

# BTMU CHINA WEEKLY

## トピックス:サブプライムローン問題と中国の金融市場整備

米国のサブプライムローン(低信用層向け住宅ローン)の焦げ付き問題に起因する金融・資本市場の動揺は 8 月 9 日の欧州系銀行による傘下ヘッジファンドの解約凍結を端緒として世界的な広がりを見せた。欧州中銀(ECB)による大量の流動性供給や 17 日の連邦準備委員会(FRB)による公定歩合引下げなどの対応により市場は一応の落ち着きを回復している。しかし、プライベートエクイティファンドやヘッジファンドなど昨今プレゼンスを高める投資手法が大きく関与すること、過剰流動性や世界規模での相互待合と評される現在の金融市場のバランスに大きな影響を及ぼしかねないことから今後も引き続き注視する必要が高いものといえるだろう。

一方、こうした動きの中であって、中国の金融市場は完全に独立を維持している。株価は上昇を続け上海総合指数で 5,000 台を超え、8 月 22 日には市場の予想に反して利上げまでも行っている。中国への影響が限定的な理由は資本規制による海外市場からの遮断と保守的な投資政策によるものである。中国当局の膨大な外貨準備は総じて保守的な運用が維持されており、リストラと好調な業績の中で対外投資を増加させている商業銀行についても、彼らが伝統的に海外でのリスクに対して慎重であることから直接的な影響は少ないとの見方が主流になっている。(一部否定的な報道があることも事実ではあるが)。

資本規制はこれまでも数々の金融市場の動揺から中国を守ってきた。中国がアジア通貨危機の最大の勝者と評され、東南アジア諸国の低迷を尻目に 90 年代後半から急速にプレゼンスを高めたのはこの査証といえなくはない。一方で、中国が永久に現在の資本規制下の固定相場制度という枠組みを維持するとは思われない。その経済規模や政治的な独立性を勘案すると、向かう先は米国や日本同様に自由な資本移動の下での変動相場制ということになるだろう。その前提としてしばしば指摘されてきたのは、資本自由化に対応できる商業銀行の体力と、国内金融市場の自由化である。こうした準備は海外からの批判を待たず、近年の好況も手強い自発的かつ着実に進められているようにみえる。例えば、銀行改革では、外貨準備の資本注入や株式市場の上場が、国内金融市場の整備では金利自由化の前提ともいえる社債市場の整備(8 月の「公社債発行試行弁法」)や国債発行などがそれぞれである。それでは資本の自由化、変動相場制への移行は目前に迫っているだろうか?香港金融管理局のジョセフ・ヤム総裁は、香港ですら金利の自由化に 10 年を要したとしている。賢明な金融政策を続ける中国が国内金利の自由化の前に資本の自由化を行った日本の轍を踏むとは考えられない。

### サブプライムローン問題の影響を巡る中国での報道

(2007 年 8 月 20 日 証券日報)

19 日の国家統計局、鄧京平による「サブプライムローン問題による中国経済への影響は限定的。」が、サブプライムローン問題についての初の政府関係者によるコメント。サブプライム問題の世界的波及の原因は世界の金融資本の繋がりにあるが、中国は資本規制により国内の金融システムへの直接的影響はなく心理面の影響に限られるとの専門家の見方を掲載。

(2007 年 8 月 23 日 新華網)

中国の大手国有銀行 6 行 サブプライム投資による直接損失は限定的と発表されたことを報道。

**中国銀行**: 李頭取、23 日の中間決算の会見で「現在のところ、サブプライム投資による実質的な損失は発生していない。」と発言。**中国工商銀行**: 楊頭取、「工商銀行が保有するサブプライム債券を現在の時価から見れば含み損があるのは確かであるが、金額は小さく問題はない。」と発言。**中国建設銀行**: 「そもそもの保有数が少なく、業績に影響はない」と発表。**招商銀行**: 馬頭取、「サブプライム関連投資は問題発生前に売りに出したため、問題はなし。」**交通銀行**: 「海外支店も含め、これまでにサブプライム債券へ投資したことがない」と発表。**中信銀行**: 「サブプライム債券業務に関わったことがない」と発表。**中国銀監会研究局**は、新華社のインタビューに対し、「サブプライム問題による直接影響は小さい。中国の国内銀行が保有するサブプライム関連の債券は少なく、保有していたとしてもその格付けは高く、また投資リスクを管理するメカニズムを備えているため、直接の損失は限られている。」と回答。

(中国業務支援室 情報開発チーム 國枝康雄)

(訂正とお詫び)

BTMU CHINA WEEKLY 8 月 15 日号トピックス「ポールソン米財務長官の訪中と人民元相場」に以下の誤りがありましたのでここに訂正するとともにお詫び申し上げます。

14 行目「為替相場の変化、即ち、昨年 7 月以来 9%の人民元高」⇒「為替相場の変化、即ち、2005 年 7 月以来 9%の人民元高」

# CHINA WEEKLY DIGEST

## 1. 経済

### ●豚肉の卸売り価格が下落 野菜は引き続き上昇

商務部は 22 日、食品市場の市場価格観測データの結果、年初来高騰が続いていた豚肉価格について、卸売り価格が二週連続で下落し、先週(13 日~19 日)の価格は 1.4%低下したことを発表した。下落傾向は、消費の低下や養豚促進政策に効果が現れ始めたためと見られている。一方で、一部地域では悪天候により、野菜の収穫や輸送に影響が出たため、香菜、油菜、きゅうりの価格がそれぞれ 46.0%、21.6%、18.8%上昇した。

豚肉価格については、下落傾向を見せてはいるものの、依然として子豚や飼料価格が高めに推移しており、今後大幅に低下する可能性は低いと商務部は分析している。また、9 月には学校の始業、中秋節や国慶節を控え、需要の増加が見込まれるため、豚肉価格は高止まるものと予想されている。

### ●人民銀行 6,000 億元の特別国債発行へ

財政部は 29 日、6,000 億元の特別国債を発行する。調達資金は、近く設立予定の外貨準備運用機関の資本金に充てられる。特別国債の期間は 10 年、利率は 4.3%。急増する外貨準備を運用するために年内に「国家外貨投資公司」が設立されることが決定していたが、財政部はその資本金として、総額 1 兆 5,500 億元の特別国債発行により調達した資金で人民銀行から 2,000 億米ドルの外貨を購入する。特別国債の発行は 3 期に分かれ、発行規模はそれぞれ 6,000 億元、6,000 億元、3,500 億元の予定。

## 2. 産業

### ●上場企業 1,220 社が中間決算を発表 純利益は 78%増加

上場企業の中間決算が相次いで発表されている。主要業務の伸びや投資収益の拡大を受け、全体的な純利益の伸び率は 70%を超えるものと見られている。天相投資顧問のデータによると、8 月 27 日までに中間決算報告を行なった上場企業は 1,220 社で、そのうち約 9 割にあたる 1,074 社が黒字を計上した。1,220 社の純利益の総額は 2,687.22 億元、うち昨年と比較可能な 1,101 社の純利益総額は前年同期比 78%増の 1,585.56 億元となった。この収益のうち、営業収益が 8 割、営業外収益が 2 割を占めるが、営業外収益の 8 割が投資収益となっている。高騰を続ける株式市場の影響を受け、株式、有価証券等による資金運用が、収益押し上げに貢献したことが窺われる。

## 3. 貿易・投資

### ●外国企業の対中投資 拡大が続く

中国国家工商行政管理総局の統計によると、本年上半期迄の外商投資企業数の累計が 28 万社に達し、昨年末に比べ 4,986 社増加した。また、投資総額は昨年末比 1,292 億米ドル増加し、累計で 1 兆 8 千億米ドルとなった。うち、投資額が 1 千万米ドル以上の企業は昨年末比 2,095 社増加して 3.8 万社となっている。外資の形態別に見ると、独資(外資 100%出資)に対する経営範囲の規制緩和に伴い、独資の増加が顕著で、中外合弁、合作は減少傾向にある。

### ●環境保護総局 環境汚染責任保険制度を検討

環境保護総局と保険監督管理委員はこの程共同で「環境汚染責任保険調査研究報告」を作成、環境汚染責任保険制度の設立を積極的に進めている。環境汚染責任保険とは企業が環境汚染による事故に伴い、第三者に損害を負わせた場合、法律上の損害賠償責任を負担することにより被る損害を担保する保険を指す。危険品の生産、運送、保存を行う企業や汚染事故が起きやすい石油化学企業を対象とし、太湖、黄河、揚子江等の流域を試験地区として早期実施を目指している。

## 4. 金融・為替

### ●国内個人投資家 海外証券の直接投資が可能に

中国国家外貨管理局は 20 日、国内個人投資家による直接海外証券投資を試験的に実施することを発表した。従来、機関投資家を通じてのみ可能であったものが、今後は自己保有外貨や外貨購入により直接投資が可能となる。天津滨海新区を試験地区とし、外貨購入については年間 5 万米ドル以下の両替制限は適用しない。なお、当初、投資対象を香港証券取引所の上場銘柄に限定する。具体的には、中国銀行天津支店が「香港株直通車」と名付けて証券投資用の口座開設業務を行うことになる。

### ●銀行間人民元・外貨スワップ取引の新規定発表

中国人民銀行は 17 日、「銀行間外国為替市場における人民元と外貨のスワップ業務に関する問題の通知」を発表、即日実施した。2005 年 8 月公布のこれまでの規定では元本のみでの交換を認めていたが、今回の通知で金利部分の交換も可能となった。人民銀行は、中国の外為市場の発展と為替リスクヘッジの需要に対応するものとしている。対象通貨は米ドル、ユーロ、円、香港ドル、英ポンドの 5 通貨。



# EXPERT VIEW

NERA Economic Consulting  
中国総代表 日本国公認会計士  
鈴木康伸

## 【物流園區の税務問題】

### 物流園區とは

上海、蘇州などに設けられている物流園區は、関税及び増値税の観点からみて国外と同等の取り扱いとされる保税地域です。中国外から貨物を同区に持ち込む段階では関税及び輸入増値税は保税扱いとされ、これを第三国に販売或いは保税区内で転売する取引についても増値税がかかりません。中国外からの貨物に関する関税、増値税の取扱いは上海外高橋、深セン福田など各地に設けられている保税区でも同様の取り扱いとなっています。また、中国法人が物品を物流園區に搬入した段階で、関税の観点からは国外に輸出したと同等の取り扱いとすることから増値税の還付申請の権利が発生しますが、この点は、保税区が同区内に貨物を持ち込むのみでは増値税還付の観点からは輸出とみなさず、正に中国国外に搬送したことを以って輸出と判定することと異なっており、それだけに物流園區の貨物管理及び法人設立がより厳格であるといえます。例えば、保税区に貿易会社を設立することは比較的容易ですが、物流園區では単にインボイスだけの付け替えを行う貿易会社ではなく、一定規模の倉庫を構える物流業としての法人設立が求められます。

### 物流園區の活用例

日本本社あるいは香港法人より購入した貨物を保税区の貿易会社に取り置き、顧客の要請に従い中国内に搬送する「オンデマンド」の物流倉庫を持つ企業は従来からありました。ただし保税区の貿易会社では中国国内の製造子会社より購入する物品を中国内の顧客に転売する行為に対しては増値税の課税を受けることから、原材料をできるだけ保税品として取り扱いたいとする中国で保税工場を営む製造会社にとっては、中国製造品を保税区の貿易会社から購入するメリットがなく、その意味で、当該貿易会社は輸入品から中国製造品までを一括して取り扱う「ワンストップ」の配送センター足りえません。一方、物流園區では、中国法人から購入した商品の国内転売をも輸入品として取り扱うことから、保税工場が全ての原材料を保税輸入部品として取り扱うことができます。従来、「香港一日遊」と呼ばれ、香港に貨物を搬送して再輸入し、保税輸入品に切り替える「香港スイッチ」を、「物流園區」でインボイス・スイッチすることにより、物流コストも節約することが可能となります。上記のとおり物流園區は法人設立の要件が厳格であるために、このインボイス・スイッチは、日本本社が中国法人より物品を購入し、園区内の物流会社に本社名義在庫として保管し、オンデマンドで中国法人に販売するという取引形態となり、本社に仕入、売上及び売買差益が計上されます。

### 物流園區の課税問題

「園區スイッチ」で検討すべき税務問題には、「恒久的施設(PE)課税」、「源泉所得税の取り漏れ」、「関税の取り漏れ」があります。

### 恒久的施設課税

物流園區とはいえ、中国内に本社名義の在庫を取り置くことに対して、中国の税務当局がこれをPEと認定して、課税権を主張しないかという懸念が生じます。

日中租税条約では、PE を「事業を行う一定の場所であって企業がその事業の全部または一部を行っている場所」と規定していますが、「物品(商品)の保管、展示、引渡しのためだけの施設の使用や在庫の保有」はその例外とする取り扱いとなっています。

ただし、「注文取得代理人」すなわち他国の企業に代わって、当該企業の名において契約を締結する権限を有し、この権限を反復して行使したり、当該企業のために反復して注文を取得したりする者もPEとされるため、日本本社が従属的な地位にある者を通じて中国で契約締結、注文取得を行なう場合には、当該商品売買を通じて得た所得を中国での事業所得として日本本社が課税を受けます。

代理人であっても独立の地位を有する者、たとえば仲立人、問屋その他(資本関係のない商社もこれに該当すると判断されます)が通常の方法でその業務を行なう限り、PEとは判定されませんが、資本関係があるなど、支配、被支配の関係がある場合や、取引上のリスクを通常以上に代理人側が負うといった状況下では、代理人の独立性が失われていますので、PEの認定を受けます。倉庫業者に委託して自社在庫を中国内に保有する日本本社は、この限りにおいてPE認定を受けることはないといえますが、本社に所属する長期出張者、形式上は中国子会社に帰属する出向者であっても、費用の負担、指揮命令系統からして本社に従属すると認められる者が上記行為を行うにあたっては、所轄税務当局の解釈及び PE 課税に対する姿勢如何とはいうものの、PE 認定の可能性がある点に注意する必要があります。

#### 源泉所得税の取り漏れ

中国製造子会社→中国内顧客で販売していた製品を、「園區スイッチ」で中国製造子会社→日本本社→中国内顧客と商流変更するケースを考えてみましょう。変更前の取引形態では日本本社は商流に絡まないことから、中国の製造子会社より技術ロイヤリティを徴収していたであろうことは想像に難くありません。変更後は本社が商流に関与することで従来の技術ロイヤリティの徴収を止め、売買差益により相当の利益を回収することができます。製造子会社としては、製品売上収入と相応の技術ロイヤリティ費用の減少となり、理論的には課税所得の減少を招くことにはなりません。源泉所得税の対象である技術ロイヤリティ支払取引がなくなることで、所轄の税務当局から源泉所得税の課税取り漏れと認定されないように注意する必要があります。源泉所得税の取り漏れ問題は同じく、販売コミッションを支払うべき状況において値差による利益の付替えが行われるときにも生じます。

#### 関税の取り漏れ

これら日本から見た外→外取引では、ロイヤリティを徴収する代わりに日本から出す部材価格に製造技術の対価相当額を加算することも実務上あり、この場合には源泉所得税ではなく、輸入部材に対する関税、輸入増値税を支払っているわけですが、取引の間に本社が介在することで部材の価格の極端な低下を招くのであれば、税関当局の注意を惹起することになるでしょう。

いずれの問題も、最終的には取引に本社が介在することに意義があり、価格設定が妥当であるという「移転価格」的観点からの合理的な説明が必要です。なお、これらの税務問題は指摘を受ける可能性がある事項として捉えるべきであり、物流園區を活用する全ての取引当事者に普遍的に発生するものではないことをご了解ください。

以上

# CHINA WEEKLY FOREX

## 人民元の動き

日付	Open	Range	Close	JPY		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数		
				前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close		前日比		
2007.08.20	7.5957	7.5871~7.5969	7.5871	0.0080	6.5813	0.1247	0.9706	0.0021	10.2425	0.0247	1.9900	5149.24	260.8100
2007.08.21	7.5940	7.5859~7.5950	7.5906	0.0035	6.6481	0.0668	0.9716	0.0009	10.2277	0.0148	1.9300	5202.40	53.1600
2007.08.22	7.5947	7.5937~7.6060	7.6000	0.0094	6.6171	0.0310	0.9735	0.0019	10.2556	0.0279	2.1900	5228.77	26.3700
2007.08.23	7.5874	7.5821~7.5879	7.5870	0.0130	6.5440	0.0731	0.9709	0.0025	10.2803	0.0247	2.3800	5283.93	55.1600
2007.08.24	7.5670	7.5655~7.5688	7.5666	0.0204	6.5294	0.0146	0.9690	0.0019	10.2861	0.0058	2.4300	5363.20	79.2700

## トピックス

### 【20日】

- 懐誠 全国社会保障基金理事長は、米サブプライムモーゲージの問題を引き金とした世界の金融市場の混乱について警戒する一方で、今後も海外への投資を続けるとの方針を示し、「金融市場の混乱による影響を過小評価するべきではない。ただ、全国社会保障基金は、金融市場の混乱を理由に投資を中断することはない」と述べた。
- 証券報によると、樊綱 中銀金融政策委員会委員は、人民元の大幅な上昇は国内の経済成長に深刻な影響を与えるとの見解を示し、「人民元が30~40%上昇したとしても、米ドルが長期的に下落基調にあるため、人民元の先高観は根強いものになるだろう」と述べた。
- 干広洲 商務部事務次官は、2007年の輸出額は前年比+27.0%となる1兆2310億米ドルとなる見込みであることを明らかにした(2006年の輸出額: 同+27.3%、9691億米ドル)。
- 汪建熙 中央匯金投資(中銀の投資部門)副董事長は19日、新設される同国の外貨準備運用機関が30億米ドル投資しているプライベートエクイティ大手ブラックストーン・グループの株価が下落しているものの、同機関は、今後もプライベートエクイティやヘッジファンドに投資していく方針であるとした。

### 【21日】

- 国家發展改革委員会当局者は、今年の同国消費者物価指数(CPI)上昇率は目標を上回る見通したが、インフレは管理不能な状況にはならないとの見解を示した。
- 中銀は、インフレ期待を抑制するため、1年物預金基準金利を27bp引き上げて3.33%から3.6%にする一方、1年物貸出基準金利を18bp引き上げ、6.84%から7.02%にすると発表した(22日から適用)。

### 【22日】

- 中国紙は、今秋の同国穀物収穫量は干ばつと洪水により例年を10%下回る公算が大きく、一段の価格上昇とインフレに対する懸念が高まっていると報じた。

### 【23日】

- 王受文 商務部対外貿易局局長は、貿易黒字抑制を目指す同国の取り組みについて、税制変更や行政上の措置によって既に効果が表れており、今後数ヶ月間にさらなる成果が見込めるとの見解を示した。

### 【24日】

- 易綱 中銀総裁補佐は、資本勘定の開放を今後も進めていくが開放のペースをコントロールする必要があるとし、断固としてインフレを抑制する方針を示した。また、実質金利がマイナスの状況は経済にとって良くないとする一方、実質金利をプラスにするには時間が必要であるとの見解を示した。
- 国家外為管理局(SAFE)は、ドイツ銀行に対し、適格国内機関投資家(QDII)制度のもと、3億米ドルの投資枠を認可したことを明らかにした。これにより昨年のQDII制度発足以来、認められた投資枠は185億9000万米ドルとなった。

## RMB レビュー&アウトルック

- 今週の人民元は、先週末比ほぼ同水準となる7.5957でオープン。週初、前週末に発表となった米FRBの公定歩合引き下げを好感し小幅上昇したものの世界的な信用収縮懸念が払拭されない中、上値の重い展開となった。先週発表となった消費者物価指数にて顕著なインフレ懸念が見られたことから中銀は21日に預金・貸出基準金利の引き上げを発表したが、市場では織り込み済みであり、為替相場への影響は限定的となり翌営業日には逆に今週の安値となる7.6060まで下落した。しかしその後、米国株式相場が上昇に転じたことから信用収縮懸念も若干和らぎ、先週以来、安値水準で発表されていた中銀発表基準値が週末にかけて2営業日連続で上昇、日中取引価格も8月9日以来の高値となる7.5655まで急反発し、そのまま高値圏である7.5666で越週となった。今週の人民元は2週間続いた下落が一旦落ち着いた形となり、年率換算の上昇率(前年同期比)も週末には再び5%台となった。来週以降、人民元の上昇が再開されるかが注目される。

(市場業務部 為替グループ アジア・エマージング通貨チーム)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませ、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。