第268回NRIメディアフォーラム

「日中金融円卓会合」第8回会合の議論と中国における金融リスク防止の動き

2018年8月2日

野村綜研（北京）系統集成有限公司
金融イノベーション研究部　部長　神宮　健

株式会社野村総合研究所
金融イノベーション研究部　主席研究員　井上　哲也

〒100-0004
東京都千代田区大手町1-9-2
大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

日中金融円卓会合

Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

日中金融円卓会合　趣旨と概要

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

- ◆ 日中両国の金融市場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
- ◆ 日中両国の金融面での人的ネットワーク強化を通じて、政策当局や研究者、実務家の交流を活発化する

会議の位置づけ	➢ 中国金融40人論壇（China Finance 40 Forum<CF40>）と野村総合研究所（金融市場パネル）との間で、意見交換する場を設ける
取り上げるテーマ	➢ 両国の金融市場に関する政策課題について、重要と思われることを柔軟に取り上げていく －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	➢ 会合を日中交互の場所で開催する －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公開する

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）中国金融40人論壇（China Finance 40 Forum）の概要

(1)沿革・位置づけ
・2008年4月に北京に設立
ー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
・非営利のシンクタンク（”non-government and non-profit thinktank” ）

(2)目的
・金融に関する政策について考え、成果を広く発信して議論に資するとともに、政策当局との間でインフォーマルな意見交換を行う
ー金融危機の経験と今後の金融自由化を踏まえ、政策当局と研究者、実務家の交流強化が必要と認識
ー議論は基本的にクローズで行い、後日、成果を文書で公表

(3)組織運営・メンバー
・顧問委員会（金融当局や国有銀行の高官と有力な研究者）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ール
・政策当局（中国人民銀行が中心）と研究者、国有金融機関の各々中堅幹部以上がメンバー

(4)主な活動
・Round-table seminar（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
・Annual Conference（年次）：政策当局や研究機関のゲストも加わった形でのコンファレンス
・アドホックなConference（随時）：海外の研究機関とのjoint conferenceを随時実施
→これらの活動報告・論文集に加え、調査レポートを刊行

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）中国金融40人論壇（China Finance 40 Forum）の概要

（5）顧問委員会のメンバー（一部）

胡暁煉	Hu Xiaolian	中国輸出入銀行董事長
姜建清	Jiang Jianqing	上海新金融研究院理事長
林毅夫	Lin Yifu	北京大学国家発展研究院教授
銭穎一	Qian Yingyi	清華大学経済管理学院院長
呉敬璉	Wu Jinglian	国務院発展研究センター資深研究員
呉暁霊	Wu Xiaoling	清華大学五道口金融学院院長、中国人民銀行元副行長
易綱	Yi Gang	中国人民銀行総裁
余永定	Yu Yongding	中国社会科学院学部委員
朱民	Zhu Min	IMF元副総裁

（6）メンバーの一部（研究機関、商業機関。除く政府機関）

白重恩	Bai Chongen	清華大学経済管理学院常務副院長
丁志傑	Ding Zhijie	対外経済貿易大学校長助理
黄益平	Huang Yiping	北京大学国家発展研究院副院長
李稲葵	Li Daokui	清華大学蘇世民学者プロジェクト主任
瞿強	Qu Qiang	中国財政金融政策研究センター主任
馬俊	Ma Jun	清華大学金融と発展研究センター主任
姚洋	Yao Yang	北京大学国家発展研究院院長
鐘偉	Zhong Wei	北京師範大学金融研究センター主任

高善文	Gao Shanwen	安信証券首席経済学者
黄海洲	Huang Haizhou	中国国際金融董事総経理
李伏安	Li Fuan	渤海銀行董事長
劉珺	Liu Jun	中国投資副総経理
彭文生	Peng Wensheng	光大証券グローバル首席経済学者
孫明春	Sun Mingchun	博海資本董事長、首席投資官
王慶	Wang Qing	上海重陽投資管理総裁
張健華	Zhang Jianhua	華夏銀行行長

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第1回会合（2012年6月　北京）

・第1回会議は、日本経済の長期停滞と政策対応を取り上げ、中国に対するインプリケーションを議論した。

講演・金融自由化と金融行政	早稲田大学名誉教授　西村吉正氏
講演・為替自由化及び資本自由化の日本経済への影響	慶應義塾大学商学部教授　深尾光洋氏
講演・金融自由化の日本の銀行及び日本経済への影響	スタンダード&プアーズ　マネージングディレクター　根本直子氏
自由討議	-------
講演・日本の教訓が中国に与える啓示：	国務院発展研究センターマクロ経済部副部長　魏加寧氏
講演・繁栄後の衰廃を避ける・日本経済停滞の原因と啓示	国家外貨管理局国際収支司司長　管　涛氏
講演・日本「バブル経済」時期の貨幣と財政政策	中国人民大学 金融・証券研究所副所長　瞿　強氏
自由討議	-------
総括	北京師範大学金融研究センター主任　鐘　偉氏 野村総合研究所　金融ITイノベーション研究部長　井上哲也

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第2回会合（2013年6月　北京）

・第2回会議は、中国の金融システム問題と日本のアベノミクスについて、それぞれ自国の経験に基づく評価や展望について議論した。

講演・中国金融政策の有効性：金利・為替・資本取引の三位一体の改革	野村資本市場研究所主席研究員　関志雄氏
講演・中国の金融自由化：効果の評価及び将来の展望	NRI(北京)金融システム研究部部長　神宮健
講演・中国の中央銀行と資本勘定、為替及び金融の自由化における政策の道筋	慶応義塾大学商学部教授　深尾光洋氏
講演：金利自由化と中国経済の構造転換	中国人民銀行金融研究所所長　金中夏氏
講演：中国金融システムの潜在的リスク	中国人民大学金融・証券研究所副所長　瞿　強氏
自由討議	-------
講演・中日政府債務の比較	国務院発展研究センターマクロ経済部副部長　魏加寧氏
講演・日本の量的緩和金融政策が中国にもたらす影響	国家外貨管理局国際収支司司長　管　涛氏
講演・「アベノミクス」の解読	中国人民銀行金融政策司副司長　孫国峰氏
講演・日本の経済政策と金融政策の動向	キャノングローバル戦略研究所特別顧問　須田美矢子氏
講演・日本の新たな経済政策：金融緩和政策の効果の評価	日本銀行北京事務所所長　福本智之氏
自由討議	-------

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第3回会合（2014年6月　北京）

・第3回会合は、日中双方の経済の長期的課題（人口や財政）に加えて、2013年と同様に金融システム問題への対応や金融自由化との関係を取上げた。

講演・中国経済の構造的変化とその影響	北京大学国家発展研究院副院長　黄益平氏
講演・日本経済の長期的課題について	みずほ総合研究所常務　高田創氏
講演・日中の地方債制度の比較	国務院発展研究センター教授　魏加寧氏
自由討議	------
講演・中国の住宅市場	安信証券チーフエコノミスト　高善文氏
講演・中国の不動産市場はバブルか？	野村資本市場研究所主席研究員　関志雄氏
講演・日本の金融システム問題の背景と対応	日本銀行理事　木下信行氏
自由討議	------

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第4回会合（2015年3月　北京）

・第4回会合は、日中経済の改革と両者の比較を取上げた。

講演・日中経済改革の路線分析	スタンフォード大学名誉教授　青木昌彦氏
講演・日中経済の相互的な補完と参考	日本野村資本市場研究所シニアフェロー　関志雄氏
自由討議	-----
講演・中日：制度転換と経済発展	国務院発展研究センター　シニア研究員　呉敬璉氏
講演・日中経済発展モデルと比較	中国社会科学院世界経済と政治研究所研究員　余永定氏
自由討議	-----

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第5回会合（2015年6月　北京）

・第5回会合は、海外進出を取り上げた。中国の「一帯一路」戦略と日本の対外直接投資の経験について議論した。

講演・対外投資大国となる中国	野村資本市場研究所主席研究員　関志雄氏
講演・対日投資の現状と日本政府の政策	日本貿易振興機構対日投資部長　前田茂樹氏
講演・国際経済構造の変遷及び中国の「走出去」戦略	国家発展改革委員会副秘書長　王一鳴氏
講演・「一帯一路」戦略は如何に対外開放の新境地を切り開くか	国務院発展研究センター対外経済研究部部長　趙晋平氏
自由討議	------
講演・中国経済の「走出去」の革新路線及び推進戦略	中国社会科学院　世界経済・政治研究所所長　張宇燕氏
講演・日本の対外直接投資と民間金融機関が果たした役割	スタンダード&プアーズ　マネージングディレクター　根本直子氏
講演・日本企業の対外直接投資に対する支援策と示唆	野村資本市場研究所北京事務所長　関根栄一氏
自由討議	------

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第6回会合（2016年6月　東京）

・第6回会合は、日中両国が直面する課題、デフレーションと経済構造改革について議論した。

【午前】	
講演・中国の挑戦	中国社会科学院高級研究員　元人民銀行貨幣政策委員　余永定氏
講演・デフレーションと対策の日中比較	中国国務院発展研究センター　マクロ経済研究部巡視員　魏加寧氏
講演・マイナス金利政策はデフレーションを解消できるか	中国金融四十人論壇　高級研究員　管濤氏
講演・デフレーションの経験と対応	慶應義塾大学　経済学部　教授　池尾和人氏
講演・デフレ克服と金融政策	キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問　須田美矢子氏
講演・金融仲介機能とデフレ	リコー経済社会研究所 所長　神津多可思氏
自由討議	-------
【午後】	
講演・生産能力過剰の現状、原因、トレンド	安信証券株式会社 首席経済専門家　高善文氏
講演・中国経済構造転型の進展	中国金融四十人論壇　高級研究員　張斌氏
講演・産業構造の変化と経済成長	立正大学　経済学部　教授　吉川洋氏
講演・安倍政権下で進められている経済構造改革について	日本総合研究所　副理事長　翁百合氏
講演・サプライサイド改革と産業構造の高度化	一橋大学　経済研究所　所長　北村行伸氏
自由討議	-------

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第7回会合（2017年6月　北京）

・第7回会合は、金融包摂（Financial Inclusion）を取り上げた。日中における中小・零細企業金融等の経験・課題・規制や金融包摂におけるFinTechについて議論した。

講演・金融包摂を推進するFinTech	CF40メンバー、中国人民銀行金融研究所所長　孫国峰氏
講演・ABL（ASSET BASED LENDING）活用による中小企業の事業再生や成長支援について	日本動産鑑定会長　森俊彦氏
自由討議	-----
講演・デジタル金融包摂時代のリスクと監督管理	CF40学術委員会主席、北京大学デジタル金融研究センター主任　黄益平氏
講演・中国金融包摂の革新と実践	国家外貨管理局総合司(政策法規司)司長　孫天琦氏
講演・日本の地域金融行政および信用保証制度改革の動向	神戸大学経済経営研究所教授　家森信善氏
自由討議	-----

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第8回会合（2018年6月　東京）

・第8回会合は、世界経済回復の挑戦をテーマに、グローバル貿易摩擦とその影響と対応、及び日中における金融政策、金融リスク防止の経験や対策について議論した。

講演・米中貿易戦は持久戦である	CF40学術顧問　中国社会科学院学部委員　余永定氏
講演・米中貿易衝突の両国に対する影響	CF40高級研究員　哈継銘氏
講演・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	日本国際問題研究所客員研究員　津上 俊哉氏
講演・日本の金利自由化の経緯と問題点	アメリカンファミリー生命保険会社シニアアドバイザー 元日本銀行理事　木下 信行氏
自由討議	------
講演・国際資本移動に伴うショックのリスクの解消方法	CF40シニア研究員　管涛氏
講演・デレバレッジの痛み	CF40学術委員　安信証券首席エコノミスト　高善文氏
講演・日本の金融危機の経験からの教訓	日本銀行政策委員会審議委員 東京大学名誉教授　植田 和男氏
自由討議	------

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

【参考】会合の様子

Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

1　日中金融円卓会合（第8回）

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

米中貿易摩擦の経緯

■ 米国の動きに対応する形で中国も措置を採る展開

日付	米国	中国
3月8日	米通商拡大法232条に基づいた調査の結果により、中国などからの鉄鋼製品の輸入を米国の安全保障に脅威と判断し、鉄鋼とアルミ製品にそれれ25%と10%の追加関税を課すと発表。	
3月22日	対中301条調査を発表、中国の知的財産権侵害に対する制裁措置の大統領令に署名、600億ドル規模の中国製品に25%の関税を課すと発表。	
3月23日	中国などの鉄鋼とアルミへの関税賦課を開始。	米国の鉄鋼、アルミの輸入制限に対する報復関税リストを公表。リストは果物、豚肉、ワインなど約100種類、計30億ドル規模の商品を含む。
4月2日		鉄鋼輸入制限に対する報復関税として、米国の128項目の製品に対して15%か25%の追加関税を課すと発表。
4月3日	301条調査の結果に基づき、1333項目約500億ドル規模の中国製品に25%の追加関税を課すと発表。航空宇宙、情報と通信技術、ロボット、医薬、機械等の業界を含む。	
4月4日		500億ドル規模の14類106項目の米国製品（大豆、自動車、ボーイング航空機を含む）に25%の追加関税を課すと発表。
4月5日	中国製品に対して1000億ドルの追加関税を課すことを検討。	WTO紛争解決手続きに着手、301条措置に対してWTO協議を要請。
5月3日	米中貿易協議開始	
5月17日	「追加関税の保留」で合意	
6月15日	1102種類500億ドル規模の中国製品に25%の追加関税を課すと再表明、その内約340億ドル分の関税措置は7月6日実施予定。残りの160億ドル分についてはパブリックコメントを募集。	対中制裁案への報復を再表明。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所）各政策発表より野村総合研究所作成

米中貿易摩擦の経緯

日付	米国	中国
6月16日		米国産の659項目約500億ドル分の製品に25%の追加関税を課すと発表、その内の545項目約340億ドル相当の製品への関税措置は7月6日実施予定。大豆、綿などの農産品、自動車、水産品などを含む。残りの160億ドル分に対する関税措置の実施時間は別途通知。加工品、医療設備、エネルギー商品計114項目の製品を含む。
6月18日	トランプ大統領が2000億ドル規模の中国製品に10%の追加関税を課すと表明。中国が報復措置を採れば、さらに2000億相当の中国製品に関税を課すとも表明。 トランプ大統領は、当行為は中国の500億ドルの対抗措置への報復だと述べた。	
7月1日		インド、韓国、バングラデシュ、ラオス、スリランカ諸国からの大豆輸入関税を3%からゼロに引下げた。 他の農産品と水産品の関税もある程度引き下げた。
7月6日	818項目、340億ドル相当の中国製品に25%の追加関税を発動。主に電機製品、機械製品等に関連。	対抗措置として340億ドル規模の追加関税を発動。 主に農産品、水産品、タバコ・酒、自動車に関連。 特に米国産の自動車の関税税率は、15%から40%に引上げた。
7月10日	2000億ドル相当の対中国製品への関税リストを公表、水産品、農産品、果物、日常生活用品などを含む。公聴会は8月に行う予定。	
7月16日	米通商代表部（USTR）、中国、欧州連合（EU）など5カ国・地域をWTOに提訴する手続きを開始。	中国商務部、米国が中国の知的財産権侵害を理由に、2000億ドル相当の中国製品に10%の関税を上乗せする措置を提案したことに関して、WTOに提訴。

（出所）各政策発表より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

「日中金融円卓会合」（第8回会合） 講演ポイント(１)

論点	ポイント
余永定氏	・貿易摩擦の原因（米側主張）; ①対中貿易赤字、②中国WTO承諾未履行、③不公正な技術取得 ・米中貿易不均衡の真相 ①中国の対米貿易黒字は米国が言うほど大きくない（香港の中継貿易、輸出入価格計算方法）。 ②米国の貿易赤字の原因は、米国企業の競争力低下、国内貯蓄不足。 ③貿易赤字を、二国間で見てはならない（国際分業体制）。 ④米国の多額の貿易赤字は、外国資本の吸収を意味する。米ドルと他国資源の交換。 ⑤足元で中国の国際収支は基本的に均衡。重商主義的貿易政策との非難は当たらない。 ⑥米国がハイテク製品の中国向け輸出禁止を緩和すれば、貿易赤字は転換する。 ・中国はWTO加盟の承諾を着実に履行している。米国の見方は2017年に大きく変化。 ・中国は対外投資を操作していない（科学技術分野の投資は少ない）。政府の戦略の下で企業が技術を取得いているわけではない。 ・対応 ①米中の二国間交渉とWTO枠組み内での交渉をうまく結合しなければならない。 ②米中貿易紛争を市場メカニズムで解決しなければならない（更なる国内市場開放）。 ③「持久戦」に備えなければならない。外部ショックを利用して改革開放プロセスを加速する。

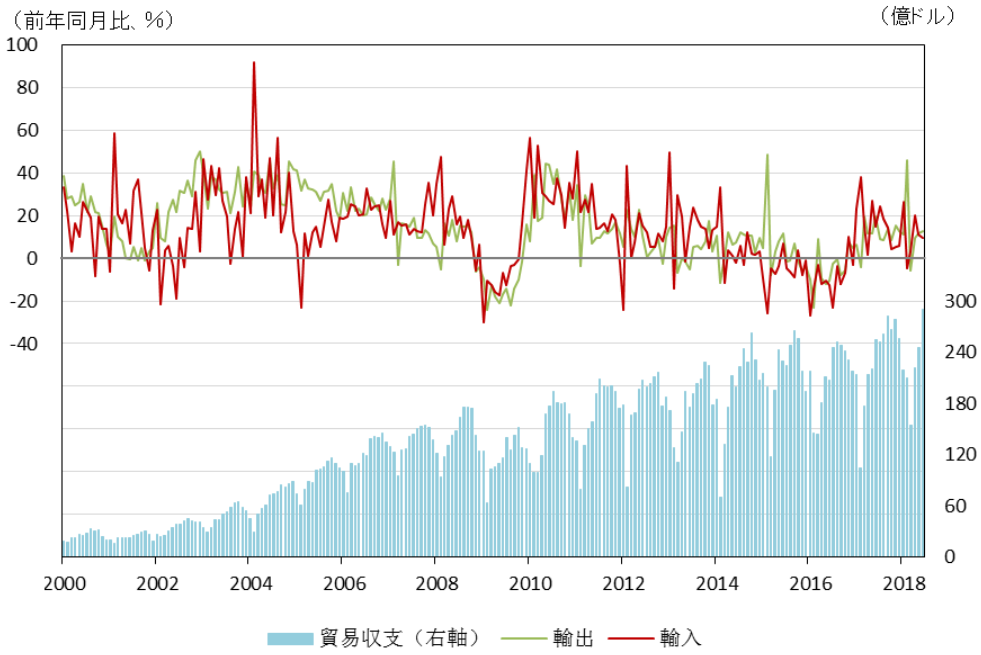
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所） 野村総合研究所

中国の対外貿易の状況（1）

- 中国は世界的な分業体制・グローバルサプライチェーンに組み込まれている。
- 中国は対米貿易黒字であるが、対アジアでは赤字。

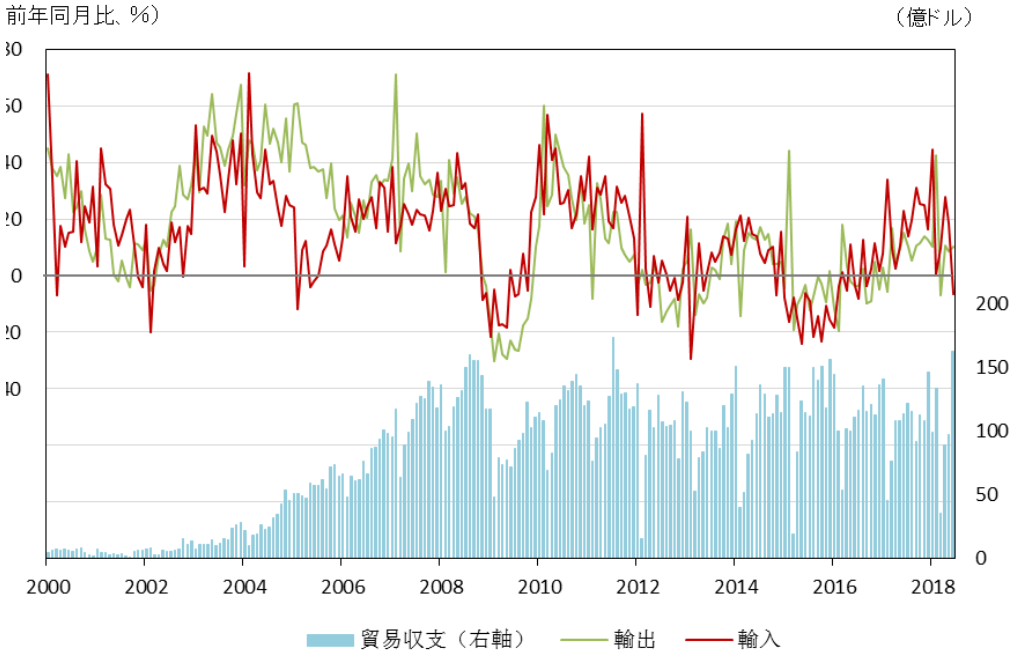
中国の対米貿易



（注）2017年、対米輸出の輸出全体に占める割合は19%、対米輸入の輸入全体に占める割合は8%。

（出所） 中国政府統計、CEICより野村総合研究所作成

中国の対EU貿易



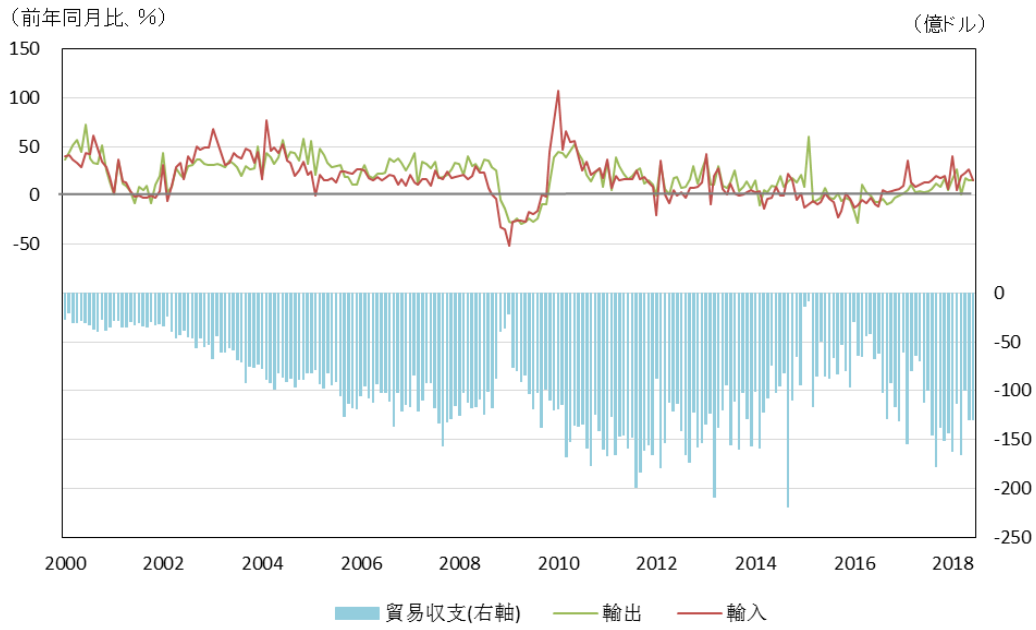
（注）2017年、対EU輸出の輸出全体に占める割合は17%、対EU輸入の輸入全体に占める割合は13%。

（出所） 中国政府統計、CEICより野村総合研究所作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国の対外貿易の状況（2）

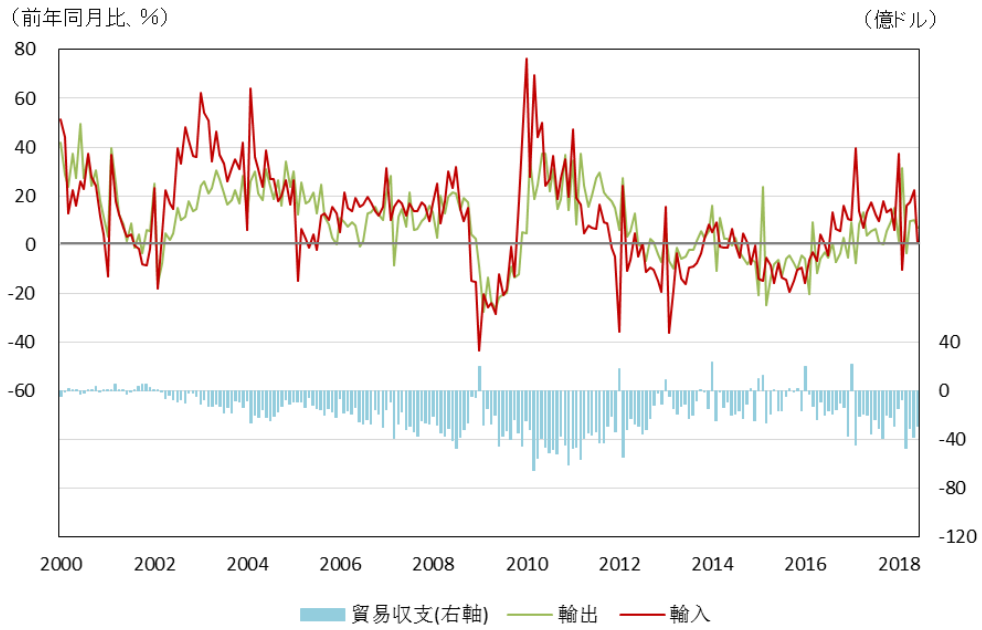
中国の対ASEAN+韓国・台湾の貿易



（注）2017年、対ASEAN+韓国･台湾輸出の輸出全体に占める割合は19%、対ASEAN+韓国･台湾輸入の輸入全体に占める割合は32%。

（出所） 中国政府統計、CEICより野村総合研究所作成

中国の対日貿易



（注）2017年、対日輸出の中国の輸出全体に占める割合は6%、対日輸入の輸入全体に占める割合は9%。

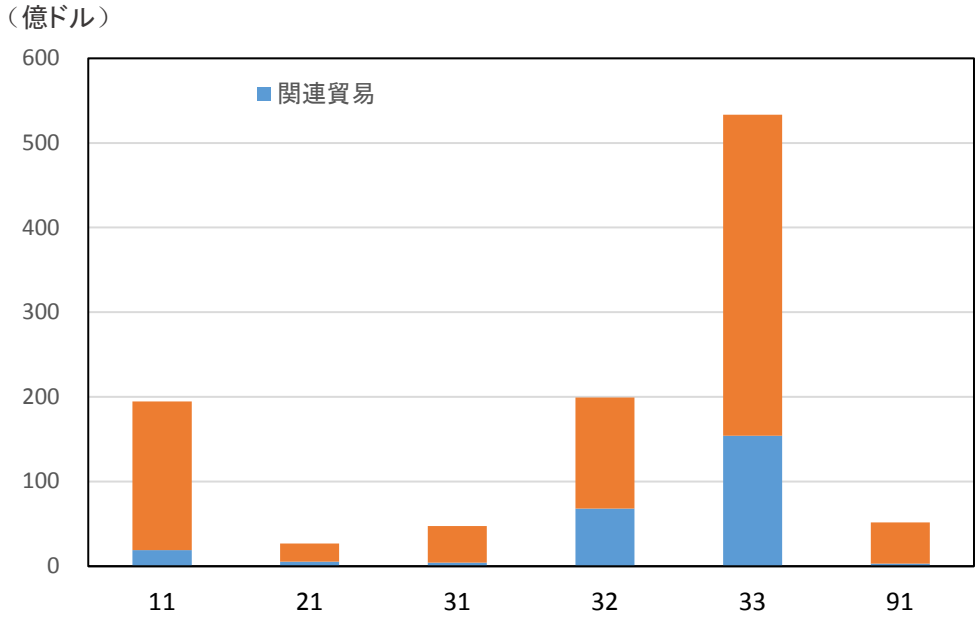
（出所） 中国政府統計、CEICより野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

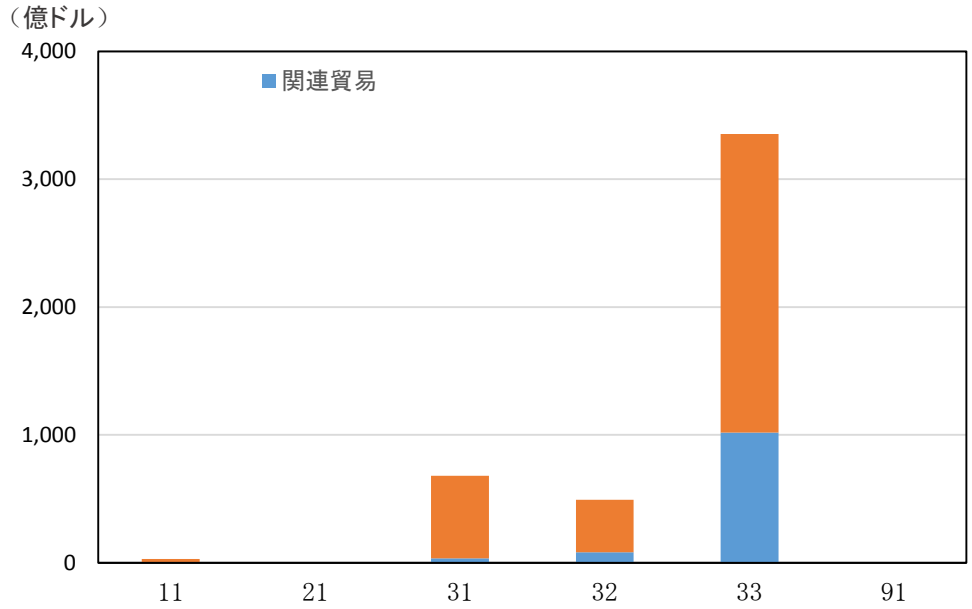
米中貿易の状況（関連貿易）

- 中国の財輸出の40%、ハイテク商品輸出の3分の2は中国における外資企業によるもの（中国外交部）
- 米国の対中サービス貿易は402億ドルの黒字（2017年）。

米国の中国向け輸出（製品別）



米国の中国からの輸入（製品別）



11 農畜産物　21 石油、天然ガス、鉱物と鉱石 31 加工品（食物、タバコ、衣服など）　32 加工品（プラスチック、木材、化学材料、ゴムなど）
33 加工品（PC、航空機、自動車、通信など）　91 廃棄物

（注） 2016年。番号はNAICSコード。
関連貿易：USPPIと最終的な取引相手の間での取引で、一方が直接または間接的に相手の10%以上を所有するもの。
USPPI：U.S. Principal Party in Interest。輸出貿易から主要な便益を獲得する米国における個人または法人。一般に、米国の販売業者、製造業者、発注者、米国での外国企業。

（出所） 米国商務省 ”Imports and Exports by Related Parties”より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

「日中金融円卓会合」(第8回会合) 講演ポイント(2)

論点	ポイント
哈継銘氏	・貿易摩擦の原因(米側主張) ①中国の経済規模拡大、②「中国製造2025」への警戒(非市場手段で競争するとの誤認) ・米中貿易不均衡の原因 ①基軸通貨としての米ドル、②世界的分業(産業チェーン、世界の工場)、③米中の貯蓄率の差 ・中国への影響 一般シナリオ:中国の鉄鋼・アルミに25%と10%の関税、301条に基づく調査の制裁関税を発動。中国は報復措置。短期的に中国の経済成長率を約0.1ポイント押し下げ。 悪化シナリオ:米中貿易戦争がエスカレート、中国の対米貿易黒字が1,000億米ドル減少。米国は対中科学技術輸出及び中国の対米科学技術投資に対する規制強化。中国の経済成長率を0.8%ポイント押し下げ。 好転シナリオ:米中双方が協議により合意、貿易戦争回避。中国は開放を加速する一方、米国の低中エンド製造業とインフラに投資し、米国製品を輸入。輸入拡大と開放強化により中国の消費が牽引され、対米貿易黒字も減少。 ・米国への影響 ①関税は米国のインフレ期待を強める。利上げ強化。 ②米国株式市場の「長期間のブル相場」を終わらせる(金利上昇)。負の資産効果。

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

(出所) 野村総合研究所

「日中金融円卓会合」（第8回会合） 講演ポイント（3）

論点	ポイント
津上俊哉氏	・1980年代の通商貿易政策では強すぎる製品の輸出自主規制が最重要。 ・90年代以後、日本は産業政策を実施せず。①国力衰退、②キャッチアップ実現の認識。 ・特定産業振興の産業政策を継続すれば、日本は世界で孤立したはずである。 ・中国が産業政策を30年間続けても、中国を世界の貿易体制から排除できないが、代わりに現行の自由貿易体制が終わりを告げる。中国はその点に準備ができているのか？ ・自由貿易体制はハイテク・IT分野を先頭に変質し始めた。技術革新も難しくなる。 ・競争力を失った産業でいかに労働力・資本を退出させるかといった産業政策が重要であり、「中国製造2025」のような特定産業振興政策は、日本では80年代以降消えていった。
木下信行氏	・日本の金融自由化は、外圧に依存。為替取引など対外取引の自由化は早期に実施。一方、外圧がかからない財政投融資制度の改革や民間企業の倒産法制の整備は遅れた。 ・金利を中心とする金融自由化の進捗は遅れ、民間金融機関の情報開示も不備なままとなった。金融システムに問題が蓄積し、最終的に財政や実体経済に負担をかけた。 ・現在、中国では、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課題となっている。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することが必要。

（出所） 野村総合研究所

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

「日中金融円卓会合」（第8回会合） 自由討論ポイント（１）

論点	ポイント
技術	・貿易摩擦から技術摩擦に変わっているようだ。 ・「市場と技術の交換」について、中国が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ことは非難されるべきでない。 ・対米投資プロジェクトが認可されない状況で、①中国は自主研究開発、②欧州、日本からの購入という選択肢がある。
産業政策	・中国のニューエコノミーは、民営企業が発達させたもので産業政策は無関係である。 ・（産業政策については）今後、中国の半導体の過剰生産が問題となるおそれがある。 ・産業政策が過剰生産をもたらす背景には地方政府の影響がある。 ・日本は家電等で過剰生産能力が生じた。中国は日本の失敗から学ぶべきである。
多角的貿易システム	・80年代の日米貿易摩擦と現在との相違点は、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。米中貿易摩擦は、アジア全体としての問題である。アジア共通の利益を守るべきである。 ・二国間協議よりも多国間協議にした方がバランスを取りやすい。一方で、WTO体制自体は不完全である。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所） 野村総合研究所

「日中金融円卓会合」（第8回会合） 自由討論ポイント（２）

論点	ポイント
貿易摩擦と為替	・日本にとって貿易摩擦は為替レート問題と一体であり、円高対策にも奔走した。80年代、貿易摩擦は円安批判につながり、金融自由化を迫られるきっかけともなった。これらは中国でも課題となりうる。 ・日本では前川レポート（86年）が内需拡大を提唱した。足元で中国は、財政・金融・税制面で内需拡大を図っている。
貿易赤字の議論	・米国の貿易赤字は米国の貯蓄投資バランスの問題であり、30年前と同じである。 ・現在、米国が完全雇用の下で財政支出を増やすとマクロ的に経常赤字が拡大するはずである。 ・日本は輸出を現地生産に切り替えていった。一方、中国は輸入を増やすしかないのでは。 ・輸出自主規制は、自由貿易とは相容れないが、一時的セーフガードとしてはセカンドベストの対策になりうる。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所） 野村総合研究所

「日中金融円卓会合」(第8回会合) 講演ポイント(4)

論点	ポイント
管涛氏	(資本流出ショックへの対応における新「トリレンマ」) ・外貨需給不均衡への対応;為替相場の変動、外貨準備による介入、資本移動管理のいずれか。 ・2015～16年の外貨準備減少や人民元安の主因は資本流出。2016年末、中国政府は、資本流出に対するコントロールを強化。2017年初以降、人民元相場は反発。 (為替レート改革) ・「通貨バスケットを参考にする管理変動相場」には、透明性と政策信頼性の問題がある。 ・2016年初、人民元レート中間値の算出方式「中間値＝終値+通貨バスケット相場」を開示。 ・2017年には算出方式に「カウンターシクリカル要因」を導入。2017年は人民元上昇。 ・人民元は2015～16年以降の一方的下落トレンドから上下双方向の変動に移行。 (結論・提言) ・現在、人民元相場の双方向の変動は可能。市場期待の多様化によって外貨需給の自己均衡が実現され、規制による調整が不必要に。 ・人民元相場はクリーン・フロートに向かう。海外の経験を見ると、安定した経済・金融システムの構築が、為替制度の改革が成功する上での重要な条件である。

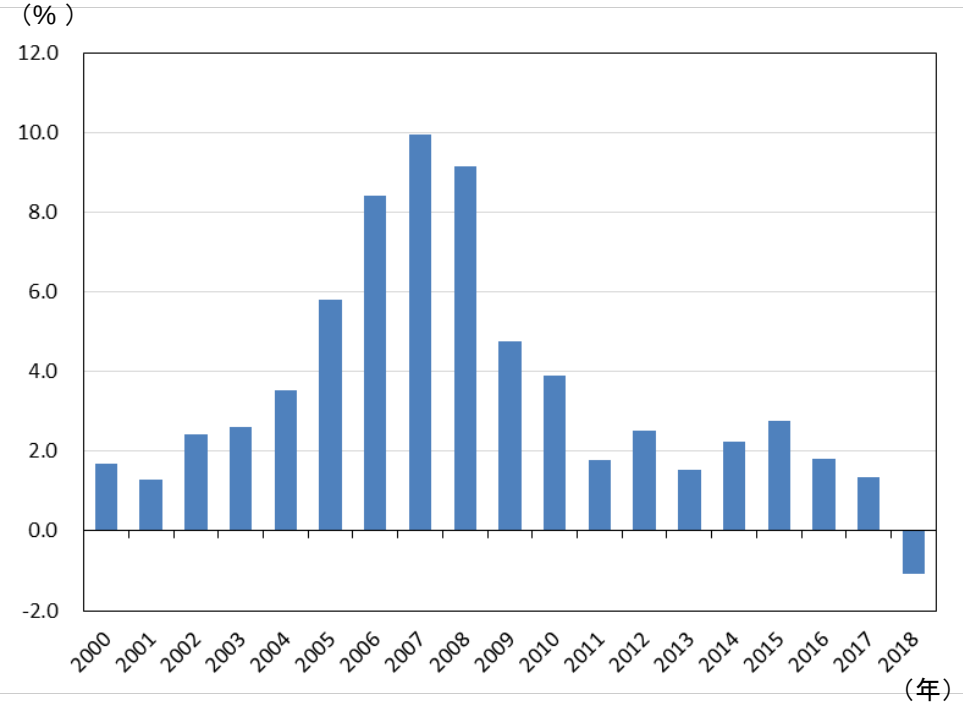
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

(出所) 野村総合研究所

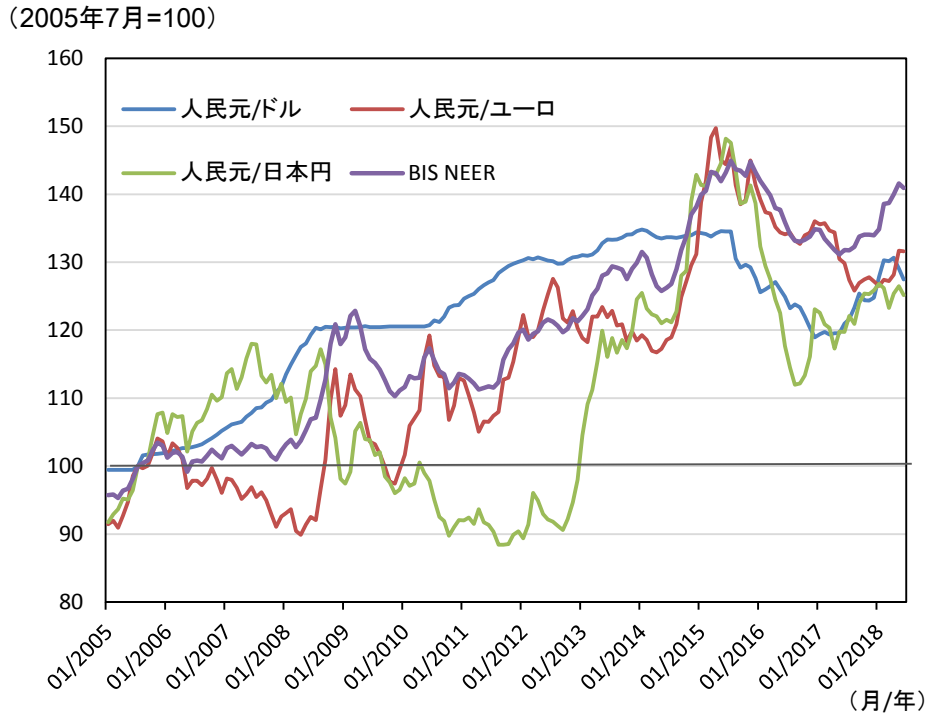
経常収支と為替レートの動向

- 経常収支は、ほぼ均衡との見方。2018年第1四半期は赤字。
- 2014年以降、対ドルの人民元レートは上昇・下落するようになった。

経常収支の対GDP比



為替の動向



（注） 2018年は第1四半期のみ。
（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

（出所） 中国政府統計、BISより野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

最近の中国の金融開放

金融業の更なる開放措置（中国人民銀行易綱総裁、2018年4月ボアオ・アジアフォーラム）

数ヵ月内に実行

1. 銀行と金融資産管理会社の外資出資比率の制限を撤廃し、内外資系金融機関を平等に扱う。また、外資銀行に中国で同時に支店と支社を設立することを認める。
2. 証券会社、基金管理会社（証券投資信託の設定・運用会社）、商品先物会社、保険会社の外資出資比率の上限を51%に引き上げ、3年後に全額出資を可能にする。
3. 合弁証券会社について、中国国内株主の少なくとも1社は証券会社であるという制限を撤廃する。
4. 5月1日から、中国本土と香港の株式相互取引の1日の上限額を4倍に拡大する。
5. 条件を満たす外国投資家が中国で保険代理業務と保険査定業務を営むことを認める。
6. 外資保険仲介会社の経営範囲を、中国資本の保険会社と同様に開放する。

年末までに、以下の措置も実行

1. 信託、ファイナンスリース、自動車金融、マネーブローカーと消費金融等の銀行業金融領域での外資の導入を奨励する。
2. 商業銀行が新たに設立する金融資産投資会社と資産管理（理財）会社の外資出資比率の上限を撤廃する。
3. 外資銀行の業務範囲を大幅に拡大する。
4. 合弁証券会社に設定されていた業務範囲の制限を撤廃し、内外資証券会社の業務範囲を一致させる。
5. 外資保険会社を設立するまでの2年間、事務所を開設すること、という要求を撤廃する。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所） 各種報道より野村総合研究所作成

「日中金融円卓会合」（第8回会合） 講演ポイント（5）

論点	ポイント
高善文氏	・金融リスク；①債務の対GDP比が高すぎる、②「シャドーバンキング」の規模が大きすぎる。 ・レバレッジ率については、第一に、企業部門、特に非金融企業部門のレバレッジ率が高い。 ・第二に、企業部門のレバレッジ率は構造問題である。高レバレッジは、景気循環型の国有企業に集中。非国有企業のレバレッジ率は金融危機以後、低下。 ・国有企業の資産負債比率は、2015年には低下し始めている。政府のデレバレッジ政策（2017年末）より早い。 ・2011年以後、資産回転率低下（稼働率悪化）が見られたが、2016年に底を打った。企業の自発的調整が背景にある。 ・経済全体でデレバレッジの過程にある。 ・政府はレバレッジ問題を処理する際は、企業の段階の問題を処理する一方で、シャドーバンキング問題を処理しなければならない。 ・金融分野におけるデレバレッジと貸出引き締めは主に民間企業に作用。民間企業では流動性危機が現われ、デフォルトが広がり、銀行信用がさらに収縮する悪循環の兆候が既に出現。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所） 野村総合研究所

レバレッジ率の分解

マクロ経済面のレバレッジ率

債務／GDP

=（総負債 / 総資産）x（総資産 / 売上げ）x（売上げ / GDP）

=資産負債率 x（1/ 資産回転率）x（ 1/ 付加価値率）

実体企業面のレバレッジ率

債務／ 売上げ

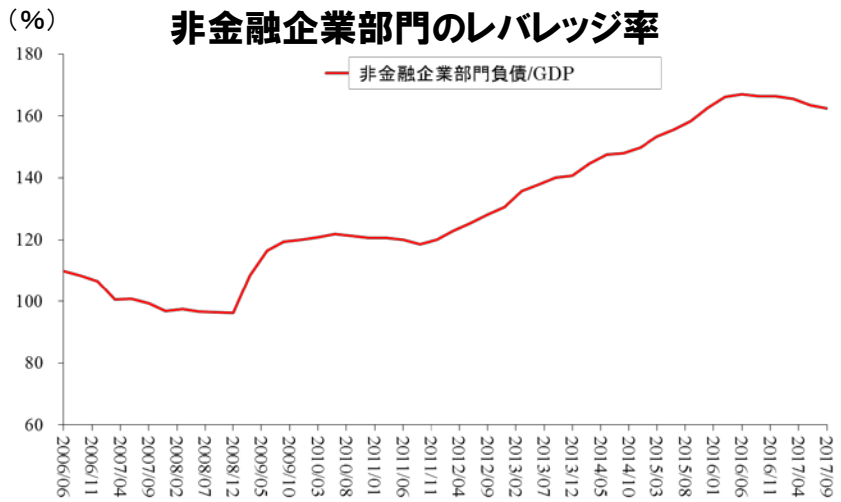
=（総負債 / 総資産）x（総資産 / 売上げ）

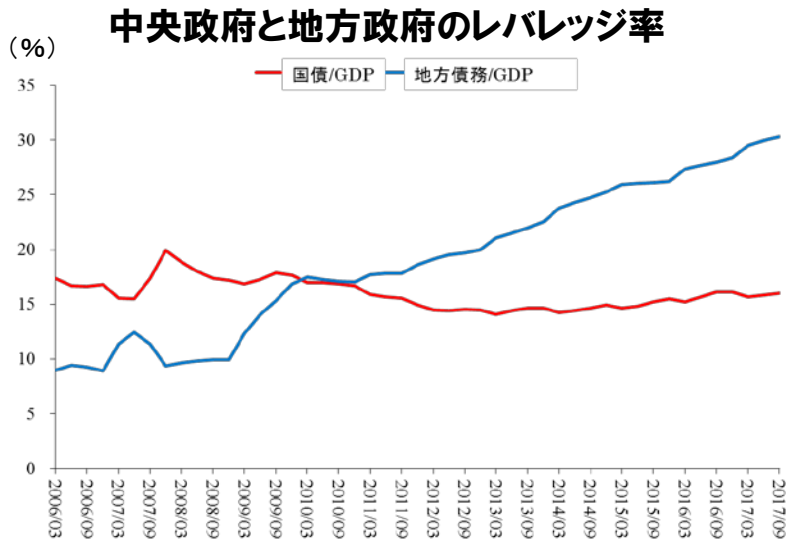
=資産負債率 x（1/ 資産回転率）

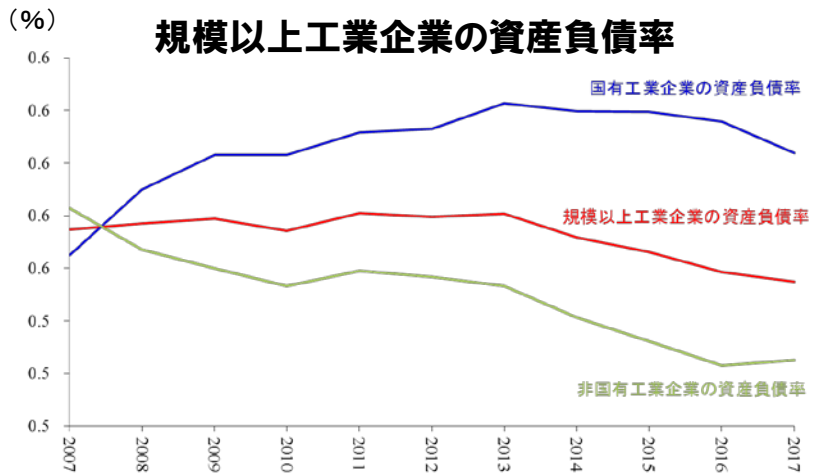
（出所） 野村総合研究所

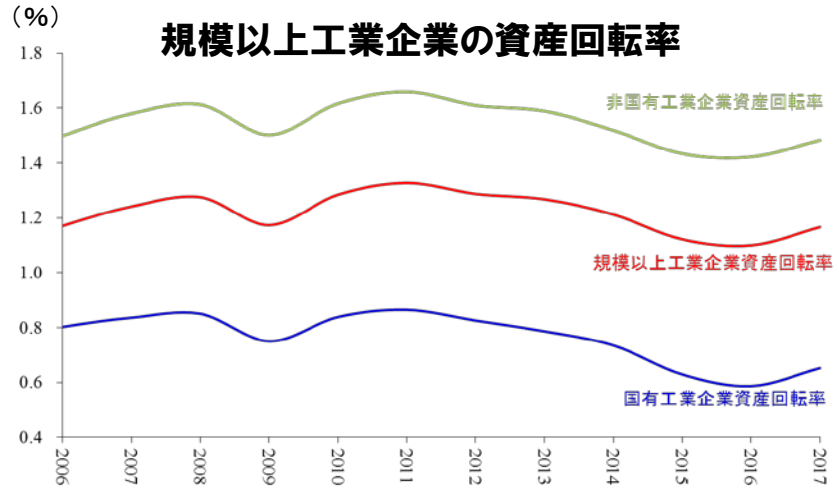
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

レバレッジ率、資産負債比率、資産回転率（部門別）









（注） 非金融企業部門負債は国内外銀行の非金融企業への貸出、銀行以外からの資金調達（非銀行機関の委託融資と信託融資、国内市場で発行する社債、非銀行機関の不動産抵当貸出、少額貸出会社の貸出）を含む。
（出所） BIS、CEIC、安信証券

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

「日中金融円卓会合」（第8回会合） 講演ポイント（６）

論点	ポイント
植田和男氏	・80年代の対米貿易摩擦に伴う円高に対する拡張的な金融・財政政策の採用は合理的だが、行き過ぎであった。金融監督は、個別金融機関への対応・マクロプルーデンスの両面で十分機能せず、当局は同時に進行していた金融自由化プロセスも、うまく運営しえなかった。 ・海外発の危機の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。2007～09年においては日のみゼロ金利の下にあり、追加的な緩和余地が限られ、厳しい円高を招いた。市場は日本の外貨準備が多いことを過度に意識しており、金融危機の際はしばしば円高圧力が生ずる。 ・日本発の危機のリスク。①地方銀行の経営が行き詰まるリスク。②政府債務リスク。逆説的だが、金融緩和が成功してインフレ率が上昇すると、金利が急上昇し、財政のリスクプレミアムも織り込まれ、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の三つのシナリオ。①インフレ率が少しずつ上昇し、日銀に最終的に利上げ余地が生ずる。②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。③蓋然性の高いシナリオ。現在のような低インフレがかなりの期間続く。現状維持的な政策。日本経済に何らかのショックが生じた場合、政策対応余地が限られる点が懸念される。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所） 野村総合研究所

「日中金融円卓会合」（第8回会合） 自由討論ポイント（３）

論点	ポイント
人民元レート改革と資本自由化	・足元で人民元レートは双方向に動いている。外為需給が均衡に向かい市場期待の分化と市場の適応力も見られる。外為市場の取引主体の多様化、取引規制緩和の研究も進んでいる。 ・日本は円高対応で製造業が海外進出した結果、現在は直接投資収益が経常収支を支える。中国では、資本規制を緩和すると資本が流出するのではないか。 ・中国は企業・家計の海外投資を支持すべきである。但し、資本勘定開放には、国内財産保護・国内金融市場への影響・企業管理能力等を考慮する必要がある。 ・80年代の日本はグロスの資本流出・流入がともに増加。中国では、資本を外に出したい家計・企業と中国に資産配置したい海外機関があり、一方的な動きは生じない。 ・日本では国内市場に規制を残しつつ資本自由化を進めたため、国内市場が空洞化。中国はオンショア市場を発展させ、中国の機関の育成に重点を置くべきである。 ・外圧で金融自由化する際、自由化ペースが経済各部門で均一でなくなると資金移動が生じうる。金融当局はその影響をマクロプルーデンスの点から監視しなければならない。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所） 野村総合研究所

「日中金融円卓会合」（第8回会合）　自由討論ポイント（４）

論点	ポイント
デレバレッジと債務リスク	・企業債務の4割は、主に地方の資金調達プラットフォームの債務。人口移動等で衰退する中小都市にとって債務問題は大きな挑戦となる。但し、中国全体で見れば、債務問題はコントロール可能。 ・地方の産業投資基金は大きく分化。隠れ債務、市場メカニズムによらない投資は問題。 ・中国の社債市場には、国有企業の債務について暗黙の元本収益保証信仰がある。市場は信用リスクをプライシングできていない。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（出所）野村総合研究所

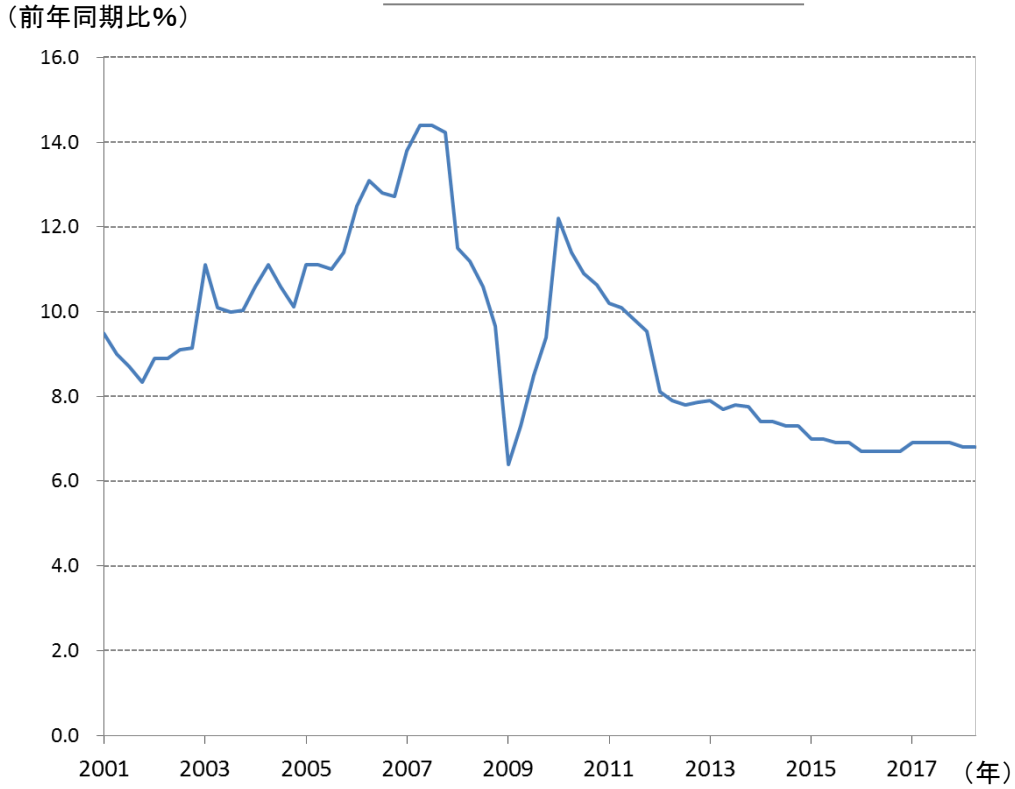
2　中国経済の現状と金融リスク防止の動き

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国経済動向

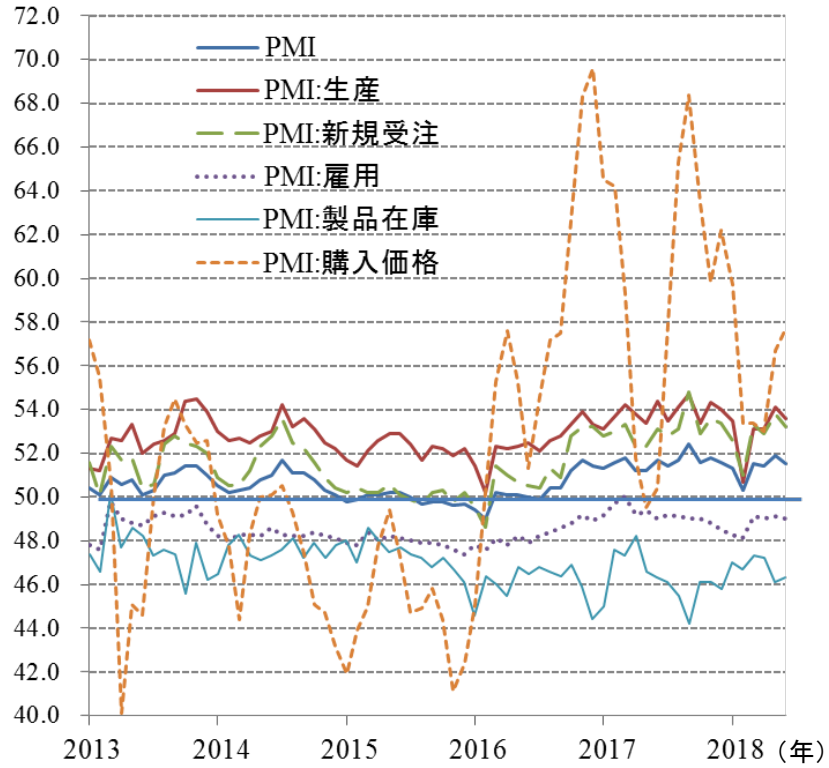
- 2018年前半の経済成長率は6.8%。
- 2018年後半は、対外貿易と金融リスク防止策の行方が注目される。

実質GDP成長率の推移



（注） 年初来累積の前年同期比
（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

製造業PMIの推移



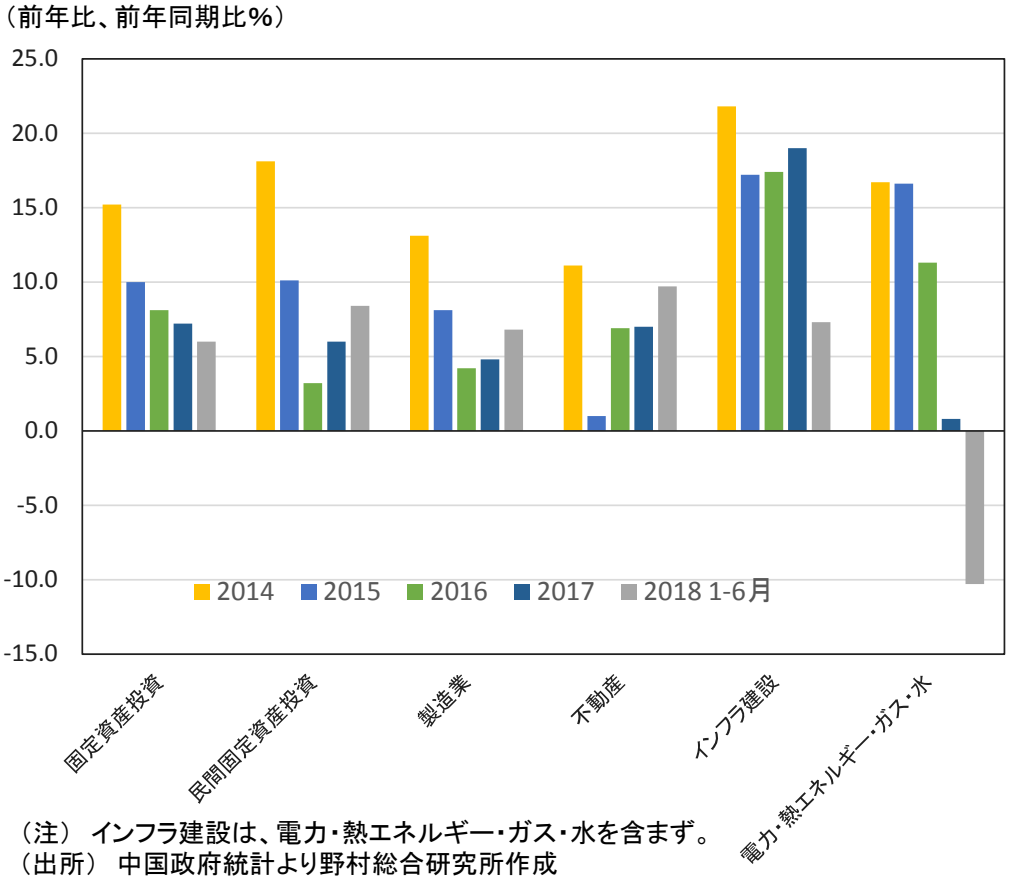
（注） PMI：Purchasing Managers Index（購買担当者景気指数）
（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

固定資産投資の動向

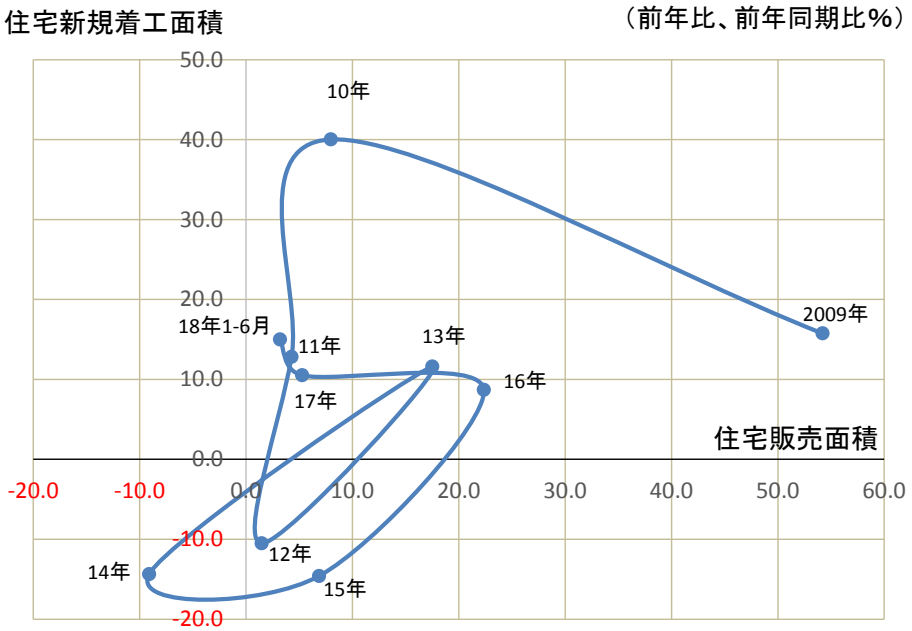
- 固定資産投資は、シャドーバンキング・地方政府の隠れ債務の取締りの影響を受ける。
- 不動産投機に対する警戒は続く。

固定資産投資の推移（主要産業別）



（注） インフラ建設は、電力・熱エネルギー・ガス・水を含まず。
（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

住宅部門の動向



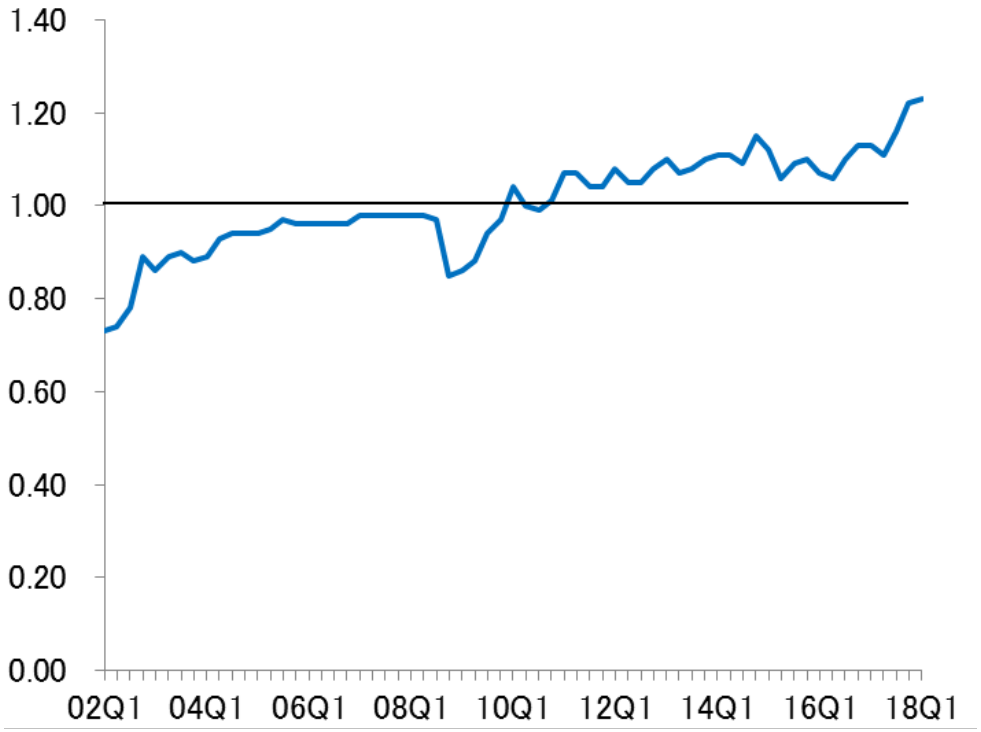
（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

雇用・物価動向

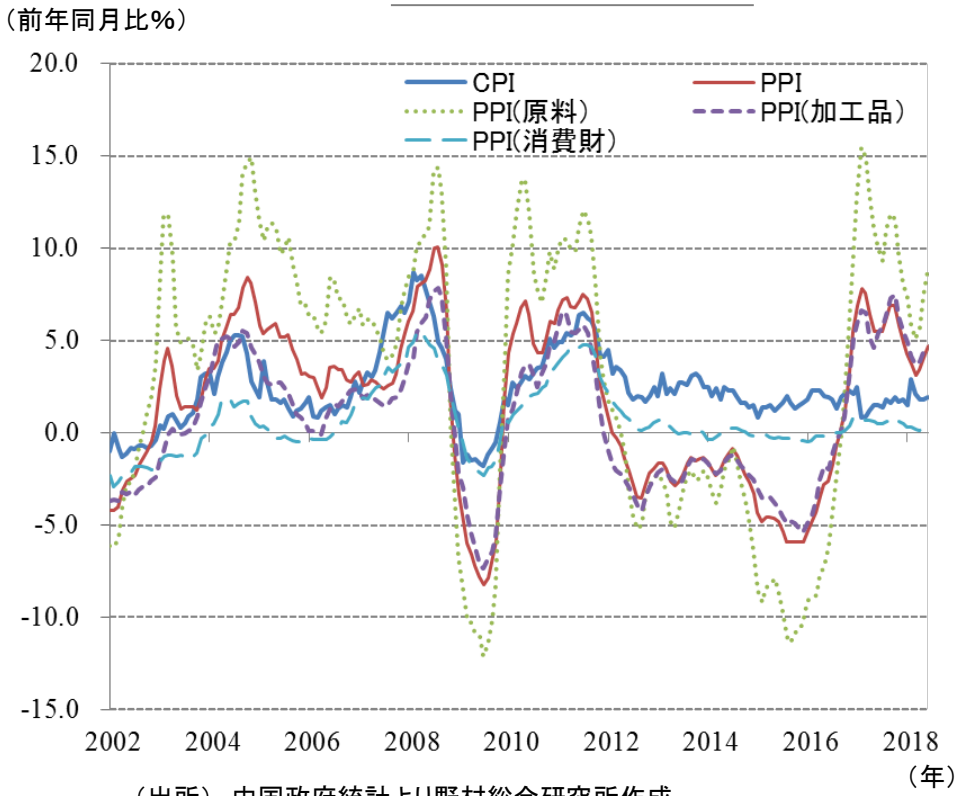
- 求人倍率は1を上回っており、雇用情勢は足元で堅調。
- 物価情勢は基本的に落ち着いている。

求人倍率の推移



（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成　（年・四半期）

段階別インフレ率



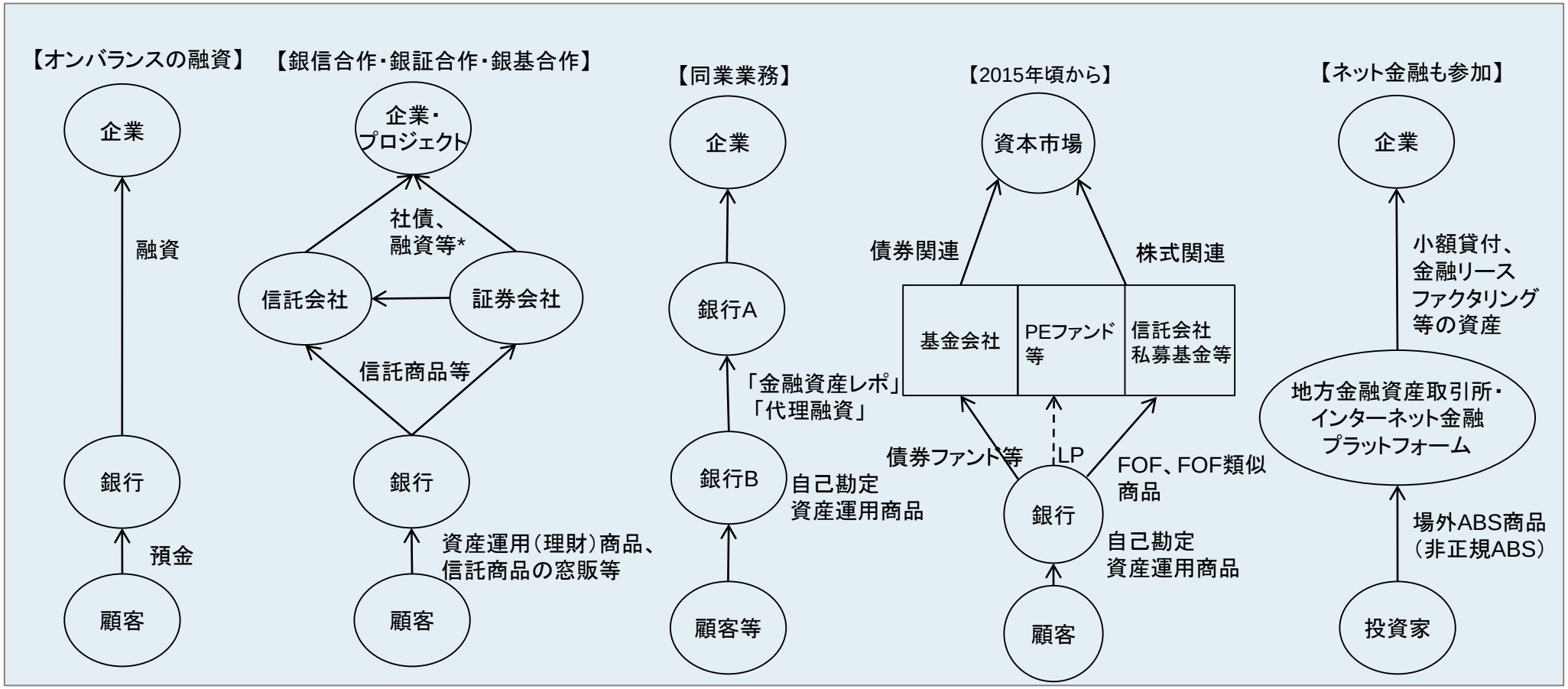
（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

シャドーバンキングと当局の対応

■ 看過できないレベルに達した規制アービトラージ、無規制（インターネット金融）、迂回融資チェーンの複雑化、資金プール（ドンブリ勘定）、不透明なレバレッジ、リスク把握困難、暗黙の元利保証等の問題

オフバランス投融資の推移



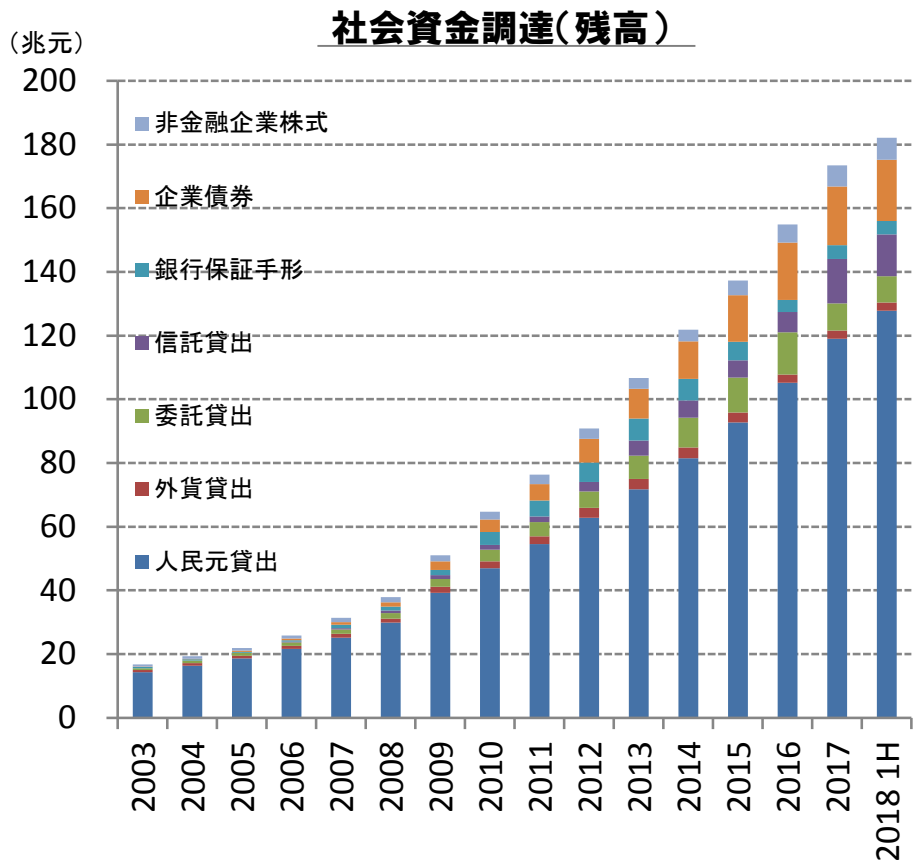
＊「非標準化債権資産」（非標）。銀行間市場や証券取引所で取引されていない債務性の資産。具体的には、貸出資産、信託貸付、委託債権、銀行保証手形、信用証、売掛債権、各種受益権、買戻し条件付きエクイティ資金調達等。

（出所）野村総合研究所

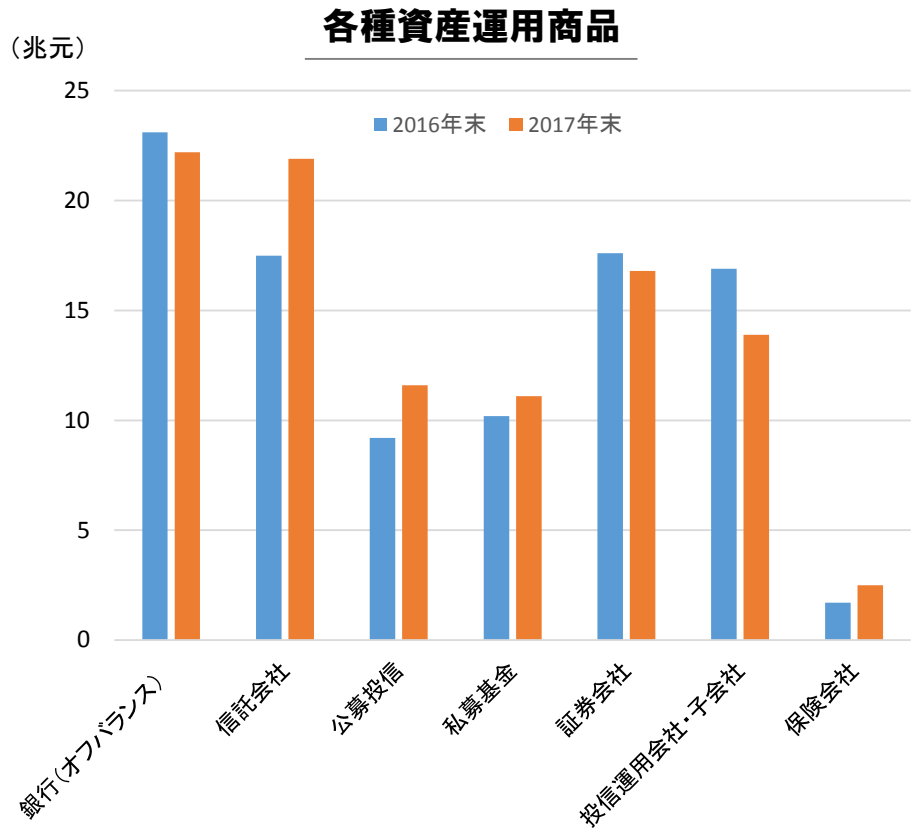
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

オフバランス資金調達の規模

■ オフバランスの資産運用商品を通した運用は60兆元強（2016年）。



（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成



（注1）資産管理業務の一部がシャドーバンキングを形成。
（注2）銀行は資産運用商品（理財商品）、信託会社は資金信託、私募基金は中国証券投資基金業協会に登録しているもの、証券会社、投信運用会社・子会社は資産管理プラン。業態間で相互に組み入れられている部分を除くと全体で約60兆元強（2016年、「中国金融安定報告」）。この他に、インターネット金融や非金融機関の資産運用業務がある。

（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

資産管理業務の新規定 ーシャドーバンキングの取締り、資産管理業は新たな出発ー

- 長年待たれた資産管理業務の規範化の方針がついに打ち出され実施された（2018年4月）
- 2018年7月、同意見を実施する上で、当局は景気・金融市場に配慮。

「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」（2018年4月）

- 資産管理業務は金融機関のオフバランス業務。元本・収益保証禁止、投資家がリスクを負う。投資家適格性管理の実施。
- 機能別規制。資産管理商品の分類は、募集方式（公募・私募）と投資先の二次元。後者は固定収益類・エクイティ類・商品とデリバティブ類・混合（バランス）類。分類に基づく統一的規制の適用。同じ機能の商品には同じ規制（投資範囲、レバレッジ、情報開示等）を適用。（私募投資基金については私募投資基金専門の法律を適用する。）
- 資産管理商品資金の非標準化債権類資産への投資条件厳格化。
- 金融機関は、資産管理商品の管理費収入の10%をリスク準備金として積む。
- 純資産価値管理の実行（公正価値）。元本収益保証の認定の基準にもなる。
- 各資産管理商品はそれぞれの勘定で管理する（資金プールの禁止）
- 金融機関が他の金融機関の資産管理商品に規制回避のチャネルを提供することを禁止。資産管理商品の資金の他の資産管理商品への投資は一層のみ。
- 公募商品やオープン型私募商品で仕組債の利用を禁止する。私募商品でも、優先、劣後・中間部分の比率が商品の種類毎に規定される。
- 商品の種類毎に統一的な負債比率（総資産／純資産）を設定する。ルックスルーの原則を適用
- 資産管理商品の統一的報告制度を確立。人民銀行を中心に資産管理商品データコードと総合統計を作成。
- 既存の資産管理商品の満期を待つ一方、指導意見に合わない新商品を発売しない。過渡期は2020年末日まで。
- 非金融機関の違反行為については、国家規定により規範化。

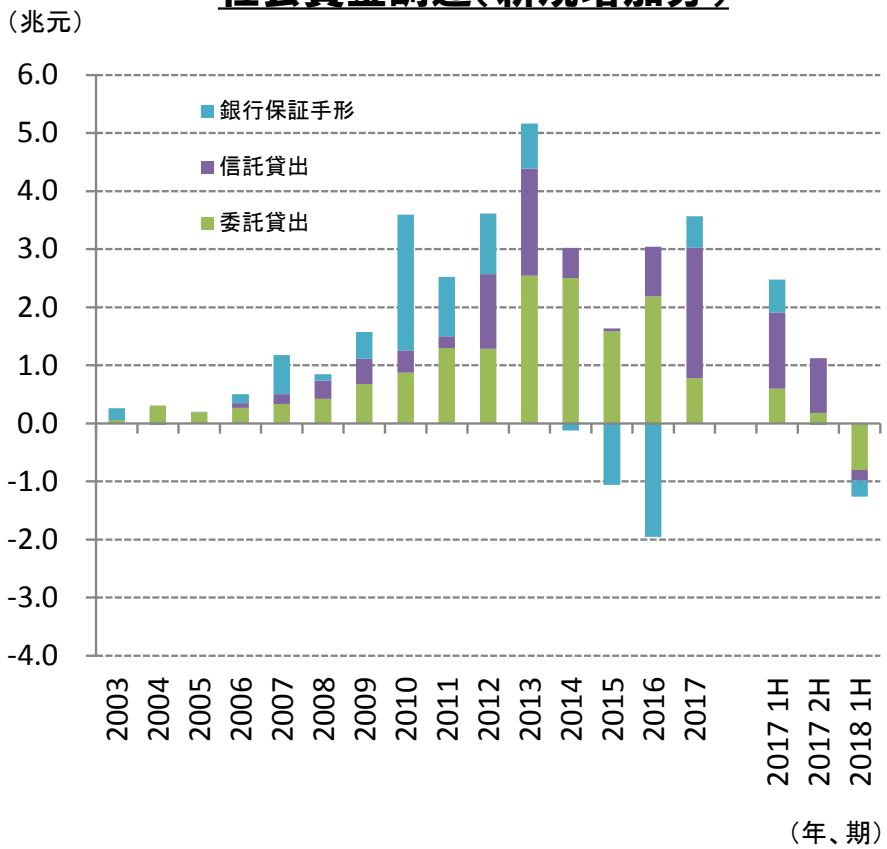
（出所）「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」（中国人民銀行、銀行保健監督管理委員会、証券監督管理委員会、外為管理局）より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

社会資金調達と銀行融資・M2の動向

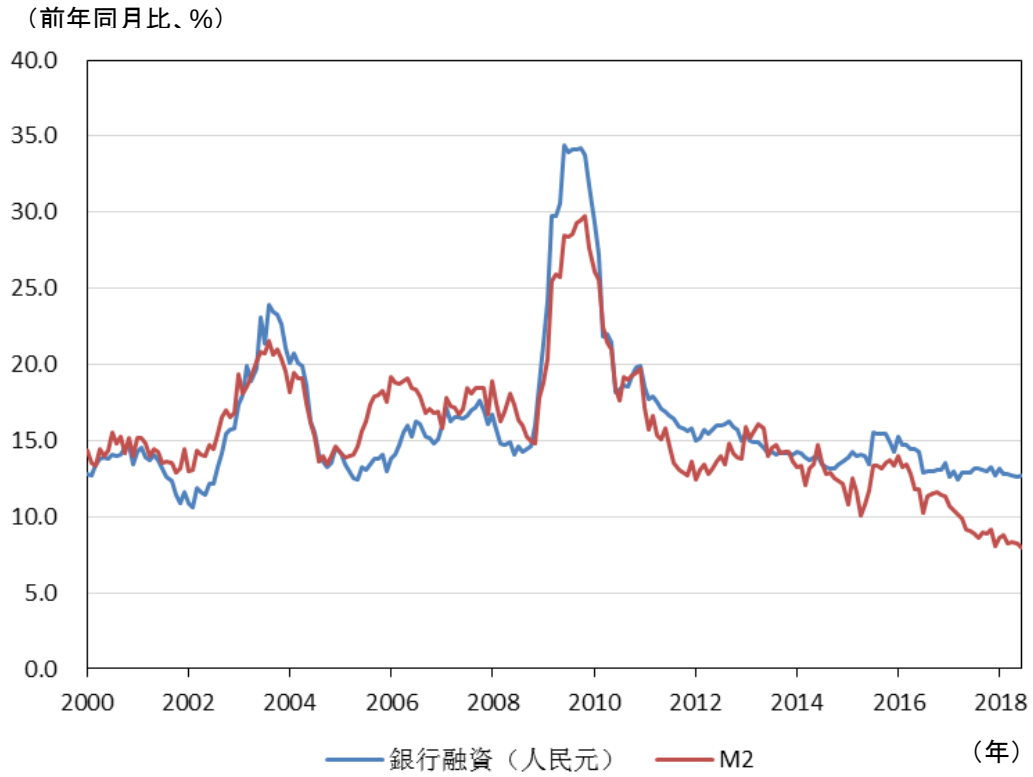
■ 2017年以降のシャドーバンキング取締り、2018年の試算管理業務新規定の実施を受けて、オフバランスの資金調達が減少。

社会資金調達（新規増加分）



（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

銀行融資とM2の伸び率

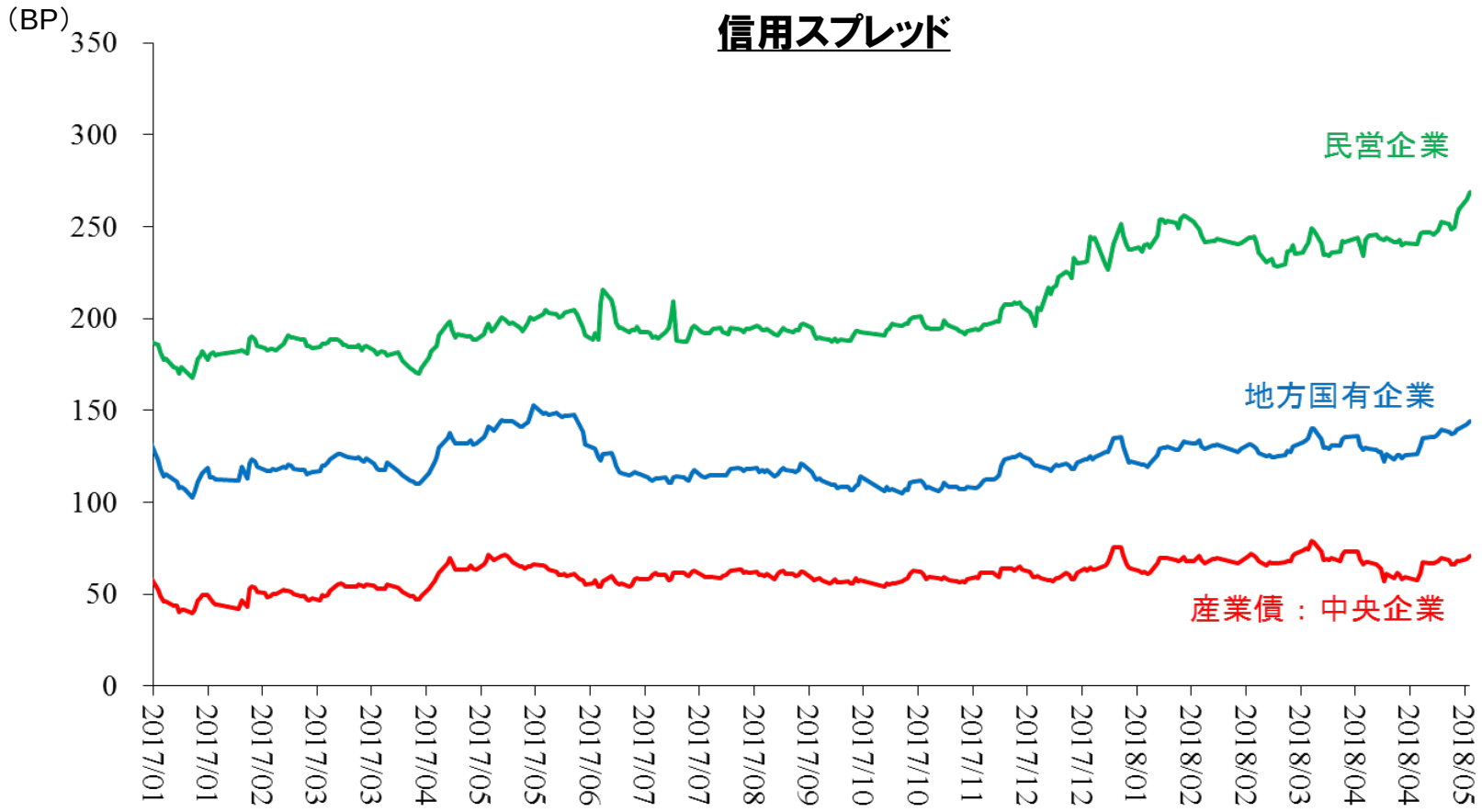


（出所） 中国政府統計より野村総合研究所作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

信用スプレッドの動向

- 信用スプレッドは民営企業で拡大傾向。
- 2018年にデフォルトが増加（但し、全体に占める割合は小さい）。背景には流動性の問題がある。



（注） 都市投資債（「城投債」）を除く信用債と同期限の国家開発銀行債のスプレッド。残高による加重平均。

（出所） Wind、安信証券

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

マクロ経済政策の動向

2008年	引き締め→緩和	・「双防」(景気過熱・インフレ防止)後、「一保一控」(成長維持とインフレ抑制)。金融危機で4兆元の刺激策。
2009年	緩和	・「積極財政・適度な金融緩和」。景気刺激策(4兆元)の効果顕著。
2010年	緩和→引き締め	・緩和基調の中での緩和の行き過ぎを軌道修正。金融緩和は「適度な」に重点。 ・インフレ率上昇とインフレ期待発生が懸念材料。利上げ2回(10月、12月)、預金準備率引上げ6回。
2011年	引き締め→緩和	・インフレ抑制。「積極財政・穏健な金融政策」。 利上げ3回(2月、4月、7月)、預金準備率引上げ6回。 ・8月以降「選択的金融緩和」、10月にマクロ経済政策の「微修正」方針。11月末に預金準備率引下げ。
2012年	緩和	・「積極財政・穏健な金融政策」継続。但し、内外経済情勢によって臨機応変に対応する模様。 ・経済成長率目標を7.5%に(3月全人代。2005年以来初の8%以下)。 ・預金準備率引下げ2回(2月、5月)。利下げ(6月、7月)。発改委、総額1兆元のインフラ建設認可(9月)。
2013年	緩和	・「積極財政・穏健な金融政策」。6月、短期金利急騰。既存資金の活性化の方針。 ・7月「7.5%が下限、7.0%がボトムライン」(李総理)、7～8月各種景気対策。
2014年	緩和	・「積極財政・穏健な金融政策」。マクロ調整政策と改革の全面深化の結合。 ・4月から「微刺激」。ターゲットを絞った緩和。 8月「新常態」への適応を強調。 利下げ(11月)
2015年	緩和	・「積極財政・穏健な金融政策」。経済成長率目標を7.5%から7%前後に引下げ(全人代)。 ・預金準備率引下げ(2月、4月、6月、8月、10月)、 利下げ(3月、5月、6月、8月、10月)。財政支出も加速。
2016年	緩和	・「積極財政・穏健な金融政策」。預金準備率引下げ(3月)
2017年	緩和(中立)	・「積極財政・穏健な金融政策」。但し、金融政策は穏健中立とされ、中立の二文字が追加された。 ・人民銀行の金融包摂のための預金準備率引下げ(18年実施、小零細企業・農村向けなど選択的緩和策)。
2018年	緩和(中立)	・「積極財政・穏健な金融政策」(金融政策は中立維持)。重大リスク防止・脱貧困・汚染防止。 ・預金準備率引下げ(1月＝上記17年の措置実施。4月、MLF代替。6月、小零細企業・DES)

(出所) 野村総合研究所

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

まとめ

- 米中貿易摩擦は短期間に解決できるものではなく、中国は「持久戦」に備える必要がある。その中で、中国は改革プロセスを続けることが重要。一方、外部ショックを利用して改革を進める。

- 金融開放は、やがて本格的な資本勘定自由化と為替レート形成メカニズムの改革に向かう。安定した経済・金融システムを構築することが、為替制度改革が成功する上での鍵となる。

- 今年の重要な政策である金融リスク防止は、実体経済・金融市場に影響を与え始めている。金融リスク防止は続くものの、政策の調整が必要になっている。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.