

BBLセミナー コメント資料

2018年3月16日

「二期目に入った習近平体制
—経済政策のゆくえ—」

関 志雄

資料からの引用は不可

二期目に入った習近平体制 —経済政策のゆくえ—

独立行政法人経済産業研究所 コンサルティングフェロー
株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

関 志 雄

2018年3月16日

株式会社野村資本市場研究所

今日のテーマ

- 供給側改革の進展
 - 過剰生産能力の削減による企業業績の改善

- 過剰債務の解消
 - 成果を上げつつある金融引き締めとマクロ・プルーデンス政策

- 未完の国有企業改革
 - 混合所有制改革は成功するか

- フィンテックの急成長
 - 市場規模だけでなく、イノベーションの力も世界一へ

なぜ「供給側構造改革」が必要なのか

■ ミクロ面

- 一部の産業において、供給が需要の変化についていけず、両者の間にミスマッチが生じた。
- 鉄鋼や石炭など、需要が縮小している分野において、企業は過剰設備を抱えており、収益性も悪化した。
- 海外旅行ブームと「爆買い」に象徴されるように、旅行サービスや贅沢品など、一部の産業において、消費者が国内の供給には量と質ともに満足できず、国内の需要は海外に漏れ出している。

■ マクロ面

- 中国の経済成長率は、2010年を境目に、大幅に低下している。これは需要不足による景気後退よりも、労働力の減少など供給側の制約による潜在成長率の低下を反映している。
- 今後の経済成長は労働投入量の拡大よりも生産性の上昇に頼らなければならない。

- 政府が取り組んでいる「供給側構造改革」は、生産性の上昇よりも需給インバランスの解消に重点を置いている。

供給側構造改革の五大任務

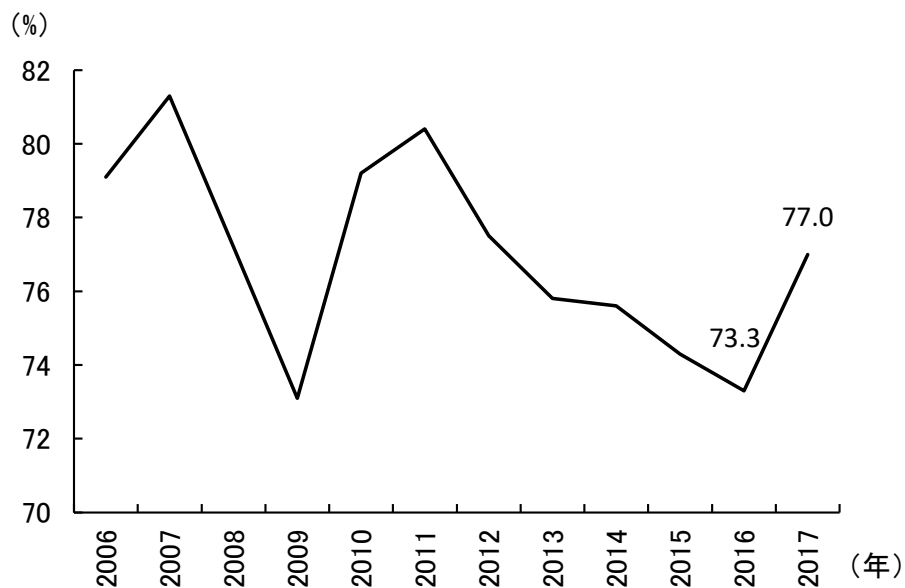
①過剰生産能力の解消	各地は、具体的な任務と目標を明確にし、環境保護・エネルギー消費・品質・基準・安全などの各種の参入条件を高め、制度建設や法執行を強化する。「ゾンビ企業」の処理を進め、補助を断つべきものは断ち、融資を断つべきものは断ち、「点滴」や「人工呼吸器」のようなものでの延命はきっぱりとやめなければならない。
②過剰在庫の解消	戸籍制度改革の取り組みを強化し、出稼ぎ労働者の都市移住のための財政・租税・土地といった関連制度を構築・整備する。
③過剰債務の解消	マクロ面ではばらまきをせず、ミクロ面では「金融機関による損失補填を通じた金融商品の元本保証」を秩序正しく打破し、違法な資金調達などの状況を法にのっとって処理し、市場の秩序を確実に正す。
④コストの低減	全体的な税負担を引き下げ、不合理な費用徴収を撤廃し、行政による審査認可の対象を減らす。
⑤脆弱部分の補強	貧困撲滅の取り組みをより照準の絞られたものとし、科学技術の革新とエコ文明の建設をしっかりと進め、インフラ建設の資金調達と運用にかかわる体制・メカニズムを完備させる。

(出所) 「今年の第1四半期の情勢を踏まえてトレンドについて伺う——権威筋が語る当面の中国経済」、『人民日報』、2016年5月9日付より野村資本市場研究所作成。

過剰生産能力の解消

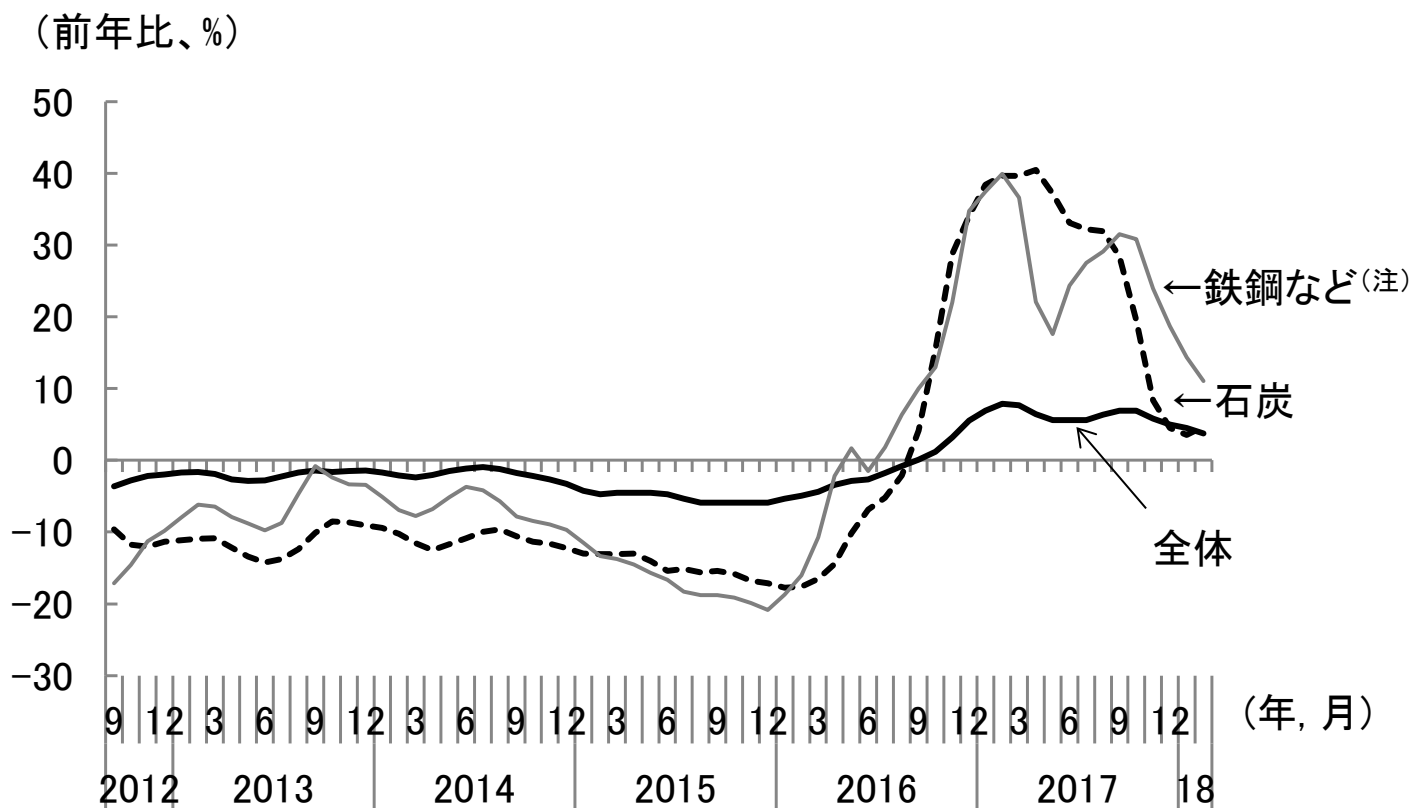
- 鉄鋼、石炭などの分野において、すでに年間削減目標（鉄鋼5,000万トン、石炭1億5,000万トン、石炭火力発電5,000万kW）を達成（出所：中国国家统计局、2018年1月18日の発表）。
- 2017年の工業部門における生産能力利用率77.0%（前年比+3.7%ポイント）、うち石炭は68.2%（同+8.7%ポイント）、鉄鋼は75.8%（同+4.1%ポイント）

上昇する工業部門における生産能力利用率の推移



（出所）CEICデータベース（原データは中国国家统计局）より
野村資本市場研究所作成

中国における生産者物価指数(PPI)の推移 —全体 Vs. 過剰生産能力を抱える業種—

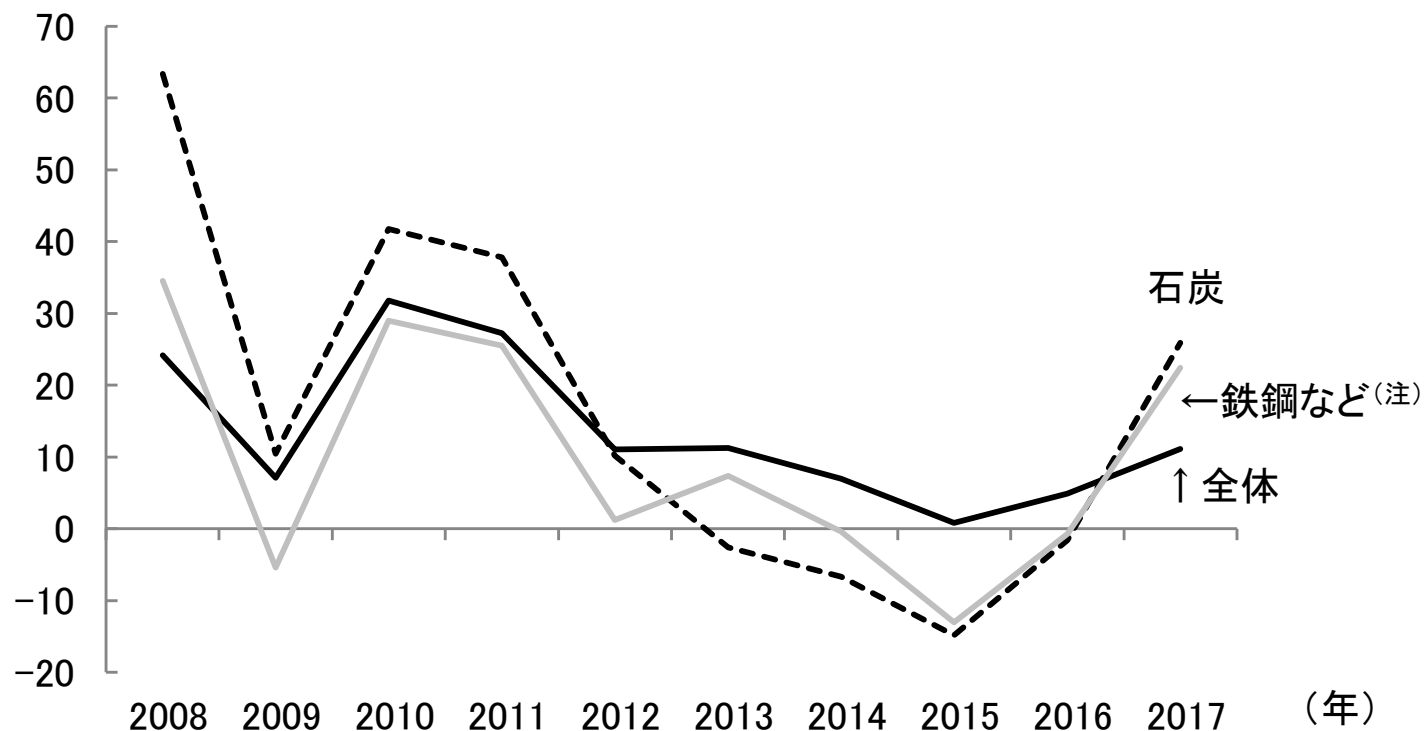


(注) 統計の分類は鉄金属精錬圧延加工。

(出所) CEICデータベース (原データは中国国家统计局) より野村資本市場研究所作成

中国における工業企業の主業務収入の推移 — 全体 Vs. 過剰生産能力を抱える業種 —

(前年比、%)

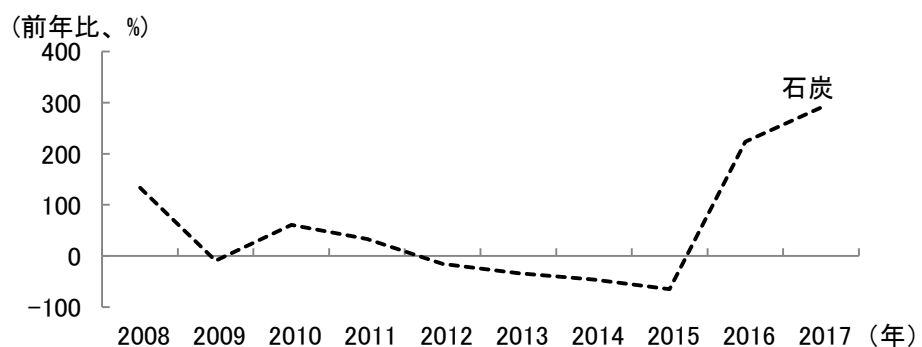
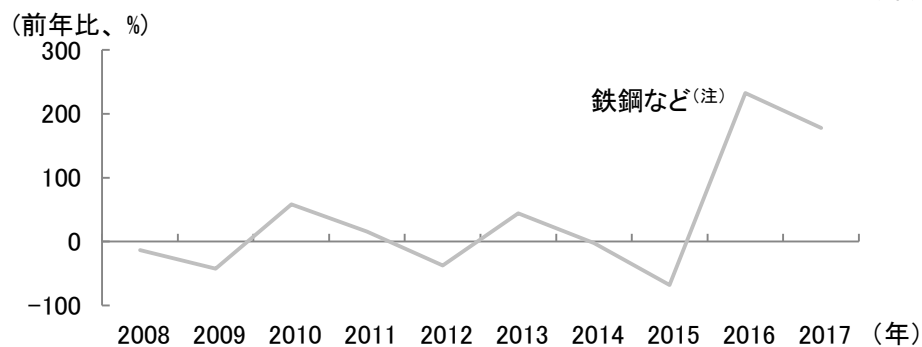
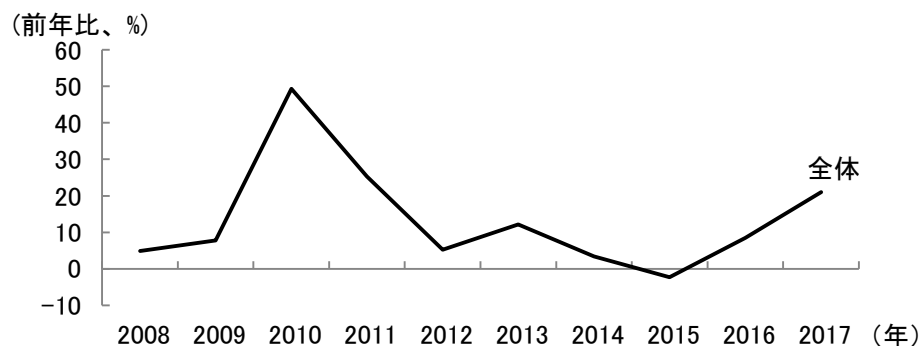


(注) 統計の分類は鉄金属精錬圧延加工。

(出所) CEICデータベース (原データは国家统计局) より野村資本市場研究所作成

中国における工業企業の利潤の推移

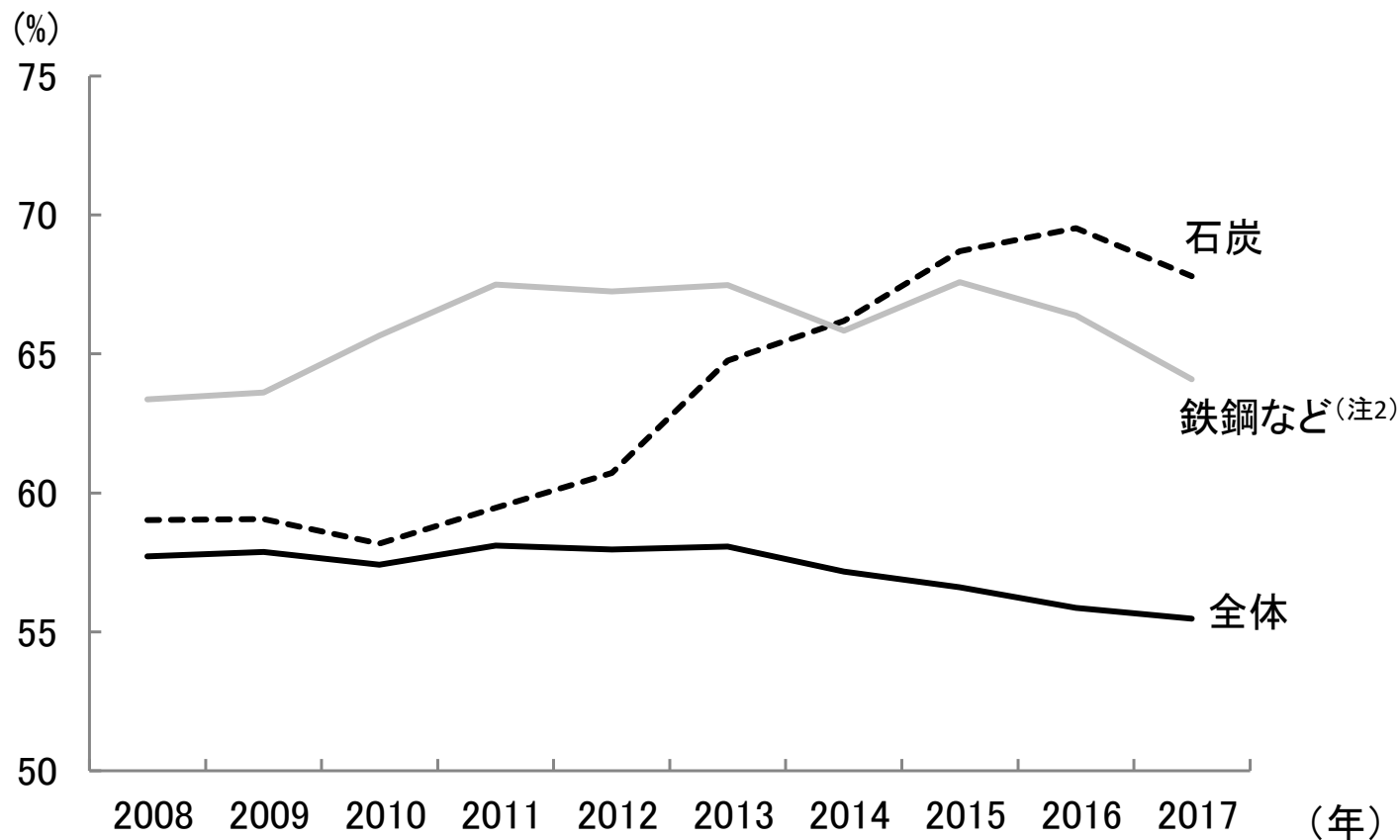
— 全体 Vs. 過剰生産能力を抱える業種 —



(注) 統計の分類は鉄金属精錬圧延加工。

(出所) CEICデータベース (原データは国家统计局) より野村資本市場研究所作成

中国における工業企業の資産負債比率の推移 — 全体 Vs. 過剰生産能力を抱える業種 —

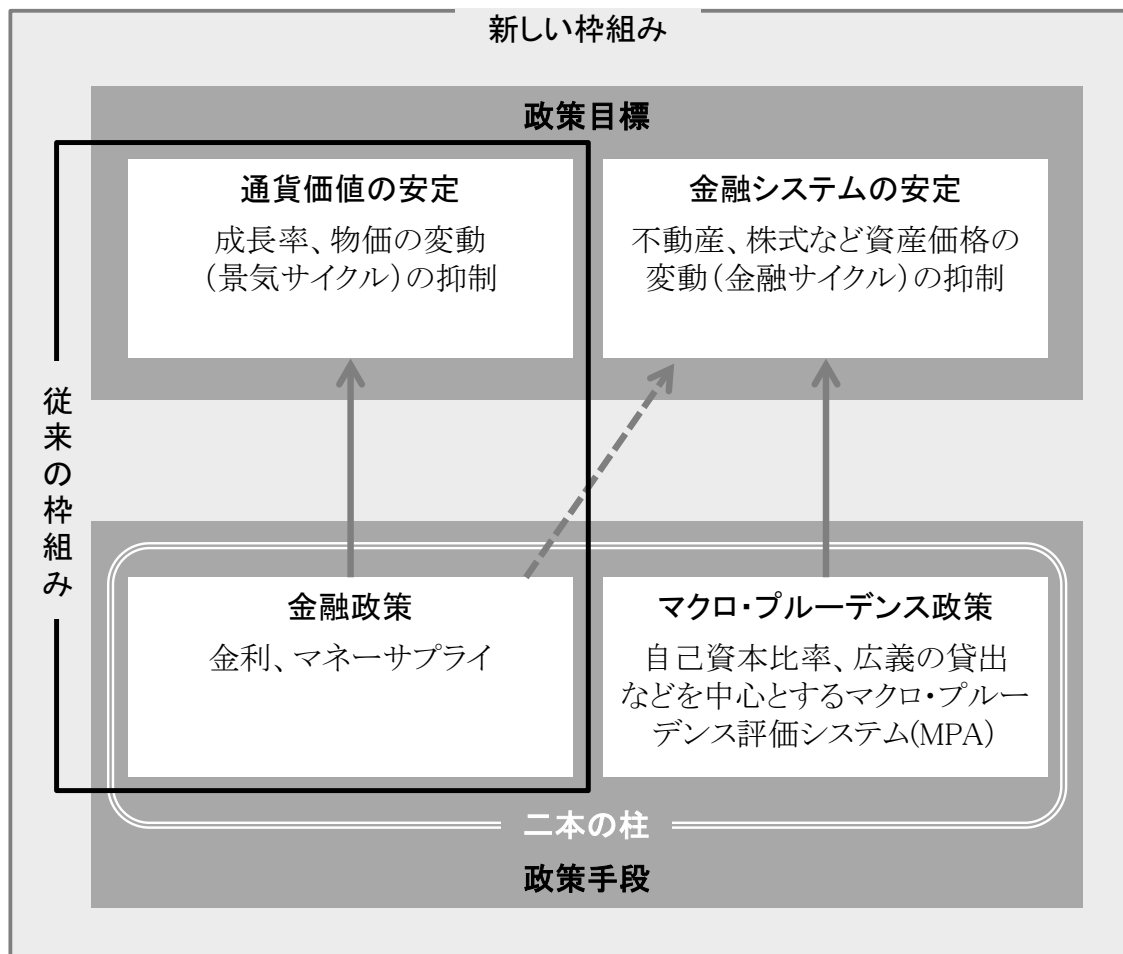


(注1) 年末値

(注2) 統計の分類は鉄金属精錬圧延加工。

(出所) CEICデータベース(原データは国家統計局)より野村資本市場研究所作成

中国におけるマクロ・コントロール政策の枠組み



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

2016年導入されたマクロ・プルーデンス評価システム(MPA)における評価項目と評価指標

	項目	指標
1	資本とレバレッジ状況	自己資本比率、レバレッジ比率
2	資産負債状況	広義貸出増加率、委託貸付増加率、インターバンク負債比率
3	流動性	流動性カバレッジ比率、安定調達比率、準備金制度遵守状況
4	価格決定行為	金利決定行為の運営状況
5	資産の質	不良債権比率、貸倒引当金カバー率
6	対外債務リスク	対外債務リスク・ウェイトの加重残高、対外債務枠遵守状況、対外債務の期間構造
7	貸出政策執行	貸出政策評価結果、貸出執行状況、中銀資金運用状況

(出所) 中国人民銀行、各種報道より野村資本市場研究所作成

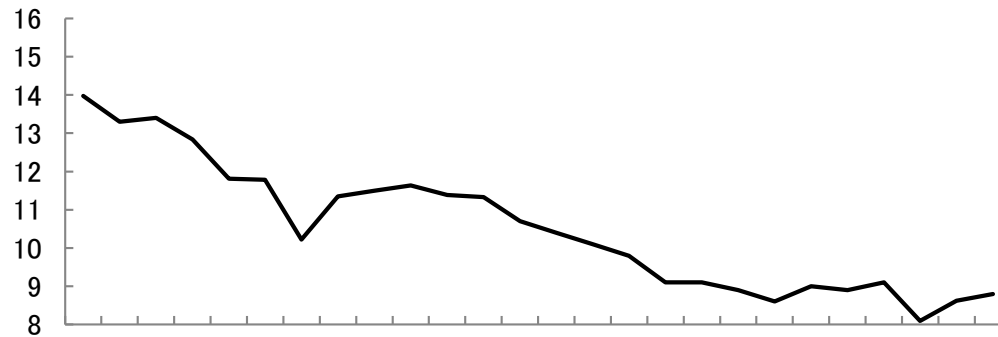
- 評価指標の中で、自己資本比率が最も重視されている。資本は金融機関の損失を吸収するための重要なクッションであることから、貸出をはじめとする資産拡張がその規模によって制約されなければならない。また、各種の評価指標を算出する際に、債券、株式とその他の投資、金融資産の買戻しも含む広義の貸出が重視されるようになったことで、金融機関が資産の移動を通じて貸出規制を回避することが抑えられる。

M2とSHIBORの推移

—鮮明になった金融引き締めの一歩—

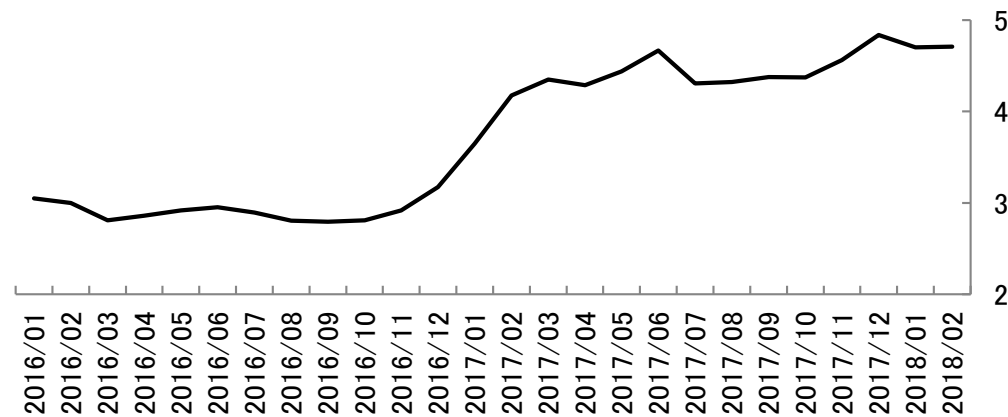
a) 減速するM2の伸び

(前年比、%)



b) 上昇するSHIBOR(3ヶ月物)

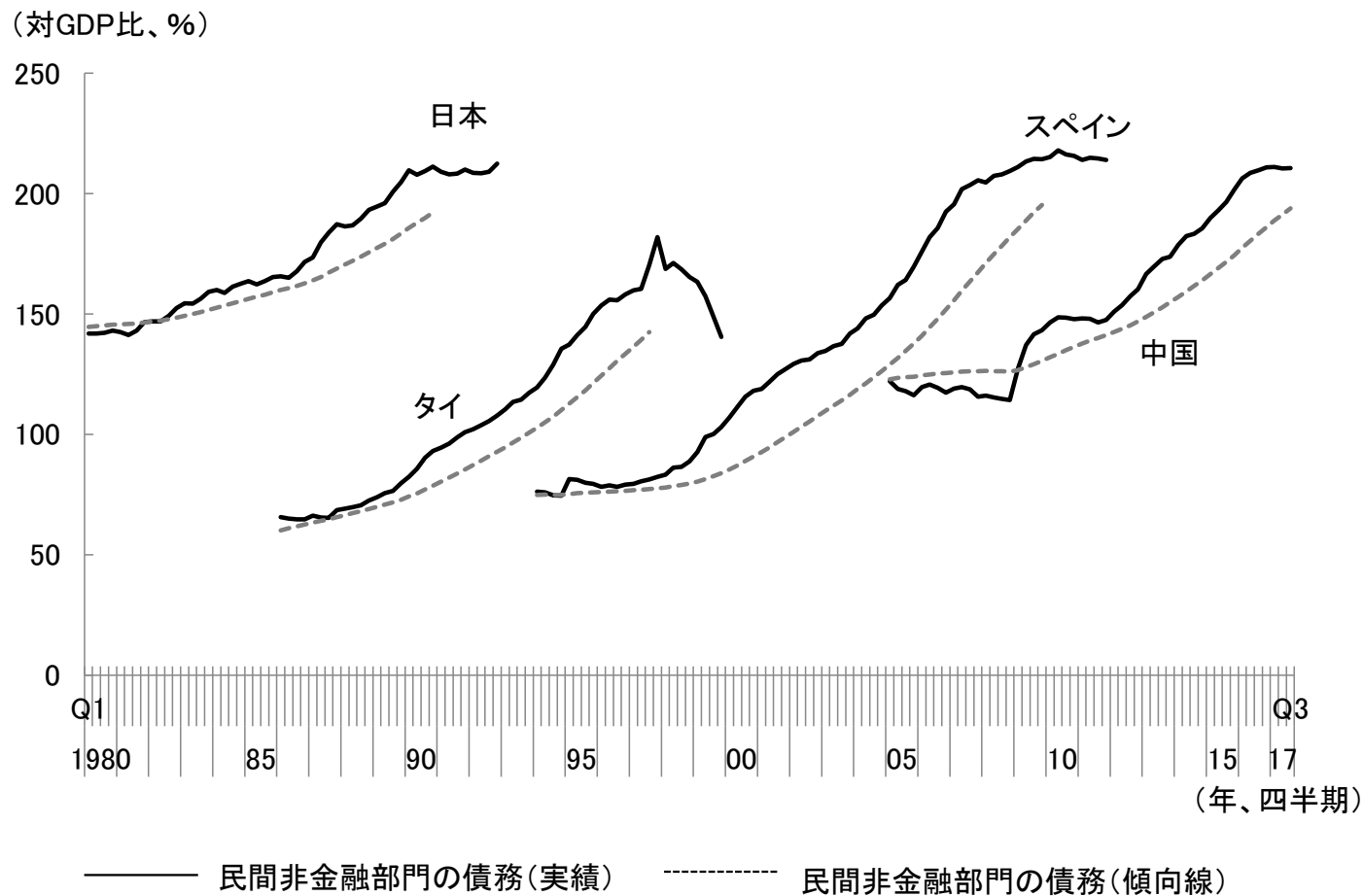
(%)



(年/月)

(出所) CEICデータベース (中国人民銀行) より野村資本市場研究所作成

中国の民間非金融部門債務の対GDP比とその傾向線からの乖離 —日本、タイ、スペインとの比較—



(出所) BISより野村資本市場研究所作成

中国の商業銀行の不良債権と貸倒引当金カバー率の推移

年	不良贷款余额 (亿元)	不良贷款率 (%)	拨备覆盖率 (%)	资本充足率 (%)
2006	12,549	7.09	-	-
2007	12,684	6.17	41.4	8.4
2008	5,603	2.40	116.6	12.0
2009	4,973	1.58	153.2	11.4
2010	4,336	1.13	217.7	12.2
2011	4,279	0.96	278.1	12.7
2012	4,929	0.95	295.5	13.3
2013	5,921	1.00	282.7	12.2
2014	8,426	1.25	232.1	13.2
2015	12,744	1.67	181.2	13.5
2016	15,122	1.74	176.4	13.3
2017	17,057	1.74	181.4	13.7

(注) 期末値

(出所) CEICデータベース (原データは中国銀行業監督管理委員会) より野村資本市場研究所作成

中国における混合所有制改革

- 中国政府は、競争的市場環境の確立と国有企業のガバナンスの強化を目指して、「混合所有制改革」に取り組んでいる。
- 混合所有制の二つの側面
 - 国有企業と非国有企業（民間企業、外資企業など）が共存する「混合所有制経済」(mixed economy)というマクロの側面
 - 国有資本だけでなく非国有資本（民間や外資、従業員による出資など）も受け入れる「混合所有制企業」(mixed-ownership enterprise)というミクロの側面（この場合、出資者の権利を明確化するために、株式制を採るのが一般的）
- 習近平政権下の混合所有制改革は、混合所有制経済よりも混合所有制企業の推進が中心となっている。
 - 選ばれた一部の国有企業に民間資本を導入するという形で、すでにパイロットテストが行われている。
 - 中でも、本業が改革の対象となっている上、新たに資本参加する戦略的投資家には多くの著名な民営企業が含まれているというチャイナユニコムでの取り組みは、大型国有企業の混合所有制改革のモデル・ケースとして、内外から注目されている。

混合所有制改革に伴うチャイナユニコムの株主構成の変化

(シェア、%)

分類		株主	改革前	改革後
大株主		チャイナユニコム・グループ	62.7	36.67
戦略的 投資家	金融グループ	中国人寿	-	10.22
		インターネット企業		
		テンセント	-	5.18
		バイドウ	-	3.30
		京東	-	2.36
		アリババ	-	2.04
	ニッチ企業	蘇寧雲商	-	1.88
		光啓互聯	-	1.88
		淮海方舟	-	1.88
	産業ファンド	中国国有企業構造調整基金	-	6.11
興全基金		-	0.33	
従業員持株			-	2.70
その他の株主(主に公開市場で株式を取得)			37.3	25.40
合計			100.0	100.00

(注1) 一部の戦略的投資家は、直接ではなく、子会社を通じて出資している。

(注2) 四捨五入の関係でシェアの合計が100にならないことがある。

(出所) チャイナユニコム「チャイナユニコムの混合所有制改革に関連する状況の特定事項に関する公告」(2017年8月20日)より野村資本市場研究所作成

チャイナユニコムの混合所有制改革の効果と限界

■ 新しいビジネスチャンス

- 今回の混合所有制改革で加わった戦略的投資家は、すべてチャイナユニコムの主要事業と関連性の高い企業で、互いの間に補完性が強い。
- クラウド、ビッグデータ、IoT、AI、家庭用インターネット、デジタルコンテンツ、小売りシステム、電子決済などの分野で戦略的投資家との提携を通じて、従来の業務分野を強化しながら、新しい分野の開拓とイノベーション能力の向上を目指す。

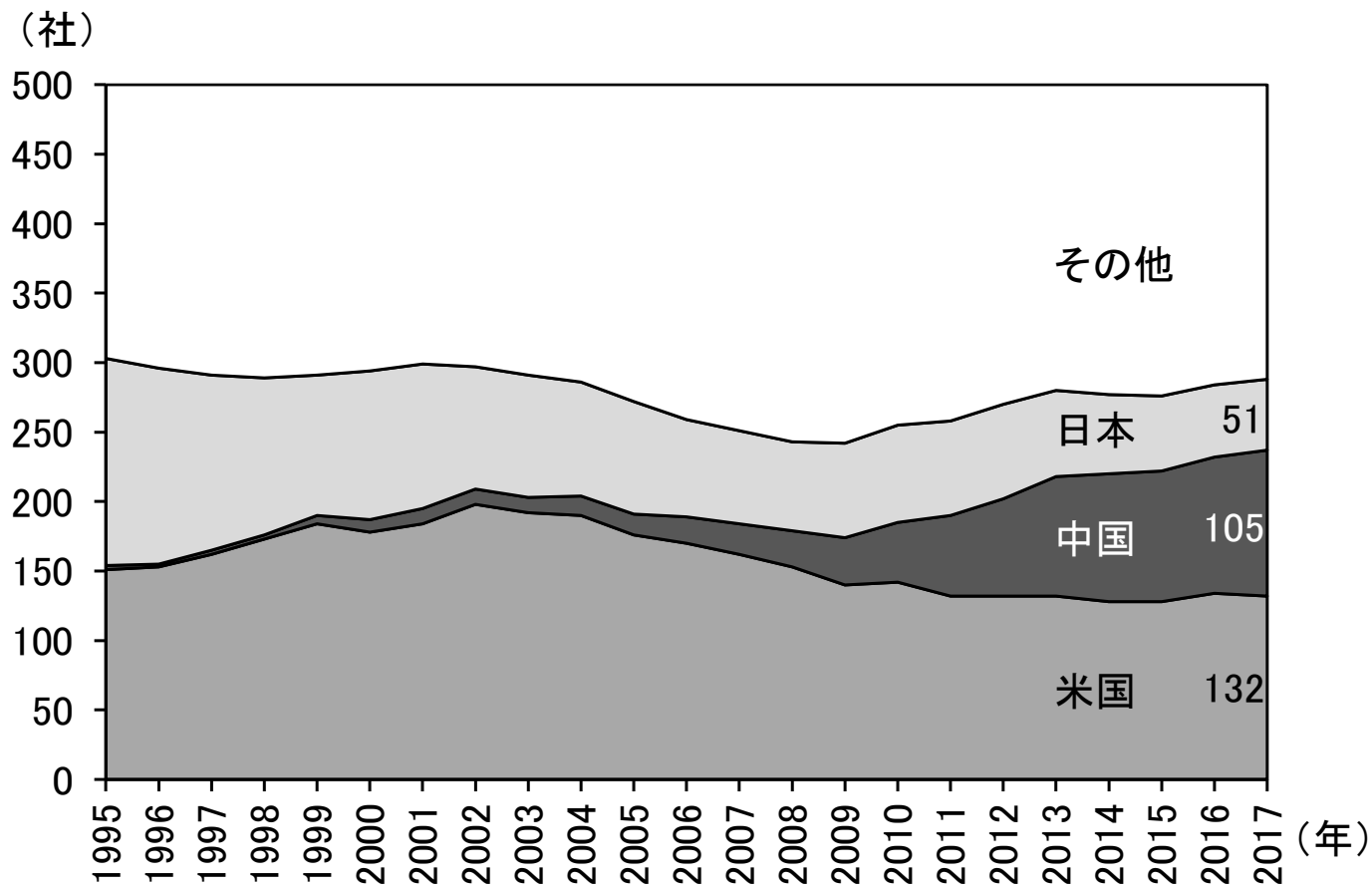
■ 限られた非国有株主の発言力

- 今回の混合所有制改革を経ても、チャイナユニコム・グループは相変わらずチャイナユニコムの支配株主の地位を維持している上、中国国有企業構造調整基金と中国人寿の持ち分を合わせると、国有資本のシェアは過半数のままになっている。
- このため、戦略的投資家を含む非国有株主は、「小株主」の地位に甘んじざるを得ず、重要な意思決定において発言力が限られている。

求められる民営化の推進と独占の打破

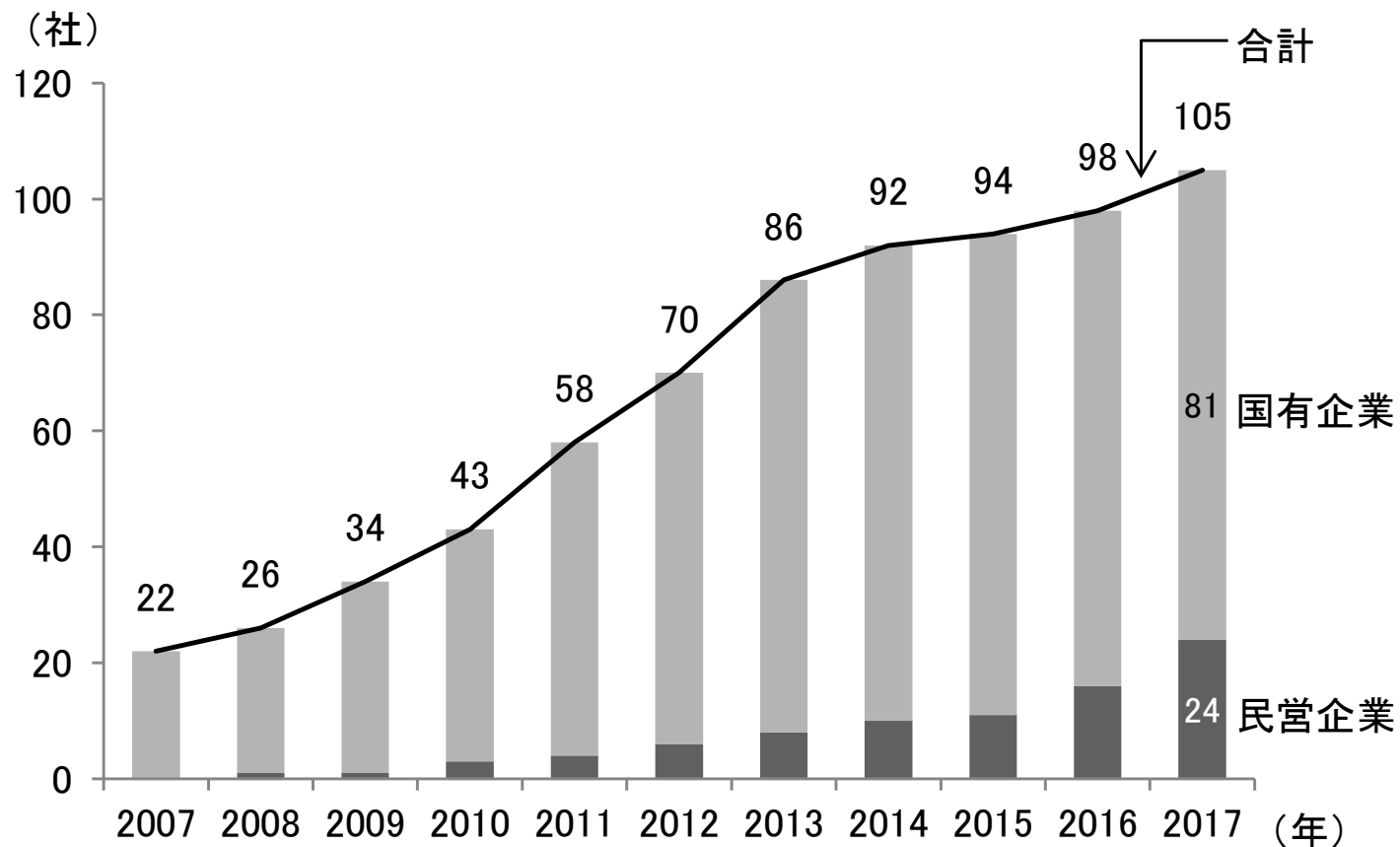
- 混合所有制改革の最大の狙いは、競争的市場環境の確立と国有企業のコーポレート・ガバナンスの強化である。
- しかし、混合所有制改革がその最も有効な手段であるかどうかは疑問である。
 - 混合所有制改革の目的が非国有資本の導入を通じて、一部の業種における国有資本の独占状態を打破することであれば、最善の方法は、企業の混合所有制改革を行うことではなく、参入基準を引き下げ、あらゆる所有制の企業、特に民営企業が国有企業と同じ条件下で、公平に競争できるようにすることである。こうすれば、市場競争を通じて、国有企業のコーポレート・ガバナンスが向上し、生産性と競争力も高まるだろう。
 - 混合所有制改革の目的が株主構造を変えることを通じてコーポレート・ガバナンスを含む経営体制に変化をもたらすことであれば、民営化を通じて、国は株式所有における支配的地位を放棄しなければならない。政府が相変わらず独占的主導権を握ったままでは、国有企業の運営に根本的な変化は生じない。
- 進行中の混合所有制改革は、国有企業改革の最終段階ではなく、民営化に向けての一步であることに期待したい。

「フォーチュン・グローバル500」の国別構成の推移



(出所)“Fortune Global 500”(各年版), Fortuneより野村資本市場研究所作成

「フォーチュン・グローバル500」における中国の国有企業と民営企業の数の推移



(出所) "Fortune Global 500" (各年版), Fortuneより野村資本市場研究所作成

「フォーチュン・グローバル500」における中国企業のセクター別構成(2017年版) — 国有企業Vs.民営企業 —

セクター	国有企業		民営企業		合計	
	社数	シェア(%)	社数	シェア(%)	社数	シェア(%)
資本財・生産者向けサービス	26	89.7	3	10.3	29	100.0
エネルギー	18	94.7	1	5.3	19	100.0
金融	14	77.8	4	22.2	18	100.0
消費財・消費者向けサービス	5	41.7	7	58.3	12	100.0
素材	7	87.5	1	12.5	8	100.0
情報技術	4	50.0	4	50.0	8	100.0
不動産	2	33.3	4	66.7	6	100.0
公益事業	3	100.0	0	0.0	3	100.0
ヘルスケア	2	100.0	0	0.0	2	100.0
合計	81	77.1	24	22.9	105	100.0

(注)各セクターに含まれる業種(「フォーチュン・グローバル500」による分類)は以下の通り。

- ・資本財・生産者向けサービス:工業機械、航空宇宙と防衛、航空、海運、郵便物、貿易、卸売(各種商品)、建設と土木
- ・エネルギー:総合エネルギー、石油精製、鉱業と石油採掘
- ・金融:商業銀行、生命保険、総合金融、損害保険
- ・消費財・消費者向けサービス:自動車と自動車部品、繊維とアパレル、インターネット・サービスと小売り、小売(専門店)、家電
- ・素材:金属製品、化学製品、建設資材とガラス
- ・情報技術:電気通信サービス、通信設備、コンピュータと事務用機械、電子・電気設備
- ・不動産:不動産
- ・公益事業:公益施設
- ・ヘルスケア:医薬品、ヘルスケア施設

(出所)“Fortune Global 500”(2017年版), Fortuneより野村資本市場研究所作成

主要国におけるフィンテックの普及率(2017年)

総合ランキング

順位	国・地域	(%)
1	中国	69
2	インド	52
3	英国	42
4	ブラジル	40
5	オーストラリア	37
6	スペイン	37
7	メキシコ	36
8	ドイツ	35
9	南アフリカ	35
10	米国	33
11	香港	32
12	韓国	32
13	スイス	30
14	フランス	27
15	オランダ	27
16	アイルランド	26
17	シンガポール	23
18	カナダ	18
19	日本	14
20	ベルギー、ルクセンブルク	13

分野別ランキング

分野	順位	国・地域	(%)
決済・送金	1	中国	83
	2	インド	72
	3	ブラジル	60
	4	オーストラリア	59
	5	英国	57
フィナンシャル・プランニング	1	中国	22
	2	ブラジル	21
	3	インド	20
	4	米国	15
	5	香港	13
資産運用・管理	1	中国	58
	2	インド	39
	3	ブラジル	29
	4	米国	27
	5	香港	25
借入れ	1	中国	46
	2	インド	20
	3	ブラジル	15
	4	米国	13
	5	ドイツ	12
保険	1	インド	47
	2	英国	43
	3	中国	38
	4	南アフリカ	32
	5	ドイツ	31

(注)総合ランキングはデジタル情報機器利用者の中で「フィンテックの商品・サービスを2つ以上利用している」、各分野のランキングは「1つ以上利用している」回答者の割合。

(出所)EY, "EY FinTech Adoption Index 2017", 2017より野村資本市場研究所作成

KPMGが選んだ世界フィンテック企業のトップ50社(2017年)

順位	会社名	業務分野	国	順位	会社名	業務分野	国
1	螞蟻金服	決済	中国	26	iZettle	決済	スウェーデン
2	衆安保険	保険	中国	27	51信用卡	レンディング	中国
3	趣店	レンディング	中国	28	OnDeck	レンディング	米国
4	Oscar	保険	米国	29	WealthSimple	資産運用	カナダ
5	Avant	レンディング	米国	30	Circle	デジタル通貨	米国
6	陸金所	資本市場	中国	31	点融	レンディング	中国
7	Kreditech	レンディング	ドイツ	32	Spotcap	レンディング	ドイツ
8	Atom Bank	レンディング	英国	33	Lendingkart	レンディング	インド
9	京東金融	レンディング	中国	34	Xapo	デジタル通貨	スイス
10	Kabbage	レンディング	米国	35	Viva Republica	決済	韓国
11	SoFi	レンディング	米国	36	我来貸	レンディング	中国
12	Nubank	決済	ブラジル	37	zipMoney	決済	オーストラリア
13	Funding Circle	レンディング	英国	38	融360	レンディング	中国
14	Klarna	決済	スウェーデン	39	Future Finance	レンディング	アイルランド
15	Square	決済	米国	40	Coinbase	デジタル通貨	米国
16	Xero	会計	ニュージーランド	41	League	保険	カナダ
17	Stripe	決済	米国	42	Pushpay	決済	ニュージーランド
18	SecureKey Technologies	規制対応	カナダ	43	VertaaEnsin (Compare EuropeGroup)	保険	ロンドン
19	solarisBank	レンディング	ドイツ	44	AfterPay Touch	決済	オーストラリア
20	Adyen	決済	オランダ	45	Lendix	レンディング	フランス
21	Affirm	レンディング	米国	46	Lending Club	レンディング	米国
22	Revolut	決済	英国	47	Kueski	レンディング	メキシコ
23	Clover Health	保険	米国	48	GuiaBolso	レンディング	ブラジル
24	Prosopa	レンディング	オーストラリア	49	iwoca	レンディング	ロンドン
25	OurCrowd	クラウドファンディング	イスラエル	50	Robinhood	ブローカレッジ	米国

(注)順位は各社の①資金調達累計額、②年間資金調達額、③地理・業種上の多様性、④消費者及び市場における牽引力、⑤製品、サービス、ビジネス・モデルのイノベーションの程度に基づく。

(出所)KPMG「2017 Fintech100」(2017年11月15日)より野村資本市場研究所作成

世界フィンテック企業の資金調達トップ20の案件(2017年)

順位	会社名	国	業務分野	調達額(億円)	ステージ
1	衆安保険	中国	保険	97	IPO
2	Paytm	インド	決済	91	シリーズD
3	趣店	中国	レンディング、消費者金融	58	IPO
4	易鑫集団	中国	自動車ローン	56	IPO
5	蘇寧金融	中国	総合金融	53	戦略投資
6	易鑫集団	中国	自動車ローン	32	シリーズC
7	SoFi	米国	レンディング	32	シリーズF
8	優信拍	中国	自動車ローン	32	シリーズD
9	瓜子中古車	中国	消費者金融、自動車ローン	26	シリーズB
10	大搜車	中国	自動車ローン	21	シリーズE
11	捷信中国	中国	消費者金融	20	戦略投資
12	AvidXchange	米国	決済、その他	19	シリーズF
13	拍拍貸	中国	レンディング	19	IPO
14	Transferwise	英国	決済	18	シリーズE
15	団貸ネット	中国	レンディング	18	シリーズD
16	Kabbage	米国	レンディング、ビッグデータ	16	シリーズF
17	湘財証券	中国	証券	15	新三板(店頭市場)
18	我来貸	中国	レンディング	15	戦略投資
19	点融	中国	レンディング	14	シリーズD
20	Affirm	米国	レンディング	13	シリーズE

(出所) 零壹財經・零壹智库「2017グローバルフィンテック発展指数(GFI)と投融資年報」(2018年1月)より野村資本市場研究所作成



略歴

関志雄（かんしゆう）

野村資本市場研究所 シニアフェロー

学歴・職歴

1957 香港生まれ
 1979 香港中文大学経済学科卒
 1986 東京大学大学院経済学研究科博士課程修了、東京大学経済学博士(1996年)
 1986 香港上海銀行(Hong Kong & Shanghai Bank)入社、本社経済調査部エコノミスト
 1987 野村総合研究所入社、経済調査部主任研究員、経済調査部アジア調査室室長など
 (1999.9~2000.6 ブルッキングス研究所北東アジア政策研究センター客員研究員)
 2001 独立行政法人 経済産業研究所 上席研究員
 2004 野村資本市場研究所 シニアフェロー

日本政府委員

経済審議会21世紀世界経済委員会委員(1996-97年)
 財務省関税・外国為替等審議会専門委員(1997-99年、2003年-2010年)
 内閣府「日本21世紀ビジョン」に関する専門調査会 グローバル化WG委員(2004年)

主な著書・論文

『円圏の経済学』、日本経済新聞社、1995年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『日本人のための中国経済再入門』、東洋経済新報社、2002年
 『中国 未完の経済改革』、樊綱著・関志雄訳、岩波書店、2003年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『人民元切り上げ論争』、編著、東洋経済新報社、2004年
 『共存共栄の日中経済』、東洋経済新報社、2005年
 『中国経済革命最終章』、日本経済新聞社、2005年
 『中国経済のジレンマ』、筑摩書房、2005年
 『中国を動かす経済学者たち』、東洋経済新報社、2007年(第三回樫山純三賞受賞)
 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』、東洋経済新報社、2009年
 『中国 二つの罫』、日本経済新聞出版社、2013年
 『中国「新常态」の経済』、日本経済新聞出版社、2015年



ホームページ

「中国経済新論」(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>)というホームページを主宰し、日本の読者向けに発信している。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。