press, Cambridge Mass.
8. Branson, W. H. and J. A. Frenkel (1990), *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, University of Chicago Press, Chicago.
9. Sebastian Edwards (1989), *Real Exchange Rate, Devaluation, and Adjustment*, MIT Press, Cambridge (USA).
10. Francesco Giavazzi and Alberto Giovannin (1989), *Limiting Exchange Rate Flexibility*, MIT Press, Cambridge (USA).
11. Patrick, H. T. and Tachi, R. (1987), *Japan and the United States Today : Exchange Rates, Macroeconomic Policies, and Financial Market Innovations*," Center on Japanese Economy and Business, Columbia University, New York.
12. Riechel, K. (1978), *Economic Effects of Exchange Rate Changes*, Lexington Books, Lexington.
13. Yenko, A. (1982), "Exchange rate regimes of ASEAN countries: a critical evaluation," *Institute of Southeast Asian Studies*, pp. 56-64, Singapore.
14. Stiglitz, J. E. (1998), *Whither Socialism?*, MIT Press, Cambridge (USA).
15. McKinnon, R. I. (1973), *Money, Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Brookings.
16. Shaw, E. S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Oxford.

17． Chen, K. Y. and C. W. Ng. Raymond (1999), *Regaining International Competitiveness : Hongkong after the Asian Financial Crisis.* *Centre for Asian Pacific Studies*, Lingnan College, Hongkong.

付表１　資本取引に係わる規則

		対外投資（資金流出）	対内投資（資金流入）	
直接投資		・許可制（対外貿易経済合作部，国家外貨管理局による許可）	・許可制（対外貿易経済合作部による許可）	
証券投資	株式･債券発行	非居住者による中国での株式・債券発行：禁止	居住者による海外での株式発行：許可制（証券監督管理委員会による許可） 居住者による海外での起債：許可制（国家外貨管理局による許可）	
	株式･債券売買	株式：原則禁止（国務院が特別に許可した場合のみ可） 債券：人民銀行に認可された金融機関等のみ可（人民元を外貨に交換して投資することを禁止）	株式：原則禁止（B 株への投資は自由） 債券：禁止	
対外貸出･借入		・国家外貨管理局に認可された金融機関のみ可（事後報告が必要）	地場金融機関・企業	・許可制（長期借入：１年超） ・国家外貨管理局による許可 ・「外資利用計画」に従い実施（短期借入：１年以内） ・金融機関は，国家外貨管理局が許可した残高枠内で自由（取引毎に許可を取得する必要はないが，事後報告が必要）
			外資	・自由（但し，事後的に国家外貨管理局に登録する必要）

資料：IMF“Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2001)”

付表２　中国の現行外国為替規制の概要

	規 制 内 容
経常取引	①輸入にかかわる対外支払い ・外国為替指定銀行で外貨を購入するが，輸入契約書などの証明書を提示する必要がある。当局による事前許可は必要ない。 ②貿易外にかかわる外貨需要 ・個人による非営利的な外貨購入について，規定金額までは確認書類の提示は必要ない。香港・マカオへの渡航は 1000 ドル，それ以外の地域の場合 2000 ドル。それ以上の外貨購入は外貨管理局の事前許可が必要である。
	①輸出にかかわる対外受け取り ・貿易にかかわる外貨収入は国内企業の場合，外国為替銀行に売却しなければならない。ただし例外として，年間貿易量 3000 万ドル以上及び資本金 1000 万元以上，または年間貿易量 1000 万ドル以上及び資本金 3000 万以上の大手貿易会社の場合，前年貿易額の 30％相当の外貨を外貨預金の形で保有できる。 ・外資系企業の場合，外貨管理局の許可を受けて専用の銀行口座に規定の金額まで外貨預金を保有できる。
資本取引	①株式 ・非居住者（外国人）の株式購入はＢ株に限られ，米ドル建てと香港ドル建てである。非居住者による中国国内での株式発行は禁止されている。 ・居住者（中国人）のＢ株購入は 2001 年２月以降解禁されている。海外の株式投資は原則として禁止されている。国内企業・金融機関による海外での株式発行は証券監督管理委員会の事前許可が必要である。 ②債権 ・非居住者の債券購入は原則として禁止されている。 ・居住者の海外債券購入は外貨管理局の事前許可が必要である。 ・居住者による海外での債券発行も外貨管理局の事前許可が必要であり，国家の外資利用計画に沿ったものでなければならない。
	①海外からの借入 ・国内企業･金融機関は外貨管理局の許可を受ければ，海外からの借入を行うことができる。１年未満の借入については外貨管理局への登録が必要であるのに対して，１年以上の借入は外貨管理局の事前許可が必要である。 ・外資系企業は海外からの借入を自由に行うことができるが，外貨管理局での登録が必要である。 ・借入の繰上げ返済については，借入契約に繰り上げ返済の取り極めがない場合は，繰上げ返済は認められない。繰上げ返済の取り決めがある場合でも，当局の許可を得た上で事前の外貨をもって返済することができるが，繰上げ返済のための外貨購入は認められない。
	①直接投資 ・中国への外資進出は関連の法律及び産業政策に従っていれば，原則として外国為替関連の規制がない。 ・国内企業による対外投資は外貨調達と投資内容に関する当局の審査をうける必要がる。さらに，対外投資の登録も必要である。

資料：中国「外貨管理条例」，「アジアの外国為替規制とアジア通貨/円の直接取引の可能性」(国際通貨研究所)