

# 日中金融円卓会合について

野村総合研究所  
金融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

2023年8月

**NRI**

Envision the value,  
Empower the change



# 日中金融円卓会合の概要

## 日中金融円卓会合（Japan-China Financial Roundtable）

- ◆ 両国のマクロ経済に関する政策課題について意見を交換することで、その知見を共有する
- ◆ 両国の金融経済面のネットワーク強化を通じて、政策当局や実務家、研究者の交流を活発化する

### 会議の位置づけ

- 野村総合研究所と中国金融40人論壇（China Finance 40 Forum：概要後述）との共催により、両国の政策課題に関する意見交換の場を設ける

### 取り上げるテーマ

- 両国の金融経済に関する重要な政策課題を柔軟に取り上げる
  - － 短期だけでなく中長期的な視点からのテーマも取り上げる

### 会議の運営

- コロナの収束を踏まえて、東京と北京での交互の開催に復帰する
  - － 双方の専門家が講演を行い、参加者が自由討議する形
  - － 議論は議事概要として事後的に公開する

### 参加者

- 日中双方の政策当局や金融機関、調査機関等から専門家を講師ならびに参加者として招聘する
  - － 講師以外の参加者の便宜を考慮し、リモートでの参加も可能とする

# 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) 「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)	・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5回 (2015年6月：北京)		
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

## 2023年の年次会合（7月1日に東京で開催）

- 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対面で出席したほか、両国の金融機関、政策当局、調査機関の幹部がオンラインで参加した。

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	
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
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	
16:10-16:25	コメント：余永定（中国社会科学院学部委員、上海浦山新金融發展基金会会長）
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



## (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
<p>産業政策の 新たな役割と 展望</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・こうした課題は、経済成長力の強化とともに、気候変動への円滑な対応、経済のデジタル化の促進、地域間の経済格差の是正、戦略物資・サービスの確保といった経済構造の高度化に関する多様な要素と関連している。</li> <li>・これらの領域では、イノベーションの促進やその成果の活用が不可欠であるだけに、政策当局と民間事業者との適切な連携が求められる。</li> <li>・同時に、課題を克服する上では、リスクマネーの円滑な供給が求められる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・両国の政策当局は、経済成長の促進という大きな目標に向けて、ハイテク産業の育成やエネルギー構造の転換といった要素をどう位置付けているか。</li> <li>・様々な課題を克服するために、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。</li> <li>・経済成長の促進に不可欠となるリスクマネーの供給にはどのような課題があるか。その克服に向けて、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。</li> <li>・これらの点に関して、両国の過去の取り組みの中でどのような事例が参考となるか。</li> </ul>
<p>ポストコロナの 経済成長に 向けた政策対応</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・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。</li> <li>・日本でも、コロナ対策の終了に伴う中小企業の持続可能性の低下や、労働市場の構造変化による人手不足が経済回復を阻害するリスクが意識されている。</li> <li>・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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・両国が持続的な経済成長を実現する上で、当面の間に克服すべき重要な課題はどのようなものか。</li> <li>・そうした課題を克服する上で、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。</li> <li>・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。</li> <li>・これらの点に関して、両国の過去の取り組みの中でどのような事例が参考となるか。</li> </ul>

# (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務課長）
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の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に限られる中で、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最適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での「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。

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

2023年1月

## 日中金融円卓会合 特別会合（2023年2月）議事概要

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）
出席者	高田 英樹 氏（金融庁 総合政策局総務課長）<日本側講師> 徐 林 氏（China-US Green Fund 取締役社長）<中国側講師> 内 岡 氏（CF40 シニア研究員、中国証券監督管理委員会主席） 孫明華 氏（CF40 シニア研究員、海通国際研究センターエコノミスト） 韓 軍 氏（中国銀行間市場交易協会（NAFII）マーケットイノベーション部責任者） 曹 耀 氏（中国人民銀行 金融研究所副所長） 王 暹 氏（中央财经大学 グリーン・ファイナンス 監研研究員） 孫潔 氏（國務院發展研究中心 金融研究所所長） 田澤芳 氏（中国社会科学院世界経済・政治研究所 世界エネルギー研究室副主任） 大島周 氏（海外連携・放送・郵便事業支援機構 代表取締役社長） 三井年雄 氏（野村総合研究所 ホールセールプラットフォーム企画部シニアエコノミスト） 井上哲也 氏（野村総合研究所 金融デジタルビジネスセンターシニア研究員）<モデレーター>

- 高田英樹氏の講演
  - 徐林氏の講演
- 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進めた基本指針は、①実行体のトランジション戦略とガバナンス、②ビジネスにおける環境のマテリアリティ、③科学的根拠に基づくトランジション戦略、④環境の透明性という4つの要素からなっている。日本政府は「GX(グリーン・トランジション・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年間に官民合計で150兆円の投資を調達するとともに、うち約20兆円を国による「GX経済移行債」の発行を通じて実行体に投資することで、民間投資の促進を図ることとしている。金融庁（PSA）も、金融市場と金融仲介機関の連携の促進、分野横断的な支援、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ロードマップの一層の充実、②環境的な理解や協働の促進、③ファイナンス・ド・エミッションに関する削減目標の取扱い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・ファイナンスの一層の発展を促進する。
    - クライメイト・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
      - クライメイト・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。経済には直ちに脱炭素を実現することが難しい産業
  - 質疑応答
    - 企業が存在する対称に、それらが省エネやエネルギー源の転換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、脱炭素社会への移行において極めて重要である。
    - 私は、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・ファイナンスを担当した。2018年には、国内の政府と民間の双方におけるグリーン・ファイナンス関係者の連携を目指して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、菅首相の下で内閣官房の気候変動対策推進の総合参事官を担当した後、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政策の企画を担当している。
    - 金融庁が経済産業省や環境省とともに取り進めた、2021年5月に公表した「クライメイト・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」には4つの要素がある。第一に実行体のクライメイト・トランジション戦略とガバナンスであり、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、脱炭素のためにしっかりとら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情報のマテリアリティであり、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メイト・トランジション戦略であり、企業は科学的かつ合理的で、ビジネ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。第四に環境の透明性であり、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

# (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：岡崎久美子（キャ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)

発言者：岡崎久美子氏 (キャ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 潤氏 (海外通信・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)、神澤多可恵氏 (日本証券アナリスト協会 専務理事)、下田知行氏 (日本銀行 金融研究所シニアリサーチフェロー)、關 志雄氏 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)、竹澤秀樹氏 (日本証券アナリスト協会 専務局長)、藤嶋正直氏 (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>

<補注> 各発言者の役割は会合開催時のものです。また、各発言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。

1. 岡崎久美子氏の講演と質疑応答  
2. 福本智之氏の講演と質疑応答

1. 岡崎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図ってきた一方、財政政策は均衡重視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つたほか、経済成長も減速してきた下で、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にもばらつきがあり、全体として効率的な運営を実現する上では様々な課題がある。

・中国経済が長期的に亘って高成長を続けてきた結果、1人当たりGNIも2021年時点で世界銀行が定義する高所得国の水準(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年頃に問題視されるようになったが、非金融企業部門のウェイトが失くさ、ここには普通の民間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負債が含まれる。後者は、中央政府の指導に付随して地方政府の債券発行に置き換えられてきたため、一般政府部門債務のウェ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大銀行が多額な不良債権を抱えていた。現在は、中央銀行が分業している点も異なる。特に、都市商業銀行や農村商業銀行、新設の農村金融機関は、金融機関数が多い上に、一部の先が不良債権を抱えている。前回と比べて、

金融機関当たりの不良債権率は相対的に大きく、人民銀行と監督当局が適切な対応を講ずることは可能だろうが、初期対応を誤るとシステムリスクの顕現化を招く恐れもある。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ため、具体的な対応の仕方によって地方政府の財政負担も異なる。

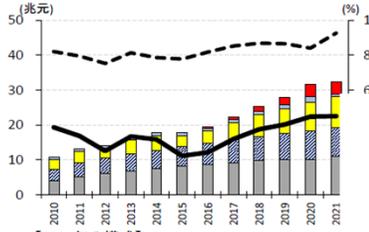
・一般政府部門の赤字は、2020年のような時期を含めても対GDP比で概ね3%以内にとどめられてきた。もっとも、財政赤字を予算安定基金等によって補填してきた面もあり、歳入に対する歳出の規模は拡大傾向にある。実際、IMFの定義による財政赤字は、対GDP比で10%程度に達する。また、一般政府部門の内訳をみると、各地方政府で赤字のばらつきが大きい。なかでも、吉林省や黒龍江省のような東北地方の政府の財政赤字はGDP規模に比べて大きく、省内の下部の行政組織では運営が成り立たない例も生じている。

・政府予算を別な切り口から分類すると、主な会計制度としては、一般会計、日本の特別会計に相当する政府性基金会計、そして国有資本経営会計がある。このうち、国有資本経営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が、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、政府基金収入の増援と位置づけられ、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



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

(出所) 国家統計局を基に筆者作成



**Envision the value,  
Empower the change**