

【パネル討論】

人民元改革と経済改革

司 会	大久保 勲 (福山大学)
パネリスト	関 志雄 (野村資本市場研究所)
	田 中 修 (財務省財務総合政策研究所)
	桑 田 良 望 (みずほ総合研究所)

大久保勲(司会) 司会をさせていただきます福山大学の大久保です。パネリストの皆さんを紹介いたします。野村資本市場研究所シニアフェロー・関志雄先生、財務省財務総合政策研究所客員研究員・田中修先生、みずほ総合研究所理事・桑田良望先生です。どうぞよろしくお願いたします。

さて、人民元問題というのはたいへん難しい問題ではありますが、討論に参加しやすいテーマでありますので、のちほどフロアからもご意見やご質問をいただいて、限られた時間でぜひ活発に討論を進めていきたいと考えておりますので、ご協力お願いいたします。

パネリストの先生方にはあらかじめ次の4点を論点としてご連絡いたしました。第1に人民元改革を進めるうえで最も重要なものは何か。第2に人民元相場形成メカニズムは今後どのように改善されると考えるか。第3に人民元相場はどの程度の水準が妥当か。また今後の人民元相場はどのように推移するか。第4に人民元が交換性をもつ時期、つまり資本取引について交換性をもつ時期はいつごろか。できればこうした点をふまえてこれから3人の先生に20分以内でご意見を発表していただきます。

本日の討論は一つの結論を出すということではなくて、それぞれの先生方の主張のポイントがどこにあるのかをよくご理解いただくことによって、テーマである人民元改革と経済改革への理解を深めていくようにしたいと考えております。それぞれの先生の主張をひと言でいえば、

関先生は為替レートの決定を市場にまかせるべきだ。田中先生は、為替レートは中国経済のファンダメンタルズを反映している。桑田先生は、まだまだ市場環境が整っていないという主張でございます。それでは全体を理解しやすいように、関先生、田中先生、桑田先生の順に発表していただきます。

関志雄 ご紹介にあずかりました野村資本市場研究所の関です。私の見解は中国政府とは一致しませんが、あえて中国にとってのメリットとデメリットという観点から人民元問題を考えてみたいと思います。

マスコミの報道を見ると人民元の問題を外圧と結びつけて議論する機会が多い。確かにアメリカからみた中国に対する貿易赤字、中国側の黒字は2005年2000億ドルを超えまして、2000年以降中国はすでに日本にとって代わってアメリカの最大の貿易赤字相手国になっています。しかし外圧をみるまでもなく、中国自身の経済のファンダメンタルズを見てもたしかに人民元は今切り上げの圧力にさらされております。

たとえば2005年の中国の経常収支黒字は1600億ドルほどで、資本収支と合わせるとその額はだいたい2000億ドルに達しています。これは概念上は外貨準備の増加分に対応しています。この数字は2004年とほぼ同じですが、2004年の対外収支の中身をみると、経常収支の黒字よりも資本収支の黒字のほうが大きかったです。したがって、当時の議論は、人民元の切り上げ圧力は実需によるものではなく、あくまでもスベ

キュレーションによるものであると説明され、だから切り上げの必要はないというのが中国の公式見解でした。しかしこの中身は2005年に逆転しまして、むしろ対外収支の大半は貿易を中心とする経常収支の黒字が占めるようになってきています。この意味では今人民元は実需によって切り上げの圧力にさらされているわけです。

実際に、対外収支の不均衡は中国が採用している為替制度に深くかかわっています。もし中国が完全に変動為替レートを採用してまったく市場に介入しない場合、為替レートは中国外貨に対する需要と供給を一致させるように変動します。仮に経常収支が黒字になっても必ず資本収支の赤字で相殺されることになります。

現状では、中国は無理をして市場の需給関係を反映する均衡レートより割安の為替レートを維持しようとしているので、外為市場においてはドルの供給がドルの需要を大幅に上回る状況になっています。この分はちょうど中国にとって対外収支の黒字になります。余った分は中央銀行が市場介入という形で吸い上げられ、その分だけ中国の外貨準備が増えるわけです。

中国が今直面している政策の選択肢としては、大きく分けて2通りあります。1つは変動為替レートのもとで為替レートを市場にまかせる。あまりにも不均衡幅が大きいのでそのまま市場にまかせると、おそらく切り上げ幅は非常に大きくなることとなります。もう1つは、今採っている政策がそれに近いのですが、割安な為替レートを維持することです。こうすると不均衡は是正されないうまま、すでに8700億ドルに達している外貨準備は、今後も年間2000億ドルのペースで増え続けることとなります。

したがって中国は、人民元の切り上げを容認するか、それとも容認しないのか、それぞれのコストを比較しながらの選択を迫られております。個人的には今採っている政策、つまり割安な為替レートを維持して、外貨準備の上昇を容認する政策のほうが弊害が多いと考えています。その中でとくに重要なのは3点あります。

1つは、外貨準備を持つことに伴う機会費用が非常に高いということです。中国は発展途上国ですので海外から借金するときには、非常に高い金利を払わなければならないのですが、外貨準備の運用は主にアメリカに国債を買っていますので、金利は低くなっています。場合によっては逆イールドになっているということも考えられます。これは貧しい中国が金持ちのアメリカに1000億ドル単位で融資していることになり、不公平の問題以上に効率も非常に低いのではないかと。外資が中国に入ってきたがる理由は、中国では手厚い投資支援が受けられるからです。中国の資金が十分に国内にはいかされずに、また海外に流出してしまうという状況は非常に残念だと思います。

2点目は、冒頭でも触れましたように中国の貿易黒字、とくに対米黒字があまりにも大きくなりすぎて、海外との貿易摩擦が激化していることです。

3点目は、ここでいちばん強調したいことなのですが、貨幣供給のコントロールが非常に困難になってきて、その結果として不動産または株式のバブルが膨張してきていることです。中国経済が過熱していると言われてからもう2、3年たっていますが、いまだにおさまらない大きな理由の1つは、対米ドルの安定を維持するために政府が介入し続けなければならないからではないかと思えます。

ここでは教科書にも登場する、国際金融の三位一体説が参考になると思います。つまり、中国に限る話ではないのですが、どこの国においても自由な資本移動、独立した金融政策、さらには固定為替レート、この3つを同時に達成することはできません。そうである以上、選択肢としてはどれか一つを放棄しなければならない。ごく最近まで、中国は資本規制を保ちながら固定為替レートと独立した金融政策を維持しようとしてきました。これは1つ目の選択に当たりますが、WTOに加盟してから資本規制がますます効かなくなっていますので、中国としては残りの2つの選択肢を考えなければならない。

2つめというのは通貨同盟です。たとえばヨーロッパの国々がユーロという単一通貨を採用したら各国の主要銀行の独立した金融政策はなくなり、共通の金利政策になります。アメリカの各州も同じような立場になります。香港のドルペックも同じ性質のもので、香港の金利はアメリカの中央銀行が決めるということになります。もし中国の景気とアメリカの景気と連動するのであれば、いわゆる最適通貨圏の条件が満たされますから、それも1つの考え方なのです。しかし、中国は非常に大きい国ですので、国内とアメリカとの景気の連動性は必ずしも強くありません。そうした意味では、この選択肢は中国にとってはあまり魅力的ではない。

消去法で残ってくるのが変動為替レートです。これは日本をはじめとする多くの先進国が採用しているものです。金融政策の独立性を回復させるためには、中国は資本規制下の固定制からいずれ変動制に移っていかねばならない。いきなりそれに移行するとショックも大きいのです。漸進的アプローチが望まれます。05年7月21日に行われた人民元レートの切り上げと「管理変動制」への移行は、まさにそれに向けた第一歩ではないかと思えます。

2005年の7月21日に中国は対ドルレートを2.1%切り上げました。それと平行して管理変動制も導入し、そのときの管理の基準として、BBC方式が採用されました。BBCの最初のBはバンド（変動幅）のことで、当初中間値の両側にプラス・マイナス0.3%のバンドを作って、毎日の動きがその中におさまるように政府が介入を行います。その日の終値が次の日の新しいベンチマークになって、新しいプラス・マイナスで0.3%のバンドを作って取引が繰り返されるわけです。今年に入ってからまた少し制度変更がありまして、前日の終値ではなく毎日取引前に政府が各取引銀行に、その時のいわゆる為替レートの気配を聞いて、その加重平均を当日のベンチマークにするようになりました。前とどこが違うかということ、前の制度では必ず前日のプラス・マイナス0.3%の枠の中におさ

めなければならなかったのですが、2006年の1月以降、次の日のベンチマークは必ずしも前日のプラス・マイナス0.3%の枠に入る必要がなくなり、中央銀行の自由度がさらに増えたわけです。この新しい制度の導入後、私はよく、人民元は次はいつ何%切り上げられるかと聞かれるのですが、今の話が理解できたらそういう質問をする必要がないことはおわかりいただけるでしょう。現在のシステムを活かせば実に短期間で毎日プラス0.3%、場合によってはそれ以上切り上げていけば短期間で何%でも切り上げることができます。

BBCの二番目のBは、通貨バスケット制です。これは非常に誤解が多くて、多くの市場関係者も通貨バスケットのことを外貨準備の通貨構成と混同しています。ですから中国が通貨バスケット制を導入するということは、当局がドルの資産を減らして円の資産にシフトするから円高要因ですよという新聞記事が非常に多くみられます。経済学を勉強すればそれは違うということがよくわかります。これはむしろドル以外の他の通貨との連動性を強めていくことなのです。たとえばアジア通貨危機以降、韓国のウォンと円との連動性が強くなってきている。これはまさに暗黙的に韓国が通貨バスケット制を採用して、その中の円のウエイトが高くなっているということになるわけです。

では現在、中国の人民元とドル以外の通貨、つまり円やユーロとの連動性が見られるのかというと、少なくとも2005年の7月21日以降の動きをみると、ほとんどみられません。あえて通貨バスケットというならば、円とユーロのウエイトは限りなく0に近い。ほとんど100%はまだドルになっていると言ってよいと思います。

BBCの最後のCはクロージングです。これは、もともと赤ちゃんがハイハイするという意味ですが、ここではある方向性をもって為替レートがゆっくり動くことを指します。中国の場合は上昇していくということです。しかし、この11カ月ぐらいはまだ年率1.5%程度にとどまっています。これは明らかに政府が積極的に

介入した結果です。そうでなければ人民元はもっと早いペースで上昇しているはずですが。その表れとしては、2005年の制度変更以来、外貨準備の上昇のペースはそれまでとほとんど変わらず、年2000億ドルぐらい増え続けています。この意味で、本来解決しなければならない対外不均衡とそれに伴う問題は解決されないままになっています。むしろ2006年に入ってから従来の不動産価格の上昇に加えて、過剰流動性のせいで株価も上昇するようになってきています。ある意味では80年代後半の日本のバブル期の状況に似てきているような気がします。

こういう状況を改めるためにはどうしたらいいのかというと、私はやはり最終的にはもっと人民元の切り上げを容認するしか道はないんじゃないかと考えています。ちょうど時間になりましたので、これで私の話を終わらせていただきます。

田中修 最初に中国の為替政策を考えてみたいと思います。アジア通貨危機の発生、拡大、終息の時期、私は北京の日本大使館の経済部におり、当時の大蔵省国際金融局と一緒に通貨危機にどう対応するかについて中国の為替当局との協議に参加しておりました。日本は97年、マレーシアのマハティール首相といっしょに、アジア通貨基金構想を提唱しました。これに対し、もちろんアジアへの影響力が相対的に弱まるアメリカやIMFは猛烈に反対したわけですが、中国がそれに同調したことによって基金の実現が困難になりました。アジア通貨基金構想が提唱されたのは、ちょうど江沢民国家主席の訪米が目前であった時期です。それ以前の米中関係は、李登輝訪米や台湾海峡危機でかなり険悪になっていましたけれども、その打開のための切り札として江沢民の訪米が設定され、その直前にアジア通貨基金構想というのが出てきた。しかも、これにアメリカが猛烈に反対している。こういう状況を考えて、国家の威信をかけた訪米が成功するかどうかという微妙な時期に、中国がアジア通貨基金構想に賛成に回るのは難しかったのではないかと思います。

1998年に入ると人民元切下げの予測が広まりましたが、これに対し中国は人民元の切り下げをしないことを繰り返し表明しました。それと同時に大々的な円安批判キャンペーンを行ったのです。これは執拗かつ長期的に行われまして、たとえば政府関係者や代表団が中国首脳に会うと、全員が判で押したように「日本が円安を放置していることがアジアに対して大変な迷惑をかけている」と繰り返し非難する。為替の事など分からない人民解放軍の副参謀総長までもが同じことを言う。とにかく徹底的な円安批判キャンペーンが展開されました。この時期は何があったかという、クリントン大統領が日本に立ち寄らずに中国を訪問いたしました。中国が強く望んでいた直接訪問がやっと実現したわけで、この頃の中米首脳関係は非常に良好でした。

さらに98年の秋になると、危機は全世界に拡大して、ロシア、中南米までが金融危機になる。このときにそれぞれの中央銀行や大蔵省がとった行動は、アメリカ大陸はアメリカ大陸、ヨーロッパはヨーロッパで、それぞれの中央銀行総裁や大蔵大臣が集まる。ブロックの中央銀行総裁・大蔵大臣が協力してヘッジファンドに対抗する姿勢を示すということが、更なる投機を防ぐため重要な役割を果たすと考えられたわけがあります。そこで、日本も至急ASEANプラス3の枠組みでも同様な会合をやるべきではないかということを各国に提唱したわけです。これに中国がまったくのってこなかった、それどころか反対に回った。当時中国は、ASEANプラス3の枠組みによる国際金融協力は必要ないという見解でした。日本の新宮沢構想による大規模な借款、支援についてもまったく無視していました。

ところが1999年に入りますと、突然中国がASEANプラス3による国際金融協力は大切だと言い出した。当時は胡錦涛国家副主席が本格的に外交デビューをするという時期でありまして、やはり何か功績を作らなければいけないという事情があったようです。ASEANプラス

3による国際金融協力枠組みを胡錦涛国家副主席が提案した場合、日本もこれに賛成してくれということで、中国側からかなり働きかけがあった。もともと提唱したのは日本側であり、その際には反対しておいて、数ヶ月後には態度を変え、あたかも自分の意見のように装うのは何事か、という不快感もありましたけれども、ASEANプラス3の枠組みによる国際金融協力の必要性を中国がようやく理解できただけでも進歩があったということで、そこは外務省も大蔵省もうるさいことは言わず、中国の提案を支持したわけであります。現在ではASEANプラス3国際金融協力について非常に中国は熱心でありますし、積極的な参加者であります。

それでは中国の態度がなぜ急に変わったのかということですが、やはり98年末以降米中関係が急速に悪化していったという事情があります。ユーゴ紛争の処理において、アメリカはマケドニア問題に対する中国の拒否権発動を契機に、国連ではなくG8あるいはNATO軍による処理を目指すようになり、中国は完全にカヤの外に立たされてしまった。しかも、NATOが従来の役割を超えて東方に進み始めたことは、中国の安全保障にとって大変な脅威となった。続く99年の4月に朱鎔基総理が対米WTO交渉を妥結すべく訪米するわけですが、これがアメリカの強硬姿勢により完全に失敗してしまい、しかも中国側が大胆に譲歩した提案の内容をインターネットで流されたということがあって、朱鎔基総理が大変な政治的窮地に陥る。さらに5月には在ベオグラードの中国大使館をNATO軍が爆撃するという事態がおきました。このように98年秋以降米中関係が非常に冷え込み、中国内部で対外戦略について全面的な見直しが議論されていたことを背景として、急にアメリカを外したASEANプラス3の枠組みや日本に対する評価・反応が変わってきたということがあり得ると考えられます。

次に今回の人民元レート改革ですけれども、これも2003年9月頃からアメリカの圧力が強まってまいりまして、スノー財務長官が訪中す

る。最近では政府・党首脳がいつ人民元レート改革を決定したのかということが人民銀行の貨幣政策執行報告で明らかになっていますけれども、それによりますと、改革を決めたのは2003年10月の党三中全会です。この決定では、「人民元レートの形成メカニズムを完備し、人民元レートが合理的で均衡のとれた水準に基本的に安定することを維持する」とされています。これより以前は、「基本的にレートを安定する」という文章が前にきて、後ろに「人民元レートの形成メカニズム改革」が述べられていたのですが、この決定で優先順位がひっくり返った。これには何か意味があるだろうと当時から言われてはいたのですが、実は人民元レート改革の決定が内部ではなされていた。

党三中全会では10月14日にこの決定が可決されていますが、実はその直後の10月19日に胡錦涛国家主席が訪米してブッシュ大統領と会っている。胡錦涛新政権がブッシュ政権と新しい関係を構築しようとする、そういう極めて微妙な時期に為替レート改革が決定されているのは偶然とは思われない。またこの直後の12月には温家宝総理も訪米している。このときの中国の最大の内政問題は、2004年3月に予定されている台湾の陳水扁政権の住民投票を阻止することにあります。こういう場合には、以前の中国ですと台湾周辺にミサイルを撃ち込んだりしたんですけれども、これは却って台湾住民の対大陸感情を悪化させてしまうということで、むしろアメリカから陳政権に圧力をかけてこれを阻止してもらいたいというのがこのときの温家宝総理の訪米目的であった。当時は米中の経済摩擦が深刻でありましたから、大豆・機械の大型買い付け団が同時に訪米しましたが、それだけでは十分ではない。そこで、訪米中の12月9日、昼にグリーンズパンFRB議長と会談したその夜の米中貿易全国委員会の歓迎宴で、突然温家宝総理から「半年以内に国有商業銀行の改革を加速する」という大号令が発せられることとなります。当時三中全会で決定されていた人民元レート改革への手順としては、まず国有商業銀

行改革、外貨規制緩和、外為市場建設から先にやって、最後に人民元レート改革を行うことになっていった。おそらくこのとき温家宝総理は、ブッシュ政権に改革の工程表を説明し、まず国有商業銀行の改革からスタートとしますよということで、おそらくはレート改革について何らかのカードを切ったのだらうと思います。

その結果として陳水扁政権の住民投票、あるいは兩岸関係の現状を変更しようとする行動についてブッシュ政権は支持しない旨の発言を大統領から引き出すことに成功し、温家宝は所期の目的を果たし帰国することになります。その直後から急速に国有商業銀行の改革が進み、公的資金の投入といった大胆な政策が出てくることになります。

そしていよいよ2005年7月に人民元レート改革が実施されるわけですが、このときのレート切上げ幅は約2%とアメリカの要求に比べれば到底満足のいかない水準でした。しかしこの時期は、久しく中断されていた北朝鮮の核開発問題をめぐる六カ国協議が、中国の努力により再開目前というところにこぎつけていました。こういうときにアメリカとしても、切上げ幅が低いという一点をとらまえて中国を攻撃することはしにくいわけであり、このようなまいタイミングでレート改革が発表され、結果的にアメリカも中国の改革を評価したのです。2006年4月の胡錦涛国家主席の公式訪米においても、中国は事前に呉儀副総理をトップとする大型買い付け団を派遣し、ボーイング80機を含む162.1億ドルの買い付けを行いましたけれども、その頃からタイミングを合わせたように人民元レートが緩やかに上がり始め、5月10日にはアメリカ財務省が「為替操作国」認定を見送ることになりました。

このように中国の為替政策の動きについては、中国がどのような対外政策とりわけ対米政策をとっているかということにも注目しなければいけないのではないかと思います。

2番目に中国経済への影響です。最初に人民元レート切上げの中国経済への懸念を述べたの

は周小川人民銀行行長です。彼は、2003年9月にアメリカのスノー財務長官が温家宝総理と会談したタイミングに合わせ記者インタビューを行い、人民元レート切上げが困難な理由をいくつか述べています。一つはホットマネーによる人民元投機が過熱する危険があること、もう一つは輸入農産物の拡大により、農村農民の問題が深刻化する可能性があるということです。また国務院発展研究センターの張立群は、いちばんの打撃を受けるのは低付加価値・低利益の業種であり、労働集約型の紡績服装、軽工業製造業、鉄金属、家電、電子部品であるとしています。それから2006年6月に薄熙来商務部長が日本に來ましたけれども、日経新聞のインタビューの中で、やはり紡績業の平均利潤率が3%に過ぎないのに、2005年7月以降レートが累計3.17%切り上がったことにより苦境に陥っているということを指摘しています。

これで想起されますのは、2004年の3-9月に外資批判が吹き荒れたことです。その中の1つとして、経済摩擦の最大の原因は外資である。日本や韓国、アメリカが大量に直接投資により輸出拠点を中国に移転した、その結果として輸出が急増し、中米摩擦が発生している。経済摩擦の元凶は外資なのではないかという批判があったわけです。将来大幅に人民元レートが切り上がった場合、どこが打撃を受けるかというやはり農村農民であり、あるいは中国の低付加価値の労働集約型企業である。労働集約型産業はそもそも最近の賃金の上昇によってコストが増大している。そういうなかで元高が起こった場合に、ここが一番打撃を受ける。その際には雇用問題、農村問題が再発する可能性がある。このことを中国のトップが一番恐れ、人民元の急激な大幅な引き上げには慎重になっている。言い換えれば、中国の抱える構造矛盾が顕在化してしまうということを心配しているのではないかと思います。そしてこのような事態が発生した場合には、外資批判が再燃する可能性がある。外資の輸出のせいで経済摩擦が激化し、人民元レート切上げを余儀なくされ、その結果

中国の農業・農村や零細企業といった社会的弱者がダメージを受けるということになれば、庶民の不満が外資に転嫁される可能性もある。そういう意味で人民元レートの中国経済への影響には十分注意を払う必要があります。

3番目に、為替レートはどうなるのか。この動向については私も一応財務省の関係者ではありませんけれども、レート問題というのは国際局為替市場課が担当しています、そこはインサイダー取引を防ぐため、厳しい情報管理をしています。私は為替市場課長とも中国経済問題について意見交換することがありますけれども、人民元レート問題については具体的に話をすることはありませんので、(村上ファンドの村上被告のように)「聞いちゃった」とかそういうことはあり得ません(笑)。ただ財務省は日頃から、為替レートは基本的にはその国の経済のファンダメンタルズを反映すべきであるとしています。そうすると人民元レートは中国経済のファンダメンタルズを反映すべきである。人民元レートが切り上がるということは、中国経済のファンダメンタルズが健全な方向に向かっているということが前提になるわけです。したがって問題は、今の中国経済は健全なのかということになる。現在中国経済は、第1四半期で10.3%の成長をとげていますが、これが正常なのかどうか。中国の金融システムは果たして健全化したのか。最近の傾向を見ますと、固定資産投資の反動増が顕著になってきている。都市部ではもう伸びが30%を超えており、かつ新規着工が多い。おそらく新五カ年計画の初年度にあたるために新規着工が加速したのではないかと思います。しかも地方政府主導である。全投資のだいたい90%が地方の投資であり、しかも国土資源部は都市の重大な土地違法問題のほとんどに地方政府が絡んでいると指摘している。

同時に住宅価格が急上昇している。北京は2005年から上昇気味でしたけれども、かつては住宅の問題は上海だった。今は大連、深圳、フフホト、福州など多くの都市で住宅価格上昇が始まっている。フフホトについては新華社記事

をみると、なぜこうなったのかという簡単な解説が出ていました。それによると、フフホト市は上海と違って住宅価格が低位に止まっているため、なんとか価格を吊り上げたい。そこで土地囲い込みセンターを作り、北京市から地上げのプロを呼んできて、その指導を受けながら徹底的に土地囲い込みをやった。その転売によって2004年には4億元もうけたとのこと。フフホト市のように、上海に見習えということで各地方都市が土地の囲い込みを始めており、結果的に日本で土地バブルが東京から全国に拡大したように、上海の住宅価格の上昇がいまや地方都市にまで拡大してきた。この2、3年行われてきた住宅価格安定のための色々な政策があったわけですが、それがまったく機能していない。これまでの住宅政策が失敗であったことが明らかになったわけです。現在、国務院の「6条意見」、9部委の「15条措置」という措置が発動され、不動産に対する規制を再強化しています。しかしこれまでの政策のように地方政府がこれを無視すれば意味はなく、地方政府に対する中央の統制が本当にきくかどうかによっては、また来年も同じような通知が発出される可能性もある。

そして先ほど関先生もおっしゃったように、マネーサプライが増大しておりまして、1-5月ですでに年間目標の7割の貸出増を達成するという、ものすごい勢いで貸し出しが増えていく。それはおそらく固定資産投資の反動増・住宅価格の上昇とリンクしているものと思われます。その対策として人民銀行は今、窓口指導の強化、あるいは基準金利・預金準備率の引き上げ、手形の大量発行により、懸命に余剰資金を回収しているわけですが、次から次に新しいマネーサプライが出てきますので、そのコントロールは相当困難になっています。

消費者物価はゆるやかに上昇しています。

他方で生産能力過剰は顕在化して、鉄鋼業はかなり苦しい状況である。にもかかわらず、生産能力過剰と認定されている業種でもさらに固定資産投資を継続しているという状況です。

こういう過熱状態なので財政収入は非常に伸びています。普通であれば収入が伸びれば財政部は喜ぶものですが、楼継偉副部長は「この数字は喜ぶことはできない」としており、生産能力の過剰あるいは住宅価格上昇が発生している都市と財政収入の伸びに因果関係があることを指摘しています。

このような状況を背景に、2006年6月14日には国务院常务会议が、固定資産投資と貸出の過大な伸びの抑制を再度指示しているわけですが、中国の投資は慢性的に過剰体質となっていますので、先ほどの小島先生のご講演にもありましたように、なかなかこのメカニズムを短期間で修正することはむずかしいのではないかと。そういふことで言いますと、金融のほうでも今、不良債権比率は一桁に下がっているわけですが、これは公的資金の投入と債権管理会社への移転、不動産関連融資の急拡大による貸付総額（分母）の膨張により見かけ上きれいになっているだけです。したがって、今後潜在的な不良債権が顕在化してくる可能性もある。そういうことからしますと、金融システムも見かけ上の不良債権比率や、自己資本比率の改善というものを真に受けていいのか。将来こういう潜在リスクが顕在化すれば、逆に人民元レート切下げ論が出てくる可能性もある。今後もし急激な人民元レートの切上げが行われますと、中国経済の構造上の色々な問題が深刻化すると同時に、将来金融システムのリスクが顕在化したときの切下げが急激かつ大幅になってしまつて、これまた中国に出ていっている外資系企業や日本経済へのショックが大きくなる可能性がある。そういう意味ではファンダメンタルズという面からみると、あまり中国経済を過大評価しないほうがいいのではないかと思います。

桑田良望 関先生からは理論面の、田中先生からは歴史的、政治的ファンダメンタルズの面からのお話をいただきました。私は現在みずほ総研に勤務しており本当の学者ではありませんが、ただ中国語だけは相当勉強してきました。2年前からは明海大学で商業中国語を教えてお

ります。なぜ私が中国語を勉強したかは、会場である愛知大学とも関係がありますので簡単に紹介させてください。私の中国語の先生は山口左熊先生という方で、愛知大学の前身である上海の東亜同文書院を卒業し、そこで中国語の教師をされ、終戦で引き揚げてこられた方です。戦後の一橋大学では、熊野正平先生という東亜同文書院の中国語の教授であった方が中国語を教えておられ、定年退官される時、同文書院時代の教え子でいちばん中国語ができる山口先生を後任の非常勤講師に指名されました。学生時代の私はまじめな学生で中国語の授業にも一生懸命出席していました。あるとき先生から「君は熱心だから1週間に1回、家に来なさい」と言われ、4年間先生の家に通って勉強しました。1966年からですから中国は文革時代で、中国語は勉強してもまったく役に立たない外国語でしたが、卒業後銀行に就職し、中国業務要員として北京に留学したときは、お蔭様でものすごく助かりましたね。中国語のニュース放送（新聞聯播）を聞く練習を大学のときからやっていたから、中国に初めて行っても何でもわかりました。ただし日常会話はだめですね。関先生がお出来になるような恋愛の会話は全然だめですけども（笑）、堅い政治経済のニュースは何でもわかるということです。

人民元の問題ですが、最近の動向は先週金曜日（2006年6月16日）の終値が1米ドル＝7.9984円で、ようやく1ドルが8.0円を割り込むレベルに元高が定着してきました。先ほど関先生のレジュメに年率1.5%ぐらいの切り上げと書かれている状況です。為替レートの推移を94年の為替改革からみると、95年から2005年7月までほとんど動いていません。こういう為替レートは日本の固定相場時代の為替レートです。当時の日本は外貨準備が足りなくて大変で、海外旅行も何もできなかった時代ですけども、その時代の為替レートと同じです。

2004年から、銀行の取引先企業やマスコミの方から人民元の為替レートはどうなるのかとしばしば聞かれます。私は、「為替レートは動か

ないとだめで、動くのが当たり前です」と言ってきました。つまり市場経済であれば為替は動くのが当然です。日本では戦後の一時期だけは動かなかったが、100年以上動いているわけです。動くのが当たり前なものを人為的に抑えるというのは市場経済に反するやり方ですから、早く動くようにならないといけな。為替を扱う銀行も動かないと収益になりません。為替が動きますから予約をしましょう、デリバティブをやりましょうと銀行は顧客にセールスでき、その取引で収益も得ることができるわけです。

私は20代後半のころ日立、東芝、ソニー、日産自動車などの日本の輸出産業を担当していました。朝出社すると、もうじゃんじゃん電話がかかってきて「今日の東京マーケットいくらですか。それでは予約をいくらします」ということで一日がスタートするわけです。当時は、輸出産業ですと輸出額の6割とか7割ぐらい為替予約をして、個別企業の輸出採算を確定していました。ですから変動相場でも全然問題なかったのですが、今の人民元のように年率で1.5%しか動かないと予約する必要もありません。中国には為替予約のための先物レートはあることはあっても企業はほとんど予約していない。なぜかというとな率1.5%切り上げでは為替予約は無意味だからです。コストがかかるだけです。公認会計士に中国での為替差損や差益はどうやって会計上の処理するのかと聞きますと、1.5%程度は雑損益ですよという状況です。

こういう状況をマスコミ関係者に説明するときは、「中国は市場経済という道路に車を走らせようとしているけれど、まだ教習所で練習中であって、路上運転もやってないのではないか。これから路上運転だが、いま高速道路を走行したら完全に事故を起こすからまだしばらく時間がかかる」という例え話をしています。

日本の企業にとって為替が動かない進出先は中国だけです。他の国は全部動くわけですが為替の変動への対応はいくらでもあります。先ほどの輸出予約、輸入予約の他にも、外貨建ての借入れをすとか、人民元建てでの運用とか、

為替のリーズ・アンド・ラグスとか、30年前から日本の企業がやってきたような方法があります。今では各種のデリバティブがありますから、2年先でも10年先でも先物為替の変動リスクはヘッジできます。銀行の資金為替担当の人たちは人民元が全然動かないのがっかりしているのではないかと思います。私としては実務的にも為替は動いたほうが良いと思っております。

人民元の為替制度を歴史的に振り返ってみます。1949年から2005年までの期間に人民元は対ポンド、対ドルで切り上がった時期もありました。ただ85年以降は大幅な切り下げを何度もしました。私はちょうどそのころ中国に居て切り下げで大損した経験があります。人民元で預金していたからです。なぜ人民元で預金したのかといいますと、当時中国の消費財は非常に安価で人民元は購買力でみるともっと元高でもいいのではとの実感があったからです。さらに当時の中国は高インフレの時代で、「人民元の切り下げはインフレを加速するので切り下げはしない」と中国銀行のある幹部が私に言っていました。しかしその翌週には大幅な切り下げが行われ、中国の関係者の言うことは信用できなくなりました。

そういう状況から脱皮し、94年以降は市場経済に適応する為替レートの形成メカニズムをめざすという改革が始まりました。けれども、結局、まったく動かなかったのです。だからまだ自動車教習所に入学もせず、もう車の運転を諦めているのではと思わせる状況が続いたわけです。80年から96年までの為替制度を見ると、貿易内部レートとか外貨調節レートとかいろいろありましたが、これは歴史的な話ですから詳しい説明をいたしません。

先ほど関先生からお話のあった国際収支の問題についてですが、私は大学時代は社会学部に属し、社会心理学の南博先生のゼミでしたけれど経済学も一生懸命勉強しました。南亮進中国経済学会会長の講義も受講しました。大学では「貿易収支は赤字、資本収支は若干黒字で、必要な資金を海外から調達するのが途上国の国際

収支のあり方である」と教わりましたけれども、そういう意味からすると、2000年以降の中国の国際収支はきわめてアンバランスです。国際収支のアンバランスがもたらす問題は先ほど関先生からお話がありました、外貨準備とベースマネーの急増です。中国人民銀行のバランスシートでは外貨保有の項目が資産側にあり、ベースマネーが負債側にあります。人民銀行のバランスシートでは外貨保有がものすごく増えた結果、ベースマネーが膨張しました。ベースマネーの増加と外貨保有の増加とを比べると、2005年のベースマネー残高に対する外貨保有残高は96%です。さらに増加額ベースでみるとベースマネーの年間増加額の295%も外貨保有増加額があるという異常な状態に陥っています。過剰流動性を吸収するため、中国人民銀行は中央銀行借用手形を資金市場で大量に発行してきました。さらに昨日（2006年6月17日）は預金準備率を0.5%引き上げて8%にすると発表しました。日本の預金準備率は1%を割っています。預金準備率の引上げなどのような強権的な対策をとらざるを得ないというところに追い込まれているわけです。

先物為替レートは、経済学の教科書に書いてあるように金利裁定の公式で計算できます。香港上海銀行が中国のインターバンク外貨取引市場で昨日オファーしている6ヶ月先の先物レートは7.982、1年先が7.731というレートです。直物に対しおよそ年率3.5%ぐらいの元高になっているわけです。人民元の為替レートが動いて、銀行の先物為替取引のボリュームが増えれば銀行の収益も増えます。これまで銀行側は満を持して用意しているのですけれども、顧客側は年率1.5%ぐらいの元高では為替予約をする必要はないと判断している状況です。

中国では中国に進出し製品を内販する日本企業が元気です。自動車を筆頭に鋼材などですが、そういう企業の多くは輸入が大きいので元が大幅に切り上がったら利益が増える可能性が高い。元が切り上がって中国が不景気になったら国内販売に影響しますが、景気もある程度維持され

るのであれば元高による利益が出るので為替予約はほとんどしないわけです。中国政府が言う元の切り上げで打撃を被る繊維産業などのマージナルな産業分野に日本企業はあまり進出していません。元高によって不採算化する業種の企業は他の国、スリランカやパキスタンなど中国よりもはるかに労賃が安価な国に移ってしまっているということでしょう。

先物為替の取引がうまくいっていない理由として、相場が動かないから企業のニーズがないということを申し上げましたが、もう一つには金利裁定の参考になる金利が中国ではほとんど形成されていないという理由があります。人民元の金利スワップ、つまり人民元の変動金利と固定金利との交換取引が2006年2月から解禁され、3月末までで市場で何件成約できたか発表になりましたが、約2カ月間で4件しかないので。しかも取引に使われる変動参考金利は期間1年の定期預金金利です。定期預金金利は中国人民銀行が決めている法定金利で市場金利ではありません。ですから金融機関の為替担当者からは市場金利を使えないスワップ取引はありえないとの評価を受けています。

私の結論ですが、教習所から出て路上運転を終えて、高速道路を走行するようになる、つまり普通の国になるには為替制度、市場の改革が必要です。中国の為替制度には外貨集中制があり、受取外貨はすべて銀行に売り渡し、必要な外貨はすべて銀行から買取るのが原則です。この制度は廃止すべきです。元で保有するか外貨で保有するかは自由にすべきでしょう。それから実需原則も市場の拡大を制約しています。企業が先物為替予約をする場合にも実需原則が適用されるため、取引が非常に少なくなっています。さまざまな規制をはずして金利裁定が働く市場づくりをやらなければなりません。外貨市場だけではなく、人民元資金市場、短期金融市場を拡大し、金融機関の資金の調達、運用も完全な市場金利にもとづいて実行されるようにしないと、為替レートの変動もうまくいかないでしょう。

私は人民元の為替レートは動いたほうが良いと思います。動いたほうが皆が市場経済に慣れるし、金融機関の収益機会も増え、企業も別に中国だからということではなくとも思います。以上が私の結論でございます。

大久保 桑田先生ありがとうございました。3人の先生方の主張を聞いてそれぞれの先生の主張のポイントをだいたい理解できたのではないかと思います。どこにウェイトを置いて考えるのか。関先生はひとことではいえば、市場。田中先生は米中関係も含めた広い意味の中国の実情から出発していかないといけない。桑田先生は、中国も認めていることですがそれよりもっと外為市場の体制改革が進まないといけない、ということでございます。

関先生、田中先生、桑田先生からもご指摘がありましたように、最近の中国経済、金融の面でちょっと動きがございます。6月16日に預金準備率が7.5%から8%に上がりました。この預金準備率というのは、例えば100の預金を預かったときに今までは7.5の分を人民銀行に預けたのを、8預けないといけない。ですからそれだけ預金を預かっても貸すことのできるお金が減ってしまうということです。そういうことで締めていこうということです。それから4月末には貸出金利が0.27%上がっています。金利が上がることによって貸出を抑制しよう。先ほど小島先生からご指摘があったように、1月から5月までの全国都市部の固定資産投資は前年同期比30.3%。これは投資率でいうと50%は超えているという話で、世界中どこを見渡してもそういう国は他にないのです。それだけ固定資産投資が多いということです。

それから通貨供給量、広い意味のマネーサプライは5月末で19.1%増ということで、前年同期より4.4%高くなっています。貸出はさっき田中先生が言われたように2.5兆元の目標のところ、1月から5月までで約1.8兆元に達していますから、年間の目標の7割を超えてしまっております。この原因は明らかに過剰流動性にある。なんで過剰流動性になっているかという

と、関先生が言われたように年間2000億ドルも外貨が増えているから、それ相当の人民元が市中に出ている。それを吸収することを不胎化というわけですけれども、国債の発行をもう増やさないことにしているし、中央銀行手形もずいぶん出したんですけれども異常に多い人民元を吸収しきれないということでもあります。

さっき関先生が言われたように、2005年度の国際収支を分析すると経常収支の黒字は約1600億ドルとなって、04年に比べると134%増えている。一方で資本と金融収支のほうは減っているわけです。ですから関先生の言葉を使えば実需で増えている。もうひとつ、国際収支で誤差脱漏というのがあるのですが、これはみなさんあまり気づいていないかもしれませんが、01年までは誤差脱漏というのは借方だったんです。借方ということは、大きな借方はキャピタルフライト、資本投機が起きているとみなされます。02年から04年まではホットマネーが入ってきているという言い方で、貸方になるのです。だけど05年は再び借方になっています。そういうことで最近ではホットマネーが入っているということはいわれなくなってきた。こういう動きはある意味で関先生の主張を裏付けているようにも思われます。

今日の3人の先生のこれまでのご意見、ご発言からすると、やはり2つのポイントがある。ひとつは関先生がいわれているように、市場にまかせて国際収支の均衡を図る。あるいは田中先生、桑田先生が言われるように広い意味の中国の実情をふまえていく。第11次5カ年計画では科学的発展観とか経済成長方式の転換とかそういうことを言われていまして、中国の経済の体質を変えていこうということでもございまして、最近、人民銀行のスポークスマンも国際収支の均衡というのは人民元切り上げでやるということではなくて、時間がかかるけれども経済構造調整をして消費を増やす、輸出入均衡を図る、企業の域外投資を増やしていくということをおっしゃっています。そしてまだ日本の新聞にはあまり出てないと思いますが、域外投資について

は7月1日から域外投資のための外貨購入について制限をなくすということですから、ずいぶん思い切ったことをやるという形になってきております。

残された時間で、それではやはり関先生が言われるように、市場、マーケット中心でいくべきなのか、田中先生がいわれるようにもっと中国の現実をふまえて、さっき小島先生も言われたような中国の現実をふまえて人民元の問題を考えていきべきなのか、もう一度、関先生、田中先生、桑田先生に、他の先生の主張も聞いた結果として改めてご発言をいただきたいと思っております。あとでフロアからもいろいろご意見をいただきたいと思っています。それでは関先生、お願いします。

関 田中先生が指摘しているように、中国は多くの構造問題を抱えているという点に関してはまったく同感だし、桑田先生がおっしゃるように制度改革も必要でしょう。ただし、だからといって人民元の切り上げが必要ないとは必ずしもいえません。そもそも無理して人民元を割安の水準を維持することによって、これらの問題を解決できるとは思いません。経済学の教科書にも書いてあるように、複数の独立した政策目標を達成するためには同じ数の政策手段が必要で、ティンバーゲンの定理といいます。

今、中国で様々な弊害が起きている理由は、百の問題を抱えているにもかかわらず、すべてを割安の為替レートによって解決しようとしているからではないでしょうか。バブル景気はその典型です。そもそも為替政策はあくまでもマクロ経済を安定させるための手段であって、構造問題まで解決できるわけではありません。先の特別講演の中で小島先生が農村の問題が深刻であるとおっしゃった点に関しては、まったく同感ですが、これはあくまでも農民に対する差別をなくすという形で解決していかなければなりません。いくら為替レートを調整しても解決できません。もし思い切って為替レートを30%切り下げれば三農問題は解決するのでしょうかと聞いてみたいところです。

田中先生が指摘された問題の中でむしろ為替レートを切り上げることによって解決できる問題もあります。たとえば経済の過熱問題、マクロ経済の問題です。為替レートが強くなればその分だけ当局による市場への介入の金額が小さくなって、過剰流動性の問題は抑えられることとなります。

また、アメリカとの関係がやはり重要でしょう。アメリカは毎年2回ほど主要貿易相手国の為替政策に関して報告書を出して、中国に特に圧力をかけています。次の報告書は11月に出るのですが、改革が進まなければ中国を為替レート操作国として指定することになり、また中国とアメリカの貿易摩擦がいちだんと激化するという可能性もあるかと思っております。こういう事態を避けるためにも、中国は外圧に屈するのではなく、国際協調の姿勢を見せるという形で人民元の切り上げのペースを少し速めていくべきではないかというのが、私の基本の考え方です。

それから、なぜ中国は切り上げにはこんなに慎重なのかというと、日本の円高の経験があったからです。為替レートの上昇を容認すると、一歩間違えたら90年代の日本みたいに長期にわたって中国経済も不況に陥ることを心配しているからなのです。ただこの点に関して私は中国の認識が間違っていると思います。円高と日本経済の関係については大きく分けて2つの対立している考え方があります。1つはスタンフォード大学のマッキノン先生の考えにたった、いわゆる円高症候群です。ニクソン・ショック以来、円はドルに対してだいたい毎年4%ぐらい上昇している。これは期待として定着していますので、金利裁定の関係から、日本の金利は常に平均してアメリカより4%低くなっているという計算になります。とくに90年代になってからアメリカの金利全体も下がってきているので、アメリカの金利が4%を割ると日本はゼロまで下がり、それ以上下がることはできません。まさに日本は一種の流動性の罠という状況に陥っている。要するに日本の金融政策が90年代になってからきかなくなってしまったのが、日

本経済がなかなか回復できない原因の1つじゃないかというのが、マッキノン説です。

もう1つは、黒田元財務官（現アジア開銀総裁）の考え方です。彼はプラザ合意よりも87年2月のルーブル合意に注目して、日本がバブル経済になった原因は円高ではなくむしろルーブル合意以降、円高の進行を阻止するために日銀が積極的に市場に介入し、また1986年1月から87年2月の間に公定歩合を計5回にわたって切り下げて一種の金融緩和の状況を作ったというところに求めています。これはまさにバブルの原因になっています。繰り返しになりますが、円高だからバブルになったのではなく、円高を阻止するために金融緩和を進めたからバブルになったわけです。90年代の日本の状況を説明するためにはマッキノン説にある程度の説得力があるとは思いますが、今の中国の状況はむしろルーブル合意の後の日本の状況に近いのではないかと思います。何人かの先生方も触れたように、人民元の切り上げを阻止するために、中国は年間2000億ドルにのぼる介入をして過剰流動性をもたらしているということですので、このままいくとバブル経済がさらに膨張して、それこそ日本の轍を踏むというリスクが高くなっていくのではないのかと私は心配しています。

田中 私も人民元レートをまったく今の水準のまま維持することは、対米関係から言っても難しいだろうと思います。ただ急激な切上げはしない方がいい。それから一つありますのは、最近の一連のレートをめぐる論調の中に、いま関先生もおっしゃったようにプラザ合意を引き合いに出す傾向がある。しばしば中国の文献の中でプラザ合意がアメリカの罠だという解釈がされている。日本経済を破壊するためにプラザ合意をアメリカは仕組んで円高をしかけた。それによって日本経済にバブルを発生させ、そのバブルをはじけさせて長期低迷状況に追い込んだという主張がよく見られる。当時のプラザ合意を担当した財務官にお聞きしますと、プラザ合意で彼らが目指したのは、アメリカ経済のファンダメンタルズから乖離したドルの過大評

価を修正することであった。そういう立場からすれば、アメリカの謀略に引っかかったという論法は、当時の関係者からすれば議論の経緯を知らない信じがたい暴論ということになります。

どちらにしましても、私は先ほどの桑田先生の話との関係で言えば、日本のどの時期に現在の中国が置かれているかといえば、むしろ60年代の後半から70年代の初めのころの日本に近いのではないかと。

日本の高度成長というのは、ある意味で低い規制金利、低い原油価格、低い賃金、低い為替レートに支えられてきた。日本の高度成長においてそういうものが段々失われていくのが60～70年代であるわけです。70年代前半には変動レートへ大きくシフトし、その中で過剰流動性も発生しましたし、地価の異常な高騰というものも発生している。そういうことで考えますと、ニクソン・ショックにより円レートが360円から308円に移行していくプロセスの混乱というものを、中国は反面教師として参考にする必要があるのではないかと思います。

ただ中国と日本の違うところは、日本は円切り上げ当時、既に強い輸出競争力をもっていた。日本の場合は中国のように疲弊した農村などというものがなかったわけでした。高度成長の中でかなりの所得の平等が図られて消費が拡大していた。日本の高度成長はまずは内需から始まっていきますので、そういう意味では格差問題という今中国が抱えている問題をいち早く解決していた。その代わり賃金が上がっていったわけですが、生産性の向上という課題に取り組んで、それである程度賃金コスト上昇分を乗り越えていったわけです。

逆に中国には、60年代後半から70年代前半に日本にあった条件が欠けている。農村が非常に疲弊していて、消費が伸びていない。経済格差の問題が深刻である。そういう状況で、かつての日本のように円レートが360円から308円に切り上がったのと同じ状況が発生すれば、これは中国の構造問題を激化してしまう可能性があるのではないかと。

もう一つは、これは先ほど申し上げましたけれども、やはり金融システムの潜在的危機の顕在化が人民元の暴落につながる可能性も考えておかなければいけない。96年末、当時私は北京におりましたが、大蔵省国際金融局からアジア駐在アタッシェに対し、担当国の経済を総点検せよという指示があった。東南アジア諸国は高成長を続けているけれども、本当にそれぞれの成長が本物かどうか。投資拡大に依存した虚構の成長ではないのか。それを徹底的に再点検しようとしたことがあった。当時の中国は朱鎔基が固定資産投資を引き締めていましたので、私は大蔵省に対し、「現在の方向性としては投資拡大ということにはなっておりません。将来はわかりませんが、足もとの状況はむしろ投資を抑制しています」ということを報告しました。今、もしも同じような問いが出されたならば、私は「それはもう危ないですよ」ということをたぶん報告したでしょう。まさに当時の通貨危機前夜にアジアがおかれていた、過大な投資依存の成長が中国でも起こっている。これが将来ひょっとすると人民元の暴落というようなことも生み出しかねない危険性は認識しておく必要があるのではないかなと思います。

桑田 ただいまの田中先生のお話のように、将来人民元の暴落があるかもしれない。私もそういうことはありうるのではないかなと思います。つまり中国という国、人民元という通貨が信用を失う。そうするとわれわれは関係なくても、中国の国民が資金を海外に持ち出すキャピタルフライトの可能性は大いにあると思います。実際にアジア通貨危機の前後はあったわけです。中国人民銀行の金融市場司の局長が「元高なんておかしい。わが中国の金融機関はこんなに不良債権を抱えている。通貨がこんな高くなるなんておかしいだろう」というようなことを言って、それが一時新聞に出たりしましたけれども、あっという間に消えてしまいました。ですから、中国でも良識のある人は本当にこの国の通貨が信用できるのか疑問を抱いているし、国民もそういうふうにいるということがあると思

います。

日本の場合は70年代の急激な円高に対しては日本政府がいろいろな対策をやりました。中小企業、農業、構造不況業種などにはもちろんですし、日本銀行も商業銀行だけに任せては社会問題になることを懸念し特別融資枠を設けてどんどん救済しました。では今の中国にそういうことができるでしょうか。中国政府は絶対やらないと思います。これまでも農業とか中小企業に対する振興策は、社会主義新農村建設とか精神的な号令はあっても金はでない。そういう状況ですから、私の予想では急激な元高はないとみています。でも年率1.5%というのはまだ教習所の中での運転練習で、それが路上運転になると、やはり4～5%、最終的に10%ぐらいとなるのではないのでしょうか。アンケートなどでは日本企業は10%位は大丈夫という意見が多いです。それでも中国の輸出が減って、中国の雇用が減るという悪影響を少なくするためには、元高は徐々にやるしかないのではないかなと思います。

その間に、為替レートにも金利にもセンシティブな金融機関、企業、また為替、金利の変化をセンシティブに反映する金融商品が出て、関係者がそれに慣れてくるでしょう。日本でもかつての金融商品は非常に単純でしたが、今の金融商品はいろいろなものがあります。世界を見渡すと、シンガポールでも香港でも台湾でも、中華経済圏はみんなそういうのをどんどんやっているわけです。高齢者から子どもまでやっているわけですから、中国にもそういうものが必要ではないか。でもそれにはやはり時間がかかると思います。

大久保 ありがとうございます。せっかくでございますので、ここでフロアからご意見でもご質問でもけっこうですので、ぜひたくさんご発言いただきたいと思います。

質問(童適平) 3人のパネリストの方からすばらしいご報告を聞かせていただきました。関先生に質問です。切り上げの先延ばしに伴う弊害に関連し、資金は国内投資に利用すべきと

いう論点についてももう少し詳しく教えていただきたいと思います。

関 たえば新農村建設で、農村の義務教育のためにはお金が必要である。お金がないからできないという人もいますが、八千何百億ドルの外貨準備を何らかの形で利用してはどうかというのが私の考え方です。小島先生の話にもありましたように、農村部の義務教育は形ではできているんだけど、実際には徹底されていない。その一つの原因は先生の給料も払えないからで、こういう状況を改めなければならない。

質問（張良） 人民元切り上げの問題ですけれども、さきほど関先生が日本の円高の経験をお話されました。人民元のレートは非常に低いですが、これは中国の輸出企業と外国から中国に進出している企業への補助に相当すると思います。これに関しては篠原三代平先生の産業政策に関する理論が参考になると思います。私は人民元を10%、20%切り上げても効果がないと思いますが、切り上げ問題は経済の問題だけではなく、中国国内の政治状況と外国からの圧力によって決まると思います。

関 その通りですが、それでいいのかということですか（笑）。

質問（薛進軍） 人民元の切り上げ率は将来どうなるでしょうか。そしてそれは企業に対してどのような意味があるのでしょうか。

大久保 ありがとうございます。もうまともに入りますが、今ご質問があったように3人の先生ともレートを動かさないでいいという先生はどなたもおられないので、結局それでは中国の実情からして耐えられるレベル、望ましいレベルということからすると3人の先生はずばり年率何%ぐらいでいったらいいと（笑）思うかぐらいで、手短かにひと言お願いします。

桑田 去年2.1%、さらに今年1.5%、ですから3.5%ぐらい。そのくらいだったら全然問題ない。そのくらいがいい線ではないでしょうか。これから3年ぐらいそれが続くとすれば、アメリカも納得すると思います。

関 B B C方式の3つの変数がこれからどう

変わっていくのかという形でこたえたいと思います。今のバンド幅は毎日プラスマイナス0.3%ですが、時間をかけて1%、2.5%に広げられ、最終的にはなくなるということでしょう。おそらく5年10年ぐらいかかると思うのですが、そうなると、普通の変動為替レートに近づくといいことになります。通貨バスケットは今形だけです。しかし、これから少しずつ円とユーロのウエイトを上げていくというプロセスに入るでしょう。3番目のクロージングの部分に関しては桑田先生と全く同感で、私も3~4%ぐらいであればアメリカも許してくれるだろうと思います。そういう意味で、時間を稼ぐためにはちょうどいい線じゃないかと思っております。

田中 谷垣大臣ならこういう質問が出たなら、必ずノーコメントと答えます（笑）。一応財務省の立場を離れて考えると、やはり緩やかな3%前後の切上げが無難なのではないかなと思います。その前提としてこの5年ぐらい中国政府が努力をしないといけないのは、ひとつは先ほど小島先生がおっしゃったような、深い構造的な農村の問題に真剣に取り組んで消費を拡大して内需が振興するような経済構造に本当に生まれ変わるのかということ。それから現在の投資に過度に依存した地方政府主導の常軌を逸したような成長体質というのを改めることができるかどうか。また、最近では創造革新という言葉で新五カ年計画でも盛んに言っていますけれども、口で言うだけでなく本当にそういう意味での日本がかつて円高を乗り切ったような生産性向上、革新能力の向上ができるかどうか。日本は時間をかけて円高による構造調整を経験し、資本取引の自由化を経験してきたのですけれども、今の状況では中国経済にそんな時間的ゆとりはないだろうと思います。そうなれば中国経済が抱える構造問題を真剣にいかにか解決できるかに中国経済の将来がかかっていると思います。

大久保 では最後の問題ですが、人民元は1996年にIMF 8条国になって経常取引については交換性を有するようになる。つまり貿易取

引とか、たとえば輸入で外貨が必要になったら、銀行に行ったら外貨が大量にある。それは8条国ということで可能になったのですが、まだ実現していないのは資本取引の交換性で、資本取引の交換性が完全に実現すると人民元は、たとえば日本円のように自由に外貨と交換できるという条件が整う。その場合はやはり中国経済のファンダメンタルズを体現する人民元は上がることもあるかもしれないし、下がることもある。非常に変動が激しくなる。今は桑田先生のご意見では、教習所でまだ運転している段階で、とても厳しい道路環境には耐えられない。しかし資本取引の交換性もできて高速道路を走れるようになれる。2008年は北京オリンピック、2010年は上海万博ということですがけれども、その人民元が資本取引の交換性を実現することができるのは、いつごろとお考えかと(笑)。最後にこれだけ。

桑田 2008年ぐらいであれば、私は問題ないと思います。つまり、日本人が日本円の預金金利は低いから人民元の預金をみずほ銀行でやってみようという時代は(笑)、もうすぐ来るのではないかと考えております。

関 私はもっと先のことになると考えています(笑)。一步間違えたら、97年のタイ、インドネシアみたいな状況になりかねませんので、為替レートの変動はできるだけ早く進めていいのですが、資本移動に関してはできるだけ遅らせるほうがいいと思います。実際日本もニクソン・ショック以降は変動為替レートに移行しましたがけれども、外為法の改正は80年で、金融ビッグバンで最終的になくなったのが90年代の末期なので、中国が本格的に資本移動の自由化を実現するには、少なくとも10年ぐらいかかると

思っています。

田中 司会と同様のご質問は96年にも受けたことがあります。当時の人民銀行行長であった戴相竜さんから、「人民銀行は96年末には人民元の経常項目の兌換を自由化するけれども、今世紀中に資本取引項目の自由化も実施したい。日本の経験を教えてほしい」との質問がありまして、そのときに私のほうから「日本は1964年の経常項目自由化から16年かけて資本取引項目を原則自由化しました。しかし、その中身を見るとまだ例外だらけになっています。中国は現在、不良債権問題など金融システム上の大きな問題が未解決であり、まず金融システムの整備を優先され、資本取引の自由化は時間をかけてゆっくりと進められればいいのではないのでしょうか」ということを申し上げました。中国の金融システムの現状を見ますと、基本的にはそのときと変わっておらず、したがって私の答えも変わりません。

大久保 3人の先生方、ありがとうございます。最後に私の意見も言って終わりにしたいと思います。8条国になったのが96年で、それから10年しかたっていない。田中先生も言われたように、日本も1964年8条国ですそれから16年かかって資本自由化した。だから私も国家外為管理局の先生方に、あなた方の仕事は当分なくならないから心配いらないですよとっております。私も資本取引の交換性については慎重であるべきだと思っております。

今日は3人の先生方、本当にありがとうございます。それからフロアのご協力もたいへんありがとうございました。ちょうど時間でございますので、これで終わらせていただきます(拍手)。