

# 中国の為替市場とアジアの政策協調

## —上海現地報告を含む講演記録—<sup>1)</sup>

本 西 泰 三

東アジア研究班研究委員  
経済学部教授

### はじめに

本稿では、中国経済・中国の為替レート・中国の株式市場について述べる。中国の為替制度は一種の固定為替相場である。実はこの為替レートが、株式市場や、不動産市場を考えるうえでも非常に重要で、その点を理解しておくことが、現在の中国の株式市場・不動産市場を理解する上で大変重要になる。まず、中国の株式・不動産市場について説明し、その後為替市場の話に広げていく。最後に、アジアにおける為替制度の政策協調について述べる。現在、中国を含む東アジアで為替制度をもう少しうまく作れないかという議論が数年前から始まっている。その議論の一つの中心がアジア開発銀行であり、そこで、東アジアでどのような為替制度を作れば、域内の経済がうまく機能するかという議論が進んでいる。その際には当然日本も関わることになり、また中国の為替制度も関わっていくことになるであろう。

### 中国の株式市場

本節では、現在中国の不動産市場あるいは株式市場の状況について説明する。この写真（図1）は、今年の8月に、上海の証券会社の表玄関を写した写真である。これはたまたま私が滞在していたホテルの近くにあった証券会社で、周辺は住宅街である。住宅街と言っても、上海の場合には一戸建ては基本的にないので、周りはアパートが建ち並んでいる状況で、上海の中心部からは30分程度離れたところにある小さな証券会社の店舗である。図2は店内の写真である。株価の電光掲示板など、日本に非常に近い雰囲気である。中はいつも混んでおり、いつ前を通りかかってもこうした状況で、熱気が溢れていた。写真上方にスローガンが見える。赤い

---

1) 本稿は2007年12月19日に開催された、経済・政治研究所公開講座「中国の為替市場とアジアの政策協調」の講演記録に加筆・修正したものである。

字で、「株式市場はリスクがります。だから注意して下さい。」と書かれている。図3の写真が注文のカウンターだ。ちょっと押し合うような状況で、店内かなり混雑していることがわかる。図4の写真は先ほどと同じような絵だが、座っている人たちを撮影したものだ。様々な年代の方がいるが、年配の方がかなり多い。中には編み物をしながらずっと株価のボードを見ている者もいる。おそらく手持ちの資金を運用しようとして、株式市場に関心を持っている方々なのであろう。

この背景には、図5に示されているように、上海の株価指数がこの時期かなり急激に上がっていたことがある。上のグラフが上海の総合株価指数だが、写真が撮影された8月頃は、かなり株価が急激に上がっていた時期に当たる。実はこの後株価が少し下落し、現在は恐らく5000あたりに来ていると思われる、全体的に見ればそれでも非常に高い水準と言える。2年前は1000ポイントそこそこであったのが、現在は5000、5倍近くに株価が上昇しているので、株式市場に関心を持つ人が増えているのも当然であろう。非常に高い水準に上昇したので、これで大丈夫なのだろうかかと心配する人が増えている一方で、いやまだまだ上がると、株式を購入しようとしている人もたくさんいる状況である。

## 中国の不動産市場

次に不動産市場について述べる。不動産市場は、日本にいるとなかなか状況がわかりづらいところがある。また不動産の中にも様々な種類があるので、全体的にどのような状況かを知るのはなかなか難しい。実際私が見て回った物件も含めて、どのような状況かを感覚的に掴んでいただきたい。物件を3つ紹介する。

図6が最初の不動産物件の写真である。こうした築数十年のアパートが上海の中にたくさん建ち並んでいる。上海では典型的な感じのアパートで、中国の場合何が普通かは難しいが、一般市民が住んでいる住居としては普通の水準であらう。床面積は、日本の感覚からすると広い。場所は先ほどの証券会社に近く、上海の中心部から地下鉄で30分程度である。駅のすぐ近くではないが、駅から歩いて15分~20分程度の距離だ。上海は地下鉄がそれほど発達していないので、駅にすぐアクセスできる住居はそれほど多くない。この物件の一坪当たりの値段は、35万円程度である。日本の不動産であればきわめて安い、上海の所得水準は大体年収で言えば数十万円程度で、日本の十分の一程度の水準といえる。その観点からすると、高いと見ることも出来る。

普通の上海人が働いて、その給料でこのアパートを買おうと思ったら、まず無理であらう。このため、上海の人は住む場所に苦勞している。上海の中に住むのはあきらめて、一人っ子のケースが多いので親と同居したり、あるいは親が持っているアパートを売って、別の所に住んだりすることも多いようである。

それでは、今ここに住んでいる人はどうやってこのアパートを買ったのかと思われるかもしれない。多くの場合、入居者は稼いだお金で最近購入したわけではない。元々国から与えられていたアパートに住んでいた人々が、アパートの私有化が進む中で、安い金額で国からこれを払い下げられて、自分が保有しているケースが多い。

図7の写真にある次の物件は、非常に綺麗なマンションだ。20階建て程度あるだろうか。入居者は半分以上日本人である。中心部から30分程度の所にある。広さは120㎡程度だ。この物件の値段は、坪130万円程度である。これは日本の不動産の感覚でも普通か、比較対象の地域によっては高いと感じられる水準ではないか。

図8は最後の物件である。上海の中心部の浦東地区に金融街ができていて、世界中の有名な金融機関がそこに支店を置いている地域があるが、そのすぐ近くに最近建てられたばかりの超高級マンションで、大変注目を集めている。この値段は一坪当たり、600万円程度と言われている。坪600万円は、平均的な人が住める値段ではないのは間違いない。このマンションは、あまりにも上海でも高いので、8月時点ではほとんど空き家のようなのだ。このため、これから値下げされる可能性もあるかもしれない。

実際上海で不動産を見て回ると、様々なうわさ話を聞く。不動産業者からはよく、「これからは絶対上がる」という話を耳にした。「これから北京オリンピックがあるし、上海万博もある、それまでは上がるのではないか。」と言うのである。また、中国人のガイドも、「いや、絶対に上がる、僕もお金があったら絶対に買うよ。」と言っていた。他の不動産業者の話では、上海の不動産は数年前多少値下がりしていたとのことである。「2005年、2006年あたりは下げていたけれども、また上がってきた。これからは絶対上がる。」という話をよく耳にした。

こうした話を聞くと、日本の土地バブルとその崩壊の話を思い起こさずにはいられない。そうした意味で、非常に危ない状況だとみる日本人は多い。中国は、土地に関して大きなバブルの崩壊を経験していないので、それほど警戒心はない印象を受けた。

不動産業者はまた、「政府から近いうちに、過熱を抑える政策の発表があるらしい」とも言っていた。実際にその直後の9月に、不動産市場の過熱を抑えるために、2件目以降の不動産を購入する場合に、一定以上の頭金を準備することを条件にする政策が導入された。政府も不動産投資には非常に関心を持っていて、こうした政策にもこのバブルへの警戒感が反映されていると言えるのではないか。

## 中国の株式・不動産市場とバブル

しかし、バブルの難しさは、どこからバブルといえるか、確定的なことがなかなか言えない点にある。図5の上海の株式市場のグラフ中に、PERという指標がある。大きければ株価の水準が高すぎると判断されると一般的に言われている。PERは大体60程度の水準であり、確かに

高いが、だからバブルと断定できるわけではなく、これは専門家でも意見が分かれるところである。この水準は歴史的に見ると非常に高いのだが、60程度の数字がこれまでなかったわけではない。例えば米国でもインターネット関連の株価が上昇した1999-2000年頃にはPERが100程度になっていた。それはバブルであったと、現在は多くの研究者が考えている。現在の中国の株価水準がバブルと断定できるわけではない。しかし、バブルの崩壊とその後の混乱が発生するかもしれない点については十分注意が必要である。

なぜこうしたバブル発生が疑われる状況になっているのか。ここで現在の中国の金融市場、及び為替市場が非常に重要な役割を果たしている。主要な原因の一つと考えられるのが、中国における金融緩和である。すなわち、資金が非常に潤沢に存在し、お金を借りやすい、金利が低い状況がある。そうだとするならば、バブルの発生を防ぐには、金融緩和をやめて、引き締めればいいのではないかということになる。しかし実は、金融緩和の原因は、為替市場、特に中国で採用されている特殊な為替市場の形態にある。冒頭で、中国経済を理解する上で為替市場が重要で、株価・不動産価格の上昇にも密接に関係していると述べたのは、この関係を指している。

## 中国の為替市場

### 外貨準備

話を為替市場に進める。為替市場の仕組みを説明した上で、対処方法に関する結論を述べる。中国の為替市場に関するニュースが新聞紙上を賑わすケースはそれほど多くない。図9の中国の外貨準備高に関する見逃してしまいそうな小さな記事は、大変重要である。現在の中国の為替市場の仕組みを前提にすれば、意外な記事ではないが、危機的な状況を示しているという意味で重要な記事だ。

この記事によると、中国の外貨準備高が、9月末で45%増加した。金額は1兆4千億ドル、約168兆円で、今年の2月時点で、日本を抜いて世界最大になった。注目すべきなのは、1年間で外貨準備高が50%近く増えるという早さである。168兆円という数字は、中国のGDP（約300兆円）の半分程度の水準である。図10のグラフは2003-2007年の外貨準備の増え方を示している。この急激な変化が、中国の為替市場の矛盾と問題点を表している。次節でこの点について詳述する。

### 中国の為替制度

外貨準備が増えることにはどのような意味があるか、まずこの増加の仕組みについて説明する。念頭に置いておかなければいけないのは、中国の経常収支である。現時点で中国の輸出と輸入を見たときに、輸出のほうが遙かに多くなっている。そうすると、手元に徐々にドルが貯

まってい。ただ、ドルは普通の中国人にとっては使いづらい。中国国内で商品・サービス・株式・土地などを買う場合、ドルのままでは難しい。そこで、ドルを売って元を買う取引を行う。その結果、元の人気が高まり、元の価値が上がり気味になる。すなわちドル安元高になる。

しかし直ちに元高になるわけではない。元の価値が高まると、中国政府が為替市場に介入して高くならないように抑える。人々がドルを売ろうとするからドルが安くなるので、そこであえてドルを買えば、相場を逆に引き戻すことが出来る。つまり、中国政府がドルを大量に購入するのである。このため外貨準備、すなわち政府が保有するドルが膨らんでいく。

なぜ中国政府はこのような取引を行うのか。様々な理由が考えられるが、一つの理由は為替レートの安定が海外との経済取引を活発化させることにつながることにある。日々為替レートが変動していると、それによって受け取り・支払い金額が変動し、将来の見通しを立てることが困難になる。特に情報や、リスクを避ける金融技術が不足している途上国相手の取引の場合、その為替レートが変動していると、経済取引が難しくなる。これを防ぐ目的で、元レートがドルに対して変動しないように、中国政府が市場を操作しているのである。

これは一種の固定相場である。しかし完全に固定しているわけではない。2005年に中国の為替制度変更があり、それ以来少しずつ、元はドルに対して切り下げられている。しかしそのペースは市場に任せた場合に比べると遙かに遅く、その意味で依然として固定相場に近い状況にあるといえる。

上に述べた点が、中国の為替市場の特徴であり、これが他方で様々な問題を引き起こしている。その中で最も注目すべきなのが、外貨準備の増加である。通常感覚でいえば、たくさんドルを貯めて貯蓄を増やしているのだから良いことだ、中国经济の強さの反映であると捉えがちである。しかし、その貯蓄の中身にも注目する必要がある。外貨準備は、主にドルで構成されている。ここで市場の動きに逆らって、無理にドルを買っているところが問題である。介入しなければもっとドルが安くなる状況で、無理に高い値段で買っている。

どの程度高い値段で買っているかを知ることは難しいが、河合・本西（2006）は、2002年時点で35%程度高いとしている。この数字をそのまま現在に当てはめれば、150兆円の外貨準備があると言っても、50兆円程度は、価値がないことになる。三分の一ぐらいは価値がないにもかかわらず、一生懸命買っている状況だ。<sup>2)</sup>

それならもうドルを買わないで、売ればいいのではないかという考えが浮上するのは自然であろう。しかし、図11の新聞記事には、「ドルを売るに売れない、巨額の外貨準備が重荷にな

---

2) もちろん、河合・本西（2006）が推計を行った時点と現在では、状況が異なる。このため、35%という数字を現在の外貨準備に当てはめている点には注意が必要である。最も大きな変化は、当時から現在にかけて、元が対ドルで少しずつ切り下げられているということである。しかしこの間同時に、ドルの価値が低下しているため、切り下げの高価は限定的な者になっている。このため、上の大まかな計算は、現時点でもある程度有効であろう。

っている」と書かれている。これはどういうことだろうか。もし、中国政府が今ドルを買うのをやめたら、為替レートが大幅な元高ドル安になるのはほぼ確実である。すると、150兆円持っているドルが一気に値下がりする。つまり、先ほどの50兆円の損失が一気に表面化する。これは恐らく大きな批判を招くことになるであろう。本当のことをいえば、もう現時点で50兆円ないのと同じだが、表面化はしていないので、これを隠す誘因がある。更に、急激な元高は中国製品の価格を引き上げ、需要の減退を招き、景気の悪化につながる恐れがある。このため、中国政府も本当はドルを買いたくないのだが、止められない状況にあると言える。

図12は、2003年から2007年にかけての、元の対ドルレートの変化を表すグラフである。最初の部分はほぼ直線だが、これは、徹底的に為替相場に介入して、1ドル8.3元からほとんど変化しない、ほぼ完全な固定相場制を採用していたことを意味する。2005年以降の変化は、元をドルに対して少しずつ切り上げ始めたことを表している。切り上げのペースは少しずつ早まってきたように見える。現在（2008年1月15日）は1ドル7.2元あたりまで来ているが、まだ元は安すぎる。先ほどの計算によれば、ドルの価値の変化や中国国内のインフレーションにもよるが、大体1ドル5元台にならないと止まらない可能性が高い。

### 為替制度と金融緩和

このように、中国の為替市場の状況は、日本の為替市場とは全く異なる。ここから始めなければ、先ほどの株式や、不動産の価格上昇の原因にたどり着かない。なぜ為替市場における介入が、株価や不動産価格の上昇につながるのか。中国政府がドルを買い支える結果、外貨準備が膨らむことについては既に述べた。もう一つの影響として、中国政府が元を売って、元を市場に送り出す結果、金融緩和状態になることがあげられる。一般的な言葉で言えば、「金余り」の状況になる。元が市場に流れ出ることによって、貸借が容易になり、また金利が下がる影響がある<sup>3)</sup>。こうした金融緩和が資産価格、特に株や土地の上昇に結びつくことは、日本の経験からも、懸念される点である。

一見、為替を元安ドル高に維持しようとする先ほどの介入、元売ドル買介入は、株価や土地とあまり関係ないように思われる。しかし、実は政府が為替市場に介入することで、金融緩和状態になり、これが株や不動産価格の上昇につながっている。

先ほど述べたように、元の適正レートは2002年の元ドルレートで見て、さらに35%程度元が高い水準にある。これから元切り上げを進めていくことで、徐々に適正なレートに近づいていくことが期待される。2005年の元切り上げ開始以来、現在までに15%程度元高が進んでいる。このペースで単純計算しても、完全に調整が済むには更に3.4年はかかることになる<sup>4)</sup>。その間

3) 不胎化介入を行っても、この影響を完全に打ち消すのは難しい。金利が上昇するほど不胎化を行うと、逆に元の魅力を高めてしまうからである。

4) 実際には調整速度の計算はもっと複雑である。ドル自体が安くなっているために、元の外貨全体に対する調

も外貨準備が先ほどのペースで増え続けたら、為替市場介入のひずみは更に大きくなる可能性がある。

ここに、経済政策運営上のジレンマがある。現在の為替相場を維持する場合、つまり元があまり高くないように、あるいはドルが安くないように、ドルを買い続ける必要がある。すると、外貨準備が増えていく。来年も外貨準備が50%増えたら、2兆ドル突破してしまう。そのうえ、金融がどうしても緩和状態になってしまう。それがバブルを引き起こす可能性がある。こうした既に指摘した影響に加えて、インフレーション問題も直近では重要になってきている。意図的な元安と金融緩和のために、モノに対する需要が増えすぎて、物価が上昇傾向になる。これはかなり鮮明になりつつある。インフレーションの困ったところは、いったん起きるとなかなか止まらないところにあり、止めるためには景気を抑えなければならなくなる。

こうした問題は非常に深刻だが、それなら為替相場を維持せずに、調整を諦めて急激な元高を放置したらどうなるであろうか。まず今150兆円ある外貨準備の価値が、実は遙かに低かったことが一気に表面化してしまうという問題が出てくる。また、元が高くなることで、景気が急激に悪化するかもしれない。元が高くなると、中国で作っている製品が、外国人にとって非常に高く感じられるようになり、中国の製品が売れなくなるかもしれない。また、そうした急激な変化が、どのような混乱を引き起こすか予想するのは難しい。国内産業の調整がうまく進むかどうかかわからない。このように、為替レートを維持するにせよしないにせよ、何らかのマイナス要因が出てくるというジレンマがある。

以上の状況は、日本経済の歴史を思い起こさせる。80年代の半ばのことだが、プラザ合意という国際的な合意の下で、円高が一気に進んだ。円が一気に高くなったことで、国内の産業が不振に陥ることを恐れて、日銀が金融緩和を行った。それが、80年代終わりにかけてのバブルを生んだ苦い経験がある。1989年の最後の日、日経平均が4万円近くになった。その年明けから株価が暴落して、その後の10年を超える不況につながったことを我々はよく知っている。

現在の中東の湾岸諸国は、為替面で中国と似た状況にある。中東の湾岸諸国もドルに対して自国通貨を固定している。最近ドルがかなり安くなっているが、サブプライム問題などがその背景にある。自国通貨をドルに対して固定していると、中国と同様、ドルを売り買いしてレートを維持しなければならない。最近のドル安に伴って、湾岸諸国はドルの大量購入を強いられている。ドルを高値掴みしている可能性も十分ある。このため、これをやめようという話に少しずつなっている。しかし実際に為替制度を変更するのは容易ではない。

---

整は、現実にはほとんど進んでいない。逆にインフレーションを通じた調整は、適正水準への調整を早める可能性がある。

## 結 論

これまで、不動産・株式市場について説明し、その背景にある為替制度について述べてきた。本節では、現在及び今後、中国の経済政策がどのように運営されるか、あるいは運営された方が良いかという観点から述べる。

まず元レートは、恐らく今後も少しずつ対ドルで切り上げられていくであろう。現在の切り上げペースは、更に早くなる可能性もある。しかし、このことが市場参加者にわかると、彼らは元買いドル売りで利益を上げようとするので、ペースの維持は一層困難になる可能性がある。別の選択肢として、為替の管理を放棄して一気に元高にする方法がある。しかし、そうした急激な変化の副作用を考えると、少し選択しづらい方法である。しかし、外貨準備増加ペースがもっと速くなった場合はわからない。そうなると、外貨準備の将来の損失を恐れて、完全に介入をやめた方が賢明ということになるかもしれない。

今後、インフレーション問題への対応が必要になる。金融緩和と元安のため、現在インフレーションが発生しつつあるが、インフレーションは景気を冷やさなければ止まらないので、そのダメージが非常に大きくなる可能性がある。従ってインフレーションは避けたいのだが、良い手段が見つからない。為替レートを操作してドルを買って元を売っていると、どうしても元が市場に流れ出てしまうため、金融を引き締めることは難しい。為替レートの操作をやめれば、金融を引き締めるのは簡単だが、これは上に述べたようにショックが非常に大きい。このため、多少変則的な手段が必要である。最近活用されている窓口指導はこうした変則的な手段の一つである。これは日本でも昔採用されていた政策だが、金融当局が直接銀行に対して、金を貸すなど命令する方法である。銀行が貸し付けたい場合でも、枠を設けてこれを許さない。こうした手段を強化しなければならなくなるかもしれない。

これ以上の資産価格上昇を防止することも、重要な政策目標の一つと考えられるが、既に述べたようにバブルをつぶすのは非常に難しい政策の選択肢である。日本でも、不動産価格が上昇した際に、強力な不動産融資規制を導入して、不動産価格の上昇を抑えたことがあった。その後不動産価格が下落したことが一因となり、マクロ経済が急激に悪化し、特に不良債権の発生につながった。そうした動きの引き金を引くことは、どの政府・中央銀行にとっても難しいことである。また、不動産価格がバブルであるかどうかは、通常はつきりしない。

外部的な要因だが、サブプライム問題も重要な要素である。日々、アメリカ経済が減速していると主張する人々が増えている。中国から大量に物を買っているアメリカの経済が減速するのであれば、中国の景気も影響を受けるかもしれない。一方、新興国の需要増でこうした影響はそれほど大きくないという主張もあり、将来は予測し難い。政策決定にあたって考慮しなければいけない要素の一つである。

更に、本文中で十分扱うことが出来なかった問題だが、中国の銀行の不良債権問題も重要で



ある。この問題は5年ほど前はかなり広く認識されるようになり、その時点で中国の各銀行はかなり大きな不良債権を支えていたのだが、現在は不良債権比率がかなり下がっている。ただ、本当に不良債権がないのかという点については懐疑的な見方をする学者も多い。実は不良債権問題が表面化していないだけであって、今後景気が少しでも停滞するようであれば、また不良債権問題が表面化するのではないかと予想する人も多い。実際に融資の現場を見るとあまりしっかりした審査が行われていないという指摘もある。

最後に、こうした議論を踏まえて、為替政策の今後について少し触れておきたい。現在は元レートがドル固定に近い形で操作されている状況だが、将来的には今より元高の均衡水準に達するかもしれない。そのときに、どのようにアジアの為替制度の枠組みを作ればいいのかというのは一層重要な問題になる。元レートの調整が終わっても、すぐ変動レートにするのはあまり賢明な選択肢でない可能性がある。

変動相場制の下では、為替レートの変動が、経済が悪影響を与える場合がある。特に、経済規模が小さい国、経済の発展段階が未熟である国、金融市場が発展していない国は、変動相場制を導入するのは難しい。現時点で、日本以外のアジアの国々の多くは、純粋な変動相場制をそのまま受け入れるのは難しいと思われる。その際に、為替の安定を図るための枠組みが必要になる。

現在、ドルに対してレートを固定している国がアジアには多くある。中国も現在対ドルで固定相場制に近い制度を採用している。するとどうしても米国経済の変動に振り回されてしまう面がある。この副作用を緩和するためには、関係の深いアジアの国同士の間で為替を安定化させる枠組みのほうが良いのではないかと多くの研究者が主張している。通貨バスケット制と呼ばれるものがそれである。これは、バスケットの中にアジアと関係の深い国々の何種類かの通貨を入れておいて、アジア各国の通貨価値をそのバスケットに入った様々な通貨の合計に対して安定せる方法である。

この制度の行き着く先が、アジア共通通貨の枠組みである。先ほどの通貨バスケット制では、最初の段階では為替レートを安定化させるのだが、将来的にはアジアにユーロのような共通通貨を導入して、アジア各国間の為替レート変動の問題を完全になくすことも可能である。この制度の長所としては、アジア域内での為替の変動がなくなるので、為替の変動に振り回されなくなることと、アジア域内で通貨取引にかかるコストがなくなるという点あげられる。ただしこれは、非常に息の長い努力が必要な政策で、近い将来に実現するようなことは全く考えられないであろう。

まず、元レートが適正な水準にならなければ、アジア全体の為替安定化の議論自体に入れない。現在のように元が安すぎる状況では、そのまま為替レートを安定化させる訳にはいかない。この問題の解消には、もう少し時間が必要である。障害は他にもある。まず、主導権争いの問題である。東アジアでは、二大経済大国である日本と中国が拮抗するようになってきたわけだ

が、どちらが主導権を取るのかという問題がある。これは非常に政治的に難しい問題で、本稿で取り上げるべき範囲を超えている。いずれにしても、アジア域内での通貨制度構築は、中国と日本が協調していかなければ、うまくいかないことは確かだ。さらに、経済・政治状況の格差も為替安定化の障害になる。図13は一人あたりGDPの格差を表している。現時点でかなりアジア各国の所得格差があることがわかる。ヨーロッパの場合にはこの差が小さく、アジアとは状況が異なる。

しかし、アジア通貨危機のような事態が発生することを防ぐためにも、今後アジアにおける為替制度の枠組みについて検討することは、今後も各国にとって重要な課題であり続けるであろう。

#### 参考文献

- 伊藤光晴（2007）「ドルは静かなる崩壊に向かう」『週刊エコノミスト』ダイヤモンド社 2007/12/18号  
河合正弘・本西泰三（2006）「ASEAN通貨と中国人民元」『中国の台頭と東アジアの金融市場』日本評論社 所収

