

ポストコロナの下での日中両国の経済成長の促進 － 第14回「日中金融円卓会合」の議論から－

金融ITイノベーション事業本部 金融デジタルビジネスリサーチ部
シニアチーフリサーチャー 井上哲也

野村総研（北京）系統集成有限公司 上海分公司
調査デスク 楊晶晶

2023年9月1日



1. 日中金融円卓会合の目的や趣旨

中国の金融経済の動向とそれに関わる政策や制度の方向性の迅速で的確な把握
日本企業のリスクマネジメントにおいてベースとなる情報や知見の共有

中国を知るニーズ

- 金融経済は急速に変化
 - 米中摩擦と東西分断
 - 金融経済活動のデジタル化
 - 産業構造の変化と金融システムの不安定性の残存

- タイムリーで正確な認識が不可欠
 - NRIと日本にとって重要な拠点であり市場でもある
 - 中国の政策変更は大きな影響力

- ✓ 中国の政策や制度の形成に関する的確な情報や知見を先行的に獲得

- ✓ 日本企業や政策当局の中国への対応に関する行動に貢献

中国を変える意義

- 適切な金融経済政策の促進
 - 景気刺激と金融安定のバランス
 - イノベーションによる構造改革
 - 人口高齢化と経済成長
 - 金融仲介の高度化と金融監督

- 日本の経験や知見の有用性の高さ
 - 市場と規制の中間的アプローチ
 - 中国の金融経済への理解の深さ

- ✓ 関係当局の参加（財務省、日本銀行、経済産業省、金融庁）
- ✓ 日本の金融経済に関する政策や制度についての調査の蓄積
- ✓ 日本の専門家に対する広範なネットワーク

（参考）共催先である中国金融40人論壇（CF40）の特徴

(1)沿革・位置づけ

- ・2008年4月に北京に設立された非営利のシンクタンク
- －2011年7月には、金融の実務に近いテーマを扱う新金融研究院（SFI）を上海に設立

(2)目的

- ・金融経済に関する政策について調査研究を行い、成果を広く発信して議論に資するとともに、国内外の政策当局と意見交換を行う

(3)組織運営・メンバー

- ・顧問（政策当局の幹部＜中国人民銀行の易総裁やIMFの朱副専務理事を含む＞と有力な研究者）が活動全体のガバナンスを実施
- ・学術委員会がテーマの選定など、議論の方向性をコントロール
- ・政策当局（人民銀行、国務院、銀行・保険監督会が中心）と研究者、国営銀行の幹部がメンバー

(4)主な活動

- ・ラウンドテーブル（隔週で実施）：金融経済に関するテーマに関するメンバーでの意見交換
- ・コンファレンス：年次総会のほか、NRI、BrookingsやBruegalなどとの国際共催コンファレンスに加え、IMFや欧州委員会などの国際機関とも共催セミナーを開催
- ・出版：金融経済に関するメンバーの論考を定期刊行物や書籍として刊行

(5)野村HDの加盟

- ・2020年4月、野村HDはCF40からの招聘を受け入れ、理事会メンバーに加盟（日本企業初、中国以外で13番目）

(参考) Bund Summit (9月下旬に上海で開催)

- 日中金融円卓会合の共催相手であるCF40は、中国版の「ダボス会議」と称されることもあるBund Summitの共同主催者でもあるため、NRIも同会合の開催に際して講師やパネリストの選定等で協力してきた。今年の会合は9月22～24日に対面形式を中心に開催される予定となっている。



Tel: 8610 - 5829 7189 ext. 8081
 Fax: 8610 - 5829 7185
 Email: secretariat@bundsummit.org
 http://www.bundsummit.org/en/

Bund Summit 2023

China and the World: A New Journey

The Bund, Shanghai, China
 22nd-24th, September, 2023

(Beijing Time)



INTERNATIONAL ADVISORY COUNCIL

The International Advisory Council (IAC) of the Bund Summit is the Summit's highest advisory and consultative body.

Jean-Claude TRICHET
 Chairman, International Advisory Council for the Eurozone Economy
 Chairman of the Council of Governors of the Eurozone
 Former President of the European Central Bank

Edmond ALPHANDÉRY
 Chairman, Board of Directors, former head of the Treasury and Finance

Jackson PURMAN
 Adjunct Professor of the Practice of International Public Finance, University of California at Berkeley
 Former Chief Counsel of Economic Affairs of the US Treasury

Jim O'NEILL
 Former Chairman, Citigroup

Adam POSIN

President, Finance Markets for International Research (FMI)

Robert RUBIN

Co-Chief Executive Officer, Council of Economic Advisors, The US Treasury
 Former Secretary of the Treasury of the United States

Jeffrey SACHS

Adjunct Professor, Columbia University
 Formerly Secretary of the Treasury of the United States

Masaaki SHIRAKAWA

Former Governor, Bank of Japan

Joseph STIGLITZ

University Professor, Columbia University
 Formerly Chief Economic Adviser to the President

Michael SPENCE

Fellow, Harvard University
 Formerly Chief Economic Adviser to the President

Lord Adair TURNER

Chief Executive, Financial Conduct Authority
 Former Chairman, UK Financial Services Authority

2023 brings many difficult challenges to the world. While rising geopolitical tensions continue to weigh on the world's future, global economic prospects are clouded by mounting uncertainties. Soaring in most regions of the world, a debt crisis looms in the EMDE, and the reconfiguring of global value chains is creating ripple effects across economies. Meanwhile, countries are struggling with challenges such as climate change and population aging. The world is in urgent need of coordinated action to tackle the pressing challenges facing humanity.

In convening of leading minds from around the world, the Bund Summit seeks to explore trends, build consensus, and foster partnerships towards a more resilient and sustainable future. The discussions will cover key issues such as global economy, green development, asset management and financial technology.

The Bund Summit 2023 will be organized by China Finance 40 Forum (CF40) and China Center for International Economic Exchanges. The Summit will be held in Shanghai on September 22-24, 2023.

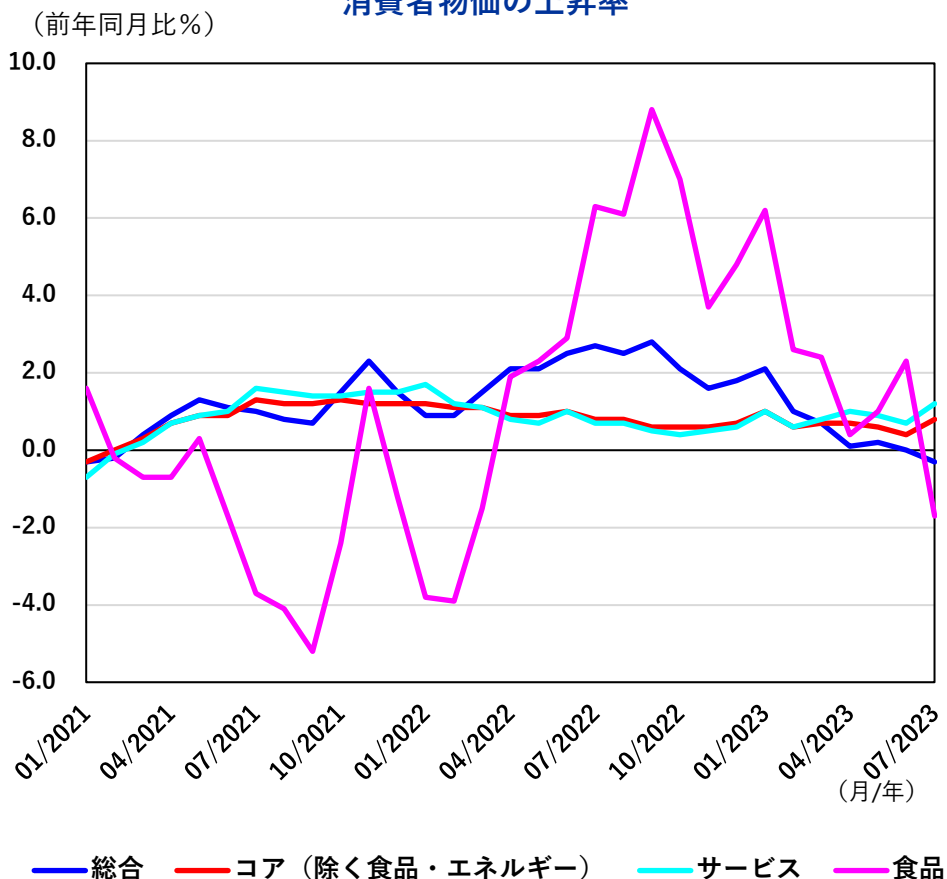
(参考) 「日中金融円卓会合」の開催実績 (2022年まで)

会合	テーマ	中国の政策課題
第1回 (2012年6月：北京)	・90年代の金融バブルの原因と危機対策	・不良債権への対応と金融システム安定の維持
第2回 (2013年6月：北京)		
第3回 (2014年6月：北京)	・長期に亘る低成長と低インフレの特徴と政策対応 －第9回の後半は人口高齢化の影響と政策対応	・人口高齢化による経済成長の減速への対応
第4回 (2015年3月：北京)		
第6回 (2016年6月：東京)		
第9回 (2019年6月：北京)		
第5回 (2015年6月：北京)	・事業法人や金融機関の海外進出の特徴と政策対応	・「一帯一路」政策の企画
第7回 (2017年6月：北京)	・中小企業金融を巡る課題と政策対応	・デジタル化による「金融包摂」
第8回 (2018年6月：東京)	・日米貿易摩擦の展開や政策対応	・米中摩擦への対応
第9回 (2019年6月：北京)		
第10回 (2020年6月：リモート)	・新型コロナウイルスの影響とサプライチェーンの再構築	・中国経済圏の再構築
第11回 (2020年11月：リモート)	・中央銀行デジタル通貨の展望と課題	・デジタル通貨の技術やサービスの競争力獲得
第12回 (2021年6月：リモート)	・日本の成長戦略とグリーン（トランジション）ファイナンスの促進	・中国経済の構造改革と成長力の維持
第13回 (2022年6月：リモート)	・ポストコロナの財政・金融政策と経済成長の回復	・東西対立の深刻化の下での成長力の維持

2. 中国の金融経済動向（物価）

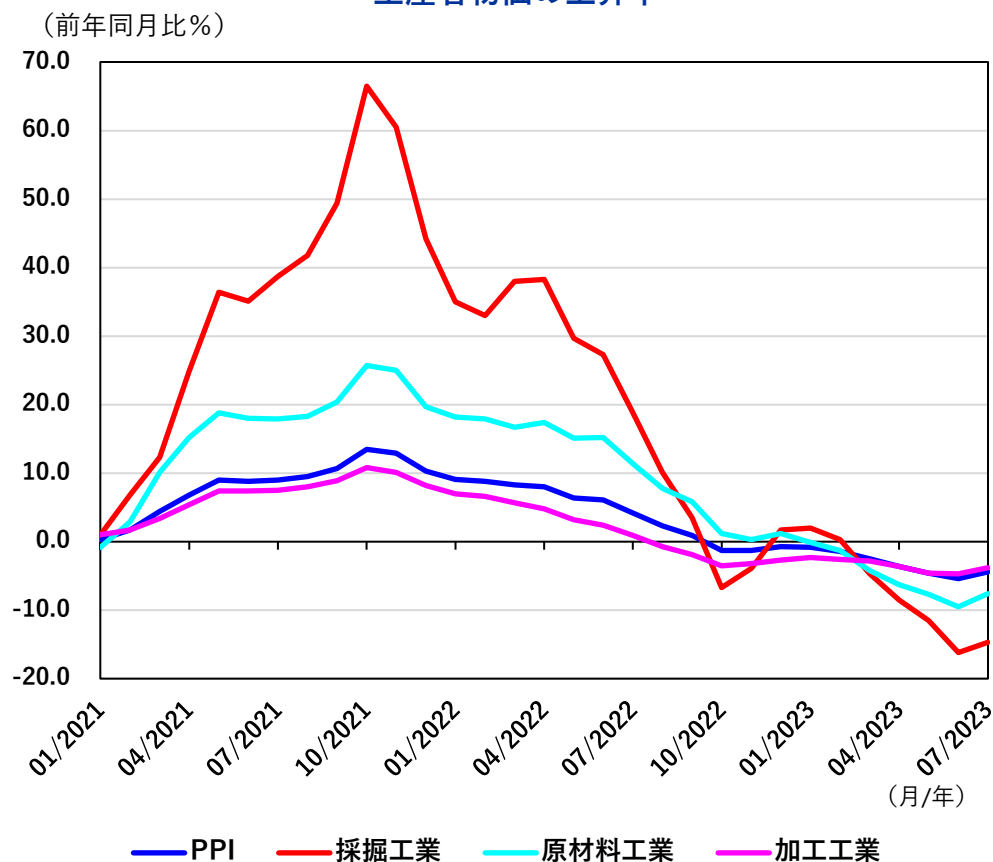
- 消費者物価の上昇率は本年入り後に減速し、足元で小幅ながらマイナスに転じた。コアやサービスには改善の兆しもみられるが、食品価格の上昇率が顕著に減速している。この間、生産者物価の上昇率は昨年秋からマイナス圏で推移し、緩やかな減速を続けてきたが、足元では下落率が小幅に縮小した。他の主要国と同じく、採掘工業（鉱業）関連の上昇率が大きく減速する一方、現在では広範な財の価格上昇率がマイナス圏で推移している。

消費者物価の上昇率



(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

生産者物価の上昇率



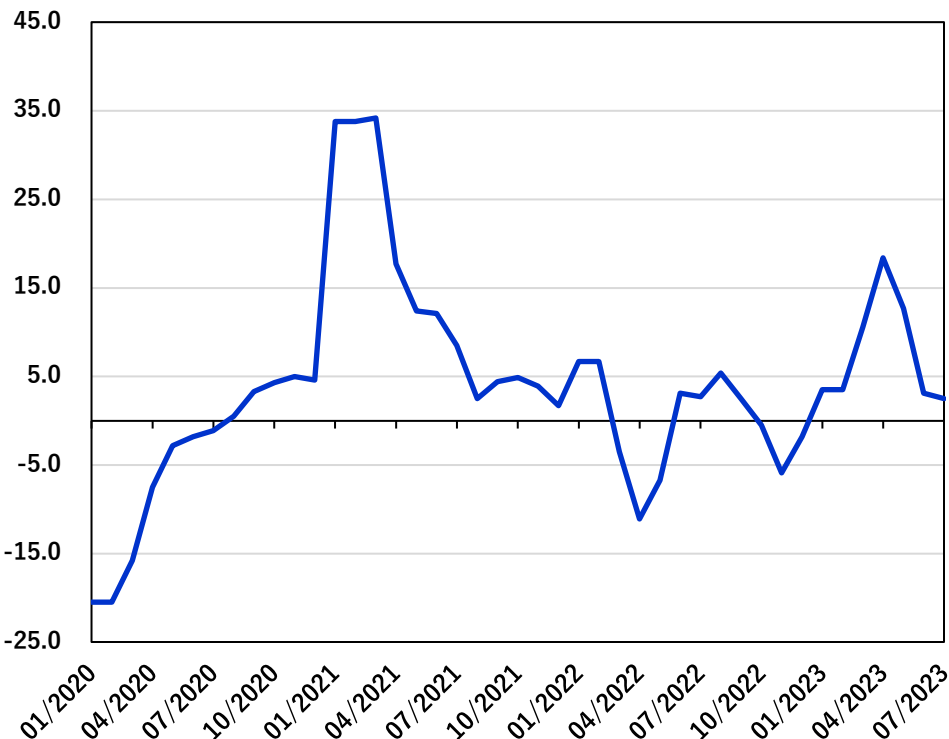
(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

3. 中国の金融経済動向（消費）

- 消費支出を消費財の小売総額で見ると、前年比伸び率は足元で大きく減速しているが、小幅なプラスを維持している。主な商品別の小売額（四半期・前年同期比）をみると、第2四半期には家具や建築資材など住宅関連の落ち込みが目立つ一方、自動車や通信機材、娯楽用品などは高い伸びを示しており、消費支出の2極化が窺われる。

社会消費財小売総額

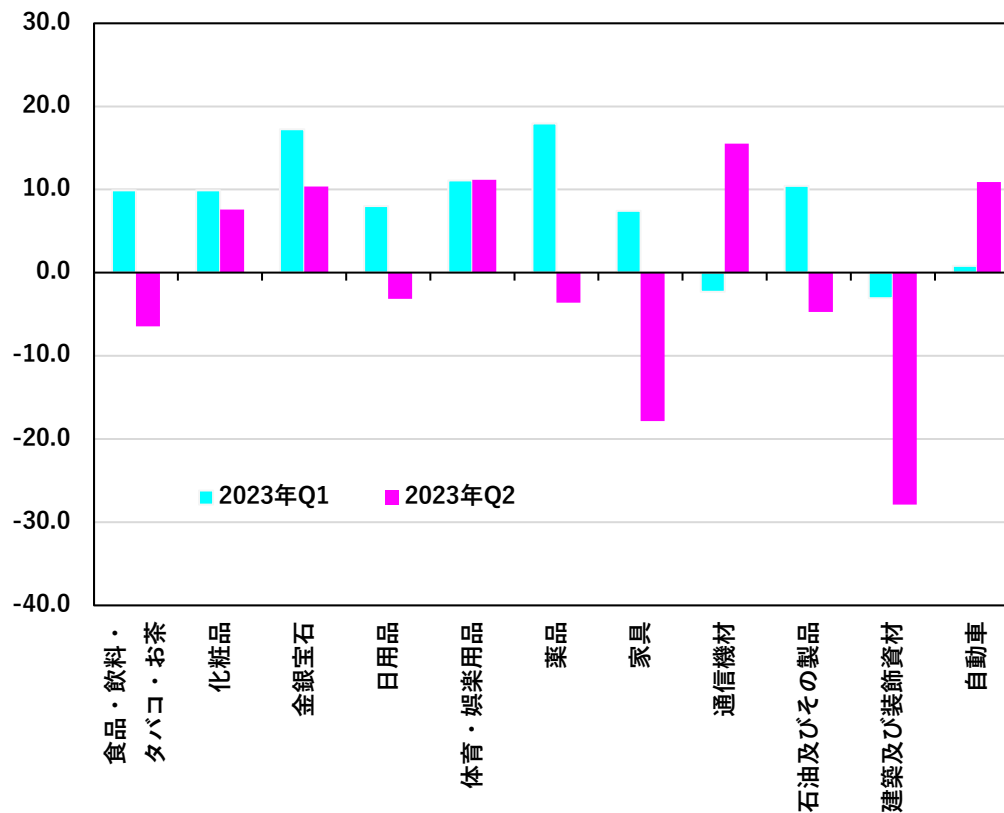
(前年同月比%)



(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

主な商品別の小売額

(前年同期比%)



(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

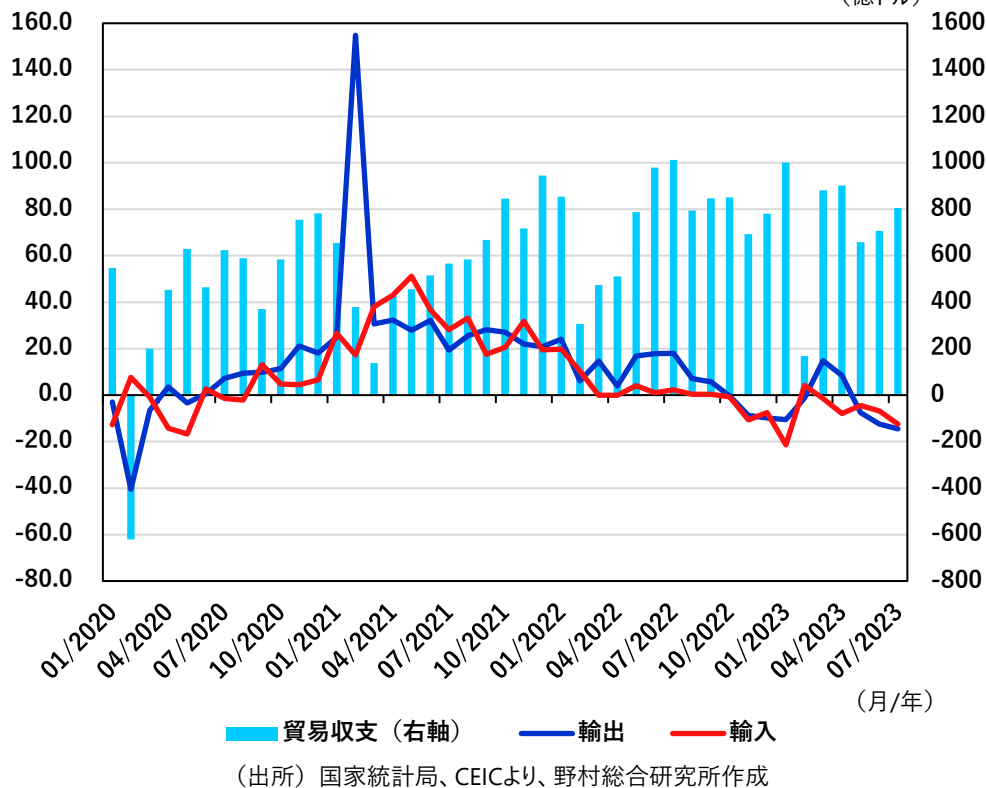
4. 中国の金融経済動向（貿易）

- 貿易黒字は堅調に推移しているが、その背後では、輸出と輸入の双方ともに足元にかけて前年比でみたマイナス幅を拡大していることが目立つ。もっとも、輸出を相手地域（国）別にみると、本年の1～7月の間には、EU向けや米国向けが前年比で減少した一方、ロシア向けが顕著に増加したほか、アフリカ向けも前年からの好調さを維持するなど、輸出先の明確な変化も注目される。

貿易収支

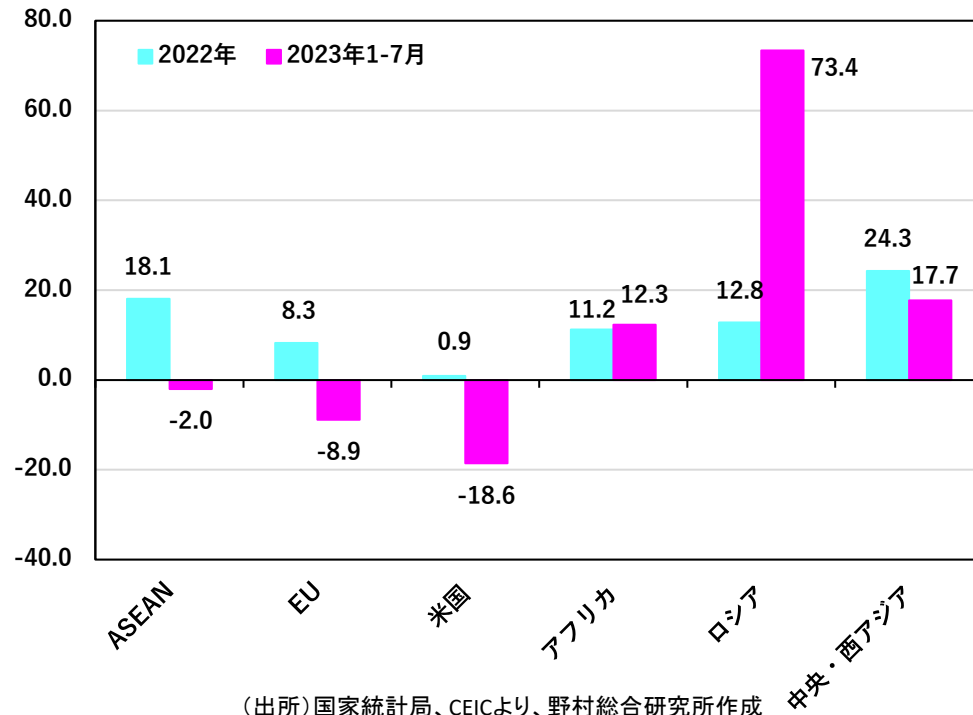
(前年同月比%)

(億ドル)



地域（国）別輸出額の推移

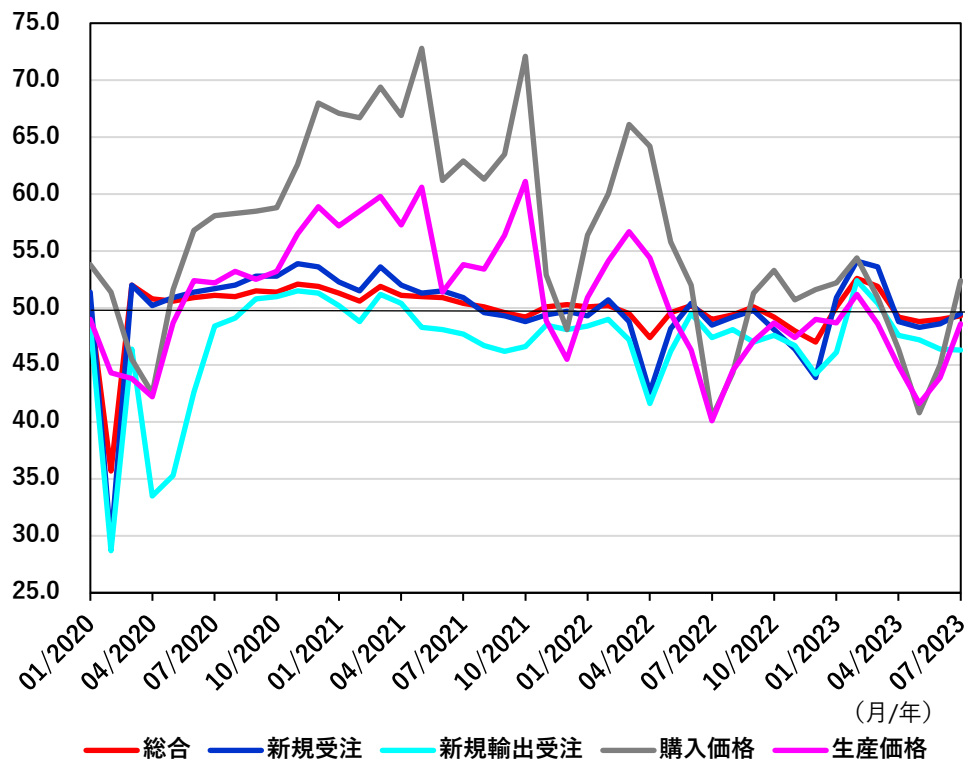
(前年同期比%)



5. 中国の金融経済動向（生産）

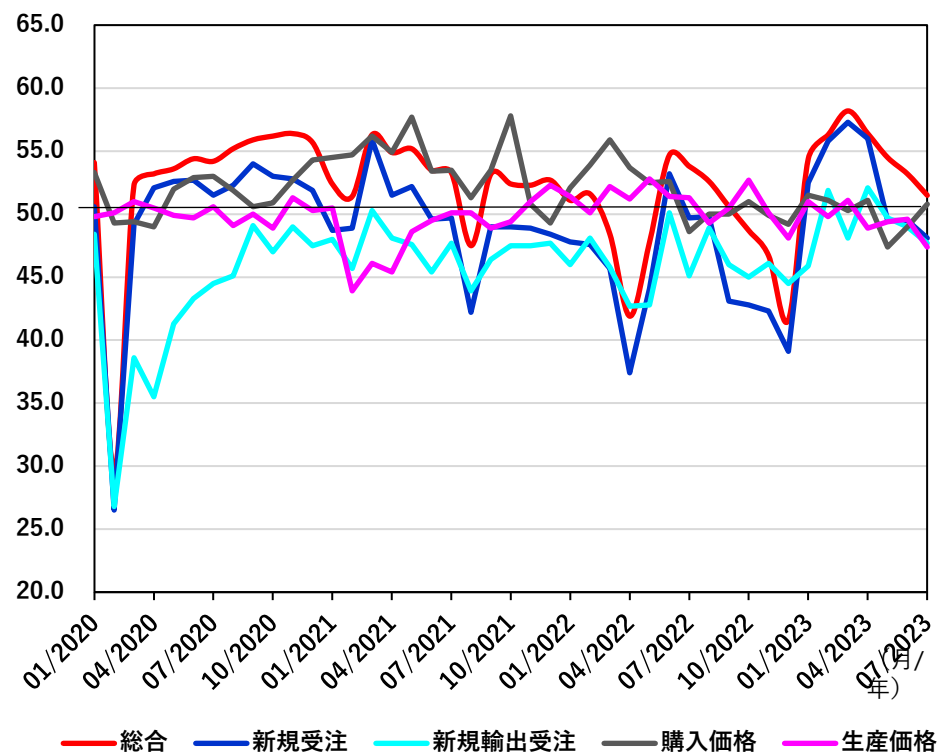
- 製造業のPMIは緩やかに改善しているが、足元で好不況の分岐点である50をわずかに下回っている。主な構成要素を見ると、輸出受注が低迷している一方、国内受注には改善の兆しがみられる。同時に、購入価格と生産価格の双方で堅調な改善がみられる。この間、非製造業のPMIは50をわずかに上回ったものの、拡大のモメンタムは鈍化している。夏季休暇時期に入って旅行や娯楽関連の業種は堅調さを維持するなど、業種別のばらつきもみられる。

製造業の購買担当者指数（PMI）



(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

非製造業の購買担当者指数（PMI）

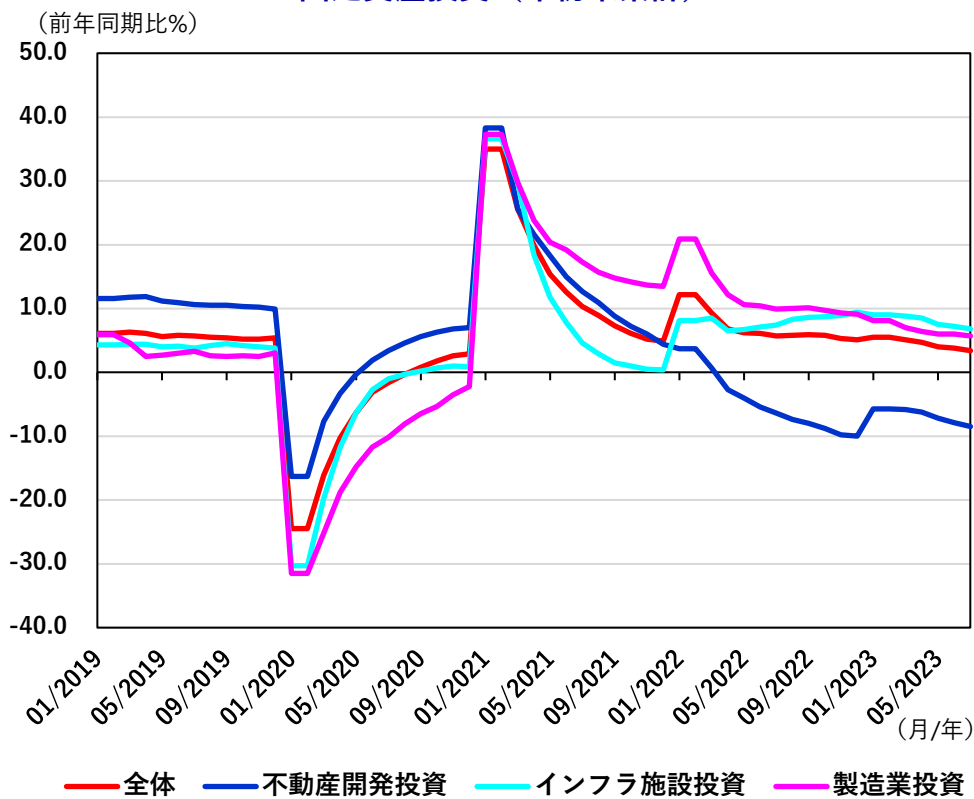


(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

6. 中国の金融経済動向（投資）

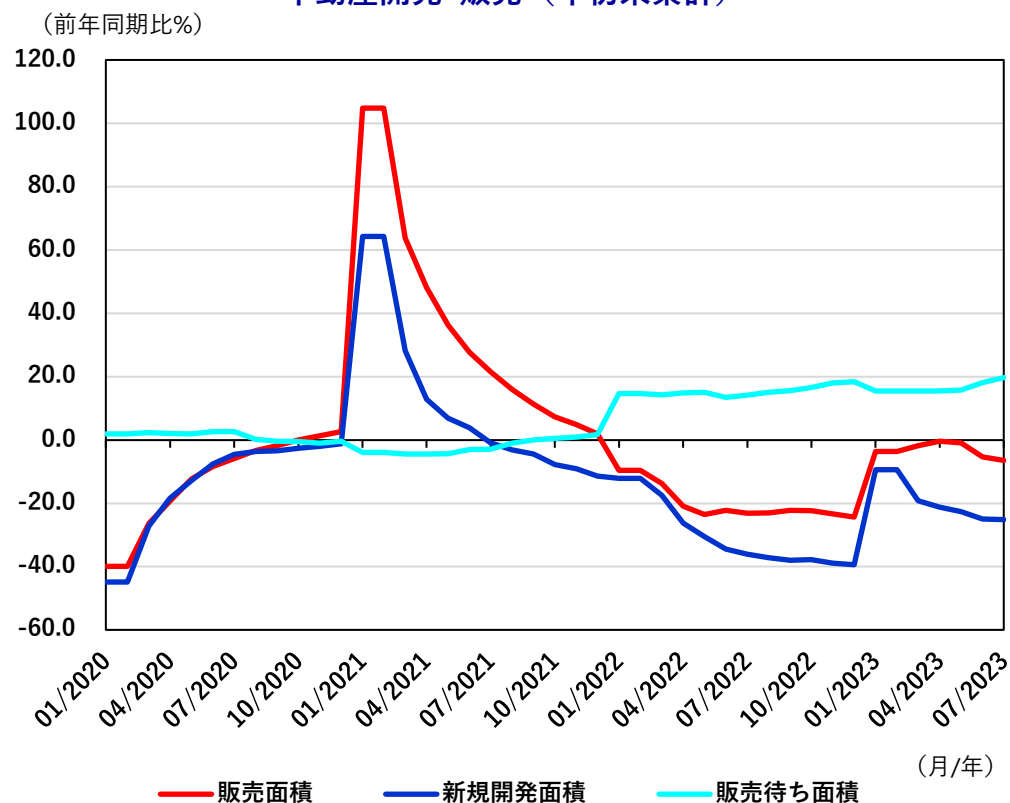
- 固定資産投資の伸び率は緩やかに減速し、足元では2019年と同様な状況にある。もっとも、内容面では、不動産開発投資の減速が続いている一方、インフラ施設投資や製造業投資が下支えしている点で、2019年と状況が異なる。この間、不動産の販売面積は、前年比で小幅なマイナスであり、先行指標としての新規開発面積も大幅なマイナスとなっている。それにも関わらず、販売待ち面積の伸びは高水準で推移している点が注目される。

固定資産投資（年初来累計）



(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

不動産開発・販売（年初来累計）



(出所) 国家統計局、CEICより、野村総合研究所作成

7. 第14回会合（7月1日に東京で開催）の概要

■ 本年の年次会合（第14回会合）では、①経済構造の高度化に向けて両国が直面するハイテク産業の育成やエネルギー構造の転換といった課題への対応、②コロナの収束を踏まえた持続的な経済成長に向けた金融経済政策の運営の二つのテーマを取り上げた。日本国内の中国専門家が出席したほか、両国の金融機関、政策当局、調査機関の幹部を中心に合計約100名（オンライン参加を含む）が参加した。

<p>テーマ1：産業政策の新たな役割と展望 司会：井上哲也 野村総合研究所シニアチーフリサーチャー</p>	
14:00-14:15	コメント：肖鋼（前証券監督管理委員会主席）
14:15-14:30	コメント：張斌（中国社会科学院世界経済・政治研究所副所長）
14:30-14:45	コメント：中空麻奈（BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長、経済財政諮問会議議員）
14:45-15:00	コメント：柴田聡（地域経済活性化支援機構常務）
15:00-16:00	自由討議
<p>テーマ2：ポストコロナの経済成長に向けた政策対応 司会：王海明 中国金融四十人論壇秘書長</p>	
16:10-16:25	コメント：余永定（中国社会科学院学部委員、上海浦山新金融発展基金会会長）
16:25-16:40	コメント：高善文（安信証券首席エコノミスト）
16:40-16:55	コメント：岩田一政（日本経済研究センター理事長）
16:55-17:10	コメント：福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
17:10-18:00	自由討議

第14回 日中金融円卓会議事概要（第一部）	
August 10, 2023	
議題	産業政策の新たな役割と展望
開催日時	2022年7月1日<14時~16時>（ハイブリッド形式で開催）
発言者	肖 鋼氏 OF40 シニア研究員、元中国证券監督管理委員会主席 <講師> 張 斌氏 OF40 シニア研究員、中国社会科学院世界経済・政治研究所副所長 <講師> 中空麻奈氏 BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長、経済財政諮問会議議員 <講師> 柴田 聡氏 地域経済活性化支援機構常務取締役 <講師> 岩田一政氏 日本経済研究センター理事長 高橋 直氏 大塚経済大学経済学部教授 福田慎一氏 東京大学大学院経済学研究科教授 井上哲也氏 野村総合研究所シニアチーフリサーチャー <モデレーター>

- 第1部講演
 - 第1部質疑応答
- 第1部講演
肖鋼氏(講演) <公開不可>
張斌氏(講演):
○ 経済成長の成功には2回の構造転換が必要
・産業政策の最終目的は産業の発展を支援することである。産業構造の高度化につれて、産業政策もそれに合わせて調整することで、目的の達成を目指す必要がある。
・経済成長が成功するには2回の構造転換が必要となる。1回目は農業経済から工業経済への移行であり、2回目は工業経済からサービス業主導の経済への移行である。歴史的にみると、多く国々における2回目の転換は明確な規制性を示している。つまり、一人当たり所得が8千~1万米ドル前後に達し、工業付加価値の割合が40%前後のピークに達した後に構造転換が
- あつた点も共通している。
○ 工業化段階の経済成長は資本蓄積に依存
・経済成長の重要な原動力は、工業化段階のピークにおいては、企業経営、科学技術、組織分業のモデルを先進国から学ぶことである。こうしたプロセスは投資ないし資本蓄積を通じて実現される。工業化段階でも不足する資源は資本であり、機械設備や技術の輸入は学習のプロセスでもある。つまり、投資は資本(K)の増大だけでなく、企業生産性(TFP)の増加を通じて経済成長を促進する。
・発展途上国と先進国の経済成長の差は、農業、工業、建設業などの各部門から生じており、「投資を通じて学ぶ」というアプローチによって各産業の TFP が上昇する余地は大きい。これらの部門は有形部門でもあり、その意味で学習効果が生じやすい。



写真撮影は主催者による。参加者の肖像権は、撮影するまでの内容は日本の著作権法及び国際的な慣習により保護

(参考) 各テーマの問題意識と想定論点

テーマ	問題意識	想定論点
産業政策の 新たな役割と 展望	<ul style="list-style-type: none">・日中両国はともにハイテク産業の育成やエネルギー構造の転換といった共通の課題に直面している。・こうした課題は、気候変動への対応、経済のデジタル化の促進、地域格差の是正、戦略物資・サービスの確保といった多様な要素と関連している。・イノベーションの促進に際しては、政策当局と民間事業者との適切な連携が求められる。	<ul style="list-style-type: none">・政策当局は、経済成長の促進に向けて、ハイテク産業の育成やエネルギー構造の転換をどう位置付けているか。・政策当局はどのような役割を担うべきか。また、民間事業者とどのように役割を分担すべきか。・リスクマネーの供給にはどのような課題があるか。主なステークホルダーはどのような役割を果たすべきか。
ポストコロナの 経済成長に 向けた 政策対応	<ul style="list-style-type: none">・日中両国はコロナの影響から脱しつつあるが、米欧経済の減速に加え、コロナ前からの構造的な問題に再び直面している。・このうち中国には、不動産問題を中心とする金融安定の課題が残存しているほか、財政を含む地域間の経済格差がむしろ鮮明になっている。・こうした課題を克服して持続的な経済成長を実現するには、金融経済に関する幅広いポリシーミックスの運営が求められる。	<ul style="list-style-type: none">・持続的な経済成長を実現する上で、克服すべき重要な課題はどのようなものか。・金融政策や財政政策のようなマクロ政策はどのような制約に直面しているか。また、政策運営に関して修正すべき点は何か。・金融が経済の新陳代謝を促進する役割を担う上では、政策当局と民間事業者のそれぞれにおいて、どのような対応が有効となるか。

(参考) 中国側講師 (その1)



肖 鋼 (XIAO GANG)

中国証券監督管理委員会前主席

- ・1981年：中国人民銀行に入行
- ・1994～96年：中国人民銀行政策研究室主任、中国外為取引センター総経理、人民銀行計画資金司長を歴任
- ・1996～98年：中国人民銀行総裁補佐
- ・1998～03年：中国人民銀行副総裁、中央銀行金融政策委員会委員を務め、信託業務を担当
- ・2003～04年：中国銀行取締役会長、東方資産管理公司
共産党委員会書記
- ・2004～13年：中国銀行取締役会長
- ・2013～16年：中国証券監督管理委員会主席、共産党委員会書記
- ・2018年：第13回全国政治協商経済委員会委員
- ・中国共産党第17回全国代表大会代表、第17回中央委員会委員候補、第18回中央委員会委員



張斌 (ZHANG BIN)

中国社会科学院世界經濟・政治研究所副所長

- ・中国およびグローバルのマクロ経済を専攻
- ・中国経済の構造転換、中国とグローバルマクロ経済、人民元為替レート、金融政策を担当
- ・『中国社会科学』、『経済研究』、『世界経済』、『経済学季刊』、『管理世界』、『国際経済評論』、World Economy, China and World Economyなどの学術雑誌に多数の論文を発表
- ・フィナンシャル・タイムズ、ロイター、『財経』、『財新週刊』、『人民日報』、『南方週末』、『中国外為』、『中国金融』、フォーチュン、ウォールストリートジャーナルなどに多数のコラムや評論を掲載
- ・社会科学基金、中国人民銀行、財政部、商務部、工業情報化部、住宅と都市・農村建設部、アジア開発銀行、中国改革基金会から依頼された30以上のプロジェクトを担当

(参考) 中国側講師 (その2)

余 永定 (YU YONGDING)

中国社会科学院学部委員

- ・オックスフォード大学 (英) で経済学博士学位を取得
- ・中国社会科学院学部委員、上海浦山新金融發展基金会长、浦山賞学術委員会主席、中国社会科学院世界經濟政治研究所研究員
- ・1998～09年：中国社会科学院世界經濟政治研究所所长
- ・2004～06年：中国人民銀行金融政策委員会委員、中国世界經濟学会長
- ・2004年～：国家發展改革委員会国家發展計画専門家委員
- ・2010年～：中国外交部外交政策諮問委員会委員
- ・2016年～：上海浦山基金会学術委員会主席
- ・2020年～：上海浦山新金融發展基金会长
- ・マクロ經濟、国際金融、世界經濟に関する多数の学術論文とレポート、10冊強の著作物を発表。1998年より月刊『世界經濟』の編集長を担当



高善文 (GAO SHANWEN)

安信証券首席エコノミスト

- ・北京大学理学士 (1992年)、経済学修士 (1995年)
- ・中国人民銀行大学博士 (1999～05年)
- ・1995～02年：中国人民銀行弁公庁
- ・2003～07年：光大証券
- ・清華大学五道口金融学院業界指導教授、『清華金融評論』編集者・学術委員会委員。中国金融四十人論壇学術委員会委員、China Chief Economist Forum理事、北京大学金融同窓会連盟副会長
- ・マクロ經濟動向の分析・予測とマクロ政策の研究に取り組み、それを基に資本市場への影響を分析。インフレ形成メカニズム、生産能力の周期変動、資産価格の変化などで経験を蓄積し、独自の分析体系を構築
- ・『經濟運営の論理』(2013年)で、經濟分析の体系と考え方を紹介 (同年のベストセラー)、『經濟運営の真相』(2020年)では、過去10年の主要テーマ (マクロ經濟、物価、生産能力、不動産と都市化、シャドーバンキング、国際貿易摩擦) を分析



8. 中国側講師の主な主張

産業政策の転換

- 持続的な経済成長には工業化とサービス化の2段階が必要
- 工業化には資本蓄積の促進が有効
- サービス化には人的資本の蓄積が重要
- 国民生活の充実、市場開放、資本市場の発展、公平な競争環境が柱
- 政府の役割は漸進的に調整

マクロ政策の活用

- 中国経済は低インフレに直面
- 総需要の不足に対して拡張的な財政政策が必要
- 財政赤字や政府債務に関する過大な懸念は不要
- 緩和的な金融政策による支援も重要
- 銀行貸出の促進による政策効果の波及が必要

■ この他には以下の点に関する議論があった

- ・スタートアップ企業やユニコーン企業の重要性や育成のあり方
- ・リスクマネーの供給における政府の役割（資金供給手段や信用補完手段）
- ・地方からの出稼ぎ労働者や若年失業者の動向と賃金上昇
- ・家計の貯蓄動向と低インフレへの意味合い

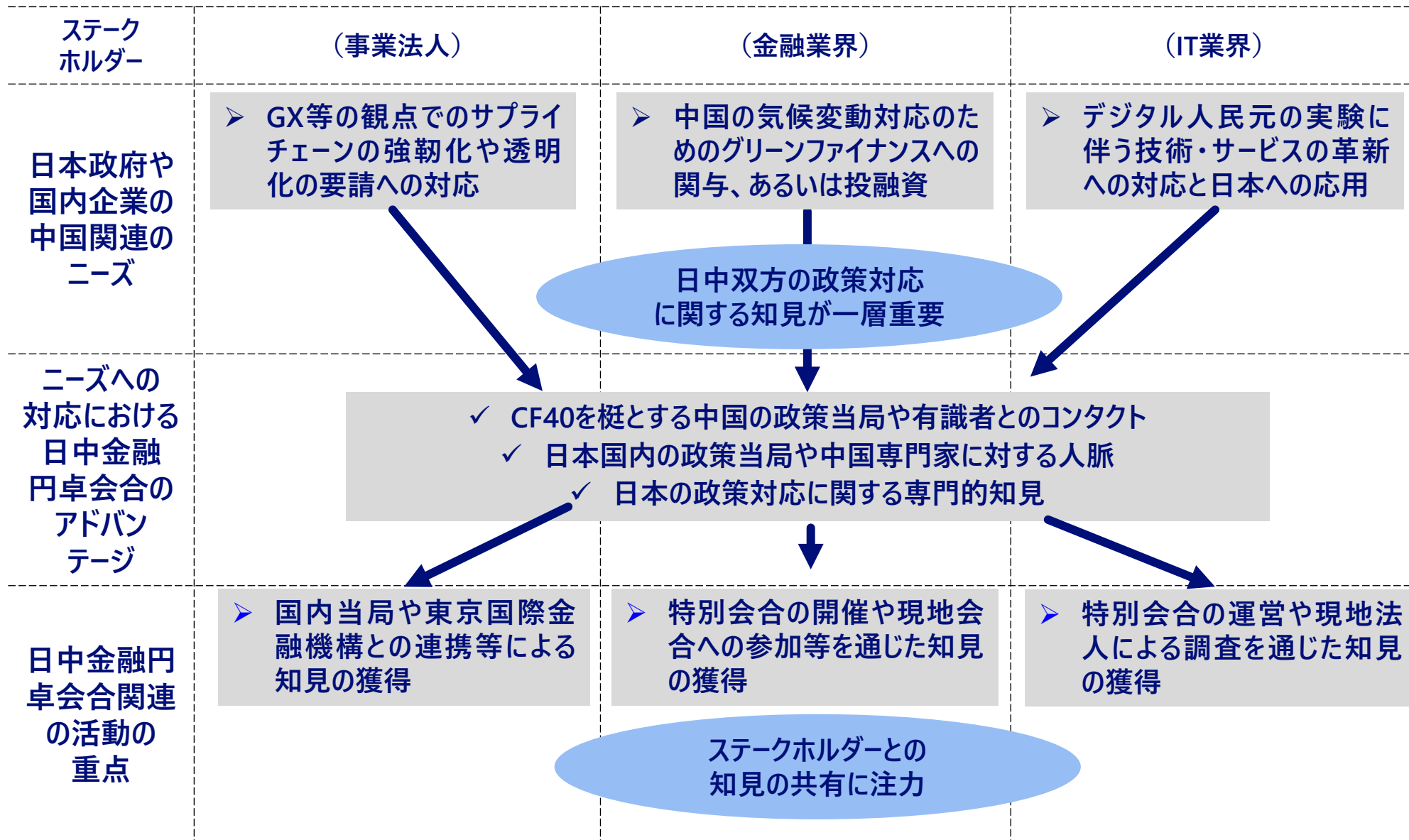
9. 中国側講師と国内当局等との個別面談の概要（その1：中国関連）

テーマ	国内当局等から示された質問	中国側講師の回答
中国経済の減速の背景	<ul style="list-style-type: none"> ・中国経済の成長が減速している背景は何か － 循環的な要因と構造的な要因の双方に注目 － 供給制約の緩和、EV等のイノベーション等の好材料も存在 	<ul style="list-style-type: none"> ・循環的要因としてコロナの後遺症（マインドの悪化）と不動産バブルの崩壊（不動産投資の低迷）、構造的要因として東西対立（サプライチェーンの分断や技術移転の阻害）と民営企業の低迷（資金調達等の問題）を指摘
民営企業への政策対応	<ul style="list-style-type: none"> ・民営企業への政策対応には変化があるか － 民営企業の設備投資が低迷と認識 － ITや教育への過剰介入を指摘 	<ul style="list-style-type: none"> ・民営企業への規制強化は一部の産業に限定され、むしろ東西対立による外資の貢献が低下することに懸念を表明
不良債権への政策対応	<ul style="list-style-type: none"> ・銀行の不良債権処理は順調に進んでいるか － 問題が中小銀行にある点で困難さを推測 － 地方経済の低迷との悪循環を認識 	<ul style="list-style-type: none"> ・中小金融機関の経営統合の推進や限定的な公的資金の注入の有効性を指摘
地方財政の健全化	<ul style="list-style-type: none"> ・地方政府の財政健全化は順調に進んでいるか － フローの財源問題と、ストックの債務問題の双方の動向に着目 	<ul style="list-style-type: none"> ・税収の地方への紐づけの強化、債務の地方債への転換等の有用性を指摘
人民元の国際化	<ul style="list-style-type: none"> ・人民元の国際化をどう評価するか － 東西対立と経済制裁によって決済圏が成長 － 一帯一路の運営や実績も意識 	<ul style="list-style-type: none"> ・長い目で見てアジアでドル離れが進む可能性、資本勘定でなく経常勘定を通じた国際化の可能性、為替レートへの信認の必要性等を指摘

10. 中国側講師と国内当局等との個別面談の概要（その2：日本関連）

テーマ	中国側講師から示された質問	国内当局等の回答
海外からの対日投資	<ul style="list-style-type: none"> ・日本への投資家が活性化した理由は何か － 海外投資家による株式投資の増加に注目 － 戦略産業に関する直接投資も視野 	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンダメンタルズの好転、株式市場改革の成果、低金利環境等を要因として指摘
為替政策	<ul style="list-style-type: none"> ・円安が進行した理由は何か － 日銀の金融緩和による誘導の可能性を意識 － 低インフレからの脱却への有用性も意識 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融政策は物価を反映し円安誘導が目的でない、為替相場は内外金利差だけでは決まらない（ファンダメンタルズが影響）と説明
YCCの見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・YCCの解除に伴う金融ストレスをどう回避すべきか － 国内では投資家の評価損、海外では日本の投資家のフローの減少に各々注目 	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀は慎重に対応、国内の金利リスクは適切に管理、海外への影響については金利差が残る点で過剰な懸念と説明
金融緩和の副作用	<ul style="list-style-type: none"> ・長期に亘る金融緩和は副作用が大きいのではないか － 財政規律の低下と民間の新陳代謝の低下を意識 － 過剰なリスクテイクの恐れも意識 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融仲介の低下による資源配分の非効率化や新陳代謝の抑制等の可能性を指摘
政府債務の持続性	<ul style="list-style-type: none"> ・政府債務は持続可能と考えてよいか － 対GDP比で突出して高水準にある点を意識 － 国債の保有構造の特徴も認識 	<ul style="list-style-type: none"> ・家計貯蓄の安定性、社会保障費の増加の必然性、地方経済の支援の必要性、フローの意味で財政健全化等を指摘
人口動態への対応	<ul style="list-style-type: none"> ・岸田政権による少子高齢化対策をどう評価すべきか － 既往の政策との相違点に注目 － 財政負担との関係にも着目 	<ul style="list-style-type: none"> ・少子化対策は質量ともに最大級、ただし財源は不透明、移民等の政策対応も必要と説明

1 1. 特別会合等を通じた活動



(参考) 特別会合 (2023年2月開催)

- CF40との合意に基づき、特別会合をグリーンファイナンス (特にトランジション) に焦点を置く) をテーマに開催した。会合には、日中双方の政策当局、金融機関、調査機関等から合計約80名の専門家が参加し、気候変動対応のアプローチの比較や資金調達の現状と課題等について意見を交わした。

司会：井上哲也 野村総合研究所シニア研究員	
日本におけるトランジションファイナンス	リードコメント：高田英樹 (金融庁総合政策局総合政策課長)
中国のカーボンニュートラルに向けた金融	リードコメント：徐林 (CHINA-US GREEN FUND社長)
自由討議	参加者を含む質疑応答



CF40-NRI日中円卓非公開会合

大きな期待と挑戦を受けるグリーンファイナンスの発展 招待状

各位

国連事務総長は昨年、気候変動を抑制するため緊急の対策を講じなければ、世界は危機に見舞われると警告した。気候変動への対応を促進する技術開発やインフラ投資、エネルギー源や産業構造の転換、気候変動から生じる損失に対する補償等にはいずれも多額の資金を必要とする。活用し得る公的資金が限られる中で、グリーンファイナンスには大きな期待が寄せられており、特に温室効果ガスを多く排出する産業におけるトランジションの推進に向けて、民間の金融セクターはより大きな役割を果たす必要がある。事業者や産業のプロアクティブなモチベーションを高めるためのインセンティブ・メカニズムはどのようなものか。資本市場や金融機関が積極的に資金を配分するにはどのような政策や制度が必要となるか。必要な資金を調達する上で「グリーンウォッシング」や「偽りのビジネスモデル転換」等の規制アービトラージやモラルハザードをどのように回避するか。日中両国におけるグリーンファイナンスの発展の現状と、関連する政策当局による戦略や制度、基準の整合性、情報開示の運営等から、両国はどのように互いに学び、実際に協力できるのか。

上記の課題を深く分析するために、中国金融四十人論壇 (CF40) と野村総合研究所 (NRI) は非公開会合を共催する。会合はハイブリッド会議であり、オンライン会議は Zoom 経由で開催する。

ご多忙中のこととは存じますが、是非ともご参加賜りますよう、よろしくお申し込み申し上げます。

2023年1月

日中金融円卓会合 特別会合 (2023年2月) 議事概要

議題	グリーン・ファイナンスの期待と課題 (トランジションの視点)
開催日時	2023年2月16日 20時00分~22時00分 (テレビ会議形式で開催)
発言者	高田 英樹 氏 (金融庁 総合政策局総合政策課長) <日本側司会> 徐 林 氏 (China-US Green Fund 取締役社長) <中国側司会> 孫 林 氏 (CF40 シニア研究員、中国证监会監督管理委員会委員) 曹 潔 氏 (中国銀行市場交易業務部 (GDFI)) マーケティング・インベーション部責任者 曹 潔 氏 (中国人銀行 金融研究所副所長) 王 遠 氏 (中央财经大学 グリーン・ファイナンス国際研究センター 金融研究所所長) 曹潔 氏 (中国社会科学院 世界エネルギー研究室主任) 大島 周 氏 (海外連携・放送・総務事務局 代表取締役社長) 三浦 千鶴 氏 (野村総合研究所 ホームセールズプラットフォーム推進部シニアエキスパート) 井上 哲也 氏 (野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部シニア研究員) <モデレーター>

<議事> 各発言者による発言のうち重要にわたる部分は、個人の見解として表明されたものであり、所属される組織や関係政府の見解を代議するものではありません。

1. 高田英樹氏の講演
2. 徐林氏の講演
3. 質疑応答

1. 高田英樹氏の講演
○背景
気候変動対応の促進にとって、トランジション・ファイナンスの意義は大きい。金融庁が経済産業省や環境省と共同で取り組んだ基本指針は、①銀行のトランジション戦略とグリーンファイナンス、②ビジネスにおける環境意識の向上、③科学的根拠に基づいたトランジション戦略、④気候変動の透明性向上の4つの要素から成っている。日本政府はGX(グリーン・トランスフォーメーション)実現に向けた基本方針を策定し、その中で、今後10年間に資金合計で150兆円の投資を実施するとともに、うち約20兆円を国によるGX経済特快の発行を契機に実行財に投資することで、気候変動の促進を図ることとしている。金融庁 (FSA) も、金融市場と金融仲介機関の信頼の向上、分野別規制の充実、企業情報開示の強化など、トランジション・ファイナンスを含むサステナブル・ファイナンスに関する多様な取り組みを行っている。トランジション・ファイナンスの発展には、①のドメインの一方の充実、②の透明性の確保や信頼の促進、③のファイナンス・ドメインに関する規制の取組といった課題が存在する。日本政府はこうした課題を種々な枠組みの下で議論し、トランジション・ファイナンスの一方の発展を推進する。

○クライマート・トランジション・ファイナンスの推進に向けた日本政府の取組
クライマート・トランジション・ファイナンスは、経済主体が気候変動に対応するためのトランジションを資金供給等によって支援する金融活動である。経済に実質的に投資を実現することが難しい産業

2. 徐林氏の講演
3. 質疑応答
や企業が存在するだけに、それらが電気やエネルギー源の転換等を行うために必要な資金を供給するトランジション・ファイナンスは、政府企業への移行において極めて重要である。
一方、キャリアを通じて多様な側面からグリーン・ファイナンスに関わってきた。2015-18年には経済協力開発機構 (OECD) の環境局に在籍し、グリーン・ファイナンスを担った。2018年には、国内の政府と民間の両方におけるグリーン・ファイナンス推進の連携を担って Green Finance Network Japan を立ち上げ、現在も活動を継続している。2021年には、業界の下部機関の気候変動対策推進の経済参事官を担った。2022年1月からは、金融庁の総合政策局総合政策課長としてグリーン・ファイナンスに関する総合政策の企画を担っている。
金融庁が経済産業省や環境省と共同で取り組む、2021年5月に公表した「クライマート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」には4つの要素があり、第一に銀行のクライマート・トランジション戦略とグリーンファイナンスであり、トランジション・ファイナンスを通じて資金を調達する企業は、気候変動のためにしっかりと対応したトランジション戦略を策定しなければならない。第二はビジネスにおける環境意識の向上のアプローチであり、企業はビジネスにおいて気候変動への影響を十分に配慮しなければならない。第三に科学的根拠のあるクライマート・トランジション戦略であり、企業は科学的かつ合理的で、エビデンスに基づいたトランジション戦略を策定しなければならない。第四に業務の透明性であり、企業はトランジション戦略の内容や実績について適切な情報開示を行わなければならない。
温室効果ガス、なかでも二酸化炭素の排出の削減はグローバルな

https://www.nri.com/jp/knowledge/report/1st/2023/fis/conference_jp_cn/0216

(参考) 準備会合 (2023年3月開催)

- 2023年度の年次会合における想定テーマのうち、中国経済の中長期的な成長力の課題や対応について、日本側の専門家（政策当局、金融機関、調査機関等）を招聘し、論点の整理を兼ねた準備会合を開催した。議事の概要はNRIホームページに掲載した。

司会：井上哲也 野村総合研究所シニア研究員	
地方財政や地域経済の動態の視点	リードコメント：岡寄久美子（キヤノングローバル戦略研究所 シニアフェロー）
人口問題や地域間の人口動態の視点	リードコメント：福本智之（大阪経済大学 経済学部教授）
自由討議	参加者を含む質疑応答

日中金融円卓会合 準備会合 (2023年3月) 議事概要

April 17, 2023

議題: 中国経済の成長力と課題 (地方財政と人口の視点)

開催日時: 2023年3月27日 18時00分~20時00分 (テレビ会議形式で開催)

発表者: 岡寄久美子氏 (キヤノングローバル戦略研究所 研究主幹) <講師>、福本智之氏 (大阪経済大学 経済学部教授) <講師>、大島 篤氏 (海外通貨・放送・郵便支援機構 代表取締役社長)、小池一徳氏 (日本銀行 国際局)、神谷司馬氏 (日本証券アソシエーション 専務理事)、下田知洋氏 (日本銀行 金融研究所シニアリサーチフェロー)、関 志雄氏 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)、竹澤秀樹氏 (日本証券アソシエーション 専務理事)、藤嶋正徳氏 (在中国日本大使館 参事官)、井上哲也 (野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部シニア研究員) <モデレーター>

<議注> 各発表者の役職は会合開催時のものです。また、各発表者による発言のうち意見にわたる部分は、個人の見解として表明されたものであり、所属される組織の見解を代表するものではありません。

- 岡寄久美子氏の講演と質疑応答
- 福本智之氏の講演と質疑応答

1. 岡寄久美子氏の講演と質疑応答

○ 講演

- 本日の私の話は地方財政に焦点を当てて、その前提としてマクロ政策の運営を概観しておきたい。これまで中国政府は、主として金融政策を活用しながら、銀行システムを通じて経済成長に必要な資金の供給を回ってきた。財政政策は労働市場の視点で運営してきた。しかし、近年は不動産バブルの崩壊に伴って銀行の不良債権が問題となったほか、経済成長も減速してきて、財政政策の役割が重視されるようになった。もっとも、中国は大きな国なので、地方財政の財政事情もばらつきがあり、全体として効率的な運営を実現するには様々な課題がある。
- 中国経済が長期に亘って高成長を続けてきた結果、1人当たりGDPも2021年時点で世界第2位を誇る高所得国の水準(1万3千ドル)にかなり近づいている。この間、マクロの債務水準は、既に2015年間に開きだされたところだったが、非金融企業部門のウエイトが大きく、ここには普通の民営企業や公営企業だけでなく、地方政府の融資プラットフォームの債務が含まれる。後者は、中央政府の指導に沿って地方政府の債券発行に直接絡らなれつつあったが、一般政府部門債務のウエイトが高まっている。ただし、中央政府による特別会計での債券発行は一般政府部門に計上されていない。
- 銀行の不良債権比率は全体として2%以下に抑制されている。もっとも、2005年頃に不良債権の増加が問題となった際は、5大銀行が大きなウエイトを占めたので対応が容易であった面もあるが、今回は多様な業態の商業銀行に問題が分散している点が異なる。特に、都市部を銀行の主要事業領域、郊外の農村金融機関と、金融機関数が多い上、一部の先が不良債権を抱えている。前項に比べて、

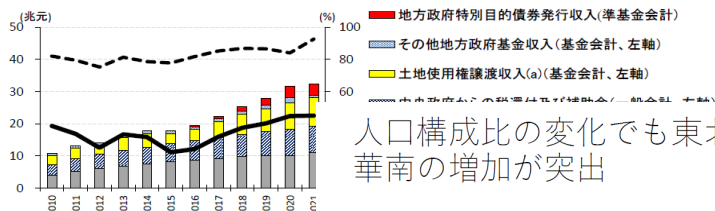
金融機関当たりの不良債権額は相対的に大きく、人民銀行や監督当局の適切な対応を講ずることは可能だろうが、初期対応を踏まえシステマチックなリスクの顕現化を抑制恐れもある。また、これらの業態の金融機関は地方政府も出資者であるケースが多いので、具体的な対応の仕方によって地方政府の財政負担も変わらう。

- 一般政府部門の赤字は、2020年のような時期を含めても対GDP比で概ね2%以内で抑制されてきた。もっとも、財政赤字を予算安定基金等によって補填してきた面もあり、歳入に対する歳出の規模は拡大傾向にある。実際、IMFの定義による財政赤字率、対GDP比で10%程度に達する。また、一般政府部門の赤字をみると、各地方政府で赤字のばらつきが大きい。なかでも、吉林省や黒龍江省のような東北地方の地方政府の財政赤字率はGDP規模に比べて大きく、省内の下部の行政組織では運営が成り立たない例も出ている。
- 政府予算を別な切り口から分類すると、主な会計構成としては、一般会計、日本の特別会計に相当する政府性基金会計、そして国有資本基金会計がある。このうち、国有資本基金会計は基本的に毎年均衡するよう運営されているが、政府性基金会計は収益も生じており、2022年度にはこのうち約9千億元が一般会計の赤字の補填に利用された。2023年予算でも同様な対応が予定されている。地方政府にとって重要な財源であった土地使用権の売却収入は政府性基金会計に計上されているが、不動産バブルの崩壊に伴って増加が見込めない。2015年以降に発行が認められた特別目的債券は、政府基金収入の準備と位置付けられ、その運営は地方政府の財政状況に大きな影響を持つ。

(2) 土地財政の限界

- 2021年の中国地方政府の**土地使用権譲渡収入**は、**8.7兆元**(地方政府基金収入の92.7%、地方財政収入全体の**26.9%**に相当)。
- 2015年以降、地方政府による**特別目的債券**の発行が認められるようになったが、当該発行収入は**政府基金収入**を補填する形式で計上されている。

図表21: 中国の地方政府財政収入の構成



【2021年の構成】

一般会計地方政府本級収入(地方政府が直接徴収した収入):	11.1兆元
中央政府からの税還付及び補助金:	8.2兆元
政府基金収入:	9.4兆元
特別目的債券発行収入	3.6兆元
以上合計(b):	32.3兆元

人口構成比の変化でも東北、華北が減少、一方、華南の増加が突出

7地区の人口の5年間増減率 (%)

	華北	東北	西北	華東	華中	華南	西南
2000-2005年	3.6	0.8	3.4	4.0	-1.3	3.5	0.2
2005-2010年	8.6	1.8	3.1	4.3	1.3	8.4	-0.8
2010-2015年	2.6	▲4.3	3.5	4.5	2.1	9.5	3.4
2015-2021年	▲0.2	▲7.2	3.4	3.4	0.8	7.5	2.6

1 2. 年次会合と個別面談等を通じた全体の印象

中国の金融経済状況

- 循環的な問題と構造的な問題の双方に直面
- 経済構造の「成熟」に想定以上に速いペースで接近
- 政策課題のトレードオフが様々に顕在化

ミクロ政策の活用

- 経済の高度化に向けた産業政策は一定の成果
- 混合経済的な考え方は依然として有効
- 家計向けのミクロ政策に課題が残存

マクロ政策の課題

- 財政政策の活用には短期的な効果と長期的な課題が併存
- 不動産問題を解決しつつ、金融政策を活用するのは困難
- 政策目標の優先度合いに関する意見が分散



**Envision the value,
Empower the change**