

## 議題

中国セッション : 投資から消費への転換やサプライサイド改革など、経済構造改革の課題とその対応を探る  
 アジアセッション : 金融機能の高度化や人民元使用の拡大など、ASEANの金融面での変化を展望する

## 開催日時

2016年2月24日<13時00分~17時30分>

## 出席者

池部 亮 (日本貿易振興機構 海外調査部アジア太平洋課長)  
 伊藤信悟 (みずほ総合研究所 調査本部アジア調査部 中国室長)  
 鶴飼博史 (一橋大学 国際・公共政策大学院 特任教授)  
 関 志雄 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)  
 久保太郎 (格付投資情報センター 格付本部チーフアナリスト)  
 清水季子 (日本銀行 国際局審議役)  
 清水 聡 (日本総合研究所 調査部 主任研究員)  
 関 辰一 (日本総合研究所 調査部 副主任研究員)  
 高橋 亘 (大阪経済大学 経済学部教授)  
 立脇正義 (日本政策投資銀行 国際統括部課長)  
 田中英隆 (格付投資情報センター 専務執行役員)  
 谷 徹雄 (三菱東京UFJ銀行 東アジア企画部副部長)  
 露口洋介 (信金中央金庫 海外業務支援部 上席審議役)  
 根本直子 (スタンダード・アンド・プアーズ マネジング・ディレクター)  
 箱崎 大 (日本貿易振興機構 海外調査部 中国北アジア課長)  
 神宮 健 (野村総合研究所 (北京) 金融システム研究部長)  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長)  
 竹端克利 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主任研究員)

## 主な内容

### I. 中国セッション

#### 議事概要

##### I. 中国セッション

##### 1. 神宮によるリードコメント

・私は、「中国の経済構造改革とその課題」というテーマに関して、今年6月に東京で開催する予定の「日中金融円卓会合」を展望しつつ、「供給側(サプライサイド)構造改革」に焦点を当ててお話ししたい。具体的には、供給側のインプットである労働、資金、資源の配分や負の遺産である過剰生産能力の解消、さらにはマクロ的な生産性の引上げといった論点が含まれる。

・中国経済は高度成長期から中高度成長期へのシフトダウンを経験しつつある。日本の1970年代前半の高度成長期から安定成長期へのシフトダウンと同じく長期的要因が背景にあるが、循環的には、リーマン・ショック時に採られた4兆元の大型景気刺激策の反動という面もある。現在の潜在成長率には様々な推計値があるが、その多くは6%あるいは6%台に低下したとみている。こうした状況を表現する言葉として、「新常态」が良く使われている。厳密な定義はないが、「新常态」には二つの特徴があるとされる。第一に、高成長から高成長へのシフトダウンであり、既に顕現化している。第二に、粗放的な発展方式から集約的で質や効率を追求する発展

### II. アジアセッション

方式への転換である。これを総需要から見れば、先進国の景気が強くない下で、中国が個人消費主体の需要構造に変化する必要があるということである。

・2013年の「三中全会」(中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議)では、「改革の全面的深化」が打ち出された。「全面的」というのは、構造問題が相互に関連しているため、財政制度改革だけといった個別の改革では限界があるだけに、様々な改革を一遍に進めることを意味する。当初は抽象的な印象もあったが、2015年の全国人民代表大会では「一帯一路(2つのシルクロード)」戦略、「中国製造業2025(メイドインチャイナ2025)」、「インターネット+(プラス)」など具体的な戦略が示された。2015年10月の「五中全会」でもこれらの成長戦略が維持され、加えて、「小康社会の全面的達成」の目標も確認された。これは、GDPと1人当たり所得を2020年までに2010年の倍にするものであり、そのためには今後5年間に年平均6.52%の経済成長が必要であると発展改革委員会の要人が発言した。2016年3月の「全人代」でも、新たな成長率見通しが発表されるが、具体的な数字はこの6.52%を意識したものになるであろう。

・「供給側構造改革」は2015年11月頃から言及されるようになった。個々には特に新しい内容はないが、経済成長を輸出や固定資産投資といった需要項目中心から、供給側主導に変えるものである。労働に関しては人口ボーナスの消滅とルイス転換点の通過が重要である。これに対し「一人っ子政策」は既に転換されたが、当然に即効性はない。農村部から都市部への労働移動が難しい中で戸籍制度をどう変えるか、農村部で土地制度をどう変えるかが現在のポイントである。また、過去10年以上に亘って地方政府が行政権力を行使しつつ不動産業者のようにふるまっていた実態を改善し、経済活動をいかに効率化するかポイントである。実際、2015年12月の「経済工作会議」では、従来の発展方式によって生じた過剰設備等の処理を2016年の経済政策の任務の一つと規定した。

・新技術開発やインターネットの利用を通じた生産性の向上も必要であるほか、近年の件費上昇や環境破壊を考えると省力化や省エネ投資が必要であり、これらの面で日本の経験に活用の余地がある。供給面の変化は需要面にも様々な影響を与えている。例えば、中間所得層が出現し需要が高度化していることに十分応えきれないことが、海外での「爆買い」に繋がっている。つまり、高度化した需要を国内で取り込めれば、経済発展の余地が生まれる。

・供給側の要素は、生産関数に沿って、労働投入、資本投入、全要素生産性に分けることができる。労働投入の面では、労働人口（16歳—59歳人口）が2011年をピークに減少し始めている。ただ、労働参加率の上昇もあって就業者数はなお増加している。農村人口の減少は続いており、今後を展望すると戸籍制度改革が農村から都市への人口移動の鍵を握る。2016年1月の国务院常务会议では戸籍変更の条件緩和への言及もあった。従来、戸籍制度改革は徐々にしか進展しなかったが、「居住証暫定条例」も発表され、制度改革への過渡的措置として、都市の居住者に公共サービスを提供することで都市化を推進する意図が示された。

・2015年3月に開催した「日中金融円卓会合」で議論したが、労働力の展望には中国のエコノミストでも意見が分かれる。一方で、農村労働力は全人口の46%を占めるので、機械化によって余剰労働力を生み出せるとの意見もあれば、農村でサンプル調査すると残されたのは高齢者ばかりであり、実質的な余剰労働力は少ないとの見方もある。また、偽装失業が多い一方、「隠れ就業」—統計に反映されない就業—が多いとの指摘もある。例えば、インターネットの仮想店舗で働く人々は統計に反映されていないようだ。

・資源の効率的配分には金融自由化が重要である。最近ではインターネット金融などによって伝統的金融が揺さぶられ、2015年に完了した金利自由化もインターネット金融によってペースが加速した。支払や決済、融資、資金運用、金融商品の販売といった様々な金融機能がアリババなどのeコマース会社によって提供され、中小企業ファイナンスにもeコマースが浸透している。クラウドファンディングもこれまでは野方図であり、P2P会社の破綻や資金持ち逃げもあったが、中国政府は新たな中小企業金融のチャネルとなる可

能性を考慮して、過去2~3年は意図的に自由に委ねたようだ。最終的には、2015年7月になって規制の枠組みを決め、P2Pに関しても12月に規制の草稿を発表した。

・単純化して言えば、従来は、国有銀行は国有大企業にしか資金を貸さず、中小企業はインフォーマル金融からお金を借りていた。しかし、近年はシャドーバンキングやネット金融が規模は小さいながらも成長するなど、金融手段は多様化しつつある。2015年7月に明らかになった規制の枠組みは、インターネット金融を機能に分解した上で各々どの規制当局が担当するか決めたものである。中国でも、銀行、保険会社、証券会社という従来の業態別ではなく、金融の機能毎に規制をかける方向に向かっていることは興味深い。

・2014年まで地方政府は、予算均衡ルールの下で原則としてお金を借りられなかったが、実際は地方政府が設立した融資（資金調達）プラットフォーム会社を通じてお金を借りていた。このため、地方政府の負債の実態は不明になり、モラルハザード等の問題が生じた。中国政府も、地方債務の透明化を図る観点から、2015年1月以降は地方債発行を認め（予算に組入れ）、地方政府の融資プラットフォームによる新たな借入れは禁止された。2015年に地方債は約4兆円発行されたが、このうち3.2兆円は融資プラットフォーム等による既存債務の借り換えであり、新規調達は約6,000億元である。

・経済政策の課題の一つである過剰生産能力の状況は、日本の1990年代前半に似ている。つまり、潜在的な不良債権と失業は既に存在し、今後はその顕在化が進むことになる。過剰生産能力を抱える代表的産業は、不動産と関連が強い鉄鋼、セメント、ガラス、アルミなどである。また、本年入り後は、石炭や鉄鋼でも今後3~5年かけて生産能力を削減する方針が打ち出された。石炭採掘業の約2割、鉄鋼では約1割の生産能力削減を意味しており、石炭採掘業が440万人、鉄鋼業も361万人の雇用を抱えるだけに、今回の削減により、両産業合計で100万人以上の雇用に影響が生ずる。もちろん、各企業は事業の再構成やM&Aによってある程度の雇用を創出できるが、中国政府も社会保障面での対策を打つことになろう。「一帯一路」政策も過剰生産能力の解消に関係している。つまり、直接的に過剰生産された商品を輸出するほか、過剰生産産業の設備を周辺国に移転することも想定されている。

・マクロ的な過剰生産能力の原因であり、それ自体が過剰供給を抱える不動産部門の状況も多少は改善した。しかし、社会科学院による方法で住宅在庫を推計すると、約4年分という値が得られるなど調整は道半ばである。しかもこれは全国平均であり、一部の地方都市ではさらに多くの在庫を抱える。北京等の一線都市と地方の三線・四線都市との二極化も今後は一層進むとみられる。解決策としては、三線・四線都市における都市化の推進（農村からの人口流入）が挙げられ、ここにも戸籍制度の問題が関係する。戸籍制度改革が進まない理由の一つは財政負担への懸念であるので、中国政府が財政面の措置を取ることも必要である。

・不動産の過剰生産能力は、金融面では不良債権となっている。商業銀行のディスクロージャーによれば、地方政府向けの銀行融資は2013年6月末時点で5.5兆元に達し、地方政府が保証している、ないしは最終的に地方政府が返済責任を負わざるを得ない偶発債務は4.7兆元であった。これらは、2014年末までに数10%といった高水準の伸びをみせたはずである。一方、個人住宅向け融資は銀行が借り手に30%程度の頭金を求めているので、資産内容は比較的安全である。もっとも、不動産開発融資は、直接的なものとは別だが不動産に流れている間接的なものの合計で、2015年末に約13兆元あったと見られる。さらに、シャドーバンキング経由と見られるオフバランス融資も20兆元以上存在する。これに対して銀行のバッファをみると、商業銀行の税引き後利益は2014年で約1.6兆元あり、貸倒引当金は2015年9月時点で2兆元超であった。これらの与信が不良債権化する確率如何によって結論は異なるが、仮に相応の不良債権が生じて、計算上は銀行収益の5~6年分を充当すれば処理できる。もちろん、先に見た過剰生産業種からも数兆元単位の不良債権が生ずる可能性があるが、いずれにしても時間をかければ銀行の収益で処理できるとみられる。

・中国の金融関係のエコノミストの多くは、「不良債権の問題は何とかなる」と言っている。彼らは一段と精緻な推計を行っているはずである一方、何らかの要因一例えば経済政策のミスで中国景気が急速に落ち込むこともありうる。かつては、金融政策(利下げ、準備率引下げ)、財政政策とも発動余地が大きいと考えられていたが、2015年の財政赤字は大きく拡大し、調整金等を含まない純粋な収支はGDP比で3.5%近くに達した。財政政策が打てないレベルではないが、従来よりも発動余力が小さくなったことに注意を要する。

・生産性に関しては、2015年3月に開催した「日中金融円卓会合特別会議」の際に、青木先生が過去の成長会計を示した上で、「クズネツ効果」の寄与を論じた。「クズネツ効果」とは、生産性の低い農村部から生産性の高い都市への人口の移動によって経済全体の生産性が上昇する効果を指す。青木先生は、中国でこの効果が徐々に減衰していることを指摘するとともに、今後はTFP(全要素生産性)を伸ばすことが鍵であると指摘した。社会科学院によるTFPの試算結果によれば、ベースケースではTFPの年平均上昇率は、2013~18年2.1%、19年~30年1.9%と逡減する。これは、技術面で海外の模倣が可能なフェーズが終わりを迎え、独自の技術開発を余儀なくされるからである。

・青木先生は国有企業改革による生産性向上が重要と述べたし、これまでに何度か試みられたが、必ずしもうまくいっていない。最近では、2015年9月に国有企業改革の深化についての国务院の「意見」が発表された。この「意見」の前半は、コーポレートガバナンスによって企業経営の透明性を高め、国有の資産管理機関は企業の人事や経営に口出しするのではなく、資本リターンを追求すべきという内容である。もっとも、「意見」の最後では、共産党の国有企業に対する指導を強化するとも言っている。前後半の内容は必ずしも矛盾するわけではないが、運用には不透明性も残る。例えば、競

争分野の国有企業ではM&Aや事業リストラが進むかもしれない。青木先生は、社会保障基金にも興味深い提案を行った。つまり、国有株を徐々に社会保障基金に移すことで社会保障財政を改善すると同時に、機関投資家として株式市場の機能改善に貢献するというものである。

・生産性の向上には企業のR&Dが重要である。中国の研究開発支出はGDPの約2%と先進国に近づいているが、売上げに占めるR&Dの比率はまだ低く、「中国製造業2025」でも今後10年の目標が設定されている。そこでは、IoT(モノのインターネット)、クラウドコンピューティング、ビッグデータ、工業ロボットの活用、製造プロセスのスマート化、3Dプリンター、マスカスタマイゼーション等が挙げられ、ドイツの「Industrie 4.0」に似ている。中国政府は「インターネット+」戦略も提示している。インターネットをインフラとして各産業がつながり、その上で様々なイノベーションを起こす考えであり、インターネット金融や中国版FINTECHもその一環である。

## 2. 自由討議

関志雄氏：

・中国の経済成長率が低下してきた現状が、日本の高度成長期の終焉である1973年に当たるという理解に賛成である。その上で、成長率の低下が需給いずれの要因によるかを理解することが重要である。エコノミストには供給側が重要とのコンセンサスがあるが、投資家の間では、成長率低下を需要不足によるものと考え、大型の景気対策を待望する意見が根強い。神宮さんのリードコメントは、供給側の改革が必要で、何をやるべきか整理されているが、投資家に対してどれだけ説得力ある説明ができるかがポイントである。

・資金の供給に関しては貯蓄率も重要ではないか。中国でも高齢化社会が近づき、家計の貯蓄率は先進国と同様に下がっている。また、以前は上昇しにくかった賃金も、ルイス転換点を過ぎて以降はGDP成長率以上のペースで上昇し、労働分配率も上昇している。その結果、企業は利益を挙げにくくなり、投資余力が減退しているのではないか。

・過剰設備が存在する下では、潜在成長率の考え方を変える必要がある。鉄鋼、セメント、アルミ等の産業は2~3割もの過剰設備を抱えている。普通ならば景気が回復すれば稼働率が上昇して問題は解決するが、中国の鉄鋼需要は既にピークを越えており、元の水準に戻ることはない。従って、潜在成長率を推計する際には、資本ストックをどこまで計算に入れるかという問題がある。どなたか正解をご存知であればご教示いただきたい。

・中国政府も生産性の引上げにはイノベーションが大事だと言っているが、これは殆ど同義反復であり、分析としては面白くない。むしろ、神宮さんの資料の後半にあるように、労働や土地や資本を効率の悪い部門から効率性の高い部門へ再配分することが重要である。これは、産業の高度化や国営企業改革を通じて実現することができる。神宮さんは遠慮がちに議論したが、国営企業改革のファ

イナルアンサーは民営化である。その方針は 1999 年に決まったが、約 15 年経過した現在も、大手の国有企業には手が付いていない。本来であれば、日本の NTT や JR のような民営化は、資本市場の存在する中国でも可能なはずである。国営企業改革が進まない理由は経済学の範囲を超えて政治的要因である。それでも、目指す方向性が市場経済である以上、避けて通れない問題である。

・供給側改革の需要面への影響に関する神宮さんの説明にはやや唐突感もあった。まず、供給側改革にはマクロの面がある。これは、成長会計に沿って労働、資本、生産性をどうするかという議論である。もう一つはセミマクロの面である。業種によって需給バランスが取れないと言うと、すぐに鉄鋼やセメントの設備過剰の問題が意識されるが、一部の業種では需要があるのに供給されないという逆の不均衡もある。こちらの方が話題として新しく、中国が国内で需要を満たすようになれば、爆買も終焉を迎える。このように、生産関数を交えないセミマクロの議論も重要である。

#### 根本氏：

・中国政府にとって、雇用が比較的良好であることが安心材料だと思う。その一方で、GDP 統計だけでなく失業率も殆ど変化しないことを、経済統計の信頼度との関係でどう理解すべきか。また、過剰設備や過剰雇用産業が存在するにもかかわらずマクロの雇用がよいのは、その他の産業が吸収していると理解すれば良いのか。

・全体として銀行の利益も比較的高いため与信リスクは吸収可能とのことだが、大手銀行と中小金融機関の差はかなり大きい。また、借り手の信用度もプロジェクトの所在に影響を受けるし、金融自由化の影響も相互に違う。それゆえ、金融部門のうちで立ち行かない部分が経済全体の安定性に影響することが懸念される。また、中国では資金需要の伸びがなお高い分野も多い。このため、不良債権処理によって自己資本を消費すると、経済成長に資する新規貸出のための資本が不足するのではないのか。

・米ドル建て債務を人民元建て債務に替える動きが拡大しているようだ。一方で、債券での資金調達コストは銀行借入れより低いので、信用リスクに合ったプレミアムが付いているか、あるいは信用格付の質はどうかー例えば、デフォルトが起きた場合に一気に調整が進まないかーといった点が気になる。なお、国の資産と負債で収益率に差があることは、主として投資対象の違いで説明できる。対外投資の収益率の低さは、外貨準備が利回りの低いアメリカ国債で運用されているからであろう。対外資産の収益率を引き上げる上で最も簡単な方法は、直接投資など収益率の高いものへの配分を高めることである。

#### 神宮：

・公表されている失業率統計はあまり当てにならず、ワーカーレベルに限定されるとしても求人倍率のほうが信頼できる。また、失業や雇用に関する統計は、政府系シンクタンクのエコノミストですら未整備だと批判している。失業が過小評価される一方、雇用されても統計に反映されていない分もある。

・不良債権に関しては、ご指摘のように大手銀行と中小銀行を区分するというように詳細に分析する必要がある。この間、債券市場は拡大してきたが、地方政府の融資プラットフォームが発行している社債や MTN が多いことも事実である。2015 年に中国政府は融資プラットフォームへの規制を少し緩めたので、これらの主体は相変わらず社債を発行したようだ。こうした借り換えにより、マクロのリスクが先送りされていることも懸念される。

#### 高橋氏：

・今後の「日中金融円卓会合」を展望した場合、「三農問題」も取り込むべきではないか。この問題はもはや最重要でないかもしれないが、かつては「1号文書」は全てが農業関連であり、中国人民銀行も相当なウエイトで農業金融改革の仕事をしていた。今般、農業銀行の行長が証券監督管理委員会に移るのも、こうした領域で成果を挙げたことが認められた結果とされている。

・中国の専門家も金融セクターの過剰には合意するし、日欧の対応は良く勉強して理解しているが、中国での具体的な対応については意見に詰まってしまう。なお、中国当局に対しては、サービス化の推進と生産性引上げは矛盾しないのか伺いたい。

#### 神宮：

・「三農問題」は、土地改革関係の調査が不十分であったため本日の資料に入れなかったが、ご指摘の通りに重要だと思う。改善が遅延している点として、土地の有効活用や農村金融のあり方などが挙げられる。これらへの対応が進まないとなれば農業の大規模経営化も進まず、都市化の議論にも影響する

#### 鞆飼氏：

・資源再配分が生産性の向上に重要というご指摘があったが、そのためには金融システムが機能することが前提である。しかし、民間債務残高がマクロ的にみて GDP 比で約 200%と既に世界一の水準に達しただけに、その調整が銀行の収益を用いて数年で完了するとの見方には疑問がある。相当高めの経済成長を続けつつ、時間をかけてソフトランディングさせることが必要であるが、一方で経済改革を進めねばならず、その実現は結構厳しいように思う。1990 年代に中国の銀行が不良債権を抱えた際には、資本注入や不良資産の切り離しなどで対応できたが、今回のような債務残高規模になるとうまく処理し切れないリスクがある。そうなると、金融システムの機能が弱体化し、資源配分の非効率化を通じて生産性向上を制約しかねない。

・生産性の引上げを目指すことと経済のサービス化とが相反しないかという懸念を共有する。ただし、最近の中国では、IoT も含めた IT の新分野への企業の参入・起業が非常に活発なので、こうした産業の台頭が生産性の問題を解決するかもしれない。米国の secular stagnation の議論のように、IT による生産性引上げ効果が短期間に止まったり、却って労働生産性を低めるといった議論もあるため、なかなか結論が出ない点ではあるが。

**清水季子氏：**

・政府が発表する雇用指標は、基本的に都市部に注目したものである。都市部における雇用環境が相対的に良いこと自体は事実でないか。今後は、サプライサイド改革に沿って労働力が部門間でシフトすることが求められるが、中国政府は、国有企業を中心にとどの程度の余剰労働力があり、これをどの程度のペースで、どういう形で他の部門に移していくべきかを把握している。こうした変化が雇用統計にどう現れてくるかに注目したい

・中国では、サービス産業の賃金は製造業より高い。なぜなら、第3次産業に金融業が含まれるためであり、その意味で、労働力が製造業からサービス業にシフトしたほうが生産性は上昇する。もっとも、サービス化の中では低賃金の雇用も増えるため、こうした特殊な状況も長続きしない。つまり、労働力のシフトに伴い、シフト先の賃金がどう変化するかも見ていく必要がある。

・国有銀行も政府部門なので不良債権を抱えているが、最終的には国が解消すべき問題である。不良債権の流動化の受け皿となる債券市場については、2015年にNAFMII(中国銀行間市場交易商協会)という中国版SECを訪問して話を伺った。中国では欧米並みないしは日本より優れた部分もあるほどのルールが整備され、2015年中も3件の社債がデフォルトしたが、債権者集会がきちんと開かれデフォルトの処理がなされたとされる。もっとも、実質的には銀行が引受責任を果たし、最終的に全損失が補填されて投資家は損を蒙らなかったようだ。つまり、良好な発行環境の下で社債発行が急拡大しているほか、ルールの整備も進んでいるが、実は暗黙の保証を前提に投資家がい、最後は銀行がリスクを引受けている。このため、今後金融環境がタイトになった場合、社債市場も昨年のような市場拡大は難しい。

**箱崎氏：**

・中国の失業率統計は景気感応度が非常に鈍いが、マクロの観点では、生産年齢人口が既に減少過程に入っていることが重要である。かつては、社会の安定のために8%成長が不可欠とされたが、こうした話がなくなったのも労働供給圧力の鈍化による。このように現在の中国では需要を通じて成長を引上げる力が鈍っている。これは、過剰生産能力を緩和する上ではフォローアップである。

・日本では中国の成長率鈍化がネガティブに捉えられている一方、華南地域で起業ブームが起こっていることは報じられていない。中国の生産性を展望する上では、こうした起業ブームの意味合いを考えることも重要である。

**関辰一氏：**

・中国では、景気減速が続く中で雇用がかなり悪化している。国内100都市における公共就業サービス機構の求人数は4四半期連続で前年割れになっている。求人倍率は1倍以上の状況が続いているので、農村から都市への出稼ぎ労働に歯止めがかかっているであろう。求職者数ー都市の労働者や都市戸籍の労働者だけでなく、農村からの出稼ぎ労働者も含まれる一も7四半期連続で対前

年比で減少した。業種別には製造業の労働需要が急速に減少し、2015年第4四半期は前年比-14.5%だった。飲食・宿泊業の求人数も前年比で9.4%減少した。中国では五つ星ホテルの閉鎖が続くほか、レストランも節約令の影響を受けている。さらに、商社、小売業、建設業、不動産業と広範囲の産業で労働需要が減っている。

・政府が発表するPMIも同様な状況を示唆している。製造業PMIの就業人員指数は1年以上も50を下回った。非製造業PMIの就業人員指数も12カ月連続で50を下回り、アンケート調査を採っている4,000社の非製造業企業では、就業者数が前月比で減った企業の割合が大きい状況が1年間続いている。中長期的にはサプライサイドの構造改革が重要だとしても、金融・財政両面からの需要でこ入れ策の緊急性が増している。だからこそ、中国人民銀行も2014年11月から2015年末まで計6回の利下げを行ったのではないか。しかも、それでは不十分という認識にあるように思う。

・2008年や2012年に景気が悪化した際には、中国人民銀行が利下げをすると、資金コストの低下を好感して企業の資金需要が直ぐに回復した。今回は、6回の利下げに関わらず資金需要は増えない。これを放置すると、出稼ぎ労働者だけでなく、都市生まれ都市育ちの人々の雇用調整にも波及するので、中国政府は財政支出を拡大しようとしている。2015年後半以降に中央政府と地方政府の国債や地方債の発行は急ピッチで増え、昨年の発行額は、中央が2兆元、地方政府が4兆元の合計6兆元に上った。

・中国政府によれば、不良債権比率は2015年末時点で1.7%であるが、実態ははるかに高い可能性が大きい。まず、2000年代前半に見られなかったシャドーバンキングの拡大が続いている。狭義のシャドーバンキングー銀行理財商品、信託融資、委託融資の合計ーだけでもGDPの60%に達する(2015年9月末で45兆元)。この部分が欧米危機並みに不良化すれば、不良債権比率も大きく上昇し、日本で1997~98年頃に見られたような銀行の貸剥がしや貸渋りが生じ、クレジットクランチに繋がる懸念がある。逆に追貸しが拡大すれば、「ゾンビ企業」が生き残り続け、資本の再配分が遅延する。中国政府は日本の経験をよく勉強し、クレジットクランチを防ぐため、銀行への資金供給を増やしたり窓口指導を強化したりしている。中国政府は供給側改革を進めようとしているが、雇用悪化が社会不安につながる可能性があるため、改革を進めることは難しい。実際は、国有企業を中心に追い貸しが続き、資本や労働力の再配分が遅れる結果を招く可能性がある。

**谷氏：**

・中国の経済成長率が緩やかに減速していることは事実として受け止めるが、絶対額としてみたGDPは増加を続けている。名目値で言えば、2015年にもタイ一國分のGDPが増加したわけである。銀行としては、経済規模が拡大する中で発生するビジネスチャンスを探ることを目指したい。

・2016年1月の社会資金調達総額の中の人民元貸出は過去に例のない額で増加した。内訳をみると、中小型の全国性銀行の貸出

の伸びが4大国有銀行を上回っているが、彼らが一体どこに貸したかは個社の決算書などを見ないとわからない。長い目で見て資金需要が低下している下で、こうした貸出の急増をどう理解すればよいか。外貨借入れから人民元借入れへのシフトも当然含まれているとは思いますが、それだけでは説明し切れないように思う。

#### 久保氏：

・潜在成長率が6%台に下がってきたことと、政府による今後5年間の成長率の目標が6.5%以上というのは数字的には整合的であり、潜在成長率を維持できるのであればマクロ的には新たな問題は生じないといえる。しかし、潜在成長率が一段と下がる一方、政府が高めの目標を無理に維持すれば、それを維持するために経済政策の規模は過大になる。既に問題になりつつある過剰設備や過剰債務をさらに悪化させるとともに、構造問題への対応が先送りされる懸念がある。リーマン・ショック後の大規模な経済対策で生じた過剰債務・過剰設備も問題だが、これから蓄積される過剰の方がより深刻な問題になり得る。中国の潜在成長率に関しては、青木先生の分析の通り、これまでは「クズネツ効果」が大きかったと理解している。戸籍制度などの障壁がある中で今後も都市化による効果は持続可能か、あるいは中国の国有企業改革でどの程度の資源の再配分が進み、潜在成長率を保つのに必要な生産性の向上が進むかといった不確実性が残る。金利の自由化や為替の自由化がコントロールされた形で進むのであれば、資源の再配分は益々遅延する。

#### 伊藤氏：

・私も経済成長率鈍化の意味に立ち返ることが重要だと思う。実際はサプライサイドの要因で成長率が鈍化したのに、市場には大規模な景気対策で需要を喚起し、成長率を引き上げるべきとの議論もある。世界経済に対する影響を拡大している中国にとって、こうした認識のギャップをどう埋めるかが重要である。後者の対応をとった場合には、生産能力過剰問題などがむしろ深刻化する可能性がある。むしろ需要面の対応、すなわち景気下支えの必要性が皆無だといっているわけではない。中国政府が景気対策を強化している背景には、設備投資の腰折れを防ぐ必要性とか、成長率の腰折れが金融不安に繋がるなどの不安があろう。中国人民銀行によるストレステストの結果を見ると、成長率が6.5%に低下した段階で、主要28行の内1行がバーゼルIIIで要求される9.3%の自己資本比率を維持できなくなる。実際の銀行の財務はそれよりも悪いとされ、金融不安を避けるためにも一定の成長率を維持することは必要だ。

・求人数が減っていることは、むしろ労働生産性の改善に向けた動きと捉えている。同時に求人倍率が1以上を維持してきたことと、賃金の伸びが傾向的に低下しつつも底堅い点にも注目すべきである。労働面からみた中長期的な課題は、農村に中高年を中心に多くの余剰労働力が残存しており、彼らをどのように他産業に移転させていくかだ。また、若年層が不足するなか、定年延長が進められる方針だが、その意味でも高齢者の活用は中国にとっても大きな

課題となる。

・国有企業に対する暗黙の政府保証をどう変えていくかは大変難しい。中国政府は、部分的には国有企業の破綻を認める方向で動いているが、どこまで進めたら国有企業に対する信用が低下し、金融が目詰まりしたり、国有企業との取引が滞るといった状況になるかの見極めが非常に難しい。この点はリスクとして指摘できよう。

・これらの問題を中国政府が首尾よく処理し、中国経済を腰折れさせずに、緩やかには減速に導いていけるならば、世界経済にとって大きな問題にはならない。日本と韓国、台湾の例を踏まえると、2020年代には中国の1人当たり実質GDP成長率が4%台に落ちる可能性は十二分にある。しかし、それでも、毎年タイー国分のGDPを超える付加価値が中国で新たに積み増されていくことになる。このように、中国経済が緩やかな減速にとどまり続ける限りにおいて、日本経済にもさほど大きな影響は生じないと思う。

## II. アジアセッション

### 1. 井上によるリードコメント

#### 井上：

・大変活発なご議論をいただいた結果、予定時刻を超過していることに加え、予めリードコメントをお願いした専門家の方々のご参加が叶わなかったこともあり、私からはASEANの金融経済に関する問題意識についてご説明し、皆様からご意見を賜りたい。

・このテーマに関する直面する課題は、経済のみならず政治体制の面でも多様であるASEAN諸国を、一つの塊として議論することが可能、ないし適当かという点である。実際、ASEAN経済統合においては、先にも指摘があったようにリーダーシップが明確でない上に、欧州統合のような政治的なコミットメントを欠く。その一方で、日本や中国に匹敵する経済圏としてのASEANという位置づけも意味を持つように思う。また、ASEANの場合は経済面での細かな対応が蓄積していく結果、ある時点では実質的な統合が実現するというアプローチが実現することも考えられる。こうした自然発生的な経済統合の上では、関さんが説明されたように、域内諸国の間で所得効果と価格効果の双方の面での相互依存度が上昇していくことが重要な動因になるであろうし、配布した資料にもそうした兆しが含まれている。

・長期的に見て興味深いのは、ASEANにおける共通通貨の展望であるが、日本国内ではこのテーマに関して二つの意味で抵抗感がある。一つは、我々自身が「円の国際化」を目指して種々努力したが、結局上手く行かなかったことを背景とする諦観である。実際、専門家の方々からも新たな論点を提起するのは困難とのご指摘をいただくことも多い。もう一つは、共通通貨としての米ドルから乗り換える必要があるかという疑問である。この点に関しては、米国がそうした変化をどう受け止めるも重要な要素であろうが、私自身は、米国でも以前に比べればpracticalな考え方が聞かれるようになった印象を受ける。人民元が少なくとも経常取引の決済では存在感

を高める中で、日本円はどのような役割を目指すか、それらはASEAN側の対応とどのような関係を持つか、といった点を考えしておくことは重要だと思う。

・ASEANの金融機能に関しては、経済成長を高めつつ産業構造を転換していく中で、中小企業金融が共通の課題になっている。例えば、従来と同じ銀行に主たる役割を期待するか、それとも資本市場を活用した解決を模索するのかという、日欧にも共通する論点がある。そこでは政府系金融機関の役割も重要な論点となろう。また、中小企業金融の在り方を産業政策と結びつけて議論することも有用であろう。神宮さんに伺ったのだが、これまでの中国では国営の大企業をコアとする企業グループが生産の主要部分を担ってきただけに、国営銀行が国営大企業に資金を供給することで、企業グループ内の取引関係を通じて末端の中小企業に資金が流れる仕組みが機能していた。しかし、産業構造転換の下で独立系の中小企業の振興を図るとすれば、これに代わる新たな金融機能が求められる訳である。

・ASEANにおけるFintechの展望も興味深いテーマである。実は、「日中金融円卓会合」の共催先であるCF40と本年のプロジェクトを協議した中で、「共通通貨の展望」とともに「Fintechの展望」も候補となった。彼らは米欧のシンクタンクとも共催会合を開催しているが、アジアのFintechを考える上では、我々と一緒にインドへ行って会合を開くのが良いと述べた。神宮さんが説明したように、中国のFintechは先進国以上に進んでいる面があるし、インドも従来型の金融インフラの整備をスキップして、Fintechを用いた先進的なポジションに達する可能性がある。もちろん、経済インフラの整備に向けた金融機能の整備も重要なテーマである。私も、数年前に日本の銀行による東南アジア業務について調査に行った際には、金融面に関して本日指摘されたような課題を伺った。ただ、インフラ整備には、法制面の対応、あるいは官僚が企画した計画を遂行する政治体制まで考える必要があるとの指摘もあった。

・短期的には、これも中国に関して議論があったように、膨張した民間債務への対処がASEANにとっても課題である。鶴飼さんが指摘されたように、金融危機後に先進諸国が大規模な金融緩和を行ったこととの関係から考えることが有用であるとともに、ASEAN諸国におけるガバナンスの仕組みや金融監督の枠組みとの関係で考えることも有用であろう。後者に関しては、アジア通貨危機当時と比較して、特にASEAN4では金融監督能力が顕著に向上したとか、マクロプルーデンス的な視点が取り入れられているといったポジティブな評価がみられる。その一方、住宅市場のように大衆との生活に密接に関わる領域で問題が生じた場合に、政治が適切に対応できるかといった点も含めて、論点は豊富にある。

## 2. 自由討議

### 池部氏:

・JBICは日本の製造業(本社)を対象に今後3年程度の投資先に関する「人気投票」を行っている。その結果によれば、1990年代を

通じて中国が8~9割の票を得る圧倒的首位だったが、2012年を境に急落して、現在の得票は4割程度に止まっている。もっとも、他国が急激に上昇した訳でもなく、現在は中国、インドネシア、タイ、ベトナム、インドが拮抗している。それだけに、JETROとしても進出先に関する相談件数やセミナーの参加者数は非常に多くなっており、「さまよう日本企業」と言われるように、企業の悩みは一層深くなった。かつての中国は「直接投資の桃源郷」であり、製造業にとって安価で大量生産が可能な国は中国しかなかったし、現在もそれに代わる国はない。現在の中国に関しては、特に労働集約的な産業の関係者から「限界説」が聞かれるが、内需を狙ったサービス業のように、好条件と悪条件をきちんと見極め得る企業は引き続き成功している。「中国はもう駄目」と一概に評価するメディアの論調に引きずられる日本企業は、食わず嫌いで損をする状況に陥りかねない。中国リスクを声高に叫ぶことが一番の中国リスクと言える。

・ASEAN全体として対中国依存度は上昇している。しかし、中国による輸入の規模を考えれば、世界中の多くの国で対中国依存度が上がっているはずである。このため貿易関係の深さを図る上では輸出の結合度と輸入の結合度の双方をみるべきであるが、それによると、ASEAN全体としての中国依存度は特に高い訳ではないが、個別にはベトナムとカンボジアの中国への輸入結合度が突出して高い。このように、ASEANをみる上では、集合的に捉えるアプローチとケース・バイ・ケースで切り分けるアプローチを使い分けることが必要である。実際、ASEAN諸国の経済格差も極めて大きく、シンガポールの1人当たりGDPはカンボジアの52倍に達する。また、ASEANでは、仏教のうち上座部仏教と大乘仏教の双方一メコン地域ではベトナムだけが大乘仏教一、イスラム教、フィリピンのカトリックというように世界宗教が揃っており、域内の国民の倫理観や価値判断基準の違いに影響を与えている。労働に対する観念も、中国やベトナムのように儒教の影響で汗水流して働くことが美德という国々と、それはあまり格好いいことではないと思う国々が並存している。ラオスやカンボジア、ミャンマーでは労働生産性の低さが問題とされるが、「チャイナ・プラスワン」で進出した企業経営者は、中国の労働者や労働環境とのギャップに困惑することが多い。

・ASEAN経済共同体に関する議論は、昨年は現地で盛り上がりつつあったが、年末の発足後はぱったりと停止した。2015年は完成期限でなくキックオフの年と理解すべきであり、2025年に相応の完成度を目指すという意味で、10年後に大きなブームが来ると予想される。この間にTPPが基本合意に達したこともこうした議論に影響を与えている。TPPは非常に高い自由化率を目指す協定であり、ASEAN経済共同体も同レベルを実現することは残念ながら難しい。しかも、ASEANの4カ国がTPPに参加していることも事態を複雑化している。ASEANの盟主とされるインドネシアが最近リーダーシップを取らなくなったのも、国内の政治事情もあるが、TPPへの参加が叶うか不透明となった点も関係している。

・JETROでも、ラオスやカンボジアが経済成長していく上でグローバル・サプライチェーンあるいはグローバル・バリューチェーンに組

み込まれることが必要かどうかについて議論が分かれる。もちろん、これらは同国の工業化にとって重要な要件ではあるが、何か別な経済成長のパスがあるのではないかという悩みもある。また、東アジアのサプライチェーンは、中国、韓国、日本、台湾と ASEAN の中でもマラッカ海峡より東側で成長しており、これを西側に伸ばすにはインドと中国がどのような FTA を結べるかにかかっている。

#### 高橋氏:

・国際金融に関しては日本、中国、韓国の3カ国による密接な対話が続けられているが、アジアについて何かを決めようとするれば、ASEAN の賛同、つまり「ASEAN+3」の枠組みが不可欠である。また、欧州連合はフランスとドイツによって作られたとの理解が強いが、実際は Benelux3 国が鍵を握っていたように、アジアでは ASEAN が Benelux と同様な位置づけになるかもしれない。その意味でも、国際金融の観点からは ASEAN を塊としてみることも大事だと思う。現時点で ASEAN 経済統合に適切な評価を下すことは難しいが、ASEAN 諸国の当局からは「1990 年代初めの時点を振り返ると、ここまで発展するとは思わなかった」という話を聞くことが多い。ASEAN 諸国は宗教も文化も異なるが、シンガポールのある政治学者は「トルコは欧州連合に入れないが、ASEAN はそういう次元を超越している点で欧州連合より立派である」と指摘された。

・アジアの共通通貨を考えることにも賛成したい。私も、日本のエコノミストの典型として、アジア諸国は発展段階が異なり、社会主義国も含まれるだけに共通通貨など無理であると思っていた。しかし、ある専門家から、「共通通貨の可能性を信じている訳ではないが、アジアが同じ目標に向かって進む中で、日本と中国が手を携えて共通通貨をサポートするアイデアには意義がある」との指摘を受けて考え方が変わった。かつて、中国の永楽通宝は日本でもベトナムでも自国の通貨として使用されていた。つまり、政治的なものを超越しつつ、ビジネスルールとして通貨を使うことが実現し、かつ pragmatic な意味でそれを支える金融の基盤が整備されれば、共通通貨のベースが整う。あるいは、アジアに広く業務を展開するグローバルな金融機関が事実上の共通通貨を導入するかもしれない。円の国際化も上手く行かず、ADB 等による人工的なアジア共通通貨も定着しない中で、人民元がアジアの共通通貨としての役割を部分的にでも果たす可能性があれば、日本はこれに単純に反対するのではなく、米ドルも含めた責任分担への関与を目指すことが建設的であるように思う。

#### 井上:

・現在進行中の FRB による利上げがグローバルな影響を有することをみていると、中国経済がこれだけ規模を拡大し、しかも日本を含むアジア諸国との間で貿易や資本の面で密接な関係を持つに至った以上、中国の経済政策がアジアにどのような「外部性」を持つかという観点も興味深い。昨年夏以降の中国の為替政策の運営も、こうした観点から捉えることができる。もちろん、現時点では、中国政府は「外部性」を内部化する形での経済政策を運営する段階には至っておらず、国際金融で言えば「小国」の仮定の下で、自

国経済の安定化を念頭に置いた政策運営を維持している。しかし、SDR を含む人民元の国際化、あるいはアジアの取引決済における人民元役割を考えれば、今後はこうした「外部性」の視点も重要になると思う。

#### 根本氏:

・アジア諸国は昨年後半から資本流出に転じているが、その背後には循環的な要因だけでなく、「アジアの高成長神話」に対する疑問といった構造的要因も働いている。アジア諸国にとってバブルを生じては困るが、継続的に資金を呼び込むことも必要であり、そのためにはコーポレートガバナンスや会計、法律といった制度的な枠組みに対する信頼を向上させることが重要である。日本の金融庁は監査法人の監督に関する国際組織を日本に呼び込む活動に注力しているが、こうした取組みもアジアの企業監査に対する信頼性を底上げする。また、企業が複数の格付を取得することも重要である。アジア企業は欧米に比べてこうした慣習が弱いが、多様な視点から評価を取得することは企業自身にとっても資金調達コストの低下などのメリットがある。

#### 鞆飼氏:

・エコノミストの視点からみて、やはり、今のままでは人民元が米ドルに代わる基軸通貨・アジアの共通通貨にはならないだろうと思う一方、アジアで人民元の使用比率が上昇していく可能性は高い。過去、「円の国際化」に関しては、円の使い勝手を良くすれば、日本の経済成長に伴って使用比率が上昇していくという発想で取り組んだが、結果的に伸びなかった。これに対して中国政府は、人民元の使用拡大を大きな経済力をバックに国策として推し進めており、私自身が予測していたよりも、資本取引の規制が残る中であっても、かなり進捗している印象を受ける。今後も、いわば de facto として使用拡大が進むことは十分に予想される。

・こうした人民元取引の拡大は、日本でも金融取引の活性化という側面から取り組んでいくことが建設的であろう。日本企業の財務について少し前に調査したことがあるが、総じて見れば欧米に比べてかなり保守的であり、米ドルを基本とするスタイルを変えず、人民元は中国国内での取引の最終尻を調整するのみというケースが殆どであった。ただ、最近では、例えば日本取引所でも人民元建ての資産を取り込む動きが見られる。日本国内における預金から証券、貸出に至る金融の流れを多様化・活性化する観点からも、人民元建ての取引も一つの梃子としてもっと取り込んでよいように思う。

#### 清水聡氏:

・アジアに対する資本フローは既に流出方向に逆転しており、アジア通貨危機が再来することはあり得ないとしても、「ミニクライシス」の可能性は否定できない。今後も適切な資本流入を維持する上では、根本さんが指摘された制度的な対応とともに、各国が経済構造改革を進め、生産性や高齢化の問題に対応した「アジアの新常態」を実現することが重要である。アジアへの資本流入は、先進国の金融緩和だけでなく、投資先としてのアジアの魅力にも支えられて



いたはずであり、経済政策によってこれをどう維持するかが重要である。また、ASEAN の金融統合も重要である。具体的には、域内諸国の金融システムの規制や制度を harmonize したり、相互認証 (mutual recognize) したりすることである。日本の機関投資家からも、アジアの制度や規制が同一であれば、より多くの国々の証券を買入れることができると伺っている。なお、人民元が共通通貨になるには資本自由化が前提であるように思うので、その実現は相当先のことであろう。もちろん、人民元建ての取引がアジアで拡大していることは事実であり、AIIB の設立や SDR のバスケットへの追加もこうした流れを前提に考えるべきであろう。

**露口氏:**

・東京市場と上海市場で円と人民元の直接交換を導入した際には、日本当局も米国当局の同意を得て実現したとされる。その際、米国当局はこうした動きが中国の資本自由化を加速すると考えていた可能性があり、今回の SDR の件に対する米国のスタンスもそうした線から理解すべきかもしれない。中国が經常取引について自国か相手国の通貨での決済を指向することも、米国から見れば米ドル決済を減らすものとして警戒する話である一方、「今まで籠城していた人民元が城門を開いて出てきたので、米国も城の中にもっと攻め込んで行ける機会」という観点から、城外での攻防が繰り広げられていると比喩することができる。

・中国当局は、一般的に為替管理や資本取引が規制されている下で人民元決済を外貨決済よりも規制上優遇することによって、人民元決済を慫慂している。これに対し日本は、既に為替管理も資本取引も完全に自由化しただけに、「円の国際化」といっても中国のようなインセンティブ付けは採用できない。この間、東南アジア諸国でも、リーマン・ショックを経て、米ドル依存を続けることへの疑問が広がっている。私自身は、域内国間の ATM の相互接続に日本も参加することを提案した。国際的なクレジットカード会社のネットワークでは米ドルで決済されるが、この ATM ネットワークでは関係国のいずれかの通貨で決済されることが原則となっているので、アジアでは日本円が選択される理由が相応に存在する。いずれにせよ、日本円を使ってもらおう努力を続けないと、人民元が de facto でアジアの共通通貨になった後に日本円が埋没してしまう恐れがある。

・鶴飼さんが指摘されたように、人民元の国際化を東京市場の活性化につなげることも有用である。去年 6 月にはメガバンクが東京市場で人民元債を発行した。一部は東京証券取引所に上場された。このような動きが続けば、東京で人民元の証券・資金決済インフラが整備されることが期待できる。それがさらに人民元ビジネスを呼び込むという好循環を産むことによって東京市場活性化を図るべきであろう。

**高橋氏:**

・人民元が SDR のバスケットに組入れられた結果、機関投資家の間ではポートフォリオの通貨構成を再調整する動きも見られる。「2001 年の WTO 加盟の金融版」に匹敵する変化になるかどうか

は分からないが、結果的に大きなインパクトを持つ可能性もある。私はアジアの共通通貨が実現すると確信しているわけではないが、目標として掲げることで金融インフラに関する議論や対応が進むことに意味がある。専門家の方々がよく仰るように、北極星と同じく近づこうと思っても近づけない類のものであって良いのではないか。

**井上:**

・予定の時間が経過したので本日の会合はこれで終了したい。皆様には長時間に亘る議論に参加していただき厚く御礼を申し上げます。テーマや論点をよく吟味した上で、このような会合を再び開催したいので、その際にはご協力をお願いしたい。

\*\*\*