

新型コロナ景気刺激策の余地を考える ～財政政策と金融政策の協調性

リサーチ&アドバイザリー部
中国調査室

メインピックス..... 2

新型コロナ景気刺激策の余地を考える～財政政策と金融政策の協調性..... 2

- ▶ 新型コロナウイルスの感染拡大は世界経済に対して金融危機以上の影響を与えている。経済活動の停滞で2020年の世界経済がマイナス成長になると見込まれる中、世界各国は財政出動・金融緩和などの大規模な景気支援策を打ち出している。中国では、5月22日に開幕された全人代では、更なる積極的な財政政策を決定し、赤字率3.6%(前年比1兆元増)、防疫特別国債(1兆元)、地方政府特別債券(3兆7500億元、前年比1兆6000億元増)とした。但し、実体経済が減速するのに伴い、財政収入も減少し、財政出動に必要な財源を捻出することが難題となっている。また、大幅な金融緩和は過剰流動性を引き起こし、金融市場の不安定と資産価格の過度な上昇、過剰債務問題につながりかねないという懸念もある。2008年の金融危機後の大幅な景気対策副作用であった過剰生産や過剰債務問題と闘ってきた中国政府は、二の舞を踏まないように、財政出動と金融緩和の度合いに慎重なスタンスをとっている。
- ▶ 本稿では、日米欧と中国の景気対策の現状と特徴を紹介する。その上で、世界で話題になっている「財政ファイナンス」の内容と中国での関連討論を分析し、新型コロナ対策の余地を検討してみる。

CDI コラム..... 11

中国企業「解体新書」(14) 擎朗智能..... 11

- ▶ 中国経済の持続的な成長やインバウンド需要等を受けて、日本国内でも中国経済に関する報道が随分と増えました。そこで取り上げられる企業も、アリババやテンセントに留まらず、様々な企業が紹介されています。しかし、以前の批判的な風潮からの反動からか、手放しで礼賛するような報道も散見され、かえって実態が見えづらくなっているように見受けられます。そこで、本コーナーでは、日本で紹介され始めている著名中国企業を取り上げ、その実態と将来の展望、日本企業に対する示唆等を述べていきたいと思えます。
- ▶ 第14回は、特に飲食店向け配膳ロボット分野で最大手に成長し、直近では医療分野への進出が注目されている「擎朗智能」(KEENON)を取り上げます。

三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2020年5月)..... 14

メインピックス

新型コロナ景気刺激策の余地を考える～財政政策と金融政策の協調性

新型コロナウイルスの感染拡大は世界経済に対して金融危機以上の影響を与えている。経済活動の停滞で2020年の世界経済がマイナス成長になると見込まれる中、世界各国は財政出動・金融緩和などの大規模な景気支援策を打ち出している。中国では、5月22日に開幕された全人代では、更なる積極的な財政政策を決定し、赤字率3.6%(前年比1兆元増)、防疫特別国債(1兆元)、地方政府特別債券(3兆7500億元、前年比1兆6000億元増)とした。但し、実体経済が減速するのに伴い、財政収入も減少し、財政出動に必要な財源を捻出することが難題となっている。また、大幅な金融緩和は過剰流動性を引き起こし、金融市場の不安定と資産価格の過度な上昇、過剰債務問題につながりかねないという懸念もある。2008年の金融危機後の大幅な景気対策副作用であった過剰生産や過剰債務問題と闘ってきた中国政府は、二の舞を踏まないように、財政出動と金融緩和の度合いに慎重なスタンスをとっている。

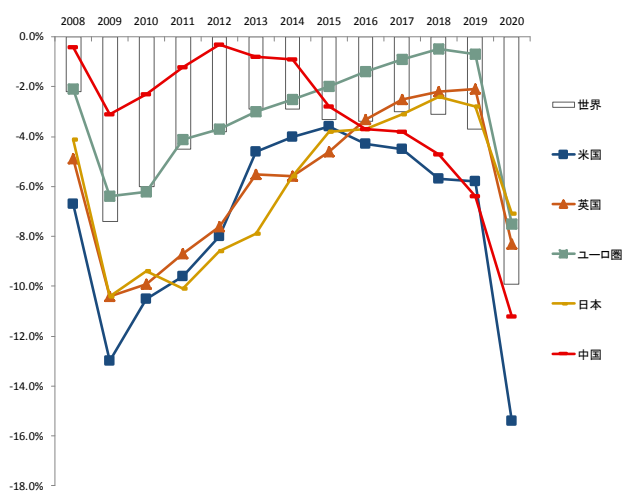
本稿では、日米欧と中国の景気対策の現状と特徴を紹介する。その上で、世界で話題になっている「財政ファイナンス」の内容と中国での関連討論を分析し、新型コロナ対策の余地を検討してみる。

I. 日米欧は過激な財政・金融対策規模を実施、中国は控え目

新型コロナショックで日米欧など主要国は大規模な財政・金融対策を再開

財政面では、各国の財政出動の金額規模はともに2008年金融危機時の規模を超過している。IMFが2020年の世界全体の赤字率(赤字規模/GDP)は9.9%に達すると推計しており、2009年金融危機の7.4%を超過する。そのうち、米国の赤字規模は飛び抜けて高く、赤字規模は15.4%になると推測されている。IMFの推計は4月の予測値であるが、その後の刺激政策の内容は含まれていないため、最終的に、新型コロナの影響で、2020年に世界の赤字率は10%以上に達する可能性は高い。

【図表1】主要国の財政赤字率の推移



(出所)IMF Fiscal Monitor - April 2020 より当行中国調査室作成

(注)2020年は予測値

【図表2】日米欧の主要な対コロナ財政政策

米国		
時間	予算規模	主要内容
3月6日	83億ドル	ワクチン開発など
3月18日	1,900億ドル	検査が必要な国民に対する費用の補償、本人または家族が感染した際の有給休暇の確保、解雇された労働者の失業保険拡充など
3月25日	23,000億ドル	個人に対する現金給付、中小企業への資金支援、FRBの社債購入や融資への政府保証、企業の救済(航空機大手を念頭)、医療整備など
4月23日	4,840億ドル	中小企業の雇用対策の拡大、医療体制の整備

日本		
時間	財政支出規模	事業規模
4月7日	39兆円	108兆円
4月20日	48兆円へ増額	117兆円へ増額

欧州		
国家	財政支出規模	主要内容
ドイツ	7,500億ユーロ	時短勤務(育児介護など)手当の拡充、企業への流動性支援(社債保証、資本注入)、零細企業・個人事業主向け資金援助、インフラ投資の拡大、失業手当の拡充、感染拡大の防止策等
フランス	3,450億ユーロ	総額450億ユーロの企業支援のほか、新規銀行融資に3,000億ユーロの政府保証
英国	3,800億ポンド	銀行融資に対する政府保証、減税・助成金による起業への直接支援、家計向け支援、感染拡大の防止策等

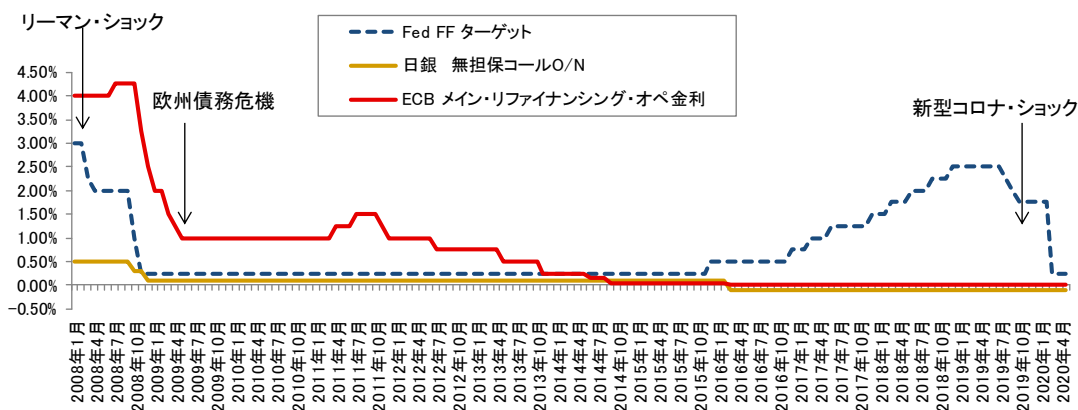
(出所)公開情報より当行中国調査室作成

内容としては、医療支援、企業支援と家計支援に対して直接的な資金提供のほかに、銀行融資への政府保証も盛り込まれている。米国は3月6日に83億ドルの財政出動を打ち出した第1弾以来、4回にわたって財政出動案を可決した。第1~4弾の新型コロナウイルスに対する財政出動規模は合計2兆9,000億ドルに達し、国内総生産(GDP)比で14%となった。2008年金融危機に対し、財政出動規模は2回で合計1兆5,000億ドル弱であったが、今回はすでにその2倍となった。日本は緊急経済対策として事業規模117兆円の対策を打

ち出し、2008年金融危機時の56兆8,000億円を大幅に超過し、国内総生産の2割に相当する。これらの事業を支えるための財政支出は48兆4,000億円に迫ると見られる。EUは3月23日に、各国財務相によるテレビ会議で財政ルール¹の加盟国への適用を一時的に停止することに合意し、各国に大規模な財政出動を行える余地を与え、機動的な景気対策を後押しした。

金融面では、日米欧の中央銀行は、基準金利の引き下げに伴い、国債や社債を含む大量の資産購入で量的緩和を行い、市場金利を抑えている。その結果、中央銀行の資産規模は急速に拡大し金融政策正常化への道がさらに遠のいた。

【図表3】日米欧の主要中央銀行の主な政策金利の推移

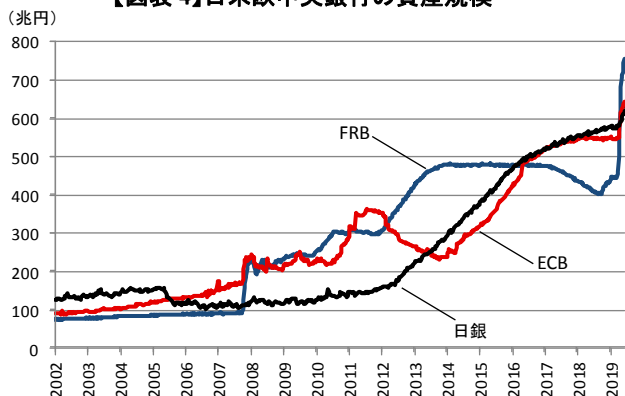


(出所) 東方財富証券データより当行中国調査室作成

米国はゼロ金利と無制限の量的緩和(QE)を実施した結果、5月13日までに、米連邦準備理事会(FRB)の総資産が2兆6,200億米ドル増加し、資産規模は60%拡大した。2008年から2013年にかけて、米国は3回のQEを実施し、合わせて3兆5,050億米ドルの増加幅となったが、今回は短期間でのQE規模は以前のいずれのQE規模をも超えたことになる。

欧州中央銀行(ECB)は2014年から実質マイナス金利を実施しており、2019年9月からすでにQEを再開した。新型コロナショックで、ECBは3月12日、量的緩和を年末までに1,200億ユーロ拡大と発表したが、18日にそれを拡充し、新たに7,500億ユーロの枠を設け、年末までに各国国債などを購入することをした。2008年金融危機の時期、ECBは景気対策として基準金利を1%引き下げ、資産規模は5,650億ユーロ拡大したが、マイナス金利に至らず、QEも実施していなかった。2008年の金融危機と比べ、目下では、ECBは新型コロナショック向けの景気対策の余地が少なくなっている。

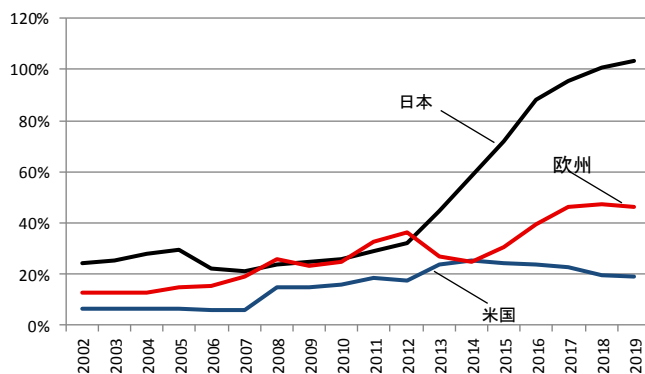
【図表4】日米欧中央銀行の資産規模



(出所) FRB、ECB、日本銀行より当行中国調査室作成

(注) 1米ドル=108円、1ユーロ=117円で換算

【図表5】日米欧の中央銀行資産規模対GDP比率



(出所) FRB、ECB、日本銀行、世界銀行より当行中国調査室作成

2016年9月より、日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入すると決定し、「日本銀行当座

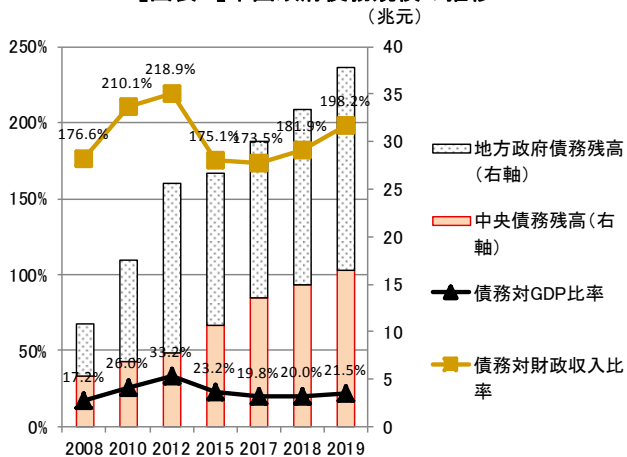
¹ EUの財政ルールは、財政赤字をGDP比3%以下に抑え、公的債務残高の上限をGDP比60%とすることを求めている。適用停止により、各国が新型コロナウイルス対策で債務を膨らませることが容認されるようになる。

預金へのマイナス金利適用と長期国債の買い入れの組み合わせを導入し、大規模な量的緩和を行ってきた。新型コロナ対策として、日本銀行は2020年3月から「積極的な国債買い入れなどによる潤沢な資金供給や上場投資信託などの資産買い入れ」をさらに強化し、4月27日に、「無制限国債購入」(国債購入額の年80兆円めどを撤廃)を追加金融緩和策として打ち出した。国債買い入れの上限を設けないことから、日本銀行による緩和姿勢のアピールと受け止められる。2020年4月末で、日銀の資産残高は529兆円で、そのうち、長期国債と国庫短期証券は合わせて493兆円に達しており、日銀資産のうち93%は国債となっている。2019年末で日本国債の発行残高は約987兆円であったが、日本銀行が約481兆円と半分近くを保有していた。名目GDP比で見れば、欧米に比べ、日本の国債買い入れ規模は特に大きい。

2020年新型コロナに対して中国の財政・金融対策は控え目

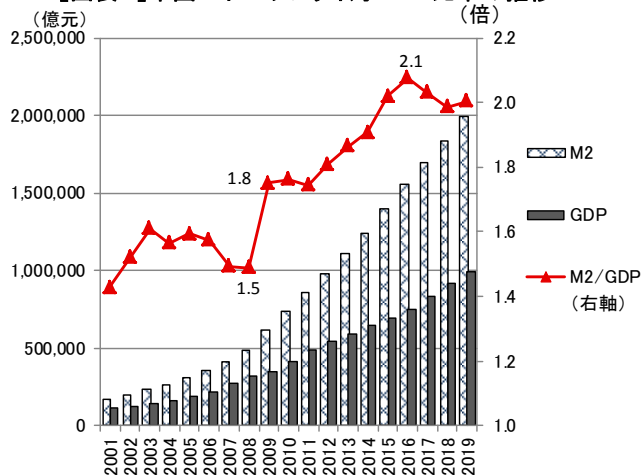
中国は2008年金融危機の対応策として、当時GDPの10%以上に達する事業規模4兆元の刺激政策を打ち出した(2009年のGDPは約33兆元)。「4兆元刺激政策」の事業主体は中央・地方政府、独立採算の政府機関と企業であり、電力・送電網、水利・環境や交通インフラなどの公共分野の投資に重点を置いたが、鉄道を中心とした「交通運輸」は経済対策の中で投資額が特に大きい分野であった。巨額の投資ブームで固定資産投資は40%台に押し上げられた。2009年中国の赤字率は2.75%であったが、同時期の日本(13%)、米国(12%)とEU(10%)を大幅に下回っていたが、当時、地方政府による直接的な起債は禁止されており、地方政府はインフラ投資の実施に必要な財源を捻出するために、「地方政府融資プラットフォーム」などを通じて政府信用による実質的な資金調達を行ってきた。その結果、地方政府の「隠れ債務」が膨大な規模になった。政府債務の対財政収入比は2008年の176.6%から2012年の218.9%まで上昇した。

【図表6】中国政府債務規模の推移



(出所) 財政部、審計署、国家統計局より当行中国調査室作成

【図表7】中国マネーサプライ対GDP比率の推移



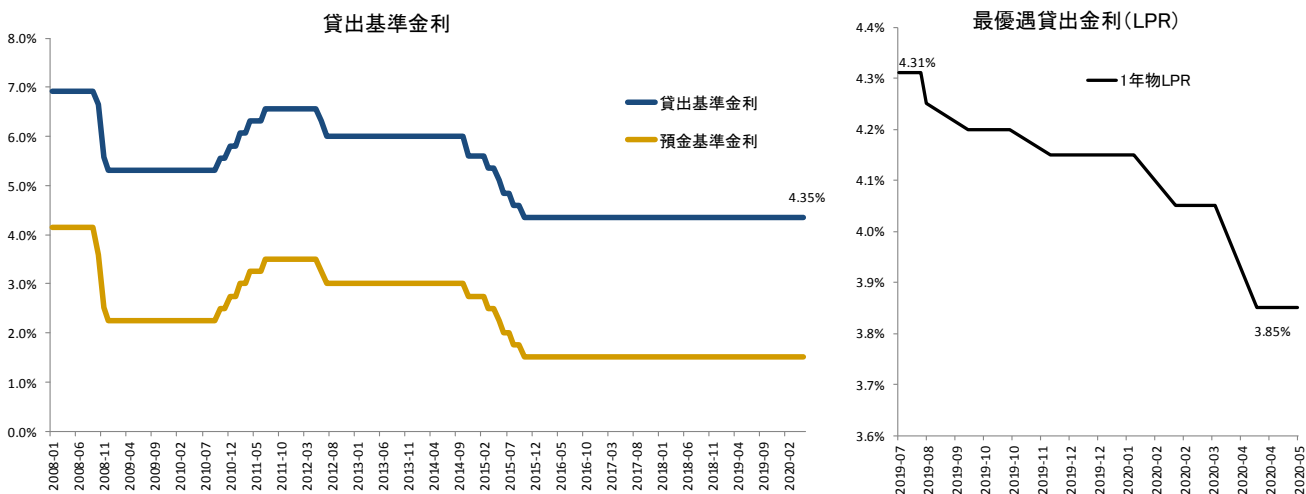
(出所) 国家統計局、中国人民銀行より当行中国調査室作成

金融面では、中国人民銀行は2008年9月から12月までに、5回にわたって利下げを行い、貸出基準金利を7.47%から5.58%まで大幅に引き下げた。人民銀行の大幅な緩和によって、2009年に中国のマネーサプライを代表するM2の伸び率は27.7%まで跳ね上がった。2010年～2016年までに、M2の伸び率は10%以上維持しており、M2対名目GDP比率は2008年の150%から2016年の210%まで上昇した。マクロレバレッジ比率は大幅に上昇し、過剰流動性や資金の金融機関間での「空転」問題が顕在化した。2016年以降の「十三・五計画」は構造改革の深化を掲げ、景気減速に配慮しつつ、マクロレバレッジ比率の上昇によりややく歯止めをかけたが、今回の新型コロナショックは構造改革のペースを乱されたのである。

新型コロナ対策としての財政政策には、減税、補助金、特別国債の発行、赤字比率の引き上げ、地方特別債券規模の拡大が挙げられる。新型コロナの影響で延期となっていた「两会」(全国人民代表大会と中国人民政治協商会議)が5月22日に開幕し、財政支援の金額規模を明らかにした。財政赤字率は初めて3%を超え、3.6%に設定しており、財政赤字の規模は**1兆元増加**となる3兆7,600億元に達する。財政支出予算増加分の主な用途は中小企業経営の支援と消費需要の刺激に集中している。具体的には、中小規模業者向けの減税、新エネ車の購入補助金や購入税の減免、輸出税金の還付税率の引き上げ、失業保険などの社会補償金の延期納付、地方政府の消費券の発行等がある。さらに、新型コロナ対策として**1兆元規模**の特別国債を発行することを

決定した。赤字予算の増加分と特別国債で得た2兆元のすべてを地方に提供し、雇用の保証、民生の保証、市場主体の保証といった経済基盤を維持するための分野に投入するとする。地方特別債券の発行枠を3兆7,500億元(2019より**1兆6,000億元**増加)、地方政府インフラ投資の支援とする。

【図表8】中国政策金利の推移



(出所) 中国人民銀行より当行中国調査室作成

(注) 2019年8月以降、金利自由化の一環として、中国人民銀行は政策金利をLPRへ転換し始めている。

新型コロナ対策としての金融政策には、再割引・再貸付、LPRの低下、預金準備率の引き下げなどの措置が挙げられる。2020年1月～4月まで、中国人民銀行は主に再貸付・再割引を利用して、实体经济(特に中小零細企業)へ総計**1兆8,000億元**規模の流動性を提供した。また、中央銀行は2回にわたって標的付けの預金準備率の引き下げ、**9,500億元**の流動性を实体经济に提供した。全体的には、2020年の金融政策は中小零細企業サポートを目標としており、2008年のように全面的な利下げを行わなかった。2019年通年の広義マネーサプライの増加率は8.7%であったが、中国人民銀行の緩和政策で、2020年3月、4月のM2の上昇率は11.1%に戻ったが、2008年ほどではなかった。

2008年金融危機時の対策に比較しても、2020年の日米欧の対策に比較しても、中国の新型コロナ対策は控え目に見える。その原因は、中国における新型コロナの感染拡大は早めにコントロールされたことと、2008年の大幅な刺激対策の後遺症はまだ残っていることが考えられる。海外の感染拡大が収束しない限り、中国经济の回復には不確定性が依然として高い。非常事態の中で、今年の「两会」は「新型コロナ感染が世界規模で流行しており、経済・貿易の状況に不確定要素が大きく、予測が難しい」として例年のような経済成長目標を設定しないことにした。会議は「積極的な財政政策をより積極的、有効的なものにする。穏健な金融政策をより柔軟に適度なものにする」として、比較的穏健な財政政策と金融政策の基調を決めたが、依然として「穏健な金融政策」を崩さない姿勢である。世界各国は収入を失う世帯の生活支援や企業の経営継続のための財源を捻出するために、巨額の赤字国債の発行に依存せざるを得ない。国債の受け皿について、中国においても、他国のように中央銀行による買い入れを建議する声があるが、中国財政部、中国人民銀行、及び学界などで活発な議論が繰り返されている。

II. 財政政策と金融政策の協調性を再検討

量的金融緩和の限界、財政ファイナンスの懸念と「現代貨幣理論(MMT)」の登場

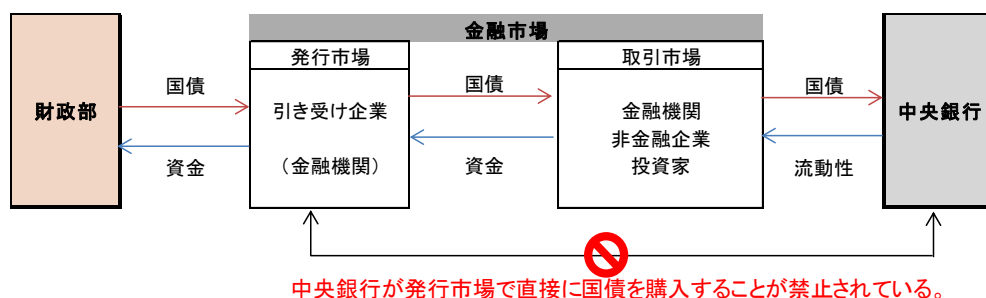
日米欧の中央銀行が量的金融緩和の一環として国債を金融市場から買い入れ、コロナ対策に取り組む政府の資金捻出をサポートする役割を果たしている。このように、巨額の赤字国債は中央銀行が引き受けることが購入されることが常態化になれば、「事実上の財政ファイナンス(中国では財政赤字の貨幣化と称する)」になりかねないと懸念の声が上がっている。

財政ファイナンスとは、中央銀行が通貨を発行して国債を直接に引き受けることを指すが、これは極端なインフレを引き起こす恐れがあるため、日本も含めて各国の法律は中央銀行による国債の直接的な引き受けは禁止されている。財政ファイナンスを実施した場合、中央銀行が国債購入で直接に政府に資金を渡し、政府がその使い道を決める。中央銀行による直接的な国債購入は市場での価格形成メカニズムを通さずに行うことになる。一方、政府にとっては、利子金の給付も債務返済にも新たな国債発行で補填できるため、事実上、政府は無制限の国債増発で債務償還義務から逃れることが可能である。

日本財政法(昭和22年法律第34号)
第5条 すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。
「特別の事由」について
現在で、日本銀行が金融調節の結果として保有している国債のうち、償還期限が到来したものについては、国会の議決を経た金額内に限って、日銀は現金による償還を行わず、借り換えの形で直接引き受けている。

(出所)日本財務省より当行中国調査室作成

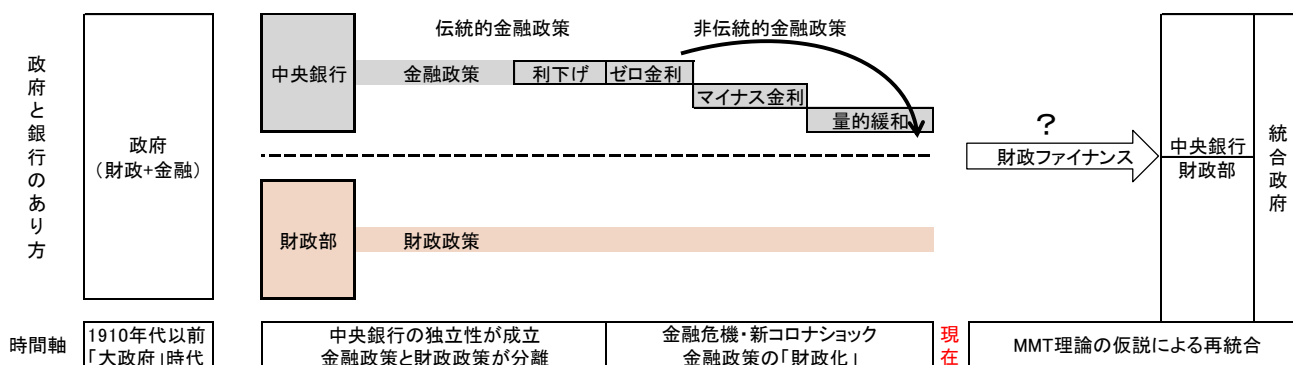
【図表 9】中央銀行の独立性のイメージ図



(出所) 当行中国調査室作成

歴史的には、政府と中央銀行の機能は事実上一体となっており、金融政策と財政政策の区別はなく、すべて財政部が実施していた。第一次世界大戦後、当時のドイツ政府は戦後の賠償金を調達するために、財政赤字の急拡大で政府紙幣を発行し、ハイパーインフレが発生し、国内経済に大きな混乱をもたらした。この状況を受け、各国は独立した中央銀行の創設、立法で中央銀行に独立性を与える上に、中央銀行が財政赤字をファイナンスすることを禁止することで、政府権力の規範化、市場秩序の維持と経済混乱の防止を図った。

【図表 10】中央銀行独立性の形成



(出所) 当行中国調査室作成

伝統的な金融政策とは、中央銀行が商業銀行を通じて市場流動性を調整し、最終的に実体経済の資金調達コスト(貸出金利)に影響することである。中国では人民銀行は公開市場操作、再割引・再貸出利率、預金準備率の調整で、商業銀行の資金調達コスト(インターバンク利率)に影響を与える。金融緩和が実施されれば、中央銀行が商業銀行への資金供与が増加し、商業銀行の資金調達コストが低くなる。それに伴い、商業銀行の実体経済向けの貸出金利も低くなり、景気刺激の効果がある。

中央銀行が財政部から独立した後、金融政策と財政政策はある程度独立に行われるようになっている。通常、

中央銀行の金融緩和政策は、政策金利をターゲットにして金利引き下げを行うが、2008年の金融危機対応策を実施した後、日米欧の中央銀行がゼロ金利という状況に直面しており、利下げの余地が乏しくなった。景気減速と低インフレが続く中、金融政策が限界に近づいているため、大量の通貨量を供給することを目標とし、ECB や日銀はマイナス金利政策や国債の買入れなどの非伝統的金融政策を実施し、財政政策に近い分野で景気下支えを図らざるを得なくなっている。

この状況下で「現代貨幣理論(MMT)」が登場してきた。MMT理論は「主権通貨を持つ財政部門による対内発行の国債はデフォルトのリスクがないため、財政政策は経済調整の主要ツールとすべきであり、政府は無限量の貨幣印刷によって実体経済に資金を提供することができる」と主張している。MMT理論の最も重要な論点は、政府と中央銀行が事実上の「統合政府」であり、インフレがコントロールできる限りでは、主権通貨の印刷と財政規模を無限に拡張できることである。もしMMT理論を実行すれば、中央銀行の独立性がすべて失い、金融政策を行えず、ただの貨幣を印刷する機関になる。すなわち、独立性を得た中央銀行は再び政府の管理下に収められることになる。金融危機後の先進国における伝統的金融政策の効果が限界に近づいている背景で、このMMT理論は量的金融緩和やマイナス金利といった非伝統的な金融政策の実施に対して理論上の合理性を与えたことから注目を集めるようになった。

但し、現段階では、日米欧の中央銀行は国債を各国政府から直接に引き受けるわけではなく、金融市場から買入れていることから、厳密にいうと「財政ファイナンス」にはなっていない。この意味では、日米欧の中央銀行はまだ独立性を維持しており、MMT理論を実行したものでもない。しかし、政府が償還を度外視して中央銀行にたよって国債の発行が長期化すれば、国債に対する信認の喪失、さらに通貨に対する信認が失うことを招きかねない。経済発展の持続性の観点から見れば、日米欧の中央銀行が保有している巨額な国債は将来的に大きなリスクに繋がるとの懸念は理にかなっていると言える。新型コロナショックによる経済への打撃とその回復は相当な時間がかかると見られており、今回の新型コロナ対策で、FRBも日銀もすでに中央銀行による国債買入れの制限を取り下げ、事実上の無限量の国債購入が可能になっている。この状況では、量的金融緩和と財政ファイナンスの繋がりがさらに深まりそうである。

2008年の金融危機以来、日米欧の中央銀行は大規模な利下げを行った結果、ゼロ金利の状態に陥ってしまった。利下げという伝統的な金融政策が失効した状況下で、量的金融緩和に踏み切ったわけである。すなわち、日米欧の中央銀行は決して非伝統的な金融政策は能動的に行うものではなく、仕方がない状況下で生まれた緊急対策である。前述したように、2008年から2013年までに、FRBは大規模な量的緩和を行っていたが、景気状況の回復に伴い、2014年より、量的金融緩和を終了し、2016年からゼロ金利脱却を図った。FRBの動向からみると、経済状況が回復した場合、非常事態の緊急対策に依存することなく金融政策の正常化、財政の健全化を進めることが得策であることが分かる。

中国における財政ファイナンスの討論: 金融政策と財政政策の協調性が焦点へ

中国において、2019年から財政ファイナンスに対する討論が行われたことがあったが、新型コロナショックの影響で、景気対策の財源捻出という課題が浮上し、財政ファイナンス関連の討論は再び盛んになっている。以下では、中国で財政ファイナンスの是非について繰り広げられた討論の内容を紹介した上で、新型コロナ対策における大規模な景気対策が必要とされる中、中国は財政ファイナンスを利用する可能性、および景気対策の余地について検討する。

➤ 論争の背景: 中国人民銀行の独立性と中国財政政策・金融政策の協調性

1995年以前、中国では、政府による中央銀行から直接の資金調達、すなわち「財政ファイナンス」が許容された時期があったが、制約を受けない政府は財政赤字を拡大し、中国人民銀行が受動的にマネーサプライを供給した。その結果、1993年～1995年に、中国のインフレ率は14.7%、24.1%、17.1%と高騰した。財政赤字の無秩序な拡大を防止し、1995年に、「中国人民銀行法」が制定され、「中国人民銀行による国債或いは他の政府債券を直接に購入・引き受けを禁止する」と明確に規定された。これにより、中国における財政ファイナンスは正式に禁止されることになり、中国人民銀行は財政部から独立性を取り戻しつつ、近代的な金融政策を実施できる基盤を築き上げた。その後、中国人民銀行と財政部は国務院の政策方針に基づいて、金融政策と財政政策の協働で中国の市場経済成長を支えてきた。中国人民銀行と財政部はどちらも国務院の管

轄下にあるが、「中国人民銀行法」によってある程度独立性を与えられており、金融政策の実施は市場化原理に基づいて行っている。

中国人民銀行は1995年以降金利の市場化を着実に推進しており、中国経済体制の市場化と金融市場効率の向上に貢献した。この背景で、財政ファイナンスの提出は中国人民銀行の独立性を傷つけ、金融市場の不安、さらに経済全体の効率向上に不利をもたらす意見があった。

▶ 論争の詳細: 財政ファイナンスの実行を否定する観点が多い

上記の中国金融市場の特徴を踏まえて、財政ファイナンスに対する討論を紹介する。全体的には、中国における財政ファイナンスの実施に関して、否定派は支持派より多かった。

財政ファイナンス支持派の観点: 伝統的な金融政策が失効、景気刺激のために財政政策のさらなる強化が必要

新型コロナショックの影響で、世界経済に大きな不確定性をもたらす。4月の政治局会議で、中央当局は「雇用の保証、民生の保証、市場主体の保証、食糧・エネルギー安全の保障、産業チェーン・サプライチェーン安定性の保証、地方経済正常化の保証」といった6つの保証を提起した。同会議では「新型コロナ感染の拡大は我が国の経済社会発展に対して未曾有の打撃を与え、経済発展は未曾有のチャレンジに直面している」との言い方からも、当局の景気判断は結構厳しいことが分かる。

前述の状況を踏まえ、経済の失速とシステムチックリスクを防止するために、強力かつ有効な景気刺激政策が必要となる。中国の金融政策は低効率であり、財政政策の強化で景気刺激を図ることが考えられる。但し、経済減速が続く中で、税収増も期待できず、財政政策の実施に必要な資金調達ハードルが高い。また、国債・地方政府債の市場化発行はクラウドファンディングアウト²が生じる可能性がある。財政政策の財源と民間投資の活力を同時に確保するために、中国は「財政ファイナンス」に対する規制をある程度緩和するべきである。すなわち、政府債券は市場化発行の代わりに、中央銀行が直接に政府から買い入れるべきである。

財政ファイナンス否定派の観点: 中央銀行の独立性が重要、中国は伝統的な金融政策を実施する余地がある

中国人民銀行の独立性は健全な市場体制が平穩に機能するための前提である。現行の「中国人民銀行法」は財政ファイナンスを明確に禁止している。財政ファイナンスが実施されれば、中国人民銀行が独立性が失われてしまい、金融市場・経済情勢の混乱を引き起こしかねない。財政ファイナンスのリスクは以下の4点が挙げられる。

- ① 国債規模の過度な拡大はインフレ或いは資産バブルを引き起こしかねない。財政ファイナンスが実施されると、財政赤字の拡張に伴う通貨の供給は過剰流動性をまねき、商品価格或いは金融資産価格が押し上げられ、最終的にはハイパーインフレや株式・不動産といった資産価格の上昇による資産バブルが発生する可能性が高い。
- ② 財政ファイナンスは財政規律の放棄と財政支出の効率性の低下につながる。通常、政府は財政赤字制約の下で、財政の健全性を損なわない範囲で財政収入に合わせて財政支出を決定する。但し、財政ファイナンスが実施されると、政府は直接に中央銀行から資金を無限に入手できるのと同様で、財政支出の効率性を向上させるインセンティブが低くなる。
- ③ 通貨安と資金流出リスクが高い。中国で財政ファイナンスを実行すれば、人民元安の圧力が高くなり、資金流出のリスクが生じる。さらに、為替市場の不安定は金融市場の混乱をもたらしてしまう。
- ④ 政府による無限の国債発行は政府債務の無限な拡大と政府信認の喪失につながる。政府債務水準の過度な上昇はシステムチックリスクを引き起こす可能性がある。一国の国債がデフォルトに陥ると、政治、経済、金融に大きな打撃を与えることになる。

² クラウドファンディングアウトとは、政府が資金需要のために、国債の大量発行を行った場合、実質金利の上昇を招いてしまい、結果的に民間の資金調達が圧迫される現象である。

中国の基準金利は2.6%～2.7%であり、預金準備率も10%あるため、日米欧のゼロ金利に比べては、利下げなどの伝統的な金融政策を実施する余地はまだ残っている。言い換えれば、中国は日米欧のように非伝統的な量的金融緩和を実施することまで追い込まれていない。中国は新型コロナ対策を組む際、中国人民銀行の独立性を維持しつつ、市場原理に基づいて金融政策と財政政策の協調性を保つことが重要である。例えば、中央政府は特別国債を発行すると同時に、中国人民銀行は預金準備率の引き下げで市場に流動性を供給することが考えられる。但し、金融政策の余地があるとはいえ、過剰債務問題を抱えている以上、2008年ほどの大規模な刺激政策は中国当局が避けたいのも本音であろう。ここでは、経済成長とリスクの回避の間でバランスをとることが目下の課題である。

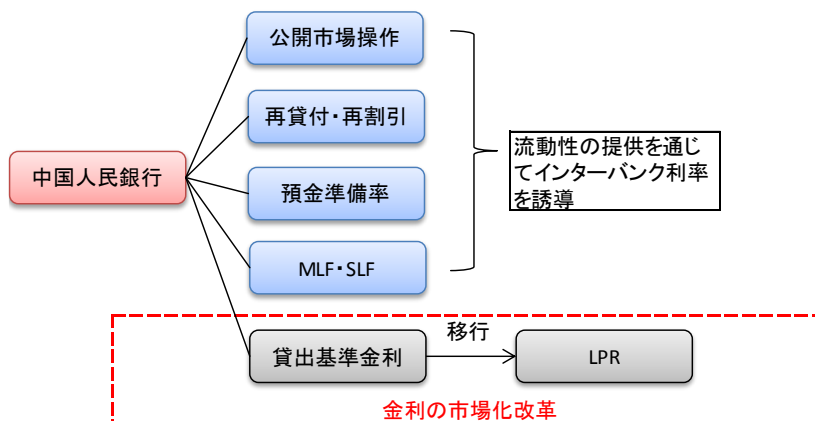
新型コロナショックはどの国に対しても施策の試練をもたらしている。日欧米は量的金融緩和と政府赤字の拡張の潜在的リスクを懸念しつつ、非伝統的な景気対策を続けている。一方、中国は2008年金融危機時の景気対策で形成した過剰債務と金融リスクを念頭に、今回の景気刺激政策の実施に慎重さを増している。

総じていえば、各国が財政ファイナンスの問題は政府(財政部)と中央銀行の関係、最終的には市場と政府の関係に関わっている。過去40年の金融市場の過度な拡張が続いた結果、資産バブル、金融リスク、貧富の差の拡大といった社会的・経済的問題が現れていることは事実であり、伝統的な経済理論で説明しきれない現象も次々と現れている。金融政策の限界と非伝統的金融政策の失効はその一例である。MMT理論を代表とした新たな論説は、市場に頼りすぎたことを反省し、政府の機能を最大限にすることで新たな枠組みを考案して解決策を見出そうとしている試みでもある。政府権力の膨張と行政の非効率性というリスクが存在する以上、市場行き過ぎの問題は果たして政府に任せることで解決できるのかについてはまだ検討する余地がある。現在の「低成長、低インフレ、低金利、高リスク、高債務」という新たな経済情勢において、市場と政府の関係のリバランスは政治界・経済界の新たな課題となろう。

豆知識: 中国人民銀行の金融政策の概要

中国人民銀行が日常的に行っている金融政策は主に公開市場操作、再貸出・再割引利率、預金準備率、基準金利の調整などとなっている。そのうち、公開市場操作、再貸付・再割引利率の調整、預金準備率の調整は日米欧の中央銀行と同じく、世界共通のツールである。それに加え、中期貸借ファシリティ(MLF)・常備貸借ファシリティ(SLF)、基準金利の調整も設置している。

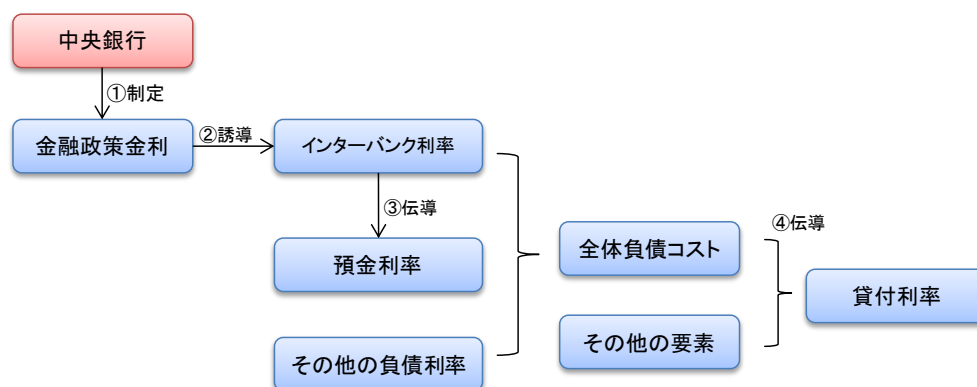
【図表1】中国の金融政策の概要



基準金利は中国人民銀行が公表した指針的な参考利率であり、中国人民銀行がその水準と上下変動の範囲を決定し、商業銀行は預金金利と貸出金利はこの範囲を超えてはならない時期はあった。金利の市場化改革に伴い、貸出・預金基準金利の上下変動幅に対する制限はすでに撤廃されている。中国人民銀行は市場化改革の一環として、貸出基準金利の代わりに、LPRを新たなターゲットとして立ち上げようとしている。中国の金利市場化が着実に進んでいることが分かる。

(次ページに続く)

【図表 2】金利自由化市場での金融政策の波及効果



理論的には、中国人民銀行も FRB のように、公開市場操作の一環として金融市場における国債の買い入れは法律に認められている。しかし、現段階では、中国人民銀行は国債の買い入れよりは、リバースオペ、MLF・SLF といった流動性ファシリティを主要なツールとして商業銀行に流動性を提供している。

MUFG バンク(中国) リサーチ&アドバイザリー部
中国調査室 于瑛琪

CDI コラム

中国企業「解体新書」(14) 擎朗智能

中国経済の持続的な成長やインバウンド需要等を受けて、日本国内でも中国経済に関する報道が随分と増えました。そこで取り上げられる企業も、アリババやテンセントに留まらず、様々な企業が紹介されています。しかし、以前の批判的な風潮からの反動からか、手放しで礼賛するような報道も散見され、かえって実態が見えづらくなっているように見受けられます。そこで、本コーナーでは、日本で紹介され始めている著名中国企業を取り上げ、その実態と将来の展望、日本企業に対する示唆等を述べていきたいと思います。

第14回は、特に飲食店向け配膳ロボット分野で最大手に成長し、直近では医療分野への進出が注目されている「擎朗智能」(KEENON)を取り上げます。

I. 配膳ロボットの最大手

KEENON(企業名:上海擎朗智能科技有限公司)は、人工智能を搭載したロボットの開発・製造企業として2010年に創業。当初は教育分野を始めとした幅広い分野向けに「ヒト型」ロボット開発も手掛けていたのですが、2013年頃より、配膳ロボットを中心とした商用サービスロボットに対象を絞りました。

現在の主力製品は、2016年に発表された、無軌道自律走行を特徴とする「PEANUT」シリーズです。

同シリーズは、2017年より量産を開始。2018年に、大手火鍋チェーンである「海底撈」のスマート店舗で採用されたことが転機となり、大きくシェアを伸ばしました。

現在では、中国国内の大手飲食チェーンをメインの顧客とし、国内の500近い都市で導入実績を持ち、国内の飲食店向け配膳ロボットとしては70%超のシェアを獲得。シリーズ累計の総走行距離は約248万km(地球を60周以上)、延べ配膳回数は860万回超とされています。

【PEANUT 製品紹介】



出所: KEENON ウェブサイト

2019年には2度の資金調達(シリーズB)で合計2億元を調達し、飲食業界での更なる普及を目指しています。

海外展開にも積極的で、既に20超の国・地域での導入実績を持っています。2019年12月には日本企業ともパートナーシップを締結し、日本市場への販売も行っています。

また、直近では新型コロナウイルス感染症の影響により、院内感染防止のため病院内の無人配膳ニーズが高まったことを受け、湖北省を中心に浙江省・広東省・四川省・重慶市・湖南省・江西省など各地で、2020年2月までに約60台の院内配膳ロボットを配備したこともニュースとなりました。

KEENON 創業者である李通は、メディアに対して「病院や隔離ポイントといった使用シーンは、実は今までに想像してこなかったものだ」と語っており、コロナ禍を一つの契機として、更なる成長が期待されることを強調しています。

II. KEENON の“強み”は持続的と言えるか？

これほどの実績を残してきた KEENON ですが、その“強み”はどこにあるのでしょうか。

同社の強みとして語られるのは、主に「価格優位性」と「技術優位性」の2点です。

確かに、いち早く量産化を成し遂げた KEENON には価格優位性がありました。「PEANUT」シリーズの飲食店向けのリース価格は99元/日(約3,000元/月)とされています。

同社の提携先である「海底撈」の従業員の平均月給6,000~8,000元/月(含、福利厚生費)であり、配膳効率は「PEANUT」シリーズ一台で従業員約2名分と言われていることから、そのコストパフォーマンスの高さは明らかです。

しかし、競合からの価格攻勢も激しく、例えば、飲食店向け配膳ロボット分野で KEENON に次ぐ PUDU(企業名:深圳市普度科技有限公司)は、「PEANUT」シリーズと同じ無軌道自律走行タイプのロボットの飲食店向けリース価格を、2,000~2,500元/月に設定しています。

もちろん、製品スペックの違いもありますから、単純に金額のみで比較はできません。但し、各社の中で価格競争が進むことは容易に想像できますし、その中で、KEENON の優位性が弱まっていくことは、ほぼ間違いないでしょう。

また、二点目の技術優位性について。

KEENON は上述したような豊富な実績に加えて、国内外のロボット業界/人工知能業界で数々の受賞歴を持ち、一定の技術力を有すると評価すべきでしょう。飲食業界向け配膳ロボットとしては、確固たる優位性を築いているように見受けられます。

但し、新たな分野において、この優位性を発揮し続けられるか、という点は未知数です。

KEENON は、病院への配膳ロボット配備に当たって「雑然とした飲食店向けに培ってきた無軌道自律走行技術は、病院のように人の導線が確立された環境に応用するのは容易だ」としています。

しかしながら、医療業界は極端に言えば「配膳ミスが命に関わる」分野であり、飲食業界以上に高い水準での

安全性／安定性が求められますし、それに対応した各種規制や許認可の問題も出てきます。また、食事以外の物資(医薬品など)の輸送にどこまで対応するか／消毒ロボットなど輸送以外のロボットにどこまで本格的に取り組むか、といった点も、今後の事業展開に向けた重要な検討事項になってきます。

現在はある意味「緊急事態」ということで配膳ロボットの導入が進んでいるようですが、この一事をもって KEENON の医療分野向けロボットメーカーとしてのポジションが確立されたと考えるのは、早計に過ぎるでしょう。

Ⅲ. 「ポスト・コロナ」の世界を見据えて

高齢化の進展に伴う労働力確保の問題や人件費の高騰もあり、飲食業界も含めたサービス現場へのロボット導入は、中長期的に見て避けられないトレンドとなっていくと考えられます。

KEENON としては、今後もこのトレンドに乗って、実績豊富な飲食店向けロボット事業の更なる拡大をメイン事業とする点は変わらないと考えられます。当面は新型コロナウイルス感染症の流行による飲食店の利用者減少が向かい風となる可能性があるものの、同時に無人配膳の利便性／有用性が改めて“発見”されたことは、ロボット導入のトレンド自体にとっては追い風となることでしょう。

また、今回のコロナ禍を契機として医療業界という新分野での事業機会が見出されたこと、但しその開拓は決して簡単ではないことは、既に述べた通りです。

現在進行形で新型コロナウイルスの影響に対応している状況にあっては、視点がプラス／マイナスいずれか一面に単純化されがちです。

しかし、KEENON にとって中長期的に変わらないトレンド／短期的な影響／新たに見出された機会と課題がそれぞれ存在するように、実態がより複雑なことは言うまでもありません。

直近の「危機」がクローズアップされがちですが、爆発的な流行が一段落した後の「ポスト・コロナ」とも呼ぶべき世界を見据えて、本来は“当たり前”である長期的な／複眼的な視点を忘れないこと。改めて、その重要さを感じています。

コーポレートディレクション 上海オフィス

コーポレートディレクション(CDI)は、1986年に米系大手コンサルティングファームであるBCG東京オフィスから10名が独立して設立した、日本初の独立系戦略コンサルティングファーム。2008年の上海オフィス設立を皮切りに、現在ではアジア5箇所に現地拠点を有する。

上海オフィスでは、主に日本企業の中国参入戦略立案、戦略再構築、及び実行に伴う組織業務改革、中国企業との提携支援等を提供。一方で、中国企業をクライアントとした日系企業との提携支援も提供している。

三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2020年5月)

- MUFG BK CHINA WEEKLY 2020/5/20
- 4月の主要経済指標 回復が続くも正常化の道のりは遠い
<https://www.bk.mufg.jp/report/inschiweek/420052001.pdf>
 - 国際業務部
- MUFG BK 中国月報 第171号(2020年5月)
- ソーシャル・イノベーションから見た中国防疫最前線～新型コロナウイルスが技術開発の土台に、官民連携で更なる加速へ
<https://www.bk.mufg.jp/report/inschimonth/120050101.pdf>
 - 国際業務部
- ニュースフォーカス No.6
- グレーターベイエリア建設に対する金融推進の中国当局意見発表
https://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1162_ext_02_0.pdf
 - アジア法人営業統括部 アドバイザリー室

本報告書は、情報提供のみを目的として、MUFG バンク(中国) 有限公司(以下「当行」)が作成したものであり、その使用又は配布が法律や法規への違反に該当するあらゆる管轄又は国における個人又は組織への使用又は配布を意図したものではありません。本報告書をお客様に公表する前に、当行及び/又は当行関係者/組織は、本報告書に含まれる情報を利用、又はそれに基づいて行動することができます。

本報告書に記載されている情報及び意見のいずれも、預金、証券、先物、オプション、又はその他の金融商品若しくは投資商品の購入若しくは売却の申出、勧誘、アドバイス若しくは推奨をするものではなく、またそのように解釈されるものでもありません。

本報告書は、情報提供のみを目的として作成されており、特定の受領者の具体的な需要、財務状況、又は投資目的への対応を意図するものではありません。

本報告書は、信頼しうるとみなされる情報源から入手した情報に基づいて作成したものです。正確性を保証するものではなく、受領者自身の判断に代わるものとみなされるべきではありません。受領者においては、適切に、独立した専門的、法律、財務、税務、投資、又はその他のアドバイスを別途取得する必要があります。

本報告書は、アナリスト自身の見解に基づいているため、当行の公式な見解を示すものではありません。本報告書に含まれる全ての見解(あらゆる声明及び予測を含む)は、通知なしに変更される可能性があり、その正確性は保証いたしかねます。本報告書は、不完全又は要約の場合もあり、本報告書に言及される組織に関する重要な情報を全て網羅していない可能性もあります。当行(含む本店、支店)及び関連会社のいずれも、本報告書を更新する義務を負いません。

過去の実績は将来の業績を保証するものではありません。本報告書において言及されるいかなる商品の業績予測も、必ずしも将来実現する又は実現しうる業績を示すものではありません。

当行及び/又はその取締役、役員並びに従業員は、当該取引への関与に当たり、随時、本報告書に言及された関連証券又は関連金融商品において、利益を有すること及び/又は引受を承諾すること、及び/又は当該証券若しくは関連金融商品を保留若しくは保有することがあります。さらに、当行は、本報告書に言及されたいずれかの会社と関係を有する(例えば関連会社、戦略パートナー等)こと、若しくは有していたこと、又はコーポレート・ファイナンス若しくはその他のサービスを提供すること、若しくは提供していたことの可能性もあります。

本報告書に含まれる情報は当行が信頼しうると判断した情報源から入手したものでありますが、当行は、その適切性、適時性、適合性、完全性又は正確性について、いかなる表明又は保証をするものではなく、一切の責任又は義務も負いません。したがって、本報告書に記載されている評価、意見、見積り、予測、格付け若しくはリスク評価は、当行による表明及び/又は保証に依拠するものではありません。当行(含む本店、支店)及び関連会社並びに情報提供者は、本報告書の全部又は一部の使用に起因するいかなる直接的、間接的及び/又は結果的な損失若しくは損害について、いかなる責任も負いません。

当行は、本報告書の著作権を保有しており、当行の書面による同意なしに本報告書の一部又は全部を複製又は再配布することは禁止されています。当行(含む本店、支店)又は関連会社は、当該複製又は再配布によって生じる、いかなる第三者に対する責任も一切負いません。

MUFG バンク(中国) 有限公司 中国投資銀行部 中国調査室

北京市朝陽区東三環北路5号北京發展大厦4階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214