

## 議 題

中国の金融経済情勢と政策

## 開催日時

2019年1月29日&lt;14時00分～15時40分&gt;

## 出席者

伊藤信悟氏（国際経済研究所 主席研究員）  
 内田和人氏（三菱UFJ銀行 取締役常務執行役員）  
 江川由紀雄氏（新生証券 調査部長 チーフストラテジスト）  
 大島 周氏（みずほ第一フィナンシャルテクノロジー 代表取締役社長）  
 岡峯久実子氏（キャノングローバル戦略研究所 研究主幹）  
 梶川光俊氏（財務省 国際局 地域協力課長）  
 関 志雄氏（野村資本市場研究所 シニアフェロー）  
 木下信行氏（東京金融取引所 理事長）  
 神津多可思氏（リコー経済社会研究所 所長）  
 柴田 聡氏（金融庁 総合政策局 参事官）  
 左三川郁子氏（日本経済研究センター 研究本部 金融研究室長 兼 主任研究員）  
 須田美矢子氏（キャノングローバル戦略研究所 特別顧問）  
 武邑淳史氏（三井生命保険株式会社 取締役 執行役員）  
 高橋 亘氏（大阪経済大学 経済学部 教授）  
 露口洋介氏（帝京大学 経済学部 教授）  
 馬場優司氏（金融庁 総合政策局 総務課 国際協力調整官）  
 深尾光洋氏（武蔵野大学 経済学部 教授）  
 福本智之氏（日本銀行 国際局 審議役）  
 松下 裕氏（財務省 国際局 地域協力課 課長補佐）  
 神宮 健氏（野村総合研究所（北京） 金融イノベーション研究部長）  
 井上哲也氏（野村総合研究所 金融イノベーション研究部 主席研究員）<モデレーター>

## 主要論点

1. 国際収支の動向
2. 金融システムの動向

## 1. 国際収支の動向

## 井上&lt;モデレーター&gt;:

・中国のシンクタンクと共同で開催してきた「日中金融円卓会合」では、次回も貿易摩擦に関するテーマを取り上げる可能性が高い。そこで、適切な論点の選択や議論の充実に資するため、日本国内の中国専門家にご参加いただき、国際収支だけでなく、背後にある金融経済も含めて状況を整理するとともに、政策対応の方向性を考えることにした。同時に、米欧では貿易摩擦の影響も含む様々な要因によって、経済活動に減速感が生じたり、先行きに対する不透明感が高まったりしており、年末年初には金融市場の不安定化に繋がった面もある。従って、今回は「金融市場パネル」の常任メンバーにもご参加いただき、米欧の金融経済に関しても、中国の動向と関連付けながら現状を把握し、政策対応の変化を展望することにした。

・このように本日は「日中金融円卓会合」の準備会合と「金融市場パネル」の通常会合とを兼ねている。このうち第一部は中国に焦点を当て、国際収支と国内の金融経済について詳しく議論したい。

## 3. 国内経済の動向

## 関氏(リードコメント):

・中国の経常黒字の対GDP比は、2007年の9.9%をピークに2017年には1.4%まで低下した。これは貯蓄率の低下が投資率の低下に比べて大きいからであり、高齢化の影響が大きいとみている。国際収支全体で見ると、2013年までは経常収支だけでなく資本収支も黒字という「双子の黒字」を抱えていた。完全な変動相場制の下ではこうした組み合わせは出現しないので、これは管理変動相場制の下で当局が為替レートの上昇を抑えるために積極的に介入した結果として生じたものと推察される。しかし、2014年以降は資本の対外流出によって資本収支は赤字になった。特に2015～16年には誤差脱漏も大きくマイナスを記録したことに象徴されるように、ある種の資本逃避が生じたとみられる。その後には資本収支は改善しているが、政府による資本取引の規制強化による効果もあるように見える。

・中国の対外純資産は直近(2018年9月)で1.69兆ドルであり、日本(2.93兆ドル)やドイツには及ばないが、世界3番目の純債権国となった。中国の資産で目立つのは外貨準備であるが、日本の場合は資産と負債の両側で証券投資が中心である。また、中国の場合、直接投資も証券投資も流入が流出よりも大きく、日本とは逆である。

中国による外貨準備の運用は依然として米国債が中心とみられており、国としての米国債の保有額は日本と概ね同じである。これに対し負債は直接投資が中心である。米国債の利回りに比べて、リスクプレミアムを含む直接投資の利回りは大きく、単純に試算すると2017年の資産側の利回りが3.5%しかないのに対して、負債側の利回りは5.9%に達する。実際、中国は純債権国であるが、投資収益に関しては負債側の支払が資産側の受取りより大きく、その意味でまだ債務国であるとも言える。国際収支の6段階説に照らすと、中国は3段階目の債務返済済国に相当する。

・中国政府もこうした構造を改善するため対策を講じてきた。第一に、2007年にソブリン・ウエルス・ファンド(中国投資有限責任公司(CIC))を設立し、外貨準備の運用の一部を移管した。CICが担当する部分の柔軟性は高く、企業買収や不動産投資も対象に含まれる。第二に、人民元の国際化を推進している。人民元が国際通貨となり、対外資産の一部が人民元建てになれば、中国の経済主体にとって為替リスクを圧縮しうる。第三に中国政府は対外直接投資の促進に注力しており、その一環として、「一帯一路」を推進しながら、AIIBの業務を拡大している。直接投資の規模をフローで見ると、対外は対内にほぼ匹敵する水準に達している。

・特定の2国間の貿易不均衡が大きくなると貿易摩擦が政治問題化しやすく、2017年の米国の貿易赤字は約8,000億ドルに達したが、その約半分(3,752億ドル)が対中国赤字であった。しかし、貿易不均衡はいわば「氷山の一角」に過ぎず、米中間の摩擦の焦点は技術移転に移っている。実際、今回の米中間の摩擦のきっかけになったのは、2018年3月の通商法301条に基づく米国政府の調査報告であったが、約200ページに及ぶ文書の中で、貿易不均衡に関する記述は1箇所しかなく、殆どはこの文書の正式なタイトル(「中国の技術移転、知的財産、イノベーションに関する法律、政策、慣行についての通商法301条に基づく調査報告」)に沿ったものであった。

・この文書は、中国が様々な不正な手段も使って米国の技術を取得しようとしていると主張したほか、直接投資を通じた技術移転も取り上げている。これまで、中国は米国を含む海外企業による対内投資を通じた技術導入に依存してきたが、最近では中国企業が技術獲得のために米国を含む先進国のハイテク企業を買収している。これに対して、米国政府は警戒しており、対策を取り始めている。もともと、安全保障に関わる米国企業を買収する場合には、対米外国投資委員会(CFIUS)の審査を受ける必要があった。ただ、従来は安全保障が軍事関連のように極めて狭く解釈されていたのに、近年では拡大解釈が進んでいる。さらに、CFIUSの権限を強化する法律が去年8月に大統領の署名をもって成立した。それまでは、安全保障関連の案件であり、過半数出資であることが審査の条件であったが、重要技術、重要インフラ、機密性の高いデータに関わる米国企業については少数出資でも、経営に関わる場合は審査対象になった。

・この法律は明示的に中国を標的にしている訳ではないが、関係者の発言やメディアの報道を踏まえるとそう考えざるを得ない。実際、

トランプ大統領の発足以降にCFIUSの承認が得られず断念した対米投資案件の多くは中国企業によるものであり、結果として、中国企業がM&Aを通じて米国企業の技術を獲得することは困難になっている。CFIUSの直接の審査対象ではないがファーウェイの例なども米中間の技術摩擦と関係しているように見える。

・このように、米中摩擦の影響は、米国の輸入関税が引き上げられ中国の対米輸出が減少するといった需要の問題には止まらず、供給側にも及んでいる。中国経済は労働力の過剰から不足に転じ、貯蓄率も低下していくので、成長を続けるためには、投入量拡大に依存することは難しく、生産性の上昇に頼るしかない。そのためにはイノベーションと資源の再配分の二つの道があり、後者には産業の高度化と国有企業の所有制改革という選択肢がある。米中摩擦は、海外からの技術導入によるイノベーションを難しくするだけに、自主的な研究開発能力の向上が求められるが、これには時間がかかる。中国は、一人当たりGDPが9,500ドル程度と中進国の段階にあり、海外から安いコストでリスクの低い技術導入を行う「後発の優位性」を享受すべき段階であるのに、早い段階にこの優位性を失ってしまう恐れがある。もし、技術摩擦がさらに激化し、仮に米国が他の同盟国とともに技術の「封じ込め」政策を展開すると、中国の潜在成長力が押し下げられると懸念される。

## 2. 金融システムの動向

岡崎氏(リードコメント):

・中国の金融システムが直面するリスクを、昨年11月に人民銀行が公表した金融安定報告に即して整理すると、国際金融の面では関さんが説明された対外資本流出の問題が含まれるほか、貿易摩擦との関連で為替相場の動きも注目されている。中国政府は、2005年7月以降の管理変動相場制の下で人民元の対ドルレートを徐々に元高方向に誘導し、リーマンショックの際には一旦動きを止めたが、2010年6月から再びそうした方向に戻った。もっとも、人民元相場は8年で3割程度の増価に止まっていた。当時の中国経済の強さを考えると、もう少し動かしてもよかったかもしれない。最近の市場では、対米ドルで7.00という水準が過度に意識されている感じがあり、中国政府にとって管理が難しくなっているようだ。

・国内の株式市場では、株価が経済状況よりも国有企業改革のような要因に影響を受ける面が強く、他方で、投機的な要因から突然上昇したり下落したりすることも少なくなかった。昨年来の下落の背景については、対米貿易摩擦の影響を挙げる向きもみられるが、昨年初からのシャドーバンキングの抑制に伴う影響が顕在化しているとの説明も多い。

・BISが取り纏めているデータ(2018年第2四半期までカバー)によれば、マクロの債務規模に目立った改善の兆しはみられず、むしろ対GDP比率は上昇している。中国政府は、状況の性急な改善を目指して銀行貸出の回収が進み、それが経済活動の抑制につながることを避けたいと考えているのだろう。最近の動きはリスクを先送りしているだけのようにみえることもある。中国の主要銀行が大量に



抱え込んだ不良債権を政府支援の下で集中的に処理した 2000 年代初頭の場合は、不動産価格の上昇といった担保処理に有利な条件もあったが、今後はそうした状況は期待しにくいだけに、不良債権の行方にはやや心配な面がある。

・国有企業の債務削減に関しては、中国政府は 2016 年 4 月、鉄鉱や石炭の生産設備削減を金融面からサポートする方針を打ち出した。世界的にも過剰生産能力の問題が注目されていただけに、政策に対する評価は高い。しかし、債務削減の実際の効果については、よくみえない点もある。政府はデット・エクイティ・スワップの活用に期待を寄せていたようだが、実行段階では引受側が慎重になることが多く、包括的な契約が締結されたほどには実行額は増えていないとの報道もある。この間、地方所在の国有企業の債務残高は再び増加している。2016~17 年には国の政策によって債務削減を重点的に推進したため、国有企業の利潤が伸びたが、そうした政策対応が後退すると利潤の伸びも止まるなど、国有企業の体質が抜本的に改善された訳ではない。

・次に政府債務だが、一般政府会計全体で見た場合には、中国はこれまで保守的な財政運営を維持し、景気刺激策などは、どちらかというと金融政策に負担がかかっていた。従って、財政赤字や政府債務残高の GDP 比率は安定圏内にあるとみられている。ただし、IMF も 2023 年には各々 4% と 65% に上昇すると予測しており、無条件で安心できる状況が続くとはいえない。

・足元で、より懸念されているのは、地方政府債務の問題である。2014 年に予算法が改正される前の時点では、中国の地方政府は、独自に債務を負うことは認められていなかった。しかし、地方政府絡みの銀行貸出の返済が滞っているとの問題が表面化したことを受け、会計検査院に相当する組織が集中的な検査をしたところ、2013 年 6 月時点で直接債務が 10 兆元に達していたことが明らかになった。さらに、保証を提供するなどの形で、地方政府が実質的な債務責任者になっているものが 7 兆元あることもわかった。この問題を整理するために、2014 年に予算法が改正され、地方政府も(全人代が決定する総枠の範囲内で)債券を発行できるようになった。現在公表されているデータによると、地方政府の債務規模は中央政府を上回っている。しかも、地方政府債務の実態については、保証提供による偶発債務が残っている可能性など、なお不透明なところがあり、中国政府の債務動向はさらに注意して見ていく必要がある。

・家計の債務も増加しているが、その内容は主として住宅ローンである。中国では担保掛目が厳しく設定されるなど、銀行は相当慎重に対応しているので、今後不動産価格が大きく下がっても、銀行のリスクが際立って顕現化する可能性は小さいとみられる。そうした理由もあって、銀行は依然として個人の住宅ローンに積極的なスタンスで臨んでいるようだ。ただし、不動産市場に関しては、例えば、深圳では 2016 年頃に価格が急騰したこともあり、今後の価格下落を心配する声が聞かれている。中国で不動産価格の妥当性を議論する際に、新築住宅価格が年収の何倍かという尺度を用いることがあるが、

現在の全国平均である 8.17 は、ピークの 11 とよりは低い、5 程度が望ましいとの指摘も多い。ただ、この尺度に関しては、可処分所得が正確に把握されているかという問題がある。住宅価格の統計も、万全とはいえない。そういう状況に鑑みると、不動産価格の問題の本質は、適切なデータが欠如しているために、正確な評価できない点にもあるように思う。

・金融システムに関する最近の話題としては、フィンテックを活用したインターネット企業などによる金融サービスの急成長がある。ただし、最近の当局は成長ペースがやや速すぎるとみて、抑制気味のスタンスをとっている。インターネットファイナンスに関しては、P2P による金融仲介が一時的に大きな期待を集めた。私自身も、2016 年 12 月頃に、中国の農村金融の専門家から、P2P の導入効果について高く評価する説明を聞いた。しかし、2017 年に入ると、詐欺的な行為が横行するなどの問題が頻発したため、当該プラットフォームに対する監督が強化された。その結果、2018 年 7 月以降は残高が急減している。当該スキームは、銀行や農村信用社とは異なるリスクの取り方が可能であり、業者や取引ルールを整えた上で、活用することを目指すべきではないかと思う。

・いわゆるシャドーバンキングは、中国では主として銀行による委託貸出(顧客 A の依頼により、顧客 A のお金を顧客 B に貸付)、信託貸出、銀行引受手形などから成っている。銀行のバランスシートに影響を及ぼすことはないが、取引においては銀行が中心的な役割を果たすことが多く、実質的に銀行がリスクを負うことになるケースも少なくないとみられている。このため、監督当局はこうした取引のリスク管理をしっかりと行うよう銀行に対する指導を強めており、最近はこちらの金融取引は返済超になっている。これも、民営企業の資金繰りの厳しさに繋がっている面がある。

・なお、多くの大・中都市では依然として建設ラッシュが続いている模様であり、長い目でみて持続可能かという問題はあがるが、中国全体として、資金需要はなお大きく、政府が金融仲介の維持に留意しているだけに、景気が腰折れする可能性は低いと思われる。

・米中摩擦が激化する中で、2018 年、中国側は金融関連の市場開放について大きな方針を示した。例えば、従来は過半数出資を認めなかった証券や生命保険についても、まずは過半数出資を認め、2~3 年以内には単独出資も可能にする方針が提示されている。ただ、WTO 加盟を受けて 2006 年までに完全に市場が開放された銀行業をみると、資本取引に関する規制緩和が伴わない中で、外資系銀行は人民元調達面で現地銀行には十分に対抗できていない状況にある。今後開放される分野でも、当該規制が残ったままでは、外資系企業が先端的な商品の導入などを進めることは難しいだろう。

・国内銀行は、償却などによる不良債権のオフバランス化を進めている結果、不良債権比率は抑制されている。利益についても、2016 年には前年比でマイナスになる局面もあったが、2018 年は主として貸出量の回復に伴って緩やかな増益基調を辿っている模様。銀行業金融機関は、総じてみれば安定していると思われるが、注意すべ

き点もある。人民銀行は2018年、国内金融機関(約4,000先)を対象にリスク査定を通じ、10の等級によるランク付けを行った。金融安定報告によれば、8~10の下位ランクに、農村信用社235社、村鎮銀行109行、農村商業銀行67行など420機関が含まれている。こうした先の経営が安定しない限り、金融当局は金融自由化を加速しないだろう。ただし一方で、中国経済のグローバル化は進むだけに、金融自由化をいつまで遅延させるべきか、あるいは遅延させられるのか、大きな問題になるかもしれない。

### 3. 国内経済の動向

#### 神宮(リードコメント):

・中国経済は減速している。2018年全体の経済成長率は6.6%増だが、第1四半期の6.8%から、6.7%、6.5%、6.4%と期を追うごとに低下してきた。足元では、12月のPMIは49.4と50を下回り、内訳の指数も軒並み低下したほか、工業生産の伸びも12月は5.7%に減速した。

・外需は2017年のプラス寄与からマイナス寄与に転じ、固定資産投資の寄与も低下した。このうち貿易には2019年からの関税引上げを予想した駆け込みの輸出・輸入が含まれていたと見られ、従って2019年前半にはその反動が出るのが懸念される。固定資産投資の伸びの大幅な減速(2017年は7.2%増であったのに対し、2018年は5.9%増に止まったくいずれも名目)が景気減速の主因である。2018年に大きく鈍化したのはインフラ関連投資であり、特に水道・電力・エネルギー関連投資が減少した。シャドーバンキングの取締まり等の影響を受けて、地方政府にカネが流れなくなったことが一因である。

・個人消費は足元で比較的堅調だが、雇用情勢には最近変化が現れている。中国政府は昨年7月以降「6つの安定」を政策として挙げているが、第1番目は雇用であり、雇用を重視していることが窺われる。雇用情勢の変化は政府統計ではあまり明確に現われていない。主にワーカーが中心の統計である有効求人倍率は第4四半期1.27と高い水準にある。都市部失業率にも大きな変化はない。但し、一部の業種で求人が大きく減少していることが、経済メディアで最近取り上げられている。例えば、ホワイトカラー向け求人サイト(CIER)のレポートによると、IT・インターネット関連の求人は、第4四半期に少し持ち直しているが、第3四半期には前年同期比約5割と大きく減少した。金融機関や対外貿易関連でも求人が減少している。その他の個別報道も考え合わせると、雇用が若干変調をきたしているのではないかと話題になっている訳である。

・米中貿易摩擦の影響について規模感を見ると、2018年の中国のGDPは約90兆元、うち輸出が約15兆元で、さらにその2割が対米国である。つまり、対米輸出はGDP比約3%で、その一部に10%ないし25%の関税が課される。中国社会科学院によるモデル分析によれば、シナリオ1(米中とも600億ドル分の輸出に相互に25%の追加関税を課す)、シナリオ2(加えて米国が2000億ドル分に10%の追加関税を課す)、シナリオ3(米中ともすべての輸出に

25%の追加関税を課す)の下で、実質GDP成長率はそれぞれ0.25、0.31、0.59ポイント押し下げられる。定性的な影響に関しては、JBICの「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告—2018年度海外直接投資アンケート結果(第30回)」によれば、貿易摩擦の影響で貿易取引が減少すると答えた日本企業が約3割ある。日本から米国への輸出減少、日本から中国への輸出の減少、中国の拠点から米国への輸出の減少が理由として挙げられている。一方、直接投資に関しては、全体の9割が「影響がない」「分からない」であるが、残りの1割では直接投資が「増える」と「減る」が半々になっており、影響は業種などによって様ではないことが示唆される。

・景気減速の要因としては、2017年に開始された金融リスク防止策の影響も大きい。中国のシャドーバンキングは、主として銀行が主導する迂回融資であり、市場主導の資産証券化としてイノベーティブな側面もある。但し、手法の複雑化によるリスク把握の困難化、縦割り金融行政の中で生じる規制アービトラージ、ドンブリ勘定による流動性リスク、銀行神話の下でのモラルハザード等の問題から、金融システム全体のリスクとなっていた。そこで、2018年4月に公表された「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」(「意見」)—シャドーバンキングの取締りのみならず、アセットマネジメント業界の発展の基礎となる画期的な内容も含む—は、規制アービトラージを防ぐために機能別規制への転換を図り、複雑な手法を制限した。景気との関連では、市場主導の資産証券化における非標準化債権類資産(委託貸出、信託貸出、手形、収益受益権等)の利用に対する制限を厳格化した点が重要である。これを受けて、委託貸出、信託貸出、銀行保証手形は2018年に減少しており、経済全体でのカネ回り悪化の一因となった。この点は、銀行の迂回融資ルートとなっていた証券会社、信託会社、基金会社・子会社の資産運用商品が数兆元単位で減少していることにも現われている。預金性金融機関(主に銀行)のバランスシートを見ても、資産・負債側とも伸びが落ちており、シャドーバンキングの一環である同業者取引が減少したと見られる。

・このようにマクロの資金仲介が低下したため、2018年央以降、金融当局は「意見」自体は変えないが、公募基金に非標準化債権類資産への投資を許可するなど、その運用を若干緩める方向で調整を図っている。財政・金融のポリシーミックスに関しては、2019年も「積極財政・穏健な金融政策」を継続するものの、2018年にあった「中立」の語が削除された。金融政策についても「合理的で十分な流動性を保持」するとしており、シャドーバンキングの取締りに伴う流動性の減少は政策によって相殺するとしている。「金融政策のトランスミッションの改善」にも言及しているが、これは流動性を十分に供給しても民営企業や小零細企業に行き渡らないため、これらの資金調達を改善することが目的と思われる。本来であれば、形式上完了している金利自由化の下で預貸金利への「指導」を改善するとか、国有企業や地方政府の資金調達における暗黙の元本保証を解消するといった対応が必要であるが、こうした抜本的な改善にはなお時間を要する。そうした下で、民営企業や小零細企業の資金調達は改善



するには、結局、対象を絞った金融緩和などのマイクロマネジメント的な政策を続けざるを得ない。実際、最近の預金準備率の引下げは民営企業や小零細企業に対する融資を増やしている金融機関を優遇するものであるし、2018年12月に人民銀行が導入したTMLF（ターゲットを定めた中期貸出ファシリティー）も同様の趣旨である。なお、小零細企業の資金調達に関しては、政策以外の力である民間主導のインターネット金融が規模を徐々に増している点にも注意を払う必要がある。この間、財政政策は、総需要の下支えの観点から今年の赤字が予算ベースでも対GDP3%の枠を突破する可能性がある。

#### 4. 自由討議

##### 高橋氏:

・米中摩擦は長期化する懸念が指摘されている。つまり、米国が中国の経済発展モデル自体を否定しようとしている面もあるだけに、交渉が長期化し、中国にとって解決の方向が見出しにくくなるリスクもあるように思う。こうしたリスクを中国はどの程度認識していると思われるか。

・関さんが指摘されたグローバル・インバランスに関しては、15年前にも議論があり、その際も米欧側からは、中国が国内に高収益の投資機会があるのに低収益の米国債に投資していることへの批判が示された。しかし、その後には中国はボラティリティの高い経済なので安全資産としての米国債に投資することは、ポートフォリオ理論の上で正当化されるという議論や、外貨準備の豊富な国は銀行危機に直面しにくいというオプストフェルド教授の分析が示された結果、この点に関する理解はやや変化したようにも見える。

##### 関氏:

・日米貿易摩擦の際にも米国は日本経済異質論を展開したが、今回の米中摩擦において、中国は経済構造のみならず政治体制でも米国と大きく異なる。習近平主席が米中摩擦への対応に関して「譲れるものと譲れないものがある」と発言するのも、この点を意識したものだと思う。経済の分野において大まかに「改革」と「開放」に分けた場合、私は中国政府が対外開放の面では積極的に対応する印象を受ける。岡さんが説明された金融市場の開放も、少し前まで想像できなかったことだ。一方で、国有企業改革は、現在の政治体制と深く関わり、簡単には譲れない領域とみえる。また、「Made in China 2025」も含め、最先端の産業や国際競争力を持つ国有企業を育てるために、政府が財政金融面で支援するという産業政策についても、米国の強い批判にも関わらず、中国が思い切った譲歩をする可能性は極めて小さい。結果として、米中摩擦が長期化する可能性は見ておいたほうが良いと思う。

##### 須田氏:

・外貨準備に関しては、最適な規模に関する議論が過去にも活発化したことがあり、日本にも低収益の米国債を抱えることへの批判がなされた。IMFは中国の外貨準備もまだ少ないという分析を示したことがあるように、危機対応の手段としての位置づけにも様々な切り

口がありうる。例えば、輸入に対してどの程度カバーすべきか、スワップ協定などによる調達能力をどう考えるかといった点である。そうした中で、ポートフォリオの視点も出ているのかもしれないが、いずれにしても外貨準備の適切さを評価するうえでは複線的なアプローチが必要だと思う。

・岡さんが説明した金融仲介の問題だが、マイクロの手段でシャドーバンキングを抑制するなどデ・レバレッジを促進しながら、経済の減速を防ぐためにマクロの景気刺激を行うといった形で、政策のバランスを適切に保つことは可能だろうか。

##### 岡崎氏:

・ご指摘の通り、簡単ではないだろう。こうした微妙なバランスをとるためには、人民銀行を含む政府組織の現場が、各地方の現状を細かくチェックしながら、中央政府の方針に沿った指導を行うことが必要となる。しかし、あれだけ大きな国での実際の行動となると、上手く行かず、問題を抑え込めなくなる恐れもある。ただ、中国の中央政府には、今のところ、問題が大きくなった場合には直接乗り出して問題を解決する余力もありそうである。もちろん、中国経済が成熟し、複雑化するにつれて、そうしたやり方を続けることは難しくなり、本当の意味でのマクロコントロールの遂行が求められるようになるだろう。そのためには、金利の柔軟な変動とそれに対応して為替レートが動いたり、資本移動が起こったりするような環境が必要となる。人民銀行も監督当局もそういった点は理解しているが、直ちに実現に向けて動くわけにはいかないというのが実情ではないか。

##### 福本氏:

・関さんが説明されたように、中国の国際収支で誤差脱漏の拡大は資本逃避を示唆すると指摘されることも多く、FRBのレポートでは旅行収支の一部にも資本逃避が含まれると指摘している。それらを合計すると過去2~3年は毎年2,000~3,000億ドルの規模で資本が流出したことになるが、これは常態化すると考えるべきか。仮に政治リスクへの懸念などが背景であれば抑止は難しいが、2015年以降の人民元相場の先安観への転換が背景なのであれば、相場観の変化によって変化しうるし、資本勘定の自由化にも構造的な支障はないことになる。この問題は、関さんが予て議論されているトリレンマの展望にも関わるので見解を伺いたい。

・中国の潜在成長力にとってイノベーションが重要である一方、関さんは技術導入が困難になるためにTFPが抑制されると説明した。ただ、中国も国際特許の申請件数が世界で第2位になり、学術誌での論文の引用回数もアメリカに肉迫し、理系の大学生が毎年400万人も卒業していることを考えると、自主的な技術開発も可能であるように見える。また、CFIUSなどが中国企業の投資を止めても、中国は海外から専門家を高給で雇うことは可能である。そうした点を考慮しても、中国のイノベーションは悲観的に見るべきか。

##### 関氏:

・資本逃避の定義は政府が把握しない形で資本が流出することである。中国の場合、その理由は大きく分けて二つあり、第一に人民元

の先安感である。やや誇張して言うと、2015 年には人民元相場の切下げと資本流出が悪循環を生じた。そうした問題を断ち切るには変動相場制に移行した方が望ましく、結果として先高感と先安感がバランスすることで資本の流出も抑制される。第二には、福本さんが指摘されたように、私有財産に対する保護の度合いが国内と海外で異なると認識されることである。民営企業の場合、大きく成長して獲得した資金を国内に投資するか海外に投資するか判断する上ではこうした要素も考慮される。また、対外投資に対する規制が厳しいので、当局が把握し得ない形での誤差脱漏としての資本流出に繋がる。そうすると、資本逃避への対応については、資本勘定の自由化に止まらず、私有財産の保護の強化も必要である。実際、法的には平等とされるが、民営企業は裁判所で国有企業と争う場合に不利な立場に立つことが多いとされる。公平で公正な審判が裁判所から出されるようになることが問題解決に向けた前提である。

・イノベーションに関しては、自主開発と技術導入の双方が重要であり、どちらか片方だけでは進まない。従来に比べて技術導入が難しくなる結果、他の条件が同じであれば経済成長率が低下する。自主開発の能力向上にとっては、民営企業の力の発揮が不可欠だと思う。これまで R&D は国営企業中心に行われてきたが、福本さんが指摘された特許申請件数をみても、特に海外では民営企業の貢献が目立つ。現在、フォーチュン 500 社には中国の民営企業 23 社が含まれており、その数は増加している。そこまで成長するにはイノベーション能力が必要であるだけに、民営企業が上手く発展すれば同時に自主開発能力の向上も期待できる。ただ、最近になって金融仲介に支障が生じている中で、最初に悪影響を受けるのは民営企業である。今のところ中小企業に止まっているが、大企業まで影響が及ばないか心配している。

#### 柴田氏:

・政府の立場で中国と接して感じるのは、劉鶴副首相をはじめとする中国政府の経済関係が国際的にも高く評価される存在であるということだ。こうした優秀な方々が知恵を出し合い、構造改革も含めて的確な方向性の下で政策を進めていこうという方針をベースに持っている。ただ、現実の政策を展開していく上では、経済的な正しさだけでなく政治面の配慮も重要であり、改革のペースややり方の面で苦しんでおられる印象も受ける。政策の微修正に関する議論があったが、様々な要因に配慮する中で軟着陸を目指すということかと思う。我々としても、中国国内の事情についてもきめ細かく見ていかなくてはいけないと思っている。

#### 深尾氏:

・米中の貿易摩擦は、少なくとも短期的には深刻な影響を招くリスクがある。マクロモデルの分析では十分カバーし得ない問題として、特定の部品などのグローバル・サプライチェーンへの打撃があり、例えば一部の半導体が米国から中国に輸出できなくなる場合には、中国では多くの IT 関連財の生産が停滞し、短期的には雇用調整を含む大きな影響を蒙る恐れがある。もちろん長い目で見れば、中国は日本や欧州から代替品を輸入することになろうが、それも米国の

制裁如何によって制約を受ける。米中摩擦の結果として両国経済がマイナスの影響を受ける一方、米中間の貿易が関税などで制限されることによって、両国から日本と欧州に対する需要のシフトが生ずることも考えられる。グローバルにみて、両者の効果はどの程度相殺しうると考えればよいか。

・関さんが説明された限界資本係数と投資のデータをみると、前者が極めて高いままで大規模な投資を続けているようだ。こうした極めて非効率な投資は、結局のところ無駄な投資になり、その背後にあるファイナンスは不良債権と化すことになる。不良債権が蓄積しても経済成長によって解消することは可能なのか。経済成長が長期的に減速する下では徐々に難しくなっているように思う。

#### 岡崎氏:

・中国の主要銀行における不良債権処理の動きを詳しく見ると、バランスシートから切り離す手法としては、償却と譲渡の 2 つが主流となっている。不良債権の譲渡はいわゆる AMC などに売却することを指しており、最近は譲渡による対応が増えているようだ。先に述べたように、2003 年以降の 5 大国有銀行を中心とした不良債権処理の際には、多額の不良債権の AMC への移管が行われ、それは概ね成功と評価される結果につながった。その背景には、速い経済成長下だからこその特殊要因があった。例としては、不動産価格の大幅上昇によって担保不動産の処分が円滑に進んだことや、同じく担保とされていた国有企業の営業免許が民営企業に好条件で売却されたことなどが挙げられる。しかし現在、こうした条件は大きく変化しつつある。とくに近年、地方政府が設立した AMC の中には十分なノウハウをもたず、不良債権を抱え続けるだけの存在になってしまうものが出てきてしまうかもしれない。そうすると、地方の中小銀行の不良債権処理が進まず、リスクが顕在化する恐れもある。なおしばらくの間、不良債権処理の動きを注視すべきであろう。

#### 関氏:

・投資効率の悪化は主として国有企業に観察されるが、退場させることは難しいだけでなく、追い貸しによって支える場合も少なくない。また、中国では、既にインフラ投資を必要以上に推進し、「使うことよりも作ることを目的」になってしまった可能性もある。例えば、高速鉄道も世界の半分に当たる 2 万 8000 キロの整備が完了し、一部を除いて採算が問題視されている。ほどほどで見直すことが重要だと思う。

#### 木下氏:

・中国に対する直接投資は、技術移転を強制されるとして、海外企業にとって深刻な影響を生じているとの懸念がある。しかし、実際のデータをみると、中国の対内直接投資は少なくとも 2016 年までは順調に伸びていたし、日本の対内直接投資の低迷とも対照的である。こうした事実は、米国企業から見た場合、日本に対する投資に大きな制約があることを意味するのか。それとも、2017 年に中国に対する投資に大きな制約が生じたと理解すべきか。

#### 関氏:

・米国企業からみて日本はそれほど重要な投資先でない。その意味でも、米国企業にとって中国における投資環境の変化は相対的に重要な意味を持つ。近年中国経済の成長力が低下しているとは言え、世界的に見てもまだ高い水準にある。労働力不足とそれに伴う賃金上昇を受けて、中国は生産拠点としての魅力が失われつつあるが、所得の上昇とともに、市場としての魅力はむしろ増している。ちなみに、この間、中国企業の対外投資も必ずしもうまく行っていない。理由の一つは、先に述べた米国政府による審査が強化されていることだが、もうひとつは、資源獲得を目的とした国有企業による新興国向けの投資が、投資先の政治的な不安定性などによって影響を受けるケースが増えていることである。

**井上<モデレーター>:**

・第一部はこのあたりで終了して、第二部では貿易摩擦の影響も踏まえながら、米欧の金融経済と政策対応を議論したい。

\*\*\*