

拡大する中国の対外不均衡とその改善策

—為替政策、金融政策の観点から—

調査部 環太平洋戦略研究センター

主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 中国では、貿易黒字を主因に経常収支の黒字が拡大し、外貨準備が急増している。黒字を減らすためには、輸出を促進し輸入を抑制するスタンスを改めるとともに、投資の抑制と消費の促進を図ることが求められる。また、人民元の切り上げは、貿易収支を変化させる長期的な効果には不透明な部分があるものの、相対価格の変化による貿易財から非貿易財への生産シフトの促進や、交易条件の改善などの効果が期待される。
2. 経済成長をけん引している投資は、全体として過剰とはいきれないが、国有企業を中心に非効率的な投資が行われていることは否定出来ない。これを改善するには、国有企業改革や銀行改革を推進し、企業の手元流動性を減らすことが有効である。また、投資を推進しようとする地方政府のインセンティブや、製造業関連の投資に対する優遇措置などを変更することが不可欠である。投資を抑制するためには多様な政策が必要であり、金融引き締めがもたらす効果は部分的なものと考えられる。
3. 中国は、高い貯蓄率を背景に、投資と輸出を拡大することで高成長を達成してきた。その副作用として、貿易黒字の拡大や過剰投資のほか、製造業に偏った産業構造、都市部と農村部の一人当たり所得格差の拡大、社会的セーフティ・ネットの脆弱化、環境破壊や資源制約の深刻化、などが生じている。そこで、投資を抑制し消費を促進することにより「成長のリバランス」を図ることが重要な課題となる。具体的な政策として、投資を抑制する多様な政策のほか、医療、教育、社会保障などの制度を整備するとともにこれらに対する財政支出を拡大すること、規制緩和等によりサービス業を振興すること、農村部から都市部への労働移動を支援することなどがあげられる。
4. 対外不均衡の拡大にもかかわらず固定的な為替政策を維持しているため、不胎化介入の持続性に疑問が生じている。それにより供給された流動性は今のところ大半が吸収され、マネーサプライも概ねコントロールされているが、対外不均衡が持続すれば過度の金融緩和が生じ、不動産価格や株価の上昇に拍車がかかる可能性がある。対外不均衡の改善は緊急の課題と考えられ、①人民元の切り上げ、②投資の抑制と消費の促進、③貿易規制の変更や資本流出規制の緩和、などにより対処する必要がある。
5. 対ドル為替レートの変動幅を拡大することも重要な課題であるが、通貨の切り上げ圧力が強い現状では難しい。その意味では、対外不均衡の改善に優先的に取り組み、変動幅の拡大は時間をかけて実施すべきであろう。また、資本取引規制は現在も金融政策の独立性の維持に一定の役割を果たしており、その完全な自由化は為替レートの変動性がある程度増した後の長期的な課題と位置付けられよう。

目次

はじめに

I. 為替政策と国際収支の現状

1. 為替政策の現状
2. 国際収支の状況

II. 貿易不均衡と人民元の増価が及ぼす影響

1. 貿易黒字の急増とその要因
2. 人民元の増価が国際収支やマクロ経済に及ぼす影響

III. 過剰投資とリバランス政策の必要性

1. 急速な伸びを示す投資
2. 過剰投資 (overinvestment)、過剰生産能力 (overcapacity)、過剰生産 (overproduction)
3. 投資を促進している要因と投資抑制策
4. 急がれるリバランス政策の推進

IV. 金融政策の運営状況とその影響

1. 不胎化介入とその影響
2. マネーサプライの動向と金融政策
3. 経済動向と金融引き締めの効果

V. 今後のマクロ政策運営と為替制度の将来像

1. 今後のマクロ政策運営
2. 為替政策の見通し
3. 資本取引自由化の見通し

おわりに

(補論) 人民元の適正水準に関する考察

はじめに

2005年7月に人民元の対ドルレートが約2.1%切り上げられ、2007年5月には日中変動幅が基準レートの上下0.5%に拡大されるなど、中国の為替制度改革は人民元の増価および変動幅の拡大を目指して進められているが、そのペースは緩やかである。

一方、経済情勢をみると、2005年以降、貿易黒字の拡大を主因に外貨準備が急増するなど、対外不均衡が拡大しており、これを受けて国内では過剰流動性の発生による不動産価格や株価の上昇、過剰投資などが問題となっている。

本稿では、これらの問題に対してどのような政策が有効か、特に現在進められている為替制度改革はどのような意義を有するか、また、今後どのように進めるべきか、などについて考える。

対外不均衡の拡大は、貿易相手国の保護主義的な動きを招くことに加え、固定的な為替政策とあいまって金融政策運営の自由度を狭めており、その改善は緊急の課題となっている。対策としては、人民元の切り上げ、投資の抑制と消費の促進、貿易規制の変更や資本流出規制の緩和、などが考えられる。対外不均衡を改善する特効薬は存在しないため、多くの政策をその効果や副作用について十分に把握した上で実施していくことが必要である。本稿では、これらの政策について包括的

に述べる。

構成は以下の通りである。第Ⅰ節では、為替レートの動きと為替政策の状況、国際収支の現状をみる。第Ⅱ節では、貿易黒字の現状を確認した上で、これを減らすために人民元の切り上げに加えて投資の抑制が重要であることを述べる。併せて、人民元の増価がもたらすマクロ経済などへの影響について整理する。第Ⅲ節では、投資の現状と促進要因、抑制策などについて説明する。また、投資の抑制や消費の促進を主な内容とする「成長のバランス」政策の重要性を指摘する。第Ⅳ節では、不胎化介入と金融政策の関係、金融政策の枠組みに関する問題点、経済成長や消費者物価・資産価格の現状と金融政策の関係などについて述べる。第Ⅴ節では、今後のマクロ政策運営のあり方、為替制度改革の進展の見通しなどについてまとめる。

I. 為替政策と国際収支の現状

1. 為替政策の現状

(1) 為替レートの動き

80年以降、人民元の対ドル名目レートおよび実質実効レートは大幅に減価した。94年初めに、公定レート（93年末1ドル＝5.8元）を市場レート（93年末1ドル＝8.7元）に合わせる形で為替レートが統一され、95年半ば以降、

1ドル＝約8.3元に固定された状況が続くこととなった。

2005年7月21日、中国人民銀行（以下、人民銀行）は、人民元の対ドルレートを1ドル＝約8.28元から約2.1%切り上げ、1ドル＝8.11元にする と発表した。人民元の対ドルレートの変動幅は、従来通り、人民銀行が発表した中間レートの上下0.3%以内とされた。中間レートは、従来「前営業日の取引価格の加重平均に基づく基準レート」であったが、「前営業日の取引終了後に決まる終値」に変更された。また、その他の通貨に対する変動幅は従来の上下1.0%から1.5%に拡大され、さらに9月23日には3.0%に拡大された。

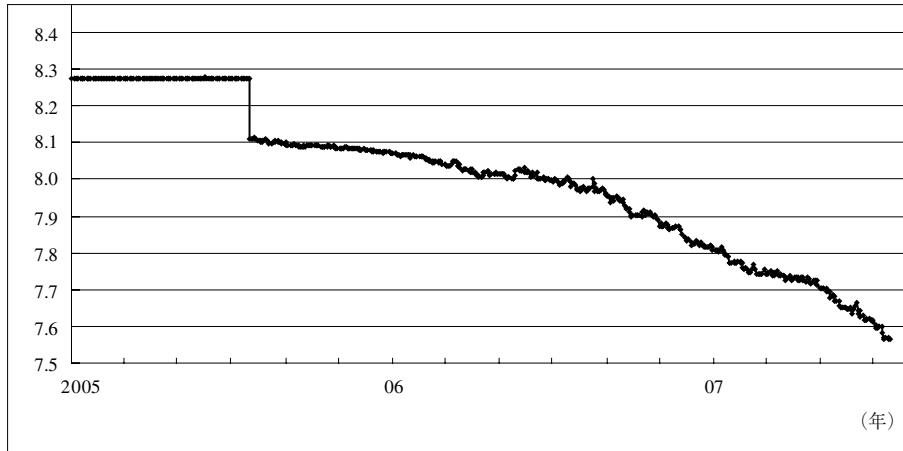
2006年1月には、上海外貨取引センター（CFETS：China Foreign Exchange Trading System）を経由しない銀行間為替取引が認められると同時に、マーケット・メーカー制度が導入され、外国銀行を含む14行が選定された。取引価格の基準値は、取引センターがマーケット・メーカーに問い合わせた上、加重平均して決めることとなった。

さらに、2007年5月21日より、対ドルレートの日中変動幅が上下0.3%から0.5%に拡大された。

為替制度改革が着実に進められる中、切り上げ以降、対ドルレートは緩やかに増価を続けている（図表1、図表2）。切り上げ直後から2006年6月末までの増価は約1.4%にとどまったが、その後、2007年6月末までの1年

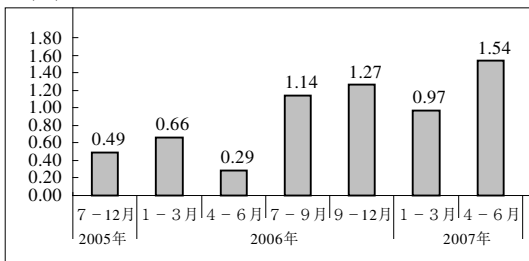
図表1 切り上げ以降の人民元の対ドル名目レート推移

(1ドル当たり元)



(資料) Datastream

図表2 人民元の対ドル名目レートの上昇率 (%)



(注) 年率換算しない原数値。2005年は切り上げによる部分を含まない。

(資料) Datastream

間の増価は約5.0%となった。2007年6月末には1ドル=約7.61元となり、切り上げ直後の1ドル=8.11元と比較すると約6.6%、切り上げ前の1ドル=8.28元と比較すると約8.8%増価した(注1)。

この間の中国とアメリカの消費者物価上昇

率を比較すると、アメリカの方が約2.2%高いため、人民元の対ドル実質レートの増価幅はその分だけ小さいことになる。

人民元はドルに対して増価しているが、同時に、対ドルレートを重視した値動きになっているともいえる。これは、対ドル取引が大半を占める一方、為替リスクのヘッジ手段が未成熟なためである(注2)。現在の為替制度は「通貨バスケットを参考に調整した管理フロート制」であるが、バスケットにおけるドル以外の通貨のウェイトは極めて低いといえる。

次に、実質実効レートは2005年6月から2007年1月にかけて5.8%増価したが、切り上げ後の2005年7月との比較では2.1%の増価にとどまる(図表3)。IMFが実質実効レートを算出する際のアメリカのウェイトは

図表3 人民元の実質実効レート推移



(資料) IMF, *International Financial Statistics*

図表4 人民元の実効レート算出における相手国比率 (IMFによる)

(%)

アメリカ	27.26
日本	22.41
ドイツ	7.57
韓国	7.42
台湾	5.33
フランス	3.61
香港	3.35
イギリス	3.22
イタリア	3.01
カナダ	2.74
シンガポール	2.24
オランダ	1.73
マレーシア	1.57
タイ	1.55
オーストラリア	1.47
ロシア	1.46
メキシコ	1.39
スペイン	1.38
ベルギー	1.29

(注) 1996年以降、適用している。

(資料) IMF 統計局より聴取

27.26%であるから (図表4)、2005年7月以降、ドル以外の通貨に対する実質実効レートの上昇幅は1%台にとどまると考えられる。

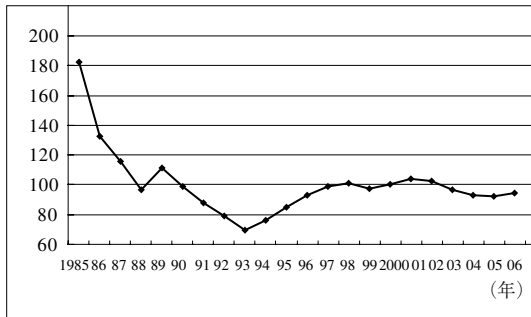
また、2007年1月の実質実効レートは、2000年1月とほぼ同じである。仮に、人民元の増価が世界のコンセンサスとすれば、現在の状況は満足出来るものではない(注3)。

ただし、93年との比較では、実質実効レートは約4割増価している(図表5)。経済の長期的な構造変化をどのように考慮するかも関連してくるため、現在の為替レート水準の割高、割安を論じることは容易ではない。

(2) 為替市場改革の進展

2005年7月の切り上げ以降、①上海外貨取

図表5 人民元の実質実効レート of 長期推移
(2000年 = 100)



(資料) IMF, *International Financial Statistics*

引センターにおける取引を残す一方、マーケット・メーカー制度を導入して銀行間取引を解禁したこと、②為替スワップや金利スワップの取引を段階的に導入したこと、③市場参加者を拡大したこと、などにより外国為替市場の整備が進み、銀行間取引が急速に拡大した(図表6)(注4)。人民銀行の立場は外国為替市場の重要な参加者からマーケット・メーカーの最大の顧客に変わったが、影響力の大きさに変化はない。

2007年入り後、銀行間取引の占める割合は99%を超えている。為替先物・スワップ取引も急拡大している。市場参加者数も増加し、3月末時点で直物市場が265行、先物市場が80行、スワップ市場が71行となった。人民元以外の通貨間の取引は、1～3月に246億ドル相当となっており、米ドル—香港ドル、米ドル—日本円、ユーロ—米ドルの3種類で全体の74.1%を占めている。

図表6 外国為替市場に関する最近の主な改革

2005年5月	<p>外国為替市場では、従来、人民元対米ドル・円・ユーロ・香港ドルの4種類の取引のみが行われていたが、5月18日より、他通貨間の8種類の取引が追加された(8取引とは、対ドルでの円、ユーロ、香港ドル、ポンド、スイスフラン、豪ドル、カナダドルの取引と、円対ユーロ取引)。</p> <p>外貨間の取引に関し、国内の2行と外銀7行をマーケット・メーカーに指定。</p>
2005年8月	<p>法人の経常取引による外貨収入の保有上限を、30%または50%から50%または80%に引き上げ。</p> <p>個人の経常取引における外貨購入枠を、3,000ドルまたは5,000ドルから5,000ドルまたは8,000ドルに拡大。</p>
2005年8月	<p>①一定の条件を満たす銀行以外の金融機関(一定額以上の登録資本金が条件)や企業(年間輸出入総額20億ドル以上などが条件)に、上海外貨取引センターでの現物取引への参加資格を付与。</p> <p>②従来は地場7行のみに限定されていた対顧客為替先物(フォワード)取引の取り扱い金融機関を、外国銀行などに拡大。併せて、取引内容の決定における銀行の自由度の拡大、適用される対外取引の範囲の拡大なども実施された。9月には、東京三菱、三井住友、ドイツ、シティ、HSBCなど6行にこれを認可。</p> <p>③銀行間の為替先物取引および対顧客・銀行間の通貨スワップ取引を解禁。通貨スワップ取引の取り扱いについては、9月までに中国銀行、中国交通銀行に認可。</p> <p>④銀行業監督管理委員会(CBRC)が、為替ブローカー制度の確立を発表。</p>
2005年9月	<p>人民元のドル以外の通貨(円、ユーロ、香港ドル)に対する変動幅を、1.5%から3.0%に拡大。人民銀行総裁は、対ドル変動幅は「別物」と発言。</p>
2005年9月	<p>銀行が保有する外貨ポジションの上限を引き上げる方針を表明。引き上げの程度や時期は未定。</p>
2005年11月	<p>①人民銀行は、ドルと人民元の為替スワップ取引を実行。成約額は約50億ドル。直物1ドル = 8.0810元に対し、1年後に7.85元で買い戻す契約。</p> <p>②人民元の為替取引におけるマーケット・メーカー制の導入を発表。時期は2006年初めの見込み。業者資格の対象には外資系銀行も含まれる。</p>

2006年1月	<p>①為替取引を取引センターが仲介せず、銀行間でレートを定めることを容認した（マーケット・メーカー制度の導入）。マーケット・メーカーには外銀を含む13行が選ばれたが、同月24日には三菱東京UFJ銀行が加わり、14行となった。</p> <p>②従来、前日の終値を取引価格の基準値としていたが、今後は取引センターがマーケット・メーカーにレートを問い合わせの上、加重平均して決めることとした。</p> <p>③銀行間レート（17時30分の終値）の公表が開始された。</p>
2006年4月	銀行間の為替スワップ取引を解禁。
2006年8月	<p>①人民元の対ボンド取引を認める。</p> <p>②米シカゴ商品取引所が人民元の対ドル・ユーロ・円の先物・オプションを上場。</p>
2006年11月	国内の銀行がオフショアの人民元NDF取引に参加することを禁止。
2006年12月	三井住友銀行等をマーケット・メーカーに選定。マーケット・メーカーは合計21行に。

（資料）各種資料

2. 国際収支の状況

（1）国際収支の推移

通貨危機後に縮小した国際収支の黒字（図表7における①+②+③）が、近年、急速に拡大している。黒字拡大の主因は、2005年以降、通貨価値の上昇を見込んだ資金流入から経常収支黒字、とりわけ貿易黒字の拡大に代わっている（図表8）（注5）。

サービス収支はほぼ横這いであるが、所得収支は、海外金融資産による運用益の増加等により2005年に黒字に転換した。また、人民元の切り上げ期待等を背景とした対内送金の増加などから、経常移転収支の黒字が増加している。特に、アメリカや香港の華僑からの送金が増えている。

資本収支の黒字は減少しているが、各項目

の流入額および流出額は増加傾向にある。流入額が増えているのは、経済の高成長や通貨の増価期待等により資金が引き寄せられているためである。一方、流出額が増えているのは、資本流出規制の緩和が奏効したことなどによる。

直接投資においては、対外投資を促進する「走出去」政策の効果が表れている。2006年に対内投資が伸び悩んだ要因としては、大手製造業の直接投資が一巡したこと、人民元の増価や人件費ならびに不動産価格の上昇等に伴い投資コストが上昇したこと、などがあげられる。

証券投資では、国内金融機関の海外上場や海外投資家による資本参加、適格海外機関投資家（QFII）制度の利用拡大などにより流入が増加する一方、国内金融機関による対外証券投資も拡大している。その背景には、海外金利の上昇や適格国内機関投資家（QDII）制度の本格的な導入などがある（詳細は後述する）。

その他投資においても、高成長に伴う資金需要の拡大や人民元の切り上げ期待などにより、対外債務が拡大している。

2005年以降、誤差脱漏がマイナスとなった要因は不明であるが、資本流出の拡大が一因と推測される。2002年に誤差脱漏がプラスに転換したことは、人民元の切り上げ期待に基づく投機的な資金流入を反映したものとみなされてきた。それと同様に考えれば、切り上げ期待が一服し、損益を確定する動きが出た

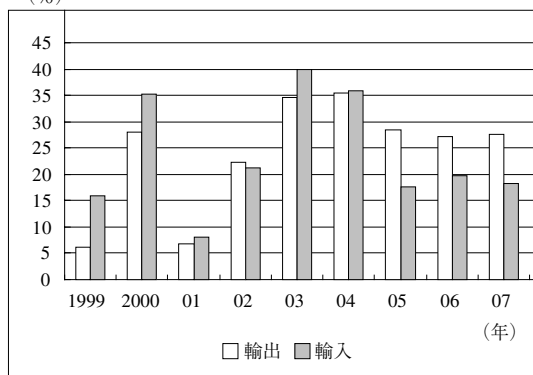
図表7 国際収支と外貨準備の推移

(百万ドル)

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
経常収支 (①)	31,472	15,667	20,518	17,405	35,422	45,875	68,659	160,818	249,866
貿易収支	46,614	36,207	34,474	34,017	44,167	44,652	58,982	134,189	217,746
輸出	183,529	194,716	249,131	266,075	325,651	438,270	593,393	762,484	969,682
輸入	136,915	158,734	214,657	232,058	281,484	393,618	534,410	628,295	751,936
サービス収支	▲2,777	▲7,510	▲5,600	▲5,931	▲6,783	▲8,573	▲9,699	▲9,391	▲8,834
所得収支	▲16,644	▲17,974	▲14,666	▲19,173	▲14,945	▲7,838	▲3,523	10,635	11,755
経常移転収支	4,279	4,944	6,311	8,492	12,984	17,634	22,898	25,385	29,199
資本収支 (②)	▲6,322	7,641	1,923	34,775	32,341	52,774	110,660	62,964	10,036
直接投資	41,117	36,978	37,483	37,356	46,790	47,229	53,131	67,821	60,265
流出	▲2,634	▲1,775	▲916	▲6,884	▲2,518	152	▲1,805	▲11,306	▲17,830
流入	43,751	38,753	38,399	44,241	49,308	47,077	54,936	79,127	78,095
証券投資	▲3,732	▲11,234	▲3,991	▲19,405	▲10,343	11,427	19,690	▲4,933	▲67,558
流出	▲3,830	▲10,535	▲11,307	▲20,654	▲12,095	2,983	6,486	▲26,157	▲110,419
流入	98	▲699	7,317	1,249	1,752	8,444	13,203	21,224	42,861
その他投資	▲43,660	▲18,077	▲31,534	16,879	▲4,106	▲5,882	37,908	▲4,026	13,309
流出	▲35,041	▲24,394	▲43,864	20,813	▲3,077	▲17,922	1,980	▲48,947	▲31,809
流入	▲8,619	3,854	12,329	▲3,933	▲1,029	12,040	35,928	44,921	45,118
誤差脱漏 (③)	▲18,902	▲14,656	▲11,748	▲4,856	7,504	18,422	27,045	▲16,766	▲12,877
①+②+③	6,248	8,652	10,693	47,325	75,217	117,023	206,364	207,016	247,025
外貨準備残高	144,959	154,675	165,574	212,165	286,400	403,250	609,932	818,872	1,066,344

(資料) 国家外為管理局

図表8 輸出入(国際収支ベース)の前年比伸び率 (%)



(注) 2007年は1～6月。
(資料) 国家外為管理局

とみることも出来よう(注6)。

(2) 外貨準備の増加

近年、外貨準備が急増し、2004年以降は増加額が年間2,000億ドルを超えている。2007年6月の残高は、1兆3,326億ドルとなった。これを受けて、人民銀行の対外資産は総資産の約7割に達している。

外貨準備の運用を少しでも効率化するため、①運用対象を多様化する、②国有商業銀行の資本強化に用いる、などの対応が実施されてきたが、これらに加えて現在検討されているのが、シンガポールのGIC (Government Investment Corporation) のような政府系運用機関の設立である。9月に設立される予定の運用会社は、当面、2,000億ドル程度の規模と

なる見込みである(注7)。

これにより、外貨準備の運用利回りが向上することが期待されるが、より重要なのは、人民銀行が負っている外貨保有に伴う為替リスクが分散されることである。ただし、政府全体としての外貨ポジションが減少するわけではないことには注意すべきであろう。

- (注1) 日中の変動幅も少しずつ拡大しているが、2007年5月の変動幅拡大後も基準レートの上下0.2%程度にとどまっている。
- (注2) この点に関連して、中井[2006]は、「(現状、人民元は米中金利差からみれば金利裁定が働いているかのような速度で増価する状況が続いているが、為替リスクのヘッジ手段が未成熟である以上、)人民元は基本的に金利差に従って少しずつ切り上がらなければ困るという動機が銀行に与えられるような制度が整備された」と述べている。
- (注3) ちなみに、2000年を100とした米ドルの実質実効レートは、2007年4月に81.8となっている。このようにドルが減価している状況において、対ドルレートを重視する限り、人民元が大きく増価することは難しい。
- (注4) 2006年3月には、銀行間取引が上海外貨取引センターにおける取引の約30倍に達した。これは、後者に取引手数料が課されるためである。
- (注5) この状況は2007年も続いており、1~6月の輸出は前年同期比27.6%増の5,467億ドル、輸入は同18.2%増の4,342億ドル、貿易黒字は同83%増の1,125億ドルとなった。
- (注6) Ma and McCauley[2007]は、中国の国内金利、米国金利および人民元NDF(オフショアの為替先物取引)の動きを検討し、2005年7月の切り上げ以降、海外における切り上げ期待が後退したと指摘している。
- (注7) 2007年6月28日付日本経済新聞「中国、海外投資へ2,000億ドル」による。財政省が特別国債の発行により調達した人民元(1.55兆元)を人民銀行に渡して外貨準備を受領し、これを新たな運用会社に出資するスキームが検討されている。これにより、外貨準備運用の効率化に加え、市中銀行からの資金吸収が図られる(なお、9月29日、「中国投資有限責任公司」が資本金2,000億ドルで正式に設立された)。

Ⅱ. 貿易不均衡と人民元の増価が及ぼす影響

1. 貿易黒字の急増とその要因

(1) 全体的な動向

本節では、対外不均衡を改善するための政策について考える。このうち、資本流出規制の緩和については後述することとし、ここでは貿易収支に議論を絞る。

本来、中国が貿易黒字であることに何も問題は無い。問題は、二国間あるいは全体的な貿易不均衡が保護主義的な動きを引き起こすこと(注8)と、固定的な為替政策との組み合わせにより国内で金融緩和が生じやすいことである。

貿易黒字の急速な拡大について、為替レートの影響に主に注目する意見がある(注9)。これを否定するものではないが、その他の要因も考慮する必要がある。まず、貿易収支の内容をみてみる。

貿易収支は、94年から黒字が続いている。黒字額は比較的安定していたが、2005年以降急増した。輸出入の前年比伸び率をみると、2004年までは概ね輸入の方が高かったが、2005年以降、輸出が輸入を大きく上回るようになった。各年の輸出の伸び率は、2003年以降、34.6%、35.4%、28.5%、27.2%であり、2005年以降、むしろ低下している。

貿易の種類ごとにみると、加工貿易の黒字

図表9 貿易種類別の貿易収支

(10億ドル)

	2003年	2004年	2005年	2006年
加工貿易	78.914	106.249	142.456	188.878
一般貿易	▲ 5.667	▲ 4.592	35.372	83.138
その他	▲ 47.713	▲ 69.711	▲ 75.947	▲ 94.558
合計	25.534	31.946	101.881	177.459

(資料) 中国海関統計

が最も大きい、一般貿易でも黒字が拡大している(図表9)。加工貿易および一般貿易において、輸出の伸びが輸入の伸びを上回っている。また、加工貿易の輸出額が全体に占める割合は、2003年の55.2%から2006年には52.7%に漸減した。これは、政府が、貿易黒字の主な要因とみなされる加工貿易を抑制する方針を打ち出しているためである(注10)。

(2) 輸出

輸出が好調なのは、第1に、為替レートの変動や貿易規制の変更に伴う一時的な要因である。①人民元の増価が続くという予想から、輸出を前倒しする動きがみられる。②いわゆるJカーブ効果(短期の価格弾力性が小さいために、為替レートの切り上げが貿易黒字を増やす現象)により、輸出が膨らんでいる可能性がある。③輸出に関する規制強化が、輸出の前倒しにつながっている(注11)。これらは、輸出を抑制するための政策が逆効果になっているということであり、その多くは一時的な現象と考えられる(注12)。

第2に、循環的な要因である。2004年以降、

引き締め政策により国内需要が落ち込み、輸出の増加と輸入の減少を招いた(注13)。また、世界景気が好調であることや人民元の実質実効レートが安定していることも、輸出の好調につながっている。

第3に、構造的な要因である。国内需要のうち消費が伸び悩んでいることについては、経済成長が投資主導型であるという構造的な要因が作用している部分がある。また、World Bank Office, Beijing[May 2006]は、輸出競争力の強さを強調する。中国の輸出量は78年から2005年にかけて年率17%伸びたが、その背景には輸出の多様化や高度化が急速に進んだことがあるという。中国は、新分野の製品の輸出を継続的に増やしており、結果的に輸出先も分散される傾向にあるため、当面、輸出の高い伸びは維持出来るとしている(注14)。輸出先をみると、日本や香港の割合が低下し、欧米諸国や途上国の割合が上昇している(図表10)。

生産性の上昇も指摘される(World Bank

図表10 中国の貿易相手国の変化

(%)

	輸出		輸入	
	1996~2001	2005~2006	1996~2001	2005~2006
アメリカ	19.9	21.4	11.3	7.5
EU	15.6	19.3	14.6	11.3
日本	17.4	10.2	19.7	14.9
香港	20.2	16.0	4.6	1.6
その他のアジア	12.7	14.5	30.9	34.8
南米	1.7	2.4	2.2	3.9
中東	2.6	3.3	3.0	5.3
アフリカ	1.7	2.3	1.6	3.2

(資料) BIS [2007]

Office, Beijing[May 2007])。輸出業者には、人民元の増価、賃金や原材料価格の上昇、地代や税金の負担増などのコスト圧力がかかっているが、生産性の上昇や輸出価格の引き上げなどにより、マージンは確保されているという(注15)。なお、国内民間企業による輸出が急増していることも、最近の特徴の一つである。

(3) 輸入

輸出の多くが消費財や資本財であるのに対して、輸入は輸出産業向けを中心とする中間財が約70%を占めており、最終消費財の割合は4%に過ぎない(注16)。

輸入が伸び悩んでいるのは、第1に、国内で生産された財への代替が進んでいることである。加工貿易が抑制されていることもあり、これを主に担っている外資系企業に、原材料や部品を国内生産品に切り替える動きが進んでいる。また、過剰投資により国内生産能力が急増したために、輸入への依存度が低下している面もある(注17)。生産過剰業種では、むしろ輸出が促進されている。製造業を中心とする貿易財向けの固定資産投資(FAI: Fixed Asset Investment)の伸びが大きいことが、貿易黒字を助長する結果となっている。詳しくは後述するが、このような傾向を変えるためには、消費を中心に国内需要を促進するとともに、貿易財の相対価格を引き下げる政策が有効となる。

第2に、前述の通り、国内需要が落ち込ん

でいることである。特に、投資抑制策の実施が影響している。たとえば、2005年前半には、鉄鋼、化学製品、機械機器などの輸入が減少した(注18)。2006年後半にも、同様の傾向がみられた(注19)。また、原材料の在庫を取り崩す動きもみられる(注20)。

(4) 貿易黒字を減らすための方策

このように、貿易黒字が拡大している要因は多様である。これを減らすためには、人民元の増価に加えて、輸出を促進し、輸入を抑制する基本的な政策スタンスを変えることが求められよう。

また、過剰投資の問題に対処することが必要である。投資を抑制する一方、消費を促進して「成長のリバランス」を図らなければならない。国内需要全体が減少すれば輸入は減少すると考えられるため、投資を抑制する以上に消費を促進する必要がある(注21)。以下、これらの方策につき順次検討する。

2. 人民元の増価が国際収支やマクロ経済に及ぼす影響

(1) 人民元の増価がもたらす影響

まず、人民元の増価について考える。人民元の切り上げを主張する論者は、名目為替レートの変更が実質為替レートに影響を与え、それによって貿易収支の黒字が減少すると考えていることになる。切り上げの影響について、以下に整理する。

①短期：弾力性アプローチ

切り上げの主張を支える代表的な考え方は、弾力性アプローチ（為替レートの変動による輸出入価格の変化に応じて、輸出入数量が弾力的に調整されるという理論）である。この考え方では、①輸出入が為替レートの変化に弾力的に反応すること（マーシャル＝ラーナー条件が満たされること（注22））が、切り上げにより貿易黒字が減少するための必要条件であること、②短期的にはJカーブ効果が生じること、などに注意が必要である。

また、為替レートの変化が貿易財価格の変化にどの程度反映されるかという、いわゆるパススルーの問題がある。白井[2004]は、中国で輸出を行う外資系企業が、人民元の切り上げに対し輸出品価格を引き下げる可能性を指摘している。第1に、中国は加工貿易が主体であり、この部分は為替レートの変化の影響を受けにくい。人民元の切り上げが行われた場合、加工貿易を行う企業は輸出品の価格競争力の低下に直面するが、一方で原材料等を輸入しているため、その価格も低下することになり、輸出品の価格を引き下げる余力が生じると考えられる。第2に、中国に進出した外資系企業は安価な労働力の恩恵を享受しており、人民元の切り上げに対して輸出品価格の引き下げで対応出来るという。前項の分析からも、輸出業者のマージンには余裕があるものと思われる。

②貿易収支以外への影響

人民元の大幅な切り上げが実施出来ないのは、様々な負の影響を伴うからであるとされる。第1に、貿易黒字の減少により経済成長率が低下する、輸出産業が損害を受ける、などが考えられる。これらは、国内の雇用にも悪影響を及ぼすであろう。

第2に、特定部門への影響として、①農村部の所得に悪影響が及ぶ、②国有企業の収益が悪化する、③銀行や企業が保有する外貨ポジションが影響を受ける、などが指摘される（注23）。特に、巨額の外貨準備を保有する人民銀行において、③の問題が重要性を増している。

これに対し、切り上げによるプラスの効果として、第1に、貿易財の人民元建て価格が低下するため、貿易財から非貿易財への生産シフトが起こり、消費主導型成長への転換を促すことが期待される。この点は、後述する「成長のリバランス」政策において重要な役割を果たすことになる。

第2に、交易条件の改善により国内の購買力が上昇し、経済厚生が向上すること、原材料輸入コストが低下すること、インフレ率が低下することなどが期待される。

ただし、以下に述べるように、為替レートの変化が貿易収支に与える影響は、短期的なものとなる可能性がある。

③長期：貯蓄・投資バランス

人民元の切り上げが短期的に貿易黒字を減

らす可能性があるとしても、長期的には複雑な問題が生じる。名目為替レートの変更に伴う長期的な効果に関し、資本取引を考慮しない弾力性アプローチのみで考えることは出来ない。名目為替レートの増価が、一定のタイムラグを置いて貿易量に影響を及ぼすことは確かであるが、同時に投資などの国内需要を抑制するとともに、国内物価水準の低下をもたらす可能性が高い。時間の経過に伴うこのような二次的影響を考慮すると、実質為替レートは再び減価することになる。これらの影響はいずれも貿易黒字を増やす方向に働くため、名目為替レートの増価は、長期的には経常黒字の削減をもたらすとは限らない。

長期的な経常収支の決定において重要と考えられるのは、国内の貯蓄・投資バランスである。貯蓄率や投資率に影響する要因が、経常収支を決定付けることになる。このことから、為替レートの変更は長期的には経常収支にほとんど影響を与えないと考えられる。

中国の貯蓄率、投資率は高水準が続いている。世界銀行のWorld Development Indicatorsによれば、2005年の貯蓄率は51%、投資率は44%となっている。白井[2004]は、貯蓄率の高水準は今後も維持されるが、投資率の水準は高すぎると述べ、対GDP比3%程度の経常黒字が持続するのではないかとした(126ページ)。また、関[2007a]は、高齢化の進展や社会保障制度の構築等に伴い長期的には貯蓄率が低下すると予想し、高成長を維持するために

は、高い投資率の維持ではなく生産性の上昇が不可欠であると指摘している。いずれにせよ、経常黒字を削減する観点からは貯蓄超過を削減することが不可欠であり、この点については後述する。

(2) 実証分析

次に、人民元の増価の影響に関する実証分析の例をみる。第1に、Park[2005]は、オックスフォード経済予測モデルを用いて、切り上げがもたらす各国のマクロ経済への影響を分析した(図表11)。それによると、中国の貿易黒字は、2005年と2006年の合計で、10%の切り上げでは185億ドル、20%の切り上げでは394億ドル、それぞれ減少することになっている。

第2に、Marquez and Schindler[2006]は、人民元の実質レートが増価が中国の輸出入の

図表 11 人民元の増価の影響 (アジア開発銀行の試算)

1. 2005年、2006年に5%ずつ切り上げた場合

	貿易収支 (百万ドル)	経常収支 (GDP比%)	GDP (%)	インフレ率 (%)
2005年	▲3,571.9	▲0.3	▲0.3	▲0.2
2006年	▲14,974.6	▲0.8	▲1.9	▲1.2

2. 2005年、2006年に10%ずつ切り上げた場合

	貿易収支 (百万ドル)	経常収支 (GDP比%)	GDP (%)	インフレ率 (%)
2005年	▲7,578.7	▲0.6	▲0.6	▲0.4
2006年	▲31,790.7	▲1.7	▲3.9	▲2.4

(原注) ベースシナリオからの変化を示す。

(資料) Park [2005]

世界貿易に占めるシェアに与える影響を検討し、10%の増価が輸出シェアを0.5%引き下げる一方、輸入シェアも0.1%引き下げるとの結果を示した(注24)。これにより、貿易黒字は400億ドル程度減少することになる。

第3に、IMF[2005]は、人民元の実質実効レートが10%増価した場合の影響を、2段階の効果を考慮した部分均衡モデルにより分析した。第1段階では、為替レートの変化が輸出入に影響し、経常収支と生産額が変化する。第2段階では、生産額の変化が乗数効果をもたらす、経常収支と生産額がさらに変化する。これにより、実質GDP成長率が1.5%低下するとともに経常収支が104億ドル悪化する(輸出が50億ドル減少し、輸入が54億ドル増加する)という結果が得られた。また、その他のアジア通貨が連動して5%増価する場合には、成長率の低下は1.0%、経常収支の悪化は75億ドルになるとされている。

併せて、いくつかの先行研究の結果が示されており、人民元の実質実効レートが10%増価した場合の影響は、実質GDP成長率が0.5~4.5%の低下、経常収支が104億~569億ドルの悪化となっている。分析結果の違いをもたらしている要因は、①人民元の切り上げに伴う他のアジア通貨の反応に関する仮定の違い、②輸出入の弾力性に関する仮定の違い、③第2段階の効果の想定の有無、④経済成長率の低下に対する政策対応の想定の有無、などである。

このように、実証分析の結果は様々である。それらは互いに異なる仮定に基づいており、また、貿易収支に対する影響がどの程度持続するかも問題である。そもそも、実質レート(あるいは実質実効レート)を一度に10%増価させることは、理論的にも政策的にも難しい(注25)。人民元の切り上げは政策パッケージの一つとして位置付け、併せて他の政策を実施することが重要であろう。

(注8) たとえば、2007年2月、米国通商代表部(USTR)は、中国が輸出補助金を実施しているとしてWTOに提訴した。

(注9) たとえば、谷内・増井[2007]は、2004~2005年に人民元の実質実効レートが低かったことが2005年以降の経常収支黒字拡大の主因であり、その後もあまり増価がみられない以上、今後も大幅な黒字が続く可能性が高いと指摘している。

(注10) 2007年7月、政府は加工貿易の優遇策を見直し、全体の15%に相当する品目について、原材料の輸入時に保証金を用意することを義務付けることとした。労働集約的な付加価値の低い製品への優遇を縮小し、産業高度化を促すことも狙いとされる(2007年7月25日付日本経済新聞「加工貿易 中国、優遇策を縮小」による)。

(注11) 2006年9月、政府は労働集約品目の増値税還付率を引き下げ一方、ハイテク製品では引き上げた。また、税制優遇されている加工貿易について、還付の対象品目を減らした。人民銀行は、加工貿易の存在が貿易黒字の構造的な要因であると認識している。2007年7月には、全体の4割近くの輸出品目において増値税の還付率の引き下げあるいは還付の撤廃が実施された。

(注12) State Administration of Foreign Exchange[2006]は、その他の一時的要因として、増値税還付における地方政府の負担が25%から7.5%に引き下げられたこと、繊維産業における輸出割当が廃止されたこと、などをあげている。

(注13) World Bank Office, Beijing[Nov.2005]による。

(注14) BIS[2007]は、中国の輸出品が労働集約財から技術集約財へ、また消費財から資本財へシフトしていると指摘する(54ページ)。注11で指摘した2006年9月の規制変更も、このようなシフトを促進するものである。

(注15) 輸出の60%を占める繊維、電子機器、機械製品の2006年の利益率は、2005年に比べていずれも上昇した(2007年2月28日付日経金融新聞「中国、高まる輸出採算」による)。

- (注16) BIS[2007]による。
- (注17) World Bank Office, Beijing[May2006]は、これにより金属や化学製品の輸入が落ち込んだと指摘している。
- (注18) World Bank Office, Beijing[Nov.2005]による。
- (注19) World Bank Office, Beijing[Feb.2007]による。
- (注20) IMF[2006]による。
- (注21) 2006年3月、人民銀行の周小川行長は、中国の国際収支不均衡を改善するためには、為替レートの調整だけでなく、国内需要の拡大、貯蓄率の引き下げ、市場開放、輸入の増加などが必要であると述べている。
- (注22) 輸出と輸入の価格弾力性の和が1より大きい場合に、為替レートの切り上げにより貿易黒字が減少することになる。
- (注23) これらの影響については、清水[2006a]に詳しい。
- (注24) この分析では、輸入を国内市場向けと加工貿易向けに分けることが重要であるとしている。
- (注25) IMF[2006]の記述からも、中国当局が、国内の特定部門への様々な影響に配慮して、為替制度の急激な変更には消極的であることがわかる。

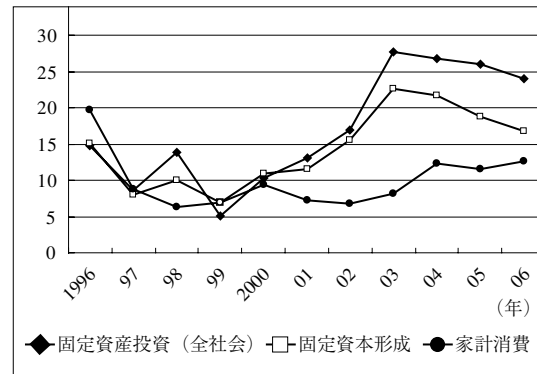
Ⅲ. 過剰投資とリバランス政策の必要性

1. 急速な伸びを示す投資

本節では、投資の動向をみる（注26）。近年、固定資本形成（GFCF：Gross Fixed Capital Formation）の伸び率（名目）は家計消費に比較して高水準で推移し、経済成長のけん引役となっている（図表12）。名目GDPに占める家計消費の割合は、96年の45.8%から2006年には36.4%に低下したのに対し、固定資本形成は32.4%から40.9%に上昇した。この水準は、高度成長期の日本や韓国と比べても高い。

固定資産投資の伸び率はさらに高いが、土地や中古資本の取得が含まれるなど、国民所

図表12 固定資産投資（全社会）等の前年比伸び率（%）

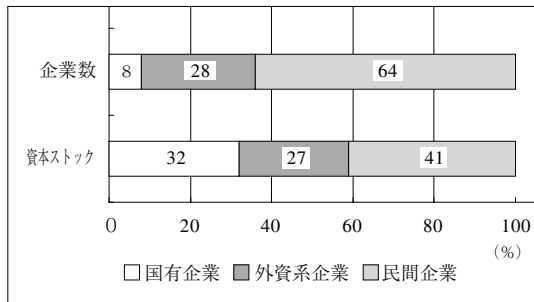


（資料）国家統計局『中国統計摘要2007』

得勘定における固定資本形成とは異なる。近年、両者の伸び率の差が拡大しているが、その要因は必ずしも明らかではない。投資に関しては、より適切なデータを整備することが必要であろう。

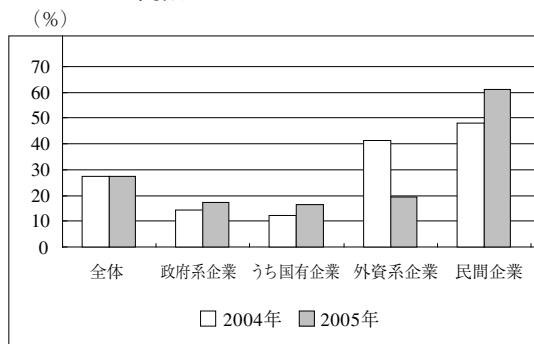
投資主体についてみると、2005年には資本形成の約4分の3が企業部門によって行われた（注27）。その約半分は国有企業を中心とする政府系企業によるものであるが、その割合は急速に低下している。都市部の固定資産投資に占める政府系企業の割合は、2003年の64.3%（うち国有企業44.8%）から2005年には53.3%（同36.1%）となった。国有企業は投資の規模が大きいため、製造業における国有企業数をみると全体の8%に過ぎない（図表13）。最近の投資の急速な伸びに貢献しているのは、民間企業である（図表14）。一方、外資系企業（FIEs）が占める割合は、約1割にと

図表13 製造業企業の種類



(注) 国内120都市の12,400社を対象としたサーベイに基づく。
(資料) Dollar and Wei [2007]

図表14 都市部の固定資産投資の前年比伸び率の内訳



(資料) Barnett and Brooks [2006]

どまる。

投資の内容をみると、インフラ、製造業、不動産で都市部の固定資産投資の約85%を占める。このうち製造業は、化学、金属、鉄鋼、運輸設備などを中心に急速に伸びている。政府系企業のシェアはインフラ、鉱業、製造業（鉄鋼、化学、自動車など）において大きく、民間企業のシェアは製造業（エレクトロニク

ス、繊維など）、不動産において大きい。

不動産投資（土地の取得を含む）は、過去数年にわたり年率20%近い伸びを示し、固定資産投資の約4分の1を占めるに至っている。90年代末に政府が住宅補助政策を変更し、労働者に対する安価なアパートの販売を本格化させたことが不動産投資拡大の契機となった。2005年には、都市部の住宅投資が不動産投資の3分の2を占めた。また、銀行による住宅ローンの拡大が住宅投資の増加を促進してきたが、2004年以降、不動産関連融資が政策的に抑制されたため、住宅投資の資金調達に占める住宅ローンの割合は大幅に低下した。

2. 過剰投資 (overinvestment)、過剰生産能力 (overcapacity)、過剰生産 (overproduction)

投資率が高いだけでは、投資が過剰であるとはいきれない。Barnett and Brooks[2006]は、資本産出比率 (capital-output ratio) が上昇していること、資本の限界効率が低下していることなどをあげ、資本の効率性は高いものの低下傾向にあると指摘している。また、国有企業は銀行融資を受けやすいために非効率的な投資に走りやすく、その生産性は民間企業よりも約30%低いという指摘もある(注28)。

Dollar and Wei[2007]によれば、民間企業や外資系企業に比較して、国有企業の投資収益率は低い。その背景には、柔軟な経営に対する制度的障害（労働や雇用に関する制限な

ど)、効率的な経営につながる賃金などのインセンティブの欠如、ガバナンスの悪さ、資金調達の容易さなどがある。何らかの方法により国有企業の投資収益率を民間企業並みに改善することが出来れば、経済成長率を下げることなく投資率を6%下げられるという。すなわち、国有企業改革や金融改革の推進が、投資の抑制につながることになる。

一方、過剰生産能力が形成されていることに懐疑的な意見もある。World Bank Office, Beijing[May 2006]によれば、政府は生産過剰業種(鉄鋼、電解アルミ、自動車、コークス、鉄合金、カーバイド等)を指定しているが、その根拠となるデータは公開されておらず、実際に過剰生産能力が形成されているかについては推測するしかない。第1に、潜在成長率が目安となるが、これは10%程度と考えられ、実績が大きく上回らない限り過剰生産能力が存在するとはいえない。第2に、世界銀行の投資環境調査によれば、中国の設備稼働率は80%前後で推移しており、産業によるばらつきもそれほどみられない。第3に、企業収益は極めて好調に推移している。以上のことから、過剰生産能力あるいは過剰生産が広く生じているとは考えにくいという。

World Bank Office, Beijing[May 2007]も、経済が急速に発展しているため、一部の企業の行動により特定の産業において過剰生産能力は発生しうるが、たいていは一時的なものであると述べ、企業収益の状況からも過剰生産

能力が蔓延している状況ではないとしている。

過剰生産能力の形成は全体的な問題ではなく、一部の産業にとどまるという見方は妥当であろう。しかし、たとえ一部でも、非効率的な投資や過剰生産能力が企業収益に悪影響を与え、不良債権の発生に結びつく可能性がある。また、このような投資の動向が対外不均衡に影響を与えていることも確かであり、貿易黒字を削減するための対策の一つとして、投資を抑制して消費を促進することが重要であろう。

3. 投資を促進している要因と投資抑制策

(1) 投資を促進している要因

そこで、投資を促進している要因と投資抑制策について検討する。まず、投資資金の調達についてみる。

近年、企業部門の貯蓄率が高まり、その対GDP比率は2005年に約21%と家計部門の約17%を上回っている。固定資産投資の資金調達源として最も重要なのは、自己資金である(図表15)。企業収益が順調に伸びていることや、減価償却が着実に実施されていることなどが、潤沢な手元流動性をもたらしている。

民間企業の重要性が増し、国有企業の民営化も進む中で、高い収益をあげている産業(運輸設備、一般機械、繊維など)や民間企業のウェイトが高い産業において、固定資産投資の伸び率が高い(注29)。

また、ほとんどの国有企業は、政府に対す

図表 15 固定資産投資の資金調達源

(%)

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
政府予算	6.2	6.4	6.7	7.0	4.6	4.3	4.4
国内融資	19.2	20.3	19.1	19.7	20.5	18.3	18.8
外国資本	6.7	5.1	4.6	4.6	4.4	4.4	4.2
自己資金	53.4	52.2	52.4	50.6	53.7	55.7	54.5
その他	14.4	16.0	17.3	18.0	16.8	17.2	18.1

(注) 2005年は都市部のみ。

(資料) Barnett and Brooks [2006]

る配当を行っていない。このことが、企業の手元流動性を高めると同時に株主への説明責任を軽くしており、収益性の低い投資の実施や資金の不正流用などの一因となっている。そのため、国有企業は政府に配当を支払うべきであるという議論がなされている(注30)。配当が国家予算を通して消費の促進に用いられれば、「成長のリバランス」を支援することにもなる。

固定資産投資の資金調達源としての銀行融資の割合は、20%前後にとどまっている。ただし、「その他」に含まれる不動産融資を含めると、この割合は3~5%程度上昇する。また、運転資金融資が投資に流用された場合は、これらの数字には含まれない。いずれにせよ、貸出金利の水準は経済成長率に比較して低く、投資の資金調達コストは極めて低くなっている。このことが投資を活発化させ、生産活動を資本集約的なものとする要因となっている。なお、中国は直接投資を多く受け入れているが、国内の資金調達源の拡大により、投資における外国資本の役割は低下している。

投資を促進しているその他の要因は、第1に、地方政府が良好な投資条件や銀行融資の担保などを提供して投資を促進していることである。その背景には、①投資実行額や経済成長率などが官僚の業績評価に大きく影響すること、②投資プロジェクトに関連した土地の売却収入や生産の増加に伴う増値税(付加価値税)の増収などが、地方政府にとって重要な収入源となること、などがある。地方政府が絡んだ投資プロジェクトは銀行にとってリスクの低い案件とみなされ、融資も行われやすい(注31)。

第2に、製造業の投資に対して価格政策や税制面で優遇措置がとられていることである。具体的には、土地、エネルギー、水などが低価格に抑制されていること、法人税や付加価値税などの面で直接投資が優遇されていること、などである。

不動産投資が住宅制度改革や住宅ローンの増加によって拡大したことはすでに述べたが、近年の住宅投資急増の最も重要な要因は、個人所得の増加である(注32)。ただし、

住宅投資の増加や住宅価格の上昇には、投機的な要因も作用している。投機的な要因の存在を数値的に示すことは難しいが、上海などでみられた住宅価格の急騰は、基礎的な要因では説明しきれないものであった。上海では、2001年から2004年にかけて不動産融資残高が2.6倍に増加しており、投機が存在を示唆している。主要都市の不動産価格は、2007年入り後、前年同月比8～10%程度の上昇で推移している。

(2) 投資抑制策

政府は、過剰投資や投機的な不動産取引を抑制するため、貸出基準金利や預金準備率の引き上げなどの金融引き締め策に加えて、直接的な手段（administrative measures）をとっている（注33）。不動産投資に関しては、①中古住宅購入時の頭金比率の引き上げ、②住宅の転売に対する課税強化、③不動産取引に関する地方政府の情報開示義務の強化、④外国人による不動産購入の制限（従来は無制限であったが、規制変更により、1年以上中国に居住した者のみが居住用不動産に限り購入出来ることとなった）、⑤海外の建設者による大規模プロジェクトに関する規制強化、などの措置がとられた。さらに、2006年末以降、土地の最低売却価格の設定、建設用地の地代の引き上げ、不動産取引に伴う利益に対する課税強化などの政策が打ち出された。

また、製造業の投資に関しては、①地方政

府による投資プロジェクトの審査の厳格化、およびすべての基準を満たさない案件の延期または中止、②環境基準などの規制の強化、③土地取得基準の強化、④土地利用規制の実施を目的とした地方検査局の設置、などが行われた。そのほか、生産能力過剰業種の指定による投資の抑制や、銀行融資に対する規制強化なども実施されている。

投資を抑制するためには、これらの規制に加えて、投資を促進している基本的な要因に対処することが求められる。直接的な規制は即効性があるため、これを実施することは大いに有効であるものの、その効果は短期的であり、より抜本的な対策をとらなければ持続的なものとはならない。具体的には、すでに述べた国有企業改革（配当の実施を含む）や金融改革に加えて、金融引き締めによる銀行融資の抑制、地方政府に対する投資抑制へのインセンティブの付与、製造業の投資に対する優遇措置の削減、などがあげられる。

これらの対策の多くはすでに実施されているが、その効果をみきわめた上で、より実効性を伴う政策を実施する努力が不可欠である。投資の伸び率は2003年のピーク時よりは低下したものの、好調な企業収益などを反映して依然高水準にあり、一層の抑制が求められる。

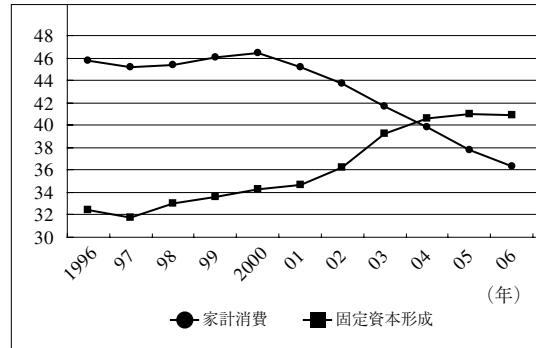
4. 急がれるリバランス政策の推進

(1) リバランス政策の意義 (注34)

中国は、高い貯蓄率を背景に、投資と輸出を拡大することで高成長を達成してきた。これにより、一人当たり所得の急増や、製造業における労働生産性の大幅な上昇などを達成することが出来た。また、GDPに対する投資の割合が上昇する一方、消費の割合は低下した(図表16)。

これに伴い、貿易黒字の拡大や非効率的な投資の増加に加えて、多くの問題が生じている。第1に、輸出の約9割が製造業製品であることもあり、産業構造は第2次産業が相対的に大きく、第3次産業が小さい(図表17)。第2に、都市部と農村部の一人当たり所得および消費の格差が拡大している(図表18)。これには、特定地域の輸出や投資を優遇する政策が影響を与えている。第3に、これに関連して、都市部に所在する熟練労働者と農村部に所在する非熟練労働者の間で、賃金格差が拡大している。第4に、社会的セーフティ・ネットが弱まり、年金、医療、教育などに関して個人が負担するリスクが増加している。第5に、環境破壊や資源制約の問題が深刻化している。エネルギー利用の削減は目標通りに進んでおらず、その要因として、産業再編の遅れ、エネルギー多消費型産業の高成長、エネルギー利用効率を高める税制等のインセンティブの不備、などが指摘されている。以

図表16 消費および投資の対GDP比率の推移 (%)



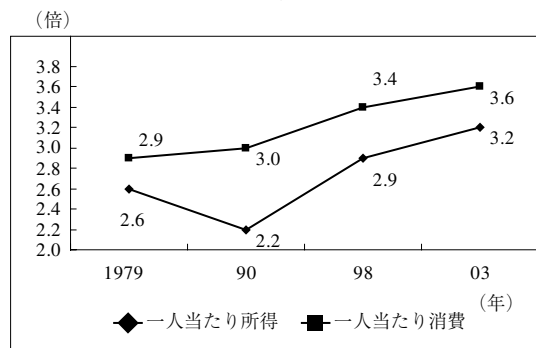
(資料) 国家統計局『中国統計摘要2007』

図表17 中国の産業構造 (%)

		農業	鉱工業	サービス業
中国	1990年	27	42	31
	2005年	13	48	40
中低所得国	1990年	18	37	45
	2005年	11	37	52
世界	1990年	5	33	61
	2005年	4	28	69

(資料) World Bank, World Development Indicators, 2007

図表18 都市部と農村部の所得格差



(資料) Blanchard and Giavazzi [2005]

上の問題を整理すると、マクロ的な不均衡の問題、国民の生活あるいは所得にかかわる問題、環境等の問題、ということになる。

これらの問題に対処するには、「成長のリバランス」を実現することが不可欠である。リバランスとは、供給面では製造業からサービス業へのシフト、需要面では投資や輸出から消費へのシフトを意味する。

政府は、投資の抑制、消費の促進、省エネ・省資源、環境保護などを重要な政策として打ち出している。2006年10月には、2020年をターゲットとした、地域間格差の縮小、所得分配の改善、雇用の創出、社会的セーフティ・ネットの構築等の目標が発表された。経済成長率が高く企業収益も好調な現在は、様々な政策を実施するために最適のタイミングといえよう。

リバランスの重要なポイントとして、従来の資本集約的な成長を見直し、労働力の一層の活用を図る必要がある（注35）。生産性の低い農業部門の余剰労働力を都市部の労働集約的なサービス産業に移すことが出来れば、労働生産性および経済成長率が上昇することになる（注36）。

このような政策により、GDPに対する賃金や家計所得の割合が上昇し、消費の割合の上昇に結びつくことが期待される。賃金の対GDP比率は、98年の53.0%から2005年には41.4%に低下し、アメリカの57%を大きく下回っている。また、預金金利の低さ、2005年までの株価の低迷、代替的な投資商品の不在

などから、資金運用収入も伸びていない（注37）。

(2) リバランス政策の内容

リバランス政策は、以下のように分類される（図表19）。第1に、投資を抑制し、消費やサービス業の成長を促進するマクロ政策である。第2に、貿易財（主に製造業）の生産と非貿易財（主にサービス業）の生産の選択にかかわる価格政策や税制の変更である。第3に、労働の地域間移動を促進し農村部の貧困を削減するための、労働移動や土地取引に関する

図表 19 世界銀行が提案するリバランス政策の内容

1. マクロ政策	(1) 医療、教育、社会保障などの財政支出の拡大（地方に特に配慮）。 (2) 金融改革（銀行・資本市場改革）による資源配分の効率性の向上。 (3) 国有企業改革（配当政策の確立、ガバナンスの改善など）。
2. 価格政策、税制	(1) 為替レートの変動性の拡大。 (2) 製造業生産に用いられる土地、エネルギー、水、天然資源、環境などの価格を市場ベースとすること、あるいは利用抑制のために課税すること。 (3) 直接投資に対する税制優遇など、製造業に対し補助的・促進的な税制の削減。特に、内外企業に対する法人税率の統一、サービス産業への増値税の導入など。 (4) サービス産業の規制緩和。
3. 労働移動・土地取引に関する規制緩和	(1) 移住者を受け入れる都市における社会サービスの充実。
4. 地方政府にインセンティブを与える制度改革	(1) 官僚の業績評価の改善。 (2) 地方政府予算における土地取引関連収入の取り扱いの透明化。
5. 生産構造・技術向上の支援策	(1) 研究開発支援やベンチャー・キャピタルへの資金提供など。
6. その他	(1) 健康保険、年金、教育などの制度改革。 (2) エネルギー・環境基準の強化。

（資料）World Bank Office, Beijing [Nov. 2006]

規制緩和である。第4に、地方政府にリバランスを促進するインセンティブや手段を与える制度改革である。第5に、生産構造や生産技術の向上を支援する政策である。これらの政策は、投資と消費のバランスを改善しようとするマクロ政策(図表19中の1)、産業構造を変えようとする政策(同2)、投資や消費のインセンティブを変えようとする政策(同3および4)、その他(同5および6)、と特徴付けられよう。

Blanchard and Giavazzi[2005]は、リバランス政策のパッケージとして、①年金、医療、教育などに関して個人が負担するリスクを減らす政策を実施し、家計部門の貯蓄率を下げることで、②健康保険制度の創出や医療への公共支出の増加などにより、健康関連の公共サービスのウェイトを高めること、またその際に農村部へのサービス提供を特に重視すること、③人民元の切り上げにより対外不均衡の改善を図ること、を提案している。これは、家計部門を中心に貯蓄率が高いことや、農村部を中心に健康関連サービスが不備であるこ

となどを重視した提案である(注38)。

筆者は、どの政策も過度に実施すれば副作用を伴う恐れがあるが、政策の組み合わせによりこれらを軽減出来ることを強調している。人民元の切り上げは、経済成長率の低下や人民元建て農産物価格の低下による農村部への悪影響などを伴うが、これらは貯蓄率の低下による景気刺激効果や農村部重視の政策実施により補完出来る、という具合である。

図表19に掲げた政策に対し、包括的かつ積極的に取り組むことが必要である。その際、それぞれの政策がもたらす効果および影響を十分に把握すべきである。特に、マクロ政策に関しては慎重な検討が必要であろう。

(3) 貯蓄率の動向

ここで、貯蓄率について詳しくみておく。中国では、近年GDP統計が修正されたため、貯蓄率を正確に把握することは難しい。図表20に示したのは、Barnett and Brooks[2006]による推計である。2005年の貯蓄率は48.3%となっており、国際的にも極めて高い。近年、

図表 20 各部門の貯蓄率 (支出側 GDP に対する比率)

(%)

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
家計部門	16.8	15.0	14.3	16.3	15.7	17.0	17.2
一般企業	16.0	16.2	17.6	17.7	19.7	18.4	21.0
政府部門	5.1	5.4	5.6	5.5	7.7	10.0	10.1
合計	37.9	36.6	37.5	39.5	43.1	45.4	48.3

(注) 2004年、2005年は推計。

(資料) Barnett and Brooks [2006]

企業部門と政府部門の貯蓄率が上昇しているが、国際比較からは家計部門の貯蓄率が突出して高い(ただしインドを除く(注39))(図表21)。家計部門は、可処分所得の約3割を貯蓄している。

家計部門の貯蓄率が高い要因としては、①経済成長率が高いこと、②一人っ子政策がとられてきたこと、③年金、医療、教育などに関して個人が負うリスクが大きく、これに備えざるを得ないこと、④金融システムが未整備なため、住宅ローン、保険、起業資金融資などのサービスを十分に受けられないこと(注40)、などがあげられる。

企業部門では、ウェイトの高い製造業企業の貯蓄率が一般的に高い上に、好調な企業収益の多くの部分が内部留保となることが、貯蓄率上昇の要因となっている。加えて、国有企業が政府に対して配当をほとんど行っていないことや、民間企業は銀行や資本市場からの資金調達に難しいために内部留保に頼らざるを得ないことなども、貯蓄率を高める要因となっている。

政府部門では、歳入が増加する中で政府消

費のウェイトが低く、医療や教育などへの支出が伸びていないことが、貯蓄率上昇の要因となっている。

今後、各部門の貯蓄を減らすことがリバランス政策の目標となる。Kuijs[2006]の推計によれば、中期的な貯蓄率、投資率に大きな変化はなく、貯蓄・投資バランスも大きくは変化しないとされている。したがって、リバランス政策の果たす役割は大きく、特に、国有企業改革、金融改革、社会サービスへの財政支出の増加、賃金の引き上げ、所得格差の縮小、人民元の切り上げなどにより貯蓄および投資が減少し、貯蓄超過も減少することが期待されると述べている。

(注26) 投資の現状に関しては、Barnett and Brooks[2006]などを参考とした。

(注27) その他は家計部門が約14%、政府部門が約10%となっている。

(注28) BIS[2007]による。

(注29) World Bank Office, Beijing[Aug.2006]による。

(注30) World Bank Office, Beijing[Feb.2006]による。2007年5月、政府は国有企業による配当を段階的に実施する方針を示した。

(注31) 銀行が地方政府所有の建設・投資会社に融資することが一般に行われてきたが、2006年にこのような融資に対する規制が設けられた。

(注32) Barnett and Brooks[2006]による。2000年以降、個人所得の増加率が不動産価格の上昇率(上海などは除く)を上回っている。

(注33) 以下の記述は、2006年以降に実施された政策を中心としている。

(注34) Blanchard and Giavazzi[2005]などを参考とした。

(注35) Kuijs[2006]によれば、中国のこれまでの経済成長は、資本蓄積による部分が大きい。TFP(全要素生産性)の上昇も貢献してきたものの、近年は資本蓄積の貢献度が高まる一方、TFPの伸び率は低下している。

(注36) World Bank Office, Beijing[Aug.2006]によれば、中国の都市化の速度は同程度の所得水準の国の中では

図表 21 各国の部門別貯蓄率 (2001年)

(%)

	中国	アメリカ	日本	韓国	メキシコ	インド
家計部門	16.0	4.8	8.2	4.5	8.0	22.0
企業部門	15.0	10.3	19.4	14.8	10.6	4.8
政府部門	7.5	▲0.9	▲2.2	11.7	2.2	1.5
合計	38.5	14.3	25.5	31.0	20.8	28.3

(注) アメリカは2002年、インドは2004年のデータ。

(資料) Blanchard and Giavazzi [2005]

速いとはいえないが、2000年から2005年にかけて、都市部の人口は1億人以上増加して5.62億人となった。増加の多くは、農村部からの移住によるものである。また、この間に都市部の雇用は4,200万人（年率3.4%）増加した。

(注37) IMF[2006]による。

(注38) 医療サービス（ベッド数、医療従業者数等）に関しては都市部と農村部で格差があり、農村部では90年代に医療サービスの水準が低下したことが指摘されている。

(注39) インドでは、小規模企業が家計部門に含まれている可能性がある。

(注40) 消費者信用残高の対GDP比率は2005年末に17%と、同程度の経済発展段階の国の中では平均的であるが、先進国に比較すれば低い。

IV. 金融政策の運営状況とその影響

1. 不胎化介入とその影響

中国では、資本取引規制が原則として流入を促進し流出を抑制するものとなっていると同時に、経常収支および資本収支がともに黒字であることにより外貨が供給超過となっており、固定的な為替政策の下で為替介入が継続されているために外貨準備が増加し続けている。これにより過剰流動性が生じ、多様な問題を引き起こしているという見方が多い。本節では、この問題について述べる。

まず、不胎化介入の維持可能性についてみる。為替介入により市中銀行から外貨が吸い上げられ、人民銀行の外貨準備が増加する一方、市中銀行には人民元が準備預金の形で供給され、ベースマネーが増加する。人民銀行は外貨準備増加の一部を不胎化し、ベースマ

ネーの増加を抑制している。その主な方法は、銀行間債券市場における公開市場操作であり、そのために2003年4月以降、中央銀行手形（ゼロクーポン債、期間3カ月、6カ月、1年、3年）が発行されている。これは、人民銀行の保有する債券が少なく、国債のみでは売りオペの手段として十分でなかったためである。このほかに、預金準備率の引き上げや窓口指導（道徳的説得）が併用されている。以上のオペレーションにより、人民銀行のバランスシートにおいて、資産では対外資産が増加し、負債では準備預金（不胎化しない場合）または中央銀行手形（不胎化した場合）が増加する。

不胎化政策は、理論的に為替介入の効果（＝意図した方向への為替レートの変動）を損なう可能性が高い。加えて、外貨準備の増加が以下の問題をもたらしている。①運用利回りが低い。②外貨準備の保有に伴う金利・為替リスクが高まる。特に、人民元の増価が続く状況では、人民元に換算した外貨準備は目減りする。人民銀行の対外資産は総資産の約7割に達しており、①と②の問題は無視出来なくなっている（図表22）。ただし、外貨準備運用機関の設立により、これらの問題は一部改善されよう。

負債側の問題もある。第1に、不胎化政策により、中央銀行手形の利払いが発生する。現在のように、中国の金利が外貨準備の運用利回りである米国金利よりも低い状況では、

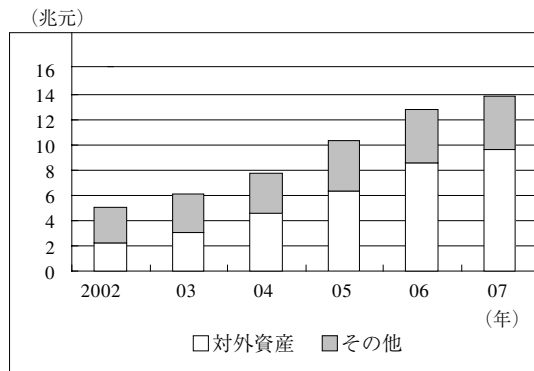
不胎化政策は利益を生むが(図表23)、金利が逆転すればコストが発生し、人民銀行の財務内容を悪化させることになる。

第2に、ベースマネーのコントロールが次

第に難しくなる。金融機関が保有を望む資産と不胎化政策の実施に伴って供給される資産(国債や中央銀行手形など)の代替性が低い場合には、国内金利が上昇する可能性が高い。これにより、資本流入がさらに促進され、悪循環を招くことになりかねない。これらの問題から、一般に不胎化政策は長期的には維持出来ないといわれる。

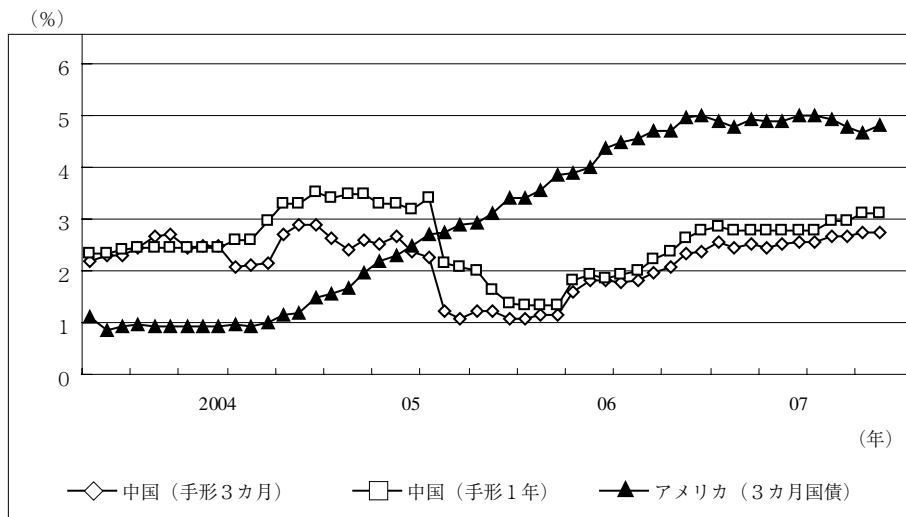
中国では、不胎化が100%行われているわけではないため、為替介入によるベースマネーへの影響はゼロではない(注41)。また、中央銀行手形の発行残高が2007年3月末に約3.8兆元に達しており、その消化に懸念が生じている(図表24)。これを主に保有するのは、国有商業銀行等である(図表25)。今後、発行

図表22 中国人民銀行の総資産



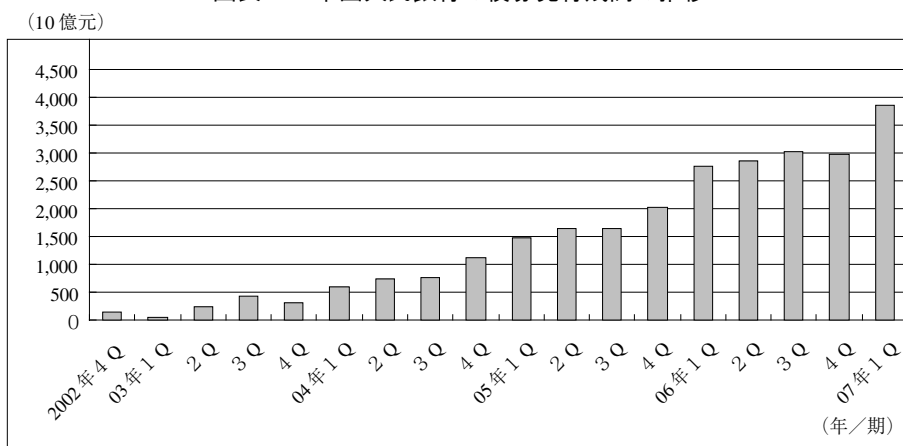
(注) 2007年は3月末。
(資料) 中国人民銀行統計季報

図表23 中国とアメリカの短期金利の推移



(資料) Datastream

図表24 中国人民銀行の債券発行残高の推移



(注) 2007年は3月末。
(資料) 中国人民銀行統計季報

図表25 中央銀行手形の主な保有者 (2007年3月末)

(10億元、%)

保有者	保有金額	総資産に占める割合
国有商業銀行	2,775.71	11.3
株式制商業銀行	447.17	5.8
都市商業銀行	106.46	3.9
郵政貯蓄銀行	340.99	19.8
合計	3,670.33	—

(注) 発行残高は3,847.52である。
(資料) 中国人民銀行統計季報

残高をどの程度増やせるかは不透明であるが、2007年3月までの1年間に1.1兆元増加しており、保有者がこのペースで保有を増やし続けることには限界があろう。中井[2006]は、債券市場が未整備であるため、中央銀行手形の消化を促進することを目的に金融を緩和的に運営せざるを得ず、金融政策の独立性が阻害される可能性を指摘している。

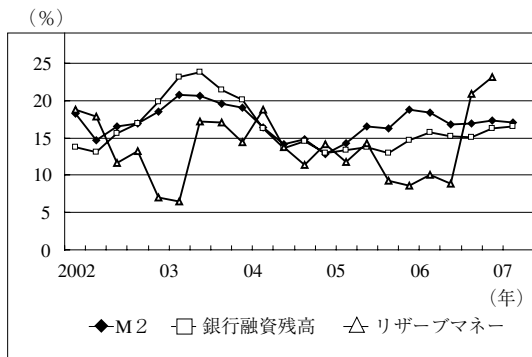
2. マネーサプライの動向と金融政策

(1) マネーサプライの動向

次に、マネーサプライの動向についてみる。人民銀行が直接コントロール出来るのは、ベースマネー（現金通貨と市中銀行が積み立てた準備金の合計）である。中国ではリザーブマネーと呼ばれているが、同じ意味である。ベースマネーの伸び率は2003年後半から2004年前半をピークに低下傾向にあり、ある程度コントロール出来ているとみられる（図表26）。ただし、2006年12月以降、前年同期比の伸び率が急上昇しており、注意が必要である。

ベースマネーを減らす方法としては、中央銀行手形の発行と預金準備率の引き上げがある（注42）。手形の発行により不胎化されていない金額は、注41より3.3兆元（対外資産増加

図表26 マネーサプライ等の前年同期比伸び率の推移



(資料) 中国人民銀行

額－手形発行残高増加額)である。一方、預金準備率は2007年7月30日に0.5%引き上げられて12.0%となり、2003年以降、5%上昇した。これによる法定準備金の増加額は、1兆元程度とみられる。したがって、外貨準備運用機関の設置に関連して1.55兆元の資金吸収が実現すれば、外貨準備の増加によるベースマネー増加分の大半が不胎化されることになる(注43)。

マネーサプライ(M2)の前年比伸び率は、近年、15~20%となっている。2003~2004年には20%前後となり、その後低下したが、2006年以降、再び上昇傾向にある。また、銀行融資の伸び率は、近年、M2の伸び率を下回って推移している。

現行の金融政策は、ベースマネーを操作目標、M2および銀行融資の伸び率を中間目標、インフレ率を最終目標とし、銀行間短期金利や為替レートの安定にも配慮する枠組み

となっている(注44)。政策手段としては、①人民銀行貸し出しおよび超過準備のファシリテティ、②手形発行による公開市場操作、③預金準備率の変更、④貸出・預金基準金利の変更、⑤窓口指導(注45)、がある。為替レートの安定と金利政策の実施を両立させることに限界があるため、窓口指導が併用されているともいえる。資本取引規制の存在は内外金利の結びつきをある程度弱めているが、規制緩和に伴って連動性は高まる。すなわち、為替レートの安定と金融政策の独立性を両立させる難しさが増すことになる(注46)。

M2の過去の伸び率をみると、年次目標が常に達成されてきたわけではない(注47)。それでもインフレは抑制されてきており、M2と実体経済の関係がそれほど安定したものではなかったともいえる。なお、M2の伸び率が高いため、その対GDP比率は2000年の135.7%から2006年には165.0%に上昇したが、これは金融システムにおける銀行部門の重要性を示すものととらえられる(注48)。

また、貨幣乗数(M2のベースマネーに対する比率)が上昇傾向にあるために、ベースマネーとM2の関係が不安定になっている可能性がある(注49)。その背景には、銀行サービスの向上などにより家計部門が現金よりも預金を持つ傾向を強めていること、決済システムの整備を受けて銀行預金に対する中央銀行への準備金の割合が低下したことなどがある。これらの傾向は今後も続き、M2をコン

トロールする難しさが増す可能性が高い。

(2) 金融政策の推移

このように、ベースマネーの伸び率が比較的抑制されてきた一方、M2の伸び率は目標をやや上回って推移しており、当局の警戒姿勢が強まっている。ベースマネーの伸び率がコントロールされてきた点は評価出来るが、現在のペースで不胎化を続けることが難しいことはすでに述べた通りである。

近年の金融政策の推移をみると、2003年以降の銀行融資の急増に対し、同年および2004年には、預金準備率や貸出・預金基準金利の引き上げなどによる引き締め政策がとられた。これに対し、2005年には不胎化が十分に行われなかったため、M2の伸び率が高まるとともに銀行間短期金利が大きく低下した。人民元の切り上げが実現したことや短期金利が低下したことを受けて、投機的な資金流入は減少した。しかし、金融緩和は経済の高成長と整合的ではなく、2005年末以降、政策姿勢は再び引き締めへと転じた(注50)。

2006年4月以降、貸出・預金基準金利および預金準備率の引き上げが段階的に行われている(図表27)。また、窓口指導も様々な形で実施されている。その結果、2005年に1%近辺に低下した3カ月物手形金利は、2007年には3%近くまで上昇した。

ただし、M2や銀行融資の伸び率は低下しておらず、引き締めが十分に効果的であると

図表 27 金融政策の変更内容

(貸出・預金基準金利)		(%)
	貸出基準金利(1年)	預金基準金利(1年)
変更以前	5.31	1.98
2004年10月29日	5.58	2.25
2006年4月28日	5.85	2.25
2006年8月19日	6.12	2.52
2007年3月18日	6.39	2.79
2007年5月18日	6.57	3.06
2007年7月20日	6.84	3.33
2007年8月21日	7.02	3.60

(法定預金準備率)		(%)
変更以前	7.0	
2004年4月25日	7.5	
2006年6月16日	8.0	
2006年7月21日	8.5	
2006年11月3日	9.0	
2007年1月5日	9.5	
2007年2月16日	10.0	
2007年4月5日	10.5	
2007年4月29日	11.0	
2007年5月18日	11.5	
2007年7月30日	12.0	

(注) 2007年8月23日現在の状況を示す。

(資料) 中国人民銀行

はいえない。銀行融資については、従来、銀行が窓口指導を受けていたことや自己資本比率の引き上げを求められていたことなどから、伸び率がM2よりも低く抑えられてきたが、預貸率が大きく低下していることもあり、抑制を続けることは難しくなっている(注51)。2006年の伸び率の目標は、M2が16%以下、信用が12%以下であったが、実績はそれぞれ16.9%、15.7%であった。2007年の目標は、M2が16%以下である(M1や信用の目標は廃止された)が、ベースマネーの伸び率が高まったこともあり、6月の実績は前年同月比17.1%、銀行融資は同16.5%となっている。

こうした中、5月18日には、人民元の日中変動幅の0.5%への拡大、貸出・預金基準金利の引き上げ、預金準備率の引き上げが同時に実施された。

(3) 金融政策の枠組みに関する問題点(注52)

① 超過準備の存在

次に、金融政策の効果波及経路（トランスミッション・メカニズム）に関するいくつかの問題点について述べる。第1に、国有商業銀行が人民銀行に超過準備（excess reserves）を置いていることである（図表28）。このため、銀行間市場における金利の変化に対する市中銀行の感応度が鈍る、あるいは、超過準備の動き次第で政策変更に対する意図せざる金利の変動が生じるなど、金融政策の効果の予測可能性が阻害されている。

そこで、法定準備に対する利率が2002年2月以降1.89%とされているのに対して、超過準備に対する利率は2003年12月に1.62%に、さらに2005年3月には0.99%に引き下げられた。これは、超過準備を保有するインセンティブを減らす措置であるが、短期的には金融緩

和の効果を持つことになる。

預金準備率は現状12.0%であり、超過準備を保有する余地は少なくなったとみられる。今後、預金準備率が引き下げられた際に超過準備が再び増加しないようにする必要があろう。そのためには、超過準備に対する利率をさらに引き下げるとともに、短期金融市場の整備等により超過準備を保有する必要性を低下させることが求められる（注53）。

なお、政策手段として預金準備率の変更に依存することは、法定準備に対する利率の低さから、銀行の負担を高める。人民銀行は、金利の引き上げに伴う資金流入の増加や、手形の発行に伴う利払いの拡大を懸念して預金準備率の変更への依存度を高めているものとみられるが、中期的には公開市場操作を拡大することが求められよう。

② 短期金融市場の整備の必要性

第2に、短期金融市場の整備が十分でないことである。短期金融市場は3つに分かれている（図表29）。①銀行間市場（CHIBOR市場）は、銀行がオーバーナイトから4カ月までの資金をやり取りする市場であり、7日物貸出

図表 28 法定預金準備率と超過準備の推移

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
法定預金準備率	6.0	6.0	6.0	7.0	7.5	7.5	8.5
超過準備	7.3	6.1	5.4	5.4	5.3	3.7	3.1
合計	13.3	12.1	11.4	12.4	12.8	11.2	11.6

(注) 預金残高に対する比率を示す。2006年は6月。

(資料) Laurens and Maino [2007]

図表 29 短期金融市場の出来高

(億元)

	2003年	2004年	2005年	2006年
銀行間コール	24,113	14,556	12,783	13,714
債券現物	30,849	25,041	60,133	76,815
債券レポ	117,203	94,368	159,007	184,439
合計	172,165	133,964	231,923	274,968

(注) 2006年は1～9月。

(資料) 王・長井 [2007]

(原典) 『中国金融』 2006年第3期、第21期

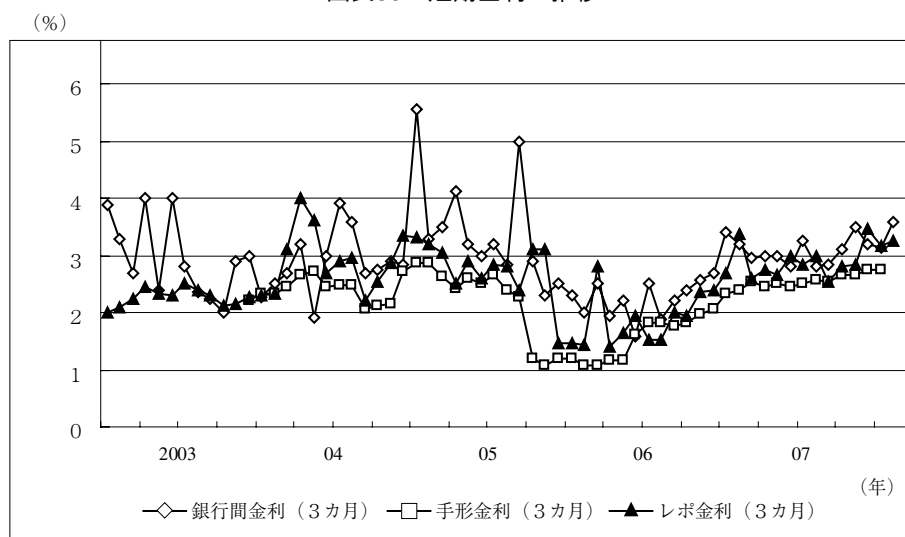
金利がベンチマークである(注54)。②銀行間債券市場は最大の債券市場であり、中央銀行手形などが取引されており、流動性が高い。③債券レポ市場は短期借入れを行うための市場であり、銀行間市場よりもボラティリティが低く、流動性が高い。7日以内の取引が大半であり、7日物金利がベンチマークである。

このような市場の分断が、金融政策の有効性に影響を与えている。一般に、中央銀行は銀行間市場の貸出金利を政策目標とし、その変化が他の市場に波及することを期待する。しかし、中国では、各市場の参加者が限定されてきたことなどから、現在も市場間の裁定が完全には働かないため、金利の連動性が十分でなく、政策の有効性が損なわれている(図表30)。今後、市場間の統合が一層進展することが期待される。

③金利の自由化の必要性

第3に、貸出・預金金利の機能が十分でないことである。従来、貸出金利は、金融機関の種類や借入れ企業の規模に応じて基準金利に上下一定比率の幅が設定され、預金金利

図表30 短期金利の推移



(資料) Datastream

は、預金者や期間による区分に基づいて決定されてきた。このような規制は、銀行の利ざや確保が大きな目的であった。しかし、貸出金利の変動幅が狭すぎたため、中小企業向けなどリスクの高い融資に対応することが出来ず、非公式金融の拡大を招いていた。

金利自由化は、段階的に進められてきた。2004年10月、人民銀行は9年ぶりに貸出・預金基準金利を引き上げると同時に、都市信用組合・農村信用組合を除く金融機関の貸出金利の上限を撤廃するとともに（下限は従来通り法定金利の90%）、すべての金融機関が預金金利を法定金利以下に設定することを認めた（上限は法定金利）。

この措置により、銀行は中小企業向け融資など新たな収益機会が広がり、収益力の向上を図ることも可能となった。しかし、今のところ、国有銀行が高金利の民間部門向け融資を増やす傾向はみられない。その要因としては、銀行の信用リスク管理能力が不十分であること、担保法の未整備などから国有企業への融資の方が安全とみなされていること、などがあげられる。

また、優良企業の資金調達手段は多様化している。CPや手形割引などを利用することが出来るようになり、借り入れよりも低利での資金調達が急速に拡大している。

今後改善すべき課題として、市場金利と貸出・預金金利の連動性が十分でないこと、国有銀行や国有企業が貸出金利を行動基準とし

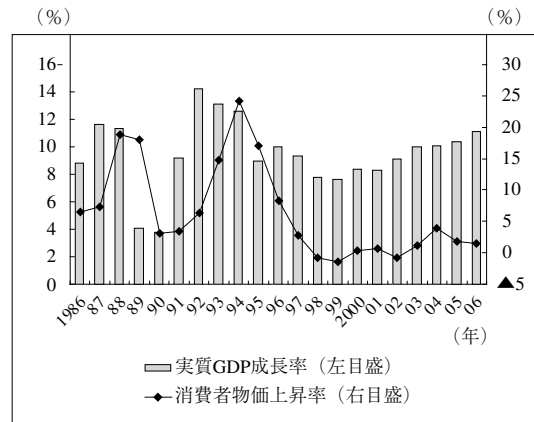
て十分に重視していないために金利変更の効果が経済活動に波及しないこと、などがあげられる。国内の金融システムは銀行中心であるため、銀行改革や国有企業改革の進展が金融政策の有効性を高めることとなろう。

3. 経済動向と金融引き締めの効果

(1) 投資と経済成長

実質GDP成長率は2003年に10%を超え、2006年は11.1%、2007年は1～3月期が11.1%、4～6月期が11.9%となった（図表31）。成長率が高まっている背景には、図表12でみた通り、2003年以降、投資の伸び率が大きく高まったことがある。投資抑制策がとられているものの、伸び率はあまり低下しておらず、2007年入り後は再び高まる傾向にある。また、2005年以降貿易黒字が急増したことも、経済成長率を高める要因となっている。

図表31 実質GDP成長率と消費者物価上昇率の推移



(資料) 国家統計局『中国統計摘要2007』など

World Bank Office, Beijing[May 2007]は、最近の経済動向に関し、不胎化等による金融引き締めが十分に行われていないこと、リバランス政策が進んでいないことなどを指摘している。1～3月期の産業別成長率をみると、農業が4.4%、鉱工業が重工業を中心に13.2%、サービス業が9.9%となっている。ただし、コア・インフレ率が低いこと、实体经济にボトルネックがないことなどから、経済が過熱しているとはまではいえず、投資を抑制する以上に消費を促進することが望ましいとしている(注55)。

投資抑制策として金融引き締めの必要性が主張されるが、その効果は限定的と考えられる。前節でみた通り、過剰投資の大半は、国有企業による非効率的な投資である。その意味では、投資や銀行融資を抑制する直接的な政策(問題のある部分に焦点を絞った政策)が有効と考えられる。また、投資抑制の効果を長続きさせるためにはより根本的な対策が必要であり、国有企業改革や金融改革により国有企業の手元流動性を減らすことや、銀行が非効率的な投資のための融資案件をとりあげないようにすることなどが求められる。さらに、地方政府のインセンティブを変えることや、製造業の投資に対する優遇措置を見直すことも必要である。したがって、金融引き締めは投資抑制策の一つに過ぎないといえよう。

金融引き締めの手法や効果にも問題がある。不胎化政策が不可欠であるという制約か

ら、中央銀行手形の発行による公開市場操作を自由に行うことは難しい。現状は増加するベースマネーを吸収することで精一杯であり、また、短期金利を引き上げれば投機的な資金流入を招く可能性もある。預金準備率の変更も、増加したベースマネーを減らして金融政策を中立に保つ程度にとどまっている。このような状況では、人民元の増価を容認し、ベースマネーの増加速度を落とすことが重要な課題になっているといえよう。

現状、銀行融資の抑制に最も効果があるのは、窓口指導と貸出・預金基準金利の変更であろう。しかし、貸出金利が行動基準として重視されないのであれば、利上げの効果はあまり期待出来ない。主に自己資金に依存して投資を行っている企業が貸出金利を重視するようになるには、時間がかかるであろう。一方、銀行は国有企業向け融資を優先する行動を変え、高金利で民間部門向け融資を行う方向に転換しなければならない。そのためには、ガバナンスの改善やリスク管理能力の向上が不可欠である。

また、現在の貸出基準金利は、経済成長率などに比較して極めて低い。少なくとも、これを引き上げていくことは必要であろう。

(2) 消費者物価

消費者物価上昇率は、食品価格の上昇などから2004年に前年比3.9%となったが、2005年、2006年は1.8%、1.5%と低かった。物価上

昇率が低下した背景には、消費財や原材料(鉄鋼、石炭など)の供給が過剰気味であること、過剰労働力の顕在化により賃金上昇率が生産性上昇率以下に抑えられていること、人民元が増価傾向にあること、などがある。一方、医療、教育等のサービス価格の上昇や、輸入に依存する燃料および鉱物資源価格の高止まりなどは、物価上昇要因となっている。総じていえば、経済成長が投資主導型であるため、消費者物価は上がりにくいといえよう。

2006年12月以降、2%台に上昇し、2007年7月には5.6%となった。これは主に、バイオ燃料生産のための需要増等から国際穀物価格が上昇しているためであり、食品以外のインフレ率は0.9%と落ち着いている(食品価格は15.4%)(注56)。したがって、全体的にはそれほど懸念すべき状況ではないが、国際穀物の需給は今後もタイトな状況が続くと予想され、価格上昇が持続する可能性が高いため、中国もその影響は免れない。また、石油価格や電気料金などの見直しが行われており、長期的には成長路線の転換に資するものの、短期的には物価上昇要因となる可能性がある。当面、消費者物価上昇率は高水準で推移するとみられ、食品以外への波及について注視することが必要である。

消費者物価上昇率が落ち着いていることは、経済が、需要が供給を上回る過熱した状態にはないと判断する重要な根拠となる。ただし、2007年1～6月の経済成長率は、過

去10年間で初めて潜在成長率を上回った(注57)。高成長が持続すれば、供給制約が顕在化し、消費者物価上昇率が高まる可能性がある。

(3) 不動産投資

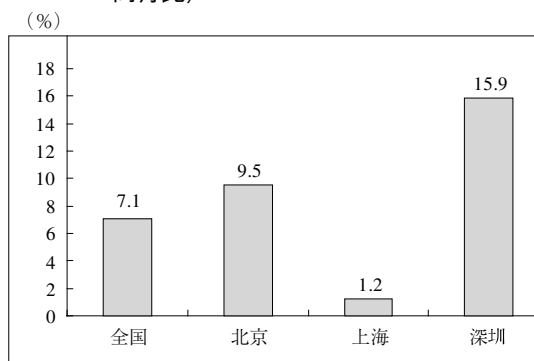
前節で述べた通り、不動産投資は個人所得の増加や投機的な要因などを背景に急増し、2003年以降の投資ブームの一端を担っている。投機的な取引を抑制するために、住宅の転売の抑制や外国人による不動産購入の制限など、様々な対策が実施されている。

不動産価格の上昇率は、2004年末には全国平均で前年同期比10%を超えたが、投資抑制策の効果もあり、2005年末には同6.5%に低下した。しかし、その後は着実に上昇しており、特に北京や深圳などの大都市で上昇率が高まっている(図表32)。不動産価格の上昇率は国際的にみてそれほど高くないが、データの信頼性に疑問があり、実際の上昇率はこれよりも高いという見方が多い(注58)。不動産投資の伸び率は2007年1～3月期に前年同期比29.7%となり、過剰な不動産ブームへの懸念が再び強まっている。

不動産投資においては、銀行融資の果たす役割がある程度大きいと考えられる。World Bank Office, Beijing[May 2006]によると、上位の銀行では、融資の20～30%が開発業者への融資、住宅ローン、建設部門への融資などの不動産関連である。

不動産投資の抑制には、直接的な投資規制

図表32 不動産価格上昇率（2007年6月、前年同月比）



(資料) 国家発展改革委員会

に加えて、貸出基準金利の引き上げや不動産融資規制等による銀行融資の抑制が有効と考えられる。不動産投資の抑制は、製造業の投資を抑制することにもつながる。ただし、直接的な規制により不動産の供給が減れば、短期的には不動産価格の上昇につながる事となる。

中期的な観点からの不動産市場整備も欠かせない。不動産価格の高騰は中低所得者の住宅取得を難しくするため、政府は中低所得者向けの住宅融資に関する政策支援を検討している。また、不動産価格や空室率等に関するデータ整備、不動産の所有権に関する法整備なども重要な課題である。

(4) 株式市場(注59)

株価は、2006年以降急騰している(図表33)。ただし、2001年半ばから2005年末まで

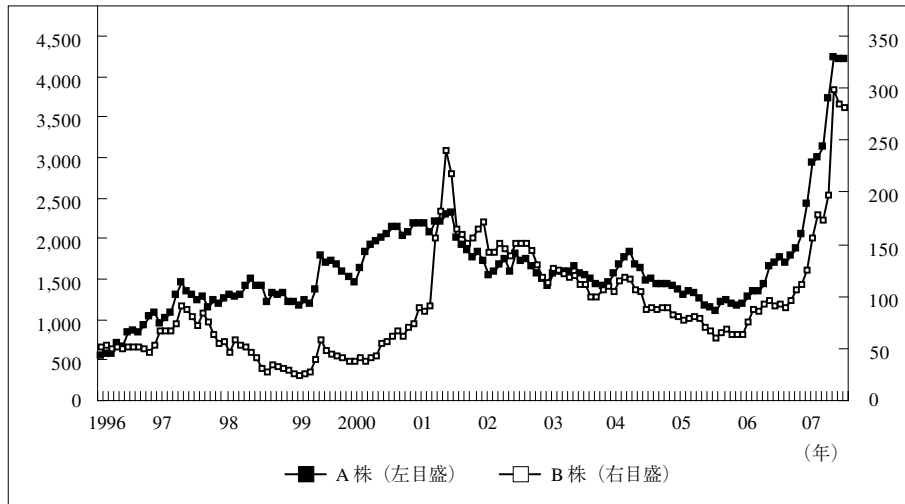
低迷が続いたため、2006年12月に2001年6月の高値(約2,300)を超えたに過ぎない。A株は2006年に約130%上昇し、2007年にはさらに約75%上昇している。2006年の上昇を受けて株式市場への関心が高まり、2007年には個人投資家の株式投資が急速に拡大した。そのため、株価収益率が上昇し、市場は過熱気味となっている(図表34)。

株価上昇の要因として、以下の点が指摘出来る。①株式市場改革、特に非流通株改革が進展したこと(注60)。②製造業の企業収益が年率40%を超える伸びを示していること。③株式以外の投資可能資産が少なく、不動産投資の抑制がそれに拍車をかけたこと。④株式投資の収益率と銀行預金金利の差が拡大したため、銀行預金からの振り替えによる投資が増加したこと。⑤海外からの資金流入が増えたこと(注61)。

株価の上昇は、資金流入の急速な拡大を招いた。2006年に、株式投資信託の資産規模は前年の2倍以上に拡大した。12月、政府は一時的に新規ファンドの認可を中止するとともに、2007年1月には銀行が株式購入資金を融資することを禁止した。

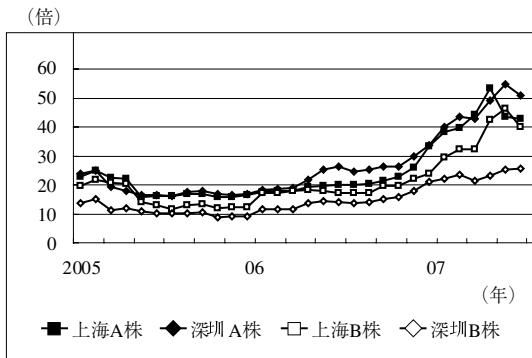
銀行融資を伴った株式取引は一部にとどまっており、株式市場に流入している資金の大半は銀行預金から振り替えられたものである。したがって、株価上昇の要因として銀行融資はそれほど大きなものではないと思われる。ただし、銀行の手元流動性が潤沢である

図表33 株価指数の推移（上海）



(資料) Datastream

図表34 株価収益率の推移



(資料) Datastream

ことが株価上昇期待をもたらしており、また、預金金利の引き上げは預金から株式投資への資金振り替えの減少につながる。その意味では、金融引き締めが株価の抑制に一定の効果

を持つと考えられる。

株価の急速な上昇は、その後の急落の可能性を高め、回復した株式市場への信託を再び傷つけることになりかねない。株価の動向がマクロ経済に与える影響はそれほど大きくないが、退職者や低所得者に与える影響は無視出来ない。

したがって、株式市場の過熱を冷やす政策が必要である。QDII制度における外国株投資の認可(後述)、不正取引監視の強化、投資家教育の拡充、情報開示の強化などが重要な対策となる。銀行としても、株式投資に対抗しうる投資商品を開発する努力が求められよう。

税制の変更も、株価対策の一つである。「証券市場の健全な発展を促すため」(財政部)、

5月30日より証券取引印紙税率が取引金額の0.1%から0.3%に引き上げられた(注62)。また、8月15日より、銀行預金の利子に対する税率が従来の20%から5%に引き下げられた。そのほか、キャピタル・ゲイン課税の導入なども検討されている(注63)。

(注41) 2003年3月末から2007年3月末にかけて、人民銀行の対外資産が7.1兆元増加したのに対して、手形発行残高の増加額はその約53%に相当する3.8兆元となっている。中央銀行手形の発行による不胎化比率は、平均50%前後で推移してきたとみられる。

(注42) 預金準備率の引き上げは、正確には市中銀行が自由に使えるベースマネーを減らすことになる。

(注43) 人民銀行の説明によると、2003年から2006年にかけて、約7,800億ドルのドル買い介入により、約6.4兆元の人民元が市場に放出された。このうち、預金準備率の引き上げにより1兆元、手形発行により3兆元を吸収したが、ベースマネーの適正な増加額は4年間で2兆元であり、4,000億円の吸収不足という計算になるという。

(注44) 現在の枠組みが採用されたのは、信用上限が廃止された98年である。

(注45) 近年、窓口指導の内容は人民銀行が発行する金融政策に関する四半期報告書に掲載されており、政策の透明性がある程度確保されている。

(注46) 現在の中国においては、資本取引規制を回避する手段が違法なものも含めて数多く存在するため、資本取引は実質的には完全に自由化されているという見方がある。Ma and McCauley[2007]は、複数の手法による分析を実施し、特に金利裁定取引のチャンスが残されていることを重視して、「資本取引規制の有効性はある程度確保されており、資本流出入を誘発せず金利政策を実施することは可能である」という説得的な結論を導いている。

(注47) 以下の記述は、Laurens and Maino[2007]による。

(注48) 余[2006]は、「貯蓄預金(M2に含まれる)が依然として最も重要な貯蓄手段である限りにおいて、(中略)広義のマネーサプライ(M2のこと)の高い伸びがハイパーインフレにつながることはないし、中国の成長過程が中断されることもない」と述べている。

(注49) World Bank Office, Beijing[Nov.2006]による。

(注50) 王・長井[2007]によると、2005年に短期金利が低下したのは、7月の為替制度変更を受け、人民銀行が上昇する米国金利との差を一定以上に維持することによって投機的な資金流入を防ごうとしたためであるという。実際、米中金利差はその後も一定に維持されて

いる。このような見方が正しいとすれば、短期金利を一定限度以上に上昇させることは望ましくないことになる。

また、国内およびオフショアの為替先物レートは内外金利差から導かれる理論値と整合的であったが、2006年11月以降、国内銀行のNDF取引への参加が禁止され、市場間の裁定が不十分になったと指摘している。

Ma and McCauley[2007]は、2005年の切り上げ後、人民銀行は、米中金利差を3~4%に保つと同時に人民元が年率3~4%増価する(すなわち、金利裁定が働く)という期待を醸成して、制度変更に伴うリスクを軽減しようとしたのではないかと述べている。中井[2006]も同様の指摘を行っていることは、注2で述べた通りである。

(注51) 国有商業銀行の預貸率は、2002年末の80.9%から2007年3月末には56.7%に低下した。

(注52) Goodfriend and Prasad[2006]およびLaurens and Maino[2007]を参考とした。

(注53) 超過準備の存在のほかに、証券会社やノンバンクが銀行間市場に参加するようになったことや、政府による中央銀行への預金が増加したことなども、金融政策の効果をかく乱させる新たな要因となっている。

(注54) 2007年1月より、SHIBOR(Shanghai Interbank Offered Rate)の公表が始まった。これは、参照金利の加重平均(期間はオーバーナイトから1年まで)であり、LIBORに近い性格を持っている。

(注55) 政策に強い影響力を持つ中国社会科学院金融研究所の李揚所長は、「中国経済が過熱段階に入ったとは考えていない。現在の状況は全体的にみてかなり良好だ。(中略)10%以上の成長が何年も続いても特に問題は起きていない」と述べている。金利引き上げの効果については、「昨年から何回も利上げしているのに何の効果もない。(中略)20%まで上げれば影響はあるだろうが、やりすぎだ」としている(2007年8月6日付日本経済新聞「月曜経済観測 中国政府の景況感」による)。

(注56) 消費バスケットの3分の1が食品であり、そのうちの3分の1が穀物である。したがって、食品価格の影響は大きく、その動向には注意が必要である。

(注57) World Bank Office, Beijing[Sep.2007]による。

(注58) World Bank Office, Beijing[Nov.2006]による。

(注59) 主にWorld Bank Office, Beijing[May 2007]による。

(注60) 株式の約6割が国有株を中心とする非流通株であることは、コーポレート・ガバナンスなどの点で大きな問題であった。2005年4月以降、非流通株主が流通株主に対価を支払い、保有株の流通権を獲得する形で改革が進められ、2007年2月には約9割の企業で改革が完了した。2006年6月より非流通株の売却が解禁されたが、国有資本の過半数維持などの観点から、すべての株が売却されるわけではない。株式市場における最大の不透明要因がなくなったことは、株価急回復の大きな支援材料となった。

(注61) このように、中国株式市場は、数年間の低迷と重要な市場改革を経て国内資金が急速に流入している状況である。最近、世界の株式市場の値動きが大きくなる中で、中国市場が他の市場とは異なった動きをみせる場合が多いのは、このような事情による。

(注62) このような目的での印紙税率の調整は今までも実施されており、2005年1月には、株価の低迷に対応して0.2%から0.1%に引き下げられている。

(注63) 井上[2007]は、株式市場の基本的な問題として、上場企業の経済活動における重要性が低いことを指摘している。金融を除く上場企業の売上高合計の対GDP比率は、日本の80～100%に対して中国は24%にとどまる。これは、過去に不適切な上場政策がとられてきたことへの反省から上場審査を厳しく時間のかかるものとしていたためであり、中小企業の本格的な整備など、多層的な厚みのある市場を構築することが課題であるとしている。

V. 今後のマクロ政策運営と為替制度の将来像

1. 今後のマクロ政策運営

(1) 拡大する対外不均衡への対処

本節では、今まで述べたことをまとめ、今後、中国がとるべき政策について改めて考える。中国経済が抱える課題を、対外不均衡への対処、成長のリバランスの必要性、金融政策への対処、に分けて述べる。

対外不均衡の拡大への対策として第1に考えられるのは、人民元の切り上げである。これにより輸出入価格が変化し、少なくとも短期的には貿易黒字が減ることが期待される。そのほかにも、①貿易財の相対価格が低下するために国内生産が非貿易財にシフトし、貿易黒字が減少する、②交易条件の改善により

国内の購買力が上昇する、③インフレ率が低下する、などの効果が期待される。

対外不均衡の拡大が大きな問題となっていることを考慮すれば、人民元の切り上げは不可欠であろう。それにより予想される負の影響に関しては、別途、補助金等により対応することが望ましい。ただし、切り上げにより対外不均衡がどの程度改善するかは不透明であるため、あくまでも政策パッケージの一部として位置付けるべきである。

第2は、投資の抑制と消費の促進である。投資の増加は短期的には輸入の増加につながるものの、中期的には生産能力の拡大により輸入を減らす可能性が高い。したがって、投資の抑制と消費の促進を図り、輸入品を消費財にシフトしていく必要がある。ただし、これには相当の時間がかかるであろう。また、長期的に対外不均衡を改善するためには、貯蓄・投資バランスにおける貯蓄超過を減らす必要がある。したがって、投資を抑制する以上に消費を促進する必要がある。

第3は、規制変更である。①貿易規制の変更により輸出を抑制し輸入を促進すること、②資本流出規制を緩和すること、③為替制度の変更（為替レートの変動幅の拡大など）により人民元の増価期待を減らすこと、があげられる。

(2) 「成長のリバランス」政策の実施

投資を抑制し消費を促進する、あるいは産

業構造を製造業からサービス業にシフトする、というのがリバランスの意味である。また、地域間所得・賃金格差の拡大、社会的セーフティ・ネットの不備、環境破壊、資源制約などへの取り組みも求められる。

経済の高成長により国民の生活水準が向上した点は十分に評価すべきであるが、従来の資本集約的な成長を見直し、労働力の一層の活用によりGDPに対する賃金や消費の割合を増やすことが望ましい(注64)。

投資を抑制するためには、国有企業を中心とした非効率的な投資を減らす必要がある(注65)。特定の投資や銀行融資を対象とした直接的な対策に加えて、国有企業改革、金融改革、地方政府のインセンティブを変える規制変更、製造業の投資や直接投資に対する優遇措置の削減、貸出基準金利の引き上げなどを実施していく必要がある。

その他のリバランス政策としては、①社会保障、医療、教育などの分野における制度の整備や財政支出の増加、②農村部から都市部への労働移動の支援、③サービス産業の規制緩和、④生産技術向上のための研究開発支援、⑤環境問題への対応、などがあげられる。

(3) 金融政策

外貨の超過供給が拡大する中で、為替レートを固定的に維持する介入を続けているため、外貨準備と人民元のベースマネーが急増している。前者に対しては、外貨準備運用機

関の設立という解決手段が示された。一方、ベースマネーの増加に対しては、中央銀行手形の発行や預金準備率の引き上げなどによる不胎化が行われているが、手形の発行残高がかなり拡大しており、発行の継続には限界があるとみられる。

また、金利の上昇が海外からの資金流入を招きかねないという意味でも制約があり、特に、公開市場操作の実施に関して金融政策の独立性が十分に確保されていない状況にあるといえよう。したがって、金融政策との関係からも、人民元の増価を容認することが必要となっている。

併せて、金融政策の有効性を確保するため、超過準備の削減、短期金融市場の整備、貸出・預金金利の完全自由化などが求められる。また、国有企業改革や金融改革を進め、企業や銀行が金利を重視した行動をとるようにする必要がある。

これまで、金融政策は一定の有効性を維持してきたと考えられる。しかし、M2や銀行融資のコントロールが次第に難しくなっており、政策の有効性を高める一層の努力が求められている。

最近の固定資産投資の伸びや経済成長率の上昇、消費者物価上昇率の高まり、不動産投資の増加、株価の上昇などに関して、金融引き締めによる効果はそれほど大きくないと思われる。貸出金利の引き上げ等による銀行融資の抑制が最も有効なのは、不動産投資に対

してであろう。一方、投資全般の抑制は重要な政策目的であるが、そのためには多様な政策が必要である。株価の上昇に関しても、銀行融資の影響は部分的であり、その抑制に加えて、預金金利を引き上げること、投資可能資産の多様化を図ること、投資家教育や市場整備を推進することなどが求められる。

繰り返しになるが、金融政策はある程度有効に機能しており、過剰流動性が投資、経済成長、不動産価格、株価などに広範な影響をもたらしているという認識はやや一面的であると思われる。しかし、今後、対外不均衡の拡大が続けば、現在の為替・金融政策の継続は不可能になる可能性が高く、その意味で、為替制度の変更が不可欠であろう。対外不均衡の改善と為替制度の変更により、外貨準備やベースマネーの増勢が弱まることが期待され、金融政策の自由度が増すことになる。

2. 為替政策の見通し

(1) 為替レートの適正水準

次に、以上の政策を実施する中で、為替制度改革や資本取引自由化をどのように進めるべきかを考える。まず、為替制度改革について検討する。

人民元の適正水準はどのあたりか、どの程度切り上げればよいかについては、多くの研究がなされている。この点について、簡潔に述べる。

通常、短期的な為替レート水準の考察には、

アセット・アプローチが用いられる（注66）。しかし、中国では資本取引が完全には自由化されておらず、また、国内の金利自由化も完了していないため、その適用は適切ではない。

為替レートの決定においては、期待や投機が果たす役割も大きい。中国では、為替レートに関する期待は人民元の増価でほぼ一致している。また、外国為替市場が小さく、実需取引のウェイトが高い上に、経常収支、資本収支ともに黒字が続いて外貨が供給超過となっているため、人民元の増価圧力が持続している。

長期的な為替レートの適正水準を考える理論としては、購買力平価、マクロ経済均衡アプローチ、ファンダメンタルズ・アプローチなどがある。しかし、いずれにも利点と欠点があり、決定的に優れた手法は存在しない（注67）。どの手法を用いても人民元の割安の程度はまちまちとなり、それを政策決定の根拠とすることは出来ない。Prasad and Rajan[2006]は、中国の為替制度改革を考える場合に、このような議論は有効ではないと述べている。しかし、通貨の適正水準に関して膨大な研究蓄積があることを考慮すれば、人民元の適正水準に関する議論を続けること自体は有意義であろう。

(2) 為替制度改革の見通し

対外不均衡が拡大し、国内の金融政策への制約が強くなっており、これを改善すること

は緊急の課題となっている。そのために必要な政策の中で、人民元の切り上げは不可欠の要素と考えられる。

2005年7月に対ドルレートが約2.1%切り上げられ、その後、2年間で約7%増価した結果、切り上げ以前と比較すれば約9%増価した。しかし、実質実効レートは5%弱増価したに過ぎない。切り上げが行われたことは評価に値するが、一層の増価が求められることも確かであろう。

その実施方法としては、現状の緩やかな増価を継続しながら、いずれかの時点で5～10%程度の切り上げを行うことが考えられる。通常増価のペースは、米中金利差と密接に関連していると考えられ、このペースを上げれば資金流入を促進するかもしれない。この点を重視すると、一度に切り上げる方が投機を招きにくいと思われる。

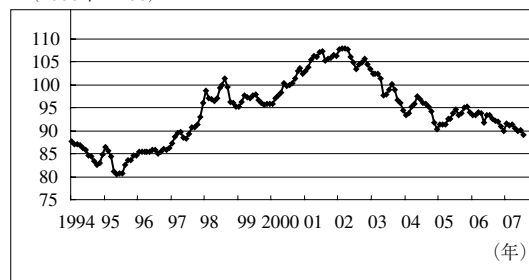
このような切り上げは、出来るだけ早い時期に行うべきである。先延ばしすれば、対外不均衡の拡大や外貨準備残高の増加がさらに進行するためである。また、5～10%程度というのは、実現の可能性を考慮した選択である。対外不均衡が大幅に拡大した現状では、2005年に実施した2%程度の切り上げでは効果が小さすぎる一方、10%を超える切り上げは、輸出や投資などに与える影響が大きく、政治的にも実施は困難と考えられる(注68)。

中国政府は、人民元の切り上げをあくまでも緩やかに進めるスタンスのようにみえる。

これは、切り上げにより予想される特定部門への悪影響を考慮してのことであろう。しかし、これに対しては、別途、補助金等により手当てすることが可能である。また、現在の緩やかな増価では、実質実効レートの十分な増価が生じていない。切り上げによる効果が不透明であることも躊躇する要因になっていると考えられるが、対外不均衡の改善に資する可能性を重視し、いずれかの時点で実施すべきである。

なお、対ドルレートを重視し続けることは、制度としての観点からは必ずしも望ましくない。貿易相手国が分散していることを考慮すれば、通貨バスケットを参照して為替レートをコントロールすることも考えられる。また、減価傾向にあるドルを重視する限り、実質実効レートは増価しにくい(図表35)。しかし、通貨バスケット制を採用すれば、企業や銀行の為替リスク管理が複雑化し、その負担が増すことになる。為替リスクのヘッジ手段が未

図表35 米ドルの実質実効レートの推移
(2000年 = 100)



(資料) BIS

整備であることもあり、当面、ドル重視のスタンスを変更することは難しいであろう。

為替制度改革のもう一つの要素は、対ドルレートの柔軟性 (flexibility) の拡大である。2007年5月、基準レートに対する日中変動幅が上下0.3%から0.5%に拡大された。現状、一層の柔軟性 (greater flexibility) を求める意見が多いが、その多くは、具体的に何を求めているかが必ずしも明らかではない。資本取引規制が流入の促進と流出の抑制を基本としたものである点も障害となり、自由変動相場制を早期に実施出来ないことは明らかである。その実施に向けた制度改革と資本取引規制の緩和は、並行して段階的に進めざるを得ない。

外国為替市場や為替リスクのヘッジ手段を整備するためには、変動幅の広い制度にした方がよいが、現状では、変動幅の拡大を実施すれば人民元が上限に張り付く可能性が高い。当面、一定の時間を置いて上下1.0%程度への拡大を実施し、市場整備を進めるとともに市場参加者の相場観をみきわめることが必要であろう。相場観が一方的である間は、変動幅を大きく広げることは難しいと思われる。また、為替レートの変動に耐えられる国内金融システムの整備も不可欠である。

現状、為替政策と金融政策の関係には、①対外不均衡が大きいため、固定的な為替レートを維持することにより国内で金融緩和が生じる、②資本取引がある程度自由化されているため、固定的な為替政策の下では金利政策

の実施が難しい、という2つの問題がある。ここまで述べた政策では、①はある程度解決するものの、②の問題は残る。これについては、ある程度時間をかけて為替レートの変動性を高めるという方法しかないと思われる(注69)。

3. 資本取引自由化の見通し

中国の資本取引規制は、流入の促進と流出の抑制を基本方針としてきたが、このことが外貨の供給超過の一因となっている(図表36)。これは、中国の対外投資ポジションにも反映されている(図表37)。

対外不均衡の拡大に伴い、これを改善するため、資本流入を抑制するとともに流出を促進する規制変更が行われている。

資本流入を抑制するスタンスは、たびたび表明されている。たとえば、2005年末から2006年にかけて、国内の銀行が、創設後間もない国内の為替先物市場とオフショアのNDF市場を利用した裁定取引を活発化させ、実質的な資金流入の拡大を招いた。その後、2006年11月、当局は国内の銀行がNDF取引を行うことを禁止した。

一方、資本流出規制の緩和策として、2001年以降、国内企業による対外直接投資が促進されている。具体的には、投資にあたっての外貨割当の廃止、投資認可手続きの簡略化、企業の海外活動による利益の再投資の容認、中国の銀行からの海外での保証取得の容易

図表 36 中国の経常・資本取引規制 (2006年1月末時点)

	資本流入	資本流出
貿易	<p>輸出</p> <p>輸出によって獲得した外貨は、外国為替公認銀行に売却しなければならない。ただし、経常収支に属する取引を認可されたすべての企業は、前年の外貨収入の50%または80%を上限として外貨を保持することが出来る。</p> <p>外資系企業は、許可された上限金額まで外貨を保持することが出来る。</p>	<p>輸入</p> <p>輸入代金支払いのために外貨を購入するに際しては、輸入の事実を証明する書類の提出が必要である。具体的には、輸入契約書、輸入許可書、税関申告書、送り状、船積書類などである。</p>
直接投資	<p>対内直接投資</p> <p>非居住者による対内直接投資は、関連法規に合致し、商務部 (Ministry of Commerce) の許可を受ければ自由に行うことが出来る。環境上あるいは安全保障上の理由から、特定産業への対内直接投資は禁止されている。</p>	<p>対外直接投資</p> <p>外貨の資金源に関する審査、直接投資を所管する当局の許可、対外投資の登録などを経て許可される。輸出促進、研究開発、市場開拓、天然資源開発などに関連する投資は優先的に認められる。</p>
証券投資	<p>・非居住者の国内投資</p> <p>(株式) 適格外国機関投資家 (QFII) は、A株を購入出来る。ただし、国内銀行に専用の人民元口座を設定し、また国内証券会社を利用すること。1社あたり20%を超える株式を保有することは出来ない。</p> <p>B株の額面は米ドル建てまたは香港ドル建て。非居住者、居住者のどちらでも購入出来る。居住者は新規の外貨預金口座を設定して購入することも出来る。</p> <p>(債券) QFII は、国内の証券取引所に上場された国債、転換社債、社債を購入することが出来る。</p> <p>・居住者の海外での販売または発行</p> <p>(株式) 自由に行うことが出来る。</p> <p>(債券) 国家発展計画委員会 (State Development Planning Commission)、SAFE 等の事前許可が必要。発行代わり金は国内に回金することが必要。</p>	<p>・居住者の対外投資</p> <p>(株式) 海外で上場した国内企業は、SAFE の事前許可により、海外で発行した株式の買戻しが出来る。また、許可を受けた保険会社は、許可を受けた限度額まで海外で株式を購入出来る。(債券) 許可を受けた保険会社は、一定以上の信用力を有する外国債券を購入出来るが、手持ちの外貨で行う。この目的のために外貨を購入することは出来ない。</p> <p>・非居住者の国内での販売または発行</p> <p>販売はA株、B株とも自由であるが、発行は禁止されている。</p>
その他投資 (資金貸借)	<p>(非居住者から居住者へ)</p> <p>1年を超える借り入れは国家の「外資利用計画」の一部となり、取引ごとの審査を受けなければならない。</p> <p>外貨借り入れを許可された金融機関の場合、1年以内の借り入れは、SAFE の許可を受けた範囲内であれば自由に行うことが出来る。取引ごとの許可は不要であるが、借り入れはSAFE に登録する必要がある。</p> <p>外資系企業は、対外借り入れを許可なしで行うことが出来るが、借り入れはSAFE に登録する必要がある。</p>	<p>(居住者から非居住者へ)</p> <p>銀行業監督管理委員会 (CBRC) により認可された金融機関は、SAFE の許可を受けて、海外向けの貸し出しを行うことが出来る。</p>
現金通貨の持ち込み・持ち出し	<p>通貨の国内持ち込み</p> <p>人民元の持ち込みは、居住者、非居住者にかかわらず20,000元を上限とする。</p> <p>外貨の持ち込みは、5,000ドル以上の場合には税関への申告が必要である。</p>	<p>通貨の海外持ち出し</p> <p>人民元の持ち出しは20,000元を上限とする。外貨の持ち出しは5,000ドルまでは自由であるが、それ以上の金額の場合は、両替する銀行あるいはSAFEの確認が必要である。10,000ドルを超える場合は、SAFEへの申請が必要である。</p>
外貨預金	<p>居住者外貨預金勘定</p> <p>すべての国内企業および外資系企業は、経常取引の目的のために、SAFEの許可を受けて一定額まで外貨預金を保持することが出来る (輸出の部分参照)。</p> <p>資本取引に伴う外貨の受け取りのために、専用の外貨預金勘定を設定することが出来る。</p> <p>個人は、為銀において自由に外貨預金を開設出来る。</p>	

(資料) IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2006

図表 37 中国の対外投資ポジション
(2005 年末)

(10 億ドル)

	資産	負債
直接投資	64.5	610.2
株式	64.5	673.8
債権・債務	327.9	256.9
外貨準備	825.7	—
合計	1,218.5	930.7

(資料) World Bank Office, Beijing [Aug. 2006]

化、などが実施された。対外直接投資の目的としては、対外不均衡の改善に加え、海外の天然資源の確保や大企業の成長促進なども重要となっている。

証券投資は、適格海外機関投資家 (QFII) および適格国内機関投資家 (QDII) の制度により規制されている。どちらも、事前の認可手続き、投資枠の割当、外国為替取引のルール化、投資商品の制限、厳しい報告義務、などを含んでいる。

QFIIの導入以前、非居住者による対内証券投資はB株で認められるのみであった。QFIIによる投資枠は現在も合計約100億ドルにとどまり、流通株の時価総額の約3%に過ぎない。過渡的な制度であるとはいえ、もう少し拡大してもよいであろう(注70)。QFII制度の拡大は、個人投資が支配的な株式市場で機関投資家の存在感を高めることにもつながる。

2006年4月、QDIIに認定された国内金融機関による対外証券投資の制度が本格的に導入された(注71)。この制度は、個人や企業が人民元を外貨に交換して海外投資を行うことを

認めた点で、画期的なものである。これが拡大すれば、人民元預金と外貨預金の間で資金移動が活発化し、マネーサプライが変動する可能性が生じるほか、従来、公的部門が主に担ってきた対外証券投資の一部を、民間部門が担うことになる。

このほか、個人の經常取引に伴う外貨購入限度額の引き上げや、企業の外貨預金限度額の引き上げなども実施されている(図表38)。

資本取引の自由化は、資金の運用・調達手段を多様化するなどのメリットがあることや、規制の維持が難しくなっていることなどから、望ましい政策であるといえる。また、対外不均衡を改善するためにも有効である。ただし、資本取引自由化の順序の議論に従えば、国内の金融システムやマクロ政策の整備が前提となる。

特に、固定的な為替制度の下での資本流出規制の緩和は、急激な資本流出による外貨準備の減少を招く危険性がある。現在は人民元の増価期待が大きいいため、対外投資が急増するインセンティブは乏しいものの、この状況が永久に続く保証はない。

なお、香港株式市場では、H株やレッドチップなど中国関連の株式時価総額が約50%に達しており、最近では、QDIIによる香港株式市場への投資の解禁、A株とH株の裁定取引実施の検討、香港市場に上場している中国企業の本土市場上場に向けた制度改正の検討など、香港市場と本土市場の結びつきを強め

図表 38 資本取引規制に関する最近の主な措置

2005年8月	・中国企業の海外投資に保証を提供出来る銀行の数を拡大。
2005年9月	・国際金融公社（IFC）、アジア開発銀行（ADB）に対する人民元建て債券（パンダ債）の発行を認可。
2005年10月	・短期対外債務の規制を強化する措置を発表。 ・中国に進出した多国籍企業の海外子会社に対する外貨貸付を認可。
2006年4月	・適格国内機関投資家（QDII）制度を本格導入。 ・企業・個人の外貨保有上限を引き上げ。
2006年6月	・国内企業が海外投資をする際の外貨購入制限を撤廃。
2006年9月	・外国人の不動産購入に対する規制を強化。 ・投機的な資金流入に対する監視を強化。
2006年12月	・人民元建て債券発行を多くの海外機関に認める計画を表明。
2007年1月	・個人の外為取引限度額を年間2万ドルから5万ドルに引き上げ。
2007年3月	・銀行およびノンバンクに対し、短期対外債務を減らすよう指示。 ・違法な資金流入の取り締まり強化を表明。 ・企業の海外投資やQDII制度の拡大方針を表明。
2007年5月	・QDII制度における外国株式への投資を解禁。当面、香港株のみ。当初は銀行のみに認可したが、7月より対象を証券会社にも拡大。 ・第2回米中戦略経済対話で、QFIIの投資枠を100億ドルから300億ドルに引き上げることで基本合意。実施時期は未定。
2007年6月	・投機的資金流入を支援したとして内外の大銀行を多数処分。
2007年7月	・輸出企業の海外活動にかかわる利益の本土還流に対する優遇措置を撤廃。 ・外資の不動産購入に関する規制を強化。
2007年8月	・企業に対して、保有する外貨の一部を人民元に交換することを求める規則を廃止。 ・試験的に、天津滨海新区の住民による香港株投資をQDII制度とは別に認可すると発表。

（資料）各種資料

る動きがみられる（注72）。両市場の成熟度には大きな差があることから、結びつきの強化により両市場が恩恵を受ける結果となるように、十分に配慮しながら進めるべきであろう。また香港では、銀行が、人民元預金の開設、

現金の交換、送金の取り扱いを認められるなど、人民元オフショア取引の実験場となっている。2007年7月には、本土の国家開発銀行が、香港初の人民元建て債券（50億元、2年物）を発行した。中国当局は、オフショア取引の活発化は投機を誘発する恐れがあると考えており、人民元の本格的な国際化は長期的な課題にとどまっている（注73）。

（注64）Prasad and Rajan[2006]は、中国が民間部門の拡大と対外開放を重視して経済成長を遂げたために、雇用や所得の不確実性が増したことを指摘している。

（注65）中国では、都市化の加速やインフラ整備の必要性などから、建設や不動産開発等に関連した投資需要が極めて大きい。このような投資は必ず実施すべきものであるため、全体的な投資率の引き下げには時間がかかると思われる。

（注66）為替レートの短期的な水準が、国内および海外の金融資産の自国通貨建て収益率が等しくなるように決まるとする考え方。

（注67）人民元の適正水準については、清水[2004]、[2006a]、[2006b]で考察した。本稿でも、補論において若干の考察を加えている。

（注68）Eichengreen and Hatase[2005]は、第2次大戦後の日本の経済成長が投資と輸出をけん引役としたものであり、中国の現状に類似した部分が多いとして、71年以降の日本の為替制度改革の中国への教訓を探っている。その中で、実質為替レートの大幅な増価は輸出や投資への影響が大きく、現在の中国にとっては好ましくないと結論している。

（注69）Eichengreen and Hatase[2005]は、日本の例をみる限り、為替レートをある程度変動させるための前提条件として、資本取引の完全自由化（full convertibility）や成熟した為替先物市場の整備は必須ではないと述べている。このような意見も参考とすべきであろう。

また、Ma and McCauley[2007]が指摘するように、現状、資本取引規制はある程度有効に機能しており、金利政策には一定の独立性が与えられていると考えられる点は、再度強調しておく。

（注70）5月に開かれた第2回米中戦略経済対話において、投資枠を100億ドルから300億ドルに拡大することが合意された。ただし、現状、中国は資本流入の増加を歓迎していないため、実施時期は未定となっている。

（注71）これに先立ち、2005年末には保険会社等に対して試験的に実施された。また、2006年末までに認可された

海外運用枠は、商業銀行が131億ドル、基金管理会社（年金基金の運用会社）が5億ドルとなった。同年12月には、保険会社のQDIIに関する規定が新たに発表された。

(注72) 2007年8月、国家外為管理局は、天津濱海地区をモデル地域とし、同地区の住民が特定の銀行を通じて香港株に投資することを無制限に認めると発表した。これは、QDII制度とは別であり、投資資金は手持ちの外貨または人民元とし、人民元の外貨への交換も無制限に認めると報じられている。どのような制度によるにせよ、今後、このような資金の流れが拡大することは確実であり、本土および香港の金融システムに大きな影響を与えよう。

(注73) 83年以降、香港は通貨の対ドル相場を固定するとともに、ベースマネーの新規発行額を外貨準備の増加分の範囲内に抑えるカレンシー・ボード制を採用しており、金融政策の独立性を事実上放棄している。2007年1月には、人民元の対ドルレートが香港ドルを上回った。しかし、国際通貨である香港ドルの利便性は大きく、当面、現在の為替制度が脅かされることはないと思われる。将来、中国が資本取引の完全自由化を実現し、人民元が国際通貨となれば、香港ドルが人民元にペッグする可能性も生じよう。

おわりに

本稿では、中国が抱える対外不均衡および国内経済の過熱傾向の問題に対して、どのような政策をとるべきかを述べた。投資の抑制を中心とする「成長のリバランス」政策、預金・貸出基準金利の引き上げを中心とする金融引き締め政策に加えて、人民元の切り上げを実施することが不可欠である。

金融政策に関しては、その有効性を高めるための対策を実施しなければならない。また、為替レートの変動性を高めることは重要であるが、人民元の増価圧力が強い現状では難しく、緩やかに進めざるを得ない。むしろ、対外不均衡の改善に優先的に注力すべきであ

る。そのためには、資本流出規制の緩和も有効な手段となるが、その影響をみきわめた上で慎重に行うことが求められる。

(補論) 人民元の適正水準に関する考察

①購買力平価

人民元の切り上げの必要性について論じるためには、名目為替レートの短期的な変動ではなく、実質為替レートの長期的な変動について考えなければならない。購買力平価(Purchasing Power Parity)が厳密に成立していると仮定すると、実質為替レートは変動しないことになる。

絶対的購買力平価は、名目為替レートが各国の物価水準の比率に等しくなるという考え方であり、各国の貨幣需給均衡に基づいたマネタリー・アプローチをベースにしている。考え方としては明確であるが、実際に算出することは容易ではない。物価水準の算出にはかなりの誤差が伴う上に、その算出に際しては非貿易財が含まれるため、途上国の物価水準の低さが反映され、途上国ほど市場レートに比較して通貨価値が高く評価される傾向がある。たとえば、人民元は1ドル=2.1元(2005年)となっている(注74)。

絶対的購買力平価に何らかの調整を加えても、経済発展段階の異なる国の購買力を比較することに変わりはなく、それが名目為替レートの適正水準であると主張することには

無理があるように思われる。絶対的購買力平価は、参考程度にとどめるべきであろう。

次に、相対的購買力平価は、名目為替レートの変動が各国の物価上昇率の比率に等しくなる（自国通貨建て名目為替レートの減価率＝自国の物価上昇率／外国の物価上昇率）とする考え方である。名目為替レートが均衡水準にある年（貿易収支がゼロに近い年）を基準年として算出した各年のレート（名目レート）を、均衡レートと考えることになる。

この手法の問題点は、基準年の決め方が恣意的になることである。名目為替レートの変動要因として物価上昇率が重要であることは確かであるが、基準年の決め方により均衡レートはまったく異なる水準となるため、これを絶対的な判断基準とすることは出来ない。

相対的購買力平価の成立を前提とすれば、実質為替レートは一定となる（注75）。しかし、実際には、実物経済を含めた様々な要因から実質為替レートは変化し、短期的、中期的には相対的購買力平価からの乖離が発生する。したがって、均衡レートについて考える場合も、実質為替レートの変動をもたらす要因を考慮しなければならない。

②実質為替レートの変動をもたらす要因

人民元の切り上げの必要性を示す重要な方法は、均衡実質レートが増価していることを示すことである。均衡レートとは、経済の国内均衡と対外均衡を同時に達成する水準であり、為替レートの適正水準とされるものである。

実質為替レートの変動要因を分析し、その適正水準を検討する方法として、マクロ経済均衡アプローチやファンダメンタルズ・アプローチなどがある。これらの内容の詳細は、本稿では省略する（注76）。いずれの方法にも長所と短所があり、推計結果が誤差を伴うことは免れない。

そこで、均衡実質レートを変化させる要因を個別に検討する方が容易である（注77）。ただし、この方法は、すべての要因を考慮するわけではないという点において、理論的には不十分であろう。

このような要因としてよく知られているのは、バラサ＝サミュエルソン効果である。経済発展に伴い貿易財部門の生産性が上昇するが、非貿易財部門の生産性はそれほど上昇しないため、非貿易財の貿易財に対する相対価格が次第に上昇する。一方、この間、先進国における相対価格は変化しないため、途上国の経済発展に伴って実質為替レートは増価する、というのがこの効果である。

注意しなければならないのは、「経済発展」→「貿易財部門の生産性の相対的な上昇」→「非貿易財の相対価格の上昇」→「実質為替レートの増価」というプロセスを経ることである。「経済発展」あるいは「経済発展に伴う貿易財部門の生産性の相対的な上昇」だけでは、均衡レートの増価は起こるとは限らない。「経済発展しているから」、あるいは「生産性が上昇しているから」適正水準が上昇してい

るはずであるという議論は、理論的に十分なものであるとはいえない。

バラサ＝サミュエルソン効果の発生を実証することは、データの入手可能性などの問題から容易ではない。そこで、絶対的購買力平価の国際比較データが用いられることが多い。ここでは、「途上国ほど物価水準が低い」、いい換えれば「経済発展に伴い一般物価水準は上昇する」ことが示されており、バラサ＝サミュエルソン効果の一つの裏付けとなっている。このデータを用いて分析すると、人民元は概ね30～40%割安となる(注78)。

このように、バラサ＝サミュエルソン効果は国際比較では明確に示されるが、各国ごとの時系列分析では、日本など一部の国を除いて明確には実証されない。したがって、国際比較データに基づく分析結果を信頼するか否かは、主観的な判断であろう。

本来は、非貿易財の相対価格の上昇が生じていることを実証する必要がある。それが確認されれば、人民元の切り上げが意味を持つ可能性が高まる。そのシグナルは、一般物価水準の上昇であろう。

従来は、「中国の農村部には無尽蔵に近い労働者がいるため、理論通りの賃金上昇は起こらない」という見方が多かった。近年、一般物価水準(食品価格を除く)は安定しているものの、労働者が永久に無尽蔵であるという想定には無理があると思われ、この点に関する議論が必要である(注79)。

(注74) 世界経済における途上国の台頭について論じる場合などに、購買力平価ベースのGDPを問題にすることが多い。しかし、第1に、購買力平価には誤差がある可能性を認識しておく必要がある。第2に、経済の発展段階の違いから物価水準が異なるために、通貨の購買力が途上国において高く評価されていることに注意する必要がある。経済発展に伴って物価水準が上昇することを考慮すれば、購買力平価ベースのGDPをもとに「何年後には某先進国に追いつく」などの議論をすることには、注意を要しよう。

(注75) 相対的購買力平価が成り立つ場合には、 $1 + \text{自国通貨建て名目為替レートの変動率} = (1 + \text{自国の物価上昇率}) / (1 + \text{外国の物価上昇率})$ となるので、 $1 + \text{実質為替レートの変動率} = (1 + \text{自国通貨建て名目為替レートの変動率}) \times (1 + \text{外国の物価上昇率}) / (1 + \text{自国の物価上昇率}) = 1$ となるため。

(注76) 清水[2004]、[2006a]、[2006b]に詳しい。

(注77) このような要因として、バラサ＝サミュエルソン効果のほか、交易条件、純対外債務残高などがある。これらを論じたものとして、白井[2004]、関[2004]などがあるが、いずれも、中国において均衡実質為替レートを増価させる現象は生じていない、したがって、少なくとも理論的には人民元を切り上げる理由はないとしている。

(注78) たとえば、Frankel[2006]に試算が示されている。

(注79) これについては、三浦[2007]が参考になる。また、World Bank Office, Beijing[Sep.2007]は、中国全体で労働者が不足するのはかなり先の話であるとしている。今後は、高齢化や高学歴化により労働者の供給が減少することになるが、その推移については、年金制度など多くの要因を考慮して慎重に検討する必要があるとしている。

主要参考文献

1. 石川純生・増井彰久・仲山里美[2006]「中国：過剰流動性によるマクロ経済上の諸問題」(国際協力銀行開発金融研究所『開発金融研究所報』第31号、9月)
2. 伊藤隆敏・小川英治・坂根みちる[2007]「人民元改革の実際と意義」(伊藤隆敏・小川英治・清水順子編著『東アジア通貨バスケットの経済分析』東洋経済新報社所収)
3. 井上武[2007]「多層的な市場の構築を目指す中国株式市場」((財)東京国際研究クラブ『季刊中国資本市場研究』第1巻第2号、7月)
4. 入村隆秀[2005～2007]「JCRソパリン・クォーター・レビュー『香港特別行政区』」各号((株)日本格付研究所)
5. 入村隆秀[2006]「香港ドルの人民元連動制へのロードマップ」(外国為替貿易研究会『国際金融』10月1日号)
6. 王紅・長井滋人[2007]「中国における金融市場調節：金融政策が為替政策か」(日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.07-J-9、5月)
7. 小高正浩[2007]「総合評価レポート中国(2006年度下期)」((財)国際金融情報センター、2月)
8. 関志雄[2004]「なぜ人民元の切り上げが必要なのか」(RIETI Policy Discussion Paper 04-P-003、1月)
9. 関志雄[2007a]「高投資を支えている高貯蓄-持続性に疑問-」((財)東京国際研究クラブ『季刊中国資本市場研究』第1巻第1号、4月)
10. 関志雄[2007b]「大型中国企業の新規上場で飛躍する香港の株式市場」((財)東京国際研究クラブ『季刊中国資本市場研究』第1巻第2号、7月)
11. 小宮隆太郎[1994]『貿易黒字・赤字の経済学』(東洋経済新報社)
12. 清水聡[2004]「中国の為替制度変更と資本取引自由化の展望」(日本総研調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.4 No.15)
13. 清水聡[2006a]「人民元の再切り上げはあるか」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.6 No.20)
14. 清水聡[2006b]「人民元の均衡実質為替レートの推計」(アジア経済研究所『アジア経済』11月号)
15. 白井早由里[2004]『人民元と中国経済』(日本経済新聞社)
16. 神宮健・李粹蓉[2007]「終盤に入った中国非流通株改革」((財)東京国際研究クラブ『季刊中国資本市場研究』第1巻第1号、4月)
17. 須田美矢子編[1992]『対外不均衡の経済学』(日本経済新聞社)
18. 高木信二[2006]『入門国際金融 第3版』(日本評論社)
19. 谷内満・増井彰久[2007]「加速する中国金融改革の分析」(国際協力銀行開発金融研究所『開発金融研究所報』第34号、5月)
20. 内閣府[2006]「高成長が続く中国経済の現状と展望」(『世界経済の潮流』、秋)
21. 中井浩之[2006]「中国に見る為替レート政策と国内金融政策の関係」(外国為替貿易研究会『国際金融』10月1日号)
22. 任大川[2006]「2006年の中国貿易収支見込み」((財)国際金融情報センター、4月)
23. 任大川[2007]「人民銀行：過剰流動性吸収は急務、手段は限定的」((財)国際金融情報センター、2月)
24. 深尾光洋・伊藤隆敏[2006]「中国経済と人民元の行方-戦後日本の通貨・為替政策との比較」(深尾光洋編『中国経済のマクロ分析』日本経済新聞社所収)
25. 三浦有史[2007]「中国の人手不足は本当か-統計から読み解く労働市場の変化」(日本総研『Business&Economic Review』8月号)
26. みずほ総合研究所[2007]「中国短期経済予測(2007-2008年)」(みずほアジアインサイト、6月)
27. 余永定[2006]「中国の成長見通しと経済調整」(深尾光洋編『中国経済のマクロ分析』日本経済新聞社所収)
28. Anderson, Jonathan[2007]. "Solving China's Rebalancing Puzzle," *Finance and Development*, Sep .
29. Aziz, Jahangir and Steven Dunaway[2007]. "China's Rebalancing Act," *Finance and Development*, Sep .
30. Barnett, Steven and Ray Brooks[2006]. "What's Driving Investment in China?" IMF Working Paper No.265, Nov .
31. BIS[2007]. *Annual Report*, Jun .
32. Blanchard, Olivier and Francesco Giavazzi[2005]. "Rebalancing Growth in China: A Three -Handed Approach," Nov .
33. Dollar, David and Shang -Jin Wei[2007]. "Underutilized Capital," *Finance and Development*, Jun .
34. Dunaway, Steven, Lamin Leigh and Xiangming Li[2006]. "How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China," IMF Working Paper No.220, Oct .
35. Eichengreen, Barry and Mariko Hatase[2005]. "Can a Rapidly -Growing Export -Oriented Economy Smoothly Exit an Exchange Rate Peg? Lessons for China from Japan's High Growth Era," NBER Working Paper No.11625, Sep .
36. Frankel, Jeffrey[2006]. "The Balassa -Samuelson Relationship and the Renminbi," Harvard University, Dec .
37. Goodfriend, Marvin and Eswar Prasad[2006]. "A Framework for Independent Monetary Policy in China," IMF Working Paper No.111, May
38. IMF[2005]. *Asia -Pacific Regional Outlook*, Sep .
39. IMF[2006]. "People's Republic of China: 2006 Article IV Consultation-Staff Report", Oct .
40. Kuijs, Louis[2006]. "How Will China's Saving -Investment Balance Evolve?" World Bank Policy Research Working Paper No.3958, Jul .
41. Laurens, Bernard J. and Rodolfo Maino[2007]. "China: Strengthening Monetary Policy Implementation," IMF Working Paper No.14, Jan .
42. Ma, Guonan and Robert N. McCauley[2007]. "Do China's Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalization," BIS Working Papers No.233, Aug .

43. Marquez, Jaime and John W. Schindler[2006]. "Exchange-Rate Effects on China's Trade : An Interim Report," Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No.861, May
44. Park, Cyn -Young[2005]. "Coping with Global Imbalances and Asian Currencies," ERD Policy Brief No.37, May
45. People's Bank of China[2007]. *China Monetary Policy Report*, Quarter One
46. Prasad, Eswar S. and Raghuram Rajan[2006]. "Modernizing China's Growth Paradigm," IMF Policy Discussion Paper No.3, Mar .
47. State Administration of Foreign Exchange[2006]. *China's Balance of Payment Report for 2005*, Apr .
48. World Bank Office, Beijing[2005-2007]. *China Quarterly Update*, various issues .