



人民元為替制度のトリレンマ¹

張 斌*

要約

1. 2010年6月に、世界的金融危機によって中断されていた人民元為替制度改革が再開された。新しい制度では、当局は、①市場の需給関係、②通貨バスケット、③各取引日の変動幅制限を基準に、為替レートを決めることになっている。しかし、この三つの基準は互いに矛盾しており、どちらを優先させるかは、当局の裁量に委ねられている。短期的には各取引日の変動幅制限を中心に為替レートの安定が図られているが、中長期的には、経済のファンダメンタルズに合わせて、通貨バスケットと市場の需給関係がより重視されるだろう。
2. 中国自身のためにも、国際社会からの圧力をかわすためにも、中国は、市場の需給関係に基づいた変動相場制に移行すべきである。それに向けて、経常収支黒字の対GDP比を3年以内に3%以下に抑えるという目標を採用すること提案する。

I、はじめに

2010年6月に、世界的金融危機によって中断されていた人民元為替制度改革が再開された。人民元レートを適正でバランスの取れた水準にすることができれば、今後のマクロ経済の安定や、経済構造の改善を制度面から力強く支えることができる。ただし、人民元為替制度改革の実施にあたっては、通貨当局が部分益と全体益、短期目標と長期目標の間の矛盾に直面することになる。適正な舵取りをできるか否かが、為替制度改革の成否の鍵を握っている。

II、人民元為替制度が直面するトリレンマ

通貨当局は人民元制度改革に関連する発言の中で、人民元レート形成メカニズムの調整について、①市場の需給関係を土台とする、②通貨バスケットを参考にする、③各取引日の変動幅は人民元の対ドル基準レートの±0.5%以内とする、という3つの基準を提示した。

市場の需給関係を重視する目的は、為替レートが持つ資源配分の効果を十分に発揮させ、人民元レートを適正かつバランスの取れた水準に保つためである。中国にとってのこの方法の利点は、

¹ 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所研究報告「数値目標の導入による、人民元為替制度の3つの矛盾の解消」（2010年6月29日）を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

* 張 斌 中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員

次の4つに集約される。第一に、人民元に対する上昇観測一辺倒の局面を打開し、ホットマネーの流入による国内通貨供給に対する悪影響を根本的に解決できる上、人民元の上昇観測が招いた資産価格バブルのリスクも解消できる。第二に、貿易財（工業製品）や非貿易財（サービス）の間での資源の適正な配分を促すことで、過剰な外需依存、工業とサービス業の不均衡、産業構造改善の遅れ、内需不足、所得格差の拡大など、複雑に絡み合う構造問題の解決に役立つ。第三に、中国による為替レートの調整に対する国際社会の圧力や貿易摩擦を解消し、発展に向けて友好的な外部環境を構築することができる。第四に、交易条件を改善し、輸出商品をより多くの輸入商品と交換できるようになるほか、同額の人民元でより多くの消費・投資商品を購入できるようになる。これは国民の利益になるばかりでなく、内需拡大にも役立つ。

一方、市場の需給関係に基づく為替制度がもたらす可能性のある短期的な問題として、次の2つが挙げられる。第一に、人民元レートが短期間で大幅に上昇、あるいは下落し、これが輸出産業や国産化に力を入れている産業、ひいては経済成長そのものにも大きな悪影響を与えるリスクがある。第二に、人民元レートの変動が大きくなると、為替リスクに対する意識や対策の乏しい企業や個人に経済的な損失をもたらす可能性がある。

通貨バスケットを参考する目的は、各国との貿易額の加重平均でみた場合の人民元の実効為替レートの水準を安定させるためである。この方法には、輸出競争力や輸入コストを安定させるという利点がある。しかし一方で、通貨バスケットとの連動はドルとのペッグ制と本質的には同じであり、為替レートに市場の需給関係を反映できない問題も存在する。

各取引日の対ドル為替レートの変動幅を制限する目的は、人民元とドルの間の為替レートを安定させるためである。この方法には、企業や個人による国際取引の為替リスクを小さくできる利点がある。しかし一方で、為替レートの変動幅を制限した場合には市場の需給関係を十分に反映できないほか、ドルと他の主要通貨とのレートが大幅に変動した場合、通貨バスケットとの矛盾が起きかねない。

実際の運用において、通貨当局は大きな難題に直面することになる。舵取りの目的は多岐にわたるが、取り得る手段としては、上述した3つの方法の適正なバランスを保つ以外にない。

Ⅲ、通貨当局の選択

通貨当局は運用面の問題について詳しくは説明していない。しかし、通貨当局の発言から、その一端を知ることができる。すでに発表された為替レートの変動幅は、少なくとも今後しばらくは強制的な制約として維持されるだろう。中央銀行は大幅な為替レートの変更を行わないという発言を繰り返しており、人民元の対ドルレートの安定を最優先させていることは明白である。一方、「市場の需給関係に基づく」、「通貨バスケットを参考とする」という2つの方法については、①国際収支のバランスが保たれているか、②マクロ経済の安定が保たれているか、③金融市場の安定が保たれているか、の三点が舵取りの決定要素になる。これら三つの条件がすべて揃った場合、あるいは①について経常収支が大幅な貿易黒字となり、他の二条件がいずれも満たされている場合、通貨当局は「市場の需給関係」をより重視するだろう。一方、貿易黒字が大幅に減少したり、国内の景気が後退したり、国内に資産バブルの兆しが見られる場合、通貨当局は「通貨バスケット」をより重視するだろう。

現在、中国の経済成長や貿易黒字が下降局面にさしかかっていることを考慮すると、今後の人

民元為替制度改革では、当面、通貨バスケットや対ドルレートの安定が重視され、市場の需給関係の導入は後回しになると予想される。

IV. 数値目標の導入によるトリレンマの解消

通貨当局は各方面への配慮を見せているが、その発言から今後の運用方針の傾向を見て取ることができる。中長期的かつ全体的な立場に立つと、市場の需給関係に基づく為替制度を構築することが人民元為替制度改革の最終目標であり、現時点でも改革の方向として強調されている。しかし、その方向と矛盾する発言も見られている。中国の利益のため、そして国際社会からの圧力をかわすためにも、市場の需給関係に基づいた為替制度を構築する姿勢をより鮮明に打ち出すべきである。

参考として、補足となる措置を2つ挙げておきたい。まず、為替制度の調整を通じ、経常収支を3年後までにGDPの3%以内に抑えることを、拘束力のある目標として発表する。さらに、小幅で漸進的な人民元レートの上昇に際したホットマネーの流入を避けるため、通貨当局は、切り上げや切り下げを含めた為替レートの調整についても含みを残しておくべきである。これらの補足的措置による利点は以下の4点である。①通貨当局が利害調整を行うための時間が稼げる、②当面、貿易黒字や経済成長率は下降局面に入ると見られることに鑑み、目標を達成する時期を3年後に据えることで、短期的に急激な人民元の切り上げを回避することができる、③より市場の需給関係を反映する為替レートの変動は、経済の安定と構造調整に寄与する、④国際社会に新たな希望をもたらし、国際社会の人民元為替制度への信頼感を高め、国際世論を味方につけることで、貿易摩擦を回避することができる。

著者紹介

張 斌 (Zhang Bin)

中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員

中国社会科学院大学院卒、経済学博士。2003年より中国社会科学院世界経済政治研究所にて研究に従事。ハーバード大学国際開発センター(CID) ビジティングフェローなどを経て現職。専門は為替レートと国際収支、地域通貨協力、中国マクロ経済。

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research