



Apr.15, 2003

### 中国為替相場制度変更の可能性<sup>1</sup>

研究員 糠谷英輝

(Hideki Nukaya)

e-mail : nukaya@iima.or.jp

世界経済が低迷する中でも、2001年12月にWTO加盟を果たした中国の貿易額は増加を続けている。中国はもはや国際経済に組み込まれているとして、中国は人民元の切り上げ、あるいは変動幅の拡大をすべきであるとの主張が日本や米国からも起こっている。中国が為替相場制度を変更する可能性があるのか。最近の同国における政策変更に関心を当て、その可能性を考察していきたい。

#### 1. 為替相場制度の推移と現状

中国におけるインターバンクの外為取引は、上海にある中国外為交易中心（China Foreign Exchange Trade System : CFETS）で一元的に行われている。CFETSは人民銀行の下部組織である国家外貨管理局の下に位置付けられる。CFETS以外の外為ブローカーは認められておらず、また銀行同士のディーリングも禁止されている。CFETSでの取引参加者は為銀と人民銀行に限られる。

取引通貨は人民元の対米ドル、香港ドル、円、ユーロに限られ、いずれも直物取引のみであり、先物取引はない。事実上の米ドル・ペッグ制が採られているため、米ドル取引が98%以上の圧倒的シェアを占めている。値幅制限は対米ドルで前日仲値比 $\pm 0.3\%$ 、その他通貨が $\pm 1\%$ となっている。取引時間は9:30から15:30であり、決済は翌日決済（T+1）で、CFETSと参加者間で行われる。

---

<sup>1</sup> 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第1104号(2003.4.15付)に掲載されたものである。

取引参加銀行は自行に設けられた端末に売買注文を入力し、このため外貨管理局が全ての取引のマッチングの程度を把握することができる体制となっており、それを踏まえて人民銀行が介入するかどうか決定される<sup>2</sup>。人民銀行は前日の取引の仲値をもとに算定した基準相場を対顧客相場として公表する。このように人民元相場は徹底したコントロールが行われており、人民元の対米ドル相場は1ドル8.3元程度に事実上、固定されている。また資本取引が自由化されていないため、CFETSの取引高は少なく（一日平均2~4億米ドル程度）、膨大な外貨準備を保有する人民銀行は容易に効果的な市場介入を実施できる構造になっている。

### CFETSにおける取引時間の延長

CFETSの取引時間は2003年2月8日にそれまでの9:20~11:00から前述の9:30~15:30に大幅に延長された。取引時間の延長は金額の大きな取引にも対応しやすくしたものである。貿易額や直接投資額の増加が続いている現状では、取引時間を延長することは取引額の増加、市場流動性の拡大を生み、結果的に人民元の対米ドル変動幅の拡大に繋がっていくとの見方が一部にはあるが、現地はこれに否定的なものである。その最大の理由としては取引手数料の問題が指摘されている。例えば対米ドルでの人民元取引の場合、銀行は取引毎に取引額の0.03%の手数料を支払わなければならない。銀行は当該手数料削減のために自行内で売り買いをネットアウトした後、取引終了時間前になって、その尻のみをCFETSに持ち込むというのが一般的であり、CFETSの取引時間延長後もこれは変わっていない。現実には取引時間延長はこれまでのところ取引金額の増加に繋がっていない。

これに対してCFETSは取引時間中のネット取引金額に手数料を課す方式を提案したが、当局はこれを認めておらず、市場参加者も近い将来に手数料体系の変更を当局が認めることはないであろうと予想している。その理由としては、当局は、取引金額の急増は政府による為替相場のコントロール、すなわち人民元の対米ドル・ペッグを緩めることになりかねないとして神経質になっていることが指摘されている。

## 2. 対外直接投資に関する規制の緩和

中国政府は企業の海外進出を積極的に支援する方針であり、2002年には中小企業の国際市場進出を支援する無利子貸し付け制度も導入された。エネルギーの調達や製造業の国際競争力強化に向け海外拠点設立を促進する必要があると判断したものである。

これまで資金流出を厳しく制限してきた対外直接投資に関する規制も部分的に緩和されてきている。2002年10月に、政府・人民銀行は浙江省で対外投資の緩和を試験的に行った。このプログラムは、海外に投資を行う地場企業は中央政府の許可や中央政府が定めた

---

<sup>2</sup> 国際収支の黒字を反映して、主に国有商業銀行が外貨の売り手となり、人民銀行が外貨の買い手となっている。人民銀行の取引額は市場の全取引額の半分以上を占める。

厳格な基準を満たすことなく、地方政府の許可を受けて行うことができるというものであるが、省・市当局の認可金額は合計で年間 2 億米ドル未満と限定されている。またこのプログラムは今後、上海、广东、江苏、山东、福建の各市・省に地域を拡大し、2003 年中には北京と天津の両市にも適用される予定となっている。

この点、広東省政府は省内企業の対外直接投資に関する規制の緩和を他の省に先駆けて決定した。対外投資を目的とした外貨購入を原則として解禁する大幅な規制緩和である。金融・保険・証券業以外の企業を幅広く対象としたものであり、一定条件を満たす企業は対外投資目的の外貨購入が可能になる。

こうした国外への資金流出制限の緩和は、これによって人民元切り上げ圧力を緩和することも意図されているが、外貨需要を増加させ、将来的に人民元の為替相場制度にも影響を与える可能性も出てこよう。

### 3 . 金融サービス分野の開放

WTO 加盟によって金融サービス市場の開放は段階的に行われ、5 年後にはほぼ全面的に開放されることになっている。銀行業に関して言えば、外銀の人民元業務は WTO 加盟 2 年後に中国企業向け、5 年後に個人向けを認め、外銀に対する地域及び顧客制限は 5 年以内に撤廃される。

国際競争力の大きく劣る地場銀行にとって外銀との競争に晒される影響は大きい。中国の地場銀行は資本の不足や大量の不良債権という問題を抱えていることに加えて、金融市場が開放されていなかったため金融サービスや金融技術が育っていない。これに対して中国に進出する外銀の多くは資金力、信用力、サービス提供水準などが中国地場銀行に比べて格段に高い。金融サービス分野が開放された場合、外資系企業、中国の大手企業、富裕層などの優良顧客は外銀に向かい、地場銀行の経営が圧迫される懸念が高い。このため中国は金融サービス分野の開放も非常に慎重に進めている。WTO 加盟を受けた対応としては、人民元業務の対外開放の一環として、2002 年 12 月 1 日、人民銀行は外銀が人民元業務をできる都市をこれまでの 4 都市から 9 都市<sup>3</sup>に増加することを決定した。

しかしこれに先立ち、人民銀行は銀行間の人民元借入を各行の人民元建て債務の 40% 以内に制限するとの規制草案を発表した。対象になる借入は期間が 4 ヶ月から 3 年である。この規制は内外の銀行を対象としているが、実質的には外銀を対象とするものであり、WTO 加盟による銀行業の開放には逆行するものと言えるが、事前準備として、地場銀行に対する外銀の影響を緩和する措置である。これによって地場銀行からの借入に 8 割程度を依存している外銀の事業活動は制限されることになる。

また人民銀行は国内で外貨業務を営む銀行の為替決済などに対する管理を強化する規則

---

<sup>3</sup> 上海、深慮、天津、大連、広州、珠海、青島、南京、武漢の 9 都市。

を 2002 年 12 月 1 日から実施した。地場銀行と外銀の外貨業務への管理を統一し、銀行業務の標準化と中央銀行の監督機能を高めることが目指されている。新規則は銀行の外貨決済業務への参入条件、資金管理方法、会計基準、顧客との外貨取引などについて規定している。

#### 4．資本取引規制の緩和

資本取引の自由化は国内金融市場を開放することになり、脆弱な銀行や金融システムに多大なショックを及ぼすため、中国は資本取引規制の緩和を長期的な目標として、慎重に段階的に進めている。

金融市場の対外開放に向けた第一歩として、2002 年 11 月 5 日、人民銀行と中国証券監督管理委員会は国内資本市場を制限付きで対外開放する「適格外国機関投資家国内証券投資管理暫定弁法」を公布し、同 12 月 1 日から施行した。これにより一定の条件を満たした海外の機関投資家は、今まで国内の投資家に限定されていた人民元建ての A 株や、国債、社債、転換社債などを売買できるようになった(適格外国機関投資家制度: QFII - Qualified Foreign Institutional Investors)<sup>4</sup>。しかし QFII 制度の資格条件はかなり高く、海外の中小規模の機関投資家はこの条件をクリアできず、市場に参入できない。さらに元本海外持ち出し禁止期間も長く、投資制限も設けられるなど、QFII 制度では投資家の利便性よりも市場の安定が重視されている。

人民元の実質米ドル・ペッグ制下では、資本市場を開放すれば、投機を誘う可能性が高く、アジア通貨危機の教訓からも、中国はこうした漸進的なアプローチを採らざるを得ない。なお QFII 制度の導入に関しては、資本取引の自由化を経ずに A 株、B 株市場の段階的統合に繋げていくものであるとの見方もなされている。

これとは逆に一定の基準を満たした中国の機関投資家に海外での株式売買などを認める適格国内機関投資家制度(QDII - Qualified Domestic Institutional Investors)の導入や中国系の海外上場企業などによる中国での預託証券発行などは国内市場からの資金流出に繋がるため、より慎重に進める方針が表明されている。国内に魅力的な投資先がないため、国内銀行部門には大量の余剰資金が滞留しており、QDII などを認めた場合、人民元の大量国外流出が懸念されることによる。

---

<sup>4</sup> 2003 年 4 月までには最初の QFII が認定され、6 月までに資金流入が発生するものと見られている。なお QFII の申請を行ったのは、米、欧、香港の機関投資家 10 社強であると言われている。また QFII のカスタディアン・サービスを行う銀行として、中国工商银行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行の 4 大商業銀行と交通銀行の国内銀行 5 行、シティバンク、スタンダード・チャータード銀行、香港上海銀行の外銀 3 行に人民元建て A 株への投資関連受託業務が認可された。いずれも上海支店が投資に必要な口座の開設、資産の管理(証券の保管や資金決済)などを請け負う。なお中国招商銀行、光大銀行もカスタディアンの候補となっている。

## 5．銀行監督管理委員会の設立

金融市場の開放や金融サービスの拡大に当たっては、金融監督制度を整備しておくことが欠かせない条件である。金融監督体制については、1998年に人民銀行から証券・保険の監督機能が分離され、証券監督管理委員会と保険監督管理委員会が設立された。さらに2003年3月の全国人民代表大会では、これまで議論されてきた銀行監督機能を人民銀行から分離し、銀行監督管理委員会を設立することが決定された<sup>5</sup>。銀行監督機能を人民銀行から分離することで、人民銀行は金融政策の運営に専心することが可能になる。人民銀行が、次項で述べる金利の自由化という難しい課題に取り組みつつ金融政策を運営していく基盤を整えるものであると言える。また分離された銀行監督機関も銀行業務の対外開放を控えて国内銀行、銀行システムの修復・整備に集中することができる。このように人民銀行からの銀行監督部門の分離が決定されたことは金利の自由化や国内金融システムの整備に向けた布石であると見られる。

## 6．金利の自由化

中国は国内金融市場整備の重点項目として金利の自由化を進めていかねばならないが、これは同時に将来の資本取引自由化の前提でもある。

現在の金融政策は、為替管理によって外からのショックを遮断し、金利を規制し、ベース・マネーの調節、すなわち量的コントロールを中心とした運営手法となっている。金利が徐々に自由化されていけば、金融政策の運営は量的コントロールから金利コントロールへ移行していこう。

現在、銀行間コールレート、国債現先取引利回り、外貨貸出金利・外貨預金金利の一部が既に自由化されているが、それ以外の人民元建預金金利・貸出金利などは公定金利によって定められた規制金利体系となっている。また金利自由化のスケジュールとしては、外貨預金金利、外貨貸出金利、人民元預金金利、人民元貸出金利の順序付けがなされている。

金利の自由化に関する最近の動きとしては、人民銀行が温州市に限って金融機関に預貸金利の裁量を与える試み（「金利浮動制」の導入）がなされたことが挙げられる。具体的には2002年10月末に、預金金利については公定金利の最高1.5倍まで、貸出金利については同2倍までとの制限付きで、地方の小口金融を担当する農村信用社357社に対して、独自の判断による金利設定を認可した。中国の銀行融資は国営企業など大企業に偏重してい

---

<sup>5</sup> 人民銀行からの銀行監督業務の分離に関しては反対論も根強かった。金融政策運営上、銀行の果す役割は大きく、国営企業への資金供給も国営銀行を通じてなされている。経済成長を促すためには、今後も企業部門への資金供給が必要であり、人民銀行が金融監督業務を把握する方が政策運営上好ましいというのが反対論の理由であった。

る。今回の試みは信用力の乏しい中小企業に対する融資を活性化することが目指されており、温州市では預金額が増加するなどの効果も確認された。「金利浮動制」の導入は四川省、福建省など 8 地区の農村信用社でも試験的な導入が開始されており、さらに人民銀行は 2003 年中に全省毎に 1、2 の地区を選び試験的導入を進めていく計画である。

金利の自由化に当たっては、預貸金利鞘の縮小による銀行収益圧迫の影響も出てくることから<sup>6</sup>、銀行の不良債権問題をはじめ、金融システムの強化という難題の解決がその大前提となってくる。また金利リスクをヘッジするための金融先物市場の整備など、金融インフラの整備も必要である。

## 7. 人民元為替相場制度改革への展望

### (1) 先行き不透明な国際収支動向

中国にとっては、膨大な国内労働力を吸収する、すなわち雇用の増加を実現するために、高い経済成長を持続していくことが必須の課題となっており、貿易の拡大や直接投資の流入増加はその前提である。このため人民元相場の安定推移が優先的な目標となっている。

アジア通貨危機が起きた 1997 年以降には、東アジア諸国がいずれも為替相場を切り下げたため、人民元は実質的に切り上がったが、政府は輸出競争力を保つために、人民元の実質為替相場を切り下げることと同様の効果を持つ輸出税払い戻し政策の強化で対応した。それほど中国は経常黒字の維持・拡大には熱心である。

中国の貿易は着実に拡大しており、2002 年の貿易額は前年比 21% 増加し、6,200 億米ドル超と世界第 5 位の貿易大国に成長した。しかし貿易収支は 1998 年の 466 億米ドルの黒字をピークに 2001 年には 340 億米ドルへと、貿易黒字額は年々減少してきた。輸出は増加しているものの、輸出以上に近年では輸入が急増していることによる。

2002 年については WTO 加盟の効果により、世界経済低迷下でも中国の輸出額は大幅に増加し、3 年連続しての貿易黒字額の減少にも歯止めがかかった。中国の輸出が増加しているのは、海外からの直接投資の流入に伴い供給能力が拡大していること、民营企业等が新たに貿易に参加できるようになってきていること、などによる。また輸入が増加していることは、中国国内の内需の増加、経済成長に伴ってエネルギー需要が増加し、石油の輸入が増加していること、などによる。

2003 年 1 月には貿易収支がほぼ 6 年ぶりに赤字 (12 億 4 千万米ドル) に転落した。続く 2 月にはまた黒字を回復したものの、黒字額は 6 億 8,200 万米ドルと小幅に留まっている。中国の場合、旧正月の休日の関係から年初は 1、2 月の 2 ヶ月ベースで推移を見る必要があると言われる。2 ヶ月ベースで見た場合には、5 億 6,300 万米ドルの貿易赤字となる。

---

<sup>6</sup> 預金金利、貸出金利が決められており、銀行には自動的に高利のマージンが入る構造になっている。これが銀行収益を支え、不良債権処理のために必要なものともなっているため、政府が早急に金利の自由化を進めることはないと思われる。

輸出入別では、2ヶ月ベースで輸出が33%増なのに対して輸入が57%増であり、輸入の増加が顕著になっている。原材料を輸入して製品を輸出する加工貿易の基調は変わっておらず、加えて今年是对イラク戦争という特殊要因が作用しているため、貿易赤字は一時的なものであり、年間ではこれまで通り貿易黒字は維持されるとの見方が多い。しかしWTO加盟による国内需要を賄う輸入増加の影響はこれから現れてくるものともみられ、WTO加盟による国際収支への影響が未だ不透明な中では、人民元の安定的な推移は中国にとって当面必須の課題であると言える。

また中国の国際収支の特徴として、誤差脱漏が大きい点が挙げられる。これはいわゆるブラック・マーケットによるものである<sup>7</sup>。誤差脱漏は2001年までは一貫して赤字（資金流出）であったが、2002年には一転して黒字（資金流入）を記録した。このため政府は旅行者の外貨購入制限や自国企業の外国投資を緩和する政策に踏み切ったが、これは資金流出を小幅に認め、今後の為替需給の変動を見守っていききたいとのスタンスを示したものである。

## （2）人民元自由化へのシナリオ（第1表）

これまで概観してきたように、中国は対外直接投資に対する規制の緩和、金融サービス分野の開放、資本取引規制の緩和、金利の自由化など、いずれも人民元自由化に繋がっていく方策を極めて慎重に、段階的に進めている。

資本取引を自由化した場合、独立した金融政策を維持しようとするれば、固定的な為替相場は手放さざるを得なくなる。人民元取引を自由化する場合には、アジア通貨危機の経験からして、いわゆるシークエンシング（順序付け）が重要なポイントとなってくる。具体的には国内金融市場の整備、効率的な金融政策の運営、金融監督体制の確立、そして国内金融機関の健全化・競争力強化などを行った上で、人民元取引の自由化を実施するということである。中国は正にこの路線に沿って人民元取引の自由化、為替相場制度の変更を長期的に進めていこうと行動しているように思われる。

その前段階として変更の可能性が考えられるとすれば、人民元の対米ドル変動幅を拡大させることであろう。変動幅の拡大であれば、現在の為替制度の枠組みで人民元相場のコントロールを続けつつ、将来的な人民元自由化に向けての予行演習を積むことにもなる。また仮に人民元の変動幅が拡大されたとしても、そもそも公式には管理変動相場制であり、人民元為替相場制度の改革を発表する必要はない。資本取引の自由化や市場開放を段階的に進めていき、これによる資金の移動・為替需給の変化を把握した上で、相場水準の調整が必要であれば人民元相場をこれまでと同様の手法で、すなわち豊かな外貨準備を使って、人民銀行が厳格なコントロールの下で調整していくというシステムを続けるものと予想される。

---

<sup>7</sup> 人民元が実際的に一部流通している香港との間の資金受払いなども含まれる。

それでは将来的な人民元取引自由化の時期をどのように考えたらよいのであろうか。これだけ大きな決断を中国政府が行うには、経済的な要件に加えて、政治的な要件が大きく左右してくるものと考えられる。

第 1 表 人民元為替相場制度改革へ向けた課題

<p>&lt; WTO 加盟による金融サービス分野の開放 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 外銀の対中国企業向け人民元業務の開放 ( 2003 年 )</li> <li>・ 外銀に対する地域及び顧客制限の撤廃 ( 2006 年 )</li> </ul>
<p>&lt; 金融市場の整備：資本取引の自由化 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ QFII 制度の導入</li> <li>・ QDII 制度の導入</li> <li>・ A 株・B 株市場の段階的統合</li> </ul>
<p>&lt; 金利の自由化と金融政策の運営 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 外貨預金金利、外貨貸出金利、人民元預金金利、人民元貸出金利の順序付けによる金利の段階的自由化</li> <li>・ 量的コントロールから金利コントロールへの金融政策運営の移行</li> </ul>
<p>&lt; 銀行監督体制の確立 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 銀行監督機能の人民銀行からの分離</li> </ul>
<p>&lt; 国内金融機関の健全化・競争力強化 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国有銀行の民営化</li> <li>・ 不良債権問題の解決</li> </ul>
<p>&lt; FTA &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ASEAN との FTA の完成 ( 2010 年 )</li> </ul>
<p>&lt; 人民元為替相場制度改革 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 人民元変動幅の拡大 ( 中期的改革 )</li> <li>・ 通貨バスケット制への移行 ( 長期的目標 )</li> </ul>

中国はアジア通貨危機の際に人民元の切り下げを行わず、アジア諸国間での評価を高めた。これはアジアのリーダーとしての自負に繋がるものである。また WTO 加盟以降、中国の貿易額、直接投資受入額の増加傾向が続き、中国の国際経済、アジア経済に及ぼす影響は確実に高まってきている。こうした中で、中国は 2001 年 11 月、ASEAN 諸国に働きかけ、10 年以内の中国・ASEAN・FTA ( ASEAN - China Free Trade Area : ACFTA ) の締結を宣言し、2002 年 11 月、カンボジアでの首脳会議で自由貿易協定 ( FTA ) の枠組み協

定に正式に調印した。この結果、中国と ASEAN 諸国は 2004 年から一部農産物の関税引き下げを始め、2010 年までに一部例外を除いて関税を撤廃する FTA を完成させることが決定された。中国と ASEAN の FTA 枠組み協定合意が早期に成立したのは、ASEAN の関心の高い農産品市場の開放や経済開発へ向けての中国の積極的な姿勢が重要な役割を果たした。これは ASEAN 諸国における中国脅威論の台頭を抑えるものであり、また ASEAN 市場の囲い込みにも繋がるものである。同時に中国はアジア域内の政治、さらには日米欧との外交の面でも大きな影響力を手にするようになる。

人民元の取引自由化、為替相場制度の改革は、前述した WTO による金融サービス市場の開放期限である 2006 年を中間目標とし、ASEAN との FTA が完成する 2010 年を最終目標として、段階的に進められていくものと考えられる。改革後も巨大な国内経済への対外ショックに対応するため、中国は自国の通貨政策をある程度管理し続ける必要がある。したがって中国政府は、人民元を完全変動相場制に移行するのではなく、主要貿易相手国の通貨で構成される通貨バスケット制を選択する可能性が高いものと考えられる<sup>8</sup>。通貨バスケット制の選択は ASEAN 諸国との FTA の完成を考えた際、地域の為替相場制度としても適切な選択となろう。

Copyright 2003 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.

---

<sup>8</sup> 人民銀行は通貨バスケット制に関するスタディを継続的に行っている。