

中国人民元と購買力平価説*

八木 三木男
京都産業大学ORC中国プロジェクト

2007 年 3 月

概 要

この論文では、中国の人民元切り上げ論争について、「購買力平価説」の観点から検討を行い、その有効性を検討する。

次のような結論を得る。（１）人民元切り上げ論は、現行の人民元相場が絶対的購買力平価からかなり乖離していることを示唆している。しかし、真の均衡為替レートの水準に関する意見の一致は見られない。（２）長期的には相対的購買力平価説が成立するという一般的な結論は、市場経済の歴史が短いため、まだ検証されていない。（３）中国の場合、経済的な地域格差によって、購買力平価における非貿易財の影響を軽視することができない。すなわち、非貿易財については、内外のみならず、国内においても一物一価は成立していない。貿易財のみにもとづく購買力平価は修正されなければならない。（４）資本自由化が進めば、為替相場は資本取引によって大きく影響を受ける。中国の改革開放政策がその段階に至れば、為替相場は資本取引を含む市場の諸力によって形成されるので、購買力平価説の説明力はさらに弱まる。（５）中国は経済的には発展途上国であり、完全な市場経済を前提とする購買力平価説は適切な政策的指針にはならない。

Keywords: 中国、人民元、外国為替、購買力平価説、非貿易財

* 本研究は京都産業大学ORC中国プロジェクトの援助を受けたことに対して感謝いたします。

1. はじめに

中国は改革開放路線を急ピッチで進んでいる。貿易や対外企業進出における自由化は世界貿易機構（WTO）への加入によって加速している。「社会主義的市場経済」は、いまや社会的正義を軽視しない市場経済という意味でしかない。人民元の価値は中国政府の決定に委ねられてきたが、世界経済における中国経済の影響力が増大するにつれ、人民元の為替相場や人民元の国際化が世界各国の関心を集めるようになった。現在、釘付け変動相場制（実質的には固定相場制）のもとで、強い国際的競争力に結実している。

中国からの輸出が順調に増加して、中国の外貨準備高が急激に増加してきている。貿易相手国であるアメリカや日本では、自国の競合的な産業の困難の原因として、中国からの輸入の急増に言及されることが多くなってきた。中国製品の高い国際競争力は、労働力の豊富さによるものだけでなく、生産技術の改善にも支えられている。外国企業の進出も輸出に貢献した。それらの要因が、2001年頃から、アメリカおよび日本から、「人民元切り上げ」への要求が強まった。

そして、目下、「釘付け変動相場制での変更幅拡大」という方向が国際的な合意となっている。中国政府が許容する変動幅が十分に拡大すれば、変動相場制と同じ制度となるが、変動幅の拡大はまだ緩慢である。

現実の為替レートが貿易収支の均衡を基準とする「適正為替レート」から乖離していることについては、貿易収支の不均衡によって明らかである。しかし、その乖離幅がどれほどであるのかについてはさまざまな見解がある。購買力平価説はもっとも明確な指標を提供する。ここで取り上げる購買力平価説は、財市場の国際化による一物一価の浸透を反映して、中国の貿易収支をバランスさせる為替レート、あるいは、資本取引が行われない場合に国際収支をバランスさせる為替レート、を明らかにする理論である。

しかし、中国では、現在、資本市場の自由化が改革開放政策の一環としてスケジュールにあるため、貿易収支のみの視点から見た均衡為替レートの推定は政策的指針としては限界がある。

2. 絶対購買力平価説

2. 1 基礎的關係

購買力平価理論は一物一価の法則を国際的に適用したもので、貿易収支に関する「適正な為替レート」を推定する関係である。資本取引が可能であっても、貸借はいずれ精算されなければならないとすれば、この関係はかなりの長期であれば、ある程度の有効性をもつとされている。

しかし、現実の為替レートでは、購買力平価の関係は成立していないのが普通である。購買力平価が成立していなくても、市場の不完全やその他の要因によって、貿易収支は均衡し得る。また、仮に貿易収支が均衡していなくても、資本収支によって相殺されれば、国際収支の均衡は可能である。

相対的購買力平価理論では、両国の物価水準の変化が重要な与件である。物価水準が変化すると、その国の通貨の購買力が変化する。購買力の変化によって通貨の為替相場が変化するであろうという説である。ある国の物価水準を決定する主な要因は生産性と貨幣供給量である。生産性があがると、財の価格が下落するので、その国の通貨の購買力は上昇する。また、貨幣供給量が増加すると物価水準が上昇し、逆に通貨の購買力は下落する。

具体的に、人民元建ての中国の為替相場（たとえば、1ドル＝8人民元）を想定して、購買力平価の関係を表現すると、購買力平価説はつぎのように定義される。

両国で同じ商品がバスケットに入っているものとして、その価格を物価水準とすると、商品の絶対的購買力平価が成立している一物一価は

$$P_c = R_{cu} \cdot P_u$$

である。ここで、

P_c ＝中国の人民元表示の物価水準

P_u ＝アメリカのドル表示の物価水準

R_{cu} ＝1アメリカ・ドル当たり中国人民元の為替レート（たとえば
\$ 1＝8元）

である。すなわち、アメリカの物価水準に為替相場をかけると中国の物価水準に等しいことである。

購買力平価（PPP）は、絶対的購買力平価が成立している際の為替相場である。すなわち、

$$PPP = P_c / P_u$$

と定義される。すなわち、購買力平価が成立している状態での現行の人民元の為替レート（1ドルあたり R_{au} 元）は、中国の物価水準／アメリカの物価水準、である。現実の為替相場 R_{au} はPPPに等しいとは限らないが、購買力平価によれば、本来、現行の為替相場 R_{au} はPPP（たとえば、1ドルが7元）であるべきであるというような表現になる。

同様に、中国元の対日本円に対する購買力平価は、

$$PPP = P_c / P_j$$

ここで、 P_j ＝日本の物価水準である。しかし、現行の為替相場 R_{cj} （1円当たり人民元）は必ずしもPPPではない。厳密に言えば、人民元の購買力平価PPPは、比較する対象国（物価と通貨）によって異なる。外国全体の平均的な物価を想定することもできる。

したがって、購買力平価説によって、人民元の切り上げを主張する論調は、「購買

力平価によれば、本来、1 ドルは5元であるべきである」「購買力平価によれば、本来、1 円は0.25 元であるべきである」というような表現となる。

仮に、現行の人民元が購買力平価に照らして、過小評価されている場合、次の関係が成立している。

$$Rcu = 8 > Pc / Pu = PPP = 5$$

人民元建てであるので、数字が大きいことは人民元通貨が低く評価されていることを意味する。

現行のドルに対する中国元為替相場に関する過大あるいは過小評価は、中国の物価水準が、アメリカの物価水準（現行為替相場で人民元に換算して）に比べて、高いか低いを示す。言い換えれば、人民元の過小評価とは、中国の商品がどれほど低くて、人民元の購買力がどれほど大きいという。たとえば、有名な「ビッグマック本位制」によると、米国では2米ドル払わなければならないビッグマックが、中国では10人民元で買える。それなのに、為替相場では1米ドル＝8人民元となっているのは、人民元は過小評価されているという表現である。ビッグマックが輸出可能であれば、中国製のビッグマックのアメリカでの価格はわずか\$1.25（10/8=1.25）となる。

絶対的購買力が現実には観察されていないが、相対的購買力平価は長期的な時系列データによって現実には観察されている。すなわち、もし、基準年において、2 国間の直物為替相場が均衡相場（絶対的 PPP とは限らない）であるならば、両国の異なる物価上昇率の変化は、長期的には同等の反対方向への直物為替相場の変化によって相殺されるという説である。現実には、「高水準のインフレ国」および「資本取引が重要でない国」では相対的購買力平価説は成立している。

2. 2 実質為替相場(real exchange rate)

現行の為替相場 Rcu が、現実の物価水準のもとで、実質的にもっている購買力を評価する指標が「実質為替相場」である。上記の購買力平価 PPP とは異なり、商品バスケットに対する絶対的購買力を比較の基準としない。基準とする時点での購買力比較からの変化を見るものである。相対的購買力平価説が物価水準の変化に注目し、物価水準の変化に応じて為替相場が変化するものとしているのに対して、実質為替相場では、現実の為替相場をもたらした要因については特定化しない。

人民元の実質為替相場、 $RRau$ を次のように定義する。

$$RRau = Pc / (Rcu * Pu)$$

つまり、実質為替レート＝中国の物価水準／（アメリカの物価水準×現行の為替レート）である。現行の為替相場の数字は人民元建ての為替相場であるのに対して、この指標は為替レートではない。指標の数字が小さくなることは、人民元の実質為替相場が低くなることであり、国際競争力が強化されていることを意味する¹。

¹ 多くの国際金融の教科書では、 $RRau = (Rcu * Pu) / Pc$ と定義されている。その場合は、

すなわち、現行の名目為替レートのみならず、両国の物価水準の変化が実質為替レートに影響を及ぼす。中国の物価水準が安定すれば、人民元の実質為替レートは低くなり、国際競争力を強める。これは、名目為替相場が切り下げられる（Rau 増）と同じ効果をもつ。

PPPの定義を使うと、

$$RRcu = PPP / Rcu$$

つまり、現行の中国人民元の為替レートが過小評価（分母の Ruc が大きい）されると、実質 Rcu が小さくなり、中国は対米競争力を強める。しかし、同様の効果は物価水準の相対的变化による PPP によっても実現される。

2. 3 実質実効為替相場 (effective real exchange rate)

実質実効為替相場とは、貿易相手国との貿易の相対的な重要性を考慮して、実質為替に比重を与えて総合的に評価するものである。短期的には、各国の物価の変動はお互いに著しく異なることがあるので、国際競争力は相手国によって異なることになる。実効為替相場 (effective exchange rate) は貿易における相手国の比重を勘案して、為替相場を評価するものである。単純化のために、中国はアメリカと日本とだけ貿易を行っているとする、貿易額の比重、 α 、 $1-\alpha$ 、よって「外国物価水準」が次のようにして得られる。

$$\text{外国物価水準} = Pw = Pu^\alpha Pj^{(1-\alpha)}$$

現行の名目為替相場についても、貿易相手国の比重を考慮して、

$$\text{名目実効為替相場} = Rcw = Rcu^\alpha Rcj^{(1-\alpha)}$$

とする。ここでは、 $Rcu=1$ ドルあたりの人民元、 $Rcj=1$ 円あたり人民元である。 Rcw は各種通貨の比重平均指数 (the nominal effective exchange rate index) である²。

実質実効為替レートはつぎのように定義される。すなわち、

$$\text{実質実効為替レート (RERcw)} = Pc / ((PuRcu)^\alpha \cdot (PjRcj)^{(1-\alpha)}) Rcu^\alpha Rcj^{(1-\alpha)}$$

分子は中国の物価水準、分母は世界の比重量物価水準に比重現行為替相場をかけたものである。対アメリカの名目為替レート Rau が上昇すると、貿易相手国としてのアメリカの物価水準が人民元表示で上昇するとともに、人民元の対ドル切り下げによって中国の国際競争力が強化される。しかし、アメリカとの貿易の比重が小さければ、その

指標が大きくなると、中国の国際競争力が高まることを意味する。

² 日本銀行「実効為替レート (名目・実質)」の解説。2007 年 4 月 3 日、

<http://www.boj.or.jp/type/exp/stat/extrate.htm>

効果は弱まる。すなわち、人民元評価を実効レートで行うと、アメリカの物価上昇がもたらす中国の国際競争力の強化は100%ではないことを意味する。

2. 4 貿易財と非貿易財

貿易財（輸出入財）においては、競争市場における裁定取引の結果、一物一価が成立する。中国の貿易財の生産性が向上すれば、輸出財の価格が下落する。もし名目為替レートが下落しなければ、それだけ国際価格競争力が強化される。他方、通貨の購買力は一般物価水準の低下によって上昇する。しかし、それに見合って現行（名目）為替レートが下落しなければ、実質為替レートは上昇する。実質為替レートが上昇するとは、その通貨は過小評価されることになる。

中国における高い生産性上昇によって、中国の物価水準がアメリカの物価水準に比べて、より大きく下落している（あるいは、より少なく上昇している）にも関わらず、人民元の（名目）為替レートに変更がなければ、購買力平価（PPP）は下落し、人民元の実質為替相場は下落する。

これに対して、バラッサ・サムエルソン効果は非貿易財を導入して、為替相場変更の効果に修正を加えるものである。すなわち、国内需要は貿易財（輸出入財）と非貿易財（国内財）によって成り立つ。為替相場の変動によって直接に影響を受けるのは貿易財だけであり、国際的な一物一価は貿易財においてのみ成立する。

一般物価水準は非貿易財価格と輸入財価格によって導かれる。

$$\text{一般物価水準} = P = P_d^d (R_{cw} P_w)^{(1-d)}$$

ここで、 P_d （国内財の価格）が不変であれば、為替レートの変化は貿易財の比重に応じて、国内の一般物価水準に影響する。

$$dP/P = (1-d) (dR_{cw}/R_{cw})$$

つまり、人民元の切り上げによって、貿易財の価格は下落し、中国の国内需要における貿易財の比重に応じて、一般物価水準は下落する。つまり、為替切り上げの輸出競争力への効果は完全であるが、輸入物価による人民元の購買力への影響力はそれだけ少ない。

再び、上述の相対的購買力平価に非貿易財を導入しよう。非貿易財の生産性の上昇率が、貿易財の上昇率より小さい場合である。人民元切り上げによる貿易財の価格下落で評価された場合ほど、実際には人民元の購買力は上昇しない。輸入財価格の低下があっても、国内の物価上昇があれば、非貿易財の価格が上昇するため、人民元の購買力は低下する。人民元の過大評価になる。

3. 発展途上国と購買力平価説

ここでは、購買力平価説を発展途上国の視点から検討する。

3. 1 労働生産性の国際比較

先進工業国と発展途上国との間の購買力平価からの乖離によって、発展途上国の輸出増を非難することはしばしば行われてきた。発展途上国は、一般的に資本装備率が低いために、貿易財産業であろう、非貿易財産業であろうと、労働生産性が低い。貿易財の国際的な一物一価が成立しても、貿易財産業における労働の生産性が違うならば、賃金の平準化をもたらさない。したがって、生産性の国際的な差異によって、一人当たり所得の国際的格差となる。低所得国の賃金が低いために、国際競争力が強すぎるという批判は一般的にはあたらない。生産性賃金の国際的比較が必要である。

発展途上国では、貿易財の生産性が非貿易財に比べて高く、賃金も高くなる傾向がある。しかし、賃金の国際的格差が生産性格差よりも大きいと、労働集約的な輸出財の国際競争力は強まる。中国の経済発展の現段階が、ルイス・モデルにおける潜在的に無制限の労働供給がみられる局面にあるのかどうかは別にして、低賃金に基づく輸出競争力を弱めるために、人民元切り上げを断行するのは影響が大きすぎる。

労働と資本の代替を認める新古典派生産関数において、ヘクシャー・オリーニ定理がある。財の一物一価によって、貿易によって生産要素の価格も同じ水準になるという。生産関数が両国で同じである。自由貿易によって、両国の生産要素が均等になる。資本要素が希少であるかどうかは、労働生産性に影響を与えない。それぞれの産業における労働資本比率が両国で同一であり、労働の豊富な発展途上国では、労働集約的な産業の生産を増やすことで、豊富な労働力を吸収することが出来る。労働集約的な産業が輸出産業となる。国際分業における特化が起こる。中国において、労働集約的な産業が輸出に特化するのとは当然である。発展途上国における低賃金が輸出競争力を強めているので、為替相場の切り上げが必要であると議論はこのモデルでは成立しない。新古典派モデルでは、物価や為替相場のような金融的側面は実物経済に影響を及ぼさない。それは貨幣的現象であり、物価は貨幣数量説によって均衡水準に定まり、購買力平価説による為替相場が決定される。

新古典モデルによる経済成長論は貯蓄と投資がバランスをとって加速することである。中国の経済発展が高水準の貯蓄と投資によって可能となっている。さらに、開放経済による技術導入や多国籍企業の進出や国際資本市場の発展によって、潜在的な成長率は高まっている。

3. 2 非貿易財と賃金格差

発展途上国の貿易依存度は必ずしも低くない。原材料や農産物の供給国として、先進工業国との国際分業に組み込まれ、貿易依存度が高い国も多い。しかし、中国のように旧社会主義経済からの過渡的経済の場合には、すべてが非貿易財であった状態からの過渡期にあるので、非貿易財の割合は大きい。また、国際化する発展途上国の場

合、従来は非貿易財であったものが貿易財に変化することがある。

上述したように、バラッサ・サミュエルソン効果が大きいと、開放経済によって貿易財の一物一価が成立し、伝統的な社会では、非貿易財の物価水準が低いので、為替の過小評価になる可能性がある。しかし、経済発展が加速すると、非貿易財の生産性も改善するが、やはり上昇率は低い。したがって、通貨の購買力の増加は、貿易財だけで評価する場合よりも低くなるかもしれない。

中国への日欧米からの企業進出によって、輸出部門（貿易財）の生産性は急速に伸びて、価格が下落している。その結果、中国の輸出品の価格が外国の商品と同じ水準になり、生産性上昇が輸出部門のみで賃金が増加する。しかし、このような賃金格差が一時的に起こるとしても、時間の経過とともに、国内での賃金の平準化とともに、非貿易財価格の上昇が見られるであろうが、一旦、上昇した貿易財産業の賃金を下げることは困難である。したがって、非貿易部門の生産性改善があまり大きくない非貿易分野での賃金上昇と価格上昇によって、一般物価水準は上昇する。すなわち、実質為替相場は上昇する。

やがて、労働市場が逼迫しかつ流動的になると、非貿易部門の賃金も同じように上昇し始める。非貿易部門の生産性向上が進まないとしても、賃金の上昇によって所得格差は縮小する。中国の経済発展は現在、その段階にあると思われる。人民元切り上げの過小評価はそれだけ、調整幅を狭めることになるだろう。

3. 3 地域格差と購買力平価

発展途上国の経済では、一般に、都市と農業との賃金格差や、所得水準の地域間格差が見られる。国民経済としての未成熟や政府の弱い集権力によるものである。すでに言及したように、バラッサ・サミュエルソン効果は貿易財と非貿易財とを区別して、非貿易財における内外格差を考慮に入れて、通貨の購買力を比較するものである。ここでは、物価水準の地域格差について検討する。

購買力平価説は、通貨の購買力に着目するものであるが、同じ通貨を使用する国内でも、地域によって一般物価水準に差異があれば、通貨の購買力は異なる。しかし、統合された国内経済であれば、裁定取引による平準化が起こるおはずである。物価水準の格差が、なんらかの理由によって、構造的に定着しているとしよう。高価格地域において国内通貨の購買力は低くなるのに対して、低価格地域において国内通貨の購買力は高くなる。外国通貨との関係では、高価格地域で測れば、それほど通貨は過小に評価されているとはいえないが、低価格地域で測れば、購買力が大きく、通貨は過小に評価されている。中国の内陸部の物価水準が、沿岸部よりそれよりも低い。すなわち、人民元の購買力は内陸部で高い。

これはあくまで、通貨の購買力であって、生活水準あるいは所得水準の比較ではない。事実、内陸部の方が低いのは、物価が低いだけでなく名目所得水準が低いので、実質所得水準が低いからである。賃金、所得、物価のすべてが低い地域においては、外国通貨との購買力平価がどのように修正されるかは、為替相場の決定理論としては別にして、中国の経済発展との関連で、興味のあるテーマである。

4. 人民元為替相場に関する論議

4. 1 中国の外国為替制度

現行の為替制度は、中国は「管理フロート制」としているが、事実上、「ドル釘付け相場制度」と呼ぶのが妥当であろう。³

まず、改革開放政策が開始された以前には、計画経済のもとで、外国為替はすべて国家によって管理され、外国為替市場は存在しなかった。公定為替相場は「輸出による外貨獲得コスト」によって、1米ドル=5.7元とさだめられた⁴。輸出は輸入のための外貨を獲得するためのコストである。貿易そのものが計画経済のもとで統制されているので、この相場は、市場経済において輸出入の均衡を実現する為替相場とは限らない。

1979年、中国の輸出企業は受け取った外貨の一部を自由に使用できるようになり、その「留保外貨」を融通しあうことが可能となった。一種の外国為替市場である「外貨調整市場」である。この市場は留保外貨の使用権を売買する市場であって、外貨そのものを売買する市場ではない。⁵ また、この外貨調整市場は、原則として、同一地域内での外貨使用権の売買市場であって、全国的な市場ではなかった。いずれにしても、政府が管理する公定為替相場と「外貨調整市場」で成立する為替相場が並存する「二重為替相場制」であった。

1994年1月の外国為替制度改革によって為替レートが統一され、それぞれの地方にあった外貨調整センターはネットワークで結ばれ、上海に「外貨取引センター」本部が設けられた。中国資本の銀行、外資系の金融機関、一部のノンバンク金融機関が「外国為替指定銀行」とされ、この外貨取引センターのメンバーとなった。

為替相場は1米ドル=8.7元(5.7元から52.6%)へと切り下げられた。前日の外国為替取引の成約価格と成約金額を加重平均した価格を「基準為替相場」として公表し、そのレートの上下0.3%以内に抑えるべく、中国人民銀行が為替市場に介入した。1994年当初の1ドル=8.7元から一時的に下落した後、1996年以降、最近まで、ほぼ1ドル=8.3元で推移していた。事実上の「ドル釘付け制度」である。

4. 2 人民元の絶対的購買力平価

管理された人民元相場が絶対的購買力平価から乖離しているかどうか、もし乖離しているとすれば、どの程度であるかという議論が行われてきた。

古典的な例は「ビッグマック指標(The Big Mac Index or The Hamburger Standard)」である。世界各地のビッグマックの価格の比較によって、絶対的な購買力平価を求めるもので、英国のThe Economist誌が定期的に掲載している。たとえば、制度改革が行われた直前の2004年3月27日号では、ドルに対して57%の過小評価(ついでに日本円は20%の過小評価)と見なしている。人民元は日本円に対しては46%の過小評価

³ 載(1997)『中国金融読本』第5章第2節3「わが国の外貨市場と人民幣の為替レート」。関志雄(2004)第4章「ドルペッグ離脱への道」

⁴ 載(1997) p. 246。

⁵ 載(1997) p. 242。

である。⁶

同様の指標として、The Economist は 2004 年 1 月に、スターバックス・コーヒーによる「スターバックス指数 (Starbucks Tall-Latte Index)」を発表した。この指標では中国の人民元の対ドル過小評価はわずか 1 % に縮まっている。⁷つまり、中国ではコーヒーの値段が比較的高くて、国際的な差異が少ない。個別の商品による絶対購買力平価は理論的にも根拠が乏しいことを如実に示している。

個別商品の代わりに、一般物価水準の比較が必要である。しかし、一般物価水準に含まれるものには、商品とサービス、国内財と輸入商品、商品にも必需品と贅沢品、サービスにも商業、医療、と多様なサービスがある。中国の家計の支出構造は欧米や日本とも異なる。ライフスタイルのなどの構成にも注意をはらう必要がある。他方、同じ商品バスケットでなければ、購買力の正確な比較はできない。

非貿易財を含む購買力平価でみると、中国の非貿易財（国内財）の価格は貿易財の価格は低いが、生産性上昇の速度は貿易財に比べて緩慢であるとする、それだけで、人民元の過小評価は次第に解消されていくことを意味する。

人民元切り上げの論争はおもに中国からの輸出摩擦から生じている。したがって、中国の輸出産業およびそれに関連する産業での生産性や競争力が問題である。輸出の成功が、生産技術は劣位であるが低賃金がそれを相殺している場合、為替相場の変更によって国際競争力を減殺する政策としての為替相場の変更幅の推定は経済全般におよぶ総合的な判断を必要とする。⁸

4. 3 人民元の相対的購買力平価

購買力平価は、1980 年の改革開放開始から 1994 年の為替相場制度の改革による相場の一本化まで、人民元は傾向として切り下げられてきた。実質実効為替相場は、1980 年を 100 とすると、1994 年には 25 ぐらいまで原価した。中国におけるインフレ率が主要貿易相手国に比べて高かったために、人民元の購買力が減少したので、対外的には人民元が購買力以上に過大評価される傾向を意味する。さまざまな規制が為替政策や貿易市場でみられたため、この経過から、「適正な為替相場」の水準を判断することはできない。

その後、1994 年から 98 年頃まで人民元の実質実効相場は上昇して、対外的には人民元の過小評価が訂正された。そして、1998 年以後 2002 年までの為替相場は安定した。ところが、2002 年頃から再び人民元の実質実効為替相場は下落（あるいは過小評価）に転じた。この頃より、中国の貿易収支の黒字が膨大になり、中国の為替制度に対する国際的な批判がはげしくなった。

このように、諸外国が一層の変動幅の拡大を要求するようになった背景は、1979 年

⁶ ハンバーガー 1 個の価格はアメリカ、中国、日本において、それぞれ、現行為替相場で換算して、2.90、1.26、2.33 ドルである。過小評価率については、ドルに対する人民元の場合、 $(1.26 - 2.90) / 2.90 = -0.566$ 、ドルに対する日本円の場合、 $(2.33 - 2.90) / 2.90 = -0.197$ 、日本円に対する人民元の場合 $(1.26 - 2.33) / 2.33 = -0.459$ である。

⁷ “The Starbucks Index: Burger or Beans?” The Economist, print edition, January 15, 2004. 引用。

⁸ 米製造業者協会 (NAM) の年次報告書 (2003 年 8 月 27 日公表) では、「人民元は対ドルで 30 - 40% 程度割安である」とみなしている。

以降の1994年までの全期間にわたる下落ではなくて、1994年以降の人民元の増価（切り上げ）がそれほど大きくなかった上に、2002年以降、人民元相場が再び下落に転じたことにある。

この90年代から2000年代初期の動きを、バリー・ボズワースの分析によってみよう。⁹ JP モルガンのデータに基づいて、1990年代における名目実効為替レート（指数）の変化をみると、1994年1月の人民元切り下げの後、2001年頃まで、ゆるやかに人民元は上がっている。しかし、ドル・ペッグ制であるので、それは同期間におけるドル価値の上昇にそったものである。すなわち、ドル以外の通貨に対しては、人民元の価値は上がっているが、ドルにたいして人民元の名目為替相場は変わっていない。2002年以降のドル下落の局面においても、同様に、人民元は下落している。ところが、中国の物価上昇率は90年半ばまでは高かったが、それ以後、インフレは沈静した。いいかえれば、人民元の実質実効為替レートは、90年半ばまでは、高い物価上昇によって人民元の購買力が減少したので、それだけ切り上げの必要性が弱められたが、それ以後はそのような効果はなくなった。むしろ、アメリカの物価上昇率が中国のそれに近づいた。もし、「適正な」実質為替相場を1980年代末あるいは2000年前後の水準とみなされるならば、最近の人民元の過小評価に対する批判は、最近の実質為替相場下落に向けられていると考えられる。

4. 4 人民元切り上げ論議

中国の経常収支の黒字が膨大になるにつれ、中国政府は人民元が「割安に設定されている」との非難を受けることになった。「現状維持」を是とする議論との政策的な「二極化現象」が見られる。中国政府への批判は、2003年下旬頃までは、世界経済がデフレ期であったので、輸出奨励によって不況を解決しようとする「不況の輸出」という論調であった。米国と日本が自国の製造業への脅威を背景にその論調を強めた。¹⁰ バーグステン・ウィリアムソン編（2003）は、アメリカ経済に立場から、ドル高の維持可能性への危機感によって、中国元を含むアジア通貨の切り上げを主張した。¹¹

「適正」水準については多様な見解があるものの、さらなる切り上げが必要であるという立場が現在の「人民元切り上げ」論である。それに対して、変動相場制への転換と人民元の切り上げとの2つの視点から批判がある。変動相場制の導入が人民元切り上げをもたらすという一般的な観測によれば同じことである。しかし、為替相場制の選択は、中国の金融資本市場の整備を前提とする根本的な政策的転換である。

研究者の間では変動制導入に批判的な見解が多い。ロナルド・マッキノン／ギンター・シュナブルは、まず、中国が世界のデフレ要因であることに異議をとない。¹² さらに、マッキノンは、変動相場制の導入によって人民元の切り上げをもたらされるが、そのことは中国経済に（ひいては世界経済に）深刻な影響をもたらすものとして

⁹ バリー・ボズワース「人民元は過小評価されているか」関志雄（2004）第6章。

¹⁰ 米国では、2002年にCoalition for a sound Dollar という業界組織が形成され、2003年7月には上下両院議員からスノー財務長官とブッシュ大統領に書簡が提出された。日本でも、河合正弘・黒田東彦、“Time for a Switch to Global Reflation”, Financial Times, December 2, 2002. 記事「中国がアジア諸国にデフレを輸出している」日本経済新聞、2003年3月2日。

¹¹ Bergsten, C. Fred and John Williamson (2003) "Dollar Overvaluation and the World Economy," Special Report 16, Institute for International Economics, February, 2003.

¹² 「中国は東アジアの安定要因かデフレ要因か」関志雄（2004）第7章。

反対している。¹³ ロバート・マンデルもまた、人民元切り上げのデメリットをあげて、変動相場制は危険かつ間違った提案であるとした。¹⁴ クルーグマンもまた、人民元的大幅上昇は中国にとって受け容れがたいものであり、同時に、中国の中央銀行による米国政府債券の大量購入により、米国経済を支えている現実を指摘している。

人民元の評価については、ほとんどの研究者は購買力平価説による主張を受け入れていない。ともかくセンセーショナルな切り上げ論に対して警鐘をならしている。¹⁵ 貿易収支に対する効果を取りあげても、輸出入への価格効果の検証、中国の輸出における多国籍企業の役割など、検討されなければならない要因がある。より重要なことは、国内の経済／金融改革を行うことである。しかるのち、変動相場制を選択するかどうかは別の問題である。中国人民幣がドル、ユーロ、円と同様に、変動相場制に移行する可能性はあるが、現在の中国の輸出超過、外貨準備の蓄積、過剰流動性に対して、変動相場制がすぐれた処方箋ではないことは確かである。

中国政府は、2005年7月、国際的な圧力を受けて、「管理フロート制（管理変動相場制）」へ移行し、同時に為替相場の設定に「通貨バスケット方式」制を導入した。人民元の価値が事実上、上がると観測された。しかし、その後の切り上げ率が僅少であり、外貨準備の増加も続いているため、国際的には十分であるとは評価されていない。実際のな活用法についても、不透明である。仮に、日本円が米ドルにたいして円高になれば、人民元の対米ドル誘導相場は元高になり、対米ドルでユーロ高になる場合も同様に元高になる。しかし、現実の人民幣元高が小幅にとどまったため、「バスケット方式」がどのような役割を果たしているのか不明確である。

中国政府は輸出および国内経済への影響に配慮しながら、ゆるやかな人民元切り上げを進める方針をとっているように思われる。中国の国内経済を一義的に考え、為替取引の自由化、資本取引の自由化は慎重に進めるという姿勢である。¹⁶ しかし、人民元切り上げの中国经济への悪影響を強調するあまり、先送りを長引かせることに対する懸念もある。¹⁷ その国の金融政策に左右することになる。中国の重商主義的貿易政策や中国の国際的責務などの政治経済的な側面を含めて、中国の現在の緩慢な改革は現実的ではないとアメリカは主張する。¹⁸

厳しい資本取引に対する規制なしに、固定相場制は成り立たないことは知られている。もし、厳しい資本規制が確保できなければ、国際金融資本市場がその国の金融政策に左右することになる。中国の重商主義的貿易政策や中国の国際的責務などの政治経済的な側面を含めて、中国の現在の緩慢な改革は現実的ではないとアメリカは主張

¹³ McKinnon, Ronald "China's Exchange Rate." Asian Wall Street Journal, June 27, 2003.

¹⁴ 関志雄 (2004)、p. 17 による。『中国証券報』2003年7月16日。

¹⁵ リチャード・クーパー教授は人民元の過小評価そのものを否定した。ヒュー・パトリック教授は、人民元の過小評価は認めるが、世界経済にとってそれほど深刻な問題ではないという。

¹⁶ 関志雄「なぜ人民元の切り上げが必要なのか」関志雄 (2004) 第9章。何帆・ト宝凌・張フ「ドルペッグ離脱への道」関志雄 (2004) 第4章。また、黒田東彦 (当時、一橋大学教授) は日本の経験を多面的に検討した上で、「数年かけて緩やかに為替レートを調整してこととし、毎年の上昇率はせいぜい5－7%にとどめる」ことを主張している。黒田東彦「円高の経験と中国にとっての教訓」関志雄 (2004) 第8章。

¹⁷ 余永定「人民元切り上げ恐怖症をなくそう」関志雄 (2004) 第3章。

¹⁸ ローレンス・リンゼー「中国の為替政策の政治経済学」関志雄 (2004) 第5章。

する。¹⁹

4. 5 人民元切り上げの効果に関する疑問

為替相場の変更による輸出入におよぼす影響は限定的とされている。為替相場が変化しても、そのまま輸出入価格に反映するとは限らない。たとえば、人民元通貨が切り上がっても、中国の輸出企業がコスト削減によって生産費の一部を削減すれば、アメリカや日本では、輸入価格の上昇幅が為替相場の変化よりも少なくなる。価格に反映する割合 (The degree of pass-through) は 100%ではなく 50%にとどまるかもしれない。仮に絶対購買力平価に 50%の差があった場合、為替相場が 50%切り上がっても、価格差は 50%以下しか解消しない。価格に反映された変化のみが需要量の変化をもたらし、その程度は需要の価格弾力性に依存する。白井 (2004) は「たとえ人民元を切り上げたとしても、米国の対中貿易赤字を大幅に縮小させる効果は限定的である」と主張する。その根拠は、「中国を中心に東アジア域内で拡大している生産工程の分業・加工貿易ネットワークの形成である」とする²⁰。

輸出入関数で単純に表現すると、

$$\text{貿易収支} = \text{Ex}[R] - \text{Im}[R, Y, \text{Ex}(R)]$$

であるが、ここで、Ex は輸出、Im は輸入、R は為替相場である。Y は中国の GDP とする。

一般的には、輸出の価格弾力性 (Exr) + 輸入の価格弾力性 (-Imr) > 1 であれば貿易収支が改善される。中国の主要な輸出品は労働集約的な消費財であるので、価格弾力性は高いかもしれない。²¹しかし、中国の主要な輸入品は機械や部品・中間財であり、それらの輸入は輸出生産にともなって誘発される。人民元の切り上げによって、輸出は減少するが、輸入も減少する。国際総生産が打撃を受ければ、輸入はさらに減少するであろう。貿易収支の受取超過を減らすためには、輸入需要が中国国内向けの消費財であり、輸入中間財も国内向け生産に使われるものでなければならない。すなわち、中国の経済成長が国内需要型になることであるが、それは長期的な目標であって、当面は期待できない。

生産コスト面から見ると、輸出品の生産コストは、労働コストと輸入中間財で形成される。すなわち、

$$c = w + rm$$

ここで、m は一単位の輸出品に必要な原材料あるいは部品の価格である。仮に人民元が切り上げられると (r の下落)、輸入原料費が下落するので、その国の通貨ではなかった生産費は減少する。外貨で表示された輸出品の価格は

¹⁹ ローレンス・リンゼー「中国の為替政策の政治経済学」関志雄 (2004) 第 5 章。

²⁰ 白井 (2004) p. 11。

²¹ 中国製品の価格が少々上昇しても、同様に安価な代替財がなければ、輸出の価格弾力性は低い。

$$c/r = (w/r) (1+m)$$

となる。外貨建ての賃金(w/r)が上昇する部分のみが、輸出価格を引き上げて競争力を弱める。その影響は、総コストに占める賃金コストの比率が大きいほど、つまり、付加価値の割合が大きい。つまり切り上げ効果がある。賃金が人民元の切り上げ率と同じ比率で下落すると(w/r = 不変)、つまり、「輸入品価格で評価した賃金」が同じであれば、輸出価格に変化はない。名目賃金の下方硬直性によって望むべくもない。したがって、中国からの輸出はある程度は抑制されるであろう。

5. 今後の人民元政策の課題

5. 1 香港ドルと一国二制度の行方

香港(Hong Kong)の正式名称は中華人民共和国香港特別行政区であり、正式通貨は香港ドル (Hong Kong Dollar・港元・港幣) である。²²香港ドルは香港の法定通貨である。香港ドルは、マカオおよび中国大陸（主に深圳、珠海、広東省の一部など）においてもしばしば通用する。

マカオ (Macau、澳門 (アオメン、オウムン)) の正式名称は中華人民共和国澳門特別行政区であり、正式通貨はパタカである。ただし、香港ドルがマカオのパタカの流通量を超え、香港ドルによる通貨代替が進んでいる。逆に、香港ではパタカは使用できない。香港ドルとパタカの交換比率は、ほぼ等価である。²³

香港ドル (HK\$) は、香港返還交渉までは変動相場制であったが、1982 年の返還交渉の開始によって、香港ドルへの信認がゆらぎ、金融市場に混乱が起こった。そのため、1983 年 10 月以降、US ドルに対するペッグ制 (1US\$=7.8HK\$) を導入した。発券銀行が香港ドルを発券する際には相応の額の US ドルを、香港金融管理局に預託するという「カレンシーボード制度」である。現在も、基本的にはペッグ制で 1 米ドル = 7.8 香港ドルであるが、2005 年 5 月より 1US\$=7.75~7.85HK\$ の間の変動を認めた。

人民元と香港ドルはともにドル・ペッグ制をとっているため、交換比率は、それぞれのドルとの釘付け相場によって決まる。すなわち、1 米ドル = 8 人民元、1 米ドル = 7.8 香港ドルであれば、裁定相場は 1 香港ドル = 1.03 人民元となる。その差は 5% 以内であるので、両通貨に許された変動幅の範囲で、市場において人民元 = 香港ドルの同価値と成りうる。しかし、香港と広州では、非貿易財（たとえば土地）の価格に格差があるので、いずれの通貨を利用しても、本土側で支出する方が購買力は大きい。人民元と香港ドルの購買力平価説によって、通貨の購買力が平準化しなければ、本土の香

²²香港ドルは HK\$、HKD と略称される。現地では、ドルが「圓」または「元」、セントは 10 セントを「毫」と表記される。また、10 セント以下の取引が行われた時代には、1 セントは「仙」と表記された。香港ドルは香港金融管理局の監督の下で、額面 20 ドル以上の紙幣が香港上海銀行、スタンダードチャータード銀行、中国銀行（香港）の 3 行により発行されており、10 ドル紙幣は、香港特別行政区政府発行の法定貨幣紙幣のみ発行されている。

²³ パタカ (Pataca、略記 Pts/MOS/MOP) の語源はポルトガル語で、スペインのペソにあたる。1 パタカ = 100 アボスである。

港との一体化は労働の移動のみならず、消費の移動をもたらす。

香港返還時の「一国二制度」協定によって、香港ドルが人民元に統合されることは、さしあたってはないとされている。したがって、人民元と香港ドルが一部の地域にせよ併用されたとしても、両通貨のドルに対する釘付け為替相場に応じて、人民元と香港ドルの交換比率が決まるという現行の制度が維持される。人民元のみ切り上げが行われると、米国ドルの価値が下がるので、香港ドルの価値も同様に下がる。中国政府は、香港ドル為替相場と香港経済への影響を考慮に入れて、人民元の変動幅の拡大（実質的に切り上げ）を決定しなければならない。

5. 2 資本取引と人民元

まず、資本取引における「誤差脱漏」が注目される。輸出による資金受け取りを急ぎ、輸入にたいする代金支払いを遅らせる「リーズ・アンド・ラグズ」によって、輸出が大きく輸入が少なく記帳される傾向がある。しかし、この原因による「誤差脱漏」が巨額で持続することはない。

人民元の通貨の価値が上がると予想された場合、外国の資産を手放し人民元を入手する方法があるとすれば、それが非合法であるとしても、国際収支表では、中国の架空の輸出が増加し、架空の輸入が減少するのと同様の扱いになる。そして、正式の財・サービスの輸出入から区別して、「誤差脱漏」による受け取り超過の増加と分類される。ドル資金が非合法に持ち込まれ、為替市場でそのドルが売られれば、最終的には、その分だけ外貨準備の増加となる。

かつて、中国本土居住者による香港への資金の流出が問題視されたが、最近では、逆に、大陸中国に資金が環流しているとの指摘もある。香港市場が自由な市場であるので、香港以外からの資金は一旦、香港に持ち込まれる可能性もあろう。「誤差脱漏」の原因にはいろいろな場合があるので、このような資本取引によるものだけではないいずれにしても、合法的にあれば、非合法的であれば、資本取引の可能性は人民元相場の安定を損なうことになる。

5. 3 経済発展と賃金の地域格差

中国の国土は大きく、中央集権政治であるとはいえ、地方分権型にならざるを得ない性質がある。さらに、戸籍法などの規制によって、国民の地理的移動にも制限を加えてきた。その結果、賃金や物価における地域差が大きい。もし、それぞれ地方が、外国と独自に貿易関係があれば、それぞれの「地方毎の人民元」との購買力平価があることになる。事実、上述したように、1994年の外国為替制度改革以前には、地方毎に「外貨調整市場」があった。その地方の輸出コストから算出される外国為替相場があったと考えてよい。

同様に、非貿易財の商品バスケットも地方によって異なる。実質賃金の地域格差は非貿易財の地域間価格差によって影響を受ける。その結果、貿易財価格における国内における平準化が進んでも、非貿易財の差異は残る。賃金の高い地域では、人民元の購買力が小さいので過小評価の程度は小さく、賃金の低い地域では購買力が大きい

で、過小評価の程度は大きくなる。²⁴

経済発展が進むにつれて、地域間の賃金格差が縮小するかという問題は、経済発展の戦略と時間的長短に依存する。簡単化のために、経済発展とともに賃金格差は縮小すると仮定すると、低賃金地域における大きい通貨購買力は次第にその差異を縮小していく。賃金も物価も全国水準に近づいていくことによって、国民経済の一体化が進むことになる。

5. 4 経済発展と外国為替制度

世界の発展途上国では、ほとんどの国で固定相場制あるいはそれに近い為替相場制度を採用している。自国通貨を低く評価して、輸出を振興させ、輸入代替を奨励し、貿易収支の均衡を保つためである。しかし、中国のような大国が過大な貿易黒字を抱えることは世界経済にとって好ましくない。また、中国にとっても、低い交易条件は国民にとっても利益にならない。しかし、変動相場制をただちに導入せず、漸進的に為替相場を調整していく政策が妥当な政策であろう。

ただ、固定相場制のもとでの為替相場の変更は、頻繁に投機を刺激して引き起こし、内外の経済への影響が大きい。その結果、現在では固定相場制のもとでの変動幅の拡大という現実的な方策がとられている。変動幅の制約によって、為替介入の可能性を残している。為替介入のための資金を外貨準備として自国で保持するかわりに、多国間の通貨協力体制の構築が求められている。

中国にとって、最大の課題は資本自由化である。国内金融システムの改善、国内資本市場の育成、国際協調をとともう迅速な政策など、資本移動に特有のリスクに対処するための準備が進められている。

過去の経験が中国の政策には反映されている。1980年代、ラテンアメリカ諸国では、経済自由化政策がIMFの指導のもとに行われた。その際、貿易自由化の資本自由化の相互作用が理論的問題となった。ラテンアメリカ諸国における貿易自由化は、長年にわたって進められており、域内においては、自由貿易地域も形成されたが、完全な自由貿易体制には至っていなかった。そのような状況において、完全な資本自由化に踏み切るとは経済発展にとって望ましくないとされる一方、資本自由化をてこにして、一気に貿易自由化も進展させると戦略を勧める主張があった。二つの自由化の時間的系列に関する政策的課題である²⁵。

1997年アジア金融危機が発生した。外国からの投資がタイ経済のバブルを助長し、パーツの暴落とともに急激な反動が起こり、タイ国内経済のみならず、アジア諸国の通貨にも波及した。マレーシアは外国資金の流出を禁止する政策に踏み込んだため、直接的な影響は軽微であった。このアジア金融危機の経験は、中国の外国資金取引に関する政策形成に影響を残しているように思われる。

²⁴ 低賃金地域から高賃金地域への出稼ぎが送金すれば、賃金差だけではなく、低い物価によっても恩恵を受ける。香港と広州との間の労働者の移動も同様である。

²⁵ もう一つの「ラテンアメリカの経験」とされるのは、ハイパーインフレーションである。中国の研究者が「中国はラテンアメリカのようにはない」という場合はむしろ、このインフレ経験を念頭においているものと思われる。S. フィッシャー他／岩本武和訳（1999）。

6. 結論

購買力平価説は貿易収支の均衡、長期的な国際収支均衡のためのアンカー理論としての役割を果たすであろう。購買力平価説は事後的に長期的な物価上昇と為替相場を説明するには適切な理論であるが、政策的には賢明な指針を与えるものではない。

中国からの輸出の激増に対する批判は根強い。しかし、購買力平価からの乖離によって、すなわち、中国人民の生活水準を犠牲にして、輸出の振興を図っているという思惑によって、中国の為替政策を批判することはさけるべきである。ただ、そのような政策が世界経済に対する攪乱要因となり、世界経済の発展にとって障害となるならば、国際協調の視点から、国際協調政策に裏付けによって、中国の為替政策を俎上にのせるは必要である。

さらに、中国は現在、貿易自由化に加えて、資本取引の自由化、国内金融資本市場の整備など、多くの問題に直面している。為替相場の設定や外国為替制度の選択はこれらの諸問題の解決と整合性をもって進めなければならない。

[参考文献]

- 関志雄(2004)『人民元切り上げ論争—中・日・米の利害と主張』東洋経済新報社
白井早百合(2004)『人民元と中国経済』日本経済新聞社
S. フィッシャー他／岩本武和訳(1999)『IMF資本自由化論争』岩波書店 (Stanley Fischer and others (1998), Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance, Princeton University)
戴相龍(責任監修)／桑田良望訳(1997)『中国金融読本』中央経済社