

日中金融円卓会合・国内専門家会合議事概要

April 08, 2022

議 題 中国の金融安定と政策対応

開催日時 2022年3月14日<18時00分~20時30分> (テレビ会議形式で開催)

発言者

<講師>

岡崎久実子氏 (キャノングローバル戦略研究所研究主幹)

関志雄氏 (野村資本市場研究所シニアフェロー)

福本智之氏 (大阪経済大学教授)

<質疑での発言者>

大川龍郎氏 (経済産業省通商政策局北東アジア課長)

柴田 聡氏 (財務省中国財務局長 兼金融庁金融取引監理官)

富澤克行氏 (財務省財務総合政策研究所総括主任研究官)

李 智慧氏 (野村総合研究所未来創発センター上級コンサルタント)

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)

1. リードコメント

2. 自由討議

1. リードコメント

井上(モデレーター):

・「日中金融円卓会合」を毎年開催できているのは皆様のご支援の賜物であり、この場を借りて改めて御礼申し上げたい。来年度も6月頃を目標に定例会合を開催すべく、これらから共催先である中国金融40人論壇(CF40)とテーマに関する調整に入るが、この間の情勢を踏まえると、中国の金融安定について何らかの形で触れることになると思われる。このため、本日はその準備の意味合いも含めて、このテーマについて多角的な視点からご議論いただきたく専門家会合を開催した。まず、講師の方々からリードコメントで主な論点やそれに関わる事実関係と意味合いを提示していただき、その後に参加者の皆様にも加わっていただく形で自由討議を行いたい。

福本氏(リードコメント):

・私からは中国の金融安定の全体像を概観したい。金融システムの状況を象徴的に表す指標としてマクロレバレッジ企業と家計の債務の名目 GDP 比率をみると、グローバル金融危機後に上昇し、ピーク時には日本やスペインのバブル期の水準に近付いたが、足許では頭打ちになっている。クレジットギャップも、先進国の経験則では9%ポイントを超えて乖離した場合に約7割の確率で金融危機に至るとされ、中国でも実際にそうした水準に達する局面もあったが、2021年にはデレバレッジ政策と金融政策の正常化の結果としてほぼ消滅している。

・このように、中国は過去の他の主要国と異なり、マクロレバレッジやクレジットギャップが相当大きくなって金融危機は生じなかった。その理由としては、国内の貯蓄率の高さや対外純資産の大きさ、経常収支の黒字といった海外発のショックへの頑健性や、政府による経済活動のコントロールの強さなどが指摘される。しかし、これらはいずれもバブル期の日本にも該当し、日本ではその後バブルが

崩壊して金融システムが不安定化しただけに、中国も同じパターンを辿るのではないかとの見方がある。

・こうした悲観論に対し、私は、不動産市場の調整の可能性に注意する必要があるとしても、中国経済の発展段階はバブル当時の日本よりも「若い」ほか、銀行の自己資本や収益力も強固であり、国有企業や国有銀行をうまく活用して不良資産を処理する能力もある点を指摘したい。中国経済の発展段階については、人口1人当たりGDPが2019年に1万ドルを超えたが、なお米国の約6分の1に止まる。これは、日本では1957年に相当するだけにキャッチアップの余地があるほか、都市人口比率も日本の1960年初頭の水準にある。もちろん、中国の生産年齢人口はピークアウトしてから既に5年が経過し、日本の2000年頃に相当するので、全てを日本とのアナロジーで議論することはできないが、総じて中国経済にはまだ「若い」点が残る。

・銀行システムに関しても、マクロの不良債権の規模には深刻な懸念がないほか、過去3~4年間の制度対応を通じて、シャドーバンキングの状況もかなり好転した。一方で、中小銀行には不安も残るほか、地方債務のリスクも蓄積していると推察される。中国の銀行は総資金利鞘が2.1%に達するほど収益性が高く、これは中国人民銀行による様々な指導(マクロプラデンシャル・アセスメント)によって、銀行が預金の取り上げりや貸出金利のダンピングを行っていないことによる面が大きい。実際、中国の銀行のROAは米国並みに高いが、米国ではフィービジネスの収益が大きい一方、中国では貸出と預金の利鞘が厚い点異なる。

・中国人民銀行は銀行に対して政策的に期間収益を確保させた上で不良資産処理を促進させており、不良債権は新たに発生しているが、不良債権比率は1.8%弱を維持してきた。2020年にはコロナの影響で銀行も減益となったが、2021年には再び増益に転じたし、銀行システム全体としては不良債権残高の2倍程度の貸倒引当金をバッフ

アとして保有している。ただし、都市商業銀行は北京や上海といった大都市での融資拡大の結果として過去10年間の資産拡大ペースが顕著であったし、農村商業銀行は相対的に不良資産比率が高いだけに、中国政府もこれらの動向を注視している。

・地方債務については、3月初に銀保監会の郭樹清氏が隠れ債務問題への対応がかなり進展したと指摘したが、IMFが1月末に公表した4条コンサルテーションで示した推計とは相いれない面がある。中国でも地方政府による地方債の発行が正式に認められ、対GDPでみた地方政府の債務残高は2割程度であるが、この間に増加しているのは融資平台の債務であり、IMFも同様な見方を示している。地方債の発行枠は中央政府(財政部)が各地方のGDPのウエイトに即して設定するが、融資平台の部分には地方政府に裁量がある。

・このように地方債務の増加には歯止めがかからないほか、地域によって状況が大きく異なる。なかでも北部、特に東北地区には、人口が減少し名目成長率も低下で一般予算の収入が減少している省もあり、そうした地域では金融機関の不良債権のリスクや不動産価格の調整のリスクも高い点で財政リスクとも一体になっている。このため、中央政府も2019年頃から金融に詳しい副省長を任命したほか、地方債の発行額の一部を地方銀行の資本金増強に充当するといった対策を講じてきた。さらに今年の全国人民代表大会でも、各地方の責任を明確化する方針を示すとともに、不良債権の処理等のための金融安定保証基金の設立を示唆した。その具体的機能は明らかではないが、地方銀行の健全化や地方政府の債務の適正化に活用される可能性がある。また、シャドーバンキングの面では規制の裁定(レギュラトリー・アービトラージ)が監督体制の強化によってかなり改善され、社会融資規模のデータで見ても2018年以降はシャドーバンキング経由の与信額が明確にマイナスに転じた。郭樹清氏も、2017年から21年の5年間でシャドーバンキングの規模を25兆元削減したと指摘した。

・中国の債券市場の残高は既に日本を抜いて世界第2位になっている。この間に社債の発行も増加したが、2014年に民営企業の事例が生じて以降は一定の比率でデフォルトも生じており、かつて指摘された「暗黙の補償」も徐々に変化してきた。最近では国有企業のデフォルトも増えており、足許のデフォルト事例では国有企業、なかでも資源系や不動産系の企業によるケースが目立つ。しかも、デフォルト直前の国内格付はいずれもAA格以上であっただけに、国内格付の信頼性には疑問がある。実際、国内で発行される社債の殆どはAA格以上であり、海外で発行される社債の格付に比べて明らかに高格付に集中している。

・中国の企業や政府がオフショアで発行した外貨建債券の残高は約1兆ドルであり、その大半が米ドル建てだ。中国人民銀行による銀行に対する「窓口指導」が厳しくなる下で、不動産会社やノンバンク、地方の融資平台等が、オフショアでの社債発行によって資金を調達してきた。もっとも、恒大グループが経営不振に陥る中でデットリストラチャリングに入る可能性が取り沙汰される中で、足許では、不動産

会社を中心にオフショア債による資金調達も難しくなっている。

・中国の住宅価格は、年取倍率でみると世界の主要都市と比べても高い水準にあるが、一部の富裕層にはなおアフォーダブルであるとみられる。中国人民銀行が2019年に公表した都市部の家計の資産・負債状況の調査によれば、上位1%の家計は4,940万元、つまり日本円で約9億円の純資産を保有し、上位10%の純資産も日本円で約1.8億円に達していた。都市部は約9億人の人口を有するので、上位10%だけで約9,000万人に達するだけに、高価な住宅を購入しうる層は相応に存在する。これに対し中国政府は、「住宅は住むものであり、投機するものではない」との原則の下で政策を講じてきた。具体的には、不動産ディベロッパーに対して財務面で三つのレッドラインを適用し、達成状況に即して有利子負債の増加率に制限を課したほか、商業銀行に対しても業態別に不動産融資の残高比率に対する規制を導入した。

・これらの結果、不動産市場の調整は昨年後半以降に急速に進捗したが、恒大グループだけで全体の不良債権残高が顕著に増加したり、銀行システム全体が不安定化したりする訳ではない。例えば、恒大グループの有利子負債の残高は6,000億元弱であり、銀行貸出残高全体の約0.3%に過ぎない。また、三つのレッドラインのうち二つ以上に抵触する不動産ディベロッパーの有利子負債が全て不良債権化しても、銀行の不良債権比率の上昇は約2%ポイントに過ぎず、銀行システムの安定性を揺るがす可能性は低い。足許で不動産ディベロッパー向けの銀行貸出の前年比はほぼゼロに抑制されている。銀行の貸出姿勢も不良債権の増加を防ぐべく相当に慎重であるとみられ、住宅ローンの審査にも時間を要しているようだ。

・需給双方からの影響のために、不動産販売はコロナ前の前々年比でもみてもマイナスとなった。足許では政策当局のスタンスが若干緩和されたために、主要70都市の住宅販売価格の低下傾向には、昨年11月以降に北京や上海で歯止めが掛かりつつあるが、本格的な回復とは程遠い。不動産開発投資も前年割れが続いており、地方政府の重要な財源である土地使用権の譲渡金収入も昨年12月まで前年比でマイナスとなっていた。政策当局によるスタンスの緩和は、銀行に対して借り手の1軒目の住宅ローンやディベロッパーの合理的な資金需要への対応を促すものであるが、3月初の全国人民代表大会の報告でも、地価、住宅価格、期待を安定させることを支持し、都市に応じて政策を実施する考えを示した。このため、特に春節明け以降には、地方レベルで頭金規制等の点で住宅ローンの規制が緩和される例が増えている。それでも住宅販売の不振は続いており、不動産仲介会社からは前年比4割減という見方も示されている。同様に、ディベロッパーも海外での資金調達は特に厳しいだけに、資金調達額は前年比で3割減といった状況にある。

・私は中国の金融安定の焦点は不動産問題であると考えている。バブル期の日本に比べて中国には都市化の余地が残っているほか、中国の銀行は不動産融資の担保掛目を7割以下と慎重にみており、中国政府が土地の供給を制限すれば需給の好転も見込まれる。こ

のため、メインシナリオとしてはバブル崩壊に至ることはないと思う。それでも、以前に比べると心配の度合いは高まっており、その理由は人口動態の変化にある。つまり、中国で住宅の主たる購入層である25~34歳の人口が2030年までに約7,000万人減少するとみられており、住宅需要の構造的な減少に繋がる恐れがある。また、中国の不動産問題を考える上では、地域間の違いにも着目する必要がある。中国には主要な都市クラスターが19個あるが、そうした地域には人口が流入している一方、その他では人口が純流出している都市もある。総じてみれば、経済パフォーマンスが相対的に良好で、国全体のGDPに占めるウエイトが上昇している南部に向かって、北部から人口が移動している。こうした傾向は続くとの研究もみられるだけに、不動産問題に与える影響に注意する必要がある。

岡壽氏(リードコメント):

・私からは、中国政府が金融制度改革と国有企業改革を並行して推進していることの金融安定への意味合いを説明したい。まず、金融制度改革については、1984年に国務院の金融制度改革研究小組が4項目の目標を提言したが、実際にはなかなか進まなかった。この点に関しては、1991年に開催された日中経済学術討論会という会合—日本側からは館龍一郎先生や小宮隆太郎先生などが参加された—で呉敬璉先生が興味深い指摘をされた。つまり、1986年に国務院の経済体制改革方案検討グループが価格や税制、財政、金融、貿易といった相互に関連する改革を翌年から総合的に進めることを提言し、国務院の了承を得たが、同年末になって、政府の首脳が企業改革を優先することに方向転換し、そのために金融改革は停滞したとの説明があった。金融改革は、経済全体の改革が進まない限りうまくいかないとの理解を示された。

・2000年代の前半から国有商業銀行の抜本的な改革が開始され、株式制商業銀行や都市商業銀行、農村商業銀行などの改革も順次進められた。この結果、2003年当時には6割強を占めていた大型商業銀行の総資産シェアが2021年末には約4割に低下した一方、株式制商業銀行や都市商業銀行、農村商業銀行が総資産シェアを各々高めた。このうち農村商業銀行は、かつて4万社以上も存在した農村信用社を再編しつつ銀行に改組したものであり、2021年6月末時点でも1600行弱も存在する。現在でも再編作業は進行中であるが、なかには経営状態が厳しい先もあり、しかも、地方政府との関係が強いために、地方政府の要請に沿って融資を伸ばすこともしばしばであるようで、不良債権の増加や不動産問題の影響が気になる。

・中国の対GDPでみた債務残高(債務率)は2008年以降に顕著に上昇し、日本のバブル期よりも急速に高まった。なかでも特徴的なのは、2008~16年に企業部門の債務が急拡大したことであるが、この点については、地方の投融资プラットフォームの債務が企業部門に含まれていることも勘案する必要がある。地方の投融资プラットフォームとは、地方政府と関連の深い事業のために資金調達を行っている企業で、事業内容によっては債務は政府部門に含めるべきであろう。金融の安定という角度からみると、地方投融资プラットフォームの債務のかなりの部分は実質的に地方政府が責任を負うものと考えられるので安心な面がある

一方、地方政府は破綻しないとの期待が債務圧縮に向けた努力を阻害している可能性もあり、双方のバランスは難しい。このため、中央政府は地方政府の責任で債務問題を適切に解決するよう強く求めるようになっていく。

・国有企業改革は1970年代から継続して取り組まれてきたが、その内容を簡潔に説明することは難しい。ここでは、2013年以降の改革の動きについて説明する。2012年の中国共産党大会で習近平・李克強政権が誕生した翌年、経済政策に関する最初の大きな会議として、同党第18期三中全会が開催され、改革を全面的に深化させる方針が決定された。そこで、国家のガバナンス体制の整備とガバナンス能力の近代化の推進という目標が掲げられ、企業のガバナンスがスコープに入った。

・その後、改革を指導するために中央政府に全面深化改革指導グループが設置され、後に委員会に格上げされた。しかし、国有企業改革に関する政策はなかなか示されず、2015年9月になって、国務院が「国有企業改革に関する指導意見」という基本方針—現地ではトップダウン設計と呼ばれる—をようやく公表した。改革の設計図が示されるまで2年を要したことについては、複雑な作業であるだけに慎重な対応が必要だったとの理由が示唆されているが、実際は中央政府と地方政府、あるいは中央政府内の関連部門の間で権限のバランスを取るのに時間を要したとの見方もある。この中央政府による指導意見をベースに、関連する政府機関が付属文書の形で政策方針を具体的に明示する工夫がなされ、このため今次国有企業改革に関する政策は「1+N」政策と呼ばれている。当初は、関連付属文書の数は22だったが、上海市政府や四川省政府といった地方政府による交付分も含めると、2016年12月までに394に達したとの分析もある。

・全体としてみた「指導意見」のポイントは、国有企業を営利目的の競争類や非営利目的の公益類などに分類した上で、各々の性格に応じた競争を拡充することや、コーポレートガバナンスの体制を強化するとともに、役員の任命や報酬などの見直しを通じて現代的な企業制度を整備することにあった。また、国有資産の管理についても、国有資産監督管理委員会ないしその管理下にある国有資本投資運営会社が国有機関に出資をすることで、株主としての立場から監督する形に変えていく方針を示したほか、国有企業と民営企業が様々な出資形態で結びつき、発展することを目指すという混合所有制経済の発展という目標も掲げられた。後者に関しては、近年には国有企業が優遇されている印象も強い中で、政府関係者は民営企業の育成にも注力すると説明しているが、現時点で政策の効果について評価を下すのは難しい。

・その後、2016~17年には過剰債務と過剰生産能力の問題が深刻化したため、これらの課題への対応が優先される中で国有企業のガバナンス等の改革はあまり進捗しなかった。例えば、鉄鋼業や石炭業の過剰生産問題の解決に関しては、金融面からのサポートとして、取引先に対する融資条件を製品の質や成長の期待度によって差別化するだけでなく、債務リストラや企業間の吸収・合併に必要な資金

を提供するとか、創業融資を拡大するなど、構造改革を支援する役割を果たすことが期待された。この間、企業債務に対するデット・エクイティ・スワップ(DES)の活用も推奨された。ただし、DES に関しては、銀行は取引先と多くの契約を締結したが、期待されたほどの成果は挙がっていない模様。

・中国の場合、企業に対する金融面での支援策としては、政府の補助金や税制面の優遇措置、政府系の投資基金(ファンド)や国家開発銀行による投融資といった手段があるが、商業銀行にも「实体经济への貢献」が強く求められている。そうした流れの中で、銀行は国有企業改革に資金面から協力することを求められており、そのことが債権のリスク管理を難しくしている面がある。

・停滞した国有企業改革を再加速させる観点から、2020年6月には「国有企業改革3年行動計画」が採択された。2020~23年までの3年間を対象としており、最近では中間報告として、成果について前向きな評価がみられている。総じてみれば、中央管轄の国有企業では改革が進捗しているが地方は相対的に遅れている。内容面では、外部役員比率の引き上げや経営陣に対する契約制の導入、競争による管理職の登用といった制度面の対応は進捗していると評価されているが、これらが国有企業の経営に実際に反映されるかどうかを確認していく必要がある。

・2021年の国有企業の利潤は前年比で見て明確に改善し、工業部門の利潤全体に占めるシェアも若干高まった。長い目でみると、かつては国有企業のシェアが圧倒的に大きかったが、2010年代に入って民営企業が上回るようになっていただけに、足許の動きが、改革の成果として国有企業の利潤が大きくなったことによるのか、民営企業の利潤が圧迫されたことによるのかは更なる精査が必要だ。ROAについても、国有企業の改善は十分とは言いがたい一方、コロナの影響があるとはいえ民営企業の低下が気になっている。なお、2010~16年のデータによれば、金融機関の貸出先を所有形態別にみると、国有企業向けのシェアが高まっていた一方で、企業規模別では民営企業のウエイトが高い中小・零細企業向け貸出のシェアも高まっており、その意味では民営企業向け融資の奨励政策も一定の成果を挙げていると推察できる。

・ここで、不動産企業の債務問題を例に、民営企業が置かれた状況について考えてみたい。昨年来、債務不履行で中国内外の注目を集めている中国恒大グループの負債構成をみると、銀行借入れのウエイトは長期が10%に満たず、短期を加えても約20%である一方、買掛金・未払い金といった業者間信用が50%弱と極めて高いという特異な構造にあることがわかる。同社が香港に上場する前の2008年当時は銀行借入れへの依存度が半分以上となっていたが、その後、金融当局が不動産関連融資に対する監督スタンスを強化する中で、同社はシャドーバンキングに依存するようになり、最近ではそうした調達も困難になって業者間信用への依存を強めたものと思われる。

・恒大グループに限らず大規模な民営不動産企業の中には銀行借

り入れが少ないという傾向が強い一方、国有のディベロッパーは銀行借入れや社債の発行がそれなりにあるという特徴がみられる。現在、債務問題に苦しんでいる民営ディベロッパー自身のリスク管理意識の欠如に問題があったことは間違いないだろうが、銀行の国有企業優先のスタンスが民営企業を無理な資金調達に走らせた面があったのかどうか、もう少し状況を丁寧に分析してみたい。

・不動産企業の行動に関しては、地方政府の財務問題の影響も無視し得ない。地方政府の財政収入の構造をみると、土地使用権の譲渡収入が歳入に占めるウエイトが依然として非常に高い。この問題を是正すべく、中央政府は地方政府による特別目的債券の発行を2015年以降に認めるなどの措置を講じているが、十分な成果は上がっていないようにみえる。地方政府にとってはディベロッパーに不動産開発を呼びかけるインセンティブが残存しており、ディベロッパーは政府の音頭の下での開発ということで、リスク管理意識が希薄になりやすいのではないかと懸念されている。このあたりの問題を解決せずに、金融機関のガバナンス面の改革を進めるだけでは、リスク管理能力の向上にはつながらないだろう。

関氏(リードコメント):

・私からは中国政府における民営企業への規制強化と金融安定への意味合いを説明したい。2020年秋以降の一連の規制強化は株式市場に大きな影響を与えた。まず、同年11月にフィンテック企業の融資業務への規制強化の方針が発表されたことを受けて、中国の最大のフィンテック企業であるアントグループが香港と上海での同時上場を実施直前に延期した。また、2021年4月には独占禁止法の施行当局が、アリババグループに対して、市場の支配的地位を乱用したとして日本円で約3,000億円にのぼる罰金を科すと発表した。同年7月には関係当局が、ニューヨーク証券市場に上場したばかりの中国版Uberと呼ばれるディディについて、国家安全上の問題があるとして審査を始めると発表した。ディディは中国内の顧客情報に加えて地図情報も蓄積しているため、米国当局からそうした情報の提出を求められる恐れがある点が懸念されたようだ。結局、ディディはニューヨーク上場の廃止を決定した。このほか、学習塾やテントを含むオンライン系企業への規制強化も進められている。

・こうした動きに共通する背景は三つに整理できる。第一に、習近平政権は、中国における所得格差の拡大が過度な市場改革の結果であるという認識の下で、鄧小平氏がかつて掲げた「先富論」の路線を見直し、「共同富裕」を経済発展の目標として定めるようになった。これに沿って、独占禁止の強化と市場の無秩序な拡張の防止を最優先課題と位置付けた訳である。第二に、「国進民退」に象徴されるように、市場化改革も後退している。1990年代後半には国有企業の民営化がある程度進行したが、その後民営化が停滞した。習近平政権の下で国際競争力の強い国有企業を育てる方針に転換し、大型国有企業の合併を進めてきた。近年に経営不振に陥った民営企業にも、国有企業の出資によって救済するケースが増えている。

・第三に、中国政府は対米貿易摩擦と新型コロナウイルスの流行をきっかけに、企業経営システムの安定を含む経済安全保障を重要

視するようになった。なかでも、社会主義と本来は矛盾する民営企業の急成長を政権安定への脅威として警戒している。実際、今回の取り締まりの対象はどれも民営企業であり、安全への配慮や独占禁止といった要因があげられているが、四大銀行のように独占力の強い先を含めて国有企業は対象になっていない。このように民営企業の経営環境が悪化する中で、アリババのジャック・マー氏をはじめとする多くのカリスマ企業家が引退している。これまで民営企業が中国経済の成長を牽引してきたことを考えると、規制強化の結果として民間企業の活躍の場が奪われると、経済成長にマイナスの影響を及ぼすことが懸念される。

・中国におけるフィンテック企業の発展は、従来の銀行や証券とは異なる資金調達チャンネルを開拓し、いつでもどこでも誰でもサービスをワンストップで受けることを可能にすることで、金融サービスの効率性の向上に寄与してきた。同時に、従来は金融サービスを受取できなかった中小零細企業や農民、貧困層といった弱者にも金融包摂の恩恵をもたらしてきた。これらは技術進歩による取引コストの低下と AI やデータの活用を通じた融資審査のイノベーションによって実現した面が大きい。

・一方でフィンテックには問題点も指摘されている。第一にプラットフォーム企業として規模の経済性が働きやすいので、独占の弊害を招きやすい。第二に従来の金融機関はライセンスを取得し、政府の監督下に置かれているが、フィンテック企業は必ずしもそうっておらず、事業を無秩序に拡大する恐れがある。第三にフィンテック企業の一部は既に「too big to fail」の状態にあるほか、これらの企業が取り扱う異業種・異分野の金融商品が複雑に絡み合っているためにリスクが把握しにくく、問題が波及する範囲が広い点でシステムリスクを顕在化する恐れがある。中国では、これらの点を踏まえてフィンテック企業に対して規制を強化すべきとの議論が強まっている。

・アントグループはアリベイを運営するアリババから 2014 年に独立して設立された企業だが、その後業務範囲が金融サービス全般へ急速に拡大した。特に注目されるのは、全体に占めるウエイトが高い小口貸付である。アントグループは、当初は小口貸付を自己資金で賄ったが、融資残高の規模が拡大する中で、小口貸付債権を束ねた資産担保証券 (ABS) を投資家に販売して資金を調達するようになった。しかし、金融当局はリスクが高いと認識し、2017 年に小口貸付業者による ABS 発行に関する規制を強化した。このため、アントグループは ABS の発行を大幅に削減した代わりに、提携金融機関に資金の大半を提供してもらう共同融資で小口貸付を増やし続けた。

・こうした共同融資に際して、アントグループの収益は主に提携金融機関から得るサービス料 (コンサルティングフィー) となる。2020 年 6 月時点で、アントグループが実行した小口貸付の 98% は提携金融機関との共同融資または ABS の発行によって賄われたので、自らリスクを負うのは残りの 2% に過ぎなかった。この点に関してアントグループのレバレッジは 50 倍との理解もあるが、アントグループのバランスシートには元本の 2% しか残らず、98% は提携金融機関のバランスシート上にあるので、こうした理解は必ずしも正しくない。

・アントグループによる上場延期の発端は、創業者であるジャック・マー氏が 2020 年 10 月に上海で開催された「バンド・サミット」で行った講演に遡る。同氏は、金融監督の枠組みであるパーゼル合意がリスク管理ばかりを強調し、金融イノベーションの妨げとなっていると批判した上で、銀行のように担保を徴求して融資を行う質屋のような発想を変え、情報技術を生かした金融システムを構築すべきだと論じた。これに対し、金融当局は同年 11 月に同氏を含むアントグループの幹部に対して金融監督上の指導を行った。さらに同日の深夜にインターネット小口貸出業務管理暫定弁法を発表し、アントグループに対し、提携金融機関との共同融資に際して (従来 2% ではなく) 貸付元本の 30% 以上の資金を提供するよう求める方針を表明した。この結果、小口貸付業務を維持するには大幅な増資が必要となり、資金調達コストの上昇に伴って収益性の低下が懸念されることになった。上海証券取引所も、アントグループが監督上の指導を受けただけでなく、金融規制を巡る環境に大きな変化があったとして、アントグループの上場を延期すると発表したほか、同日にアントグループ側が香港上場も延期すると発表した。

・その後、金融当局はアントグループに対する監督上の指導の具体的な内容を発表した。2020 年 12 月の指導では、①コーポレートガバナンスの仕組みが不健全、②コンプライアンスの意識が希薄で、監督・管理の要求を軽視、③市場での有利な立場を利用して競合他社を排除、④消費者の合法的権利を侵害、という問題を指摘し、それらの改善を求めた。2021 年 4 月にも再び監督上の指導が行われたほか、同じ内容が他のフィンテック企業にも示された。こうして、フィンテック企業も従来の金融機関と同様に金融当局の厳しい監督下に置かれることになり、過剰融資とそれに伴う金融リスクはある程度抑えられるが、一部の利用者は金融包摂の恩恵を受けられなくなる。

・フィンテックに限らずプラットフォーム企業の金融リスクを考える上でのもう一つの焦点は、海外で上場する中国企業 (レッドチップ企業) が広く採用する VIE スキームである。株主は一般的には株式の保有を通じて企業をコントロールするが、VIE スキームの下では契約を通じて企業をコントロールする。このように複雑な仕組みを活用する理由は、中国政府が産業政策ないし外資政策の一環として一部の業種で外国人による出資を規制しているからである。中国では「上には政策あり、下には対策あり」と表現されることがあるが、VIE スキームは出資規制を回避するために考案されたスキームである。

・アリババのケースでは、創業者のジャック・マー氏を含む経営陣がケイマンに会社を設立する。その後、ヤフーやソフトバンクグループといった外部投資家からの出資やニューヨーク上場による一般投資家の投資によって資金を調達する。この会社はこうして集めた資金を中国国内の投資会社に出資し、この投資会社が実際にビジネスを行う運営会社をコントロールする。ただし、この投資会社は運営会社に直接に出資する訳でなく、代理人に運営会社の株主になってもらう一方、代理人と運営会社との契約を結ぶことで、実質的に経営参画権を含む株主に準ずる権利を行使する。投資会社は代理人に出資資金を貸付の形で引き渡す一方、運営会社は獲得した利益を配

当ではなくコンサルティングフィーの形で投資会社に支払い、これを通じて最終的に海外の実質的な株主に還元する。こうして、ソフトバンクグループはニューヨークで上場したケイマン企業の株主ではあるが、中国内の運営会社の株主ではないという意味で、中国の外資規制を形式上で遵守する。

・ただし、この VIE スキームの活用には二つのリスクが指摘されている。第一に、このスキームは米国では合法であるが、法律が整備されていない中国では違法と見なされる恐れがある。第二に、海外投資家にとっては経営に有効に参加しえない恐れがある。実際、アリペイがアリババから独立した際には、実質的な株主であるヤフーとソフトバンクグループが事前説明を受けていないとして異論を唱える事態も生じた。

・米中摩擦の激化を背景として、米国当局もレッドチップ企業による米国上場への規制を強化するようになった。2020年12月に成立した外国企業説明責任法とその後に発表された細則は、中国企業を含む米国上場の外国企業を対象に、2020年12月18日以降に始まった事業年度で三期連続で検査を断った場合には上場廃止にすると規定している。また、外国政府による経営所有権のレベルつまり国有か否かや VIE についても情報開示の強化を盛り込んだ。これに対し中国政府も、上海市場や深圳市場での中国預託証券(海外で発行した株式等に裏付けられた証券)の上場を可能とするなど、レッドチップ企業の中国市場への回帰を促しており、今後は実際にそうした動きが加速すると予想される。

2. 自由討議

井上(モデレーター)

・参加者の皆様に質問を考えていただく間に、私から講師の皆様に質問させていただく。福本さんのリードコメントでは、中国政府が銀行の利鞘を確保することで不良債権処理を促している点が興味深く感じた一方、銀行が厚い利鞘を確保しようとするのが金融仲介に及ぼす影響が気になった。資金需要がもともと強いので問題はないとか、銀行をバイパスする形での金融仲介が行われているといった仮説が考えられるが、この点をどう理解すれば良いかをご教示いただきたい。岡崎さんのリードコメントでは、国有企業のガバナンス改革について、枠組みの整理は進んできたが具体的な成果はこれからであるという指摘が印象に残った。今後の実践において重要な点や必要な対応はどのようなものかについてご意見を伺いたい。関さんのリードコメントでは、データの利活用がフィンテックのメリットであると指摘された点が興味深く感じた。一方、「日中金融円卓会合」の特別会合でも議論になったが、データの利活用は既存の金融機関よりもフィンテック企業や消費者サービス企業の方に一日の長があるとすれば、新技術を纏った非正規金融が拡大していくのか、金融当局はそれにどう対応するのかについて、ご意見を伺いたい。

福本氏:

・中国人民銀行は銀行に対して貸出金利のダンピングを抑制するよう求めているが、低金利環境の下で貸出金利の絶対水準はそもそも

低い。そこで 2.1%の利鞘を確保するには、銀行は預金金利を低位に維持する必要がある。この結果、預金はアントグループによるインターネット MMF を含む様々な理財商品に向かう一方、借入れも窓口指導によって事実上の信用割当が行われている銀行貸出ではなく、シャドーバンキングに流れるという意味でディスインターミディエーションが生じた。しかし、金融当局からみればシャドーバンキングは不透明でリスクも蓄積しやすいので、透明性を高めつつ抑制しようとしている。つまり、金融当局としても市場メカニズムによって与信の配分が達成されればベストだが、その実現が困難であるために、預金者のある程度犠牲にしつつ、中小企業への貸出比率等に関する窓口指導も活用しつつ対応するという現実的な路線を選択していると理解できる。それ自体は資金の効率的配分という意味ではサブ・オプティマルな対応ではあるが、金融システムの安定を維持する上では合理性がある。

岡崎氏:

・「国有企業改革3年行動計画」については、企業内に共産党組織を設置することに焦点が当たりがちだが、関係する主体の役割が適切にリスト化されており、全体としてよく考えられた内容だとみている。ただし、これらを実現するには相応の時間を要するのではないかと。行動計画の成果は、国有企業の効率性が向上し、適切に利益を確保しうる体制になったか否かで判断すべきであり、その確認には国有企業を上場させることで市場のチェックを受けさせることが有用だと思われる。理論的には、上場企業に転換しなくても格付機関などのチェックを受けさせる選択肢もあるが、中国内の格付けには課題も多いので、市場において外部の目にさらされることが効果的ではないかと考えている。経営陣の契約制や競争による管理職の登用なども適切に行われれば望ましいが、中央政府だけが実施状況をチェックするような閉じた世界では実質的な効果が見えにくい。行動計画は包括的な対応を明示したものであり、今後はその実践に注目していきたい。

関氏:

・金融当局もフィンテックのメリットを十分認識している一方、リスクを過大評価している。例えば、アントグループの小口貸付のレバレッジが50倍と過大であり、一歩間違えると米国のサブプライム問題の再来になるという危惧は明らかに不適切だ。また、ジャック・マー氏が指摘したように、当局はフィンテック企業に対して、従来の金融機関と同じように一定の自己資本比率を求めることにこだわるのではなく、彼らが信用リスクの適切な管理を通じて相対的にリスクの高い弱者に資金を融資しながら、不良債権比率を一般の銀行より低水準に抑えている点について、もう少し評価すべきだ。

・金融当局にとっては、金融安定の視点とは別に、プラットフォーム企業が民営企業として巨大な存在になったことが、国有銀行への脅威になりかねないという懸念もあろう。だからこそ、規制強化などを通じて早い段階からコントロールを強化しようとしているのではないかと。実は、アントグループは再上場を目指す動きを見せているが、この間に国有資本の投資も受け入れている。つまり、中国政府として

は、民営企業を適切に管理する状況を確保できれば、発展自体は認める姿勢なのではないか。

井上(モデレーター):

・関さんが引用されたジャック・マー氏の講演が実施されたのは2020年のバンド・サミットだが、この会議は「日中金融円卓会合」の共催相手である中国金融40人論壇(CF40)も主催者の一角を占めている。

大川氏:

・中国のフィンテック企業に関心があるので、関さんの説明を興味深く伺った。フィンテック企業に対する規制や監督が強化されているとの理解には同意する一方、中国経済を牽引してきたこれらの企業を抑圧すると経済成長の鈍化に繋がるのではないかと、そのリスクをどう見ているかを伺いたい。フィンテックに限らず中国の技術力は着実に高まっており、日本でもそれを魅力に感じたり、脅威であると感じたりしているが、そうした技術革新の原動力の一つは、アリババのような先行的な成功企業が、自らの株価の高さを活かして、後に続くユニコーン企業に積極的に投資していることにある。私の推計によれば、過去5年間に中国のユニコーン企業が世界の25%程度を占めていたが、足許でその比率が低下するなど停滞感がみられる。

・私も恒大集団の問題がシステミックリスクの顕現化を招くことはいと思う。一方で、中国経済における不動産業界のウエイトは大きいので、その活動が10%低下するだけでGDPに大きな影響を及ぼし得るとの指摘もある。そうした事象が短期に止まれば良いが、不動産業界の回復にどの程度の時間を要するのか、そのことが中国経済の中期的な成長力にどう影響するか、お考えを伺いたい。また、ロシアのウクライナ侵攻に対抗してロシアの一部の金融機関をSWIFTから排除する動きがみられることに関し、こうした金融機関も中国のCIPSにシフトするとの見方と、CIPSもSWIFTネットワークを活用しているだけに抜け道にならないという見方がともに示されている。この点についてもご意見を伺いたい。

関氏:

・中国経済を牽引してきた二つの柱が不動産業界とプラットフォーム企業であり、それをともに止めてしまうことによる「政策不況」への懸念が生じている。リードコメントでは民営企業の規制強化の背景を三つ挙げたが、私自身も納得できない面がある。こうした政策はコストとベネフィットを比較しながら、どこかで見直さなければならぬと思う。例えば、カーボン・ニュートラルについて急いで目標を達成しようとした結果、昨年夏に電力不足の問題を生じたが、それを受けて、政策の緩和が実施された。低迷する民営企業、なかでもプラットフォーム企業に対しても、規制強化の悪影響が顕著になるにつれて、中国政府がより柔軟な姿勢で臨むことを期待している。現に、先般の全国人民代表大会の政府活動報告において、成長優先という李克強総理のカラーが強くなってきた。

福本氏:

・中国の不動産に関しては、ケネス・ロゴフ氏が2020年に公表した

論文が最も包括的な分析を示している。その中で、不動産産業のウエイトは関連業種を含めるとGDPの29%に達するので、その活動が20%減少するとGDPが5~10%も減少する可能性があるという試算を示した。私も、不動産産業が従来のような成長を続けることは難しいとみている。2014年に不動産不況が生じた際には、私は中国に駐在していたが、当時は政策を少し緩めると需要が直ちに回復した。その理由は、住宅の主力購入層である25~34歳という結婚適齢期の人口が増えていたからであるが、今やこうした年齢層の人口は減り始めているので、このまま構造的な需要の減少に繋がり、不動産不況が長期化するリスクはある。

・ただし、それはメインシナリオではない。不動産の着工面積は前年比で3割程度減少しているが、着工から完成、販売までには1年程度の時間を要することに注意すべきだ。つまり、中国政府による政策対応の若干の緩和は昨年の第4四半期なので、その効果が顕在化するのには今年の第4四半期だ。その時点で回復が確認できれば、以前ほど需要が伸びないとしても、買い替えなどを中心に安定成長ないし横ばい程度の動きは期待できる。もちろん、人口動態の変化は個人消費にも影響を与えるので、中国経済の成長が全体として減速していくことはむしろ自然だ。中国政府が掲げたように今後15年間でGDPを倍増させるには、年平均4.7%の成長が必要であり、その実現は難しいように思うが、今後需要と供給の双方の減速が上手く均衡していけば、15年後にGDPを1.8倍といった水準に引き上げることは可能だと思っている。

・CIPSの意味合いを考えるには、SWIFTとの違いを確認する必要がある。SWIFTは外国送金の内容を伝えるメッセージ機能を担っているのに対し、CIPSは人民元の資金決済システムであり、日本の外為円決済システムや米国のCHIPSに相当する。CIPSにも付記電文機能があるので、直接参加者の間ではメッセージの伝達も可能だが、間接参加者は活用できないので、SWIFTのメッセージ機能に引続き依存している。SWIFTから排除された金融機関がCIPSにシフトしても、従来の取引を完全に置き換えることは難しい。国際取引の双方の当事者が人民元による決済に同意するかという課題が残るほか、米国政府が禁止している取引を敢えて実行するかという問題もある。さらに、先に述べたようにCIPSの付記電文機能は直接参加者でないと活用できない。

李氏:

・中国人民銀行は、マネーロンダリング規制への違反に関してテンセントに過去最大規模の罰金を課すようだ。その理由だけではないが、テンセントの株価は10%以上も急落した。私も、金融安定のために規制が必要としても、やや行き過ぎという印象を受けるし、テンセントやアントグループ等のプラットフォームは、マネーロンダリング対策も含めて、金融当局との擦り合せを随時行ってきたはずである。この点をどう理解すれば良いか伺いたい。

関氏:

・経済のロジックからは先程述べたような議論になるが、やはり政治的な側面が影響しているのではないかと。西側のメディアの中には、

政府内部の権力闘争の結果との見方もあるが、私はこうした推測に関する確実な情報や根拠を持ち合わせていない。

福本氏:

・これまでの規制が明らかに緩すぎた点も認識する必要がある。金融当局は、インターネット MMF の導入を含めて、巨大なレギュラトリーサンドボックスを設定して、イノベーションを先行させるべきという考えが当初は強かった。その結果として、様々なリスクや独占の問題を生んだことは否定できない。一方で、足許の規制強化があまりにも急であり、透明性や手続き面で問題があることも事実だと思う。

・国有銀行も強い危機意識をもって DX を推進し、フロントオフィスのスリム化やミドルオフィスのプラットフォーム化を進めるようになった中で、中国政府は、フィンテックの領域に対する既存の伝統産業などの新規参入を促す一方、アリババやテンセントには製造業や農業の DX に注力することを求めている。実際、ウォールストリートジャーナルの本年 1 月の報道によれば、中国内のベンチャーキャピタルによる 2021 年の投資は前年比で増加し、既往ピークに達したようだ。しかも、投資はフィンテックよりも半導体や製造業の IOT、AI 等に向かっており、これは中国政府の望むところではないか。実際、アリババによる高速なネットワークの構築を政府は支援している。

・今回の全国人民代表大会での李克強総理の記者会見では、中国政府が中小企業の支援を進めているとし、そのための規制緩和の必要性を説明していた。このように、中国政府はバーチャルな領域に資金が流れることで資本が無秩序に拡大しリスクが拡大することは避けたいが、民営企業でも中小企業を中心に実業の部分は支援するスタンスではないか。劉鶴氏も「二つのいささかの揺るぎも無く」という表現を使ったように、国有企業は国有企業で強化する一方、民営企業も成長させるが、政府がコントロールできないレベルにはさせたくないという考え方であろう。それらは、市場メカニズムによる改革に比べてサブオプティマルだと思うが、中国の統治のためには致し方ないことだと政府は考えているのではないか。

岡崎氏:

・突然の規制強化の副作用は今後も生ずる可能性があると思う。なぜなら、技術革新のペースが速すぎて、金融当局が十分に追いつけないといった事象が生じがちだからだ。フィンテックの立ち上がり当初には中国人民銀行も高い期待を寄せたが、その後の急速な拡大を目の当たりにして、事態を放置できないと感ずるようになったのではないかと。また、マネーロンダリング規制のように中央銀行だけでは対応しきれない領域に対しても、機動的に新たな組織を立ち上げることができなかったといった事情もあったかもしれない。金融当局による取り締まり姿勢の急激な強化は海外からも批判されているだけに、当局は体制整備を進めつつ技術革新に追いつこうとするのであろうが、その間には今回のような事態が再発する可能性は残る。

関氏:

・中国政府の方針が、民営企業のうちで中小企業は支援するが、その巨大化は許さないのだとすると、起業家もジャック・マー氏を目指

すという「チャイナ・ドリーム」をあきらめざるを得なくなる。これは民営企業全体の発展に大きなマイナスとなることが懸念される。また、ある程度成功した経営者には利益を海外に移転するインセンティブも生ずるので、この点も中国経済の発展を阻害しかねない。

柴田氏:

・中国経済は私が 10 年前に北京に駐在していた当時と本質的には変わっていない印象を受けた一方で、現在の中国政府が自ら様々な領域でブレーキをかけたことで将来を制約している様子が、胡錦濤主席時代の自由な雰囲気とは対照的に感じた。岡崎さんが取り上げた金融当局のモニタリング能力に関しては、中国では銀行と事業者の双方に対して調査や検査を自由にかけられる仕組みであるため、豊富な情報をもとに前広に政策対応を検討していると理解している。金融当局のこうした能力を踏まえると、金融システムの安定をコントロールできていると推察しているが、コントロールの困難な要素が存在するのかどうかをお考えを伺いたい。福本さんが議論された不動産の問題も、管理しつつソフトランディングさせるのがメインナリオであると思うが、金融当局として制御の難しい要素があればご教示いただきたい。

・関さんが説明された VIE スキームに関しては、日本や欧州は中国との間で上場株を相互に取引する枠組みを指向しているのに対し、米国と中国の間では PE ファンドが扱う未公開株の取引を含む深い関係が存在しているように見える。実際、米国の投資家によるそうした対中国投資は 1 兆ドルに達するとの試算もあるだけに、中国企業がニューヨークに上場できないようにだと、米国の投資家も資金回収の方策を失って困るのではないかと。次善の策として香港に上昇しても、資金調達の手法はニューヨークとはかなり異なるという見方もある。こうした事態は米中摩擦の激化の結果であるが、米国側も困っている面があるといった事実があれば、ご教示いただきたい。

岡崎氏:

・中国人民銀行は、金融機関に対する調査や監督は資料徴求等も含めて自在に行うことができる。しかし、例えば事業法人に対して直接に調査を行おうとすると、様々な関係当局への根回しが必要になるようだ。また、中国人民銀行や銀保監会は国家機関なので、機構定員がかなり厳格に決まっており、重要な課題が生じても機動的に人員を増やすことが難しいようにみえる。こうした問題は、劉鶴副総理をトップにする国務院金融安定発展委員会が設置されてからは、政府の他部署との連携などにおいて改善がみられているようであるが、政府部門の縦割りの構造が適時適切な規制の導入を阻害している面は依然としてありそうだ。

・米国からの対中国投資のうち、ベンチャー投資に関する情報は持ち合わせていない。ただ、中国政府による規制緩和の結果として 100% 子会社も設立することが可能となったため、証券会社や生命保険会社は従来と比較にならないほど大規模な投資を行う準備をしているようだという指摘は聞こえてくる。米国と中国との関係は必ずしも全面的対立という訳ではないので、日本の金融機関もそうした実情に注意して対応することが必要だ。

福本氏:

・メインシナリオではないが、何がリスクかといえど、今回の不動産問題も、地価上昇の期待を根本的に変化させるところまで深刻化する可能性だと思う。中国の家計も、最終的には不動産に投資することを安心と感じ、2軒目ないし3軒目の住宅を購入している。先に説明したように、中国の都市部の上位10%の家計は日本円で約1.8億円の純資産を保有しているが、その7~8割は不動産だ。また、保有する不動産を担保にレバレッジをかけようとしても、銀行融資の際の掛目は一般に7割程度、保守的な先では5割と言われている。このため、仮に不動産価格が3割以上下落すれば金融システムにはストレスが生ずるし、そこまで極端でなくても、地価の下落に歯止めが掛からないようだと、家計が住宅を処分し始めるリスクはある。また、今年の第4四半期までは、既往の引き締め政策の影響で不動産販売の回復は見込み難いが、来年も回復の兆しがみられなければ、不動産市場の本格的な調整に入る恐れもある。

関氏:

・中国企業による米国上場の仕組みは、米中関係が良好であった時代の産物だ。中国企業にとっては、国内の株式市場の平均的なPERの水準の下では国内上場の方が高い株価をつけることができる。それでも米国を含む海外上場を指向するのは、海外市場で調達した資金は、中国政府による資本規制の対象外として、国内に還流させる必要がなく、海外で蓄財できる点にある。中国政府は、資本規制の抜け道を塞ぐためだけでなく、資本市場を発展させるためにも、海外で上場している中国企業が国内証券市場に戻ってくることを望んでいるだろう。米中関係が良好な状態に戻る可能性が低いという前提の下で、政府はこれらの企業の国内市場への回帰を促す仕組みを整備している。

富澤氏:

・岡崎さんは、地方政府による土地使用権の譲渡収入への依存度は、以前より低下したが引き続き大きいと説明された。同時に不動産価格は軟調であり、不動産税の導入が当面難しい状況の中で、地域による経済格差も拡大しているとすれば、一部の地方政府で歳入ギャップが拡大していることが懸念される。しかも、高い収益を稼ぎ、法人税収に貢献するはずのプラットフォーム企業に対する規制を強化している現状に鑑みると、地方政府は債務に依存せざるを得ないと思われる。中央政府は、地方政府の債務規模を抑制する方向にあると思うが、福本さんも説明されたように、融資平台の債務残高はむしろ増加している。地方財政のリスクは、中国経済も成長しているので対GDP比でみて問題ないという理解でよいのか、それとも足元でリスクは上昇しているのか、地方債の中でも一般債や専攻債などといった種類別に投資家が異なるとすれば、財政リスクは誰が負担していると見ればよいのかをご教示いただきたい。

岡崎氏:

・地方政府による土地使用権の譲渡収入に対する依存は低下しないが、昨年は不動産価格の低下によって応札が減少し、譲渡収入が減少する事態も生じている。実際、今回の全国人民代表大会でも、

中国政府は土地使用権の譲渡収入が予想より少なかった点を認めている。一部の地方では、地方政府自身が出資している地方金融投資公司や地方金融資産管理公司に土地使用権の競売にいったん応札させ、地方政府が必要な資金を調達した上で、年度決算の終了後に地方政府が使用権を買い戻すことで資金を返済するといった事例も報道されている。こうした自転車操業的な対応は、趣旨や具体的スキームは異なるが、かつて四大銀行の不良債権処理の際に、財政部及び中央銀行、国有商業銀行、資産管理公司の間で資金を融通しあうことで対応したやり方を思い出させる面があり、継続的に活用できるわけではないが、「安定」を維持するための当面の対策としてはやむを得ないのかもしれない。

・より根本的な対策としては、中央政府と地方政府との税収の配分の見直しがあり、地方政府の責務に即した合理的な配分に改訂することが考えられる。しかし、中央政府には地方政府の財源を強化すると各地で様々な事業を勝手に展開するという懸念がある。地方政府への配分を縮めているのは過剰投資の抑制が主な狙いのだろう。中国共産党第18期三中全会では税収の配分の見直しが示唆されたのに現在まで実現しておらず、やはり難しい課題であると推察される。このため、結局は景気を浮揚させて税収全体を増加させる方針に戻るのだが、今後は社会保障負担も増えることもあり、それだけで地方政府の財政を改善することは難しい。金融リスクの問題に関しては、おそらく、今回設立が認められた金融安定保証基金を活用しつつ、取りあえずは地方政府が債券発行を増やすといった対応で凌ぐのではないかと思う。

福本氏:

・地方政府の債務問題は、全体として悪化しつつ地域間の格差が拡大している。なかでも東北三省では人口が減少し、GDPもマイナス成長に陥るといった厳しい状況にあるが、今後はそうした状況が広がりを持つ可能性がある。IMFは、「隠れ債務」を含めても地方政府の債務残高がGDPの90%程度と推計したが、その水準を上回る地方が相応に存在する訳である。中央政府としては、モラルハザードを防ぐ観点から、第一義的には各地方政府に責任をもって対応させる方針を示唆している。その上で、問題が地方金融機関等に波及し、システミックリスクの顕現化に繋がる恐れが生じたら、中央政府が直接に介入することになる。新たに設置された金融安定保証基金も、現時点ではどう活用するか明らかでないが、おそらくは地方政府の債務や地方の不動産などへの対応が焦点となるように思う。

関氏:

・地方政府の税収を強化する上では、いわゆる「共同富裕」とも関係しているが、やはり資産課税の観点が重要だ。10年ほど前から、日本でいう固定資産税のパイロットテストが上海と重慶で実施されており、昨年には対象地域を拡大する考えも示されたが、「総論賛成、各論反対」の状況に陥り、不動産価格の調整に入ったこともあって、今回の全国人民代表大会でも取り上げられなかった。私は政府が真摯に取り組めば可能であると思うが、実際には先送りになってしまった。

井上(モデレーター):

・福本さんが指摘された経済の「南北問題」は、以前の「日中金融円卓会合」でも中国側講師の高善文氏が取り上げた。その際には、東北三省などが鉄鋼や石炭といった産業に依存している構造を理由として指摘されたように思うが、こうした理解で良いかご教示いただきたい。また、銀行の不良債権処理については、岡崎さんが示唆されたような会計処理や福本さんが言及されたAMCの活用等が従前の手法だったと思うが、今回は、例えば貸倒引当金を取り崩して貸出金を償却するといった一般的な手法が採用されていると理解して良いか伺いたい。

福本氏:

・不良債権については、郭樹清氏は3月初の記者会見で、2年間連続で3兆円以上を処理したと説明した。日本円で合計100兆円に達する相当に大規模な処理を行った訳である。その際には、もちろん貸倒引当金を活用した償却も実施した一方で、AMCへの売却も相当に活用したと思われる。しかも、従来からの四大AMCだけでなく、地方レベルで設立された60先にも及ぶAMCが、不良債権のプライマリーの買い手の役割を果たしている。さらに、ディストレス案件に強い外資系企業がセカンダリーの買い手となり、実際にデットリストラクチャリングやM&Aを手掛けている。AMCは約20年に亘って不良債権の売買を手掛けてきただけに、中国の不良債権市場は相当な厚みを持っている。国家金融実験室には不良債権の売買に関する四半期データが存在するほか、財産権交易市場の取引状況も明らかにされている。このように、不良債権処理の仕組みについては、2000年頃からの取組みの成果が着実に生かされているという印象を受ける。

・経済活動の地域格差については、東北、河北、西北といった地域に資源依存度の高い産業や重厚長大産業が集積し、相対的に国有企業のウエイトも高い点に関係している。一方で、河南や河東といった人口増加が顕著な地域では、製造業やサービス業が民間企業に支えられつつ高い成長を達成している。

岡崎氏:

・「南北格差」の背景については、産業構造の違いに加えて、地方政府の政策思想の柔軟さの違いを指摘する向きも多い。経済格差を是正するために南部から北部への人材移動を促進する動きもみられるが、やはり、北部の地方政府のトップを含む幹部の発想を変えていく対応がなければ、格差の是正は難しいように感じる。

・金融当局としては、不良債権処理を促進するために銀行の利鞘を確保している面もある訳であり、着実に処理を進めることが当然という理解ではないか。そのためのノウハウも、福本さんが説明されたように相当に整備されている。ただし、かつて四大銀行の不良債権が問題になった際には、関係者(国有銀行、国有企業、財政部・中央銀行)が全て「国」であるから「国」の資金を使って処理を進めるという考えに立って、中央政府の財政資金を投入した訳だが、今回の不良債権問題の中心は地方の金融機関であるので、同じような考え方は取れないのではないかと。

井上(モデレーター):

・岡崎さんが説明された国有企業改革の中で、気候変動への対応はどの位置づけているかをご教示いただきたい。

岡崎氏:

・いずれの国有企業も気候変動への対応を経営目標として位置づけている。もっとも、現地の報道などをみると、DXと同じように国家の政策目標だからという理由で取り上げている面もあるように感じる。具体的に何を優先すべきかがより重要であるほか、昨年の電力不足が示唆するように、全ての国有企業が同じ方向に一齐に走り出すとすると、予想せぬリスクが顕現化する恐れがある。

柴田氏:

・これまでの日中両国間での金融協力に関する議論では、日本側が日本の金融機関による中国進出の機会拡大を要請することが多かった一方、中国側からの要請は少なかった。この間、中国はG20のような多国間の枠組みではサステナブルファイナンスに熱心に取り組んでおり、米国とともにワーキンググループの共同議長に就任する動きも見せている。こうした中で、中国側から日本側に対して気候変動対応の分野での協力強化を働きかける機会も増えてきた。この問題については、日本国内での政策対応に関しても議論の途上であるだけに、中国側の要請への対応は難しいが、現実的にどのような協力が可能であるか、ご意見を伺いたい。

福本氏:

・2016年の杭州G20以降、中国は欧州との間で気候変動対応に関する協力を模索し続けており、昨年にはコモンランド・タクソミーに向けた擦り合せに合意し、その成果を発表している。日本も中国との間で様々な分野で協力してきたにも拘らず、この分野での連携があまり進んでいないことは残念に感じる。日本が重視するトランジション・ファイナンスも中国にとって産業構造を円滑に進める上で有用な部分は多く、日中両国の間での擦り合せの余地はあるはずだ。中国と欧州の両者がコモンランド・タクソミーを構築し、それが国際標準になることで日本企業に望ましくない事態が生じないよう、難しい課題ではあろうが、日中間でのトランジション・ファイナンス等に関する協力が進むよう期待したい。

岡崎氏:

・中国に対しては脅威論が台頭しており、安全保障の専門家からは経済面の対応が楽観的過ぎるとの批判が示されることもある。こうした環境の下で本当に難しい問題だと思うが、協力関係の構築を模索する過程では相手の情報を獲得できるメリットもある。日本が適切な情報を収集できないうちに世界が動いてしまうことは避けるべきである、様々な知恵を絞りながら日中間での協力を進めていくことが求められる。

関氏:

・私は、日本の環境対策で中国に参考になるものは何かという質問をだいぶ前から受けてきたが、必ず三つの点を指摘している。第一に、日本では選挙で選ばれる地方政府のトップが地域環境を重視す

るので、中央政府より地方政府の方が環境対策に熱心である。第二に、メディアによる監視がなされ、言論の自由が確保されている。第三に、公害問題等で政府が訴えられた場合に、裁判所が公平な判断を下す。ただし、これらの点を指摘しても、中国政府にとって非現実的な内容が多いだけに、おそらく幹部には伝わっていないのだと思う。

井上(モデレーター):

・予定の時間になったので、本日の会合をこれで終了したい。講師の皆様には貴重な資料に基づいて広範な論点をカバーしていただいた点に、改めて厚く御礼を申し上げます。また、参加者の皆様にも、期末のご多忙な時節に長時間に亘ってご参加いただき、大変ありがとうございました。事務局としては、本日の議論の成果も踏まえながら、6月の本会合に向けて共催先であるCF40と内容に関する調整を進めていく予定である。本日は皆様どうもありがとうございました。
