

議 題 世界経済回復の挑戦

開催日時 2018年6月9日〈13時30分～18時00分〉

出席者

〈中国側講師・発言者〉

余永定氏 (CF40 学術顧問・中国社会科学院学術委員)
 管 濤氏 (CF40 高級研究員)
 哈繼銘氏 (CF40 高級研究員)
 高善文氏 (CF40 学術委員・安信証券首席エコノミスト)
 張 斌氏 (CF40 高級研究員)
 王海明氏 (CF40 秘書長) 〈第一部モデレーター〉

〈日本側出席者〉

植田和男氏 (東京大学 名誉教授)
 木下信行氏 (アフラック シニアアドバイザー)
 津上俊哉氏 (日本国際問題研究所 客員研究員)
 岡寄久実子氏 (キャノングローバル戦略研究所 研究主幹)
 河合真児氏 (国際金融情報センター 地域総括部長)
 関 志雄氏 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)
 國賀久徳氏 (三井住友銀行 顧問)
 須田美矢子氏 (キャノングローバル戦略研究所 特別顧問)
 高田 創氏 (みずほ総合研究所専務執行役員 チーフエコノミスト)
 高橋 亘氏 (大阪経済大学 教授)
 露口洋介氏 (帝京大学 教授)
 根本直子氏 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)
 深尾光洋氏 (武蔵野大学 教授)
 福本智之氏 (日本銀行国際局 審議役)
 水野晋一氏 (野村ホールディングス 執行役員)
 井上哲也 (野村総合研究所 主席研究員) 〈第二部モデレーター〉
 神宮 健 (野村総合研究所北京 金融イノベーション研究部長)

議事概要

第一部 グローバル貿易摩擦

1. 余永定氏によるプレゼンテーション:「米中貿易戦争」

○米中の貿易関係についての中国側の理解

・「米中貿易戦争」という用語が適切かどうか議論の余地があるが、今後、米国が中国製品に不合理な関税をかけ、それに中国も関税強化で応じれば、本当の意味での「貿易戦争」となる。米国が中国に厳しい姿勢で臨む理由を米国の公文書によって探ると三つに整理できる。第一に米国は対中貿易赤字が非常に大きいとし、トランプ大統領は毎年5000億ドルに上ると主張している(この数字は不正確である)。第二に米国は中国がWTOのルールを遵守していないと考えている。第三に米国は中国が不当な手段で米国の技術を手に入れたと考えている。これらに関して、中国の学者は異なる見方を持っている。

・第一に中国の対米貿易黒字は米国が主張するほどには大きくない。米国側の統計によれば、2017年の米国の対中貿易赤字は3,752億ドルだが中国側の統計では2,700億ドル強であり、900億ドル強の違

いがある。その主たる理由は、まず、米国側が香港の輸出を含めていることにある。ここには中国以外の国や地域が香港を経由して行う貿易が相当規模で含まれる。また、米国は対中貿易の統計において、自国の輸出はFOB価格で計算し、輸入はCIF価格で計算している。つまり、輸出は積卸し、輸送、保険等の費用を含まず、輸入はこれらの費用を含むので、米国にとっての赤字が大きくなる。

・第二に米国の貿易赤字は米国企業の競争力低下と国内貯蓄不足に起因する。つまり、米国では1980年以降に貿易赤字が定着したが、同じ時期に貯蓄率が急低下した。この間に貿易赤字の相手国は日本から中国へと変化した。米国が貿易赤字国である事実は変わっていない。従って、米国は相手国の問題を問う以前に、自国が絶え間なく貿易赤字を計上し続けている理由を問うべきであろう。米国の貿易赤字は「結果」に過ぎず「原因」ではないこと、そしてその根本の原因が米国国内の貯蓄不足にあることは、学界では共通の認識である。

・第三に貿易赤字は多角的な問題であり、二国間だけで評価するのは適切ではない。中国は米国に対して貿易黒字であるが、日本を含むアジア諸国に対して貿易赤字となっている。また、現在の中国の貿易黒字は GDP 比でみて 1.4% であり、決して大きくない。米中の二国間の観点だけ貿易問題を考えても、合理的な解決方法は得られない。例えば、米国が中国に対米貿易黒字を減らすことを強要するならば、中国はその他の国に対する貿易赤字を減らすことになり、国際分業体制と世界のバリューチェーンに破壊的な影響をもたらす。

・第四にトランプ大統領は中国が貿易黒字を通じて利益を得ていると主張しているが、これは事実とは異なる。ある国が他国に対して経常黒字であることは債権を有していることである。つまり、米国は過去数十年間に亘って、米ドルと日本の資源や中国の資源とを交換した訳である。従って、トランプ大統領は世論を惑わす主張をしている。こうした構造を本当に理解していないのかもしれないし、米国が損失を蒙っているという主張を戦略的に行うことで、他国からより多くの利益を得ようとしているのかもしれない。

・第五に中国の国際収支不均衡は深刻であったが、中国は構造調整の努力を続けてきた。過去には確かに重商主義的な貿易政策を推進したが、2008 年の国際金融危機の後には国際収支の不均衡を減らす努力をした。実際、2005～2007 年の間に人民元の実効レートは名目で 41% 上昇し、実質では 48% 上昇した。経常収支の GDP 比は 2007 年には 10% 近くに達していたが、2017 年には 1.4% に低下し、経常黒字の中の投資収支は赤字となった。このように、中国の国際収支は現在は均衡しており、重商主義的な貿易政策と批判するのは合理的でない。この点は多くの米国の経済学者も同意している。

・第六に中国は米国からどのような物を買えるのかという点も重要である。実際、中国の買いたい物を米国は売りたい。もし米国が輸出をさらに開放し、ハイテク製品の中国向け輸出禁止を緩和すれば、米国の中国に対する巨額の貿易赤字は大きく変わるはずであり、この点でも米国の貿易赤字に関する主張は不公正である。

OWTO によるルールの遵守を巡る議論

・米国は中国が WTO 加盟当初のルールを遵守していないと主張している。しかし、実際には中国は、関税引下げ、非関税障壁の撤廃、関税割り当ての減少、補助金、特に農業補助金の削減、特別セーフガードの受入れといった対応を進めてきた。WTO のラミー事務局長も、「中国は、長い承諾リストをよく実行している。もちろん、(中国の行動が完全無欠と言っているわけではなく、) 批判を免れる国はないが・・・。サービス部門の開放が部分的に不十分であるとか、知的所有権の保護が改善されなければならないと不平を言っているメンバー国がある」とコメントした。

・米国政府は中国による WTO の遵守状況を注視しており、米国通商代表部 (USTR) は本件に関して報告書を発表している。その中で 2016 年の報告は、「データによると、中国は WTO 加盟以来、米国を含む多くの相手国との間で貿易や投資の面で明らかに関係を拡大している」と指摘しつつ、中国が WTO のルールを遵守しているか否

かについては、「(状況は) 複雑である (complex)」とだけ指摘している。つまり、2016 年までは中国が WTO のルールを遵守していると認識していたが、2017 年以降に米国の中国に対する論調には相当大きな変化が生じ、中国は WTO を遵守せず、中国の WTO 加盟を許したのは騙されたと考えるようになった。こうした姿勢の変化は国内の政治情勢に関連しているのであろう。

○中国の産業政策を巡る議論

・2018 年入り後は、米国政府の公文書の焦点は WTO の遵守状況から中国の産業政策に移行した。例えば、301 条の調査報告は、中国の産業政策の目標が「米国企業を含めて、産業のグローバルリーダーに代わって、中国がグローバル市場で支配的な地位につくことである」としている。また、中国は「不公正な技術移転制度」、「差別的な登録制限」、「ハイテク産業を狙った対外投資」、「米国の商業コンピュータネットワークへの侵入、知識財産権と商業機密の窃盗」という非合法的な手段で米国の技術を取得したと考えている。

・我々は、客観的な視点から 301 条報告の内容について丁寧に事実を確認し、また 301 条報告で言及された中国企業に事情を聞いたが、結果としてこの報告の信憑性に疑問が生じた。つまり、米国は中国政府が熟慮した戦略を持ち、企業の海外直接投資を利用して米国のハイテクを取得すると考えている。しかし、AEI によれば、2005～2016 年に実施された中国企業による 234 件の対米直接投資の多くは金融、不動産、娯楽関連企業であり、ハイテク企業は 17 件に過ぎない。また、ハイテク企業への最大の投資はレノボによる IBM の PC 事業とモトローラの買収 (68 億ドル) と海南航空による通信設備のイングラム・マイクロの買収 (60 億ドル) である。この 2 件の投資でハイテク技術を取得したと言えるだろうか。

○米中貿易摩擦に対する中国の対応のあり方

・米中貿易摩擦に対して中国は「2本の足で歩く」べきである。つまり、米国と交渉しつつも、WTO の枠組みからも離脱してはならない。米中間での交渉を巡るトランプ政権の姿勢は日々変化している。また、中国はこの問題を市場メカニズムを利用して解決しなければならない。我々は関税のさらなる引下げやサービス市場 (通信、医療) や金融市場のさらなる開放を進める必要がある。実際、WTO への加盟の際に中国は金融市場の開放について承諾したが、この 10 年間の開放ペースは遅い。今年 4 月のボアオフォーラムで、習総書記は、中国市場のさらなる開放拡大、特に金融サービス業の開放を重ねて表明した。ただし、その際には買い物リスト式の解決方式を受け入れるべきではない。

・米中貿易摩擦は、1～2 回の交渉といった短期間に解決できるものでないと認識すべきである。日米の間にも依然として貿易摩擦が存在するように、米中間にも 10 年単位で貿易摩擦が存続する可能性がある。中国は「持久戦」に備えなければならない。同時に、中国の改革開放のプロセスが米中貿易摩擦の影響を受けないようにし、逆に外部ショックを利用してそのプロセスを加速すべきである。

2. 哈維銘氏によるプレゼンテーション:「米中貿易衝突の両国に対する影響」

・2018年1月、CF40の専門家グループが、米国通商代表部(USTR)、商務省、財務省を含む米国政府機関を訪問した際には、米国の態度が過去に比べて明確に硬化し、米中貿易関係が厳しくなりうると感じた。2月からCF40と米国のPIIEは、米中の貿易不均衡の原因とそれが両国に与える影響を分析した。

○米中貿易摩擦の原因

・中国経済の規模が高成長の結果として米国に近づいたことで、米国の政治家や一部の国民に不安が生じている。近年は特に、米国の経済成長が鈍化したのに対し、中国の経済成長率は6%台を維持している。実際、2018年以降も米国のGDPの平均成長率が2%で、中国が6%であるとする、中国の米ドル建てのGDP規模は2031年には米国を超え、世界の経済大国になる。世界の経済成長への寄与の面では、中国は既に米国をはるかに超えている。

・「中国製造2025」は米国で過度の警戒を引き起こした。「中国製造2025」は実際には綱領的な文書であり、指導的スローガンの色彩が強かったが、非市場的手段で米国と競争しようとしていると誤認された可能性が高い。実際、2017年11月に公表された米国の国家安全戦略(NNS)では、中国とロシアを戦略的競争ライバルと定義している。その政治的背景としては、米国の穏健派が徐々に退き、強硬派が重用されていることや、トランプ大統領が中間選挙前に支持を獲得する意図があることが挙げられる。

○米中貿易不均衡の原因

・米国は米中貿易の不均衡が深刻と考えている。米国にとって中国は確かに最大の貿易赤字国であり、貿易赤字総額の46%を占める。しかし、中国の経常収支を対GDP比で見ると、10年前には10%近くに達していたが2017年には1.4%に低下するなど、全体で見れば均衡に向かっている。政治家にとって経常収支の問題は理解が難しいので、2カ国間の貿易不均衡だけを見ているのかもしれない。

・米国の対中貿易赤字の原因として、第一に米ドルが国際的な基軸通貨の地位を保持していることが挙げられる。ブレトンウッズ体制の下では、米ドルと金がリンクされていたのである種の自己修正メカニズムが働き、米国に大きな貿易不均衡は生じなかった。しかし、1971年8月にペッグが外れて以降、1975年を除いて米国は貿易赤字になったことはなく、貿易赤字は拡大している。金融政策の自由度が高くなった下で、FRBは絶え間なく通貨を供給し、米国による海外の財・サービスの購入を後押しし続けている訳である。

・第二に経済のグローバル化の下で米国を含む先進国が中国に産業を移転し、廉価な労働力により中国は「世界の工場」となったことが挙げられる。中国は米国や欧州に対しては貿易黒字だが、台湾、韓国や豪州のような原料生産国に対しては大きな貿易赤字である。グローバルなサプライチェーンの中で、中国がローエンドやミドルレンジの加工製造を担当しているためである。

・第三に米中両国の貯蓄率の差が大きいことが挙げられる。中国だけでなく、日本やシンガポールなども含め貯蓄率が高い国は経常収支黒字になりやすく、米国や英国のように貯蓄率が低い国は赤字になりやすい。ただし、中国の貯蓄率も、高齢化が加速する中で今後は低下するであろう。IMFは2022年に中国の貯蓄率は現在の45%程度から42%に低下すると予測しているが、我々は35%にまで低下する可能性があると考えている。将来は中国の貿易黒字は減少するであろうし、貿易赤字国になる可能性さえある。

○米中両国経済への影響

・トランプ政権が25%の追加関税を課す製品は、主として「中国製造2025」に関連した製品である。しかし、中国の対米輸出で最も規模が大きいのは、携帯電話、家具、玩具、アパレルといった低付加価値で労働集約型の製品なので、米国の対応による中国経済への影響は限定的である。今後の影響を考えるため、米中両国がともに500億ドルの輸入品に25%の関税を課すケースと、中国の対米貿易黒字が1000億ドル減少した上で、米国が中国企業によるハイテク分野の対米直接投資を規制するケースについて分析した。その結果、中国のGDPに対し、ケース1では0.1%、ケース2では0.8%の押し下げ効果があるとの推計を得た。また、中国にとってはハイテク製品の輸入や対内投資の増加率がGDP成長率に大きく寄与していることが明らかになった。このため、貿易摩擦がエスカレートすると、中国経済に対して比較的大きな影響を与える可能性もある。

・一方で米国経済への影響としては、第一にインフレ期待を強めることが挙げられる。FRBは、コアPCEインフレ率が2019年には2%に達するとみているが、輸入関税の引上げが加われば、インフレ期待は強まるであろう。結果として利上げ強化につながれば、経済活動にマイナスの影響が及ぶであろう。第二に株式市場における長期の上昇相場が終焉を迎えることが挙げられる。株価上昇は9年余り続き、ITバブル崩壊前に次ぐ長さとなっていて、株価水準も既に割高である。従って、金利上昇ペース如何では株価に大きな影響が生ずる。家計資産の多くは直接ないし401Kプランを通して株式市場に投資されているため、株価下落による家計への影響も中国より大きい。

・中国の対米輸出は米国の対中輸出よりはるかに大きいので、貿易摩擦がエスカレートすると中国は不利との見方が多いが、このように金融市場への影響も含めて考えると異なった結論になるかもしれない。米中貿易摩擦は長期的な問題であり、原因は単純ではないが、米中両国には経済的な相互補完性が強く、協力の余地が大きいことを認識する必要がある。米中両国は世界の貿易体制の維持の責任と義務を果たし、WTOの枠組みを通して争いを解決すべきである。

3. 津上俊哉氏によるプレゼンテーション:「日本が直面した日米貿易摩擦の教訓及び日本の産業政策の変遷」

○日米貿易摩擦との類似点と相違点

・私は1980年に当時の通商産業省に入省した。同期入省の人達は既に定年になっている。おそらく日米貿易摩擦を自ら経験し、産業政策に関わった最後の世代として当時の経験を共有したい。1980年代

の日本経済は現在と完全に異なり、鉄鋼から家電・自動車・半導体といった製品で、欧米の同業者を追い詰めていた。このため、欧米は一種の恐れ、ひいては大きな反感を持った。日本異質論もあった。また、当時は既にそうではなかったのだが、日本はターゲティング産業政策を実施しているとのイメージを持たれていた。当時、通産省の通商貿易政策の最も重要な仕事は、貿易摩擦が突出している自動車のような製品について、輸出自主規制を行うことであった。これらの産業の実力が強すぎるので、欧米に対して手加減していたわけである。

・1990年代以後は、日本は産業政策を実施しなくなった。一つの原因は、いわゆる「失われた20年」に陥り、国力が衰退し始めたからである。米国からは、警戒レーダー画面から日本が消えたと笑われた。もう一つの理由は、戦後の日本で政府と国民が共有した「欧米に追いつき追い越す」との共通目標が基本的に達成されたとの認識が広まったことがある。もちろん、前方にはまだ米国がいたが、日本が米国を超えることは想像できなかった一方、欧州には追いつき追い越したと考えた。実は、日本のGDPが西独を超えたのは1968年であったが、当時は未だ国民にそうした感覚はなかった。1980年代に至って、日本国民は暮らしが豊かになったことを実感した。それ以降、国家目標としての「追いつき追い越せ」という考えは希薄化した。また、いわゆるターゲティング産業政策を再び実行しなくなった。

・もしも日本の国力が衰退せず、ターゲティング産業政策を実行し続けたら、日本経済は世界で孤立しただろう。一人勝ちを続けることは結局は許されない。スポーツでも、特定の人や国が勝ち続けると、ゲームのルールが変更される。人間の社会とはそういうものだ。翻って現在の中国について、ビッグデータや人口知能、EVといった分野は、かつての強かった日本経済に本当に似ている。「中国製造2025」が3年前に発表された時には米国人は何も言わなかったのに、今になって騒ぎ始めたのは、この間に中国のニューエコノミーが想像以上に進化したことに気づき、急に不安に駆られ始めたからだ。「中国製造2025」といったターゲティング政策に対しては、米国のみならず欧州や日本も、大変警戒的である。

○自由貿易体制に対するリスク

・多くの中国の友人が私に日本の過去の貿易摩擦の経験を尋ねるが、中国はここから30年前の日本とは異なる道を歩むことになる。多くの国が中国のニューエコノミーの台頭に不安を感じる中でも、中国は産業政策を続けると思う。それは、昨年の方針でも打ち出されたように、中国は「社会主義現代化強国」に向かう、また、「中華民族の偉大な復興を実現する」という国家目標を、今後30年持ち続けるからだ。この目標の実現まで産業政策を止めないだろう。中国経済は影響力が大きく、規模も大きいので、それでも世界は中国を世界の貿易体制から排除するわけにはいかない。しかし、その代わりに現行の自由貿易体制が終わりを告げると思う。昨年、中国の党大会の報告を読んだ米国人は、「中国は米国を追い抜くことが目標なのだ」と解釈した。「ある人が中国のこの目標を『100年マラソン』と表現したが、あの例えは事実だったのだ」と多くの米国人はそう思っている。

・私も共産党大会の報告を読んで、同じ感想を持った。同時に、「中国は、今後30年間産業政策を続けて米国を超えるつもりかもしれないが、そうなると世界がどう変化するかは織り込んでいるのか？」という疑問も持った。自由貿易体制が終焉した後、中国はどうか、その点に中国は準備ができているのか、といった疑問は残る。自由貿易体制は危機に直面しているが、それはトランプ大統領が「アメリカファースト」と言っているためだけではない。中国側の出席者も米国との交流を通じて既に感じていると思うが、トランプ政権以外の政策集団や米国の政策を構築してきた政策エリートの間でも中国に対する見方は大きく変化しており、中国の重商主義や産業政策はもはや受け入れられないと考える人が増えている。

・ハイテク分野においては、米国政府は外国企業の投資に対して審査を行うが、この1、2年間、中国からのハイテク直接投資に対しては、ほとんど認可が下りていない。また、ZTEへの制裁のように深刻な影響を伴う措置も採られ始めた。私にとっても信じられないのは、最近、中国によるハイテク盗難を防ぐため、米国議会もトランプ大統領も、中国籍の研究員の排除を真剣に検討し始めている。このような政策は米国の強みを傷つけると思うが、いずれにせよ、自由貿易体制はハイテク・IT分野を先頭に既に変質が始まっている。米国政府はZTEに対する制裁を緩和しようだが、今後も同様の措置が発動されたり脅しをかけたりする可能性がある。

・こうした動きが懸念されるのは、IT分野が自由貿易の代表選手だったからだ。1996年のITA情報技術協定でゼロ関税が取り決められて、自由貿易が最も盛んに進められたおかげで、IT分野では国境を越えたグローバルな供給網が発達した。にも拘らず、今後は自由貿易体制を否定する流れになったことは非常に遺憾である。ZTEのような過酷な制裁を受ければその企業だけでなく、部品を提供していた無辜の企業も巻き添えになる。そうした企業は、取引禁止に遭うのではなく注文が来なくなり、結果としてグローバルな貿易が大きな打撃を受ける。また、強烈的な制裁にショックを受けた中国が半導体の国産化を標榜し始めたことも、自由貿易にとっては打撃である。30年前のスーパーコンピューターより性能のよいスマホが今では安く購入できるのも自由貿易体制でグローバルな供給網が発達したおかげであるが、自由貿易体制がなくなれば、こうした技術革新も難しくなる。

○日本の産業政策の実態

・日本の産業政策はその効果が誇張されすぎている。特定産業の振興を目指すターゲット型産業政策は有名だが、一つの担当課の仕事でしかなく、規模は小さかった。それに対し、全省をあげての産業政策というのがあり、こちらの方がはるかに大規模で重要だった。例えば、石油ショック以後に競争力を失った産業で、いかに労働力を退出させ、資本を退出させるかといった政策であり、こうした供給側改革の実施がよほど重要であった。しかし、このことはあまり知られておらず、自動車等に対するターゲティング政策だけが多くの人々に記憶されている。1980年頃、OECDは積極的な産業調整政策(PAP)を提唱した。これは競争力を失った産業を市場から退出させ

るかという政策である。当時の通産省の産業政策も基本的にはこのような考え方に基づいており、「中国製造 2025」のような特定産業を振興する政策は、日本では 80 年代以降は消えていったのである。

4. 木下信行氏によるプレゼンテーション:「日本の金利自由化の経緯と問題点」

○日本における金融自由化と教訓

・私は現在民間の保険会社に勤めているが、それ以前は旧大蔵省や金融庁、日本銀行などに勤務し、その多くの期間で金融の自由化と危機対応にかかわった。本日は、こうした私の経験を共有したい。日本における金融自由化の背景は、1970 年代に日本企業の対外活動が活発化したことと、日本政府の国債発行が増加したことにある。これら両者は「国際と国債」として同じ発音であるので、「二つのコクサイ(Kokusai)化」と呼ばれた。当初は国内からの抵抗が強くあまり進捗しなかったところ、日米円ドル委員会等の外圧がかかったことで、それへの対応という形で金融自由化を開始した。私自身もこの時期には日米関係に携わっていたが、当時の金融自由化は、まずは対外取引から進めることになった。

・このうち金利自由化との関係については、為替取引の自由化が大きな影響を有していた。1984 年に先物取引の実需原則が撤廃された結果、日本の金融機関はロンドン等の海外市場で外貨を調達し、それを円資金に転換した上で先物予約を付することで、実質的に自由金利での資金調達が可能になったからである。このことは、当時の金利体系を維持困難にさせる効果があった。スライドにあるように、1990 年代前半までの国内の金利は、左上にある国債の発行利回りを出発点として、民間社債の利回りや民間銀行の貸出金利に至るまで極めて微妙なバランスの上に成り立っていた。

・金利を自由化する際には、公的金融との調整が大きな課題であった。財政投融资が大きなプレッシャーを有していたからである。当時は、資金運用部が郵便貯金と公的年金を通して調達した資金を活用して貸出などを行っていたが、その規模は民間金融機関を上回っていた。この制度は、多くの公共事業が資金運用部資金によって賄われる等、一般会計における財源不足を補う役割を果たしていた。7 年物の預託利回りは 10 年物国債の利回りにさらに上乗せする等、郵便貯金と公的年金に対して優遇利回りを保証する一方、政策金融機関等に対する財政補助が行われたので、資金運用部は実質逆ザヤであった。

・日本において金利の自由化が完了したのは 1995 年であるが、その時点では既に金融危機に直面していた。上記のような環境の下では、民間金融機関は公的金融との競争においては明らかに劣勢であった。私自身も、当時は旧大蔵省で旧郵政省との間で郵便貯金と銀行預金の金利について調整する職務に携わっていたが、金利自由化の推進は極めて困難であった。バブル経済の要因としても、公的金融との競争により苦境に陥った民間金融機関がリスクの高い貸出に傾倒することとなった点は否定できない。

・日本の金融危機は、1990 年代後半に深刻化した。1997 年に至って大手金融機関が連続して破綻し、預金者による取付けも発生した。私は、旧大蔵省で金融危機対策に関する政治調整を担当していたが、金融危機に対処する基本的な枠組みが存在しなかったため、当時は効果を十分に発揮できなかった。1998 年に私が旧金融監督庁に移った際に最初に取り組んだ課題は、民間金融機関の不良債権に関する情報開示の強化であった。当時の国際金融市場は、日本の民間金融機関の情報開示に対して強い不信感を持っていたので、我々は米国基準に基づいて民間金融機関の資産査定を行い、債務超過であることが判明した場合には破綻処理を行うこととした。スライドに示したように、こうした破綻処理は 1998~2002 年に集中して実施し、その預金はシステミックリスクの防止のために財政資金で全額保護した。最終的には財政支出の金額は 19 兆円にも達したほか、一時的な資本不足に陥った民間金融機関に対しても公的資金により自己資本を増強した。金融機関は人員削減等の経営合理化を行ったので、最終的には投入資本は回収することができた。こうした対策によって、2004 年頃には、民間金融機関の情報開示に対する信頼も相応に回復した。

・この間、私は、金融危機対応のための制度の企画に携わるなかで、日本の金融危機が深刻化した原因の一つは企業倒産制度の不備にあると考えるようになった。スライドにあるように、かつては企業倒産の殆どが銀行取引停止処分によって処理された。つまり、企業の経営状態が悪化した場合、その企業のメインバンクが救済するか否かを判断し、メインバンクが企業との取引を停止すると、他の取引先銀行もそれに追随することで企業は資金繰りがつかなくなるという仕組みである。これに対し、メインバンクを含む銀行は不動産担保を執行して貸出を回収するが、破綻処理の過程で不法勢力が介入することも少なくなかったため、こうした悲劇を防ぐために、政府は経営困難企業の延命策を講じていた。また、バブルの崩壊後は不動産価格の下落によって、銀行は貸出の回収が困難になった。このことは、銀行による「追い貸し」に拍車をかけ、金融危機を長期化させた面があった。こうした理解は、私だけのものではなく、当時の関係者の一致した考え方であった。こうした問題を踏まえて、企業倒産制度が整備されたのは 1990 年代後半以降であった。

・日本の経験をまとめてみると、日本の金融自由化は、外圧に依存したため、為替取引を中心とする対外取引の自由化は比較的早期に実施したが、外圧があまりかからない財政投融资制度の改革や民間企業の倒産法制の整備が遅れたところに問題があった。こうした背景のもとで、金利を中心とする金融自由化の進捗は遅れたし、民間金融機関の情報開示も不備なままであった。これらのために金融システムに問題が蓄積し、最終的には金融システムだけでなく財政や実体経済にも大きな負担をかけることになった。現在の中国にとっては、米国との貿易摩擦の中で、金融市場や金融ビジネスの開放も大きな課題となっていると聞く。金融自由化や金融システムの安定維持にバランスよく対応し、日本の教訓を他山の石とされることを望む。

5. 自由討議

○技術譲渡問題と産業政策

関志雄氏:

・本日のテーマは貿易摩擦だが、その内容は貿易の枠を超えており、実際に焦点は技術摩擦に移っているようだ。余先生が言及した 301 調査報告の内容は大部分が技術譲渡関連であり、貿易不均衡の問題にはあまり触れていない。技術譲渡に関しては、米国企業が中国に進出する際、中国が市場と技術の交換政策を実施していることがポイントになっている。例えば中国が合併を要求し、独資を認めない。また、中国における研究所の設立も要求するといった付帯条件もある。米国はこれが WTO の規則に反すると考えている。また、多くの中国企業が、政府の指示を受けているかどうかは分からないが、積極的に対外直接投資を行い、米国のハイテク企業を買収する点もポイントになっている。米国企業を買収する外資企業を審査する CFIUS (対米外国投資委員会) の基準は、当初は米国の国家安全保障を損なうか否かに限られていたが、米国のハイテク分野における優位性を脅かすか否かにまで拡大してきた。足元で米議会は主に中国を狙った「外国投資リスク審査近代化法」を審議している。同法案が成立すれば、米国企業の買収だけではなく、米中企業の合併、技術譲渡の契約も審査の対象になる。余先生は、中国企業による米国のハイテク企業を買収ケースは少ないと指摘したが、トランプ政権になってから、多くの対米投資プロジェクトが認可されず断念せざるを得なくなっている。その規模は承認されたプロジェクトより大きいかもしれない。

・米国からの技術獲得が難しくなってきた中国は、どのような対応策を採るべきか。一つは自主研究開発の強化である。米国で中興通訊 (ZTE) 制裁事件が起きてから、国をあげてチップを研究開発しなければならないという共通認識が生まれた。もう一つは、米国が売ってくれなければ日本や欧州の国々から購入する。故に中国はこれらの国と良好な関係を維持しなければならない。これも日中関係好転の一因かもしれない。中国にとって、市場と技術の面でいつまでも米国に頼るとリスクが高まる。中国は「米国+1」政策を採る中で、日本との関係を修復しようとしている。逆に日本の立場から言うと、トランプ政権になってから米国は TPP (環太平洋パートナーシップ協定) から脱退し、日本も含む国々の鉄鋼、アルミに対して関税を課した。米国の保護主義はエスカレートしており、こうしたリスクを回避しようと、日本も「米国+1」政策を検討しており、対中関係を良くすることにも積極的である。日中のこうした共通利益で今回李克強首相の訪日 が実現できた。

深尾光洋氏:

・産業技術は常に高い所から低い所に流れ、その際に摩擦が生じうる。例えば、特許制度が整備される前の産業革命の時代に、米国は英国から繊維機械の技術を導入しようと思ったが、英国は技術者の移住と設計図の輸出を禁止していた。結局は英国の技術者が設計図を記憶して米国へ渡航して技術を伝えたので、米国はこの技術者を英雄として扱った。日本でも、例えば日本のある光学メーカーは戦

前にドイツからレンズの技術を購入手がしたが、特許料が非常に高価であったので、退職した技術者を雇うことで技術を導入した。このように最初は摩擦も避けられないが、時間が経過する中で、最終的には日米共に自分で技術を開発する段階に到達した。

管濤氏:

・ZTE の件によってコアな技術を有することの重要性を認識した。つまり、中国はこれまでは半導体のような部品は安価に輸入できると考え、関連産業を積極的に支援しなかったのが、米国から弱みに付け込まれた。これに対し、中国が自国の市場規模という優位性を利用して、技術を入手しようとするのは非難されるべきではない。例えば、米国はイランとの核協議から一方的に退出すると同時に、同盟国にも対イラン制裁を求め、従わない国には制裁を行うとしている。米ドルが基軸通貨であるだけに、各国は米国の主張に従わざるを得ない訳である。

・中国は十九大で二つの「百年目標」と、2050 年までに中華民族の偉大な復興を実現するという目標を掲げた。しかし、自国を強くすることはどの国にとっても最高の利益であり、外国の意図を損なうものではない。また、これまでの改革開放の経験を踏まえると、中国経済の高度成長は世界にとってゼロサムではなく全体のパイを大きくすることである。改革開放の初期には、中国は外資利用を奨励したが外資にとっても利益に繋がったし、市場参入や技術譲渡を強制した訳ではなかった。その後、中国は世界最大の直接投資先になったが、これも良好なビジネス環境によるものであった。

・中国は他国にとって代わると主張したことはない。国の総合力を測る指標は経済指標だけではない。ある指標では中国は上位だが、米国だけでなく日本や欧州と比べても大きく劣後する面もあるので、2050 年にはどの国や地域を凌駕するとは言えない。また、海外から注視されている中国の産業政策については、中国内でも激しい議論がある。成功例がある一方で失敗例も少なくないので、政府と市場の線引きについて意見が分かれている。海外では、中国政府の最大の強みは長期的な経済発展計画の下での経済政策の連続性と安定性であるという見方があるが、中国のやり方が良いと思えば参考にすれば良いし、唯一の最適なやり方がある訳ではない。

津上俊哉氏:

・産業政策についてコメントしたい。アリババやテンセントのようなニューエコノミーは、民間企業がスピードを重視して発達したもので、中国政府の産業政策とは関係ないと思う。但し、中国の半導体の過剰生産は今大きな問題になりつつある。中興通訊 (ZTE) 制裁によって、米国の半導体に依存しては危険だという認識が生じた。半導体に対する研究を加速するだけならばよいが、地方政府の産業投資ファンドなどの動きを見ると、また大量に工場を作りかねず、次の過剰生産は半導体で起きるだろう。外国から見ると、こうした過剰生産は鉄鋼、太陽パネルなどの経験から「もうたくさんだ」という気持ちであり、中国の半導体の輸出急増を防ぐために相殺関税のような制度を確立しなければならないことになる。

・この問題を協議するにも別の問題がある。欧州はトランプ政権と同席したくないので三種の話し合いができない。そこで、日本に米欧間の伝達役をやってくれという笑い話もある。産業政策については中国国内でも様々な議論があり、私も発展改革委員会の徐林司長が書いた分析を読んだ。例えば、EV に関しては中国の産業政策の中でも最もうまくできている一方、半導体で起きていることは、必ずしも産業政策という形に纏まっていないかもしれないが、海外から見ると明らかに産業政策である。このまま続けると必ず世界から障壁を立てられる点は銘記しておいた方がよいと思う。

余永定氏:

・産業政策は大変重要な問題であり、中国では活発な議論が行われている。中国の未来を考える上で、津上先生には日本の経験を共有してほしいと期待している。

哈繼銘氏:

・産業政策については、生産能力の過剰を防ぐことが重要である。中国では地方政府が地元経済に大きな影響を与えており、特定の産業政策を打ち出すと、大量の資源と企業が集まることで生産能力の過剰を引き起こす。2008 年の太陽光パネルがその一例である。また、ハイテク分野の場合には資金だけでなく創造性も必要である。中国の科学者は創造的であるが、短期間で半導体を自主開発することは難しいように思う。中国は教育、科学技術、自主イノベーションを長期的に推進すべきであり、短期的には香港の優位性を生かすべきであろう。香港は、英語の普及率が高いため海外の人材を引き込める、欧米との文化の差が小さい、資本規制がない、税率が低いといった優位性がある。中国の他の省や市もハイテク産業を発展させることができるが、同時に進めてしまうと価値のないものを生産し、生産能力の過剰を引き起こすかもしれない。

高橋亘氏:

・中国国内では産業政策の問題が一層重要になるように思う。10 年以上前に韓国の友人から、家電や自動車の業界で日本のように多くの大メーカーが並存する国が他にいいのかと問われたが、こうした過剰能力を調整しないままできたことで、日本ではその後、多くのメーカーが経営悪化に苦しむことになった。これから中国が戦略産業で国内企業を育成する際、同じ道に向かうことを心配している。その意味で、中国は日本の 1980 年代の経験よりも、21 世紀の産業政策の失敗を勉強すべきではないか。

○多角的な枠組みの活用

高橋亘氏:

・1980 年代の対米貿易摩擦の際の日本と、足許の中国とを比較すると、最も大きく異なるのは、余先生が指摘した通り、中国がアジアのサプライチェーンの一翼を担っていることである。従って、米中間の貿易摩擦は中国のみならずアジア全体にとっての問題でもあり、この問題は東アジア地域全体の問題として ASEAN+3 のような枠組みでも対応すべきであろう。例えば、欧州は今回の貿易摩擦に際しても、英仏独に加えてスペインもイタリアも問題意識を共有し、共通

のメッセージを発信していることで、世界に対してインパクトのある主張ができています。アジアも今回の件を契機に域内の問題として対処する良い機会ではないか。中国も単独で米国と対決するのは不利だが、アジア全体の声をまとめて米国に対峙することが重要だと思う。一方で中国自身も様々な誤解を解く必要がある。例えば、自由貿易の主張と「一帯一路」の関係などをきちんと説明しないと、中国が自由貿易体制を擁護することについて疑念を抱かれるかもしれない。

余永定氏:

・高橋先生が指摘された通り、米中貿易摩擦は二国間問題のみならず多国間問題であり、地域の問題でもある。中国は日本や韓国、他のアジア国との協力を強化し、共通の利益を守るべきである。

須田美矢子氏:

・中国が強くなり米国と交渉できるようになったのは良いことだが、いずれは中国の首に誰が鈴をつけるのか問題とならないように、各国の間で適度なパワーバランスが維持できれば良いと思う。自由貿易の維持という観点から、WTO を活用すべきとの指摘も多いが、WTO 体制も不完全である。訴訟しても WTO 違反かどうかは判明し難く、実質的な時間稼ぎになってしまう。やはり、主要国の参加による国際金融と貿易のシステムをしっかりと作っていくことが大事である。

深尾光洋氏:

・過去の経験が示すように、日本は二国間協議になると良いことはない。特に日米の間では、最後は安全保障に絡んだ議論になるので日本の立場は弱くなる。そこで近年では、日本は EU の主要国と連合を組んでバランスをとることがあり、これは効果的だと思う。特に米国にとって英国は「おじさん」のような国であり、英国が合理的なことを言えば米国は多少は聞き入れる。中国も米国との二国間協議ではなく、欧州や日本を引き入れて多国間協議にしたほうがバランスを取りやすいと思う。

管濤氏:

・米国は戦後経済の多角的貿易システムの創設と発展において主導的な役割を担ってきたが、今や米国はその役割を放棄し、むしろ二国間での協定を優先させているようにも見える。ただ、こういった動きは、戦後直後から米国自身が理想としてきた哲学と逆行するものである。足元の米中の貿易問題は、グローバルなサプライチェーンと密接に関わっている点でかつての日米貿易摩擦問題とは異なる。このため、より実行可能な提案によって多角的貿易体制を修復する必要がある。

○貿易摩擦と為替レート

高田創氏:

・日本にとっての貿易摩擦は為替レートの問題とも一体だった。つまり、1970 年代以降に繊維に始まり鉄鋼、自動車、ハイテク分野と貿易摩擦が展開する中で、変動相場制への移行や「プラザ合意」などを機に急速な円高が生じた。90 年代には貿易摩擦が最も先鋭化する下で、1995 年に戦後最大の円高となった。つまり、日本政府は貿

易摩擦に対して、産業政策の実施とともに円高対策にも奔走することになった。中国にとっても、今後は為替レートの問題にどう対応するかが課題となりうる。

神宮健:

・貿易摩擦の問題は為替の問題でもあった。1983~84年頃、米国は円安の水準を問題視しただけでなく、その背景として円に魅力がないことも問題であるとした。そして、円の魅力を高めるために、ユーロ円市場の自由化を進める、という話になった。これには、異論もあったがユーロ円市場は開放された。同時に1984年は為替の実需原則が撤廃された他、円転規制も撤廃されたことで、日本の資本の自由化が急速に進むことになった。その結果、海外の金融市場と日本の金融市場の間の裁定も進んだ。そこで問題となったのは、日本の金融制度の中にいろいろな障害が残っていたことで、裁定が働き、取引が国内から海外に逃げてしまうといった問題が生じた。中国が金融開放を進める上では、国内での障害を取り除いた上で進めないと思わぬ動きが出る点に注意が必要である。

哈繼銘氏:

・為替レートに関しても、現在の中国と当時の日本とはかなり異なるように思う。ここで中国が完全に為替レートを自由化し、資本勘定を自由化すると、むしろ人元安圧力に直面するかもしれない。中国にとって資本の流出圧力は強く、資本規制によってようやく抑えており、かつある程度は人民元の安定を支えている。

露口洋介氏:

・高田先生が指摘されたとおり、1980年代に日本は円高不況に対して金融緩和政策を採った。内需拡大を提唱する「前川レポート」(1986年)を取りまとめた前川氏は元日銀総裁であり、その内容は金融政策に多少なりとも影響を与えた可能性があると思う。哈先生も輸入拡大で消費需要を拡大させることに言及したが、現在の中国において輸出の自主規制以外に、金融政策や財政政策で内需を拡大し、経常収支の不均衡を解消しようという考えはあるか。

哈繼銘氏:

・VAT税率の引き下げのほか、自動車や消費財などの関税を引き下げるなど、中国政府は財政政策を通じて内需の拡大を図っている。さらに、金融面でインターネットの活用を通じて決済の利便性を高めたり、農村地域でインフラ投資や金融包摂を推進したりするなどして、低所得地域も含めて家計消費全体の底上げを図っている。

○国際収支の意味合い

高田創氏:

・30年前に日本のエコノミストも、米国の貿易赤字は基本的に貯蓄投資バランスの問題であって、米国の貯蓄不足と過度投資を解決しないままに、日本側がいくら努力しても米国の貿易赤字は減らなないと考えていた。余先生のお話を伺って当時のことを思い出した。実際の現在の米国の経済は好調で、投資も消費も高水準で推移している。しかも、大幅な法人税減税を行ったので、マクロ的には当然に貿易赤字が増える状況にある。もっとも、米国のエコノミストも理解してい

るように、政治は経済理論の通りには動かない。米国にも重商主義的な考え方があり、基軸通貨国なので貿易赤字は問題ないはずなのに、貿易赤字を政治的に強く問題視する状況がある。

・日本にとっての貿易摩擦の典型例として自動車問題を振り返ると、1980年代半ばから米国との摩擦が先鋭化した。当時、日本メーカーによる現地生産はほぼ皆無で、米国向け輸出のピークは360万台程度に達した。マクロ的にも、米国赤字に占める日本のシェアは1991年には65%に達し、現在の中国(47%程度)を超えていた。現在では日本メーカーの米国向け輸出は170万台にまで減少した一方、現地生産は370万台に達した。家電メーカーも、貿易摩擦に対して輸出を減らして現地生産に切り替えた。現地生産は雇用を拡大するなど現地経済に貢献するため、米国の州政府から高く評価されている。

・ただし、中国が現地生産の拡大という対策を採用することは難しいので、米国商品の輸入を拡大するしかよに思う。1980年代後半の日本でも「前川レポート」が内需拡大を奨励した。また、足元の中国の対米貿易黒字には、米国企業が寄与している面もあり、サプライチェーンの特性が反映されている点でも、当時の日本とは異なる。日本は安全保障の点で米国と密接な関係を持っている。一方、現在の米中の状況を見ると、経済面で中国は当時の日本以上に米国の競争力に迫っているだけでなく、安全保障の面での競合も強まっている。その意味で米中貿易摩擦は当時の日本以上に根が深く、最終的には基軸通貨を含めたヘゲモニーが大きな論点になると思う。

須田美矢子氏:

・現在の米国が完全雇用の下で財政支出を増やすと、マクロ的には経常赤字が拡大するはずである。また、サックス教授は以前に投資が経常収支の動きをよく説明すると分析したことがある。貯蓄や投資、資本移動が対外不均衡にどのような役割を果たしているかをきちんと分析したほうがよい。また、哈先生は、ブレトンウッズ体制の下では米ドルが金とペッグしていたのでディシプリンが働いていたと説明されたが、実際は、米国は基軸通貨国として自由に経済政策を運営する一方で、他国が体制維持のために経済政策を調整していた。誰も米国の経済政策をコントロールできず、米国は金平価を結局維持できなくなり、変動相場制に移行した訳である。しかも、固定相場制の時期は資本の移動性が低いので不均衡が拡大しなかったが、資本移動が自由化されるに連れて不均衡が拡大した。

哈繼銘氏:

・1971年までは米ドルは金にペッグしていたので、米国の金融政策はドル/金の交換圧力を考慮して調整する必要があった。従って、貿易赤字に陥れば、金融引締めを余儀なくされることで貿易赤字を緩和できた。しかし、ドルと金の交換が停止された後はビルトインのメカニズムがなくなり、貿易赤字が維持される可能性が高くなった。

深尾光洋氏:

・余先生が指摘された通り、国際収支の黒字や赤字にはあまり意味がないと思う。しかし黒字が良く、赤字が良くない考える政治家はど

の時代にも存在する。津上先生の資料に示されているように、日米貿易摩擦の際、日本は自動車に対する関税を避けるために輸出の自主規制を実施した。日本の自動車メーカーは実質的な輸出カルテルを結び、値段を上げて輸出した訳である。米国が高い輸入関税を課すと税収は米国に帰属するが、日本側で値上げをすれば利益は日本の自動車企業に帰属する。日本企業が儲ける形で輸出量を削減したのであり、自由貿易とは相容れないが、一時的なセーフカードとしてセカンドベストの対策になるかもしれない。

木下信行氏:

・日本政府は、それまで自ら決定できなかったことについて、日米交渉の中で米国が言うてくれると、それを外圧として利用して国内で実現してきた面がある。金融市場の自由化と異なり、財政投融资制度や倒産制度については米国が言うてくれなかったので、日本国内で改革に向けた議論が進まなかったとも言える。米国との交渉に臨む際には、このように外圧として利用することも考えられるが、国内の問題をよく考え整理した上で臨むことが大切である。

第二部:金融政策と金融リスクの防止

1. 菅氏によるプレゼンテーション:「国際資本移動に伴うショックのリスクの解消方法」

○2016年の人民元レート下落とその対応

・2016年末に人民元が大きな下落圧力に見舞われた際、それまで中国とは無関係と考えられていた資本流出ショックが目前に迫っていた。しかし、2017年には人民元の対米ドルレートは6%以上増値し、外貨準備も増加した。振り返ってみると、2015~16年にかけての人民元安の主因は経常黒字を上回る資本流出にあった。特に短期資本の流出が著しく、経常収支と直接投資をあわせた基礎収支の黒字合計を大幅に上回った。市場では、いわゆる「811 為替制度改革」以降、人民元安の期待が形成されていただけでなく、人民元を切り下げれば国際的な通貨の切り下げ競争を誘発する惧れもあった。

・このため、中国政府はこれ以上の人民元下落は副作用が大きいと判断し、また外貨準備の減少に対する懸念から人民元買い介入も現実的な選択肢とならなかった。このため、残された手段である資本移動規制の強化が採られた。すなわち、外為市場で供給が需要に満たない場合、通貨当局には、自国通貨を下落させる、外貨準備を取り崩す、資本流出を規制する、の3つの手段を採り得るが、現実にはこれら全てを採用できる訳ではない。その意味で、私は資本流出への対応策を「新たなトリレンマ」と呼んでいる。

○中国政府による為替政策の変化

・過去2~3年の間に中国政府の為替政策は大きく前進した。それ以前は「管理された変動相場制」を採用していたが、この方法にはいくつか問題があった。第一に市場から理解されにくく透明性に欠けていた。第二に政府は通貨バスケットの安定を目指しているが、市場は対ドルレートにより強い関心を持つため、当局と市場の間で意識乖離があった。これらの問題を踏まえ、2016年初に人民銀行は人民元レートの間接値の算定方式を開示するなどの対応を行った。こ

の結果、2016年の人民元下落はドル高が主因であり、政府が意図的に人民元を切り下げたものでないことが市場に理解された。

・2016年末に中国の外貨準備は3兆ドルを割る一歩手前まで減少したが、伝統的な指標に照らしてもIMFの最新基準でも、この水準は十分に潤沢である。しかし、外貨準備の適正規模は、絶対的な客観的基準ではなく、市場の主観的な受け止め方次第というに留意すべきである。市場が外貨準備の減少を悪とみなせばそうであり、時間が経てば経つほど、市場へのショックも大きくなる。このため、2016年末に3兆ドル規模の外貨準備を守ることができなければ、外貨準備の減少と人民元下落が同時に発生し、市場では期待の自己実現の悪循環に陥った可能性が高い。この意味では、2017年に外貨準備の安定が確保されたことの本質は、市場からの信頼が守られたことにある。

・2017年の人民元上昇には技術的要因がある。それは、2017年5月末に人民元相場の間接値の算出方法をさらに改善し、「カウンターシクリカル要因」を導入したことである。この改善については多くの議論があり、為替政策の不透明性を増したとの指摘もある。しかし、2017年には米ドル相場が下落する中、人民元の対米ドル中間値は0.4元上昇した。そのうち、終値は下落基調でマイナス0.85元の寄与だったので、カウンターシクリカル要因によって相殺しなければ、人民元は対米ドルで下落し1ドル7元を突破する可能性さえあった。

・議論をまとめると、第一に現在の為替政策と外為市場の下では、人民元相場は双方向に変動しうる。実際に双方向に変動することで市場の期待が多様化すれば、外貨需給の自己均衡が実現され、規制によって調整する必要はなくなる。2018年以降、人民銀行は臨時的な制限措置の一部を廃止した。これは、当局がルールの下での市場メカニズムによる調整を尊重するスタンスを示唆したものと理解できる。第二に長期的にみて通貨当局が市場介入から退くことにより、中国の経常収支と資本収支は鏡像関係になるので、資本の流入や流出は、人民元の上昇ないし下落を必ずしも意味しない。将来は、人民元相場も米ドル相場と同じく、上昇と下落を貿易赤字や資本流入だけでは解釈できなくなる。第三に第5回全国金融工作会議は人民元相場の形成メカニズムの改革の深化を金融開放拡大の最優先課題として掲げた。このため、人民元相場がグリーン・フロートに向かうことは大きな流れである。しかし、改革による不確実性はリスクを伴うだけに、中国政府は最悪の状況を想定して、最良の結果を目指すべきである。

○金融政策に対する意味合い

・為替市場の改革は金融政策の手段にも変化をもたらさう。中央銀行が外為市場介入から退出した後は、外貨準備は市場流動性の調節手段ではなくなる。その際、中央銀行は金融調節の方法を改善しなければ、為替相場の変動がもたらすメリットを享受できない。また、海外の経験を見ると、安定した経済・金融システムを構築することが、為替制度の改革が成功する上での重要な条件である。実際、ラテンアメリカの一部では、為替相場を変動制に移行した結果、経

済が大きな混乱に見舞われた。中国でも、2015年の「811 為替制度改革」以降、為替相場の柔軟化によって多くの混乱が生じたが、これは中国の経済・金融システムに存在する一部の脆弱性に対する懸念を反映していた。2016 年末以降はこれらはある程度緩和され、直近では米ドル相場が上昇しても、中国国内の金融市場で大きなパニックは生じていない。これは、国内経済のファンダメンタルズが改善したことによる。

2. 高氏によるプレゼンテーション:「デレバレッジの痛み」

○レバレッジ問題の特徴と対応の方向

・経済全体のレバレッジ率が高いことについては、非金融企業部門の問題であること、構造的な問題に起因していることの 2 点が重要である。特にレバレッジが高いのは国有企業である。国有上場企業のレバレッジも 2013~15 年にピークをつけた後、低下傾向に転じている。

・昨年末から今年初にかけての政府の対応によってオフバランスの融資は急減した。4 か月で増加ペースは半減し、オフバランス融資の市場金利も急上昇した。

・金利の急激な上昇はいくつかの問題を引き起こした。まず、民間企業と国有企業の信用スプレッドが拡大し、民間企業の負債コストが上昇した。しかし、政府によるデレバレッジ政策が実施されて以降は、国有企業向け与信の金利にあまり変化がない中で、信用スプレッドが急速に拡大した。

3. 植田和男氏によるプレゼンテーション:「Lessons from Japan's Experience with Financial Crises」

○日米貿易摩擦とマクロ政策面での対応

・1980 年代の対米貿易摩擦は、日本経済に対して 30 年間に亘って大きな影響をもたらした。その結果の一つとして、日銀は現在でもゼロ金利を脱することができていない。また、低成長と低インフレに対する日銀の政策は、例えば、米国の 2000 年代前半における金融政策にも影響を与えたが、それには良い面と悪い面の双方があった。

・1980 年代初から半ばにかけて日本の経常収支黒字が増大する中で、米国との貿易摩擦が激化した。当時の経常収支黒字の対 GDP 比は 4% 台で推移し、多くの部分是对米貿易黒字であった。その結果、1985 年 9 月の「プラザ合意」による円相場の対ドルでの急上昇に繋がったほか、米国が内需拡大を要求し続けた中で日本も円高が経済に強いマイナスの影響を及ぼすとの懸念から、強力な金融緩和と拡張的な財政政策を発動した。このうち前者は、1986 年 1 月から 1987 年 2 月まで 5 回にわたって政策金利を引下げた。

・対米貿易摩擦に伴う円高に対して金融・財政の双方で拡張的な政策を採用したこと自体は合理的だったが、それらが行き過ぎであったために、不動産や株式といった資産の価格が急上昇し、その後の急落に繋がった。しかも、金融監督は、個別の金融機関への対応の点でも、マクロプルーデンスの点でも十分機能せず、実際に生じて

いることを把握する点でも、資産価格の急落後の対応の面でも不適切であった。このため、金融緩和への転換が遅れただけでなく、金融機関に対する資本注入はさらに遅延することになった。その結果の一つがその後のデフレーションとインフレ期待の低下であり、これらは今でも日本経済に影響を与えている。

・日本の政策当局は同時に進行していた金融自由化のプロセスも、うまく運営しえなかった。1970 年代から中央政府の財政は赤字に転じ、国債発行が常態化したため、市場での円滑な消化のために国債市場は徐々に自由化された。その背後には米国からの金融自由化に向けた圧力もあったと思われる。長期金利が市場で形成されるようになった結果、民間企業にとって資本市場での資金調達が以前より容易になった。一方、銀行と証券の分離政策は厳格な形で維持されていたので、伝統的な顧客の資本市場への流出に直面した銀行は、資産査定が比較的簡単と考えられていた不動産関係の融資にエネルギーと資金をつぎ込むことになった。これがバブルの要因でもあったと考えられる。

・この間の金融部門と非金融部門のレバレッジ—ただし、資産を市場価格で評価したもの—をみると、1980 年代には、企業が資金を調達しつつ金融資産や不動産への投資を行ったにも拘らず、こうした資産の価値がバブルによって上昇したため、自己資本が急増しレバレッジはむしろ低下した。しかし、1990 年を境に資産価格が急落したため自己資本は減少し、レバレッジも急上昇した。この現象は 90 年代後半まで続いたあと、企業によるデレバレッジの効果が顕現化する一方、設備投資等には強いプレーキがかかり続けた。一方、金融部門については、不良債権の処理に追われる中で自己資本が減少し、2002~2003 年に株価下落の最終局面を迎える中で、2000 年代初までレバレッジが上昇し続けた。実際、金融部門が処理した不良債権の額は大きな額に達し、その処理は 1990 年代半ばから 2000 年代半ばにかけて長期を要した。また、1997 年からの約 10 年間に亘って、銀行貸出の伸びもマイナスとなった。

・日米のバブルのピーク(日本:1990 年、米国:2007 年)以降の政策金利を比較すると、日銀に比べて、FRB は急速な利下げを行ったことが明らかである。つまり、米国は日本の経験を反面教師として活用したとみられる。実際、米国では 2000 年代初の不況の中でインフレ率が 1% まで低下したのに対し、FRB はデフレーションを回避するため強力な金融緩和を 2004 年にかけて実行した。理由の一つは日本の過ちを繰り返さないという意識だったと思われるが、その後の不動産価格の長期に亘る上昇に繋がりが、結果として金融危機の発生を招いた面もある。2008 年のリーマンショック後も、FRB は速やかで大規模な金融緩和策を実施した。結果的に米国のインフレ率は FRB の目標である 2% に相対的に早く回帰し、インフレ期待も相応に安定している。ただし、金融政策が正常化されたと言えるにはまだ距離がある。FRB が金融政策の正常化を続けていくにつれて、米国や世界の経済にどのような影響が生ずるかは予断を許さない。

○金融危機の防止

・海外発の危機による国内への影響を緩和する上では、国内におけるマクロ経済政策の発動余地が重要な意味を持つ。例えば、2007～2009 年にかけて日本以外の中央銀行は FRB に引っ張られるように急速に金利を下げたが、日本だけはゼロ金利の下にあったため追加的な緩和余地が限られていた。このことが厳しい円高を招き、その後の経済の停滞につながった面は否定できない。しかも、日本が対外債権国であり多くの外貨準備を有していることが市場で過度に意識されているだけに、金融危機が生ずると円高圧力が生ずるといふ現象がしばしば生ずる。

・日本発の危機については二つのリスクが存在する。日本の地方銀行の多くは、人口減少などのために地元経済が疲弊し、貸出先に乏しく収益が低迷している。加えて、日銀が長期に亘って低金利政策を続けているため、貸出金利と預金金利とのマージンも減少し続けている。このため、多くの地方銀行の経営が同時に行き詰まるリスクが存在する。政府債務も引続きリスクである。現在の国債利回りには、政府債務が GDP の 200% を超えていることのリスクプレミアムが織り込まれておらず、その背景の一つに日銀の低金利政策とその下での多額の国債買入れがある。従って、やや逆説的ではあるが、金融緩和が成功してインフレ率が目標の 2% に向かって上昇すると、そのスピードによっては金利が急上昇し、その中で財政のリスクプレミアムも織り込まれることによって、金融危機が発生するリスクがある。

○今後の日本の金融政策

・今後の日本の金融政策には三つのシナリオが存在する。第一は、インフレ率が少しずつ上昇し、日銀にも最終的に利上げの余地が生ずるものである。そのためには、インフレ率のトレンドが顕著に改善し続ける見通しが生ずることが条件である。第二は、おそらくは世界経済の減速に伴って日本経済も不況に陥り、インフレ率も低下する中で、金融政策の発動余地の小さい日銀が苦境に陥るものである。理論的にはマイナス金利政策を強化するオプションはあるが、先に述べた地方銀行の問題等を考えると、現実には難しいように思う。株式や REIT のようなリスク資産の買入れを増やすこともできるが、資産市場への日銀によるコントロールが強まり、市場機能が失われるという問題がある。しかも、景気が低迷する中でこうした政策を採っても、株価や REIT の価格に対する効果は限定的かもしれない。

・第三の最も蓋然性の高いシナリオは、現在のような低インフレがかなりの期間続くものである。現在の米国型のコア CPI 上昇率はゼロ近辺にあり目標からは程遠い。日銀は本来であれば金融緩和を強化してインフレ率の引上げを図るべきであるが、有効な手段が限られているため、現実には現状維持的な政策を続けざるを得ない。実際、日銀は 2% の目標をなるべく早く達成するとのスタンスを取ってきたが、最近ではインフレ目標の緩やかな達成という方向に変わりつつある。しかし、こうした政策運営の下では、日本経済に何らかのショックが生じた場合に政策対応の余地が限られる点が懸念される。

4. 自由討議

○為替制度改革と資本自由化

関志雄氏:

・まず、管濤先生は結論で、「長期的に見ると、人民銀行が外為市場における常態的介入から退くにつれて、中国は経常収支と資本収支が鏡像関係を形成する国際収支の自主均衡の状況になろう」と、抽象的に書かれているが、完全な変動為替相場制に移すと理解してよいか。そうなった時、人民銀行は毎日の中間レートを発表しなくなるか。また、冒頭で「長期的」とあるが、具体的にどのぐらいの時間がかかるか。短期的に実現できないとすると、そのボトルネックは何か。

管濤氏:

・人民元レートは現在は双方向に変動しており、通貨当局はそれに満足している。市場の期待は分散化し、外国為替の需給は均衡に向かい、市場の適応性も強くなっている。例えば、最近ではドル相場の上昇に伴って対ドルでの人民元安が生じたが、市場ではパニックは生じなかった。今後については、中国政府は米中貿易摩擦への対応に精力を割かれているという見方もあるが、人民元為替レートの改革を金融システム改革の一環と位置づければ、関連する領域では様々な改革が進んでいる。例えば、臨時的な取締措置の撤廃があり、外為市場の発展や取引主体の増加、取引規制の緩和に関する研究も進んでいる。こうした準備は次の改革のステップのための条件である。

津上俊哉氏:

・日本経済も過去に円高で難儀したが、物事には須く両面があるように、円高にも良い面があった。例えば、円高によって日本の製造業が海外に進出した結果、今日では海外直接投資から受け取る収益が経常収支の黒字を支えている。日本の貯蓄率がほとんどゼロになっても、経常収支は堅調な黒字を維持している訳である。中国については、2009 年に 4 兆元の投資が始まってから約 10 年弱の間に、毎年の統計を累積すると固定資産投資は 17 年末までに約 380 兆元に達し、今年の上半期には 400 兆元を突破したはずである。従って、国内には収益の得られる投資機会や経済効果のあるインフラ事業は、もはや乏しくなっているはずであり、資本が収益を求めて海外へ流出するのは自然である。しかし、現在は資本の海外流出が規制されており、そのために人民元レートの安定を維持できているとしても、長期的に良いことばかりではない。国内に良い投資機会がない状況は 2～3 年では変わらないし、資本規制を緩和すると資本が流出するという状況にあるのではないか。

管濤氏:

・人口の高齢化と人口ボーナスの消失に伴い、将来的に中国の経常収支は赤字になると見込まれ、これに対して資本流入や投資収益の黒字で経常赤字を補うことになろう。そのためには、中国政府は企業や家計による対外投資(含む金融投資)を促進すべきである。外為相場が安定するにつれて、政府部門も QDII、RQDII、QDLP、QDIE の限度額の審査再開などの措置を採っている。これらはチャネル型の開放であり、一時停止した限度額の再開放である。また、

対外直接投資のうち、不動産、ホテル、映画館、アミューズメント、スポーツクラブの5業界は原則禁止であるが、窓口指導措置は全部撤廃された。実際、2017年11月以降、中国企業のその他海外投資と対外直接投資は前年同月比ベースでともに増加に転じた。規制の撤廃によって、企業が外貨資源の利用効率を高め、対外投資で利益を得ることが期待される。

須田美矢子氏:

・管先生に資本移動の自由化について伺いたい。為替レートを安定させたいのであれば、資本移動を自由にしなければならないのではないか。1980年代の日本では、外為法の改正によって資本移動が自由になり、機関投資家が多く資金を海外に投資した。これが可能であったのは、当時の米国がレーガノミクスの下で減税措置を取ったことで経常収支が赤字化したからである。逆に当時の日本では、資本流出によって経常収支が黒字化していく状況があった。現在の中国は、経常収支黒字がある中で為替安定のために資本移動を自由化しようとするのか、あるいは経常収支黒字が大きくなりすぎないように、ある程度の規制が必要と考えるのか。

管濤氏:

・国際的な経験から見ると、成熟した経済における国際収支の調節メカニズムは主に為替レートの変動と自由な資本移動である。このため、中国は為替をクリーン・フロートにするだけでなく、資本の双方向のフローも開放しなければならないという認識がある。2014年以前までは、中国による資本フローの開放は流入を奨励して流出を制限するものであり、大きな経常収支黒字とともに生じた双子の黒字によるすべての調整圧力は為替レートに反映された。しかし、中国政府は為替レートの急上昇を望まなかったため、結果として政府部門が外貨準備を増やす形で対外投資を行うことになった。外貨準備を用いた対外投資では、安全が第一、流動性が第二、利益が第三であり、収益率の優先度合いは相対的に低い。中国は、負債コストが高い中で対外純債権国になったので投資収益は常に赤字であるし、投資主体の相違により中国の資産と負債はマッチしていない。

・資本勘定の開放は財産権保護にも関係する。政府は国内で資産を保有することは安全であると国民に理解させる必要があり、そうすることで国民は資産を海外へ移動しないようになる。しかし、税制には不備があるので、国民は国内での資産運用に伴う課税による損失を心配している。また、国内の資産価格が比較的高いため、資本勘定をあまりに速く開放すると、国内金融市場にショックをもたらすことも懸念される。また、企業の内部管理やリスクコントロール能力も試されることになる。実際、中国企業は2015～2016年に大量の対外直接投資を行ったが、多くの場合にデューデリジェンスが十分に行われず、単に自国通貨安のリスクを回避するために資金を海外へ移動したものであったようだ。マッキンゼーのレポートによると、2000年からの10年間に、中国企業による海外でのエネルギー関連の買収プロジェクトのうち損失となった割合は80%に達し、平均して資本金の10%以上を失った。このように資本勘定の柔軟化は、国内の様々な改革と連携して実施しなければならない。これが、第五回全

国金融工作会議で合理的で秩序立った金融対外開放を実施すると宣言した理由であり、余先生が、自分の体を鍛えて宿題をきちんと完成しなければ、健全で持続的な開放はできないと主張されている理由である。

高橋亘氏:

・リーマンショック後には、欧州の投資家や銀行が保有していた米国のモーゲージ関連の証券がデフォルトしたことで危機が米国から欧州に拡大したし、そうした証券化商品の拡大はシャドバンキングを通じた金融仲介という側面もあった。因みに、私はBISのチーフエコノミストになったヒュンソンシンさんと一橋大学の服部さんと共に三人で当時の経験に関する論文(“A Financial System Perspective on Japan’s Experience in the Late 1980s” IMES Discussion Paper Series E-19, Bank of Japan, August 2009)を発表したが、この論文は欧州中央銀行から読むべき論文として推薦されている。

・植田先生が説明されたように、1980年代後半の日本では、米国とは逆にむしろレバレッジの低下がみられた。これには株価の上昇による資本勘定の価格上昇も寄与したが、海外でのエクイティファイナンスが増加といった資本勘定のボリュームの増加も大きい。企業は海外で調達した資金を国内に還流、それを国内銀行の自由金利・高金利預金に預入したが、預金を受け入れたものの貸出先に困った国内銀行は不動産業に融資し、これがバブルを招くことになった。中国も、資本自由化を進める際には海外からの資金流入によるバブルに注意すべきであろう。なお、須田先生が指摘された通り、当時の日本も資本収支は赤字だったが、グロスの資本流出と資本流入がともに増加していた。資本フローについては、ネットだけでなくグロスにも着目すべきである。マクロブルーデンスの観点からは貸出の量的規制も重要なポイントである。1980年代後半の日本では窓口指導は機能しなくなっていた。この点に関する当時の経験も先に述べた論文に書いたもので、ぜひ一読されたい。

管濤氏:

・高橋先生のご指摘通り、資本勘定の開放は双方向である。国内の企業や家計は、国内の資産価格が比較的高いので、資金を外に出したいと思うであろう。一方、多くの海外企業も、中国の高い経済成長と市場の潜在力を考慮し、中国に資産を配置したいと思っている。資本勘定を自由化しても、一方的な流入や過度の流出は生じないと思うが、もしもそうしたことが生ずれば大きな問題になる。

神宮健:

・80年代半ばにユーロ円市場が開放され、また、資本自由化も進んだため、日本の企業や投資家にとっては国内市場と海外市場の両方が使えるようになった。しかし、当時、日本の社債市場の発行コストは制度的な要因のために高かった。このため、日本の企業はロンドンで社債を発行し、また日本の機関投資家も、国内の規制を回避するため、ロンドンでそうした社債を買った方がよかった。こうして、発行するのも投資するのも日本勢で、また仲介するのも日本の証券会社であったが、取引自体はロンドンでなされた。このため、本来日

本国内で出来たはずの取引が、海外に流出してしまった。高橋さんの資本流出流入が両建てで増えたという話の背景にはこうしたこともある。また、以上のような経緯で日本の社債市場の発展は遅れてしまった。資本自由化を進める際には、注意しないとこうした空洞化の問題が生じる可能性がある。

管濤氏:

・神宮先生は、日本が円の国際化を推進した際、オフショア市場を発展させたと言った。しかし、オフショア市場でユーロ円債を発行するコストが低かったため、多くの日本企業はそこで起債し、オンショア市場の空洞化を招いた。人民元の国際化を推進する際には、政府には域外の監督権限がないため、オフショア市場の発展にあまり精力を費やすべきではない。中国は、オンショア市場発展に関わる体制やメカニズム面の障害を取除き、オンショア市場を発展させることで価格決定力を掌握し、中国の金融機関を育成することに重点を置くべきである。これが、日本の経験に基づく教訓である。

哈繼銘氏:

・植田先生は、当時の日本での金融自由化における管理がうまく行かなかった理由の一つは米国からの圧力であると指摘された。現在の中国も同じ状況に置かれているので、どのような教訓を学ぶべきか、ご意見を伺いたい。

植田和男氏:

・海外の圧力で金融自由化をする際に注意すべき点については、それぞれの国の事情次第で様々なパターンがあると思う。ただし、自由化のペースが経済の各部門によって均一でなくなれば、資金の大きな移動が生じる。それがマクロブルーデンスの観点で悪影響を及ぼすかどうかー例えば、バブルを引起すかどうかーについて、金融当局は注意深く監視しなければならない。

〇デレバレッジと債務リスク

関志雄氏:

・中国は、石炭や鉄鋼など川上産業に国有企業が多く、消費者に近い川下には民営企業が多い。今回の国有企業の生産能力の削減を受けて PPI は大幅に上昇した。しかし、他方で、CPI はさほど上昇していない。このことは、川下の民営企業にとって仕入れコストの上昇が販売価格に転嫁できておらず、利益が抑えられたことを意味する。この仮説は正しいか、高善文先生に伺いたい。

高善文氏:

・関先生による民営企業の資金調達コスト上昇に関する理解は適切でないように思う。唯一の原因はデレバレッジであり、仕入れ価格の変化や収益等は無関係である。

張斌氏:

・中国の債務の 40%を占める企業債務の問題を考える際、地方政府の資金調達プラットフォームの問題も重要である。これらのプラットフォームの主な機能はインフラプロジェクトの建設支援だが、中国の経済学者の間では、一部のプラットフォームが債務の返済能力の

観点で深刻な問題を抱えているとの共通認識に達している。実際に、270 強の都市のうち、概ね 80%以上の都市で資金調達プラットフォームの規模の GRP 比率が 50%より低く抑えられている一方で、一部の都市では 200%を超えている。

・この問題は過去 5~10 年に生じた都市の分化に起因する。つまり、多くの中小都市が衰退し産業が廃れる中で人口は大都市に流入するので、新たな発展モデルを確立できず成長と税収に限界のある中小都市の債務問題は大きな挑戦に直面している。もちろん、レバレッジ率の高い大都市もあるが、インタレスト・カバレッジ・レシオ等の指標やその予測もみると状況はさほど悪くはない。それでも、中国全体としてみれば、政府は地方政府の資金調達プラットフォームの債務問題を完全に管理しコントロールできる。一部の問題の解決に向けて中央政府がコストを負担することにも支障はなく、大規模なシステミックリスクに繋がるとは思わない。

岡寄久実子氏:

・私は、中国の企業部門債務の一部は実質的には地方政府債務であると推察し、それを考慮した場合に、地方政府の金融リスクをどう評価すべきかと悩んでいる。その関連で、中国側の先生方が地方政府のレバレッジ率は 40~50%と考えられると指摘されたことや、地方政府と地方融資プラットフォームの債務問題は管理可能であると、具体的なデータに基づいて返済能力の観点から説明されたことは、大いに参考になった。これに比べると小さな問題かもしれないが、地方政府の資金調達に関連して、最近話題になっている産業投資基金にはどの程度の金融リスクがあると考えべきか。地方政府は、地方融資プラットフォームの活動に制約が生じたので、新たなファンドを立ち上げて同じことをしようとしているという報道もあれば、同基金はきちんとした形で設立されたが、それだけに実際にはさほど多額の資金を調達できていないとの報道もある。

根本直子氏:

・私は以前に S&P という格付け会社に勤務していたので、中国の債券市場に関心がある。中国ではリスクプレミアムは財務の健全性を適切に反映しているのか。先程の資料をみると、むしろ民間企業のスプレッドやリスクプレミアムは国営企業より高く、デフォルトも民間企業のほうが多いだけに、投資家は暗黙の政府支援を期待しているようだ。

哈繼銘氏:

・植田先生に伺いたいが、日本政府の負債が大きいにもかかわらず国債の利回りが低い理由をどう考えればよいか。日本の銀行だけではなく、国際金融システムが不安定化した際には特に、海外投資家も日本国債を購入する。その理由は何か。中国政府が日本のように大きな財政債務を抱えた場合、中国国債に対する外部からの需要がそれほど大きいとは想像できない。

植田和男氏:

・海外投資家が購入している日本国債は主に短期債から中期債であり、これらの利回りはゼロないしマイナスである。それでも購入し

ているのは、海外投資家がより低いマイナス金利で円を調達できるからである。つまり、日本の金融機関や保険会社はドル建て資産の買入れを大幅に増やしているのだ。為替スワップ市場で彼らによるドル資金調達の相手となる海外投資家は非常に有利な条件で円資金を調達できる。また、こうした海外投資家は、財政プレミアムが日本の金利に乗らないと考えて、国債を購入していると思う。

張斌氏:

・植田先生に伺いたい。日本の政府債務が増加する過程で、調達した資金は主にどの方面で使われたか？

植田和男氏:

・日本の政府債務がここまで拡大した理由としては、第一に 1990 年以降に景気が低迷し、景気対策のために支出が増加した。第二に、同様な理由で税収が伸び悩んだ。第三に、人口が減少し経済が低迷する中で社会保障関連の支出が増加した。定量的には、社会保障関連支出の増加、税収の伸び悩み、景気対策の順だと思う。
