

中国の各種規制強化の全体像および今後の見通し

規制強化は一段落しつつあり、年後半の政策の軸は景気下支えへ

2021年8月12日

お伝えしたいポイント

- 当局は景気回復期を活用し、各種規制強化を加速させた模様
- 規制強化の大方が出そろい、一段落しつつある
- 年後半の政策の軸は、「規制強化」から「景気下支え」へ

当局は景気回復期を活用し、各種規制強化を加速させた模様

世界でいち早く新型コロナウイルスの感染抑制に成功した中国では、昨年8月頃から金融正常化とともに、各種構造問題への取り組みを再開しました。その主要ツールである規制強化は、高成長で世界の注目を集めたIT企業が的になったことや、不動産業など広範囲に及んだこと、さらに教育産業の非営利化という極めて厳格な措置も含まれたことなどにより、波紋が広がり、一時株式市場でパニック的な動きもみられました。

今般の一連の規制強化を振り返り、政府の動向を予測する上で、昨年12月に開催した中央経済工作会议への注目度が足元で高まっています。同会議の要旨で「窓口期間（景気が良好で政策により景気を下支えする必要性の低い期間）を有効に利用する」ことが言及されましたが、景気が良好であるからこそ規制強化のマイナス面を看過できるとの当局の見方を示唆したと読み取れます。この見方に基づくと、景気が良好な上半期に駆け足で当局が規制強化に動き出した構図が浮かび上がります。

図表1 直近約1年の各種中国株指数の推移および規制強化関連の主要な出来事



※縦線は、各出来事のタイミング。
※各規制の詳細内容に関しては、図表4を参照。

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

規制強化の大方が出そろい、一段落しつつある

IT産業への規制強化は、中長期的な健全な発展のための措置

当局の広範囲に及ぶ数多くの規制強化を俯瞰すると【図表2】、IT産業への「3本柱」を軸としたルール整備、格差の是正が主要な二つのテーマと考えられます。

IT産業については、2019年までほぼ規制がありませんでしたが、ネット関連企業の巨大化や乱立に伴い、不当競争や過度な利益追求など、【図表2】で挙げられた問題が顕著となり、社会的不満も高まりました。そのため、2019年末から規制強化の動きが始め、2020年末から「3本柱」を軸とした規制強化が一気に加速したことが今までの流れとなっています。

政府の目指しているIT産業への規制の方向は、①GAFAsが世界を牛耳る構造を中国では許さず、中小企業の成長空間を開拓し、中長期的なIT産業の健全な発展を目指すこと、②ハイテク企業の高い利益率を社会への分配に一部振り向けるなど、利益追求だけでなく社会的責任も果たすこと、③消費者と投資家の保護、④システミックリスクの抑制などと考えられます。消費者と投資家を適切に保護するためには避けて通れない道であり、中長期的なネット関連業界の健全な発展のための措置と考えられます。

不動産と教育産業への規制強化は格差の是正に寄与

一方で、足元逆風が強まっている不動産と教育産業の共通点としては、可処分所得の一段の増加を妨げ、格差の拡大に繋がりにくいことです。特に教育産業においては、私立の企業が公立機関から人材などの資源を奪いながら高額な学費を設定したことで、平等な教育機会が与えられない社会になっていることに対して、政府がメスを入れました。これら産業への規制強化の効果を疑問視する向きもありますが、ある程度格差の是正、社会安定の維持に寄与すると期待されます。

図表2 各種規制の全体像および取り締まりの進捗度

		格差の是正		IT産業			社会問題
		教育	不動産	データの管理	フィンテック	独占禁止法	-
問題視されていた ビジネスモデル		<ul style="list-style-type: none"> 高額な学費等利益追求が目的 公立機関からの人材略奪 教育の格差に繋がること 	<ul style="list-style-type: none"> 不動産価格の高騰 不動産企業の高いレバレッジ 一部不動産企業の土地備蓄 	<ul style="list-style-type: none"> 国家安全保障関連リスク 信用等個人データの売買 ビッグデータを悪用した消費者への差別行為 	<ul style="list-style-type: none"> サラ金並みの高金利 高いレバレッジ等銀行規制の迂回 返済能力のない個人への貸出 	<ul style="list-style-type: none"> 出店テナントに「二者択一」を強要 破格価格での販売 中小企業の発展空間を制限 	<ul style="list-style-type: none"> ゲーム産業では未成年のゲーム漬け 配車やデリバリー産業では、非雇用者の権益保護等
取り締まりの進捗度	初期段階	<ul style="list-style-type: none"> 規制の詳細は制定中であるが、「非営利化」が決定され、大枠が固まり、規制リスクはピークアウト。 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅ローン金利の引き上げ 不動産税引き上げの可能性 大手（中国恒大集団）のレバレッジ抑制など不安材料は多い。 	<ul style="list-style-type: none"> 規制の制定段階にあるが、時間がかかるとの見方が優勢。 但し、アリババ取り扱いの信用データは、ライセンス取得で決着し、一段落。 	<ul style="list-style-type: none"> ルール整備は一段落し、企業への調査も一段落。 遅くとも2023年3月までに自己資本比率の基準を満たす必要があるも、悪材料は出尽くし。 	<ul style="list-style-type: none"> 法整備は2月に一段落。 アリババへの規制強化も一巡。 事業分割の回避や、限定的な罰金などで、悪材料は出尽くし。 	<ul style="list-style-type: none"> ゲーム産業は、2018年にすでに規制強化を受けており、AI発展促進の観点から業務改善で一段落すると予想。 7月に米国に対して行政指導が行われ、非雇用者権益問題が一段落。
	中期段階						
	終盤						
規制強化の厳格度		厳格化			相対的に緩和的		

(出所) 各種資料より大和アセット作成

Ⅰ 進捗度をみると、IT産業への規制強化は大方が出そろったと言えよう

【図表2】の規制強化の進捗度に注目しますと、「格差の是正」に関して教育や不動産業への規制強化は今後も続く可能性がある一方で、IT産業においては「データの管理」を除いて、規制強化の大方が出そろいました。アリババやテンセントなどの巨大IT企業に関しても体制整備など具体的な指示がなされており、企業の対応が一巡しつつあります。残りの「データの管理」に関しては、データの種類や影響が多岐に渡ることもあり、法整備などには年越しまで時間がかかるとみられます。但し、アリババ・グループが信用データの提供サービスのライセンスを取得しオンライン貸出業務を継続した事例に鑑みれば、規制により事業の大幅見直しや縮小が命じられる可能性は低いと想定しています。

また、教育産業への厳格な取り締まりを受け、規制がその他産業に拡大するのではとの懸念が浮上しましたが、このような懸念は杞憂と考えます。7月28日（現地、以下同様）に株式市場の安定化のために開催された中国証券監督委員会とグローバル投資銀行等の会議では、当局が「教育は特殊な産業であり、政府は同様な規制をその他産業に広げる意図はない」と受け止められる発言をしたとみられ、安心感につながりました。また、「市場とのコミュニケーションを十分に取り、今後規制強化の透明性や予見性を高める」との発言もみられ、マーケットに配慮が欠けた今までのやり方を反省しているとも受け止められます。

足元のIT企業の株価に関しては、当局の厳格な姿勢を受けセンチメントの急速な改善こそ見込みにくいものの、規制強化の大方が出そろい、規制リスクがピークアウトしたことを受け、底値を固める段階であると予想します。

年後半の政策の軸は、「規制強化」から「景気下支え」へ

今後ですが、市場を左右する政府動向を予測する上では、前述の政府の規制強化の方針を示す「窓口期間を有効に利用する」との文言に注目する必要があると考えます。

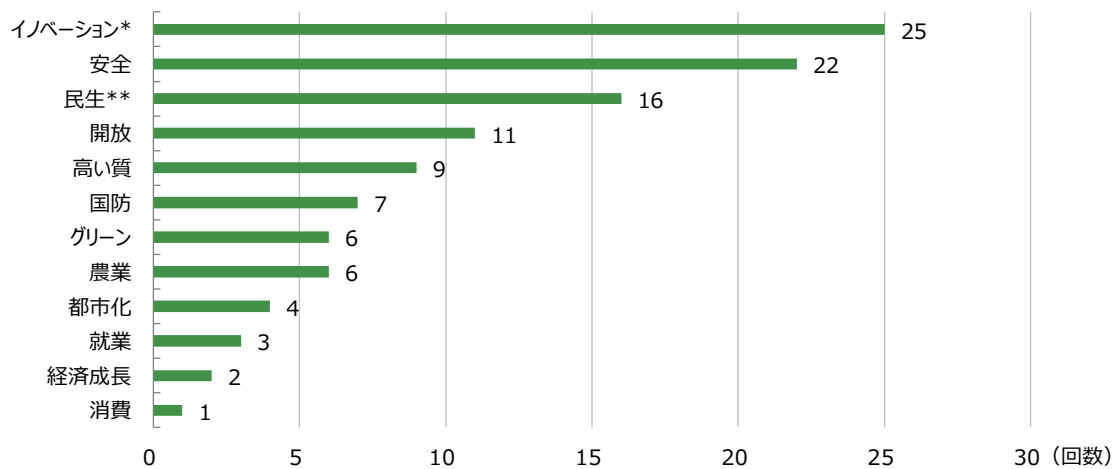
この文言は、4月開催の経済・財政政策の基調を決める「4月の中国共産党中央政治局会議（以下、政治局会議）」でも言及されましたが、7月30日に開催され、年後半の政策基調を決める場となる「7月の政治局会議」では、約半年ぶりに削除されました。年後半に景気の一時的な下振れリスクが高まる中、政策の軸は「規制強化」から「景気の下支え」へ移行すると読み取れる文言の変更と考えられます。各種規制強化が一段落する可能性を示唆するものであり、株式市場のセンチメント改善に寄与すると期待されます。

Ⅰ 中長期的には、IT産業が引き続きイノベーションのけん引役を担う

一方、中長期でみた場合、引き続きイノベーションが国家の最重要課題として位置付けられています。昨年10月に開催された中国共産党5中全会のコミュニケをみますと【図表3】、イノベーションが最も多く言及されています。そのイノベーションを推進するためには、アリババやテンセント等巨大IT企業が依然として不可欠な存在で目撃持続的な発展が必要とされます。

今年4月10日のアリババへの処罰の発表と同時に、政府は中国中央テレビ局のウェブページ上で、インターネットプラットフォーム事業が経済の中で重要な役割を果たしていることを強調し、インターネットプラットフォーム事業の発展を引き続き支持すると表明しました。総じて、中国の巨大IT企業は、上半期に政府が「民生」を重視する中で規制強化の逆風に直面しましたが、政策の軸が「イノベーション」に戻る中で、引き続き経済発展、イノベーションのけん引役を担い、成長すると見込みます。

図表3 2020年5中全会のコミュニケでのキーワードおよび言及された回数



イノベーション*：イノベーションと科学技術の回数を合計したもの

民生**：人民生命、人民生活、人民収入、人民根本利益、人民の共同富裕、人民を中心に、人民の需要、民生等の回数を合計したもの

(出所)：オフィシャル資料より大和アセット

図表4 規制強化関連の主要な出来事の詳細内容

主要な出来事	
①	2020年8月20日、最高裁は法定の民間貸付金利の上限を修正し、フィンテックのサラ金並みの高金利を是正。
②	2020年8月20日、不動産業者に対して、資金調達と活動における「三つのレッドライン」を超えてはいけないと行政指導を行い、債務増大を抑制。
③	2020年10月24日、アリババ創業者のジャック・マ氏が上海のサミットで、当局の規制を批判する演説を行う。
④	2020年11月2日、監督当局がアント・グループに対して、業務改善命令、米国上場の延期を命じる。
⑤	2020年12月16日から18日にかけて開催された中央経済工作会議で、「窓口期間を有効に利用する」との文言が記載される。
⑥	2021年2月7日、当局が「プラットフォーム経済分野における独占禁止に関する指針」を発表し、独占禁止に関する法整備が一段落。
⑦	2021年4月29日、中銀が13社のIT企業を招集し、金融業務に関わる業務改善を命令。
⑧	2021年6月30日、アント・グループが個人の信用データ提供サービスの国家ライセンス取得に成功。オンライン貸出業務の継続が可能。
⑨	2021年7月2日、当局が配車アプリディディに関して、7月上旬に国家データ安全リスク等を理由にアプリストアからの除外等を命じる。
⑩	2021年7月6日、ディディの米国IPO強行を受け、当局は中国企業の米国上場スキームVIEの見直しに着手したと発表。
⑪	2021年7月24日、当局が義務教育段階の教育産業の非営利化を発表。
⑫	2021年7月24日、当局がテンセントに対し、独占禁止法の適用として、2016年の買収を問題視し、50万元（約850万円）の罰金を科したほか、30日以内に中国で独占的に持つ楽曲の配信権を解除するように命じる。

(出所)：大和アセット

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。