

論文の内容の要旨

論文題目

The Internationalization of the Japanese Yen in East Asia

(和訳：『東アジアにおける円の国際化』)

佐藤 清隆

1980年代以降、日本－東アジア間の貿易、直接投資、金融・資本取引は著しく拡大し、経済的相互依存関係は大きく深化してきた。しかし以下で示すように、東アジアにおける円の使用は意外にも進んでいない。なぜ東アジアにおいて円の国際化が進まないのか、円建て取引の進展を妨げる要因は何かを解明することが本論文の課題である。この課題に以下のIからIVで答えていく。

I. まず、貿易取引におけるインボイス通貨選択の理論を整理し、日本の円建て貿易の現状を地域別・品目別に詳細に検討する。主要先進国の自国通貨建て貿易比率の国際比較を行うと、日本の円建て貿易比率は大きく立ち遅れている。その原因として、①日本の特異な貿易構造（対米輸出依存度と原燃料輸入依存度の高さ）と、②短期金融・資本市場、特にTB・FB市場と円建てBA市場が十分に発展・整備されていない点が一般に指摘される。本論文は、これらについて詳しく検討し、②は必ずしも重要な要因ではないことを強調している。

次に日本の対東アジア貿易に焦点を当てると、1980年代以降、輸出・輸入共に円建て取引は大きく進展した。円建て輸入比率は20%台に止まっているが、円建て輸出比率は特に機械製品において非常に高くなっている。この対東アジ

ア輸出の円建て比率の高さを説明する上で近年有力になっているのが、市場別価格設定行動（PTM）の理論に基づいて、日本の輸出企業のインボイス通貨選択行動を説明する見解である。先行研究によると、日本の輸出企業は、対米輸出では米ドル建て輸出価格を安定させる行動をとるのに対して、対東アジア輸出では為替リスクを輸入者側に転嫁し、円建てでの輸出を選好する傾向が見られる。そして、この価格設定行動を理由に、対東アジア円建て輸出比率の上昇が説明されている。しかし、90年代に入ると対東アジア円建て貿易はむしろ減少傾向にある。その理由を明らかにするために、以下で実証分析を行う。

II. PTM とインボイス通貨の選択との関係についての理論モデルに基づき、日本の対米輸出および対東アジア輸出におけるパススルー率を品目別に計測する。具体的には、輸出価格（円ベースの輸出価格を国内卸売物価指数で正規化した指数）の円ドル・レートへの回帰をとることによって、輸出価格の為替レートに対する弾力性（PTM 弾力性）を計測する。輸出品目は自動車、エンジン（車両用内燃機関）、集積回路（IC）、施盤、磁気ディスク装置の5品目であり、サンプル期間は1985年1月から99年4月までである。単位根検定の結果、ほとんどの変数が非定常な系列（次数1の和分）であるため、まず変数（対数値）の定常性を確保する理由から、一階の階差をとって回帰分析を行った。さらに輸出価格と為替レートが共和分関係にあるか否かについて検定し、誤差修正モデルによる推定を行った。全ての品目で共和分関係が認められたわけではないが、推定結果をまとめると次の通りである。

①日本の対米輸出では、全ての品目でPTM弾力性が統計的に有意に正の値であるのに対して、②対東アジア輸出の中でも自動車、エンジン、施盤の場合は統計的に有意にゼロと異ならなかった。日本の輸出企業は、対米輸出において輸出価格を一定に保とうとする傾向があり、その結果米ドル建て取引が選好されているのに対して、対東アジア輸出では為替レートの変化が輸入者側に転嫁されており、東アジア向けの一般機械・輸送用機械輸出の円建て比率の高さと整合的である。③他方、ICおよび磁気ディスク装置の場合、PTM弾力性は統計的に有意に正であった。IC・半導体に代表されるエレクトロニクス産業の場合は、対東アジア輸出でも輸出価格を安定させるために米ドル建て取引を選好する傾向があることを示唆している。④さらにパラメーターの安定性テストを行

った結果、対東アジア輸出における日本企業の価格設定行動が、特にアジア通貨危機以降変化しているという証拠は得られなかった。

貿易取引面での円の国際化を論じる場合、日本の電気機械輸出、特にICを含む半導体輸出のインボイス通貨選択行動を考えることが重要である。近年の対東アジア輸出の増加は、半導体産業の活発な貿易と投資によって促進されているからである。また、半導体産業で米ドル建て取引が選好される理由は、製品差別化が比較的難しいという半導体製品の特質に由来している。今後も日本の東アジア向け貿易・直接投資において同産業が重要なウエイトを占め続ける限り、円建て取引が大きく進展するのは難しいと結論できよう。

III. 一般に企業内貿易では円建て取引が選好されると言われている。アジアに所在する日系多国籍企業（特に電気機械産業）は日本からの中間財輸入と日本への輸出のウエイトが非常に高く、その輸出先に占める北米のウエイトが極めて小さいという特徴を有する。ここで企業内貿易が円建てで行われることを前提すると、日系多国籍企業のアジアでの活発な展開とそれに伴う日本－東アジア間の貿易の拡大はむしろ円建て取引を促進する要因だということになり、IIの分析結果と矛盾することになる。しかし、この見解の問題点は、東アジア諸国の貿易、特にエレクトロニクス産業の貿易において、北米向け輸出のウエイトが日本向け輸出のそれを大きく上回っていることを考慮していない点である。アジア域内の生産ネットワークは日系企業同士の取引で完結するのではなく、アジア現地企業も媒介して行われる。したがって、東アジア諸国の最終輸出先として米国のウエイトが大きい点がここでも重要なのである。

次いで、東アジア諸国の貿易における円の役割について韓国のケースを中心に分析した。近年韓国は輸出の約89%、輸入の80%前後を米ドル建てで取引しており、円建て取引は輸出の5%前後、輸入の10%前後を占めるに過ぎない。また韓国の統計から推計すると、韓国の対日輸出入の円建て比率は5割近くに達しており、対日貿易に関する限り円建て取引は一定の進展が見られる。しかし、IIの分析モデルを援用して、韓国の輸出企業の価格設定行動に関する実証分析を産業別に行うと、全ての機械機器産業が米ドル建ての輸出価格を安定させる行動をとっているという結果が得られた。これは産業別で見ても、韓国の機械機器輸出では米ドル建て取引のウエイトが高いことを示している。この韓

国のケースが示唆するように、東アジア諸国の貿易では米ドル建て取引のウェイトが非常に高く、円建て取引は対日貿易のみで行われているに過ぎない。

IV. 日本－東アジア間の金融・資本取引は1980年代、特に1986年の本邦オフショア市場（JOM）発足以降、急激に拡大した。この金融・資本フローの拡大が東アジアにおける金融面での円の国際化を促進しているか否かについて、特に日本の金融仲介機能とその通貨別構成に焦点を当てながら検討する。

JOM 発足以降、日本と香港、シンガポールとの間で資金フローが急激に拡大したのに伴い、同諸国の BIS 報告銀行からの円建て債務が著しく増加した。しかし、これは日本が同諸国に円建ての金融仲介機能を行い、その結果、東アジアにおいて円建ての金融取引が進展していること意味するものではない。実際には邦銀が国内の金融取引に対する規制（日銀の「窓口指導」）を回避するために、いったん香港、シンガポールに所在する支店に資金を移し、それを居住者向けユーロ円貸付（主に中長期）として還流させるという「迂回的取引」を行っていたに過ぎず、同諸国が他の東アジア諸国への円建て貸付を増大させているわけではない。この事実は、1990～92年にかけて日本が東南アジアに対して大幅な長期資本収支の黒字に転じていることから確認でき、歴代の基軸通貨国である英国や米国の国際収支パターンとは大きく異なっている。留意すべきは、日本の東南アジア向け長期資本供給において、直接投資以外にも、円借款という形で円資金がコンスタントに供給されている点である。ただし、日本からの中長期銀行貸付は外貨建て（米ドル建て）が中心であり、国際債発行による資金調達でも米ドル建てのウェイトがはるかに大きい。以上は東アジアにおける円建ての金融取引が依然として進んでいないことを示唆している。

なぜ円建ての金融取引が東アジアで進まないのか。この理由を円資金に対する東アジア諸国の需要が少ないことに求める見解があるが、これは必ずしも正しくない。日本の対東アジア貿易収支の通貨別内訳を計算すると、日本の同貿易黒字のほとんどは円建てであり、その返済のための円資金に対する需要は大きいのである。それにもかかわらず円建ての金融取引が進展しないのは、外為市場における米ドル建て取引の優位性、およびデリバティブ取引における円ドル・スワップ市場等の発達によって、企業は米ドル建て取引を中心に行いながらも、容易に円を調達することが可能となっているからである。

I～IVの分析を踏まえて、以下総括を行う。一般に金融・資本市場の整備・発展が円の国際化の決定的な要因だと指摘される。近年、円の国際化を促進する目的で国内金融・資本市場の一層の整備・自由化が進められている。それが重要な前提条件であることは疑いないが、IVで指摘したように、米ドル建ての金融取引の便宜性は容易に後退しそうにない。他方、貿易取引面では取引される財の性格や貿易当事者の市場支配力なども重要な要件であり、ここに円の国際化が進展する余地がある。この点で、独マルクの国際化は示唆的である。ドイツはEU域内諸国との貿易依存度が高く、またマルク建て貿易のウエイトが非常に高かった。それを基礎にマルクは域内の国際通貨としての役割を高めていった。今後、円の国際化が東アジアにおいてさらに進展するためには、貿易・直接投資を通じた日本－東アジア間のリンケージが一層深化し、東アジアの輸出市場としての日本のウエイトが増大することが決定的に重要である。ただし、現状では、両地域間の貿易・直接投資を主導しているのはエレクトロニクス産業であり、同産業では米ドル建て取引が選好されている。このような貿易構造が変化しない限り、円建ての貿易取引、さらには円の国際化が進展するのは容易ではないだろう。