

# 第10回 日中金融円卓会合議事概要

August 11, 2020

## 議 題

新型コロナウイルスの日中経済への影響と対応策

## 開催日時

2020年6月20日<14時00分~19時00分> (テレビ会議形式で開催)

## 発言者

余 永定 氏 (中国社会科学院 学部委員、CF40 学術顧問) <第1部講師>  
白川方明 氏 (日本銀行 前総裁) <第1部講師>  
朱 雋 氏 (中国人民銀行 国際司長、CF40 メンバー) <第2部講師>  
福本智之 氏 (日本銀行 国際局長) <第2部講師>  
伊藤元重 氏 (東京大学名誉教授、学習院大学 国際社会科学部教授)  
大島 周 氏 (みずほ第一フィナンシャルテクノロジー 取締役社長)  
関 志雄 氏 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)  
魏 加寧 氏 (国務院発展研究センター マクロ経済研究部前視察員)  
高 善文 氏 (安信証券 首席エコノミスト)  
小林浩史 氏 (経済産業省 通商政策局北東アジア課長)  
柴田 聡 氏 (金融庁 総合政策局総務課長 (兼中国カントリー・ディレクター))  
徐 奇淵 氏 (CF40 研究部 主任)  
肖 鋼 氏 (中国証券監督管理委員会 前主席 (兼 CF40 シニアフェロー))  
趙 晋平 氏 (国務院発展研究センター 対外経済研究部前部長)  
中尾武彦 氏 (みずほ総合研究所理事長 (前アジア開発銀行総裁))  
王 海明 氏 (CF40 秘書長) <第1部司会>  
井上哲也 (野村総合研究所 金融イノベーション研究部 主席研究員) <第2部司会>

### 1. 第1部講演

#### 2. 第1部質疑応答

### 1. 第1部講演

#### 余永定氏(講演):

##### ○ 2020年の隠れた経済成長率目標

・本日は中国の経済成長に対する考えを共有したい。「两会(全国人民代表大会・全国人民政治協商会議)」の政府活動報告書の中で、李克強首相は中国の2020年の重要経済指標を紹介した。具体的には、CPIの前年比を3.5%以下、財政赤字規模を3.76兆元以下に設定したほか、財政赤字の対名目GDP比率は3.6%以上とした。労働市場に関しても、登録失業率を5.5%以下、新規就業者数を900万人とするといった数字を示した。

・これに対し、中央政府が2020年のGDP成長率の目標を明確に設定しなかったことが広く注目されている。周知のように、中国は過去数十年に亘って経済成長率を非常に重視してきた。経済成長率の目標がないと、他の多くの重要な経済指標の設定が難しく、各種政策の協調も取りにくい。例えば、名目GDP目標がないと財政予算の策定は難しくなるかもしれない。このため、個人的には、2020年の経済成長目標がないという認識は正しくないと思う。

・つまり、実際には隠れた経済成長目標があるが、政府が具体的な数値を公表していないだけである。発展改革委員会の何立峰主任は講演でGDP成長率目標の問題にわざわざ言及し、客観的に見ると、GDP成長目標の内容は財政・金融政策やその他の政策を含む関連指標の中に既に溶け込んでいると指摘した。

### 3. 第2部講演

#### 4. 第2部質疑応答

・具体的には、財政部が発表した3.76兆元の財政赤字と3.6%という財政赤字の名目GDP比率から、2020年の名目GDP成長率の目標を推計できる。私はこれを約5.4%と考えている。これにより、名目GDPの目標も104.4兆元と推計できる。インフレ率が2%と仮定すれば、実質GDP成長率の目標は3.4%となる。要するに私が強調したいのは、中国政府は隠れた経済成長率目標を設定しており、この数値は他の重要経済指標から推測できることである。

・しかし、より詳細な分析に値する問題は、2020年に果たして5.4%という名目GDP成長率の目標を実現できるかどうかである。本年4月に、私の属する中国社会科学院・世界経済・政治研究所は、2020年の経済成長見通しに関して簡単な推計を行った。第1四半期のGDP成長率が▲6.8%であることは既に明らかであったほか、中国の学界では潜在成長率が6.0%前後との見方を持つ人が多い。そこで、第2四半期から第4四半期の経済成長が潜在成長率に回復できると仮定すれば、2020年の実質GDP成長率は約3.2%と比較的簡単に計算できる。この方法はシンプルだが、その後中国政府が示した隠れた経済成長率の目標とかなり一致していることが明らかになっている。

・3.2%ないし3.4%という成長目標を実現できるかどうか、つまり、武漢のロックダウンが解除された5月以降、経済成長が正常な水準まで徐々に回復すると同時に、新型コロナウイルス感染の再拡大がそれほど深刻にならないと仮定した場合、中国の経済成長率が3.0%以上を実現できるか否かは、有効需要の状況に大きく依存する。

・マクロの総需要は消費、資本形成、純輸出の3つからなる。消費の伸び率は GDP 成長率とほぼ同じ仮定する(消費は所得、期待所得、資産に依存するが、所得が最も重要であることが仮定の根拠である)と、消費の GDP 成長率への寄与度は約 1.76 ポイントと推計できる。純輸出は史上最低の伸び率であった 2009 年並みの▲34%に落ち込むとすると(今年 1-4 月期の純輸出の伸び率は▲30%であり、仮定は比較的正しい)、GDP 成長率を 0.7 ポイント下押しする。

・そこで 3.2%の実質成長率目標を実現するには、資本形成が 5.7%の伸び率を達成する必要がある。資本形成の中で、政府がコントロールできる最も重要な変数はインフラ投資である一方、不動産、製造業及びその他の投資には直接に影響を与えられない。そこで、政策ツールとしてのインフラ投資の最終的な規模を計算する必要がある。その推計は実際には難しいが、2020 年のインフラ投資は前年より拡大することは合理的に予想できる。そうすることでのみ、資本形成に純輸出と消費を加えて、総需要側から 3%以上の成長率に達することを保証できる。

・ただし、1-5 月の経済統計によると、第 2 四半期の経済成長率はプラスには転じるが大幅な反発は見られないだろう。市場では第 2 四半期の実質 GDP 成長率が 3%前後との見方が一般的だが、1%前後との比較的悲観的な見方もある。これら 2 つを上限と下限とし、第 3 四半期および第 4 四半期の有効需要の前年同期比伸び率が潜在成長率と同じ 6.0%に回復すると仮定すると、2020 年の実質 GDP 成長率は 2.0~2.4%と簡単に計算できる。政府がインフラ投資の刺激によって固定資産投資の加速を実現できないと、5.4%という名目 GDP 成長率の隠れた目標どころか、2.0~2.4%の実質 GDP 成長率目標の達成も難しい。

### ○ 就業と経済成長のバランス

・中国政府が今年、特に強調している目標の一つが失業問題の解決であり、確かに非常に重要な課題である。2019 年の中国の就業者数は 7.7 億人で、出稼ぎ労働者を含めた都市部就業者数は 4.4 億人、農業活動に従事する農民は 1.9 億人であった。出稼ぎ労働者の流動性が高いため、失業統計における誤差・脱漏は大きい。

・2015~19 年の間、就業者数は 7.7 億人前後で推移し、毎年の変化幅はあまり大きくなかった。また、都市部の就業者数は約 4 億人強を維持している。新型コロナウイルス感染症のショックを受け、2020 年の就業状況は著しく悪化している。特に本年 3 月には、無給休暇に伴う隠れ失業者数は 7611 万人に達し、統計上の失業者数に加えると約 1 億人にのぼる。これは非常に深刻な状況であったが、経済回復とともに隠れ失業者の数は 7611 万人から 1480 万人へと急減した。経済のさらなる回復につれて、隠れ失業者数と統計上の失業者数はともに絶えず減っていくように思う。

・今年の新規就業者数の目標は 900 万人である。政府が就業の重要性を強調することは間違いなく正しいが、失業統計における誤差・脱漏の存在のため、新規就業目標の達成が失業問題をどこまで解決できるかは判断し難い。経済成長の目標は社会全体の経済活動

を活性化できるが、就業目標がこのような役割を果たすことは難しいように思う。雇用の創出は最終的には経済成長に依存し、経済の成長ないし発展が就業問題を解決する根本的な道である。李克強総理は政府活動報告で、発展は中国のあらゆる問題を解決する鍵であり基礎であると指摘している。これは間違いなく正しいと思う。就業問題を議論する時、就業と経済成長を対立させてはならない。

### ○ 財政政策の効果

・中国政府が公表した 2020 年の財政赤字の対 GDP 比目標は 3.6%と 3%の境界を越えた。財政赤字の見通しは 3.76 兆元であるが、財政拡張の効果はこれより大きい。第一に本年の全国一般公共予算の歳入のうち、3 兆元は前年からの組入れ金ないし繰越金である。これらを差し引くと、全国一般公共予算の歳出と歳入の差は 6.76 兆元となる。3.6%という財政赤字の対 GDP 比率だけに着目するのではなく、こうした要素を考慮に入れると財政刺激の強度が明らかになる。

・また、今年発行される 1 兆元の抗疫特別国債と地方政府が発行する 3.75 兆元のレベニュー債は、財政統計上は財政赤字に計上されない。しかし、世界銀行による広義の財政赤字の概念によれば、財政赤字の対 GDP 比率は 11%に達する。もちろん、こうした理解は中国の国情に完全に適合しているとは限らないが、中国政府が探っている財政拡張の力は 3.6%という財政赤字の対 GDP 比率が示唆する強度を遥かに超える。

・今年発行される政府債(国債を含む)の総額は 8.51 兆元に上る。これらの多くの部分が防疫や疾病の救済、国民の生活難の解決に使われることになるので、そうした支出の乗数効果を考える必要がある。例えば、1 兆元の国債が国民の生活改善と消費刺激に使われても、その乗数効果は比較的小さい。今年の上半期に国民は主として個人または家計の貯蓄によって難関を乗り切った。この点は日本の専門家も良く理解しているであろう。そこで、政府支出を 1 兆元追加して国民の救済に使っても、国民は過去に消費された貯蓄を補うため、救済金を消費せず貯蓄するかもしれない。そうすると、財政支出の経済に対する刺激効果は顕在化せず、経済成長率も大きく改善しないことになる。

・こうした固有の状況下では、経済成長の促進は主にインフラ投資に依存しなければならない。インフラ投資はクラウドファンディング・インの効果を生み、民間企業に投資機会を見出させ、経済成長を本格的に刺激する。財政支出を合理的に使わず主に救済に使うと、実質経済成長率が期待する水準に達しない問題に直面するかもしれない。また、歳入も予想を下回ることで実際の財政赤字が予想を大幅に上回るかもしれない。これらの問題に注意を払う必要がある。

・今年前半の人民銀行の金融政策は非常に積極的であり、企業と国民が難関を克服するのに最大限支援しているように思う。しかし、経済成長の回復は主に財政政策に依存しており、財政政策が経済回復の推進と牽引の効果を適切に発揮できないと、金融政策の役割は大きく限定されるという問題がある。金融政策の代表的な手段の一つは、公開市場操作を通じてレポ(買いオペ)を行い、銀行間市場

の金利を低下させることである。また、MLF 金利の引き下げにより LPR の低下を導き、銀行の企業向け貸出金利を低下させることである。このように、人民銀行は一連の措置を通じて良好な金融環境を作ろうとしているが、今年の膨大な財政支出と年後半に財政状況の悪化する可能性を考慮すると、経済成長率を高めるために中央銀行は金融政策を更に緩和せざるを得ないかもしれない。国債の発行が困難になると、中央銀行は日本や米国のような量的緩和を採用するかもしれない。選択肢の一つとして可能性は排除できないと思う。

・以上をまとめると、中国政府は、経済の潜在成長力を総合的に考慮し、正しいポリシーミックスの下で財政、金融政策をしっかり策定し実施することで、経済のプラス成長を実現できるし、2-3%の実質成長率の実現も不可能ではない。

#### 白川方明氏(講演):

##### ○ 世界経済の見通し

・新型コロナウイルスの感染によって世界経済のどの国も激動に見舞われている。激動は経済活動の大幅な落ち込みという形で表れているが、突き付けられている問題は狭い意味での経済の問題に止まらず、グローバル化の下で国家や社会、企業のあり方が問い直されている。従って、新型コロナウイルスの突き付けている問題を深く考察するためには歴史的、文明論的なアプローチも必要だが、本席ではもう少し問題意識を限定し、マクロ経済や財政金融政策を中心に話したい。

・世界経済の先行きについては、中央銀行、国際機関、エコノミストの予想のコンセンサスをご承知のように大幅な落ち込みとなっている。例えば、世界銀行の直近の見通しによると、2020 年の GDP 成長率は、世界全体で▲5.2%、日本は▲6.1%、中国は+1.0%となっている。大幅な落ち込みという見通しに私も異論はないが、数字自体にはあまり大きな意味はないと思う。なぜなら、先行きの経済活動の鍵を握る、感染の再流行の可能性やワクチン、治療薬の開発の帰趨といった要因については、不確実性があまりにも大きく、誰も正確なところは分からないからである。つまり、見通しは”educated guess”という以上のものではない。もちろん、こうした疫学的な要因とエコノミストが分析上得意とする経済的な要因は無関係ではない。経済的な対応が不適切であれば、疫学的な要因による経済の落ち込みをさらに深刻化させうる。

・議論の出発点として、リーマン・ブラザーズの破綻に象徴されるグローバル金融危機と今回のコロナ危機を比較したい。累積的にみてどちらが大きくなるかまだ分からないが、両方とも経済活動の落ち込みは大幅である。グローバル金融危機の時と同じように、今回も「100 年に 1 回の危機」が叫ばれているが、重要な違いも存在する。第1は実体経済の落ち込みの直接の原因の違いである。今回は、金融システムの動揺ではなく、新型コロナウイルスの感染拡大という外生的なショックに起因している。経済活動の落ち込みは、当初はグローバルなサプライチェーンへの影響という供給ショックによるものだったが、その後はロックダウンや外出自粛要請による需要シ

ックという側面も強くなっている。いずれにせよ、ショックの規模がこれだけ大きくなると、供給ショックか需要ショックかという区分自体が意味を持たなくなった。意識しておくべきことは、金融システムが悪化し、それがさらなる経済活動の落ち込みをもたらすという負の相乗作用は現在のところ生じていないことだ。これが起こると、事態はさらに深刻化する。

・第2の違いは、今回の場合、落ち込んだ経済活動水準の将来における「取り戻し」の可能性が相対的に小さいことである。今回、落ち込みの大きい業種は飲食業、宿泊業、輸送業等のサービス業である。これらの業種では、情勢が改善しロックダウンや自粛要請が解除されにつれ、需要は徐々に復活するであろうが、例えば、外食や旅行が当初の減少分を埋め合わせる形で増加するというペントアップ需要は期待できそうもない。と言うのも、これらのサービスの消費に当たっては「時間」というインプットを投入しているからである。過ぎ去った時間は戻らない。その意味で、生産活動水準の低下の全部ではないとしても、かなりの部分は「取り戻し不能」である。第3の違いは、経済活動の落ち込みが非常に不均一な形で起きていることである。今述べた飲食業、宿泊業、輸送業等の売り上げ減少は「社会的距離」を確保する必要があることによるものだが、この影響は特定の業種やそこで働く人達に集中的に表れる。これらの業種が活動を縮小することは、将来の持続的な経済成長軌道に早期に復帰する上で社会的に非常に大きな意義をもつが、その負担は特定のグループに集中する。

##### ○ 経済政策の方向性

・このようなコロナ危機の性格を考えると、必要なマクロ経済政策の方向性は自ずと明らかである。第1は、感染の影響を強く受ける企業や労働者に対する支援である。求められるのは、どのようなレトリックを使うかは別にして、本質的には「所得補償」である。そして、負担は社会全体として公平に分かち合う必要がある。これが出来るのは政府の財政政策だけである。後で述べるように、中央銀行も企業や家計向けの融資プログラムを実行しているが、彼らに必要なのは、将来返済をしなければならぬ借り入れではない。FRB のパウエル議長の的確な言葉を借りると、「中央銀行の採る措置は lending power ではあるが、spending power ではない」からである。従って、多くの中央銀行の融資プログラムでは政府が信用リスクを負担している。

・所得補償は財政政策の役割であると述べたが、このことの意味を明確に認識する必要がある。所得補償は取り敢えず国債を発行して賄うことになるが、国債は無期限の借金ではないので、将来必ず税收で返済する必要がある。こう言うと、漠然と将来の成長で税收が増え、それで返済するというイメージを持たれるかもしれないが、先ほど述べたように、コロナ危機による経済活動水準の落ち込みのかなりの部分は「取り戻し不能」である。概念的に言うと、所得補償に伴う財政赤字の拡大は、増税による将来の所得再分配というか、資源の移転でしか解消出来ない。この点でよく国債発行は「将来世代への負担」であるということが言われるが、今回のコロナ危機の場

合、そのような言い方は曖昧に過ぎる。コロナ危機では誰もがその影響を受けているが、相対的に影響の小さい人達、ないし相対的に負担能力のある人達から、相対的に大きな影響を受けた人達への資源、つまり spending power の移転、所得再分配が必要となる。それは遠い将来を連想させる「将来世代」が決める話ではなく、現在の世代が決めないといけないことである。

・第 2 に必要なことは金融市場の機能維持、企業・家計に対する円滑な信用の流れ(flow)を確保することであり、これは中央銀行と政府の役割である。3 月以降、世界の中央銀行は迅速に各種の政策措置を実行した。グローバル金融危機の時は、中央銀行の措置は主として金融機関向けの流動性供給であったが、コロナ危機の特性を反映し、今回は企業や家計向けの措置が増加していることが大きな特徴である。金融市場は一時期かなり混乱したが、現在は安定を取り戻している。これは政府と中央銀行の採った果敢な措置の成果と言える。これらの政策措置については、一定の条件付きではあるが私は概ね支持している。「一定の条件」というのは、コロナ危機が一応の終息を見た後、今回の措置を速やかに元に戻すことである。日本のバブル崩壊後、あるいはグローバル金融危機後の世界各国の政策の推移を見ると、そうした見直しが行われる可能性についてはやや悲観的になるが、だからと言って今回の措置を支持しないということにはならないからである。

・今回の措置で私が最も高く評価するのは、グローバル金融危機の時も活用した米ドル・スワップである。3 月半ばにかけて急上昇した米ドル調達プレミアムは、この措置により低下した。ただ、すべての国がこれにアクセス出来る訳ではない。アクセス出来ない国の中で、中国は巨額の外貨準備を持っているのでこのことが実際的な問題になるとは当面考えられないが、新興国や途上国については、感染がさらに拡大した場合には懸念が残る。

・中央銀行は政策金利の引き下げも行ったが、既に長短金利ともゼロ金利となっていた国にとっては、中央銀行の積極姿勢を世の中にアピールするシンボリックな意味以上に実体的な意味があるかどうかよく分からない。私にとって最も印象的だったのはかつての高金利国であり、2000 年代半ばは低利で調達した資金が高金利国に向かう、いわゆる円キャリートレードの対象国だったオーストラリアやニュージーランドで政策金利が 0.25%まで引き下げられ、実質的なゼロ金利状態になったことである。20 年前はゼロ金利の国は日本だけだったが、グローバル金融危機でゼロ金利クラブの国が増え、今回さらに残った国も同じクラブに属することになった。

### ○ 実体経済と金融市場の乖離

・現在、実体経済と金融市場を見ていて気鬱りなことがいくつかある。第1は、急激かつ大幅な落ち込みを示す実体経済のデータと、楽観的な金融市場とのギャップが非常に大きいことである。株式市場は下落の相当部分を既に取り戻し、NASDAQ はコロナ危機前のピークを更新した。欧米の社債の信用スプレッドは一旦上昇した後、低下し、現在はコロナ危機前と比べると拡大はしているとはいえ、実体経済の落ち込みや企業収益の大幅な落ち込みと比べると、スプレッド

は小幅という印象は拭えない。日本の社債市場も同様である。

・過去の経験に照らすと、こうしたギャップは長続きするものではない。実体経済は冒頭に述べたような当局やエコノミストの見通しを裏切る形で急速に改善するのか、それとも実体経済の落ち込みに合わせて金融市場の動きが悪化するのか、いずれかしかない。ワクチンや治療薬の開発に成功すれば、前者の可能性も否定できない。他方、現在の金融市場の楽観的な動きが専ら中央銀行の金融政策に対する期待感に支えられているとすれば、その効果はいずれ剥落する。仮にコロナ感染の第2波、第3波が到来するとすれば、政府や中央銀行は今回と同じような対策と同じような規模で繰り出すことは出来るだろうか。仮に出来るとしても有効な施策となるだろうか。

### ○ 政府と中央銀行の関係

・この点で、コロナ危機後に世界的に最も関心を集めているのは、政府と中央銀行の一体化がどのような帰結をもたらすかということである。これが私の気鬱りな第2の点である。今回のコロナ危機発生後、政府は国債を発行し財政面から支援措置を講じた。他方、中央銀行は政府の保証等をバックに様々な融資プログラムを実行すると同時に、国債の買入れも一段と増やした。今回はグローバル金融危機の時と異なり、先進国だけでなく新興国の中央銀行も国債の買入れを始めている。因みに、G7 各国について、国債発行残高に占める中央銀行保有分の比率を見ると、日本の 50%弱を筆頭に、以前に比べ格段に高く、その比率は顕著に上昇している。

・このような状況を背景に、「フィスカル・ドミナンス」に陥っているのではないかという議論も活発になっている。勿論、各国の政府も中央銀行もそれぞれ重要と考える経済や金融の安定という目的のために政策を行っており、当事者の主観的認識としては「フィスカル・ドミナンス」ではない。問題は当事者の主観的な評価ではなく、現在の政策のロジックに従うと、やがて経済、あるいはより広く社会全体がどのような「渦」に巻き込まれていくかという動的なメカニズムである。現在、インフレをメインシナリオと考えるエコノミストは多数派ではないが、以前に比べるとインフレの可能性を意識するエコノミストは増えている。私にとって印象的なのは、低インフレの持続を長く懸念していた IMF の元チーフエコノミストであるオリビア・ブランシャードが、「高インフレはありそうもない」としながら、債務の大幅増加を背景に、「先進国では決して起きないという訳ではない」と考え方を少し変化させていることである。他方、政府がデフォルトに陥る可能性を懸念するエコノミストも多数派ではないにせよ増えている。各国の政府が現在のような低金利では資金調達が出来なくなるということを懸念する議論も増えている。今後、一体何が起こるのだろうか。

・先に、コロナ危機に伴う財政赤字は増税による所得再分配が必要となると述べたが、増税や所得再分配の実行は容易ではない。そのことを考えると、インフレや政府債務のデフォルトという形で調整が行われるという議論は論理的に理解できるが、政府債務の対 GDP 比率が最も高い日本では、事実としてこれは起きていない。この点に関しては2つの議論が行われている。第1は、国債金利が低い限り財政赤字を心配する必要はなく、インフレが起きそうになったらその

段階で金利を引き上げればよいという議論である。第2は、「いずれインフレは起こる、その時は国債は暴落する」という議論である。いずれの立場に立つにせよ、これらはインフレが発生するかどうかに関心を当てる議論である。私はいずれの議論にも与していない。当面は日本を含め先進国にとって蓋然性が最も高いのは、「低成長、低インフレ、低金利」のシナリオではないかと思っている。

・これはサマーズの有名な secular stagnation の議論と重なるが、私が議論したいのはそうした一般論ではなく、現在のような財政金融政策自体が事態をさらに悪化させる可能性である。金融緩和が効果を発揮するメカニズムは、本質的には将来の民間部門の需要の前借りである。しかし、金融緩和が続くと、前借すべき需要も減ると共に、残っている投資プロジェクトは低採算のものとなる。それでも金融緩和が続くと、そうした低採算の投資が増加し、生産性の伸びが低下することで潜在成長は徐々に低下する。一方、信用スプレッドが過度に圧縮されると、リスクが高くても低くても貸出金利は同じようなものとなるので、リスクを調整した後の金利水準に導かれて適切な資金配分が行われるという、金融市場に備わった資源配分機能が低下するため、この面からも潜在成長率は低下する。このような経済では民間の借り入れ需要は徐々に減少するが、そうすると、政府は無理なく資金調達が可能となる。つまり、減少した民間需要を政府需要の増加が埋め合わせることになる。この結果起こることは、「低成長、低インフレ、低金利」である。これは短期的には、と言ってもかなり長い期間であるが、ひとつの「均衡」ではある。インフレが起きていないから大丈夫という議論をしているうちに、所得の伸びが低下するという、「茹でガエル」のような事態になることを私は懸念する。インフレが起こるかどうかが、政府は安定的に資金調達が出来るかどうかという点に焦点を専ら合わせて議論するのはやや的外れな議論である。

・これとは逆に、コロナ危機後の物価上昇率の低下を背景としたデフレを懸念する議論も聞かれる。しかし、この議論にも賛成出来ない。デフレが怖いのは、1930年代の大恐慌のような経験があるからだが、これは金融システムの安定が崩れたために起きた現象である。1990年代以降の日本でも、また、グローバル金融危機後も先進国でデフレを懸念する議論はあったが、デフレ・スパイラルには陥らなかった。その最大の理由は1930年代と異なり、金融システムの崩壊という事態を何とか回避することに成功したことにある。昨年亡くなったボルカー元FRB議長も強調しているように、デフレを防ぐのは、金融システムの安定を維持することと同義である。

### ○ コロナ後の経済

・最後に、コロナ後の経済の姿を考えてみたい。コロナ危機以前から世界経済は様々な課題に直面していた。債務の過剰、潜在成長率の低下、ポピュリズムの台頭、米中の摩擦等、どれをとっても大きな問題であったが、そこにコロナ危機が加わった。コロナは人々の意識に大きな変化をもたらしたが、このことは経済にも大きな影響を与える筈である。私は特に以下の3つの動きに注目している。

・第1は在宅勤務をはじめ、テクノロジーを使って従来の生活やビジ

ネスの仕方の見直しが進む結果、新たな経済成長の可能性が生まれるかどうかである。この可能性に対する期待はNASDAQの株価上昇率が高いことにも示されている。第2は、所得や資産の平等に関する意識の変化が生じ、これが社会の持続可能性を高める可能性である。国民が医療サービスにある程度公平にアクセス出来ないとコロナの感染は止まらない。コロナ危機が発生する前から、ポピュリズムの台頭、社会の分断現象は大きな問題となっていたが、コロナ危機の発生は所得・資産分配における公平性の必要性に対する意識を高めているように感じる。

・第3はグローバル化の帰趨である。過去30年近くの間、顕著に進展したグローバル化は世界経済の成長の大きな牽引役であった。財・サービス貿易の対GDP比はグローバル金融危機までは一貫して上昇した。対外的な資本移動もグローバル金融危機までは一貫して上昇していたが、その後は増勢が一服している。移民はグローバル金融危機後も増加している。グローバル化の進展の結果、グローバルにみるとジニ係数は低下し、各国間の所得分配の公平性は高める方向にある。しかし、一国内ではジニ係数は上昇し、所得分配は不平等化の方向に向かった。グローバル化やテクノロジーの変化への対応能力に差がある結果、国内では不平等化の動きが生じる。その結果、反グローバリズムの動きも強まっている。今回のコロナ危機もそうした動きを強めている。経済の持続的発展の重要な鍵は社会の安定であり、その重要な前提条件は社会の構成員がある程度の「共感」を持てるかどうかにかかっている。その意味で、言わば「超グローバル化」とも言うべき動きに一定の見直し機運が出てくること自体は避けがたいと思う。ただ、そうした動きが強まり、絶対値としてグローバル化が後退すると、多くの国民は所得水準の低下に不満を募らせることになる可能性が高いと思う。その意味で、当局間のグローバルな協力体制を維持することは極めて重要である。

## 2. 第1部質疑応答

### ○ 中央銀行の政策対応

関志雄氏:

・中国では、MMT(現代貨幣理論)を根拠に、中央銀行が国債を直接購入するなど、「財政赤字の貨幣化」を実施すべきだという提案がなされ、その是非を巡って活発な議論が交わされている。日本においても、量的緩和という形で財政赤字の貨幣化がすでに実施されていると考えるエコノミストがいる。中国が財政赤字の貨幣化を実施すべきかどうかについて、余先生のご意見をお伺いしたい。

余永定氏:

・現状では我が国の中央銀行は財政赤字のマネタイゼーションや量的緩和などの政策を採る必要はなく、中国経済はまだそういう時期になっていない。現在、人民銀行が比較的緩和的な金融政策を採用しているのは、成長、雇用、物価の安定という政策目標を実現するためであり、国債発行とは直接関係がない。しかし、経済情勢の展開に伴って中央銀行が量的緩和を実施する必要性と可能性を排除することもできない。今年の財政政策の力は比較的大きいが、年前半の経済成長率をみると名目GDP成長率5.4%という目標の実現

は難しい。今年の財政予算はこの目標を前提に制定されたものなので、実現できないとすれば歳入が計画を下回ることを意味する。一方、歳出の硬直性は大きいので圧縮しにくい。そうすると、財政赤字の対 GDP 比率は 3.6% を超える可能性が高い。

・第 1 四半期のデータから分かるように、財政状況が急速に悪化した原因は、歳出の伸びが高すぎることではなく、歳入が大きく減少したことにより、歳入の減少は経済成長率の低下による。我々が拡張的なマクロ経済政策を実施している理由は、有効需要を刺激して経済成長率を高めるためである。歳出増加の結果、経済成長率が上昇すれば財政状況は改善するし、さもないと財政状況は悪化する。歳出の増加に伴う財政状況の悪化を恐れて歳出を増やさなければ、経済成長が失われることで財政状況はかえって悪化する。

・経済成長を刺激するため、中国政府は 8.51 兆元の国債を増発する。国債の大量増発はクラウドファンディング・アウトをもたらす可能性があり、国債の利回り曲線が上方にシフトし、企業の資金調達コストを押し上げることが考えられる。この時こそ、中央銀行と財政部の連携が必要であり、今後、中央銀行は量的緩和に似た政策を採用する可能性がある。すなわち、財政が国債を発行し、中央銀行が市場で商業銀行から国債を購入することを通じて、クラウドファンディング・アウトを相殺し、利回り曲線の上方シフトを回避する。現在のところ必要はないが、今後、量的緩和を実施する可能性は排除できない。

・日本銀行の量的緩和については、私は論評する資格がない。しかし、現在の日本の実状からみて、ほかにいい方法はないと思う。このまま続けると、今後問題が生じ、それが深刻になることはあり得るが、どの政府もどの中央銀行もまず考えるのは目先の問題を解決することである。将来は未知数に満ちている中で、もっと良い代替策を出すことができないならば、日銀が採用している金融政策は最も適切な政策である。

#### 中尾武彦氏:

・白川さんに伺いたいのは、「低成長、低インフレ、低金利」の三つの面に言及されたことに関してである。各国の中央銀行が流動性の供給にあらゆる方策を用いてきているにもかかわらず、インフレ率を引き上げることができない。いくら中央銀行がベースマネーを増やしても銀行の信用創造を通じてマネーサプライになるかどうかかわからないし、仮に信用創造を通じて個人や企業の資金が増えてもそれを使わない限りインフレ率や成長率に影響を与えることはできないということがはっきりしている。マネーサプライの拡大と同時に政府の財政赤字も拡大している。コロナの危機のなかで、困っている人だけに財政援助をすることは時間がかかりすぎて難しい以上、かなり思い切って国債によるファイナンスで、広範に支援をするのはやむをえないと思うが、国債残高の GDP 比率を無限に高めていくことはできない。今はみんなが金融緩和、財政拡張で供給した資金をいわば預金にブタ積みして、間接的に国債を買っている状態で、一種の均衡になっているが、市場が国債の償還に不安を持った途端に、国債を売り、外貨に換え、モノを買うということが起こりうる。そうなれば、国債金利は急上昇して財政赤字のリファイナンスは困難になり、為

替は下がり、インフレにもなる。そもそも日本は財政赤字で需要不足を埋める形を続けてきたが、これ自体、官民のバランスを含めて資源配分をゆがめている。今後の金融政策、財政政策の道筋をどのように考えるべきか。

#### 白川方明氏:

・「低成長、低インフレ、低金利」の問題には日本が最初に直面したので「日本化現象」と呼ばれているが、その後多くの先進国も同様の状況に陥った。私は、この問題のポイントは、グローバル化に加えて、労働力人口の減少を含む様々な現象が重なったことにあると思う。これまでのところ、各国のマクロ経済政策による対応は必ずしも上手くいっておらず、どのような対応を採るべきかについて明確な回答を見いだせていない。

・こうした状況の下で、先進国の中央銀行の間では、長期にわたる金融緩和に依存するというバイアスが強まっている。そうした金融緩和はデフレを防止するという観点が強く意識されているが、我々がデフレという言葉で想起する 1930 年代の経験は、金融システムの崩壊に伴って生じた出来事である。デフレを防止することは金融システムの崩壊を防ぐということと同義で、その意味でデフレの阻止は極めて重要である。しかし、そのような状況でなく物価が緩やかに低下すること自体が低成長の根源的な原因となっているわけではない。金融緩和は将来需要の前借りであることから長期に金融緩和を続けられれば、そのことによって「日本化現象」が強まるという面もある。

・ある哲学者の話を借りると難問を切り抜けることには二つの道しかない。理性によるか混乱によるかということであるが、私としては理性による解決を目指したい。現行の政策を続けることで時間が問題を解決するという考え方もあると思うが、私は、今のままだと、時間が経過するほど状況がさらに悪化する可能性があると思う。インフレが到来していないことを理由に現在の政策を続けているうちに、潜在成長率が低下していくことを懸念している。我々はマクロ経済政策の基本的な考え方を考える必要がある。そのためには、経済政策の発想と知見をモデルチェンジする必要があるだけでなく、そうした知見を日本から海外に対して発信し続ける必要がある。これは混乱ではなく理性によって秩序を回復するために必要な努力である。

#### 伊藤元重氏:

・グローバルに見て、金融政策は長年に亘って緩和方向で推移してきたほか、財政政策も総じて拡張的であったことで、金融市場は活況を呈してきた一方、实体经济の回復との間にはギャップを生じた。白川氏が説明したように、今回も金融市場には楽観的な見方がある一方、实体经济は大きな影響を受けている。このような状況が再現した理由をどう理解すればよいか。また、今後どのような展開が予想されるか。仮に实体经济の回復が遅々として進まない場合、金融市場はどのような影響を受けるか。

#### 白川方明氏:

・金融市場が实体经济に比べて迅速に回復していることを説明しようとするならば、その理由としては、ワクチン開発等による景気回復シナ

リオといった楽観的な見通しを挙げることが出来る。しかし、景気回復の持続性に対する疑問が生じれば、クレジット市場でのスプレッドが再び拡大し、株価も下落する恐れもある。いずれにしても、実体経済が回復できない場合に、金融政策だけで金融システムの安定を維持することは難しい。

#### 肖綱氏:

・日本は長らくゼロ金利と量的緩和を実施してきたが、経済に対する刺激効果は限られている。例えば、家計部門をみると、ここ数十年間に亘ってレバレッジ率は低下の一途を辿り、既に中国の家計のレバレッジ率を下回った。かつては中国の一般市民は借金せず、貯蓄率が高かったが、今や家計の借入比率は益々高まっている。日本の企業部門のレバレッジ率も低下し続けている。つまり、量的緩和は、家計や企業にレバレッジを拡大して消費や生産を拡大するよう促すことができなかつたため、実体経済に対する刺激効果は大きくなかつた。同時に量的緩和により資産価格は絶え間なく上昇する。資産価格の上昇は、理論的には投資と消費の拡大にプラスに働く、すなわち資産効果を生むはずだが、現在、資産価格が上昇してもそうした刺激効果はみられない。白川さんにご教示いただきたいが、量的緩和がこのような結果になった原因は何だろうか。今後は金融政策をどのように運営すれば実体経済の成長を促進できるか。

#### 白川方明氏:

・中央銀行が長期にわたる金融緩和を実施することで、長期金利の水準は長い目で見てかなり低い水準になっている。しかし、量的緩和を含む金融緩和は、結局のところ、将来の需要を前借りして現在の不足を補うことに過ぎない。長期的な低成長の下では、前借りできる需要の大きさには限度があり、従って、民間部門や政府部門によるレバレッジの拡大にも限界がある。

### ○ 中国の景気回復

#### 高善文氏:

・経済データに対する観察について何点か補足したい。中国政府は、非常に強い意志をもって新型コロナウイルス感染症を急速にコントロールしたため、経済活動は 3 月以降急速に回復している。5 月の数字をみると、内需関連の多くの業種の経済活動は新型コロナウイルス感染症以前の水準に戻っただけでなく、それを上回った。昨年 12 月、あるいは今年の 1 月 20 日以前の経済活動と比較すると、内需関連の多くの分野、例えば不動産、自動車、家電、さらにはセメント、鉄筋などの生産活動は元に戻っただけでなく上回った。既に経済はポストコロナのフェーズに移り、新型コロナウイルス感染症が経済活動を直接抑制する効果は顕著でなくなっている。

・しかし、経済データにはいくつか重要な例外もある。一つ目は石油および関連製品である。5 月までの間、石油および関連製品（例えばガソリン、灯油、ジェット燃料、ディーゼル油など）の消費は新型コロナウイルス感染症流行前の半分の水準にまでしか戻っておらず、石油価格の影響を除いても、その減少は顕著である。石油および関連製品の消費の大幅な減少には様々な原因があり、国際航空が基本的に止まっていること、国内観光と航空利用の外出が正常に戻

っていないことがある。もう一つの可能性として、新型コロナウイルス感染症が人々の社交形態と勤務形態のある部分を永久に変えたかもしれない。特に際立ったのは、多くの社交活動や外出の永久的なオンライン化である。2003 年の SARS が中国の物品購入と販売のオンライン化を加速したのに対し、今回の新型コロナウイルス感染症は人々の社交活動の大規模なオンライン化を加速したのだろう。

・社会活動の大規模なオンライン化は、ナスダック指数がいち早く既往ピークを更新し、中国内でも関連する企業の株価が上昇していることに反映されている。また、ポストコロナのフェーズが長時間続いても、石油および関連製品の消費が異常な低水準にとどまることにも反映されている。むしろ、これらの消費の抑制は、個々人の福利を改善し、グローバルな気候温暖化圧力を弱める。人々の外出様式の変化が永久的であれば、経済のサプライサイドは調整を余儀なくされ、短期的には経済成長率と経済活動に若干マイナスの影響を与えるだろう。人が密集するサービス業の多くでも、その活動は新型コロナウイルス感染症の前の水準を大きく下回っている。例えば、宿泊・飲食、文化・娯楽、航空・観光業であり、中小企業の業務や生産の再開もやや遅れており、低所得層へのプレッシャーは大きい。

・二つ目の重要な例外は投資分野である。現在、インフラ投資の伸び率は 12%に達し、昨年同期の状況を大きく上回っている。これは経済活動を支える役割を果たし、具体的には、セメントや鉄筋、鉄鉱石の消費量や発電量などは比較的力強く回復している。不動産市場の回復も力強く、4~5 月には全国の大多数の地域の住宅価格が上昇した。しかし、製造業全体では、投資の伸び率はまだ▲3~▲5%の水準にとどまっている。新型コロナウイルス感染症による世界経済の減速と不確実性、中小企業と低所得層の直面する困難さは、新型コロナウイルス感染症の以前から低迷していた製造業の活動の伸びをさらに押し下げる。全体的にみて 6 月の内需は、ポストコロナの常態に近く、経済成長率は 5%未満になるかもしれない。インフラ投資などの下支えを考慮しても、今年全体の実質経済成長率は 1%強にしかならないだろう。

#### 趙晋平氏:

・中国政府は経済成長の数量目標を定めていない。それはまず、新型コロナウイルス感染症に不確実性があり、経済成長自体にも不確実性があるからである。しかし、これは経済成長が重要視されていないことを意味する訳ではない。実際、雇用の問題を解決し、経済減速によるリスクを避けるには一定の経済成長を維持しなければならない。つまり、新型コロナウイルス感染症とグローバルな経済環境との不確実性が高い下では、中国経済の成長目標はそれらに合わせる必要がある。

・以前は中安定成長の重要さが強調されたが、現在のような状況の下でより客観的かつ現実的であるのは、経済安定のカギが世界経済における中国のシェアの安定にあるという考え方である。中国経済のシェアが相対的に安定ないし上昇すれば、政策の方向は正しく、政策対応が一定の成果を上げたことを十分に説明できる。IMF の経済成長率予測によると、2020 年の中国の経済成長率は 1.2%に過

ぎないが、2021 年の中国経済の世界に占めるシェアは 1.7 ポイント上昇する。この上昇幅はかつてないほど大きく、世界銀行の予測によると上昇幅は約 2.4 ポイントになるかもしれない。不確実性が非常に大きい現状では、経済成長の目標も世界経済におけるシェアの安定を目指すべきであり、一定水準の経済成長にこだわり過ぎてはならない。

**伊藤元重氏:**

・世界が新型コロナウイルスの感染に見舞われた後、保護主義が強まる傾向があるほか、特に米国経済の先行きには不透明性がある。また、今後は発展途上国への感染が拡大することで、世界経済が一段と打撃を受けることも懸念される。余先生は、中国の取るべき経済政策として、消費の刺激やインフラ投資など内需に焦点を置いて議論したが、海外経済からの影響はどのように考えているか。

**余永定氏:**

・外需は、中国にとって以前から重要で現在も重要であるが、過去 10 数年の間に対外依存度は徐々に低下している。GDP に占める輸出入の割合は 60% 以上から 31.9% に低下し、2019 年には GDP に占める輸出の割合も 17.4% に低下した。今年 5 月には輸出は 1.4% 増加したが、純輸出は依然として軟調で、GDP に占める純輸出の割合は 1% 前後であって、影響力は依然重要だが決定的ではない。これは過去の経済構造調整が奏功したことによるが、輸出伸び率はなるべく維持すべきである。他方で、以前よりも国内市場に注目しなければならないことも認識すべきである。中国政府は通貨安や補助金などの方法で輸出を促進することはない。

・現在、財政政策が注力しているのは感染症による影響を受けた部門の救済であり、中央政府は 1 兆元の感染症対策特別国債の発行を準備している。その資金は主として感染対策とこうした救済に使用され、一部は感染症関連のインフラ投資にも使用される。中央政府から地方政府への 9600 億の移転も感染症対策と救済、特に一般市民の民生問題への対応に使われる。その上で私が強調したいのは、インフラ建設が経済成長を刺激する観点からも非常に重要である点である。感染症拡大が深刻な段階では感染対策と深刻な影響を受けた部門の救済に注力しなければならないが、経済は既に新しい段階に入り、政府は拡張的な財政・金融政策を使ってどのように有効需要を刺激するか考えなければならない

・中国政府は日本のような給付金を実施していない。主な理由は消費を刺激する面で乗数が小さいからである。中国は文化的な背景によって貯蓄率が高く、人々は自分の貯蓄を使って難関を乗り越えようとする。社会保障や失業保険のシステムは一定の役割を果たしているがその役割は大きくない。このため、給付金のような財政政策は、消費需要を刺激する効果が特に大きくない可能性がある。人々はお金を使って消費するのではなく貯蓄を補うことになるし、利益の機会もないため民間企業も投資したがらないからである。そうした状況も踏まえて、中国政府はインフラ投資に対する支援を強めるべきである。公共財の価値を市場によって決定することは難しいので、投資の短期的な損失は心配しなくてよい。重要な点は、インフラ建設

が「クラウンディング・イン」を生むことである。民間部門が投資したがらないインフラは政府が投資すべきである。中国には投資を早急に必要とするプロジェクトが非常に多い。プロジェクトが始動すれば、民間企業にも受注が生ずる。民間企業が活動を再開し、労働者を雇用することで経済成長を刺激できる。なお、高善文氏に伺いたいのだが、インフラ投資の伸び率が足許で 15% 増加しているとの推計はどのように行ったのか。

**高善文氏:**

・毎月のデータを見ると、3 月以降にインフラ投資は V 字型の反転上昇のトレンドを辿っている。5 月の伸び率は 12.1% に達し、6 月は 15% を超えると予想するが、これは 2018~19 年を大きく上回る。ミクロデータもマクロデータがほぼ信頼できることを示唆している。例えば、コークスや粗鋼・セメントの生産量、発電量などはインフラ投資と重工業の双方が力強く回復しているとの見方を裏付けている。工業製品の価格は既に 2 月初めの水準に回復し、鉄鉱石やコークスなど多くの重要な価格は新型コロナウイルス感染症の前の水準をはるかに上回っている。

・ただし、インフラ投資は運用面で多くの問題に直面している。過去 10 年間、中国はインフラ投資に頼って経済成長率を維持してきたが、市場の規律、財政の規律、中央と地方政府の関係などの面で問題を抱えている。地方政府はインフラ投資の機会を一般に「三蔵法師の肉」とみなし、財政と金融の規律を顧みず、一斉に大量の投資を実施し、コストを無視して大量に借金する。最終的には、政府の大きな債務負担、多くの不良債権、維持可能性が低い債務の発生をもたらし、民間投資にも大きなクラウンディング・アウトを生じている。インフラ投資は、理論的には経済を牽引する効果があるが、中国の現状を考えると、私はインフラ投資をカウンターシクリカル政策として強調し過ぎたり、依存し過ぎたりすることは望ましくないと思う。

**○ グローバル化への影響****趙晋平氏:**

・新型コロナウイルス感染症のグローバル化への影響については、長い目で見なければならぬ。現在は、各国での経済活動の自粛や移動制限といった一連の政策がグローバル化、特に貿易とクロスボーダー投資の伸びを深刻に阻害している。もしも、こうした現象が他に選択肢がないことの結果であるとすれば、一部の国による貿易と投資に関する保護主義が今後も継続し、経済のグローバル化を巡る逆流がさらに深刻化することが懸念される。

・東アジア地域包括的経済連携(RCEP)は、昨年 11 月に既に実質的な成果を得た。16 カ国のうちインドを除く 15 カ国が全 20 条の交渉を終えて一応の合意に達し、残された作業も今年に終わることを予定した。その後、日本の首席交渉代表は、インドが加盟しない RCEP 協定に署名しないと再三述べている。これについて白川さんにご教示いただきたい。第一にこれは日本政府の公式な見解か。第二に新型コロナウイルス感染症の下で、日本は 15 カ国が合意した RECP 協定でどのような政策を採るか。第三に、RCEP には 15 カ国、あるいはインドが加入した後に、どのような進展が得られるか。

**中尾武彦氏:**

・白川さんはグローバル化の問題に言及された。過去、我々はいわば「超グローバル化」をずっと提唱してきたが、安全、安全保障、医療、食糧、移民などの問題が顕在化してきている。これらの問題はある程度対応していく必要があり、グローバル化が一定程度調整されることは妥当だ、また、エリート層、国際的に働いている人は「超グローバル化」の恩恵を受けてきたが、先進国の労働者は要素価格の均等化と資本の途上国への移転の影響から賃金の低下や雇用の問題に直面している。途上国は一般に資本が流入することや貿易の進展で雇用も生まれ、貧困は減ってきているが、ここでも技術や資本、土地を持つエリート層の所得はもっと増えて、所得と資産の格差は拡大してきている。超グローバル化は、社会民主的な再分配政策を必要としているが、企業も人も資金も簡単に国際的に移動する中で、かつてのように累進的な税制を維持することは簡単ではない。この点では、国際的に協調したアプローチも必要になっていると思う。

**白川方明氏:**

・中尾さんのグローバル化に関する指摘に同意したい。近年の「超グローバル化」とも言うべき動きの下で、グローバル化やテクノロジーの変化に対応することの難しい人々が取り残されていると感じていることは事実である。そうした状況を放置すれば、社会は不安定になり、結局は経済活動の持続可能性にも悪影響を与えうる。一方で、グローバル化を全面的に否認してしまうと、反グローバリズムの立場の人々であっても、結果として生ずる生活水準の低下に対して不満を持つことになろう。その意味で、我々はグローバル化の果実を維持すべきである一方、「超グローバル化」には若干の修正が必要となっている。

・今回の危機が生じる前には、人、物、資金のいずれをみてもグローバル化は相当速いスピードで進んできた。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大後は、少なくとも人と物の流れは制限されている。状況がさらに悪化すると、グローバル化のトレンド自体にも悪影響が生じうる。

・先進国では経済政策の運営において国民の支持の如何は非常に重要である。この点に関しては、一国のグローバル化や新たな技術の発展に適応しうる人がいる一方で、上手く適応できない人もいる状況が各国で共通して生じている点に注意する必要がある。こうした適応力の相違は、結果的に所得や資産の格差に繋がり、後者の人々によるポピュリズムの台頭を招いている。こうした状況の下でも、グローバル化の後退を抑え、社会の持続的発展を維持する上では、ある程度は所得と資産を合理的に再配分することも必要となろう。この間、中央銀行を含む政府当局は、グローバル化の流れを維持する上での協力を続けていく必要がある。

・日本銀行を含む主要国の中央銀行が FRB と締結している米ドル・スワップ協定は、象徴的な事例である。これは、前回の世界金融危機への対策の一環として導入されたが、既に当時から反グローバリズムの考え方は存在していたし、現在は米国のトランプ大統領自身が「米国第一」を明示的に掲げる状況にある。その意味で、スワップ

は次の金融危機の時に適切に機能しうかどうか懸念されていたが、実際には今回は日本をはじめ多くの国々によって利用され、国際金融市場の安定の維持に寄与した。中央銀行間での国際協調が適切な役割を果たしている点で心強く思う。なお、通商政策の面で交渉がどのように進捗しているかについては、私は専門家ではないので、経済産業省の方を含めて、他の専門家がより適切に回答しうらと思う。

**○ イノベーションの効果****大島周氏:**

・新型コロナウイルス感染拡大の影響で、世界中で多くの人がテレワークで働くようになったが、人々はリモートでの働き方でも、十分に生産性高く働けることに気づいたように思う。先ほど余先生は、中国の GDP が目標を達成するためには、インフラ投資の伸び率は 5.7% に達しなければならないと述べたが、高善文博士によればこの数字を維持するのは難しいという指摘があった。一方で私が申し上げたように、新たなテクノロジーの活用により、目標の達成が可能になるかもしれないと思う。

・例えばリーマン後の 10 年間で中国の深センで起こった天地を覆すような変化は、急速な最新のテクノロジーの活用により実現されたものだ。先ほど言及された 900 万人の就業と失業問題についても、特に社会に出たばかりの若者に対して就職の機会を提供できるかが課題になるが、彼らにどのような就職機会を提供できるのだろうか。新たな技術革新により若年層の労働力を吸収することは可能か。また、社会が大きく変化する中で、社会人の再教育をいかに実施するかも課題になるだろう。科学技術の進歩に追いつかない人もいるため、コロナ後の世界でどのようにテクノロジーを活用し、かかる問題を解決してゆくか。中国側の専門家の考えを教えてください。

・また、持続的に発展する社会を作るためには、どの方面に投資を振り向けてゆかが重要になる。その際に、どのような課題があるだろうか。白川前総裁は日本の財政状況が非常に厳しいと指摘された。社会の構造改革と教育分野においては、新たなテクノロジーの投入が大きく遅れているように思う。退出する産業から生じる失業者を、どのような分野に再配置していくかも大きな課題であろう。今回の危機対応で支出した財政資金を、どうやって回収していくか、限られた予算をどう将来の生産性を改善できるよう配分していくかといった課題も大きい。これらの諸点について白川さんにご意見を頂ければ有難い。

**白川方明氏:**

・私は、IT 技術の活用によって社会・経済のイノベーションを引き起こし、生産性を引き上げる可能性はあるように思う。これまでは日本での IT 技術の導入は相対的に遅れていただけに、年齢層を問わず我々は IT 技術を活用して慣行を見なおさなければならない。そうでなければ、経済全体の生産性の停滞を招くことになる。

## 3. 第 2 部講演

朱篤氏(講演):

&lt;掲載不可&gt;

福本智之氏(講演):

## ○ 新型コロナウイルスの感染状況と世界経済・アジア経済

・本日は 3 つの点について議論したい。1 番目は新型コロナウイルスの感染状況と世界経済やアジア経済への影響、2 番目はグローバル・サプライチェーンへの影響、3 番目は政策協調である。

・まず、新型コロナウイルスの感染状況と世界経済、アジア経済の状況を見たい。1 月下旬以降、中国の新型コロナウイルス感染者数は急増したものの、結果的には感染の抑え込みに基本的に成功した。その後、少数の輸入型感染や北京を含めて一部地域での集団感染はあったが、中国には大規模な PCR 検査を実施する能力があり、局所的な感染を早期に抑え込む能力があると思う。

・時間的に中国の次に大規模な感染拡大が生じたのが欧州である。中国に比べて感染拡大を落ち着かせるまで時間がかかったものの、最近では感染者数が明確に減少している。5 月以降に欧州は経済活動を順次再開しているが、大規模な感染再拡大は生じていない。一方で、米国の感染者数の減少は非常に緩慢で、一部地域で感染が再拡大している。また、新興国でも感染が拡大している。

・各国は感染拡大防止策を各々強化してきた。感染拡大防止策の緩和状況と新規感染者数の変化の関係をみると、4 月下旬から 6 月上旬の間に欧州各国は、感染者数が減少する中で、感染拡大防止策を緩和している。一方、インド、ロシア、ブラジルは、感染者数が増加しているにもかかわらず感染拡大防止策を緩和し、経済を再開している。これらの地域で感染の拡大が止まっていない点は懸念される。

・全体として感染拡大が止まらない中で、世界経済は大きな影響を受けている。グローバル PMI は、経済活動の再開を受けて 5 月上昇したが、経済活動の拡大・縮小の分水嶺である 50 を大幅に下回っている。特に、サービス業の PMI 指数はリーマンショックよりかなり低い水準にある。

・6 月に主要な国際機関が今年の世界経済見通しのアップデートを発表した。今年の世界成長率見通し(PPP ウェイトベース)を見ると、世界銀行は▲4.1%、IMF は▲4.9%(6 月 24 日発表)との見通しを示している。OECD は感染の第二波が来ない場合で▲6.0%、第二波が来た場合で▲7.6%と予測している。OECD は中国経済については、第二波が来なくても、▲2.6%という比較的悲観的な予測をしている。

・米国では一部の地域で感染者が増えており、感染再拡大も懸念される。こうした中、FRB のパウエル議長は 6 月、特定の経済見通しに依存することはなく、すべての起こり得る結果を考慮して政策を判断すると述べた。アジアを見ると、中国経済は持ち直しているが、その他の国は大幅に落ち込んでいる。アップルのモビリティデータによれば、経済活動の再開を受けて人々の移動状況は徐々に戻りつつあるが、新型コロナウイルス感染症の流行前と比べると、5、6 割の水

準にとどまっている。消費者信頼指数も、5 月までは大きく落ち込んだ状態が続いている。

・ADB は 6 月 18 日に、今年のアジア発展途上国・地域の経済見通しを発表した。同地域の成長率は+0.1%と予想されており、世界経済の大きなマイナス成長に比べれば、新型コロナウイルスの影響は幾分軽微と予測されている。

・その理由として以下の 3 点が挙げられる。第 1 に、インドを含む南アジア以外のアジアでは感染状況が他の地域に比べ軽微であること。第 2 に、中国がプラス成長となること。ADB は中国の経済成長率を 1.8%と予想しており、中国経済が経済的関係の深いアジア全体を牽引することが期待される。第 3 に、アジアのサプライチェーンにおいて重要な IT 産業、電子産業などが堅調に推移すること。

・アジアを含む新興国のリスク要因としては、資本流出による金融環境の悪化を警戒する必要がある。新興国の資金フローは 3 月に大幅な流出超となり、リーマンショックを上回る過去最大の流出となった。新興国の株価や通貨も大幅に下落した。もっとも、各国の中央銀行と政府の迅速な政策対応により、その後は新興国の資金フローの流出は現時点では止まっている。新興国の金融環境指数は、各国の金融緩和もあって落ち着いた状況にあるが、引続き警戒が必要であろう。

## ○ グローバル・サプライチェーン

・次に新型コロナウイルス感染症が、世界貿易やグローバル・サプライチェーンに与える影響についてみたい。

・新型コロナウイルス感染症の流行とその封じ込め策により、世界的に需要と供給の双方に大きな影響が出たため、世界の製造業生産は大きく落ち込んでいる。世界の生産と生産 PMI は大幅に落ち込み、また、世界の貿易量、新規輸出受注 PMI も落ち込んでいる。IMF の世界経済見通しは、今年の世界貿易が前年比 12%減少するとの厳しい見方を示している(6 月 24 日公表)。

・広範なグローバルなサプライチェーンにおいて、影響の大きい 3 つの産業、すなわち、自動車産業、資本財産業、IT 産業を見ると、自動車産業と資本財産業が厳しい。民間の予測によると、今年の世界の自動車販売台数は前年比 2 割以上減少するとみられる。需要面では、ロックダウンの期間中にも生活必需品は堅調であったが、自動車などの耐久消費財の需要は大きく減少した。供給面では、自動車ディーラーの閉店のほか、工場停止も多く、供給制約は深刻であった。アジアの自動車サプライチェーンは国を跨いで構築されており、日系や韓国系の自動車メーカーでは中国や ASEAN からの一部の部品調達ネックになり生産に影響が出た。一方で明るい兆しもある。中国の自動車販売はペントアップ需要が現れ、4 月以降急速に回復し、5 月は前年同月比 14%増となった。また、政府によるナンバープレート規制の緩和、自動車への補助金措置等の刺激策も効いていると見られる。また、米国の自動車販売も持ち直しつつあるようだ。米国と中国の持ち直しは良い兆しだが、世界全体で見た自動車販売の大規模な落ち込みは不可避と見られる。

・資本財産業も大きく落ち込むと予想されている。世界経済が大きく落ち込むだけでなく不確実性が極めて強いことから、世界の企業の投資も今年は大幅に減少すると見られ、資本財貿易も大きく落ち込むと予想されている。

・自動車産業や資本財産業が厳しい状況にある一方、アジアにとって重要な IT 産業は堅調に推移すると見られる。民間の見通しによると、今年の半導体企業の売上は前年比プラスと予想されている。IT 関連企業の営業収入を商品別に見ると、足元で、スマートフォンは弱い状況にあり、今年は伸び率がマイナスになることが避けられないとみられている。車載・産業半導体も同様に減少する見通しである。但し、新型コロナウイルスの発生によって、データセンター向け半導体は顕著に伸びている。オンライン会議のためデータセンターが非常に重要になり、また、ノート PC などの需要も強くなっており、IT 産業全体を下支えしている。アジアでは電子産業が国を跨ぎ複雑に展開しているので、IT 産業の堅調さは、アジア、特に東アジア経済の下支えになる。

・しかし、グローバル・サプライチェーンに関しては供給制約も生じている。例えば、IT 産業の物流は飛行機に多くを依存しているだけに、多数の旅客便がキャンセルされ、貨物便も減少していることで、供給制約が生じているとの声がある。実際、私は三週間前にノート PC を注文したが全く入荷の目処が立たない。物流の確保は重要である。

#### ○ 政策協調

・最後に政策協調についてみておきたい。日本銀行が参加する国際会議は、G20、G7、IMF、BIS などのグローバルな会議に加え、アジアでは ASEAN+3 や EMEAP などがある。新型コロナウイルスの感染が拡大する中で、3 月以降は対面での会議は少なくなったが、オンライン会議が多数開かれている。

・G20 財務大臣・中央銀行総裁会議は 4 月に行動計画を決定した。様々な行動計画の中で、グローバル・サプライチェーンに関しては、自由で、公正で、無差別で透明性のある、予見可能でかつ安定した貿易・投資環境を提供すべく、協働するとし、また、グローバル・サプライチェーンの礎となる物流網の円滑かつ継続的な運営を確保するとした。先程のノート PC の例が示すように、物流面のサステナブルな運営はカギの一つである。

#### 4. 第 2 部質疑応答

##### ○ サプライチェーンと金融面での多国間の協調

小林浩史氏:

・趙晋平先生から RCEP の話しがあつたので説明しつつ、質問もしたい。サプライチェーンのグローバル化は、自国主義、保護主義といった動きがある程度、あるのかもしれないが、長い目で見れば益々進んでいくと考える。これは世界の流れの中で起こるものであり、以下の二点を述べたい。

・現在、第三のアンバンドリングが起こっているのではないかとということである。第一のアンバンドリングは産業革命以降、輸送ができる

ようになり、グローバルで生産と消費が分かれた。第二のアンバンドリングは 90 年代の IT 革命である。そして、今回のコロナ禍で、人が移動しなくてもバーチャルで多くのことができ、世界単位で人とモノを最適な形でつなぎ合わせてビジネスできることがわかった。故に長い目でみるとサプライチェーンのグローバル化が進んでいくのではない。

・第二に、多元化・分散化の動きである。医薬品のみならず、様々な製品で集中していた場合に、あるひとつの部品が届かないとモノができないといったサプライチェーンのリスクをあらゆる国が経験した。したがって、川上にも川下にも迷惑をかけない責任のあるサプライチェーンを築く事が大事。ゆえにこれまでの効率性のみならず、冗長性・安定性といった要素も含めて、企業には中長期的にどうしていくのかしっかり考えていただきたい。つまり、工場をどこに立地するのかということだけではなく、どのような形で生産をし、どのように他の会社と連携をしていくのかなどについて色々考えていただく必要がある。そういう意味で、さきほどご紹介があつたように、日本でも一定程度の補助金政策を実施している。これが今回の政策の趣旨である。

・したがって、どの国でもスムーズにビジネスができる環境を整えるという意味で RCEP は非常に大事であり、交渉の妥結が急がれている所以だと思う。趙晋平先生の質問にストレートに回答するのは難しいが若干答えてみると、インドは新型コロナ前からモノの貿易について国内の経済事情の観点で難色を示していた。さらに新型コロナの事象の中で経済が落ち込み、かつ感染抑制が困難な中で経済を再開しているため、インド問題の悩みは深い。

・他方で、「アジア大」でサプライチェーンを中心としたビジネスを考えるとインドの重要性は変わらない。スピード感も大事であるため、両立をどう維持していくかという点も踏まえて交渉しているところ。交渉事であるため、詳細は述べられないが、少なくともコロナ禍でも交渉官同士で頻繁に会議をしているのは事実。交渉は進んでおり、おそらく大臣の閣僚級交渉も年内に数回程度テレビ会議を含めて開催していくことになる。インドをどうするかということも含めて回答が出てくるだろう。その上で、こうしたビジネス環境を整えれば、その中で企業に有利なビジネス環境をどう作っていくかは、政策競争と認識している。

肖鋼氏:

・ASEAN10 カ国と日中韓 3 カ国—いわゆる「10+3」—の地位と役割が高まっているが問題点も残る。その原因は多様であり、「10+3」の中に大きな差異があるだけでなく、外部の干渉も加わって、政治や経済の利益が交錯し、複雑な局面になっている。米中の駆け引きという新しい環境下で「10+3」を取り巻く状況は一層複雑になっているが、ASEAN10 カ国は米中のどちらか一方を選択したくないだけに、私は、次のステップの「10+3」の協調はこのような状況をできるだけ避けるべきであると思うが、全体の戦略をどのように考慮すべきか。その中で、日本はどのような積極的な役割を果たすのか、中国はどのような改善に注意すべきなのか。

**朱隼氏:**

・「10+3」の国々における差異は大きいですが、協力の展望について楽観的でない訳はなく、むしろプラスのシグナルがみられる。すなわち、「10+3」の国々の補完性は強く、協力を強化できるし、貿易と投資の面で域内市場は非常に重要な役割を果たしている。「10+3」は、EUのように共同の関税政策を有していないが、二国間の自由貿易協定や、三つの「10+1」協定、現在進行中の日中韓との RCEP 協定の締結は、貿易と投資の自由化や一体化を促進する上で重要な役割を果たす。金融面では中国も多くの貢献を行っており、「10+3」の財政・経済ルートで 2400 億米ドルの地域セーフティネットを構築し、EMEAP の下で域内中央銀行の協力を促進するとともに、新興国における債券市場の整備に向けてアジア債券市場基金を設立した。

・中国の巨大な市場と経済発展のポテンシャルは自ずと「10+3」の他の国を惹きつけると思う。改善すべき点は、改革開放の一層の拡大、より良いビジネス環境作り、市場化と国際化による各国との補完的で互恵的な発展であり、アジア諸国に米中のどちらかを選ばせる必要はない。

**福本智之氏:**

・私は、アジアの協力が着実に進展していると思っている。例えば ASEAN+3 が締結した「チェンマイニシアチブ」は通貨スワップ資金の規模を 2,400 億米ドルに増額した。「チェンマイニシアチブ」はまだ発動されたことはないが、その役割を發揮させるため、オペレーション面を含め各方面の準備は着実に進んでいる。

・中国と日本はアジアで一二を占める経済大国で、両国の協力は非常に重要で不可欠である。日中両国の協力が順調であれば、IMF 等の国際組織と協力して多国間国際協力の発展を推進することになる。日中両国の協力の一層の強化は、ASEAN+3 の枠組みの発展を推し進めることにもなる。

**○ サプライチェーンに関する日中間の協力****小林浩史氏:**

・朱局長に対して質問したい。こういったコロナ禍でのサプライチェーンの国際的な多元化は、中国でも ASEAN を中心に部品が届かなかったという課題があったであろうから、どう対処していくか検討していると思う。何らかの動き・政策的な流れがあれば教えていただきたい。

**朱隼氏:**

・新型コロナウイルス感染症による製品供給不足の問題は、現在では緩和された。地政学やサプライチェーンの地理的回帰などの外部要因により、重要製品の供給が阻害される問題についても、中国は措置を採って対応している。具体的には、中国企業はイノベーションを強化する一方、重要製品の買い付け先の多様化を進めることにより、人為的な政策要因あるいは不可抗力によるサプライチェーンの寸断を補おうとしている。

**関志雄氏:**

・1990 年代以降、一部の産業は雁行形態に沿った形で日本から

NIEs へ、そして、ASEAN と中国へと移ってきた。それによって、形成された分業体制は、おおむね各国の比較優位に沿ったもので、経済的合理性があった。しかし、米中貿易摩擦が発生してから、経済的合理性よりも、安全保障への配慮が重視されるようになった。例えば、ファーウェイやほかの個別の中国企業がグローバル・サプライチェーンから外され、米国から部品を購入できなくなった。この現象がサプライチェーンの分散化・多元化ととらえられているが、その本質は「脱中国化」だと見るべきであろう。

・このような認識を踏まえて、中国側に二つのことを聞きたい。一つ目は、このような「脱中国化」の流れの中、多国籍企業は中国から出ていくのか。もし出ていくのであれば、これらの企業はどこに移転するだろうか。米国が期待しているように米国に回帰するのか、それともほかの途上国に移転するのか。二つ目は、一部の先端産業がほかの地域に移転すれば、中国において産業の空洞化が進んでしまう恐れがあるので、中国政府と企業は、どのような対応策を講じているのか。

**余永定氏:**

・米国政府は中国とのデカップリングを実現し、サプライチェーンを米国本土に戻させ、あるいは少なくとも中国から離れさせたいと考えているが、この政治目標のコストはかなり高く実現が難しい、というのが中国国内の一般的な見方である。

・他方、中国はなるべくグローバル・サプライチェーンの中に残るべきである。中国社会科学院・世界経済・政治研究所の研究チームは、「抱き抱え戦略」(レスリングで相手を抱き抱えて身動きが取れないようにする技)を提示した。中国政府は、中国内にとどまるよう外国企業に優遇条件を提供できる。最近、米国商工会議所も、多くの米国企業は中国を離れることを希望せず、できれば中国に残りたいと望むと同時に、中国政府が投資環境を一層改善するよう期待していることを示した。もともと、多くの重要な分野、特に 5G などハイテク分野については、中国を抑えるという米国の政治的決意は非常に固いかもかもしれない。米国政府は、米企業が中国から離れるように様々な手を尽くすと同時に、ファーウェイなど中国企業を抑えている。このような状況では、中国も自主的なイノベーションを強化せざるを得ない。実際、ファーウェイなど中国のハイテク企業に対する米国の圧力は、かえって中国のイノベーションを後押しするかもしれない。

・こうしてみると、中国は二つの準備をしておかなければならない。一つはグローバル・サプライチェーンに可能な限り留まり、投資環境を一層改善し、開放政策を深めることである。もう一つは、基礎研究にもっと多くの資金や人、物を投入することで、高度で精密かつ先端の分野における中国の生存能力を強化することである。また、中国は周辺諸国との協力を強化し、サプライチェーンの地域化を図るべきである。中国が最終的にどの道を選択するかは、米国の対中政策に大きく左右される。

**徐奇淵氏:**

・中国はグローバル・サプライチェーンの中心的な地位を当面占め

続ける。その発展の背景としては、多元化、ブロック化などの趨勢のほか、資本化とデジタル化も無視しえない。新型コロナウイルス感染症はまだしばらく残存するであろう。この過程で賃金率が大きく変化せず、失業率が上昇するにもかかわらず、防疫に対する考慮から労働力の使用コストは大きく上昇している。一方、主要な先進国は相次いでゼロ金利政策を実施し、しかもそれらは比較的長期にわたって継続するとみられるため、資金コストは大きく低下することになる。これら二つの要因は新技術の応用を大きく刺激する。例えば、AI、3D プリンター、無人運転などの研究開発は、巨額投資を必要とするだけでなく、人手を代替できるハイテクである。これは中国にとって非常に重要なチャンスである。

・中国のデジタル化のビジネスモデルは世界の最先端にあり、ユニコーン企業の数も米国に次ぐ。中国は相対的に多くのエンジニアを抱えるという優位も有している。また、中国ではインフラ整備、特に新型インフラ分野の発展も目覚ましく、科学技術の応用におけるプライバシーと効率の間のバランスについても、政府と企業はけん制しあうのではなく良好な関係になりやすいなど課題は少ない。これに対し、インドやベトナムなどキャッチアップの段階にある国々では、労働コスト面の優位性が低下しているほか、当面は新たなデジタル化のビジネスモデルを直接に応用することが難しいため、インフラ面の劣勢がさらに強まることになる。情報格差の拡大もキャッチアップのハードルを高める恐れがある。

・米中間での貿易問題に関する衝突と新型コロナウイルス感染症の影響を背景に、日中間ではサプライチェーンの協力に向けた機運が急速に高まっている。国際特許データベースの統計によると、2018 年には米中共同での特許申請数が 2013 年に比べ 4 分の 1 減少した一方、日中共同での特許申請数は 180 件から 370 件に増加した。日本企業による世界での特許申請数は第一位であり、日中間のサプライチェーンには大きな協力の余地がある。両国政府の関係が改善しつつあるほか、両国の企業や研究機関の協力も明らかに増えている。例えば、北京大興産業パークは最近、日系企業のマッチングを積極的に行っている。昨年末、ある日系多国籍企業の海外戦略部を訪問した際には、中国の政策の方向や、「中国共産党第十九次全国代表大会」の文書など最新動向を深く研究しており、中国への投資に強い興味と希望を持っていることが分かった。確かに、中国もビジネス環境を積極的に改善する必要があり、サプライチェーンに関する国際協力と一体で推進する必要がある。

・EU では石炭鉄鋼共同体のような産業協力が先にあって、のちに金融や通貨の面での協力が繋がった。EU の例を踏まえると、東アジア地域でも、サプライチェーンの各領域に関する協力強化が必要である。東アジアでは、かつては金融や通貨などの協力が置かれたが、半導体チップ、携帯電話、自動車、大型航空機など実体経済面でも幅広く実用的な協力のニーズとチャンスがあり、しかもこれらは通貨協力が堅固な礎を築くことにも役立つ。現在、世界の三大生産ネットワークのうち、欧州と北米は引き続き新型コロナウイルス感染症の予防やコントロールの段階にあるのに対し、東アジア諸国

だけが新型コロナウイルス感染症を比較的うまくコントロールしている。これは、世界の他のサプライチェーンに問題が発生しても、東アジア地域のサプライチェーンは安定を保ち、世界中に必要な生活・医療物資を継続的かつ確実に提供するという避難港として機能していることを意味する。

#### 朱英氏:

・米中間のデカップリングには、技術、人材、投資、金融などいくつかの側面が含まれる。ファーウェイが直面しているのは技術のデカップリングであり、短期的には難しい課題かもしれないが、中長期的には良いことと言えなくもない。技術のデカップリングにより、中国企業は自主的な研究開発を行い、イノベーション能力を向上させ、サプライチェーンのハイエンドに移行することになる。米国の財務長官も、頻繁かつ強力な金融制裁を使って政治と外交の目的を達成すれば、他の国による通貨の国際化を促進し、ユーロ、ルーブル、人民元がより多く使われることになるとの見方を示している。

・米国が強い政治的意図によって中国とのデカップリングを追求しようとしても、本当に「デカップリング」できるとは限らないと思う。第一に、米国政府の力には限りがあり、市場が「言うことを聞く」とは限らない。関税、現地化、投資制限といった方法で産業の回帰を推進すれば、経済の歪みをもたらす、米国の競争力を削ぐだけでなく、近隣窮乏化を引き起こす保護主義を誘発する。第二に、ほかの国が追随するかどうかは疑問である。中国は第二位の経済大国で、製造業とサプライチェーンの完結した体系を有するので、他の国には非常に魅力的であり、世界の経済成長に対しても重要な牽引力の役割を果たしている。一国または一人の大統領の「一方向的願望」でほかの国に中国と「デカップリング」させることはできない。

・第三に、中国も「デカップリング」問題にむやみに自信をもっている訳ではなく、自らの問題も直視している。米中貿易摩擦は「デカップリング」、産業チェーンの移転などをもたらしたが、構造問題に係る面もある。知的財産権の扱い、強制的な技術移転、国有企業の改革開放の度合い、情報の移動と保護などの問題には、米国だけでなく欧州の先進国、日本や一部の新興国も関心を示している。中長期的にみて、これらの問題が適切に解決されなければ、「産業チェーンの再編」や「米中デカップリング」は長期に亘って残存することになる。中国は、これらの構造問題に対する各国の関心を非常に重視しており、自主と安定の原則に基づいて開放と改革を進め、複雑な地政学的背景の下で改革開放と世界経済の安定と発展を推し進めていく。

#### 柴田聡氏:

・2 点コメントしたいと思う。1 点目は日本の金融システムについて、2 点目は日中金融協力について、である。

・第一に、現在の日本の金融システムは全く問題なく、グローバルに比較しても、日本の銀行の自己資本比率は高い水準にある。新型コロナウイルス感染症の経済・金融への影響を緩和するため、日本政府は GDP20%を超える大規模な経済対策を実施してきた。その中でも、中小企業への資金供給が特に大きな課題であった。そこで、

将来にわたって金融システムの安定に万全を期し、金融機関が中小企業を支えるため、今年 6 月に「金融機能強化法」を改正した。この法律は、政府が金融機関に資本注入できるようにするものであり、今後 5 年間で最大 15 兆円の対応が可能となった。これは政策面での戦略的対応である。

・第二に、日本と中国の間のサプライチェーンは緊密であり、両国のモノとモノの交流、また人の交流も非常に活発である。日本にとって中国は最大の貿易相手国であるが、モノの移動、ヒトの移動に比して、カネ(資金)については、日米と比べてわずかな規模となっている。近年、日中両国は金融面で多くの協力を実現してきた。例えば、日本三菱 UFJ 銀行が日本における人民元クリアリングの資格を獲得し、野村証券が中国証監会の許可を受け、初の日中合弁証券会社を設立するなどの成果が出ている。コロナ後においても、日中間の金融協力を更に強化していきたい。中国が金融対外開放を推進する中で、日中が協力し、対中証券投資の環境改善を進めていきたい。

・日本の金融業界は中国への証券投資に非常に関心をもっているが、現状からみて、最大の問題点は証券投資に係る税制だ。時限となっている非課税措置の恒久化、運用面での透明性の確保が必要だ。日本側のこうしたニーズあるいは要求について、中国側の理解と協力をお願いしたい。

#### 趙晋平氏:

・今回の新型コロナウイルス感染症は、医療用品のサプライチェーンの過度な集中という重要な問題を明らかにし、この点に関しては各国間でコンセンサスが形成された。しかし、他の産業ではサプライチェーンの集中への対応が難しい面もある。例えば、2018 年には IT 製品の世界貿易額は 3.2 兆米ドルと全体の 17%を占めたが、部品だけで 1.74 兆ドルと 50%以上に達した。このことは、IT 産業が国境を跨ぐ分業に大きく依存し、輸入代替あるいは輸出から国内販売への転換といった対応によって、国内あるいは近隣国だけで生産を完結しうる国がないことを示している。このため、それぞれの産業のサプライチェーンと産業チェーンは、世界と地域の双方の需要に即して編成しなければならない。その一例が、本日議論しているように「投資を通じてアジアの生産ネットワークを編成、構築すること」である。

・2020 年 1 月～5 月には、上海や江蘇など東部沿海地域で多くの大手多国籍企業が契約を結び、集中的に投資したことで、中国の外資投資額を大きく押し上げた。外資による対内投資額は昨年同期に比べ減少したが、前月比の数字は既に回復に転じた。これは、多国籍企業が中国市場をターゲットとしていることや、既往の投資を踏まえて、産業チェーンやサプライチェーンの維持や確保を進める必要があるからである。日本企業による対中投資も中国市場をターゲットとしているが、既に構築した産業チェーンとサプライチェーンの維持といった観点からも、日本企業と政府も中国での投資を一層重視すべきである。

#### 小林浩史氏:

・第一議題にかかってしまうかもしれないが、中国が経済成長をしっかり支えていく中で、地方政府を中心としたインフラ投資は重要なファクターであるとの話があったと理解している。そういった中で、日中のビジネスチャンスはどこにあるのかということも含めて考えた際、地方政府を中心としたインフラ投資が進められる中で、ともすると、これまで進められてきた改革、例えば、地方政府の融資平台を抑制、あるいは、インフラ投資を効率的なものにするといった構造改革的な要素とのバランスを如何にとっていくのか、どなたか識者の方に伺いたい。特にインフラ投資については新型インフラという概念を中国政府は提唱したが、通信などは民間が投資するものである。次世代へのワイズスペンディングで考えると、どこにビジネスチャンスがあるのか伺いたい。

#### 余永定氏:

・北京の繁華街には電信柱が至る所にあり、中国内の他の都市も同じである。私は、海外ではインドでしか似たような状況を見たことがなく、中国のインフラ投資需要が極めて大きいことを示している。現在、中国の学界はインフラ投資にあまり興味をもっていない。しかも 2008 年の 4 兆元の経済対策にかなりネガティブな評価を下しており、その後の中国経済に深刻な困難をもたらした最も重要な要因の一つとみている。しかし、私はこの評価に賛成しない。この計画がなければインフラ建設は今日のように大きく改善せず、高速鉄道のような非常に優れたプロジェクトもなかった。4 兆元の経済対策を実施した時点での GDP は 40 兆元だったが、現在は 99 兆元を超え、倍以上に増加した。このような実情に基づいてインフラ投資の重要性と必要性を改めて認識することが大切である。

・最近増発した 1 兆元の特別国債の主な用途は感染症予防と困窮者の支援である一方で、インフラ投資は現在は極めてアンバランスである。広東など発達している省では地方政府が積極的にインフラ整備を進めているが、他の地方政府における積極性は低く、インフラ投資の主な資金源である地方政府専項債が活用されていない問題がある。高善文氏はインフラ投資の伸び率が足元で 12%前後に達していると話したが、これは非常に喜ばしいデータであり、今後の伸び率がこの水準に達することに期待したい。

・中国政府は「新型インフラ」の発展と 7 大重点分野への投資を打ち出したが、2020 年の「政府工作報告」にはこれらに関する詳しい議論が盛り込まれていない。新型コロナウイルス感染症の状況が目まぐるしく変化する中、政府部門が感染症予防と困窮者支援に集中しなければならないことが理由であろう。経済情勢の更なる好転に伴って、インフラ投資政策の議論はより頻繁になされるようになるかもしれない。中国は、発展途上国として大規模なインフラ投資を進める必要があり、これも経済の生命力の重要な現れである。

#### 魏加寧氏:

・現在の国際情勢の下で、各国の中央銀行は重要な役割を果たすことができると思う。第一に、中央銀行は経済に着目した政策運営を行い、経済問題の政治化を好まない。第二に、一般的に中央銀行は

構造改革の意識を比較的強く持っている。そうでなければ、通貨の増発を余儀なくされ、最終的にその責任を負わされるからである。第三に、中央銀行政策運営を通じて政府部門(例えば財政部門)に改革を強いることができる。

・新型コロナウイルス感染症に対する政策協調への理解を深める上では、比較研究を行うことが有用である。特に過去の危機への対策を回顧することは、現在のマクロ政策の方向を理解し、研究する上で役立つ。実際、過去数年の間に、私はいくつかの比較研究に参加してきた。第一に、2012年に劉鶴副主任が率いる「二回の世界危機に関する比較研究」である。その中で、2008年のグローバル金融危機と1929年の大恐慌との比較をもとに、逆グローバル化のいくつかの傾向、例えばポピュリズム、民族主義、貿易保護主義、経済問題の政治化などを警戒しなければならないと問題提起した。これらはここ数年で実証されている。第二に、2008年の世界金融危機と1998年のアジア金融危機の比較である。これについては面白い結論が得られたが、成果はまもなく出版される。

・第三に、新型コロナウイルス感染症と SARS との経済への影響の比較である。政治の周期に関しては、2003年は政権交代の時期にあったが、今回は任期途上である。国際環境については、2003年はグローバル化が加速し、米中関係も改善する時期にあったが、今回は世界貿易の伸びが減速し、米中貿易摩擦は激化している。中国の発展段階で言えば、2003年には WTO に加盟したばかりであり、民間企業に輸出の自主権を認め、輸出の供給と需要の両側の扉が共に開かれたことで輸出が急増した。今回は、米中貿易戦争により輸出は阻害されている。産業発展の原動力でみると、2003年、中国の自動車産業は勃興したばかりで、不動産産業が盛んだった。現在は、国内の自動車市場は飽和に近づいており、不動産バブルは既にできあがっている。

・第四に、過去数回の危機で中国政府が採った財政政策と金融政策の比較である。政府債務と銀行貸出の双方の対 GDP 比率を比較すると、1998年のアジア金融危機の際は、金融リスクの予防や解消の重要な段階にあったため、中国政府は金融政策でなく主に財政政策に依存した。2003年の SARS の時は、中国の財政政策に大きな変化は見られず、主に金融政策の拡張に頼った。2008年のグローバル金融危機の際は、「4兆元」の投資計画と叫びつつ、実際には10兆元の「巨額融資」に依存した。この資金の大半は融資プラットフォームを通じて地方政府のプロジェクトに流れた。今回の新型コロナウイルス感染症の影響への対応では、財政政策と金融政策が共同で力を発揮しているようである。

\*\*\*