

中国における固定相場制から変動相場制への移行

—参考となる日本の経験と教訓—

NOMURA



株式会社野村資本市場研究所

シニアフェロー 関志雄

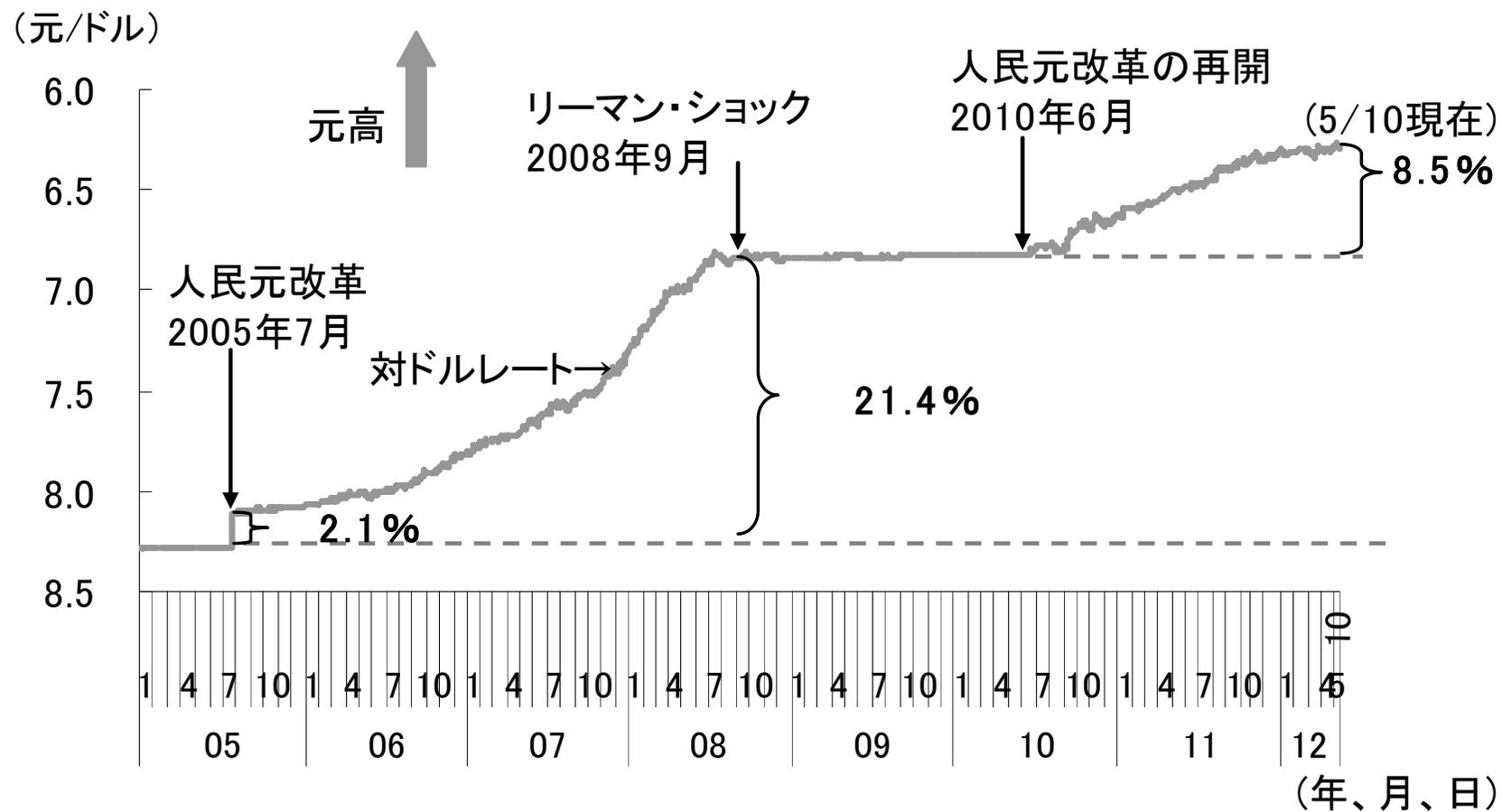
国務院発展研究センター— 野村財団 共同研究会議

通貨の国際化と人民元の展望

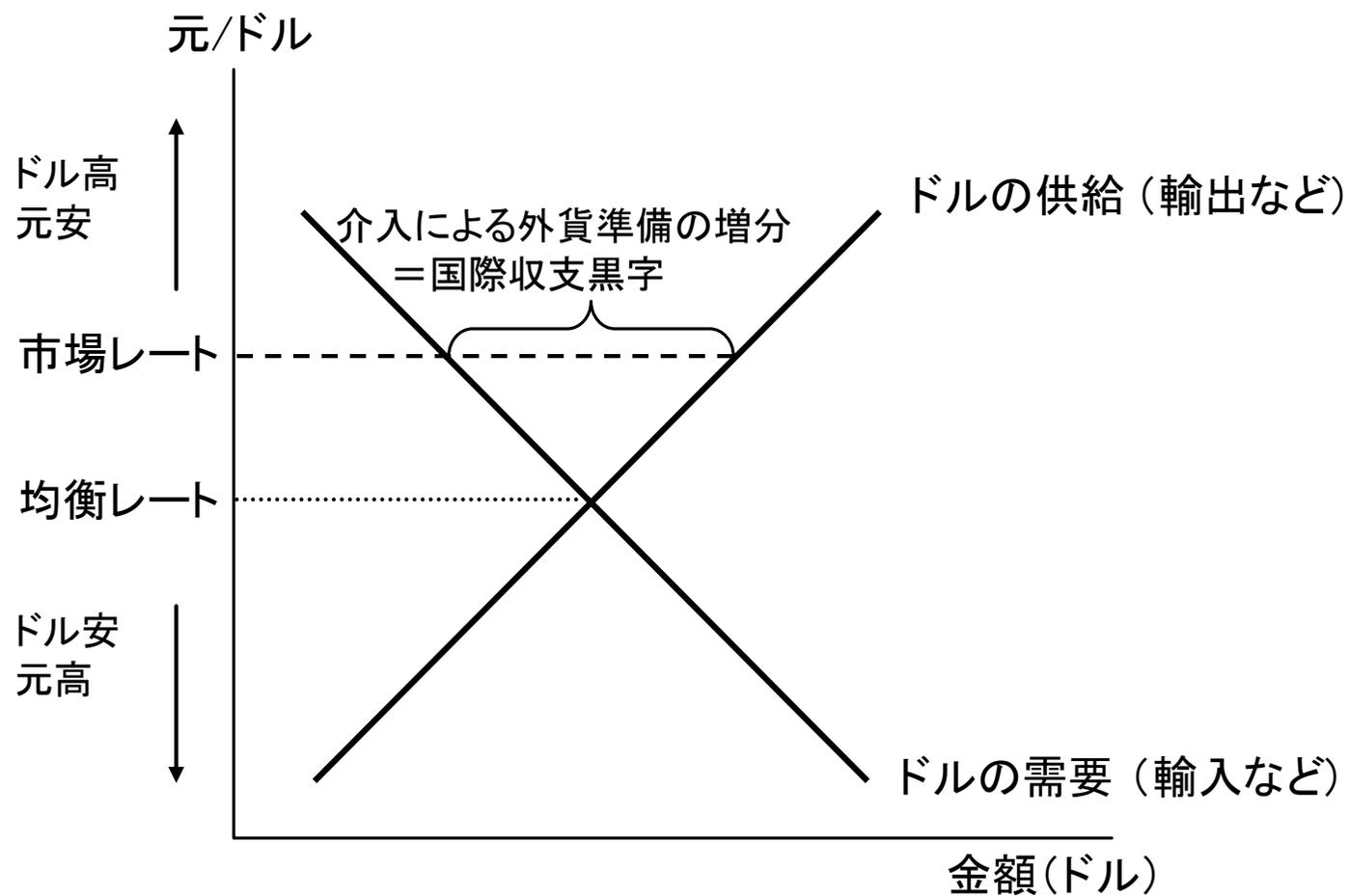
2012年5月26日

- 近年、中国の国際収支黒字の拡大とそれに伴う外貨準備の急増に象徴されるように、人民元は上昇圧力にさらされている。このような状況は、固定相場制から変動相場制への移行を迫られていた1970年代初めの日本と類似している。現在の中国と当時の日本は、直面しているマクロ経済環境だけでなく、為替政策を中心に交わされている政策論争についても、多くの共通点が見られている。両国ともに、切上げや変動相場制への移行には抵抗が強く、当局が無理して介入を通じて割安な為替レートを維持しようとした結果、流動性の膨張、ひいてはインフレの加速と資産バブルの膨張を招いてしまった。これらの問題に対処するために、中国も日本と同様に、当局が原則として介入しない「完全変動相場制」に移行しなければならない。
- 中国が2005年7月に管理変動制に移行した当時、人民元レートは均衡水準を大幅に下回ったと思われていた。しかし、その後、ドルに対して30%ほど上昇しており、それを背景に、中国の経常収支の黒字が大幅に縮小しているだけでなく、資本収支を合わせた国際収支の黒字もほぼ解消されている。当局が市場への介入を控える中で形成された現在の人民元レートは、すでに均衡水準に近づいていると思われる。そうだとすれば、市場介入が止められても、人民元レートが大幅に上昇する恐れがなくなることから、中国が「完全変動相場制」へ移行する時機はすでに熟したと言える。

- 2005年7月に導入され、リーマン・ショックによって2年間ほど中断され、2010年6月に復帰
- 変動幅(Band)
 - 当局は、毎日、取引が始まる前に基準となる中間レートを発表し、一日当たりの変動幅を制限すること
 - 当初、市場レートは、中間レートの上下0.3%に制限されたが、2007年5月21日から上下0.5%に、さらに2012年4月16日から上下1.0%に拡大された。
- 通貨バスケット(Basket)
 - 当局は、為替レートを調整する際、人民元の対ドル安定を重視しながらも、他の主要通貨の対ドル変動も考慮する
 - 人民元とドル以外の主要通貨との連動性が極めて薄いことから判断して、ドルが依然としてバスケットのウェイトの大半を占めていると見られる。
- クローリング(Crawling)
 - ある方向性を持って為替レートを微調整していくこと
 - 2005年7月にドルペッグ(ドル連動制)から「管理変動相場制」に移行して以来、人民元はドルに対して約30%上昇している
- 為替レートを毎日中間値の上下1.0%に収めるために、またクローリングのペースを抑えるために、当局は日々介入を繰り返さなければならない。

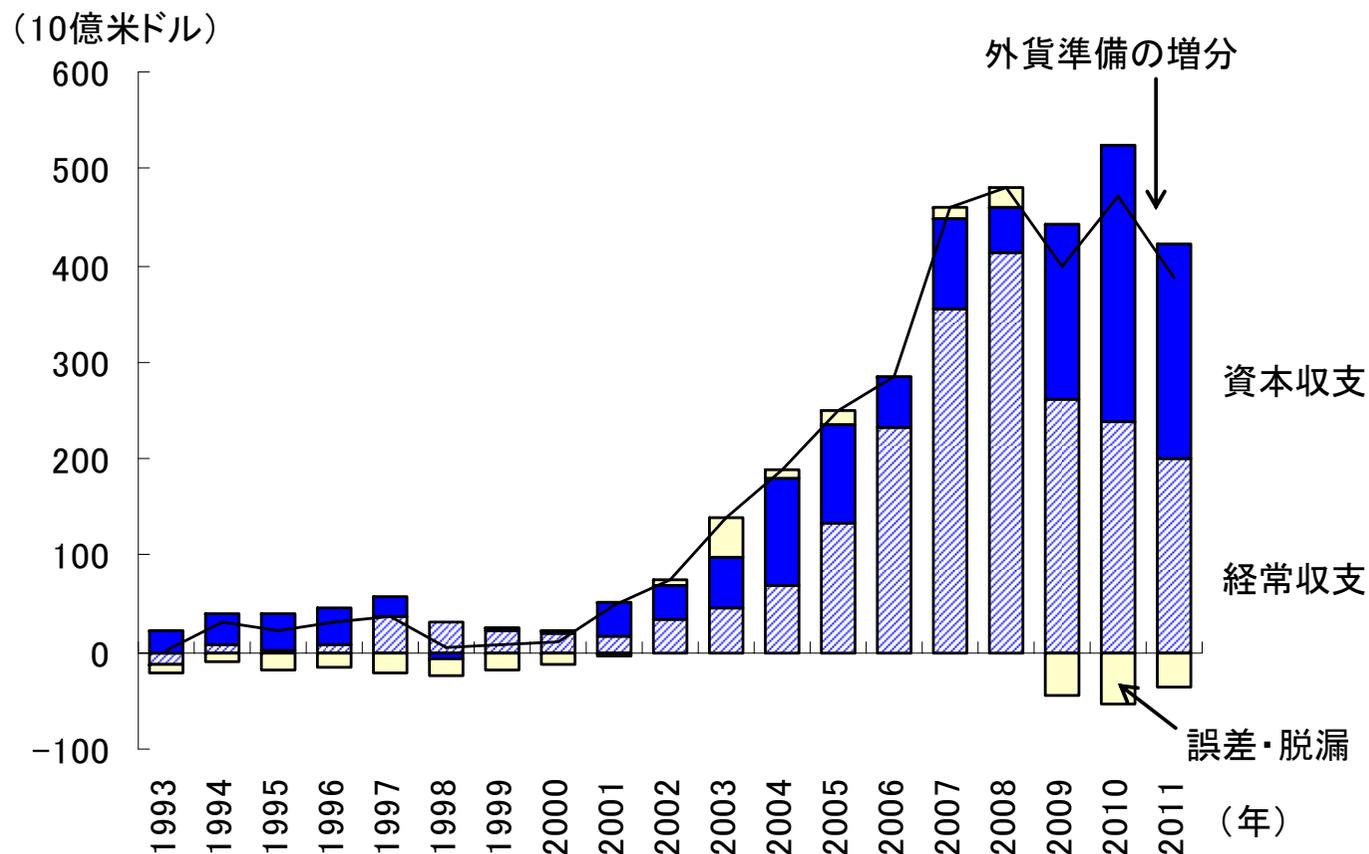


(出所) 中国国家外匯管理局より野村資本市場研究所作成

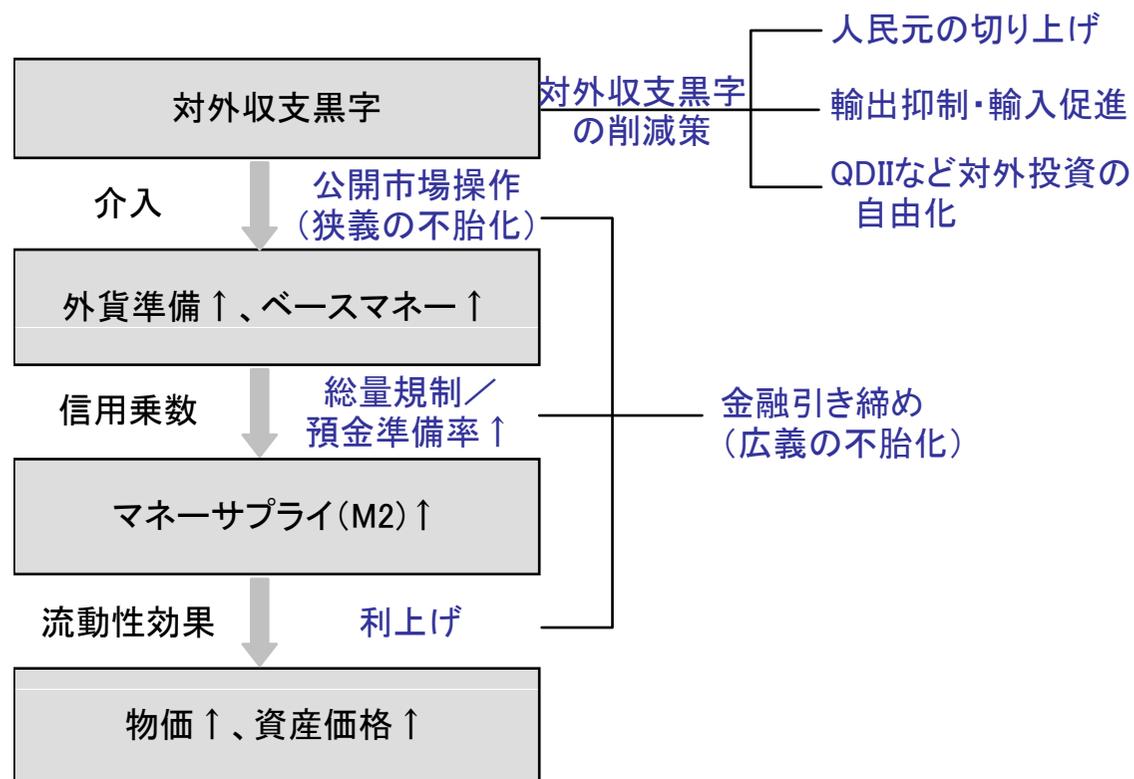


(出所) 野村資本市場研究所作成

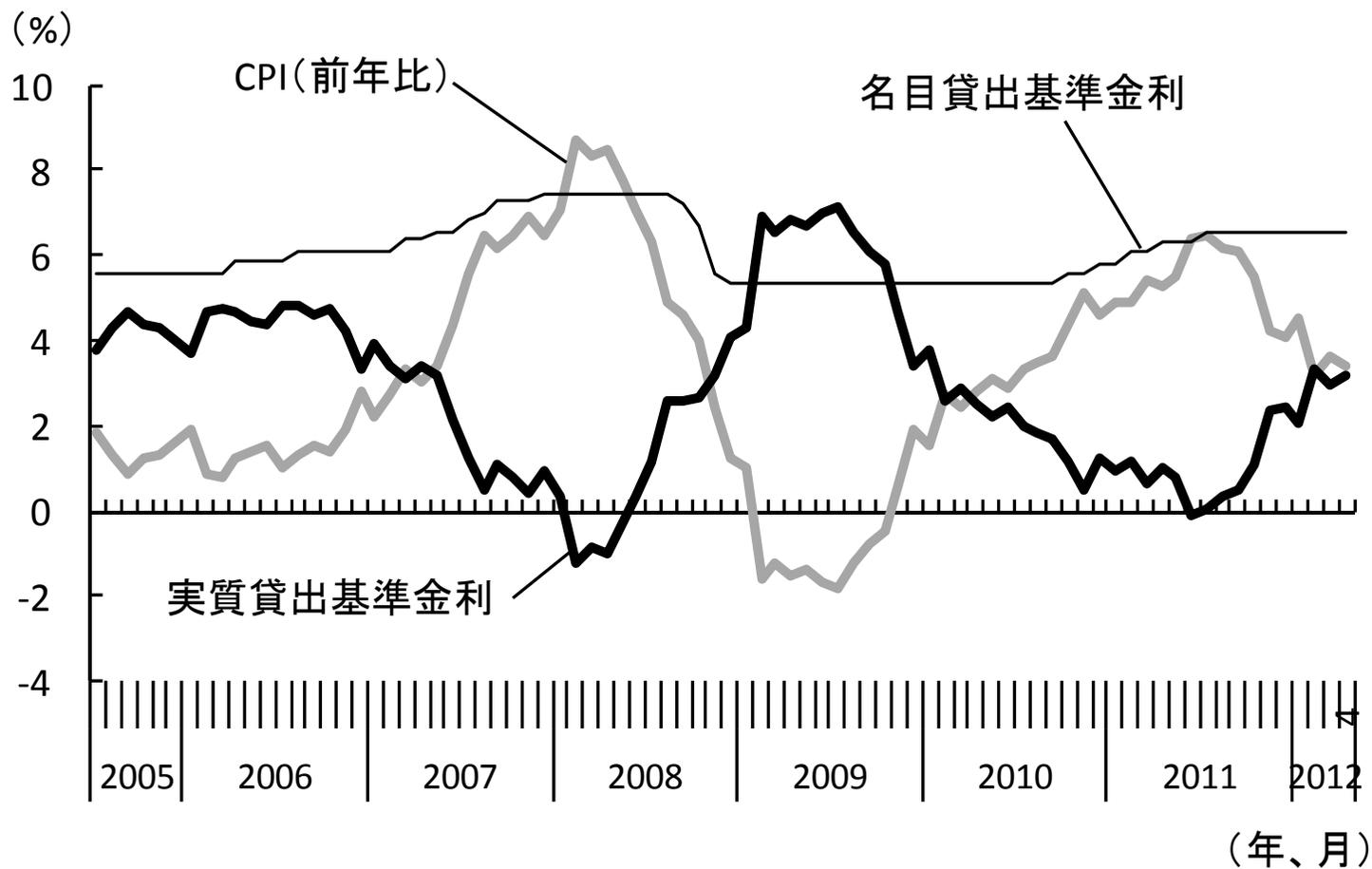
中国における国際収支黒字の拡大と外貨準備の増加



(注) 外貨準備の増分 = 経常収支 + 資本収支 + 誤差・脱漏
 (出所) CEICデータベースより野村資本市場研究所作成



(出所)野村資本市場研究所作成

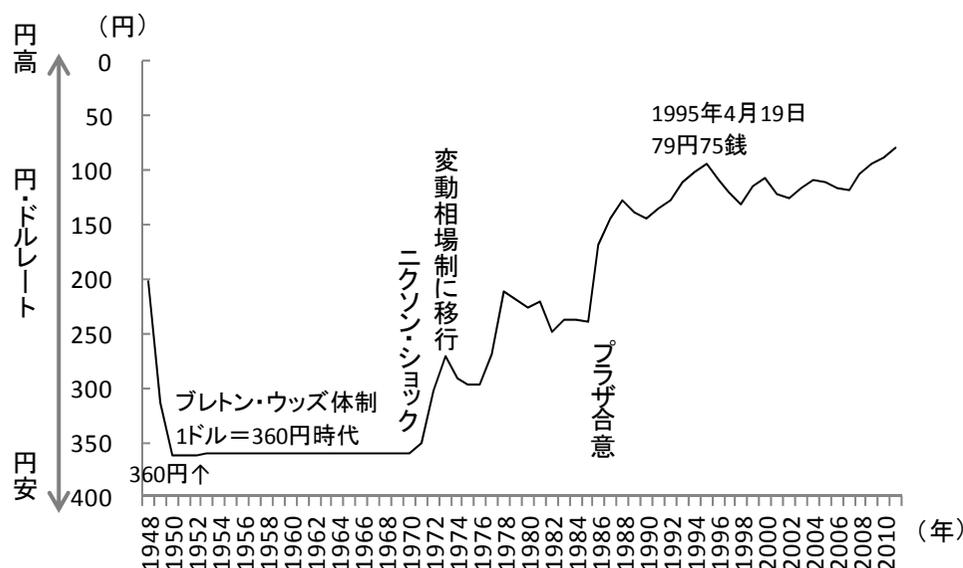


(注) 貸出基準金利は一年満期。実質貸出基準金利 = 名目貸出基準金利 - CPI(前年比)
 (出所) CEICデータベースより野村資本市場研究所推計・作成

	自由な 資本移動	独立した 金融政策	固定為替 レート	例
資本規制	×	○	○	2005年7月までの中国
通貨同盟	○	×	○	香港、EU
変動相場制	○	○	×	日本、オーストラリア
管理変動相場制	△	△	△	2005年7月以降の中国

(出所)野村資本市場研究所作成

戦後の円/ドルレートの推移(年平均)



(出所) CEICデータベースより野村資本市場研究所作成

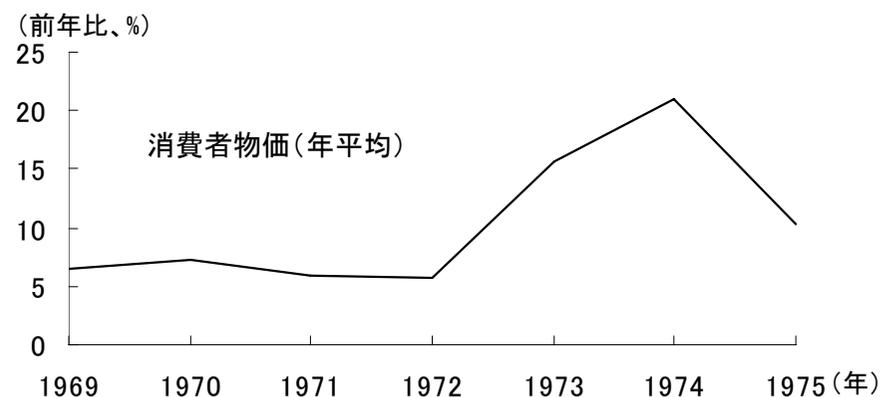
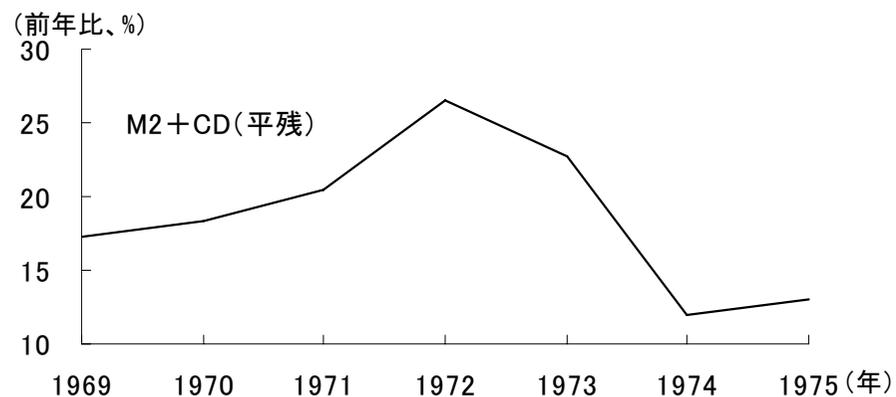
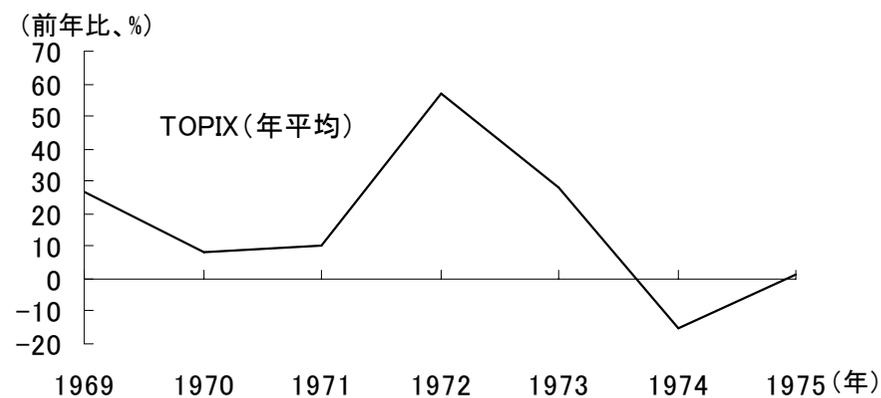
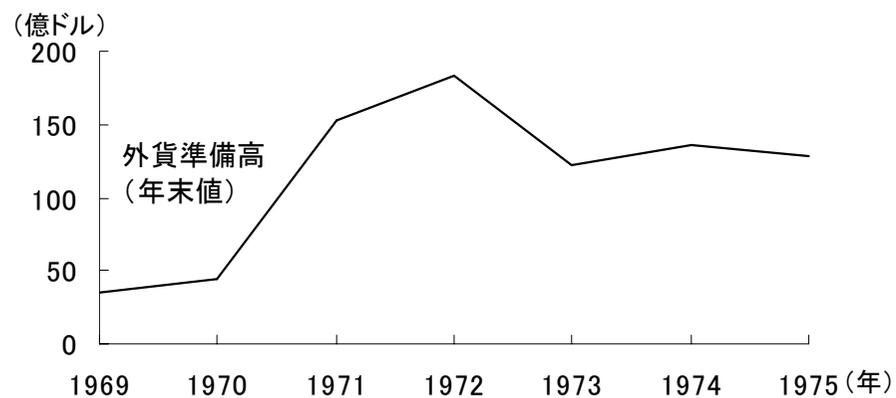
- 戦後のブレトンウッズ体制下、1ドル=360円
- 1970年代の初めに、円が上昇圧力にさらされ、国際収支黒字の拡大は流動性の膨張をもたらした
- 1971年8月15日 ニクソンショック(ドルと金の交換性停止)
- 1971年8月28日にしばらく変動制に移行、固定制への復帰を模索
- 1971年12月18日 スミソニアン合意(1ドル=308円で固定制へ復帰)
- 1973年2月14日 変動相場制へ移行
- 1980年12月 外為法の改訂(原則禁止から原則自由へ)
- 1985年9月22日 プラザ合意(円がドルに対して大幅上昇)
- 1995年4月 一時1ドル=80円を突破し、ニクソンショック以降、円・ドルレートは25年間にわたって年率6%上昇
- 1998年4月 外為法の全面改定(為銀主義廃止)

参考

- 中国は2005年7月21日「ドルペッグ」から「管理変動制」へ移行

中国と1970年代初頭の日本との類似点 —マクロ経済環境と政策対応—

- 長期間にわたってドルペッグが採用された
- 自国製品の国際競争力の向上
- 基軸通貨であるドルの下落
- 自国通貨が割安となり、貿易黒字も増加
- 強まる切り上げ期待の下でホットマネーが流入
- 為替レートの上昇を抑えるために、当局が介入し、過剰流動性、インフレとバブルの膨張を招く
- 固定相場制から変動相場制へ



(出所)総務省「日本の長期統計」より野村資本市場研究所作成

- 政策当局は切り上げと変動制への移行には慎重だったが、これに対して「為替政策研究会」(代表幹事:天野明弘教授・小宮隆太郎教授)による切り上げの提案
 - 為替政策は構造問題の解決にならず、複数の政策目標を達成するためにはポリシー・ミックスが必要
 - 対外収支と外貨準備が多ければ多いほどいいという「常識」に疑問
 - 「小刻み調整」を提案

1970年代初期の円切り上げについての賛否両論

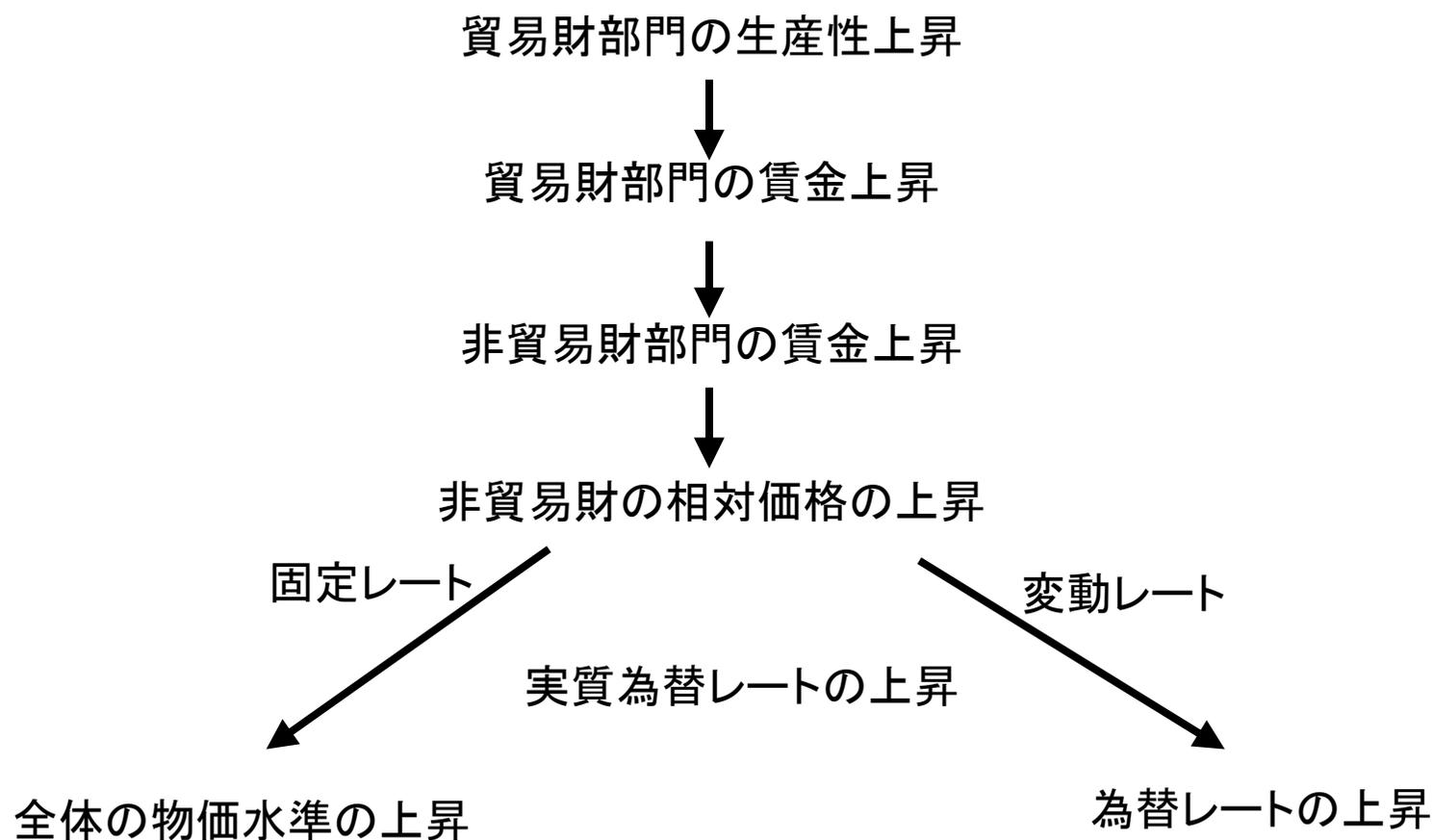
	円切り上げ反対の主な理由	「為替政策研究会」の反論
<1>	円の切り上げは、「輸出増進」と「外貨獲得」という「国益」に反する。	<ul style="list-style-type: none"> ◎ 国際収支の黒字の累積は国民経済への弊害が大きい。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 経済活動の本来の目的である自国の消費・投資・政府支出が生産以下に抑えられる。 ・ 赤字国からのインフレ輸入を招く。
<2>	円の切り上げよりは、ドル切下げ、もしくはそれを可能にするための国際通貨制度の改革が必要である。	<ul style="list-style-type: none"> ◎ ドル本位制の欠陥を克服するような国際通貨制度の改革は、日本だけで実施しえない問題であり、関係諸国との間で長期間の調整が必要。 ◎ 黒字の累積が日本経済にもたらした悪影響を是正することは、日本にとって、自ら取り組まなければならない緊急課題である。
<3>	産業界への影響が大きい。	<ul style="list-style-type: none"> ◎ 日本企業の国際的競争力が年々高まっており、小刻みの切り上げ調整の場合、切り上げによる競争条件の不利化は、転換過程を通じて吸収される可能性が高い。 ◎ 円の切り上げにより、国内の有効需要の落ち込みと国内資源の不完全雇用が引き起こされた場合、同時に拡張的財政支出政策を組み合わせることによって、十分対応できる。
<4>	いったん切り上げを行えば、歯止めを失い、円平価の安定性が失われる。	◎ 構造的に日本の黒字累積傾向が絶えず続くと予想される場合に、小刻み切り上げ調整方式は、国際収支のアンバランスを是正することができ、しかも、経済全体に対する衝撃はそれほど大きなものとはならない。
<5>	経済成長の誘因を喪失させる。	◎ 円の切り上げは、企業の利潤と賃金上昇を抑えることを通じて生産性向上の意欲、ひいては経済成長を阻害すると懸念されている。成長の意欲は賃金上昇と生産性上昇率との関係によってもたらされるのではなく、成長の基本要因は投資行動と技術進歩の諸要因にある。
<6>	物価安定の効果に乏しい。	<ul style="list-style-type: none"> ◎ 円の切り上げの目的は国際収支の不均衡がもたらす日本経済への全般的損失を減少させることであり、物価対策は円の切り上げの一つ側面にすぎない。 ◎ 他の代替案より、輸入自由化と組み合わせられる円の切り上げの効果は、国際収支調整策としても、物価抑制効果の面においても、より好ましい成果をもたらすと考えられる。
<7>	国内に弱い円を切り上げる理由はない。	◎ 円の切り上げは外に対して円の購買力を高めることができ、内に対しても円を強くすることになる。

(出所) 為替政策研究会「円レートの小刻み調整についての提言」(『季刊現代経済』第2号、1971年9月)より野村資本市場研究所作成

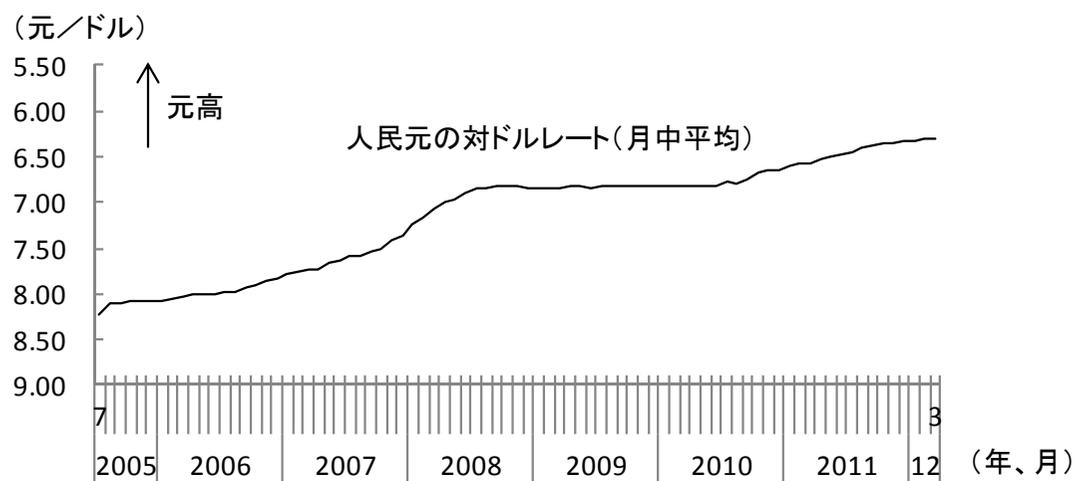
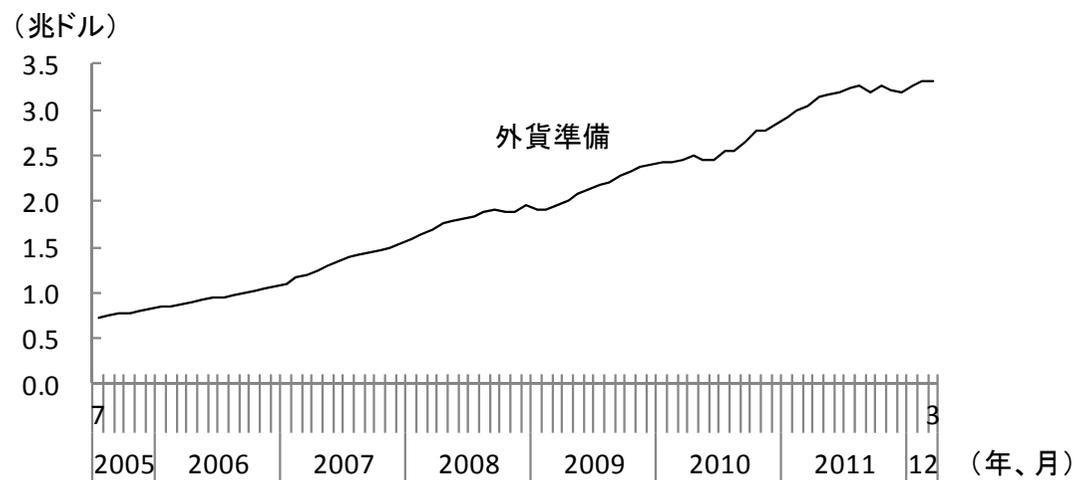
- 複数の目標が存在するときの経済政策のあり方
 - テインバーゲンの定理: 複数の独立した政策目標を達成するためには同じ数の政策手段を必要とする
 - マンデルの定理: 政策の諸手段は、それぞれが最も効果を発揮する政策目標に対して割り当てられるべきである

- 現在、中国はマクロ経済の安定と、効率の悪い企業・産業を保護するという二つの政策目標を目指している
 - テインバーゲンの定理に従えば、為替政策という一つの手段だけでは、両方を同時に達成することはできず、他にもう一つの手段が必要である。
 - マンデルの定理に従えば、為替政策はマクロ経済の安定に割り当てべきであり、所得分配や構造問題の解決は制度改革に求めるべきである。

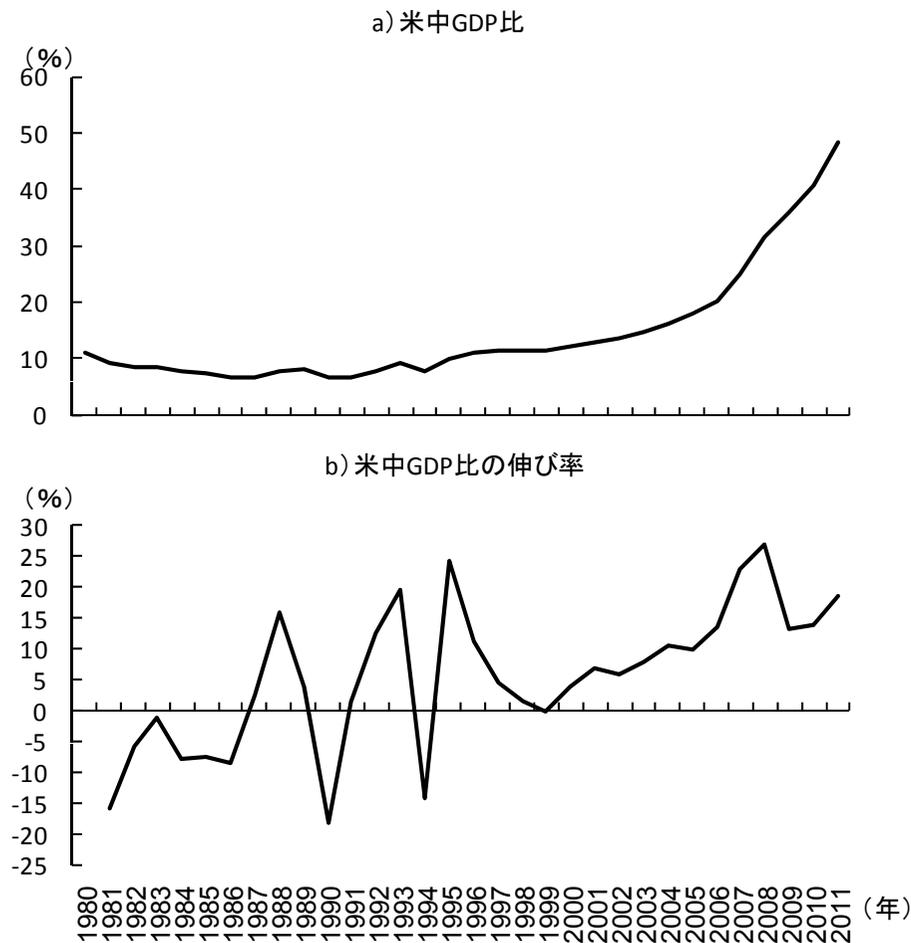
- 「為替政策研究会」の観点は現在の中国にも当てはまる
- 為替の上昇を抑制するための介入はインフレとバブルを招きかねない
- 高成長経済では実質為替レートが上昇するため、インフレと切り上げはトレードオフ関係になる(バラッサ=サミュエルソンの仮説)
 - 当局は名目為替レートをコントロールできても、実質為替レートをコントロールできない。
- 資本移動の自由化は変動相場制への移行より遅くてもかまわない
- 中国の現在の「管理変動制」はあくまでも移行期の制度に過ぎず、完全変動相場制への移行は避けられない
- 為替相場水準が均衡レートに近づいた時は完全変動相場制へ移行する好機
 - 最近、中国の外貨準備がそれほど増えなくなった(介入を控えている)にもかかわらず、人民元レートが安定していることから判断して、移行の時機はすでに熟したといえる
- 元高で早まる米中GDP逆転の時期



(出所)野村資本市場研究所作成



(出所)CEICデータベースより野村資本市場研究所作成



(注) 中国のGDPはドル換算。

(出所) 米国と中国の公式統計より作成

(単位: 年率、%)

	1981-1985年	1986-1990年	1991-1995年	1996-2000年	2001-2005年	2006-2011年
米中GDP比の伸び率	-8.0	-1.6	7.6	4.1	7.9	16.6
両国の「実質GDP成長率」の差	7.0	4.4	9.1	4.1	6.9	9.4
人民元の実質対ドルレートの伸び率	-15.0	-6.0	-1.5	0.0	1.0	7.2
両国の「GDPデフレーター」の伸び率の差	-1.6	3.8	9.6	-0.2	0.8	3.2
「人民元の対ドルレート」の伸び率	-13.5	-9.8	-11.1	0.2	0.2	4.0

(注) 伸び率(または成長率)は自然対数値の増分により算出される。計数は米中GDP比の伸び率への寄与度を示す。

(出所) 米国と中国の公式統計より作成

■ 分析結果

- 両国の「実質GDP成長率」の差は比較的安定している
- 米中GDP比の伸び率の主な変化
 - 「人民元の実質対ドルレート」の伸び率、中でも「人民元の対ドルレート」の伸び率の変動によるもの。
 - 特に、1995年まで人民元の実質対ドルレートの低下は米中GDP比の伸び率を押し下げる。
 - 逆に、2006以降、人民元の実質対ドルレートの上昇(年率7.2%)は米中GDP比の伸び率を年率16.6%という高い水準に押し上げる。

- 1990年代後半のアジア金融危機までは消極的姿勢
 - 資本の移動の自由化は経済の不安定化と金融政策の有効性の低下に繋がると懸念された(通貨の国際化に伴う最大のコスト)

- 1990年代以降積極的姿勢へ
 - ヨーロッパにおける共通通貨としてのユーロの導入
 - 金融危機を通じてアジアはドルへの依存を減らすべきという認識
 - 「ビッグバン」により金融・資本市場の抜本的自由化が進められ、東京市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融市場として育成

■ 国際的な側面

- 世界の3大経済地域の一端を担う欧州のユーロ及びアジアにおける主要通貨である円が、ドルを補完し、各国及び地域が節度ある経済運営を行うことにより、安定した国際通貨体制の構築に貢献することが期待される。
- 円の国際通貨としての役割強化は、為替市場、特にアジアにおける為替市場の安定、ひいてはアジア諸国の経済の安定に資する。

■ 国内の側面

- 国際取引における通貨の多様化は、金融サービスの新しい業務展開の可能性を提供し、円のマザー・マーケットである東京市場の活性化に貢献する。
- 国際金融取引における円ビジネスの拡大は、日本の金融機関にとって、ビジネス・チャンスの拡大につながるのと同時に、外貨建ての調達リスクを低減させ、ひいては国際競争力の回復・向上に資する。
- 対外取引の円建て化は、日本の企業等にとって為替リスク軽減のメリットがある。

(出所)外国為替等審議会答申、「21世紀に向けた円の国際化－世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応－」

■ インボイス通貨

- 日本の輸出に占める円建て比率は1990年代の半ば頃から40%程度で推移
- 日本の輸入に占める円建て比率は1990年代の半ば頃から25%程度で推移

■ 外為市場での取引量

- 円のシェアは1986年の11.3%から2010年の9.5%に低下(BIS)

■ 各国の中央銀行の外貨準備

- 円の割合は1995年の6.8%から直近の3.8%に低下(IMF)

■ 国際通貨の条件

- 発行国が経済などの面において国際的に大きな影響力を持つ
- 通貨価値が安定している(物価の安定、為替レートの安定)
- 利便性(流動性と対外開放度が高く、規範化された金融・資本市場の存在)

■ 日本はこれらの条件を満たすことができなかった

- 20年にわたって経済力が低下し続けている。
 - 世界のGDPに占める日本のシェアは1994年の17.8%から2011年の8.4%へ(IMF)
 - 世界輸出に占める日本のシェアは1986年の10.3%から2011年の4.5%へ(WTO)
 - アジア各国の日本への貿易依存度も大幅に低下
- バブル崩壊後、日本経済は長期にわたってデフレ状態に陥っている。アジア各国の通貨は1997～98年の金融危機以降も対円よりも対ドルとの連動性が強い
- 金融バグバンの実施にもかかわらず、東京の国際金融センターとしての地位はむしろ低下
 - 東証で上場している外国企業数は1991年の127から現在の11に低下
 - 東京は国際金融センターとしてロンドン、ニューヨーク、香港、シンガポール、上海に次ぐ第六位に(Long Finance, Global Financial Centers Index)。

- 人民元の国際化は成功するか
 - 中国はまもなく米国を抜いて世界一の貿易大国へ、2020年頃には米国を抜いて世界一のGDP大国へ
 - 一部のアジア通貨が人民元との連動性を強める可能性も
 - 流動性と対外開放度が高く、規範化された金融・資本市場を構築するにはなお時間がかかる

- 資本勘定の自由化は最大のリスク
 - 資本勘定の自由化は、国内の監督体制を含む金融部門強化が前提(シークエンシング)
 - 1997~98のアジア金融危機は、これらの条件が整っていないうちに資本勘定の自由化を推進することのリスクを示している。
 - 中国としても慎重に進めるべき(金利の自由化、為替レートの柔軟化が先決)



講師略歴

関志雄（かんしゆう）

野村資本市場研究所 シニアフェロー

学歴・職歴

1957 香港生まれ
 1979 香港中文大学経済学科卒
 1986 東京大学大学院経済学研究科博士課程修了、東京大学経済学博士(1996年)
 1986 香港上海銀行(Hong Kong & Shanghai Bank)入社、本社経済調査部エコノミスト
 1987 野村総合研究所入社、経済調査部主任研究員、経済調査部アジア調査室室長など
 2001 独立行政法人 経済産業研究所 上席研究員
 2004 野村資本市場研究所 シニアフェロー

日本政府委員

経済審議会21世紀世界経済委員会委員(1996-97年)
 財務省関税・外国為替等審議会専門委員(1997-99年、2003年-2010年)
 内閣府「日本21世紀ビジョン」に関する専門調査会 グローバル化WG委員(2004年)

主な著書・論文

『円圏の経済学』、日本経済新聞社、1995年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『日本人のための中国経済再入門』、東洋経済新報社、2002年
 『中国 未完の経済改革』、樊綱著・関志雄訳、岩波書店、2003年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『人民元切り上げ論争』、編著、東洋経済新報社、2004年
 『共存共栄の日中経済』、東洋経済新報社、2005年
 『中国経済革命最終章』、日本経済新聞社、2005年
 『中国経済のジレンマ』、筑摩書房、2005年
 『中国を動かす経済学者たち』、東洋経済新報社、2007年(第三回榎山純三賞受賞)
 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』、東洋経済新報社、2009年



その他

NHK「ラジオあさいちばん」内「ビジネス展望」コーナーにレギュラー出演

ホームページ

「中国経済新論」(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>)というホームページを主宰し、日本の読者向けに発信している。