

公益財団法人 りそなアジア・オセアニア財団セミナー

時代を先取るグローバル企業に学ぶ

～中国経済の実情と展望～

第2部「岐路に立つ中国の資本市場改革」

<講師>

野村資本市場研究所 北京事務所 首席代表

関 根 栄 一 氏

2019年3月6日（水）

ウェスティンホテル大阪2階 ソノーラ

司会 皆さま、これより第二部を始めさせていただきます。

第二部は、「岐路に立つ中国の資本市場改革」と題しまして、野村資本市場研究所 北京事務所 首席代表の関根栄一さまにご講演をお願いいたします。それでは、関根さまの略歴につきまして、簡単にご紹介をさせていただきます。関根さまは、1991年、早稲田大学法学部をご卒業され、日本輸出入銀行、現在の国際協力銀行へご入社。1996年と2002年の二度、北京駐在員事務所のご勤務を経験され、2006年、株式会社野村資本市場研究所にご入社。2010年7月より北京事務所、首席代表として現在ご活躍されていらっしゃいます。それでは、関根さま、ご講演よろしくをお願いいたします。皆さま、盛大な拍手でお迎えくださいませ。

(拍手)

関根 ただ今ご紹介にあずかりました、野村資本市場研究所、北京事務所の関根と申します。本日は、りそなアジア・オセアニア財団の皆さまから、このような多大な、貴重な機会をいただきまして、誠に感謝申し上げたいと思います。

本日のお題ですが、「岐路に立つ中国の資本市場改革」ということで話をさせていただきますが、私自身、中国に最初に行きましたのが1995年でございます。当時4年ほど北京におり、2002年から3年ほど北京におり、今回2010年7月から丸9年目に入りますが、やはり北京におります。北京ばかり、全部で16年くらいになり、社会人生活の半分近くを中国の北京で過ごしています。北京はビジネスの拠点というよりは、政策的な意思決定をする場になっており、中国の政府系のシンクタンクや大学がたくさん集積しております。そういった方々との交流の様も踏まえ、昨日3月5日から全人代が始まっておりますが、現在中国でマクロやミクロで起こっていること、それに対して、今後どのような見方をしているかということ、微力ではありますが、私なりにお伝えできればと思っております。

それでは、ページをめくっていただきまして。全体の構成は、今ここで申し上げたとおりでございます。パワーポイントの2ページ目ですが、本日のプレゼンテーションの全体のまとめをこちらに書かせていただいています。三つに整理しました。

中国経済は、マクロとミクロがありますが、私自身は、非常にセンチメント（市場心理）が悪化していると思います。センチメントが悪化するきっかけになったのは、ここにも書かせていただいた、米中貿易摩擦です。中国経済は、ニューノーマル、現在は供給側構造改革と言われておりますが、高成長から安定成長に移行する非常に重要な時期に差し掛かってお

り、そのためには、これまで抱えてきた構造問題を解決していく必要があります。構造問題に関しては、2012年に発足した習近平指導部が、翌年の中国共産党第18期3中全会で、2020年までの経済改革プランを設定しています。その経済改革プランで設定している課題や問題が、まさに今回の米中貿易摩擦により、昨年下半期以降に顕在化したといえます。顕在化した問題のうち、個別指標を見ますと、貿易動向では、輸出、輸入ともに悪化しています。特に、輸出のほうは、アメリカからの制裁関税を見越した上で、前倒しで輸出をしてみた結果、おそらく今年の上半期、特に4月から6月の第2四半期にかけて落ち込み、中国経済の景気にも大きな影響を与えるだろうと見込まれています。

また、米中貿易摩擦により、昨年6月から上海総合指数が下落し、株式市場の市況が悪化しています。その関係で、消費では、逆資産効果が発生し、特に昨年11月以降、指標が急速に悪化しています。今年1月17日、日本電産の永守会長が、決算発表の場で、中国経済において昨年の秋、特に11月以降、リーマンショックと同様の非常に大きな落ち込みが起きているのではないかという話をされていたかと思います。市場では、「永守ショック」と呼ばれていましたが、昨年の11月以降、景気を代表するような指標が悪化しているという点では、私自身も見方は一致しております。

次は、流動性対策がカギということでございます。株式市場での株価下落は、単なる株価の下落にとどまらず、金融システムの問題に直結するというのが、中国共産党と中国政府の判断です。なぜかと申し上げますと、昨年の上半期は、金融機関のシャドー・バンキングと呼ばれるオフバランス業務を急速に引き締めた結果、企業の資金繰り、特に中小の民間の資金繰りが悪化していきました。その過程では、最初は株価が上昇しましたので、銀行サイドも、金融機関サイドも、企業に対し、株式を担保にした融資を行ってきましたが、米中貿易摩擦により発生した株価の下落により、企業の借り入れ負担が急速に増えました。株価が上昇している局面では、借入枠が増えていくのでいいのですが、株価が下落していくと、強制決済なり、資金の回収なりという問題になっていきますと、実体経済が決して悪くはなくても、流動性の問題が企業、金融機関の双方に発生します。そうしますと、流動性の問題それ自体が金融危機を引き起こす引き金になりかねないので、のちほど触れますが、昨年の10月から中国政府は株式市場対策を発動し、一方で銀行に対しては、中小企業金融を強化するように指導しています。本日の朝刊にも全人代での政府活動報告が出ていましたが、実際には昨年の10月、11月から中小企業向けの金融を強化するよう指導が行われています。これは、日本の時代感覚でいきますと、90年代の前半に、日本では資産価格が下落しても、90

年代の後半の金融危機までには一定のタイムラグがあったかと思いますが、そのタイムラグの状況に、今、中国経済もあると見ています。すなわち、民間の中小企業の資金繰りの悪化が金融機関のバランスシートに波及して、その金融機関のバランスシートが傷んで金融危機になるというプロセスが日本では起こったわけですが、中国では、金融危機に至らないよう、昨年の株式市場対策によって水際で食い止めていると見ています。金融というのは、非常に抽象的な分野ですが、実際に経済で問題が起こるときには、企業の破綻や失業者の増加など、目に見えるかたちで出てきます。中国政府は、現在、目に見えない金融という分野で対策を講じている段階にあります。従って、中国での金融リスクは、なかば顕在化していると私は認識しています。そういう意味で、流動性対策がカギであります。

短期的対策に加え、中長期的には構造改革を進めていかなければならないのですが、米中貿易摩擦について、日本国内の報道だけ見ていては分からないかもしれませんが、実は、この米中貿易摩擦という外圧を使って、中国国内の経済構造改革を進めようという人たちが、中国の金融当局にも、また政府の中にも、研究員の中にもいます。これらの人々を、私は「隠れトランプ支持派」と呼んでいるのですが、彼らからすると、この米中貿易摩擦というのは、2013年の経済改革プランで設定したアジェンダを実現していく好機だと見ています。従って、米中間の貿易摩擦の一方で、中国の改革開放は継続していくでしょうし、中国経済のサービス化とイノベーションの流れも不変であると見ています。イノベーションを起こしていくために一番適した金融仲介の仕組みというのは、証券業を使い、リスクマネーを成長分野にうまくまわしていく仕組みが一番ふさわしいわけですし、中国共産党も中国政府も、2013年に経済改革プランを設定した段階から、資本市場の機能の活用をうたっています。今後、資本市場の本格的な活用が始まっていくと思いますし、その過程で、主要先進国との金融協力、もちろん日本の政府や金融機関との金融協力も強化していく流れにあると見ています。繰り返しになりますが、短期的には流動性の対策が金融分野ではカギでありまして、中長期的には資本市場の活用を本格的に進められていくかどうかのカギだと私自身は考えています。以上が全体のまとめです。

では、今、中国で何が起きているのか、マクロ編に移ります。配布資料の4ページ目を見ていただきたいのですが、中国経済がニューノーマルと言われてから久しくなっています。2014年5月に習近平党総書記が「ニューノーマル」という言葉を初めて使っています。これ自体が成長率目標の引き下げのシグナルでありまして、2018年の中国の経済成長率の目標は6.5%前後と設定されましたが、昨日の全人代では、2019年は6%から6.5%程度と

幅を置いて目標を設定しています。この点に関しましては、昨年11月、私がお付き合いをしている中国の研究者の集まり、インナーでクローズドの会合なのですが、そのときの彼らの見解を聞いていると、2019年通年の成長率について、だいたい6.2%から6.3%というような見通しを立てていました。

2018年の国内総生産（GDP）の成長率実績は、通年で6.6%となり、伸び率だけで見ると、1990年以来、28年ぶりの低水準となりました。2018年の10月～12月は6.4%で、これも、リーマンショック直後の2009年1～3月以来、9年9カ月ぶりの低水準となりました。2019年の通年の成長率目標は6～6.5%ですが、私どもの研究所は、世界各国の資本市場の制度研究をする研究所で、マクロの予測をしておらず、マクロは野村證券の経済調査部で行っているため、彼らの見解を見てみると、先ほど申し上げましたとおり、駆け込み輸出ですでに需要が消化されており、その分、設備投資の稼働率も減ることになります。かつ、消費も弱含みということもあり、この3月の全人代で検討した景気対策の効果が出る本年下半年以降は、U字型に回復していこうと言われていますが、本年4～6月の成長率は、野村の予測では、5.7%に落ち込むと出ています。本年1～3月の成長率は、4月半ば（17日）に公表さるのですが、今年の上半期は、そういう意味では非常に厳しい状況が続いていくのだからと見ております。

次の5ページ目ですが、GDPというのは、投資と消費と純輸出の付加価値で出てくるのですが、それ以外に、中国では、国家統計局が毎月さまざまな統計を出しています。投資の統計につきましても固定資産投資がありますが、これもイベントによる比較をしますと、リーマンショック以降、どのように固定資産投資の伸び率が鈍化してきたかという様子を表しているものです。

次の6ページ目が輸出、輸入の伸び率です。これも2018年の下半期、特に秋口以降、急速に輸出、輸入ともに伸び率が鈍化している様子がお分かりになるかと思えます。2019年は1月の統計だけが出ていますが、旧正月があるため、1月と2月の統計が出たときに、2カ月分の伸び率で見ていく必要があると思えます。

次の7ページ目で、製造業の景気見通しを表す購買担当者景気指数（PMI）があります。PMIには、国家統計局が発表しているものと、民間が発表しているものがあります。ここでは、国家統計局から出ているPMIを見ますと、昨年の秋口以降から、製造業の景況感が急速に悪化してしまっていて、2018年12月から今年1月にかけては、50を切るレベルにまで来ています。本日の資料には入れていませんが、よく日本の新聞にも日本工作機械工業協会

が発表する工作機械の受注動向で、内需・外需の区分に基づく動向や、外需のうち中国向けの動向が出ているかと思えます。実は、中国向けの受注金額の伸び率を見ると、この国家統計局の PMI とほぼ同じトレンドで動いています。従いまして、中国の製造業の PMI の景況感がこのように続いていくと、日本から見た中国向けの工作機械の受注や、関連部品の生産も、マイナスの影響を受けるということになります。そういう意味で、今年上半期は、厳しい状況が続くかと思えます。

では、工業分野の動向を見ていきますが、これは民間の中小企業の資金繰りが厳しいということが言われている中で、それを実際に統計で確認してみたいと思い、この 8 ページ以降の 3 枚を作っています。見ていただきたいのは、右側の民間の工業分野における黒字企業数・赤字企業数の推移で、2018 年末時点で、前年比 12.8%まで上昇しています。2015 年は株式市場と為替市場での二つのショックがあり、2016 年は政府も財政を使った景気対策を打った関係で、同年は比較的この赤字企業数の割合が減ったかと思えますが、17 年、18 年にかけて大きく上昇している様子がお分かりになるかと思えます。

次の 9 ページ目を見ていただきたいと思えます。これは赤字企業数だけを取って、リーマンショック以降、その企業数の推移を見たものです。赤字企業数だけでいうと、昨年 12 月末時点では約 2 万 8000 社が赤字企業であり、企業数としてはリーマンショックの年の 2008 年の水準をすでに超えています。赤字企業数の伸び率を見ても、2016 年末を底に、昨年 12 月末時点では前年同月比で 40.7%増になっています。

では、その赤字企業はどのぐらい資金繰りの問題に直面しているかという、金額のめどを見ようとしたものが 10 ページ目です。右側を見ていただきますと、これは毎年 1 月から 12 月までの累計赤字が出ているのですが、昨年末時点では、民間企業の場合、累計赤字額は 1 年間で 1,391 億元、1 元=17 円で換算すると約 2.4 兆円の規模に達しています。

一方、国有企業は、同じ昨年末時点でも、赤字金額は 260 億元で、民間企業の約 5 分の 1 になります。国有企業の赤字金額は、昨年末時点で、前年同月比でマイナス 12.6%と減少しているのに対し、民間企業の場合は、前年同月比 52.6%増と対照的な動きとなっています。この統計にはサービス業は入っていませんが、工業分野の民間企業が、昨年、特に下半期以降、いかに苦しい状況にあるかがここでお分かりになるかと思えます。

そういう意味で、中国政府が行おうとしている景気対策は、政策的には正当化されると思えますし、のちほど触れますが、株式市場で株価維持政策 (PKO) を行うのも、金融市場にショックや危機を起こさないという意味で、当面はやむを得ないと考えます。

次の 11 ページですが、この図表は、事業法人と家計から構成される中国の実体経済が、どれだけ、どういうやり方で資金調達をしているかをフローで見たものであります。原統計を、私のほうで、「銀行融資」、株式・社債の発行といった「直接金融」、他はそのどちらにも入らない「オフバランス融資」と分類して見えています。オフバランス融資というのは、例えば企業間の貸付、信託貸付、銀行引受手形等が入っており、いわゆるシャドー・バンキングと呼ばれているものですが、2018 年を見ていただきますと、オフバランス融資はマイナスになっています。マイナスというのはどういうことかと言いますと、貸付よりも回収のほうが多かったということです。通年で見ると、オフバランス融資を急速に引き締めた様子がお分かりになるかと思えます。

では、銀行融資がどれだけ中小企業にまわっているかを見たものが、次の 12 ページになります。残高では 33 兆元ほどありますが、伸び率は 2017 年の第 3 四半期（7～9 月）から徐々に鈍化してきています。この資料を出したあと、新しい統計がでましたので見てみたのですが、昨年 9 月末時点では、前年同期比で 11.4% 増にまで鈍化しているのですが、昨年 12 月末時点では、前年同期比で 8.9% 増にまでさらに鈍化してきています。

かつ、次の 13 ページ目ですが、小型・零細企業と中国では呼んでいますが、中小企業向けの貸出残高は、現在では銀行貸出残高全体の約 3 割強の割合までできています。この割合を、今回の全人代では将来的に 5 割まで伸ばすということを行っているわけですが、オフバランス融資の回収超の一方、中小企業向け貸出残高の伸びの鈍化というのは、気になることです。日本では、資産価格の暴落の後の 1990 年代前半において、景気対策で信用保証協会保証付き融資がパッケージとして盛り込まれていたと思いますが、現在の中国も、かなりそれに近い状況にあるのではないかと見えています。

では、ミクロの動向を見ていきますが、15 ページ目は中国の消費金額の動向です。年間ベースでは、2018 年は前年比で 9.0% 増と、伸び率が二桁を割り込むのは、2003 年以来 15 年ぶりとのことで、消費市場のパイそのものは大きくなっていますが、伸び率は鈍化していることが特徴です。

16 ページは、消費市場の動向を月次ベースで見たものです。左側のほうを見ていただくと、同じ消費の伸び率でも、全体の伸び率と、一定以上の売上有る企業の伸び率がここにプロットしてあります。この一定規模については、国家统计局が毎月サンプル調査ではなく全量調査で行っているのです。時々日経新聞にも出ていますけれども、非常に実態を表す正確度が高いと言われています。見ていただきますと、昨年 11 月、12 月に伸び率が 2% 台にま

で減少してきています。ということは、一定規模の売上のあるリアルな店舗、例えば百貨店やスーパーでの売上が、インフレを考えると、ほぼゼロ成長に近いところまで落ち込んだということです。

同じ一定規模で、自動車や家電を見てみますと、自動車はよく日本の新聞でも販売台数で見られることが多いかと思いますが、この統計では消費金額で出ています。自動車の消費金額の伸び率は、昨年下半期、夏前から大きくマイナスになっています。これは、株式市場の下落に伴う逆資産効果とも関係があると思われませんが、車の販売を実際の金額で見ても、非常に厳しい状況が続いているということがお分かりになるかと思います。

次に 17 ページにあります通り、モバイル決済の動向を見ますと、現在、シェアでは、アリババが提供しているアリペイが全体の 5 割強、WeChat Payment を含むテンセントが 4 割近くを占めています。このモバイル決済の取引金額も、直近では約 5 割増と、四半期ベースで見ると右肩上がりの状況が続いているのですが、2017 年の第 3 四半期（7～9 月）から伸び率はどんどん鈍化してきています。

その一方で、18 ページにありますとおり、中国の GDP に占める第三次産業の比率は、もうすでに 5 割を超えていまして、この傾向は 2018 年も続いています。ちなみに、今回の資料を提出したあと、新しい統計が発表されました。資料には記載していませんが、2018 年の GDP に占める第三次産業の比率は、52.2%となっています。

こうした消費を支えているのは、リアルな店舗でというよりは、むしろインターネットを使った売買でありまして、19 ページでは、2017 年末時点のインターネットユーザー数の推移と、その比率を表しています。実は、やはり資料を提出したあと、新しい統計が 2 月末にでまして、2018 年末時点の中国のインターネットのユーザー数は約 8 億 2,851 万人に増加し、国民のインターネット普及率は 59.6%にまで上昇しています。このインターネットのユーザーですが、20 ページのとおり、20 歳～29 歳、30 歳～39 歳、この二つの年齢層で大体全体の 5 割を占めています。この層が、今後のビジネスを考えていく上で、非常に重要だということです。

こうしたインターネットを使ったサービスについて、グローバルなプラットフォーマーとなっていますが、21 ページにある Baidu（バイドゥ）、Alibaba（アリババ）、Tencent（テンセント）という BAT と呼ばれている三大プラットフォーマーが、さまざまなアプリケーションを使ったサービス、場合によっては企業を買収して、その企業のサービスごとを買って提供するようなことをしています。昨年 10 月から、大阪でも滴滴（DiDi、ディディ）が

使えるようになったと聞いています。ディディには、アリババやテンセントが出資をしていて、またアリババとソフトバンクは資本関係にあるのですが、今日のお昼に、野村證券大阪支店の関係者からスマホのアプリケーションを見せてもらったところ、北京を含む中国で使っているアプリケーションが日本語に翻訳されて出ていて、画面はユーザーとの関係ではほぼ同じものなのとなっていました。現在、中国では、生活のほぼ全てのシーンで、スマホを使ったアプリケーションで済むような世界ができています。人々は、いったんこうした世界に慣れてしまうと、なかなかその前のリアルな世界に戻るということは難しいのではないかなと思います。

22 ページは、インターネット全体のアプリの使用状況を表しているのですが、ユーザー数の伸び率が 2016 年から 17 年にかけて一番大きなものの一つが、資産運用商品です。現在ではほとんどのものが、もうだいたいネットで買えるようにはなってきていると思うのですが、中国では、資産運用商品でさえも、かなりオンラインでの販売チャンネルが相当普及してしまっていて、ユーザー数の伸び率は 1 年間で約 30% 増となっています。ほかに、宅配のサービスも伸びています。中国は共稼ぎが結構多いですし、会社から出て食事をしに行くにしても非常に混んでいるということもあり、オフィスワーカーを中心にインターネットで注文する宅配サービスが非常に普及しています。ほかに、タクシーとハイヤーといったオンラインの配車サービスのユーザー数も、2016 年から 17 年にかけて猛烈な勢いで伸びています。今後、伸び率は徐々に鈍化していくでしょうが、これらの分野は、いわゆる「シェアリングエコノミー」と言われている分野でもあり、いったんこの分野に入ってしまったユーザーをさらに囲い込むためには、こういったインターネット、特にスマホ上でのアプリを使って取り込んでいくしかないという段階にまできていると思います。

23 ページがディディの配車アプリの画面です。本日、いらっしゃった方で、実際にディディのアプリを使って乗ってらっしゃった方は、日本語か中国語は別にして、画面が全く同じだと認識されたのではないかと思います。北京を含む中国では、流しのタクシーはほぼ捕まりませんので、画面上で行き先を入力して車を捉まえると、ほぼ何も運転手さんに説明をしなくても目的地に着きます。また、目的地までも、人工知能 (AI) を使って最適なルートをつづぐらいの中から選んでいきます。そして、最後の支払いも、アリペイか WeChat Payment で支払えます。交通の世界においては、現在、MaaS と呼ばれる Mobility as a Service がカギとなっていて、その最先端がこのディディのサービスに体现されていると思います。また、中国だけでなく、東南アジアでも、こういった配車アプリが現在かなり

普及しています。こういった交通系から入っていくと、例えば自動車保険とか、医療保険とか、旅行とか、様々な関連するサービスの提供にまで広がっていきます。今後、アリババ、テンセント、バイドゥといったプラットフォーマーが、どのようなサービスを提供していくかということも注視していく必要があるのだらうと思います。

また、本日の資料には盛り込んでいませんが、資料提出のあと、分かったこともありまして、モバイル決済の使用頻度について（中国支払清算協会による）アンケート調査がありまして、2016年と17年を比較しますと、毎日モバイル決済を行う人は、2016年の段階では22.3%しかいなかったのですが、2017年では78.7%と、たった1年間で大きく変化しています。

次に、モバイル決済を利用する理由ですが、現金や銀行カードを持つ必要がないというのが、2016年の段階では47.5%だったのですが、2017年では91.2%と、倍増しています。

では、モバイル決済を使って何に使いますかということですが、生活用品に関して言うと、2016年の段階では42.4%しかなかったのですが、2017年の段階では98.1%にまで増加しています。つまり、生活用品もほぼ毎日、モバイル決済アプリを使って購入しているということです。先ほどの統計で見ると、消費、特にリアルな大口店舗の伸び率が大きく鈍化している一方、このサービス化の流れの中では、ネット化が進行しておりまして、この動きは今後も後退することなく進んでいきましょう。従いまして、顧客の囲い込みといたしましうか、特に20代から30代のユーザーに適したサービスを、どのように提供できるかということが、今後の消費市場のカギを握ってくるのではないのかなと見ています。

総じて、マクロ・ミクロで見ると、非常に指標はよくないのですが、その底流にある生活上の変化というものを、我々は見逃してはいけないのではないかと考えています。

それでは、リスク対策について、「市場の流動性対策がカギ」というパートに移っていきたいと思います。25ページ目は、上海総合指数の推移を月次ベースで見たものです。中国の株式市場では、過去に2回ほど大きな変動を経験してしまして、一つがリーマンショック前からの下落、もう一つが2015年6月から9月にかけての株価の下落です。今回は、2018年6月から始まった米中貿易摩擦の激化に伴う下落で、過去10年間を見ると、株式市場では3回ほどショックを経験しています。

26ページ目は、2015年から月次ベースで株価の動向を見たものです。見ていただきますと分かりますとおり、昨年6月から株価が下落し始めまして、10月中旬の段階で、のちほど触れますが、中国政府が株式市場対策を発動し、現在では反転してきて3,000ポイントに

まで近づく水準までできています。ただ、先ほどから申し上げましたとおり、実体経済は特に何も変わっておりませんので、株価の上昇だけが先行する事態というのは、個人的には、持続性という観点で少し疑問を持っています。

27 ページ目の株価収益率（PER）ですが、2015年の株式市場でのショックがあったときは、最高で24～25倍までいきました。2018年も、春節前後に20倍までいきましたが、現在は約14倍で、2015年の上海での株式市場のショックが始まる前の水準にまで戻っています。

28 ページ目は、ご参考までということで、説明は割愛させていただきたいと思います。

29 ページ目以降は、株式市場対策の要約と評価です。2018年10月18日の木曜日、上海総合指数が2,500ポイントを割り込みました。だいたい2,500ポイントが当時の警戒ラインだと思っているのですが、終値では2014年11月以来の安値になりました。翌日金曜日、米中貿易摩擦で中国側のアメリカとの交渉担当副総理であり、金融担当でもある劉鶴副総理が、市場安定策と市場制度改革、長期資金の市場参入奨励策、民間企業支援、対外開放の拡大という5分野からなる株式市場対策を発表しています。同時に、中国人民銀行、銀行・保険、証券の各監督当局の主席も、この5分野に関して声明を発表しています。この顔ぶれから見ても、いかに株式市場の下落というのが看過できない問題であり、見逃せない問題になっていたかということがお分かりになるかと思います。短期的には、株式担保融資の処理の問題がカギでありました。すなわち、株価下落に伴い、株式担保融資を強制決済してしまうと、企業が破綻してしまいますので、貸し手に対して行政指導を行って、合理的に判断することを求めました。要は、急に資金を引き揚げてはいけないということを金融機関に指導し続けた一方、借り手の流動性を支援するスキームも作っています。ここに記載している一つ目と二つ目は、ほぼ同じことなのですが、保険会社と証券会社に特別ファンドを作らせて、これは通常の商業勘定とはまた別なのですが、担保株式の買い取り、もしくは株式担保融資の継続ということをさせています。それでもやはり短期の資金繰りの問題がありますので、民間企業の社債発行支援も打ち出されています。支援策は以下の通りです。民間企業は社債を発行する際、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）というデフォルト保険を設定しています。保険料は投資家が払っているのですが、実際のデフォルトが起ると、アレンジャーが保険金を支払います。そのアレンジャーに対して、中国人民銀行（中央銀行）が支払い保証する、すなわち社債発行に対する二次保証を行うスキームです。直接、民間企業の社債の償還を中央銀行が保証することはできませんので、CDSというデフォル

ト保険の信用補完を中央銀行が行うというものです。これだけをとって見ると、日本であれば、日経新聞の1面で大きく取り上げられるぐらいのインパクトがあるかと思うのですが、そのような株式市場対策を昨年10月中旬から発動しています。

次に、担保株式を処分していくと、処分の方法には、例えば新たなファンドが担保株式を買い取ったり、株式担保融資を継続したりすることがありますが、実質的な所有権は買い手のほうに移っていきます。これはいわゆる合併・買収(M&A)です。上場会社のM&Aに関しては、中国では証券当局の審査と認可が必要なのですが、この審査と認可を早めないと、流動性対策が進みませんので、30ページでも記載しております通り、四つ目として、M&Aの金額が小さい場合は予備審査を省き、審査をスピードアップする方針です。かつ、M&Aに際して、本来であれば市場から退出しなければいけないようなゾンビ企業が残らないようにするために、将来有望なハイテク分野を優先して審査するというレーンシステム審査制度を活用するとしています。これも、おそらく日本でやる場合は、新聞の1面に載るくらい大きな話だと思います。

ほかに、新聞の1面に載るような話としては、自社株買いの規制緩和があります。これまで、自社株買いは、会社法上、原則、株主総会の決議がないとできなかったのですが、会社法を改正することによって、会社が企業価値の維持のために必要と認めれば、取締役会で決議をして、自社株買いができるようにしています。同時に、金庫株制度も導入しました。要は機動的な自社株買いによって、株主還元をすると同時に株式市場対策を行えるようにしたのですが、この会社法の法改正も、昨年9月に法案ができて、2カ月後の11月には可決しています。株価バブルが崩壊したあとの日本でも、1994年に当時の商法を改正して、株式市場対策としての自社株買いがかなり脚光を浴びた時期もありました。今回の中国での自社株買いの活用も、日本であれば新聞の1面に載っておかしくない話だと思います。米中貿易摩擦の激化によって株式市場でショックが発生し、そのショックが中小企業の資金繰りに短期的に波及しないよう、一連の対策を10月中旬から立て続けに行っています。日本ではあまり報道されていないかと思いますが、私自身が毎日中国で見ている経済系、証券系の新聞では、毎日この話題ばかりでした。よく日本の方から、中国のバブル「崩壊」を懸念し、今後、いろいろなリスクが顕在化するのではないかという照会を受けますが、私自身としては、もうすでに金融市場ではリスクが顕在化していて、金融市場のリスクが、これ自体目に見えない抽象的なものですが、次にリアルなセクターに波及しないように、今、対策を講じているという説明をしてきました。そのステージは今も続いています。従いまして、

いろいろなリスクシナリオという意味では、日本の金融機関にしても企業にしてもそうですが、金融というのは目に見えなくてなかなか折り込むことが難しいとは思いますが、その金融市場のリスクシナリオを、グローバルな投資家も、もっと十分に折り込む必要があると思っています。

株式市場対策をしつつ、かつ、市場も安定してくる中で、31 ページの通り、為替も元安から元高に局面が変わりつつありまして、現在、小康状態になっています。今月末（注：その後 3 月末から延期を重ねている）に米中首脳会談があると言われてはいますが、外的なショックが中国国内の市場もこれ以上波及しないように、中国がアメリカとの間で、短期的、かつ中長期的な合意を得られるかどうかというのが、当面の注目点です。

米中関係に関しては、今年は、G20 の首脳会合が 6 月末に大阪で行われるため、この大阪も舞台になる可能性があります。アメリカのトランプ大統領も、一説では 5 月と 6 月の 2 回訪日すると言われてはいますし、習近平国家主席も、昨年 10 月の安倍首相の第二次政権としての初の公式訪中を受けて、今年 6 月末の G20 首脳会合を機に日本を訪問するかと思っています。3 月末までにどれだけまとまるかという問題がありまして、おそらく何らかの合意はなされると思うのですが、そのあとも同床異夢であったり、合意内容で曖昧だった点について、米中間でいろいろな問題が出てくると思います。そういった点は、6 月末のこの大阪での G20 首脳会合のときの二国間の会談でまた調整していく、そんな可能性があると思います。

それでは次に、「資本市場の機能の活用」というパートに移らせていただきたいと思います。33 ページを見ていただきたいと思います。2017 年 10 月の中国共産党・第 19 回党大会の政治報告には長期目標の設定があるのですが、金融改革についても言及があります。金融改革については、直接金融の比率を引き上げて、多様な資本市場の健全な発展を促進する方針です。そのためには、プレーヤーを多様化していく必要があるため、これまで中国の金融分野では、外資に対して出資比率、ライセンスともに制限を課し、特に生命保険、証券業、資産運用業では非常に厳しかったのですが、サービス業の対外開放の拡大の中で、規制緩和を行い、昨年からは銀行、生命保険、証券での外資参入を促進する政策が具体的に出ています。

金融業への外資参入促進によって、どのような成長分野に資金を回していくかということについては、34 ページにあります通り、重点分野として、インターネット、ビッグデータ、AI、グリーン・低炭素、シェアリングエコノミー、人的資本向けのサービス等が挙げられ、新たな成長の原動力を作り出すとしています。AI につきましては、実は日経産業新聞

でおもしろい記事を見たのですが、データをどれだけ集めるかということと、よくデータサイエンティストと言われていますが、データをどうやって分析するかというのは別問題でありまして、AI人材の育成という意味では、実はアメリカが先行しています。世界には、約190万人のAI関連の知識を持つ技術者がいると言われていますが、そのうちのアメリカは85万人で、半分近くを占めています。よく中国はAI大国、AI大国と言われていますが、私もこの記事を見てびっくりしましたが、人材面では、5万人しかいないのです。実は、AIの分野でも、実はアメリカが圧倒的な影響力を持っています。ただ、中国も、のちほど触れますが、「中国製造2025」を掲げ、相当キャッチアップしてきていますので、アメリカとの貿易戦争というのは、先ほども理事長からお話がありました通り、一種のハイテク摩擦、技術摩擦になっていまして、この技術摩擦の動きは、今後も長期化すると見ています。

35 ページ目以降に移ります。中国のイノベーションといった場合、「下からのイノベーション」と「上からのイノベーション」の二つの流れがあるかと思えます。このインターネット分野に関して、私自身はむしろ民間主導で起こってきたイノベーションを国があとから後押ししているというように見えています。この後押ししているものが、2015年に出た「インターネットプラス行動計画」で、2018年と2025年にかけて各ステップを踏んで、インターネットを使ってイノベーションを起こしていこうというものです。

36 ページ目に各重要分野を挙げていますが、詳細は割愛させていただくとして、この1番目にある創業・創新について、習近平指導部になってから変わったこととして、起業というのでしょうか、会社が非常に作りやすくなったというのがあり、中国には古い、オールドエコノミーも残っていますが、新しい企業を作りやすくする、そういう規制緩和も行われていることも、ここで強調しておきたいと思えます。繰り返しになりますが、インターネットの活用の場合は「下からのイノベーション」です。

「上からのイノベーション」というのは、37 ページ目ですが、「中国製造2025」です。これは、アメリカが問題視している政策です。昨日の全人代での政府活動報告では、今年は1回も触れられず、アメリカに非常に配慮した政治活動報告になったと言われていました。「中国製造2025」は、むしろ「上からのイノベーション」として政治・政府主導であります。アメリカとの貿易摩擦が激化してから、この「中国製造2025」は、中国国内ではほとんど報道されなくなっています。ただし、貿易摩擦があるからと言って、実際に「中国製造2025」に基づく政策が行われていないというのは、少しまた別問題で、名前や形を変えて、自国の産業の製造分野でイノベーションを進めていく流れというのは、今後も変わらないのだら

うと見えています。

38 ページ目に数値目標が書いてありませんか、詳細は割愛させていただきたいと思います。項目のうち、グリーン発展は、立花専務様から(国連が設定した)持続可能な開発目標(SDGs)のお話もありましたが、中国もSDGs、特に金融分野ではグリーンボンドの発行に非常に熱心ですし、投資に関してもESG(環境、社会、ガバナンス)ファクターを重視する方向にあります。環境分野では、企業に対し環境情報開示を強制する方向で動いていまして、まだ具体的なルールはできていませんが、中国の環境省に相当する役所と、中国の証券当局とで、この環境強制開示について検討しているということも、一つ注目しておくべきだと思います。

39 ページが、多様な株式市場の構築についてです。リードの4番目にあります通り、中国のイノベーション企業は、海外で上場しているケースがほとんどですが、これを国内に回帰させようということで、昨年、中国預託証券(CDR)という、ちょっとテクニカルな話ですが、海外で上場している中国企業株を国内の投資家も買えるようにする制度が解禁されました。しかし、今まで使われた実績は一つもありません。それは、やはり制度設計がうまくいかなかったということかと思われそうですが、そのため、現在、上海証券取引所に新興市場として中国版ナスダック(科創板)をつくらうという構想がありまして、3月1日にルールのパブリックコメントが出たばかりです。中国国内のイノベーション企業、例えば、将来のシスメックスさんになるような企業を中国国内で上場させようという制度設計を、現在、作っているところです。新興市場の設立も、注視していく必要があるだろうと思っています。

対外開放の拡大では、40 ページ目にありますとおり、この上から二つ目のところを見ていただきたいのですが、証券や生命保険では、2018年に外資出資上限を51%まで引き上げていまして、3年後の2021年には上限自体を撤廃するという方向性が出ています。この規制緩和を使って新しく証券会社を作る動きとしては、アメリカのJPモルガンと、日本では野村ホールディングスが、それぞれ中国政府に対してすでに申請書を提出しています。審査も進んでいますので、アメリカとの貿易交渉次第ですが、トランプ大統領と習近平国家主席の米中首脳会談がうまくいけば、その直後かその前後に、日米2社にライセンスの認可が出る可能性があると思っています(注:2019年3月29日に認可を公表)。他には、中国政府は外国人投資家の活用ということを考えていまして、中国の人民元建て株式(A株)をグローバルな株式指数に組み入れたり、海外から中国向けの証券投資の運用枠を倍増させたりという動きが今年に入ってから出ています。

日本では、アベノミクス以降、外国人投資家の株式保有比率は 3 割前後にまで上がってきていますが、中国はまだ約 2.7%です。中国向けの投資には、直接投資と証券投資がありますが、証券投資、特に株式投資においては、まだまだ外国人投資家の保有比率を引き上げる余地が大きく、当面、対内証券投資の流入に向けた規制緩和は、今後も続いていくだろうとみています。

42 ページと 43 ページには、ご参考までですが、2018 年の金融業の対外開放 12 項目とその進捗状況を整理していますが、ほぼ年内にさまざまなルールが制定され終わったというところでは。

残り 6 分ほどありますので、最近の日本と中国との関係について触れさせていただきたいと思います。

45 ページで、対中直接投資を見ますと、2018 年の対中直接投資は全体で約 1,400 億ドルとなりました。リーマンショックのときは、投資の伸び率が急速に落ち込んだのですが、その後徐々に、以前のような伸び率は出なくなってきています。中国がこれから構造改革をしてく上で、サービス業の振興は非常にカギになってきますので、今後の外資導入政策の重点はサービス業になりますし、実際にそのような規制緩和を行っています。その中で日本の企業の立ち位置ですが、中国側の統計で見た日本企業の対中直接投資のピークは、実は 2012 年です。2010 年に、例の漁船衝突事件があり、反日デモがあり、2012 年 9 月に尖閣の国有化があり、やはり反日デモも発生しました。日本からの対中直接投資は、2012 年は 70 億ドル強だったのですが、46 ページの通り、2014 年にはそれが 2 年間で約半分近くに減少し、さらに 2016 年にかけて大きく落ち込んできています。2017 年からは徐々に日中関係の改善に向けた兆しがでていまして、2018 年は順位こそ 6 位に落ちましたが、2017 年の 32 億ドルに比較して 38 億ドルへと増加し回復してきています。今後の中国経済はますますサービス業が中心になっていくでしょうから、外資の製造業分野での大きな投資はなかなか想像しにくいのですが、中国経済のサービス化に合わせた投資パターンに変わっていく可能性が高いと見ています。他に、日本企業の対中直接投資の中には効率化をめざす動きもあり、効率化の中には現地人材の活用もあります。北京や上海には、日本企業の中国での統括会社を設けるケースがあり、最近の動きを見ていますと、日本人を現地に派遣すると非常にコストがかかりますので、極力、現地でスタッフを育てて、日本人の後任は中国のスタッフが引き継ぐとか、同じく中国に日本人が残る場合でも、北京と上海を兼務して両方カバーするなど、統計では計り知れませんが、そういった動きがあるように思います。また、最近では中

国の大気汚染もだいぶ改善してきたのですが、今年は米中貿易摩擦の関係で、工場の稼働率も上がっており、環境問題で停止していたような工場が、どうも稼働しているようです。私も、今年の春節が明けてから喉の調子がよくないのですが、家族帯同で来る日本人駐在員も減ってきたように思います。欧米の場合は、海外駐在は、原則、必ず家族帯同と聞いていますが、日本企業の場合、コストや環境面での問題で、単身者も増えてきたような感じがいたします。

昨年は、日中首脳会談が2回行われました。1回目は、5月に李克強総理が日中韓サミットに合わせて東京に来たときと、安倍総理が10月に訪中したときの二つありましたが、金融分野についても、昨年の5月にいくつかの合意がなされ、特に、47ページの①人民元建て適格外国機関投資家(RQFII)枠の付与と②人民元クリアリング銀行の日本への設置と円-人民元の通貨スワップ協定の締結は、実はもうすでに中国と他国では進められていたことですが、日本との関係では、ようやくここに来て、①と②も妥結し、他国と同じレベルを確保したことが挙げられます。それ以外にも、債券業務や証券分野でも協力を進めていくことで合意しました。また、資料には書いていませんが、日本の金融庁と中国の証券当局が覚書を結び、日中証券市場協力が新たに動き出しています。目玉は、証券市場協力を進めるための官民のフォーラムの相互開催です。フォーラム開催の目的は、日中は政治関係でいろいろな問題が起こると様々な交流が止まってしまうのですが、政治上問題が起こったとしても、金融や証券分野については、そのプラットフォームを使って動き続けるようにというものです。本格的な金融協力の再開とともに、証券市場協力が動き始めました。

48 ページ目ですが、先ほど申し上げましたとおり、中国は、直接金融の比率の引き上げと資本市場の活用を方針としています。それを、さまざまな主要国やアジアと金融協力の枠組みを使って行おうとしています。ようやく日本も他国と同じ土俵に乗りましたし、証券分野の協力では、他国を一步リードする格好となりました。中国経済は、マクロ・ミクロともに、指標としては非常によろしくないのですが、証券・資産運用分野の活用は、市場メカニズムを使った改革という意味で、今後も目が離せないのではないかと思います。

ちょうど1時間経ちましたので、私からのプレゼンテーションは以上とさせていただきます。長い時間、ご清聴ありがとうございました。

(拍手)

<終了>