

日中通貨関係を考える

--カギとなる経済構造の補完性

経済産業研究所 上席研究員 関志雄

<報告要旨>

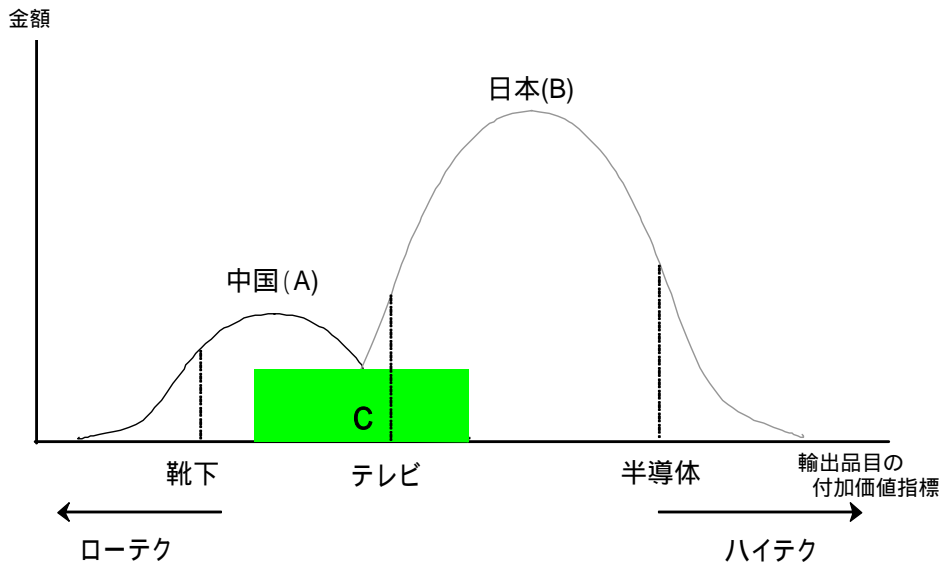
日中関係全体にも言えることだが、通貨関係においても、両国で互いの感情論が目立ち、冷静な分析が欠けているように思われる。例えば、中国では進行中の円安に対して、日本の陰謀であるという見方が登場しており、日本も中国脅威論を誇張するあまりに、自分に不利となる人民元の切り上げを求めている。「円安が中国経済にはマイナスであり、また元高が日本経済にプラスである」という認識が世の中では常識になっているが、これはいずれも日中両国の経済構造が強い競合性を持っているという間違った前提に立っている。実際、日中間が競合関係よりも補完関係にあることを考えれば、結論はむしろ逆となる。すなわち、「円安が中国経済にはプラスであり、元高が日本経済にマイナスである」ことになる。また、両国の間では最適通貨圏の条件が満たされておらず、人民元の対円安定を前提とした通貨協力は必ずしも望ましくない。さらに、これまで見られた中長期にわたる人民元の下落傾向は、当局の意図したものではなく、主に中国の労働集約型製品を中心とする輸出の拡大によってもたらされた同国の交易条件の悪化（輸出の輸入に対する相対価格の低下）を反映している。

1. 補完し合う日中経済

目下流行している「中国脅威論」は、中国がすでに巨大な工業力を持つ経済大国であり、広範囲にわたって両国製品が競合しているという認識に立っている。しかし、現実の世界では日中間の経済発展における格差は依然として大きい。両国の経済関係はこの現状を反映して競合的というよりもむしろ補完的なものとなっている。

最近の日中関係をめぐる議論は、次の図によって整理することができる（図1）。すなわち、もし製品をローテク製品からハイテク製品の順で並べることができれば、日中の輸出構造は、それぞれ一つの山のような形をとる分布として表すことができる。山の大きさは輸出規模に比例し、その位置が右に偏っているほど輸出構造の高度化が進んでいることを表している。この二つの山の重なる部分が日本の輸出全体に対して大きいほど日本の輸出構造が中国との競合性が高いことを、逆に小さいほど補完関係が強いことを示している。

図1 日中間の競合・補完関係



今のところ、日本の輸出規模が中国より大きく、その構造も中国より進んでいる点に関して異論はないであろう。しかし、中国の工業化の進展を反映して、中国の山は規模を拡大させながら、急ピッチで右にシフトしつつある。これに対して、日本の山は止まったままで、高度化の展望も開けていない。こうした状況を背景に、中国がすでに日本の手強い競争相手となっており、そう遠くない将来、日本の山はいずれ中国の山の裏に隠れてしまうのではないかと、多くの日本人が懸念している。最近流行っている中国脅威論は、この恐怖感の現れにほかならない。

しかし、現状は、中国の輸出が伸びているとはいえ、その中身はいまだ労働集約型製品が中心で、日本との競合性は必ずしも高くない。これを確認するために、米国の輸入統計を使って、米国市場における日中両国の輸出品目の重なる度合いを調べてみた。それによると、米国市場において、日本と中国が競合している品目が拡大しているとはいえ、金額ベースでは、まだ16%前後に過ぎない(1990年には3%、1995年には8%)。

2. 円安は中国経済にとってマイナスか

円安の影響について、中国人民銀行(中央銀行)の戴相龍総裁が繰り返し強調しているように、中国は強い懸念を示している。中国当局の見解を代弁する『人民日報』も昨年12月29日に「円の切り下げを慎重に考えるべし」というコラムを掲載し、円安がアジア諸国間のみならず、日米欧という三極間の切り下げ競争を誘発しかねない危険性について警告した。確かに、筆者が繰り返し強調しているように、「円安」は「近隣窮乏化政策かつ自己窮乏化政策である」(『金融財政事情』、2001年9月3日号)。しかし、中国への直接的影響に限っていうと、日中関係が競合的よりも補完的であることを反映して、円安は必ず

しも悪い影響ばかりではないはずである。

まず、円安によって中国の輸出が打撃を受けるのではないかと懸念されるが、その影響は小さいと見られる。中国の輸出は労働集約型製品に集中しているため、国際市場において、日本の技術集約型製品とはあまり競合していない。先述した我々の米国輸入統計に基づく綿密な計算によると、日本との競合度は中国の場合、2000年には約25%にとどまっている。他の東アジア諸国と比べても、中国が最も低いレベルにある。このため、円安によって国際市場における日本の輸出製品の価格競争力が向上したとしても、中国の輸出に大きく影響するとは考えにくい。

これに加え、円安は日本企業の対中投資を抑制する要因として働くが、日本の対中投資の金額は非常に小さく（年間40億ドルあまり、中国のGDPの0.4%）、その動向が中国经济全体に与える影響は小さいと見られる。その上、近年日本の対中投資の中心は、輸出型から現地販売型にシフトしているため、為替変動の影響を受けにくくなっている。

マスコミでは、中国にとっての輸出と直接投資の減少といった円安のデメリットばかりが強調されている。しかし、一方では、輸入価格と債務返済負担の低下といったメリットも見逃してはならない。まず、円安は機械類や中間財など日本からの輸入を割安にし、生産コストの低下に寄与する。これに加え、円安になると、中国が抱えている円建ての債務（主に政府間の円借款）はドル換算で減ることになる。その結果、元本を含めて返済負担がその分だけ軽くなる。

これらのメリットとデメリットを合わせて考えると、円安の中国经济全体への影響は、世の中の常識とは逆に、マイナスよりも、むしろプラスの方が大きくなると考えられる。同じ理由から、円安は中国の対外収支を悪化させる要因にはならず、人民元の切り下げ圧力になっているという批判も当たらない。

3. 人民元の切り上げを期待する日本

日中関係が深まる中で、中国の動向が日本の景気を考える上でも重要なファクターであるという認識が高まっている。中でも、両国間の貿易と直接投資に大きく影響する人民元の行方が注目されている。

面白いことに、ついこの間まで主流だった人民元の切り下げ観測が切り上げ待望論に取って代わられている。アジア通貨危機が勃発した頃、タイ・バーツを始め周辺諸国の通貨が軒並み大幅な切り下げを余儀なくされたことを受けて、中国の人民元の切り下げも避けられないという見方は一般的だった。しかし、日本国内の不況が長引く中で、中国に圧力をかけて人民元の切り上げを求めるべきである、という議論がにわかに浮上している。人民元切り上げ論は、日本経済への実際的な効果というよりは、経済政策の行き詰まり感から出てきたと理解すべきであろう。10年に及ぶ不況を経ても、日本経済には未だに回復の

兆しが見えない。この間、公共事業を中心とする財政支出の拡大と税収の落ち込みを受け、財政赤字は急拡大し、政府債務は先進国中、最悪のレベルに達している。一方、経済が流動性の罠に陥っている中で、数年に及ぶゼロ金利政策にも拘わらず、金融政策の効果も見られない。さらにここへきて、日本経済が低迷しているにも拘わらず高まる景気回復の期待を受けて、円高懸念が再燃している。こうした中、比較的堅調な中国経済に目をつけ人民元切り上げ論を唱えるのは、国内問題から目をそらすだけで、問題の本質を見誤らせる危険性もある。

人民元切り上げが日本経済に与える影響を考える上では、中国と日本の経済関係が、競合的であるというよりも、むしろ補完的であるという点が重要になる。まず、中国の輸出は労働集約型製品（または組み立てなど技術集約型製品の労働集約型の工程）に集中しており、国際市場において、日本の技術集約型製品とはあまり競合していない。このため、人民元が高くなっても、日本の輸出はそれほど伸びないであろう。その上、「元高」を受けて、中国経済が減速することになれば、日本の対中輸出はさらに抑えられることになるであろう。この2点を併せて考えると、人民元の切り上げは、日本の製品に対する需要を抑える要因として働くと見られる。一方、供給側においても、中国から中間財を調達するメーカーと輸入業者にとって、輸入価格の上昇がコストの上昇を意味し、生産規模の縮小につながるであろう。

このように、人民元の切り上げは必ずしも日本の景気にプラスの影響を及ぼすとは限らないことが分かる。しかも、元高の恩恵を受けるのは中国と競合する一部の労働集約型産業に限られ、コストを負担するのは中国と補完する多くのハイテク産業である。この意味で、「元高」は日本の産業の高度化を損なうものでもある。

4. 望まれない日中間の通貨安定

アジア通貨危機以降、各国が従来のドルペッグから離脱する一方、域内各国間の為替レートを安定させる仕組みを含め、域内金融協力の動きが活発化している。この流れに沿って、中国人民銀行の戴相竜総裁は、去る三月に訪日した際、通貨バスケット制の導入を検討する方針を明らかにした。しかし、日中の経済構造は競合的というよりも補完的であることを考えれば、通貨統合はもとより、円と人民元間の為替レートの安定は必ずしも両国の経済安定に寄与しない。

通貨バスケットとは、自国通貨を他の主要通貨に対して、それぞれどういう度合いで連動させるかを定めるルールである。通貨バスケット制のもとでは、バスケットにおける円のウェイトが高いほど、人民元は円との連動性が高く、円に対して安定的になる。例えば、円のウェイトが20%としよう。そのとき、円がドルに対して1%上昇すれば、人民元も追従してドルに対して上昇するが、上昇幅が0.2%に留まる。これに対して、円のウェイトが

80%であれば、人民元の上昇幅が0.8%となる。極端な場合、円のウェイトが100%であれば、人民元が円とともに同じ幅でドルに対して連動し、人民元の対円レートは常に一定であることになる。いうまでもないことだが、円ドルレートが変動する以上、人民元の対円安定を達成するためには、対ドル不安定というコストを払わなければならない。

実際、通貨バスケットにおける円のウェイトをどういう基準で決定すべきであろうか。一般的には貿易（特に輸出）の国別構成を反映すべきだという議論が主流である。例えば、中国の輸出の内、日本向けが全体の20%を占める場合、円のウェイトも20%と設定すべきであることになる。しかし、今日のグローバル化の時代においては、為替の変動による競争力（ひいては生産）の変化は、どこの国に輸出しているかよりも、どこの国の製品と競合しているかにかかっている。従って、経済安定のために通貨バスケットペッグを採用する際には、貿易（輸出）の国別構成ウェイトよりも、相手国との競合度を重視すべきである。こうした基準から、中国が通貨バスケットを導入する際、日本との競合の度合いが低いことを反映して、円のウェイトを低く設定すべきである。

日中間の通貨同盟に至っては、両国にとってまさに有害無益である。通貨同盟においては、加盟国が自国の金融政策を放棄し、全体の金融政策に従わなければならないことを意味する。最適通貨圏の理論によると、独自の金融政策を放棄するコストは同質性の高い（＝競合関係にある）国同士による通貨統合ほど低く、逆に同質性の低い（＝補完関係にある）国ほど高い。なぜなら、同質性の高い国同士ならば、共通するショックに対して、共通の金融政策で対応することができるが、同質性の低い国同士では、景気の連動性が低いため、無理して通貨統合の相手と同じ金融政策スタンスでマクロ経済を運営すると、余計に景気変動が激しくなるだろう。今のところ、日中両国の間では経済構造における同質性が低く、最適通貨圏の条件をまだ満たしていないことは明らかである。

5. 人民元安の本当の理由

中国は70年代末以降、年平均で10%近い高成長を達成し続けたにもかかわらず、一人当たりGDPは（3万ドルを超える日本とアメリカに対して）未だ1000ドルにも達していない。この理由は、初期時点の水準があまりにも低かったことに加え、人民元が中長期にわたって下落し続けていることによるところが大きい。

人民元の切り下げ傾向は、当局が輸出の競争力を高めるべく為替レートを人為的に低水準に維持しようとする結果であるという見方もあるが、当局が名目レートをコントロールできても、実質レートは経済のファンダメンタルズによって決まるはずである。無理に為替レートを切り下げたとしても、物価水準の上昇をもたらすだけに終わる可能性も否定できない。したがって、名目レートの低下は必ずしも実質為替レートの低下をもたらすとは限らない。

実際、為替レートの中長期的傾向を考えると、自国通貨が内外インフレ格差に比例して減価する、と主張する（相対）購買力平価が一つの目安となる。購買力平価が成り立つことは、実質為替レートが一定であることを意味するが、為替レートを購買力平価から乖離させ、実質為替レートを変動させる力として働く次の二つの効果も見逃してはならない。一つは、成長率の高い国ほど実質賃金の上昇率が高く、これを反映して実質為替レートの上昇率も高いというバラッサ＝サミュエルソン効果である。もう一つは、交易条件（輸出の輸入価格に対する相対価格）の変化である。他の条件が一定であれば、交易条件の改善は、実質為替レートの上昇を意味する。

しかし、バラッサとサミュエルソンの仮説に反して、中国の場合、高成長しているにもかかわらず、名目為替レートが国内と米国のインフレ率格差以上に減価しており、実質為替レートも大幅に下がっている。これは、農村部に数億人にも上る余剰労働力を抱えているため、貿易財部門における生産性の上昇が、必ずしも実質賃金の上昇につながっていないことを反映していると考えられる。

これに加え、交易条件の変化も実質為替レートにマイナスの影響を与えている。70年代末に始まった改革開放の結果、中国経済は比較優位に沿って世界経済に組み込まれつつある。中国の比較優位はいうまでもなく、豊富な労働力にある。中国が計画経済下の重工業化政策を放棄し、労働集約型製品に特化した結果として、国際市場において労働集約型製品の供給が増大する一方、資本集約型製品に対する需要も増えている（中国の国内生産が減少する分を補う形で）。この需給関係の変化は労働集約型製品の資本集約型製品に対する相対価格の低下、ひいては中国の交易条件の悪化をもたらしている。人民元が中長期にわたって実質ベースで下がり続けていることは、交易条件の低下を反映していると考えられる。このように、一般的に言われるように、人民元が安いために中国製品の国際競争力が強いのではなく、逆に、人民元安は中国の輸出競争力の欠如を表していると考えられるべきである。

<フロアからの質問に対する回答>

ドルペッグの問題点、カレンシー・ボードの問題点についてコメントがあったが、香港ドルのケースに沿って以下のように回答する。

香港ドルの行方

アルゼンチン危機で崩壊したカレンシー・ボード制の神話

昨年末以降アルゼンチンは経済危機が続く中、当局がこれまで採用していたカレンシー・ボード制を放棄した。今回の事件を通じてカレンシー・ボード制の脆弱性が改めて露呈され、アジアにおいても、同制度を採用している香港ドルの行方が注目されている。

カレンシー・ボード制とは、為替レートを特定の外貨に固定させた上で、法律などに決められる厳格なルールに従って、通貨発行量を外貨準備の水準に連動させる制度である。例えば、香港の場合、当局が1米ドル=7.8香港ドルという公定レートで、無制限に取引に応じる約束を果たすことにより、市中に流通する香港ドル札に関しては100%のドルの裏付けが自動的に付いているのである。カレンシー・ボード制が一種の固定為替制である上、緊急時には為替を変更する選択が残っているという面においても、多くのアジアの国が採用してきた（調整可能な）ドルペッグ政策と共通している。

独立した金融政策、為替レート安定、自由な資本移動の3つの政策を同時に採用することはできない、という国際金融の三位一体説に従い、カレンシー・ボード制を採用している国において、資本移動と為替の安定を両立させるには、独自の金融政策を放棄せざるを得ない。そのコストが非常に高いことを、カレンシー・ボードに基づくドルペッグ制を採用しているアルゼンチンと香港の経験が示している。

香港では、為替リスクが発生しない平時には、金利裁定が働くため、金融政策は実質上米国のFRBに任せることになっている。香港と米国の景気循環の連動性が強ければ問題が少ないが、残念ながらこの条件が近年成り立たなくなっている。アジア通貨危機当時のように、香港は生産と物価が大幅に落ち込んでいたにもかかわらず、急落した他のアジア諸国と比べ割高となった公定レートを維持せざるを得ない上、景気が依然として好調だった米国の高い水準に金利を合わせなければならなかった。その結果、98年に成長率がマイナス5.3%に落ち込んだにもかかわらず、実質金利が99年に12.5%まで上昇し続け（名目プライム・レートは8.5%、インフレ率はマイナス4%）、不況を長引かせる要因となった。

その上、これまでカレンシー・ボード制は投機に強いとされてきたが、今回のアルゼンチン危機が端的に示しているように、切り下げという選択肢が残る限り、投機の対象になりやすいという脆弱性を払拭できない。香港においても、アジア通貨危機を受けて、当局の為替レートを維持する能力（または決心）に対する信認が揺るがされることになり、資本流出を止めるために、海外金利を大幅に上回る金利水準（97年10月23日には一時年率

300%)を維持しなければならず、経済成長と金融システムの健全性が損なわれる結果となった。

このように、カレンシー・ボード制は金融当局の自由度を制約することによってマクロ経済政策に対する信認を高め、為替投機を防ぐという本来の意図に反して、現実では、金融政策の独立性を奪っただけとなっており、投機を防止するには無力である。カレンシー・ボード制の神話が崩壊した今、香港も為替制度の再考を迫られている。

< 討論者からのコメント >

一橋大学 小川英治氏

関志雄氏は、人民元に焦点を当てて、報告されたので、人民元に関してコメントを行う。関氏は、日本経済と中国経済は競合関係にあるより補完関係にあることを強調しているが、東アジア全体の通貨制度を考える時には、日本と中国との間の関係だけではなく、中国と ASEAN 諸国との競合関係についても考慮に入れる必要がある。ASEAN 諸国にとっては、中国の通貨当局がどのような通貨制度を採用し、どのような為替相場政策を採用するかは、貿易面において ASEAN 製品と中国製品との相対価格に影響を及ぼすことから、重要な問題である。中国がドルペッグ制を採用し続けるかぎり、中国の通貨制度の選択は ASEAN 諸国の通貨制度の選択に少なからず影響を及ぼす可能性がある。したがって、人民元を考える時には、日本と中国との関係だけではなく、東アジアにおける中国という視点が必要であろう。

< 討論者からのコメントに対する回答 >

通貨バスケット制を採用する場合、そのウェイトを単純に貿易相手国別の構成にするのではなく、競争相手にウェイトを置くべきである。中国に取って、日本よりも ASEAN 諸国との競合度が高いことから、人民元がターゲットすべきバスケットには主要 ASEAN 各国の通貨を含むべきである。

アジア通貨危機までは ASEAN 通貨がほぼドルにペッグしており、ASEAN 通貨に明示的ウェイトを与えなくても、バスケット内のドルのウェイトを高めに設定すれば済むはずだった。しかし、その後、一部の ASEAN 通貨が管理変動制に移行したことから、バスケットに占める ASEAN 通貨のウェイトはドルと独立して考慮すべきである。最近、一部の ASEAN 通貨が円との連動性を強めていることもあり、中国がこうしたバスケットを採用すれば、人民元の円との連動性は円のウェイトが示すよりも高くなる。

同じ理由で、ASEAN 各国の通貨バスケットは中国の人民元に比較的の高いウェイトを当てるべきである。