

アジア通貨危機と中国経済

1. 人民元切り下げ説は本当か？

タイに震源を発生し、インドネシア、マレーシア、韓国、香港と波及したアジアの金融・通貨危機が中国にも波及するのではないかという観測が流れている。今のところ、中国経済に具体的な影響は何も現れていない。だが、中国は人民元の切り下げに踏み切るのは時間の問題であるといったような説が、中国政府の再三の否定にも関わらず、日本のビジネス界では根強い影響力を持っている。ここではこの説を検討しながら、今後の中国経済の行方についての展望を試みる。

切り下げ必至説の大意は次の通りだ。

「(1)今回のアジア通貨危機をもたらした要因は1994年元日に中国が為替レートを33%切り下げたことによって東南アジア諸国の輸出が中国に奪われたからである」

「(2)従って、今回の東南アジア諸国の為替下落によって中国の輸出市場が再び奪回される」「(3)よって、中国は輸出拡大のために通貨切り下げに踏み切るだろう」。

この説は中国経済に対する誤解に基づいている。一つ一つ検討していこう。

2. 「中国の為替レート一本化がアジア通貨危機の原因だった」のか？

まず、命題(1)について、本川浩氏がアメリカ、日本におけるアセアン4カ国と中国からの輸入の推移を調べ、中国の輸出がアセアンの輸出を阻害したと説明できるのは、アメリカの家具、ラジオ輸入、日本のプラスチック製品輸入など一部製品

のみだと指摘している（注1）。実際、アセアン諸国における通貨下落前の段階では、進出企業における賃金水準は中国華南地区などと比べると2～4倍で、中国が通貨を切り下げる以前から、中国とアセアンは同じ市場で競争することは少なかったはずである。日本企業はアパレル縫製などはもはやアセアンの高賃金ではやっていけないので中国にシフトする一方、タイやマレーシアには欧州向けカラーテレビなど、より高付加価値製品の輸出拠点を置いてきた。1990年代に入ってから中国がアセアンに比べてアパレルなどにおいて輸出シェアを大きく拡大していることは事実であるが、それは何も1994年の為替切り下げに始まったのではなく、その前から進行していたのであり、その要因はフィリピンに比べても2分の1という中国の賃金コストの低さにある。

加えて、中国の1994年元日の為替切り下げについては、かなり割り引いてみる必要がある。まず93年末までの時点で、中国では1ドル=5.8元前後の公定レートと、外資系企業を中心とする「外貨調整センター」における1ドル=8.7元前後の市場レートが併存していたが、後者の規模が次第次第に大きくなり、93年後半の段階になると、貿易決済の8割が市場レートでなされていたという情報がある。94年元日の為替切り下げといわれるものは、旧来の公定レートを廃止し、「外貨調整センター」と同じ場所に銀行間の外為市場を併設して、2つの市場を結合することによって為替レートを市場レートに一本化したことを指すが、貿易決済がそれ以前から8割が市場レートでなされていたということが事実とすると、実質的な切り下げ幅は7%程度にしかすぎないのである。しかも、1994年と95年には中国はそれぞれ22%、15%のインフレに見舞われる一方、名目為替レートは1ドル=8.7元から8.3元ぐらいまで上昇していったので、実質実効為替レートは我々の試算によると97年第1四半期まで20%切り上がっている（本書第6章参照）。

命題(1)についての我々の見方は次の通りである。1990年代に入ってアパレルや玩具などの輸出の成長率において中国がアセアン諸国を上回っており、少なくとも市場の成長部分を中国が一部奪っていることは事実である。しかし、1994年元日の中国の為替レート一本化がその主因だとはいえない。

3. 「アセアンの通貨下落により中国の輸出が影響を受ける」か？

命題(2)については、中国でもアセアンでも輸出の主たる担い手が外資系企業で

あることを念頭に置く必要がある。もし、アセアン諸国の為替下落を機に、中国に輸出拠点を置いていた企業がアセアンに生産拠点を大挙して移転することにでもなれば、命題(2)の通りのことが起きるであろう。だが、そうしたことが果たして起こるだろうか。この命題(2)を実証するエピソードとしてよく引用されるのが、タイのCPグループが鶏肉の輸出拠点を中国に展開していたのを、通貨下落以来再びタイからの輸出に比重を移した事例である。CPグループのように、中国とアセアンの両方に最初から同じ製品の輸出拠点を持っている企業であれば、それぞれの通貨の騰落に応じて輸出量を簡単にスイッチすることができる。だが、多くの企業はこうした条件にはなく、アセアンに輸出拠点をシフトするためには工場をゼロから立ち上げなくてはならない。アセアンの通貨と経済情勢の行方が不透明な今、そうした決断のできる企業が多いとは思われない。そう考えると、少なくとも1年以内のスパンで考えた場合、アセアンが中国から輸出市場を奪回するとは考えにくい。もっとも、今後何年もの間アセアンの通貨が下落した水準に安定し、経済危機も終息するというにでもなれば、輸出拠点の移転に踏み切る企業も出てくるだろう。

また、中国における外資系企業の輸出拠点が、今やある程度の「粘着性」を持っていることにも注目する必要がある。例えばアパレルの場合、中国の江蘇省、上海、浙江省といった華東地域には、日本から単に縫製工場が進出しているのみならず服飾副資材のメーカーや織物、さらに化繊糸の工場などもアパレル縫製拠点の移転に伴って進出している。日系企業による材料供給能力が華東地域に形成されることにより、華東地域は進出企業にとって単なる賃金コストの安さ以上の集積の利益をもたらす。そうなると、通貨が相対的に割高になったからと言って、企業はそう簡単に他の地域に輸出拠点を移転しないだろう。

もちろん、通貨下落以前から中国とアセアン諸国の輸出が競争状態にあった分野においては、アセアン諸国の競争力が強まることは疑いない。だが前述のようにこれまで賃金コストが2～4倍も違う中で、中国とアセアン諸国の輸出市場における棲み分けがかなり進んでいたはずである。

アジア各国通貨下落の影響はむしろ中国の国内市場で出てくるだろう。中国はここ数年韓国や台湾から化繊、鋼材、機械、またタイやマレーシアから家電製品などをかなり輸入しているが、これらは中国の国有企業にとって手強い競争相手となっている。アセアンや韓国の通貨下落はこれらの国々の対中輸出競争力を大いに強め、ただでさえ経営悪化に苦しむ国有企業をいっそう苦況に陥れる可能性がある。

命題(2)についての我々の見解をまとめると、アセアンの通貨下落が短期的に中国の輸出に影響を与えることはない。むしろ、アセアンと韓国からの対中輸出攻勢が強まることにより、中国の国内市場での競争が激化し、国有企業の経営が一層悪化する可能性がある。

4. 「中国は為替切り下げに踏み切る」か？

まず中国の国際収支をみよう（付表）。中国はアセアン諸国とは異なり、経常収支が1990年代に入って以来ほとんど黒字で推移している。1997年の国際収支のデータはまだ明らかでないが、輸出は対前年比18%伸び、輸入が6%の伸びで、300億ドル余りの貿易黒字になったとされているので、97年も経常収支は黒字のはずである。また、1993年以来、直接投資が年々300~400億ドルも流入してくるため、資本収支は大幅な黒字になっている。1997年も400億ドル以上の直接投資流入があった。こうして総合収支（＝経常収支＋資本収支＋誤差・脱漏）が大幅黒字になっているので、1994年以降、人民元に対しては上昇圧力がかかっていた。外為市場で人民元が上昇しようとするのを、通貨当局がドル買い元売りで介入して上昇を抑えてきた。その結果、中央銀行には1400億ドル近くの外貨準備が積み上がっている。1997年7月のタイ通貨危機勃発後も通貨の上昇圧力が働いていることは外貨

付表 中国の国際収支

(単位：百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997.6	1997.10
経常収支	11,997	13,272	6,401	-11,609	6,908	1,618	7,243		
貿易収支	9,165	8,743	5,183	-10,654	7,290	18,050	19,535		
資本収支	3,255	8,032	-250	23,474	32,645	38,674	39,966		
直接投資純流入	2,657	3,453	7,156	23,115	31,787	33,849	38,066		
ポートフォリオ投資純流入		235	-57	3,049	3,543	789	1,744		
その他純流入	839	4,344	-7,349	-2,690	-2,685	4,035	156		
誤差・脱漏	-3,205	-6,767	-8,211	-10,096	-9,100	-17,823	-15,504		
総合収支	12,047	14,537	-2,060	1,769	30,453	22,469	31,705		
対外債務残高	52,545	60,561	69,321	83,573	92,806	106,590	116,275		
長期借款	45,779	50,257	58,475	70,027	82,391	94,674	102,167		
短期借款	6,766	10,304	10,846	13,546	10,415	11,916	14,108		
外貨準備高(期末値)	28,594	42,664	19,443	21,199	51,620	73,579	105,029	120,941	137,897

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 『中国統計年鑑』

準備高が伸びていることから確認できる。98年1月には94年の外為市場成立以来の最高値である1ドル=8.2784元まで元が上昇した。

もちろん、経常収支や直接投資など実体の要素以外に、「期待」が為替相場に影響を与えることは十分に考えられる。だが、この点中国は資本取引の自由化をまだ行っていないので、人民元の投機的な売り買いを行う余地が小さい。付表にみるように資本収支のうち「ポートフォリオ投資」や「その他」の流入は相対的に少額である。人民元はまだ買われていないので「売られる」心配もないというわけである。

人民元切り下げ説を補強するエピソードとして、1998年に入ってから94年以降消滅していた人民元とドルの闇両替屋が復活していることを挙げる向きもある（注2）。しかし、外貨の売買になお強い規制がある中で闇両替が出現することは不思議なことではなく、94年以降消滅していたという情報の方が疑わしい。まして闇レートは公定レートより3～4%程度ドル高なだけだということのだから、闇屋の手数料程度のプレミアムしかついていないわけであり、市場が今のレートを人民元高だとみている根拠にはならない。

もっとも、この点に関連して注意すべきなのが付表における「誤差・脱漏」である。1996年だけでも155億ドルもの外貨収入がどこかへ消え失せている。このなかには中国国民の闇の外貨預金など資本逃避の部分がかなり含まれているに違いない。「期待」の影響で、「誤差・脱漏」が仮に経常収支や資本収支の黒字を飲み込んでしまうほどに拡大すれば、人民元切り下げの圧力となってくるが、そこまで拡大するとは想像しにくい。

以上のように、人民元が「下がる」要素は今のところ見あたらない。もちろん、人民元を「下げる」ことは可能であるが、そのためには通貨当局が外為市場でいっそう激しくドル買い元売りの介入をしなくてはならない。これは人民元のマネーサプライを増大させるため、中央銀行としては忌避したいところであろう。

人民元切り下げの経済的圧力はないものの、政治的圧力はある。中国の実質実効為替レートが上昇したこと、そして輸出に際して還付される付加価値税の還付率引き下げによって、特に中国国内の材料を加工した製品、例えば綿・絹織物などの輸出が不利になっている。こうした輸出の主たる担い手は国有企業であり、96年には国有企業の輸出額が13%も減少した。さらに前述のように国内市場への韓国やアセアン製品の流入も予想されるが、ここでも影響を受けるのは国有企業である。従って、国有企業から人民元切り下げ要求が高まる可能性はあり、政府はそうした声を

全く無視するわけにもいかないだろう。

だが、他方で外交の観点からすると人民元を切り下げることが中国にとって大きなマイナスである。命題(1)が市場である程度信じられているなかで人民元が下がれば、アセアン諸国の通貨を売る材料となり、スパイラル的な通貨下落に追い込む可能性がある。中国政府は、人民元をアジア通貨危機に対する防波堤として現行のレートより下がらないように維持することが「東南アジア、香港、韓国に対する最大の支援」(注3)だと言い立て、これによって外交ポイントを稼ごうとしている。今回の危機を契機に、台湾が豊富な外貨準備を背景としてアセアン諸国に対する外交攻勢をかけている中で、中国は対抗上アセアン支援を強調せざるを得ない。

国内で国有企業の苦しみの声が高まったとしても、中国は外交的な配慮、そして国際収支の状況もふまえて、人民元切り下げは行わないだろう。もっとも、中期的にみた場合、人民元が下落する可能性はある。1998年に中国は8%程度の成長を見込んでいるが、国有企業を中心に不況感がかなり強まっている。インフレ率が2%台まで収まった今、総需要拡大政策を求める声強い。もし中国政府が景気拡大策に踏み切り、投資や消費が拡大すると、1993年のように経常収支がマイナスになる可能性がある。他方、直接投資についていえば、新規契約案件は1997年にはかなり減っていると言われており、今後純流入は次第に小さくなっていくだろう。こうして総合収支の黒字幅が小さくなるとすると、99年以降には人民元が下落する可能性がある。

なお、今回のアジア通貨危機を教訓として、中国政府は資本自由化のペースを遅らせるかも知れない。確かに、中国の銀行は融資残高の25~30%程度の不良債権を抱えているとされ、タイのようにいったん資本が流入したのち一斉に引かれると、金融機関の脆弱性が露呈されて金融危機に陥る可能性がある。ただ、資本自由化をしなければ優良な事業に間接投資を吸収できないという機会費用があることも確かである。投資家に誤った幻想を与えないように、金融機関の問題も含めて、情報を公開しながら資本自由化を行えば、今回の危機のような事態を招かないようにも思うが、この問題については機会を改めて考えてみたい。

(丸川知雄)

(注)

- (1) 本川浩「中国：逃れられないアジアの通貨危機の影響」(福島光丘・滝井光夫編『97年アジア通貨危機』アジア経済研究所 1997年)
- (2) 『日本経済新聞』1998年1月21日。
- (3) 『日本経済新聞』1998年1月22日。