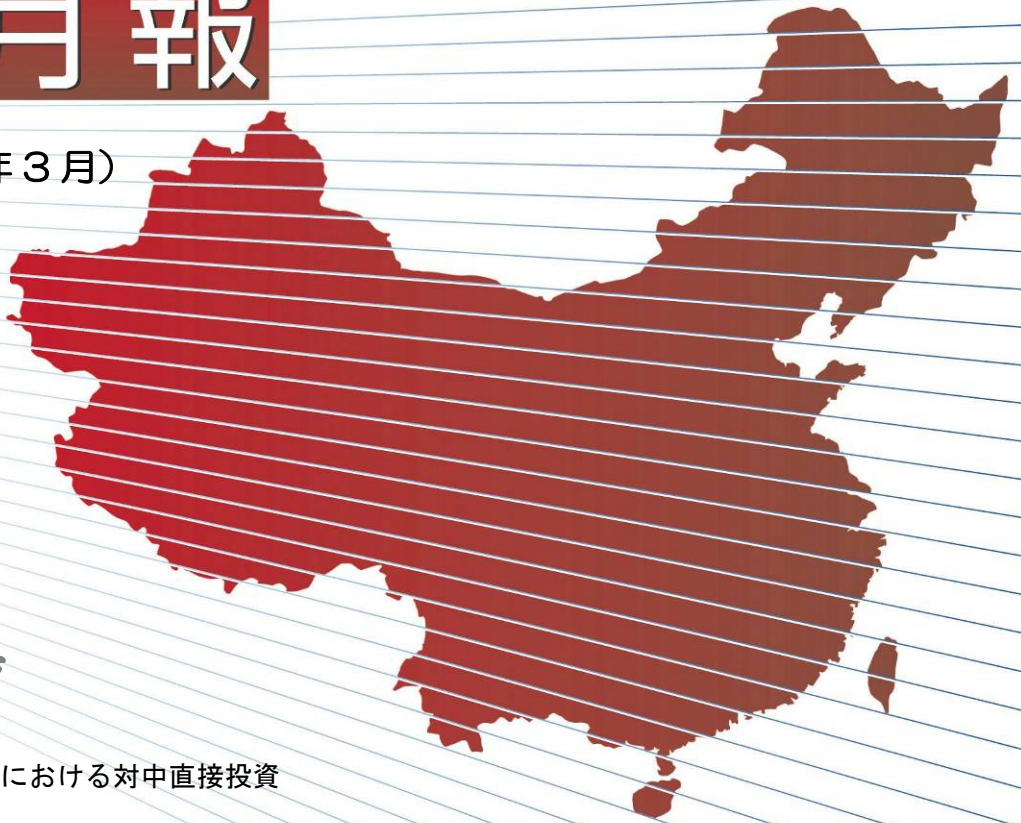


# BTMU

## 中国月報

第 110 号 (2015 年 3 月)



### CONTENTS

#### ■ 特 集

- ◆ ニューノーマル時代における対中直接投資

#### ■ 経 済

- ◆ 中国経済の現状と見通し

#### ■ 産 業

- ◆ 中国における燃費規制の強化と完成車メーカーに求められる取り組み（前編）

#### ■ 人民元レポート

- ◆ 利下げ後の金融市場動向

#### ■ 連 載

- ◆ 華南ビジネス最前線～前海協力区における深圳・香港協力促進方案

#### ■ MUF G 中国ビジネス・ネットワーク



## 目次

### ■特集

- ◆ ニューノーマル時代における対中直接投資  
三菱東京UFJ銀行 経済調査室 ..... 1

### ■経済

- ◆ 中国経済の現状と見通し  
三菱東京UFJ銀行 経済調査室 ..... 11

### ■産業

- ◆ 中国における燃費規制の強化と完成車メーカーに求められる取り組み（前編）  
三菱東京UFJ銀行 企業調査部 香港駐在 ..... 15

### ■人民元レポート

- ◆ 利下げ後の金融市場動向  
三菱東京UFJ銀行（中国）環球金融市場部 ..... 21

### ■連載

- ◆ 華南ビジネス最前線～前海協力区における深圳・香港協力促進方案  
三菱東京UFJ銀行 香港支店 業務開発室 ..... 26

### ■MUFJG中国ビジネス・ネットワーク

## エグゼクティブ・サマリー

### 特集「ニューノーマル時代における対中直接投資」

- ◇中国経済の高度成長期を終え安定成長期に移行するなか、対中投資も全体としては伸び悩み。
- ◇ただし、より高度な成長ステージに移行するにはサービス業、高付加価値製造業などの発展が不可欠。この分野の規制緩和を通じて外資を呼び込もうとする政府の意向は明白で、そこに引き続き大きなビジネスチャンスが残されている。
- ◇グローバルな事業戦略の下で中国に踏みとどまるとすれば、習政権の改革を踏まえ、政府と市場の期待に応えるというニューノーマル時代への適合条件をクリアすることが発展の鍵。

### 経 済「中国経済の現状と見通し」

- ◇2014年の中国の実質 GDP 成長率は通年で+7.4%と政府目標（+7.5%前後）をほぼ達成。ただし、「李克強指数」（電力消費量、鉄道輸送量、銀行貸出残高の前年比伸び率から推計）でみた実体経済は減速の継続を示唆。
- ◇昨年11月の利下げ、今年2月の全ての金融機関対象の預金準備率引き下げ、2月末の追加利下げと矢継ぎ早の金融緩和策実施は、過剰生産能力、住宅市場の調整に伴う景気の急失速回避のためと考えられる。
- ◇今後については、構造調整継続による中長期的な成長力確保と短期的な景気失速回避の両睨みの下、財政・金融両面からの下支えにより、緩やかな成長率の減速傾向を見込む。

### 産 業「中国における燃費規制の強化と完成車メーカーに求められる取り組み（前編）」

- ◇中国政府は、「原油の輸入依存度上昇」「中資系メーカーの見劣りする技術力」「大気汚染の深刻化」等の課題解決のため、2012年9月に2015年、2020年時点における国家平均燃費目標を設定。
- ◇2015年の国家目標ではメーカー毎の企業平均燃費目標を設定。2020年も企業目標が設定される見込み。重量別目標では、2020年は2015年の目標からさらに約▲27.5%の燃費向上が求められる。
- ◇足元の各社の達成状況は、2015年の企業目標については、一部のメーカーで一段の燃費向上が必要なるも、大半の上位メーカーで達成の見込み。重量別目標では外資系完成車メーカーは概ね目標を達成。ただし、想定される2020年の重量別目標では、現状外資系で達成している車種は見あたらない。

### 人民元レポート「利下げ後の金融市場動向」

- ◇中国人民銀行、2014年11月21日に続き2015年2月28日に預金貸出基準金利の引き下げを発表。他にも各種流動性ファシリティを用いた資金供給を行うなど、金融緩和措置や景気支援策を徐々に拡大する姿勢が見受けられる。
- ◇現政権は「新常态」下の政策運営にシフト。投資主導への回帰は現時点で想定し難く、当面小刻みな金融調整を軸とした景気下支えを図るものと予想。
- ◇今後、米国の堅調な雇用情勢、欧州の金融緩和の拡大による外需の拡大、中国国内の利下げに伴う不動産価格下落圧力の緩和が中国景気の下支え。一方で、CPI低下が止まらない場合、実質金利引き上げを企図した基準金利や預金準備率引下げの実施、SHIBOR、国債利回り等の市場金利の一段の低下の可能性あり。

### 連 載「華南ビジネス最前線～前海協力区における深圳・香港協力促進方案」

- ◇深圳市政府は香港から前海協力区への投資促進策や前海協力区を含む広東自由貿易試験区設置を見据えた発展計画を含む「前海協力区における深圳・香港協力業務促進方案」を発表（2014年12月）。
- ◇前海協力区への香港企業の進出が期待に反して低迷している状況の打開を目指し、香港との連携という広東自由貿易試験区における前海協力区の特徴・位置付けをより一層明確にするもの。
- ◇方案の実現により、前海協力区が香港企業にとってさらに魅力的な場所となることに期待。



## ニューノーマル時代における対中直接投資

三菱東京UFJ銀行  
経済調査室  
調査役 萩原陽子

中国は改革・開放政策導入以来、海外から流入する巨額の直接投資を活用して急速な経済発展を遂げた(図表1)。しかし、近年、直接投資額は伸び悩みを示し、また、中国経済も高度成長期を終えて安定成長期に移行している。習近平政権は安定成長へステージ移行した今日の中国をニューノーマル(新常态)と位置付け、改革・開放の再加速を通じて「中所得国の罠」の回避を模索している。そこで、以下では、足元の対中直接投資動向を確認するとともに、ニューノーマルに合わせた習政権の政策を踏まえ、外資系企業の方角性を考えていきたい。

図表1：中国のGDPと対内直接投資の推移



### 1. 最近の対中直接投資動向

対中直接投資額は2011～2014年にかけて年間1,100億ドル台とほぼ横這いで推移しているが、むしろ、投資地域別、業種別の詳細をみると様々な変化が認められる。

#### (1) 投資地域別動向

2014年の主要投資国・地域の動きをタックスヘイブン経由を含むベース<sup>(注)</sup>で確認すると、増勢が目立つのは香港と韓国である。香港は最大の投資地域でありながら、前年同様、前年比+9.5%と堅調な拡大ペースを持続しており、経済貿易緊密化協定(CEPA)拡充を通じて中国との一体化を深める国際金融・ビジネスサービスセンターである香港を経由した投資ニーズは底堅い(図表2)。また、2013年には中国における資金調達難から、中国の不動産企業が買収した香港上場企業を通じて香港で調達した資金で中国に投資する動きが指摘されており、後述の通り、不動産投資の活況からすると、2014年にも同様の動きが続いている可能性がある。一方、韓国からの投資は前年比+29.8%と急増しており、中韓FTAが2014年の実質合意を経て2015年の発効が見込まれるなかで投資意欲が喚起されたものと考えられる。

(注) 中国では、外資優遇税制の利用を図る中国企業の迂回投資、ビジネス上の自由度の確保、投機マネーなど様々な理由からタックスヘイブン経由の投資が多く、本来の投資元を把握しづらかった。しかし、外資優遇税制の撤廃などから2008年の216億ドルをピークに減少の一途を辿り、2014年には90億ドルに達している。2009年からタックスヘイブン経由を含むベースの統計公表が始まっており、タックスヘイブンからの投資減少に伴い、タックスヘイブン経由を含むベースと含まないベースの差額は縮小しつつある。

図表2：投資国・地域別（タックスヘイブン経由を含む）の対中直接投資の推移

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2009年～14年	
							金額	シェア
香港	539.9 (n.a)	674.7 (25.0)	770.1 (14.1)	712.9 (▲7.4)	783.0 (9.8)	857.4 (9.5)	4,338.1	65.7
EU	59.5 (n.a)	65.9 (10.7)	63.5 (▲3.6)	61.1 (▲3.7)	72.1 (18.1)	68.5 (▲5.0)	390.6	5.9
台湾	65.6 (n.a)	67.0 (2.1)	67.3 (0.4)	61.8 (▲8.1)	52.5 (▲15.2)	51.8 (▲1.3)	366.0	5.5
シンガポール	38.9 (n.a)	56.6 (45.6)	63.3 (11.9)	65.4 (3.3)	73.3 (12.1)	59.3 (▲19.1)	356.7	5.4
日本	41.2 (n.a)	42.4 (3.0)	63.5 (49.6)	73.8 (16.3)	70.6 (▲4.3)	43.3 (▲38.7)	334.8	5.1
米国	35.8 (n.a)	40.5 (13.3)	30.0 (▲26.1)	31.3 (4.5)	33.5 (7.1)	26.7 (▲20.4)	197.8	3.0
韓国	27.0 (n.a)	26.9 (▲0.4)	25.5 (▲5.3)	30.7 (20.2)	30.6 (▲0.2)	39.7 (29.8)	180.4	2.7
合計 (銀行・証券・保険を含まない)	900.3 (▲2.6)	1,057.4 (17.4)	1,160.1 (9.7)	1,117.2 (▲3.7)	1,175.9 (5.3)	1,195.6 (1.7)	6,606.4	100.0

(注) 上段は金額(億ドル)、下段( )内は前年比伸び率(%)。  
(資料) 中国商務部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

その他の主要投資国・地域からの投資はいずれも前年比で減少したが、なかでも日本からの投資は2013年の前年比▲4.3%に続き、2014年には同▲38.7%まで急減し、日中関係の悪化が色濃く影を落としていることを窺わせる。

## (2) 業種別動向

業種別では、製造業向け投資が完全にピークアウトしたことが明白となってきた。2012～2014年にかけて3年連続の前年比減少で(図表3)、対中投資全体に占めるシェアは2004年の71.0%から2014年は33.4%へと半減した。賃金上昇と中国企業のレベルアップなどによる競争激化からすれば、生産拠点としての投資吸引力が弱まるのも不思議ではない。

これに対して、非製造業には堅調な業種も少なくない。なかでも、不動産業は規制強化に伴う市況低迷にもかかわらず、前年比+20.2%と大幅拡大しており、前述の通り、中国企業による香港経由の投資の可能性を示唆する。リース・ビジネスサービス、科学研究・技術サービスも同+20%前後の好調な拡大で、中国市場開拓への意欲を窺わせる。なお、卸売・小売の急速なペースダウンは綱紀粛正に伴う奢侈品需要の減退を反映したものと考えられる。

図表3：業種別の対中直接投資の推移

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
製造業	400.8 (▲5.6) <63.6>	408.6 (2.0) <54.7>	498.9 (22.1) <54.0>	467.7 (▲6.3) <51.9>	495.9 (6.0) <46.9>	<b>521.0</b> (5.1) <44.9>	488.7 (▲6.2) <43.7>	455.5 (▲6.8) <38.7>	399.4 (▲12.3) <33.4>
エレクトロニクス・通信設備	81.6 (5.9)	76.9 (▲5.9)	<b>84.5</b> (10.0)	71.7 (▲15.1)	84.3 (17.5)	73.1 (▲13.3)	65.9 (▲9.9)	64.1 (▲2.7)	61.5 (▲4.0)
機械	38.3 (▲3.7)	44.7 (16.7)	63.2 (41.6)	55.7 (▲12.0)	65.9 (18.4)	70.1 (6.4)	<b>76.8</b> (9.6)	70.2 (▲8.5)	52.2 (▲25.6)
化学	26.4 (▲6.0)	28.9 (9.3)	<b>41.2</b> (42.9)	39.9 (▲3.2)	34.4 (▲13.9)	37.4 (8.7)	39.0 (4.4)	39.3 (0.7)	31.8 (▲19.1)
医薬	5.2 (n.a.)	6.0 (16.0)	6.6 (9.8)	9.4 (43.7)	10.3 (8.8)	<b>11.8</b> (14.5)	9.4 (▲20.1)	10.4 (10.2)	9.6 (▲7.8)
繊維	20.9 (▲57.5)	18.4 (▲12.0)	18.2 (▲1.1)	13.9 (▲23.6)	16.0 (15.1)	15.4 (▲4.0)	12.7 (▲17.5)	12.3 (▲3.4)	8.3 (▲32.6)
不動産	82.3 (51.8) <13.1>	170.9 (107.7) <22.9>	185.9 (8.8) <20.1>	168.0 (▲9.6) <18.7>	239.9 (42.8) <22.7>	268.8 (12.1) <23.2>	241.2 (▲10.3) <21.6>	288.0 (19.4) <24.5>	<b>346.3</b> (20.2) <29.0>
リース・ビジネスサービス	42.2 (12.6) <6.7>	40.2 (▲4.8) <5.4>	50.6 (25.9) <5.5>	60.8 (20.1) <6.8>	71.3 (17.3) <6.7>	83.8 (17.6) <7.2>	82.1 (▲2.0) <7.3>	103.6 (26.2) <8.8>	<b>124.9</b> (20.5) <10.4>
卸売・小売業	17.9 (72.3) <2.8>	26.8 (49.6) <3.6>	44.3 (65.6) <4.8>	53.9 (21.6) <6.0>	66.0 (22.4) <6.2>	84.2 (27.7) <7.3>	94.6 (12.3) <8.5>	<b>115.1</b> (21.7) <9.8>	94.6 (▲17.8) <7.9>
運輸業	19.8 (9.7) <3.1>	20.1 (1.1) <2.7>	28.5 (42.1) <3.1>	25.3 (▲11.4) <2.8>	22.4 (▲11.2) <2.1>	31.9 (42.2) <2.8>	34.7 (8.9) <3.1>	42.2 (21.4) <3.6>	<b>44.6</b> (5.6) <3.7>
科学研究・技術サービス	5.0 (n.a.) <0.8>	9.2 (81.8) <1.2>	15.1 (64.2) <1.6>	16.7 (11.2) <1.9>	19.7 (17.5) <1.9>	24.6 (25.0) <2.1>	31.0 (25.9) <2.8>	27.5 (▲11.2) <2.3>	<b>32.5</b> (18.3) <2.7>
情報通信・コンピュータサービス・ソフトウェア	10.7 (6.0) <1.7>	14.9 (38.7) <2.0>	27.7 (86.8) <3.0>	22.5 (▲19.0) <2.5>	24.9 (10.7) <2.4>	27.0 (8.5) <2.3>	<b>33.6</b> (24.4) <3.0>	28.8 (▲14.2) <2.4>	27.6 (▲4.4) <2.3>
エネルギー供給	12.8 (▲7.8) <2.0>	10.7 (▲16.3) <1.4>	17.0 (58.1) <1.8>	21.1 (24.5) <2.3>	21.2 (0.6) <2.0>	21.2 (▲0.3) <1.8>	16.4 (▲22.6) <1.5>	<b>24.3</b> (48.2) <2.1>	22.0 (▲9.3) <1.8>
合計 (銀行・証券・保険を含まない)	630.2 (4.5)	747.6 (18.6)	924.0 (23.6)	900.3 (▲2.6)	1,057.4 (17.4)	1,160.1 (9.7)	1,117.2 (▲3.7)	1,175.9 (5.3)	1,195.6 (1.7)
銀行・証券・保険	99.9 (n.a.)	90.1 (▲9.8)	164.9 (83.0)	44.9 (▲72.8)	101.2 (125.5)	98.8 (▲2.4)	114.8 (16.1)	23.3 (▲79.7)	41.8 (79.5)

(注)1. 上段は金額(億ドル)、中段( )内は前年比伸び率(%)、下段<>内はシェア(%)。

2. 枠内は投資額のピーク。ちなみに繊維は2005年がピーク。

(資料)中国商務部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. ニューノーマル時代の外資政策

中国の高度成長の牽引役の一つと考えられてきた対中直接投資は総じてみれば伸び悩みに入った。こうした対中投資に対して習近平政権はいかなるスタンスにあるのか。それを習政権が押し進める改革のアウトラインを示す重要文書「改革の全面的な深化に関する若干の重大な問題に関する決定」[2013年11月の中央委員会第三回全体会議(三中全会)採択]から探してみたい。

三中全会の決定は、経済のグローバル化という新たな情勢に適応するため、外資参入規制の緩和を掲げており、①中国企業・外資系企業に関する法令の統一化、②外資政策の安定性・透明性・予測可能性の維持、③サービス業における(a)金融、教育、文化、医療分野の秩序ある開放と(b)育児・高齢者サービス、建築・設計、会計・監査、商業・貿易・物流、電子商取引の外資参入制限撤廃、④一般製造業における一段の自由化——を明記した。また、改革の全面的深化と開放拡大のための試行地である上海自由貿易試験区の重要性も明らかにした。

### (1) 上海自由貿易試験区における改革の進展

2013年9月、三中全会の決定に先行して上海市浦東新区の4つの保税區に上海自由貿易試験区(FTZ)が設立され、行政、投資、貿易、金融の4分野に関し、全国に先駆けた改革が試行され

ることになった。投資面では、①金融、運輸、商業貿易、専門、文化、社会の6分野における18業種のサービスに関する参入規制緩和(図表4)、②外国投資に対するネガティブリスト方式の採用(ネガティブリスト以外の分野では認可制から登録制に変更)——が規定された。とはいえ、FTZ 設立時に上海市政府がネガティブリストに掲げた制限ないし禁止対象16業種190項目は、外資系企業に対する全般的な投資リストである外商投資産業指導目録における制限対象80項目、禁止対象39項目との重複も多く、失望を誘った。

図表4：上海自由貿易試験区の参入規制緩和対象(6分野18業種のサービス)

金融サービス	銀行、健康医療保険、ファイナンスリース
海運サービス	遠洋貨物運輸、国際船舶管理
商業貿易サービス	付加価値電信業務、ゲーム機・アミューズメントマシンの販売・サービス
専門サービス	弁護士サービス、企業信用調査、旅行会社、人材仲介サービス、投資管理、工事設計、建築サービス
文化サービス	公演マネジメント、娯楽施設
社会サービス	教育研修・職業訓練、医療サービス

(資料) 国務院「中国(上海)自由貿易試験区全体方案」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうした反応を踏まえ、上海市政府は2014年6月には2014年版としてネガティブリストを更新し、制限・禁止対象を139項目に削減した。外資単独での投資が可能となった主な項目には、自動車の電子装置製造、排気量250cc以下のオートバイ生産、排気量250cc超のオートバイ電気制御燃油噴射技術、プロジェクト会社形式による不動産開発・仲介業、国際海運貨物積降業務、国際海運コンテナターミナル・ヤード業務が、投資制限が削除された主な項目には、石油製品精製、バイオ液体燃料生産、ベアリング生産、通信販売や一般商品のオンライン販売、品質検査技術サービスがある。しかし、削減項目には重複した規制項目の整理によるものも多く、規制緩和が遅れているという見方が根強い。

金融面でも貿易面でも新政策導入は進みつつある。2013年12月、中国人民銀行(中央銀行)は金融改革の概要を示す「上海自由貿易試験区建設に向けた金融支援に関する意見」を発表し、3カ月以内に大部分の改革に着手し、半年後には結果を総括、約1年で普及可能な金融管理モデルを構築するという目標を明らかにした。これを受けて、2014年2月から施行細則の発表が相次ぎ、①国内外の企業グループ間の資金融通ならびに集中決済、②小口外貨預金金利、③外貨資本金の人民元交換——などが自由化され、海外との自由な資本移動が可能となる自由貿易口座制度も導入された。貿易面では、上海税関が関税の一括納税、搬入後通関など通関手続きの簡素化策を次々と発表しており、その数は23項目に達している。

さらにFTZを起点とした自由化は新たな段階に入っている。一つはFTZで試行された政策の全国展開である。すでに一部の自由化政策は数カ月のタイムラグを置いて他地域に展開されつつあったが、2015年1月には、国務院(中央政府)が「上海自由貿易試験区のコピー可能な改革試行経験の普及に関する通知」を公布し、35項目を全国展開することとした。中央政府官庁が管轄する29項目のうち28項目の期限は2015年6月30日までとされ、外貨資本金の人民元交換の自由化、外貨登記・変更手続きの銀行への委譲、ファイナンスリース会社による商業ファクタリング業務の兼業などが含まれている(図表5)。一方、地方政府管轄となる6項目のうち、企業設立に際してのワンストップ窓口制度、公共信用情報サービスプラットフォームの構築など5項目は2~3年の期限で全国展開予定が定められた。

図表5：上海自由貿易区の自由化進捗状況

項目	上海自由貿易区	上海自由貿易区外への展開	2015年6月30日までに全国展開
<b>投資規制緩和</b>			
対内直接投資におけるネガティブリスト方式の採用	2013年9月		
対内直接投資における認可制から登録制への移行	2013年9月		
外資100%の医療機関開設	2013年11月	2014年8月 (北京、天津、上海、江蘇、福建、広東、海南)	
ファイナンスリース会社による商業ファクタリング業務の兼業	2014年2月		○
ゲーム機・アミューズメントマシンの販売・サービス	2014年4月		○
税務手続のオンライン化10項目	2014年6月		○ (審査、納税のオンライン化など4項目)
<b>金融</b>			
クロスボーダー人民元集中運営管理	2014年2月	2014年11月 (多国籍企業)	
小口外貨預金金利自由化	2014年2月	2014年6月 (上海市内)	
クロスボーダー外貨集中運営管理	2014年2月	2014年4月 (多国籍企業)	
外資系企業の外貨資本金の人民元交換を自由化	2014年2月	2014年7月 (天津滨海新区など16地区)	○
直接投資における外貨登記および変更登記を銀行に委譲	2014年2月		○
コモディティデリバティブの銀行店頭取引における両替	2014年2月		○
自由貿易口座の開設	2014年5月		
<b>貿易</b>			
通関手続の簡素化23項目	2014年4～8月	2014年9月 (関税の一括納税、搬入後通関方式など14項目を全国展開)	○ (通関のペーパーレス化、輸入貨物の事前審査など8項目)

(資料) 中国国務院、中国人民銀行、上海市当局資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

もう一つは上海以外のFTZの設置である。多くの地域から要望が出されるなかで広東省、福建省、天津市で2015年3月からの新設が決定した。同時に上海FTZも従来の30km<sup>2</sup>から拡張され、FTZの規模はいずれも約120km<sup>2</sup>となる。ネガティブリストについて上海では139項目あるのに対して天津では85項目まで絞り込んだとの報道もあり、FTZ間の競争による規制緩和のスピードアップが期待されるところである。

## (2) 全般的な規制緩和策

FTZのみならず、中国全体でも外資規制緩和に向けた制度整備は着実に進展している。第1は参入手続がこれまでの審査制から原則届出制へ移行されたことである(図表6)。従来から徐々に審査権限は中央政府から地方政府に委譲されつつあったが、2014年5月、国家発展改革委員会は「外商投資プロジェクト審査承認及び届出管理弁法」を公布し、中国側の奨励(マジョリティ出資が規定されている案件を除く)・許可業種の案件を届出制とし、審査を要する案件についても審査期間の短縮、提出書類の削減など企業の負担軽減につながる措置を盛り込んだ。

図表6：外資プロジェクトの審査

	審査機関	奨励業種	許可業種	制限業種
変更前	国務院および 国家発展改革委員会	5億ドル以上		1億ドル以上
	国家発展改革委員会	1億～5億ドル未満		5,000万～1億ドル未満
	地方政府	1億ドル未満		5,000万ドル未満
変更後	国家発展改革委員会	中国側のマジョリティ出資要で 3億ドル以上	なし	不動産以外で5,000万ドル 以上
	地方政府	中国側のマジョリティ出資要で 3億ドル未満		不動産および不動産以外 で5,000万ドル未満

(資料) 中国国家発展改革委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



第2に投資制限・禁止業種の削減である。国家发展改革委員会は2014年11月上旬には外商投資産業指導目録の改定版を公表し、1カ月間の意見公募を終えており、近々の実施が見込まれている。95年の第1版から改定を重ね、今回は2011年版以来の改定で第6版となる。2011年版に比べ、制限業種は79から35へ、禁止業種は38から36へとそれぞれ減少している（奨励業種も354から349へ削減、どれにも該当しないものは許可業種）。とくに制限業種では、化学、医薬、機械、化学繊維、不動産など多くの業種が対象から外され、上海自由貿易試験区よりも規制緩和が進むことになるため、同試験区でも中国全体での自由化進展を踏まえたネガティブリストの修正が急がれよう。

第3に外資系企業に関する基本法の一本化である。2015年1月、商務部は「外国投資法(草案)」を公表し、旧正月前まで意見公募を行った。「外国投資法」は、従来、外資系企業の形態別に規定してきた「中外合弁企業法」、「中外合作経営企業法」、「外資企業法」の外資三法に代わるものである。商務部によれば、その中核にあるのは三中全会の決定における内国民待遇とネガティブリスト方式による外資管理の実現である。ちなみに草案ではネガティブリストは特別管理措置目録と名づけられており、外商投資産業指導目録の制限・禁止業種は今後、一段と縮小され、特別管理措置目録に移行すると考えられる。なお、事前審査から事後管理という流れから報告義務は残る。報告には外国投資事項報告、事項変更報告、定期報告があり、違反には罰則が設けられている。

### 3. 外資系企業を警戒させる政府の動き

中国政府は三中全会の決定に基づき、外資系企業の規制緩和に向けた政策を進めているが、これに伴うビジネス環境の改善は外資系企業にはあまり実感されておらず、逆に、外資系企業に関する独占禁止法違反や汚職腐敗の摘発の増加が警戒をもって受け止められているようにみえる。実際、在中国の米商工会議所の会員企業へのアンケート調査(2014年9月発表)では「外資系企業は以前に比べ歓迎されていない」という回答が60%、さらには「外資系企業が攻撃の標的になっている」という回答が49%にのぼった。

#### (1) 独占禁止法の運用

中国の独占禁止法は2008年施行と歴史が浅く、M&A審査は商務部、価格関連の独占行為は国家发展改革委員会、価格以外の独占行為は国家工商行政管理総局と運用が3機関に分かれているという特徴がある。各運用機関で外資系企業の摘発が増えており、外資系企業が標的にされているという印象を与えている。

##### ① 商務部による M&A 審査

商務部による M&A 審査は、中国企業買収のみならず、海外の企業同士であっても中国市場に占めるシェアが大きい場合は対象となる。このため、大型合併では各国の認可後、最終的に中国の認可待ちとなるケースが増えている。

2014年末までに約1,000件が審査対象となったうち、条件付き認可が24件、不認可は2件にとどまる。ただし、条件付き認可は1件を除いて外資系企業の案件であり、中国事業については合併効果が薄れてしまうような厳しい条件がつくことが少なくない。また、不認可案件は2件とも外資系企業の案件である。2009年のコカ・コーラ案件に続いて2014年にはデンマークの海運大手 A・P・モラー・マースクを含む欧州3社の提携案件もアジア・欧州ルートのコテナ輸送でシェアが47%に達するという理由で不認可となった。同案件は欧米ではすでに承認済であったが、中国の不認可により白紙にせざるを得なくなった。

最終的には無条件で認可されている案件についても、膨大な書類提出を要し、独占禁止法上、最長であるはずの180日前後の審査期間が常態化し、外資系企業の不満を高めてきた。諸外国同様、2段階の審査手続きのうち、多くの国では1次審査で終了するところが、中国では概ね2次審査まで持ち込まれるためと考えられている。

そこで、商務部は、2014年2月に「経営者集中における簡易案件の適用基準に関する暫定規定」、4月に「企業結合簡易案件の申告に関する指導意見」を施行し、M&A参加者の市場におけるシェアが低い場合などは簡易案件として申告書類の簡素化を認めた。また、簡易案件については受理の段階で公表し、第三者の意見を公募する形で透明性と迅速性が図られた。現時点で公示中の簡易案件は約60件であるが、外資系企業の案件でも1カ月以内で認可されるケースもあり、一定のスピードアップの効果は見受けられる。

## ② 国家発展改革委員会による独占禁止法違反の摘発

商務部のM&A審査には一部改善がみられる一方、国家発展改革委員会によるカルテル摘発の広がり外資系企業を悩ませるようになってきている。独占禁止法のカルテル関連の摘発は2012年まで50件程度で、その対象は中国企業であった。ところが、2013年1月、国家発展改革委員会は韓国系、台湾系の液晶メーカー6社の価格カルテルに対し総額3億5,300万元の制裁金を科した(図表7)。外資系企業がカルテルで処罰される初のケースであり、同時に中国のカルテルに対する制裁金としては過去最高となった。もっとも、液晶パネルに関するカルテルの制裁金は先行した米国では9億ドル、EUでは6億5,000万ドルと中国の10倍以上であった。

図表7：外資系企業に対する独占禁止法違反適用事例

時期	対象	制裁金合計	制裁金対象企業	制裁金減額・免除
2013年	液晶パネル	3億5,300万元	韓国、台湾系6社	韓国系1社を除き、調査協力により減額
	粉ミルク	6億6,873万元	米、フランス、ニュージーランド等外資系5社と中国企業1社	スイス、日本、中国系の3社は調査協力や自主的な値下げなどから処罰対象外
2014年	メガネ・コンタクトレンズ	1,957万元	米、フランス、ドイツ、日系の5社	日本、台湾系の2社は調査協力により制裁金免除
	自動車部品	12億3,500万元	日系10社	日系2社は調査協力により制裁金免除
	完成車	3億1,000万元	米、ドイツ系2社	
2015年	携帯電話向け半導体	60億8,800万元	米系1社	

(資料)各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

次いで、同年8月には、外資系企業5社と中国企業1社の粉ミルクメーカーに総額6億6,873万元と液晶パネルを上回る高額な制裁金が科された。2008年の中国メーカーの粉ミルクへのメラミン混入事件後、他の中国メーカーでも広くメラミンを混入させていたことが発覚したため、外資系メーカーの製品へのシフトが進むなかで、その価格上昇は中国の消費者の不満を招いていた。さらに2014年6月にはメガネ・コンタクトレンズの外資系メーカー5社に総額1,957万元の制裁金が科された。

2014年には対象が自動車分野に広がり、8月に日系の自動車部品メーカー10社に総額12億3,500万元、9月にはドイツ系、米系の完成車メーカー2社に総額3億1,000万元の制裁金が科された。他にも多くの外資系自動車メーカーについて調査が行われている。こうした調査・摘発の動きに対して、8月13日には在中国の欧州商工会議所が「十分な聴取を行わずに威嚇により企業に処罰や改善措置を受け入れさせている」との声明を発表、9月8日には米商工会議所も報告書で国家発展改革委員会の高圧的な調査手法を問題視し、独占禁止法を利用して外資系企業に値下げを強要するのはWTO協定違反に当たる可能性がある」と指摘した。海外からの批判を受けて、9月11

日、商務部、国家發展改革委員会、工商行政管理総局は異例の合同記者会見を開き、最近の独占禁止法調査が不当に外資系企業に適用しているとの見方に対し、中国の独禁法案件 335 のうち外国企業が関与しているのは 33 件にすぎないと反論したが、諸外国からの納得が得られたようには見受けられない。

2015 年 2 月には、国家發展改革委員会は米国の大手携帯電話向け半導体メーカーと 60 億 8,800 万元と過去最大の罰金支払いで和解に至った。当該半導体メーカーは中国の携帯端末メーカーに供与する特許使用料の引き下げにも合意した。本件については、2013 年 11 月に価格吊り上げと優越的地位の濫用の疑いで調査を開始し、2014 年 12 月までに 7 度の協議を行い、米国からも強い関心が示されていた。

## (2) 贈賄摘発

習近平政権誕生以降、汚職・腐敗については過去に例のない大規模な取り組みが展開され、政府、軍、国有企業と広範囲の摘発が相次いでいる。こうした摘発の強化のなかでその対象は外資系企業にも及んでいる。

2013 年 6 月、欧州系企業が官僚、業界団体幹部、医師などに巨額な贈賄を行い、薬価を吊り上げたという容疑で公安当局の捜査を受け、その後、多くの欧米系製薬会社の贈賄に対しても当局の調査や元従業員からの告発などが報じられた。事件発覚後、中国メディアの激しい批判報道もあり、多くの欧米系製薬会社で売上が急減した。製薬会社の贈賄は外資系企業に限らないとみられているが、中国企業が調査対象にならなかった点では海外から疑問の声があがった。当該企業については 2014 年 9 月に経済事件としては過去最高額となる 30 億元という罰金刑が科された。

反腐敗運動で経営幹部が調査を受けている中国上場企業の数が現時点で 70 社に上ると報じられているが、これに伴い、外資系企業でも裏付け調査への協力のみならず、合弁企業の中国人幹部が調査対象となり、事業展開に支障を来すケースも出てきている。

## 4. ビジネス環境を左右する 3 つの政策

持続可能な安定成長を追求するニューノーマル時代の政策は外資政策以外でもビジネス環境を大きく左右するものがあり、その動きも注視しておく必要がある。

第 1 は過剰投資の調整である。リーマン・ショック時の世界的な経済危機に際して、中国は大規模な投資拡大策で景気後退を回避したが、その後遺症として深刻な生産能力の過剰に陥り、しかも、中国の高度成長期が終焉したことで調整圧力が肥大化している。このため、政府は過剰生産設備の淘汰を推進しており、鉄鋼、電解アルミ、セメントなど 19 業種では淘汰対象企業をリストアップし、実行を促すという強硬手段に出ている（図表 8）。こうした投資過剰業種では新規投資も制限されており、外資系企業でも認可が下りず、投資を断念せざるを得ないケースがある。また、高度化のための投資は同規模の生産能力削減などの条件付で認可され易いことから、生産能力の過剰がより付加価値の高い生産設備にシフトする可能性も指摘されており、この点も留意を要する。

図表8：設備淘汰リスト

	淘汰量				生産量 2014年	(2011～14年の淘汰量合計) /2014年の生産量(%)
	2011年	2012年	2013年	2014年		
製鉄 (万トン)	3,192	1,078	618	1,900	71,160	9.5
製鋼 (万トン)	2,846	937	884	2,870	82,270	9.2
コークス (万トン)	2,006	2,493	2,400	1,200	47,691	17.0
鉄合金 (万トン)	213	326	210	234	3,786	26.0
カーバイド (万トン)	152	132	118	170	2,548	22.4
電解アルミ (万トン)	64	27	27	42	2,438	6.6
銅精錬 (万トン)	43	76	86	51	796	32.1
鉛精錬 (万トン)	66	134	96	12	422	72.9
亜鉛精錬 (万トン)	34	33	19	0	583	14.7
セメント (万トン)	15,497	25,829	10,578	5,050	247,619	23.0
平板ガラス (万重量箱)	3,041	5,856	2,800	3,500	79,262	19.2
製紙 (万トン)	831	1,057	831	265	11,786	25.3
アルコール (万トン)	49	74	34	0	n.a.	n.a.
化学調味料 (万トン)	8	14	29	0	n.a.	n.a.
クエン酸 (万トン)	4	7	7	0	n.a.	n.a.
皮革 (万枚)	488	1,185	916	360	n.a.	n.a.
染色 (億メートル)	19	33	32	11	537	17.6
化繊 (万トン)	37	26	55	3	4,433	2.7
鉛蓄電池 (万キロボルトアンペア時)	4,870	2,971	2,840	2,360	22,070	59.1

(注) 淘汰量の2011～13年は実績、2014年は目標値

(資料) 工業・情報化部通知等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2は環境規制の強化である。中国でも急速な工業化に伴う環境悪化は避けられず、政府は第11次5カ年計画(2006～2010年)から特定の環境汚染物質について排出削減を必達目標として盛り込むことで環境改善を目指した。第11次5カ年計画に続き、現行の第12次5カ年計画でも目標に合わせて着実に削減が進んでいるという統計結果が出ている(図表9)。にもかかわらず、2013年から各地でPM2.5(直径2.5マイクロメートル以下の微小粒子状物質)による深刻な大気汚染が発生し、環境対策の強化が避けられなくなった。

図表9：5カ年計画における環境汚染物質削減目標と達成状況

	2005年実績	第11次(2006～2010年)				第12次(2011～2015年)			
		2010年目標		2010年実績		2010年実績 (注1)	2015年目標		2014年までの 実績見込み(注2)
		削減率 (%)		削減率 (%)			削減率 (%)	削減率 (%)	
COD(万トン)	1,414.2	1,273	▲10	1,238.1	▲12.5	2,551.7	2,347.6	▲8	▲9.9
二氧化硫(万トン)	2,549.4	2,295	▲10	2,185.1	▲14.3	2,267.8	2,086.4	▲8	▲11.6
アンモニア性窒素(万トン)	149.8	未設定	n.a.	120.3	▲19.7	264.4	238.0	▲10	▲9.6
窒素酸化物(万トン)	1,523.8(06年)	未設定	n.a.	1,852.4	21.6	2,273.6	2,046.2	▲10	▲7.8

(注) 1. 汚染物質の排出源として、従来の工業、生活に加え、農業、自動車等を含めた統計変更の結果、変更前に比べ増加。

2. 2014年の数値は年前半の伸び率による推計値を使用。

(資料) 「第12次5カ年計画における省エネルギー・汚染物質排出削減に関する総合計画」、中国環境保護部統計等より

三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

そこで、国務院は2013年9月に大気汚染防止行動計画を公表した。主要工業地帯におけるPM2.5濃度の低下(2017年までに2012年比で北京・天津・河北経済圏で▲25%、長江デルタで▲20%、珠江デルタで▲15%)などの目標が設定され、環境負荷が高い生産設備の淘汰や脱硫・脱硝など環境設備の設置をはじめとする多岐に亘る対策が導入された。同様に、水質汚染防止行動計画お

よび土壤汚染防止行動計画も策定に向けて準備が進んでいる。

また、2014年4月には環境保護法が89年の制定以来、初めて改正され、2015年初から施行に至った。環境保護のための新制度として、環境モニタリング制度、重点汚染物質総量規制制度、汚染物質排出許可制度に加え、公益訴訟制度も盛り込まれ、環境保護団体なども提訴可能となり、罰則も強化された。

日本企業は環境基準をクリアしているところが多く、環境基準を達成できない企業の淘汰ないし環境コスト増が有利に働くとの見方もあるが、自国企業優先主義のもとで恣意的な運用の恐れは払拭できない。実際、日本企業でも摘発されるケースが出ているとの情報もある。また、環境保護団体のなかには環境破壊を行う中国企業から調達する外資系企業を標的にして調達先に圧力を加えるよう促す団体もあり、公益訴訟制度の運用についても注意深くみていく必要がある。

第3に地方政府独自の優遇制度の禁止がある。2014年12月9日に、国務院が「税収等優遇政策の整理・規範化に関する通知」を発表、次いで、24日には財務部が補足通知を出し、12月1日に遡って違法な優遇制度を一律停止し、合法的な優遇政策についても理由を十分に説明したうえで国務院の批准を受けなければならないと規定した。地方政府は2015年3月までに優遇政策の見直し状況を国務院に報告することになっている。禁止となる優遇政策には行政費用・社会保障負担の減免、土地・国有資産の安価な払い下げ、電気・水道料金の引き下げ、補助金・奨励金支給などが含まれる。中国における様々な企業優遇制度は広義の補助金支給として海外から長く批判が絶えず、また、競争条件の統一という意味では撤廃は当然ともいえるが、従来、恩恵を受けてきた企業は混乱を避けられまい。

## 5. ニューノーマル時代における外資系企業の方向性

改革・開放以来、中国政府は外資優遇政策を駆使して外資系企業の資本・技術を取り込み、キャッチアップに邁進した。これが奏功して、中国企業がレベルアップするに伴い、外資系企業の必要性は薄らいだ。このため、外資バッシングを窺わせるような当局・メディアの対応が増え、外資系企業にとっての黄金時代は終わったといわれるようになったのも自然な流れといえる。

こうしたなかで、足元で、日本の大手メーカーの生産ライン撤退の動きが報じられ、商務部の定例記者会見でも「日本企業の全面撤退の始まりではないか」という記者質問が出た。商務部の報道官は「近年の賃金・土地コストの上昇、経済成長の減速から中国事業の見直しに動く多国籍企業もあるが、多くはない」と回答したが、撤退が選択肢の一つとしてクローズアップされ始めたことは事実であろう。

ただし、「中所得国の罫」を回避し、より高度な成長ステージに移行するには、未だに遅れた分野——サービス業、高付加価値製造業など——の発展が不可欠であり、その分野には規制緩和を通じて外資を呼び込みたいという政府の意向は明白である。とすれば、そこには引き続き大きなビジネスチャンスが残されている。2015年の旧正月においても中国からの訪日観光客の旺盛な購買力が大きく報じられたことは記憶に新しい。

グローバルな事業戦略のなかで撤退・他国へのシフトという方向性も浮上してきたが、中国に踏みとどまるとすれば、習政権の改革を踏まえ、政府と市場の期待に応えるというニューノーマル時代への適合条件をクリアすることが発展の鍵となろう。

以上

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行 経済調査室

ホームページ(経済・産業レポートとマーケット情報) : [http://www.bk.mufg.jp/rept\\_mkt/rsrch/index.htm](http://www.bk.mufg.jp/rept_mkt/rsrch/index.htm)



中国経済の現状と見通し

三菱東京UFJ銀行  
経済調査室  
調査役 福地 亜希

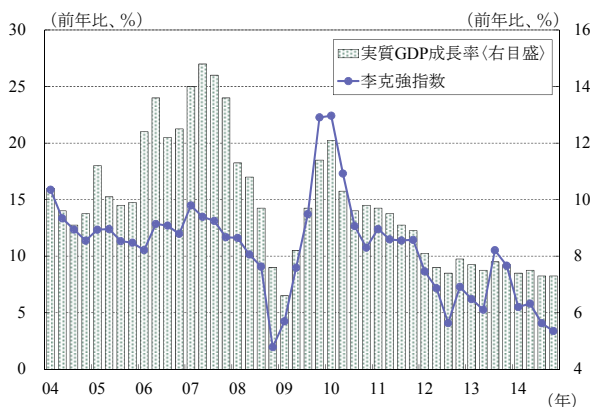
本レポートは、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成の「アジア経済の見通し」の一部を編集・転載したものです。「アジア経済の見通し」はNIEs、ASEAN、インドについても記載しております。また、日本、米国、欧州、オーストラリア、原油についても見通しを作成しており、下記アドレスよりご参照頂けます。

<http://www.bk.mufg.jp/report/ecolook2015/index.htm>

1. 現状：過剰生産能力や住宅市場の調整に伴い減速傾向

中国では、昨年10-12月期の実質GDP成長率が前年比+7.3%と前期並みの成長を確保、通年では+7.4%と政府目標(+7.5%前後)をほぼ達成したものの、いわゆる「李克強指数」でみた実体経済は減速の継続を示唆している(図表1)。また2月の製造業PMI指数(国家統計局公表値)は、2ヵ月連続の50割れとなり、企業規模別では中型企業(49.4)や小型企業(48.1)が50を下回り、大企業(50.4)に比べて景況感の不冴えが目立つ(図表2)。

図表1: 中国の実質GDP成長率と李克強指数



(注)『李克強指数』は、電力消費量、鉄道輸送量、銀行貸出残高の前年比伸び率から推計したもの。  
(資料)中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室

図表2: 中国の製造業PMIの推移

	2014				2015	
	9月	10月	11月	12月	1月	2月
総合指数	51.1	50.8	50.3	50.1	49.8	49.9
●新規受注	52.2	51.6	50.9	50.4	50.2	50.4
●新規輸出受注	50.2	49.9	48.4	49.1	48.4	48.5
●生産	53.6	53.1	52.5	52.2	51.7	51.4
●入荷遅延	50.1	50.1	50.3	49.9	50.2	49.9
●完成品在庫	47.2	47.9	47.2	47.8	48.0	47.0
●原材料在庫	48.8	48.4	47.7	47.5	47.3	48.2
●雇用	48.2	48.4	48.2	48.1	47.9	47.8
●購買量	51.2	50.7	50.5	50.1	49.6	49.4
●購買価格	47.4	45.1	44.7	43.2	41.9	43.9
●生産・活動期待	56.0	54.1	50.2	48.7	47.4	54.0
大企業	52.0	51.9	51.6	51.4	50.3	50.4
中型企業	50.0	49.1	48.4	48.7	49.9	49.4
小型企業	48.6	48.5	47.6	45.5	46.4	48.1

(注)色付けは50未満の箇所。●印は、総合指数の構成項目。  
(資料)中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

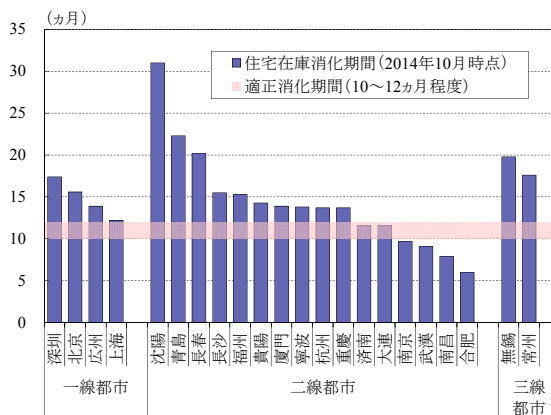
懸案の住宅市場は引き続き調整圧力が強い。1月の住宅販売価格が深圳など2都市で前月比プラスとなるなど、大都市を中心に安定化の兆しも窺われるが、70都市平均ではマイナス幅が再拡大するなど二極化が鮮明化している(図表3)。在庫面積の増加ペースが鈍化に転じる一方、不動産市場挺入れ策、不動産業者の値引き販売等を背景に販売の減少に歯止めがかかりつつあるが、高水準の在庫を抱える地方都市では、住宅市場の調整余地は依然大きく、地方を中心に景気への下押し圧力として残り続けるとみられる(図表4)。

図表 3: 中国の住宅・不動産関連指標の推移

指標	2014年 9月	10月	11月	12月	2015年 1月	現状
① 住宅価格(70都市平均)	(前年比)	▲ 1.1	▲ 2.5	▲ 3.6	▲ 4.3	▲ 5.1 前年割れが 続く
	(前月比)	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.39	▲ 0.43 マイナス幅 が再拡大
② 不動産投資額 (年初来)	12.5	12.4	11.9	10.5	n.a.	減速傾向
③ 不動産着工面積 (年初来)	▲ 9.3	▲ 5.5	▲ 9.0	▲ 10.7	n.a.	マイナス幅 が再拡大
	うち住宅着工面積	▲ 13.5	▲ 9.8	▲ 13.1	▲ 14.4	
④ 不動産販売面積 (年初来)	▲ 8.6	▲ 7.8	▲ 8.2	▲ 7.6	n.a.	マイナス幅 拡大に 歯止め
	うち住宅販売面積	▲ 10.3	▲ 9.5	▲ 10.0	▲ 9.1	
⑤ 不動産在庫面積	28.0	28.4	27.8	26.1	n.a.	増加ペース が鈍化傾向

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図表 4: 中国の主要都市別住宅在庫消化期間



(資料) 中国CRIC研究中心資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 中国人民銀行は矢継ぎ早に金融緩和策を実施

こうしたなか、中国人民銀行は、昨年11月の利下げに続き、2月に全ての金融機関を対象に預金準備率の引き下げ、さらに2月末には追加利下げを実施するなど、金融緩和策を矢継ぎ早に打ち出している(図表5)。

図表 5: 中国人民銀行による主な金融引き締め緩和措置

日付	措置	内容
2014年4月25日	預金準備率 引き下げ	県級行政区(農村)における商業銀行と農村合作銀行の預金準備率をそれぞれ2%pt、0.5%pt引き下げ
6月16日	預金準備率 引き下げ	「三農(農業・農村・農民)」や小型・零細企業向け貸出比率が一定以上の商業銀行の預金準備率を0.5%pt引き下げ
7月21日	担保補充貸出	中国銀行業監督管理委員会(銀監会)が国家開発銀行(CDB)に住宅金融事業部を設立、人民銀行がCDBに対してバラック地区の再開発向けの資金1兆元(期間3年)を供給
8月8日	手形再割引枠の拡大	一部の人民銀行の支店に対して手形の再割引枠を120億元拡大。拡大分を全て三農や小規模・零細企業向けの資金供給に充てるよう求める
11月6日	中期貸出 ファシリティー(MLF) による資金供給	2014年9月に創設したMLFを通じて、9月に国営大手5行を対象5,000億元、10月に2,695億元の資金(期間3ヵ月物)を供給。対象は、国有銀行、株式制商業銀行など。貸出資金を三農と零細企業向けに充てるよう求める
11月21日	利下げ	貸出金利を0.4%pt、預金基準金利を0.25%pt引き下げ
2015年1月21日	中期貸出 ファシリティー(MLF) による資金供給	一部の中小・地方銀行を対象に、昨年10月にMLFを通じて貸し出した2,695億元の借り換えに応じたうえ、500億元の追加融資を供給
2月4日	預金準備率 引き下げ	全金融機関を対象に預金準備率を0.5%pt引き下げ。さらに小型・零細企業、三農、小型・零細企業向け貸出比率が一定以上の都市商業銀行、都市部に所在する農村商業銀行の預金準備率を0.5%pt(合計1%pt)引き下げ、中国農業発展銀行の預金準備率を追加で4.0%pt(合計4.5%pt)引き下げ
2月11日	短期貸出 ファシリティー(SLF) による資金供給	一部の人民銀行の支店などで試験導入していたSLFの実施地域を全国に拡大。限度額は1,200億元。SLFの利用申請は、従来の中小金融機関から、都市商業銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社へ拡大
2月28日	利下げ	貸出金利を0.25%pt、預金基準金利を0.25%pt引き下げ

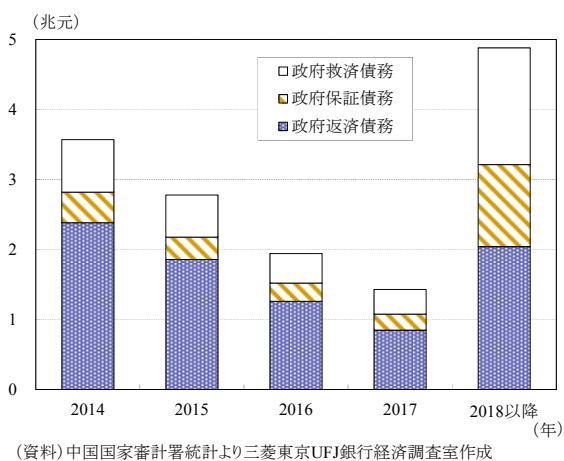
(資料) 各種報道・資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

この背景には、過剰生産能力や住宅市場の調整に伴い景気(とりわけ地方)の下振れリスクが高まるなか、急失速を未然に回避するためと考えられる。2015年に償還を迎える地方政府債務残高は2.8兆元と2014年(3.6兆元)に続き高水準にあり(図表6)、不動産市況が悪化するなか、土地譲渡金収入への依存度が高い地方政府を金融面から下支えする狙いも窺える。政府は「穏健(慎重)な金融政策と積極的な財政政策」を続ける方針を繰り返しているが、2014年の新規雇用者数は1,322万人と政府目標(1,000万人)を大幅に上回るなど雇用環境が良好を維持しており、景気失速を回避しつつ、構造調整を優先させる方針に変わりないと考えられる。また、預金準備

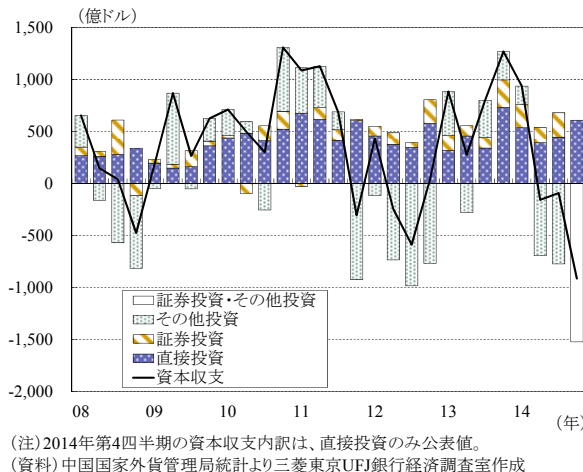
率の引き下げは、海外への資金流出の拡大・人民元安圧力を受けた為替介入の減少に伴う国内金融市場の流動性低下を補う狙いもあったとみられる。景気減速や人民元先安感等を背景にした海外からの投資資金の流出や対外投資（特に不動産など）の拡大などを背景に、2014年第4四半期の資本収支は▲912億ドルの流出超を記録（図表7）、人民元の対ドルレートは2015年1月末には変動許容幅の下限まで下落した。

一方で金融当局は、緩和マネーの株式市場への流入への警戒から、今年に入り、委託貸付や違法な信用取引に対する規制・監視を強化している。特に「委託貸付」は、株や不動産などリスク資産への投資に向かい易いという点で注意が必要だ。このため、中国銀行業監督管理委員会は、1月中旬に「委託貸付」の監督強化に向けた規則の草案を公表。具体的には、委託貸付資金の株式、債券、先物、金融派生商品、理財商品等への投資を禁止する方針。中国証券監督管理委員会も、違法な信用取引に対する取り締まりを強化した。リーマンショック以降、企業部門の負債比率（特に不動産、建設）が急拡大しており、過剰な信用拡大を抑制していく方針は変わらず、難しい舵取りが求められている。

図表6: 地方政府債務の償還期限



図表7: 中国の資本収支の推移



### 3. 見通し：構造調整継続による中長期的な成長力確保と短期的な景気失速の回避を両睨み

今後についても、中期的な安定成長に向け構造改革や過剰信用の抑制を継続するとみられることから、成長率は緩やかな減速傾向が続くとみられる。昨年12月に開催された中央経済工作会議では、「新常态（ニューノーマル）」への適応、具体的には中高速成長への移行、成長の質や生産性の向上を目指すことなどが決定された。これを踏まえ、3月の全国人民代表大会では、政府は2015年の成長率目標を7%前後に引き下げた。但し、中央経済工作会議では同時に、2015年の経済運営方針として、第一に、安定成長を維持する方針が掲げられた。既に多くの地方政府が2015年の成長率目標を2014年の実績から引き下げるなか、一部の地方政府は2014年の実績を上回る水準に目標を設定している（図表8）。具体的には、①河北省、遼寧省、山西省などの石炭などの資源や鉄鋼・セメントなどの重工業への依存が高く、2014年の成長率実績が目標を大幅に下回るなど、景気失速リスクが高い地域や、②チベット自治区、雲南省など、経済発展段階がまだ低く一定の成長が必要な地域などである。過剰な信用拡大やバブルなどの副作用を伴うような、大規模な景気刺激策は引き続き回避されるとみられるものの、一定の雇用・経済の安定確保に向けた財政・金融両面からの下支えにより、減速ペースは緩やかなものとなることが見込まれる。



図表 8: 中国の地方政府の成長率目標

		15年 目標	14年 実績比 (%pt)	14年 目標	14年 実績			15年 目標	14年 実績比 (%pt)	14年 目標	14年 実績
東部	1 北京市	7.0	▲ 0.3	7.5	7.3	中部	17 安徽省	8.5	▲ 0.7	9.5	9.2
	2 天津市	9.0	▲ 1.0	11.0	10.0		18 河南省	8.0	▲ 0.9	9.0	8.9
	3 上海市	-	-	7.5	7.0		19 江西省	9.0	▲ 0.7	10.0	9.7
	4 江蘇省	8.0	▲ 0.7	9.0	8.7		20 内蒙古自治区	8.0	0.2	9.0	7.8
	5 浙江省	7.5	▲ 0.1	8.0	7.6		21 重慶市	10.0	▲ 0.9	11.0	10.9
	6 広東省	7.5	▲ 0.3	8.5	7.8		22 陝西省	10.0	0.3	11.0	9.7
	7 福建省	10.0	0.1	10.5	9.9		23 寧夏回族自治区	8.0	0.0	10.0	8.0
	8 山東省	8.5	▲ 0.2	9.0	8.7		24 新疆ウイグル自治区	9.0	▲ 1.0	11.0	10.0
	9 河北省	7.0	0.5	8.0	6.5		25 青海省	8.0	▲ 1.2	10.5	9.2
	10 海南省	8.0	▲ 0.5	10.0	8.5		26 四川省	7.5	▲ 1.0	9.0	8.5
東北部	11 遼寧省	6.0	0.2	9.0	5.8	27 広西チワン族自治区	8.0	▲ 0.5	10.0	8.5	
	12 吉林省	6.5	0.0	8.0	6.5	28 チベット自治区	12.0	1.2	12.0	10.8	
	13 黒龍江省	6.0	0.4	8.5	5.6	29 雲南省	8.5	0.4	11.0	8.1	
中部	14 湖北省	9.0	▲ 0.7	10.0	9.7	30 甘肅省	8.0	▲ 0.9	11.0	8.9	
	15 湖南省	8.5	▲ 1.0	10.0	9.5	31 貴州省	10.0	▲ 0.8	12.5	10.8	
	16 山西省	6.0	1.1	9.0	4.9	地方目標の加重平均		7.7	▲ 0.3	8.9	8.1

(注) 1. 『14年実績』における色付けは、『14年目標』を1%ポイント以上下回った箇所。  
『14年実績比』における色付けは、2015年の目標が2014年実績を上回る箇所。  
2. 上海市は2015年の成長目標を定めない方針を発表。加重平均に際しては、上海市の2015年の成長目標が7.0%として推計。  
(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図表 9: アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2013年)		実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
中国	9.18	59.8	7.7	7.4	6.9	2.6	2.0	1.6	1,828	2,138	2,780
韓国	1.22	8.0	3.0	3.3	3.4	1.3	1.3	1.1	811	894	789
台湾	0.49	3.2	2.2	3.7	3.7	0.8	1.2	1.0	553	653	603
香港	0.27	1.8	2.9	2.3	3.0	4.3	4.4	3.1	51	48	84
シンガポール	0.30	2.0	4.4	2.9	3.4	2.4	1.0	0.3	545	582	650
NIEs	2.28	14.9	3.0	3.2	3.4	1.7	1.6	1.2	1,960	2,178	2,126
インドネシア	0.87	5.7	5.6	5.0	5.4	6.4	6.4	6.9	▲291	▲218	▲192
マレーシア	0.31	2.0	4.7	6.0	4.8	2.1	3.1	3.6	126	152	125
タイ	0.39	2.5	2.9	0.7	3.9	2.2	1.9	1.0	▲25	135	94
フィリピン	0.27	1.8	7.2	6.1	6.2	2.9	4.2	2.7	104	114	96
ベトナム	0.17	1.1	5.4	6.0	5.9	6.6	4.1	3.2	95	94	85
ASEAN5	2.01	13.1	5.1	4.6	5.2	4.5	4.5	4.4	9	278	207
インド	1.87	12.2	6.9	7.4	7.6	9.5	6.9	6.5	▲324	▲378	▲286
アジア11カ国・地域	15.34	100	6.6	6.4	6.2	3.6	2.9	2.5	3,473	4,216	4,827

(注) インドは年度(4月~3月)ベース。実質GDP成長率は2011年度基準。2014年度は見込み。

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

以上

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行 経済調査室

ホームページ(経済・産業レポートとマーケット情報): [http://www.bk.mufg.jp/rept\\_mkt/rsrch/index.htm](http://www.bk.mufg.jp/rept_mkt/rsrch/index.htm)



## 中国における燃費規制の強化と完成車メーカーに求められる取り組み(前編)

三菱東京UFJ銀行  
企業調査部 香港駐在  
アナリスト 松澤 翔太

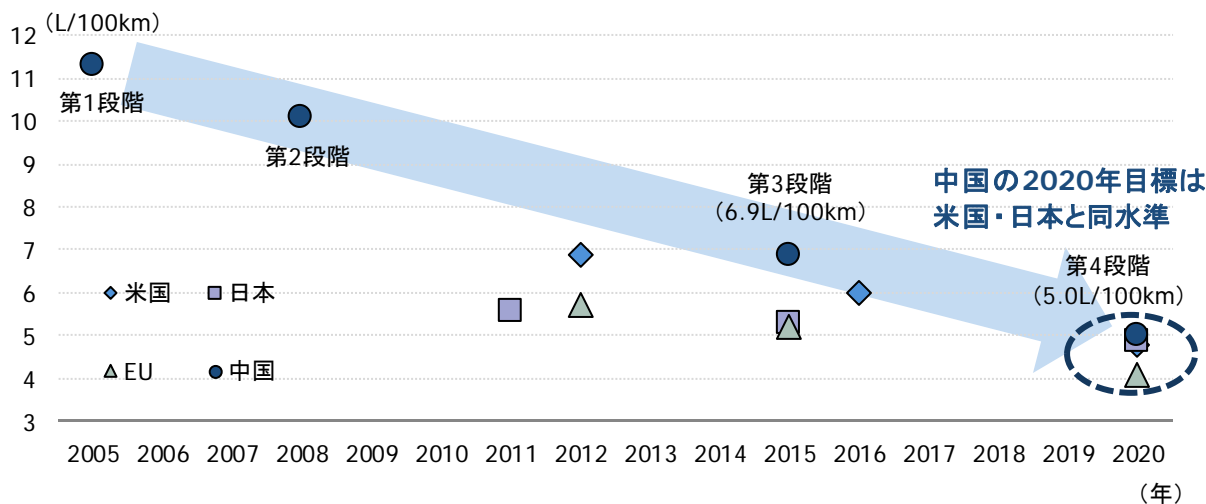
本稿では、中国における燃費規制の強化と完成車メーカーに求められる取り組みについて、前後編2回に分けて簡単に整理した。今回の前編では、中国における燃費目標の動向および足元の各社の目標達成の状況についてまとめた。次回の後編では、完成車メーカーに求められる取り組みについて紹介する予定。

### 1. 中国における燃費目標の動向

中国政府は、2005年7月以降、燃費目標を段階的に導入してきたものの、主要先進国に比べて緩い水準に留まっていた(図表1)。

しかしながら、「原油の輸入依存度の上昇」「中資系メーカーの見劣りする技術力」「大気汚染の深刻化」等の課題を解決するために、中国政府は、2012年9月に、2015年および2020年時点における国家平均燃費目標(以下、国家目標)を設定した(図表2)。

《 図表 1 : 主要先進国の乗用車燃費目標の推移 》



(注) 米国・日本・EUの燃費目標は車両重量別平均燃費目標を単純平均した値  
(資料) 工業和信息化部広報資料、報道記事等をもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部(香港)にて作成

《 図表 2 : 燃費目標導入の背景 》

#### 原油の輸入依存度の上昇

-対外依存度を61%以下に抑制するという目標に対して、同依存度は、2011年に55.7%、2013年に57.5%と上昇している

#### 中資系メーカーの見劣りする技術力

-厳しい目標を設定することで、合併先の外資系メーカーによる低燃費技術の導入を促し、技術力の強化を図る

#### 大気汚染の深刻化

-深刻な大気汚染を受け、国民の環境意識が高まっている中、政府には具体的な取り組みが求められている

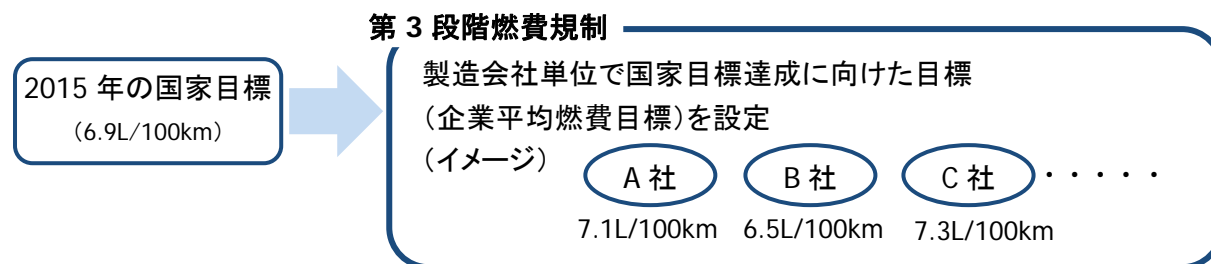
(資料) 工業和信息化部広報資料、報道記事等をもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部(香港)にて作成

## 2. 第3・4段階燃費規制の概要

中国政府は、2015年の国家目標（6.9L/100km）の達成に向けて、第3段階燃費規制を導入し、製造会社毎に企業平均燃費目標（以下、企業目標）を定めた（図表3）。

2015年2月末時点では、企業目標の未達成時の罰則等は未公表であるものの、懲罰課税や、目標未達成車種の新規登録停止、新工場設立、工場拡張、生産能力増強の申請を受理しない等の措置が検討されている模様。

《 図表 3：第3段階燃費規制の概要 》



規制対象	<p><b>製造会社（メーカー）単位</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 毎年の生産台数を元に燃費目標が設定されるため、生産状況によって随時変わる</li> <li>・ 製造会社単位の平均燃費に達成目標が課せられているため、燃費効率の悪い車種の燃費改善に加えて、目標を達成している車種も一段の燃費向上が求められる</li> </ul>
未達成時の罰則	<p><b>現状未公表</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 懲罰課税や、目標未達成モデルの新規登録の停止、新工場設立、工場拡張、生産能力増強の申請を受理しない等の措置が検討されている模様</li> </ul>
企業平均燃費 計算方法	$\frac{\text{車種 A (燃費} \times \text{生産台数)} + \text{車種 B (燃費} \times \text{生産台数)} + \dots}{\text{製造会社全体の生産台数}}$

（資料）工業和信息化部広報資料、中国汽車燃料消耗量網站、報道記事等をもとに三菱東京 UFJ 銀行 企業調査部（香港）にて作成

また、中国政府は、2020年の国家目標（5.0L/100km）を見据えて、第4段階燃費規制（意見徴収案）も公表しており、同規制は第3段階燃費規制と同様に、企業目標が設定される見込み（図表4）。

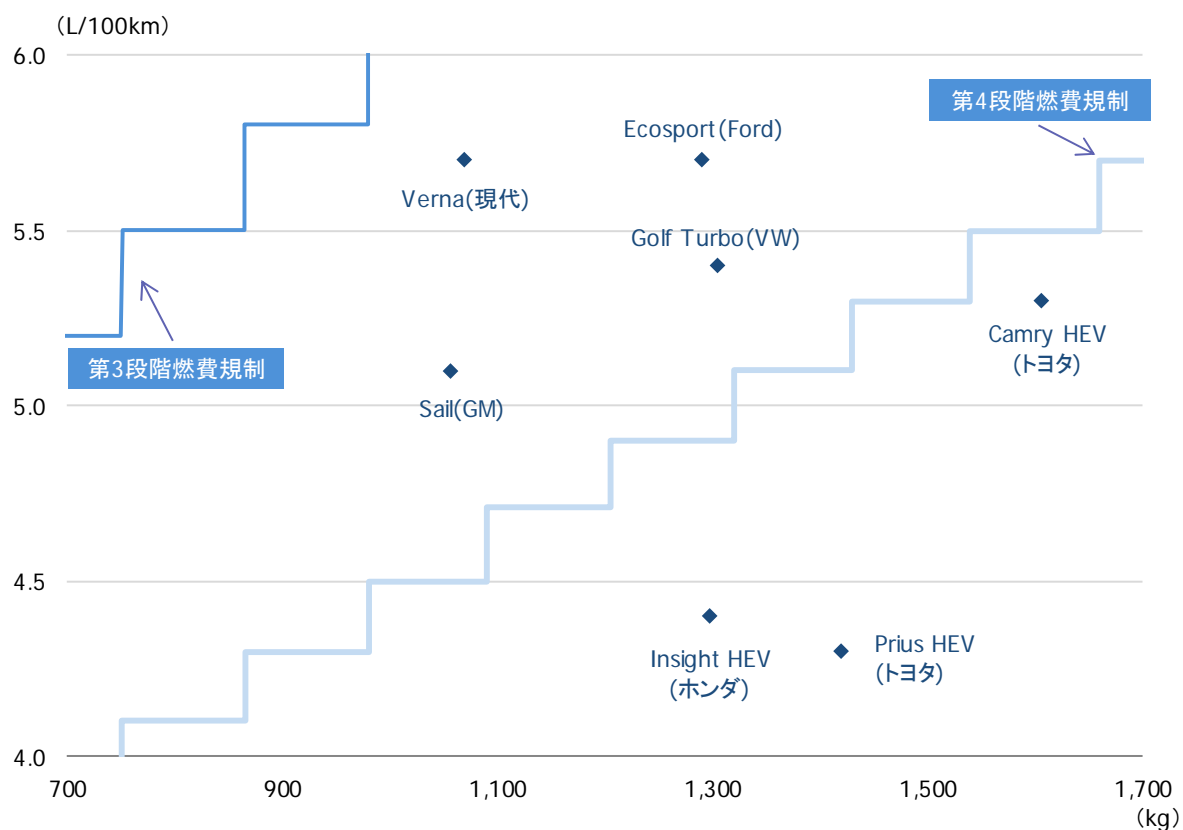
2014年9月時点で、同規制で想定される車種別目標（第3段階燃費規制の重量別目標燃費を▲27.5%した数値）を達成しているのはHEVのみであり、目標の達成は容易ではない（図表5）。

《 図表 4： 第 4 段階燃費規制（案）の概要 》

燃費目標 (案)	・ 2020 年国家目標では、2015 年国家目標からさらに約▲27.5%の燃費向上が求められる
	・ 中資系完成車メーカーにとって目標達成が容易となるように、乗貨両用車には緩やかな目標が設定される見込み

(資料) 工業和信息化部広報資料、中国自動車燃料消耗量網站、報道記事等をもとに三菱東京 UFJ 銀行 企業調査部（香港）にて作成

《 図表 5： 主要な低燃費車種の燃費目標達成状況（2014 年 9 月時点） 》



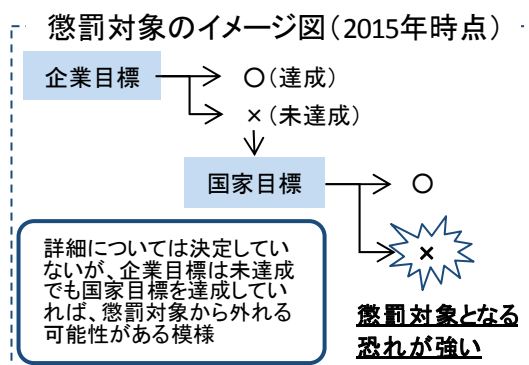
(資料) 工業和信息化部広報資料、中国自動車燃料消耗量網站、報道記事等をもとに三菱東京 UFJ 銀行 企業調査部（香港）にて作成

### 3. 第3段階燃費規制における目標の達成状況

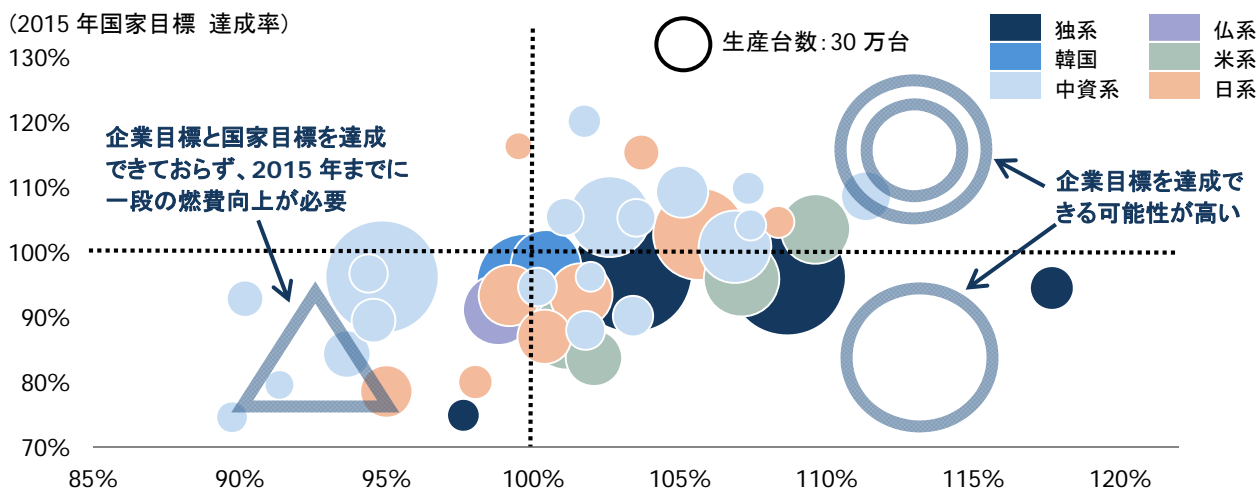
#### (1) 国籍・メーカー別達成状況

第3段階燃費規制における2015年の企業目標は、大半の上位メーカーが達成する見込みである（図表6）。

ただし、上汽GM五菱や広汽トヨタ、天津一汽等、2013年時点で目標未達のメーカーは、一段の燃費向上が必要となる（図表7）。



《 図表 6 : 2015 年の国家目標と企業目標に対する生産台数上位 40 社の達成状況 》



(注) 2013年時点

(第3段階燃費規制 企業目標 達成率)

(資料) 工業和信息化部広報資料、中国自動車燃料消耗量網站をもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部(香港)にて作成

《 図表 7 : 企業目標の達成状況 (生産台数上位 40 社・2013年時点) 》

メーカー	国籍	生産台数	達成率	メーカー	国籍	生産台数	達成率
上海VW	独	1,595,325	103%	上海汽車	中	214,714	95%
一汽VW	独	1,526,503	109%	華晨BMW	独	214,074	118%
上汽GM五菱	中	1,422,243	95%	東風柳州	中	181,549	103%
北京現代	韓	1,039,742	100%	江淮汽車	中	168,665	102%
東風日産	日	946,855	106%	BYD工業	中	166,221	100%
重慶長安	中	730,048	103%	東風小康	中	163,767	94%
長安Ford	米	635,938	107%	吉利汽車	中	159,237	104%
上海GM	米	589,800	101%	浙江豪情	中	158,468	101%
長城汽車	中	588,758	107%	北汽股份	中	149,009	90%
神龍汽車	仏	552,118	99%	長安スズキ	日	141,676	104%
東風悦達起亜	韓	551,732	100%	四川一汽トヨタ	日	129,643	98%
上海GM東岳	米	537,760	110%	天津一汽夏利	中	122,739	102%
広汽ホンダ	日	438,560	102%	北京Benz	独	118,819	98%
天津一汽トヨタ	日	419,157	99%	東南汽車	中	118,158	107%
上海GM北盛	米	350,503	102%	長安マツダ	日	113,043	108%
東風ホンダ	日	325,848	100%	広汽乗用車	中	111,460	90%
広汽トヨタ	日	303,246	95%	華晨汽車	中	107,550	107%
奇瑞汽車	中	302,666	105%	華晨金杯	中	98,455	91%
BYD汽車	中	274,251	111%	一汽海馬	中	98,066	102%
天津一汽	中	249,458	94%	昌河スズキ	日	84,990	99%

(注) 未達成メーカーを網掛けで表示

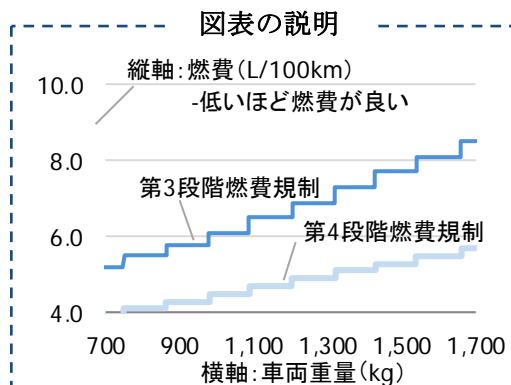
(資料) 工業和信息化部広報資料、中国自動車燃料消耗量網站をもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部(香港)にて作成

(2) 外資系メーカー・車種別達成状況

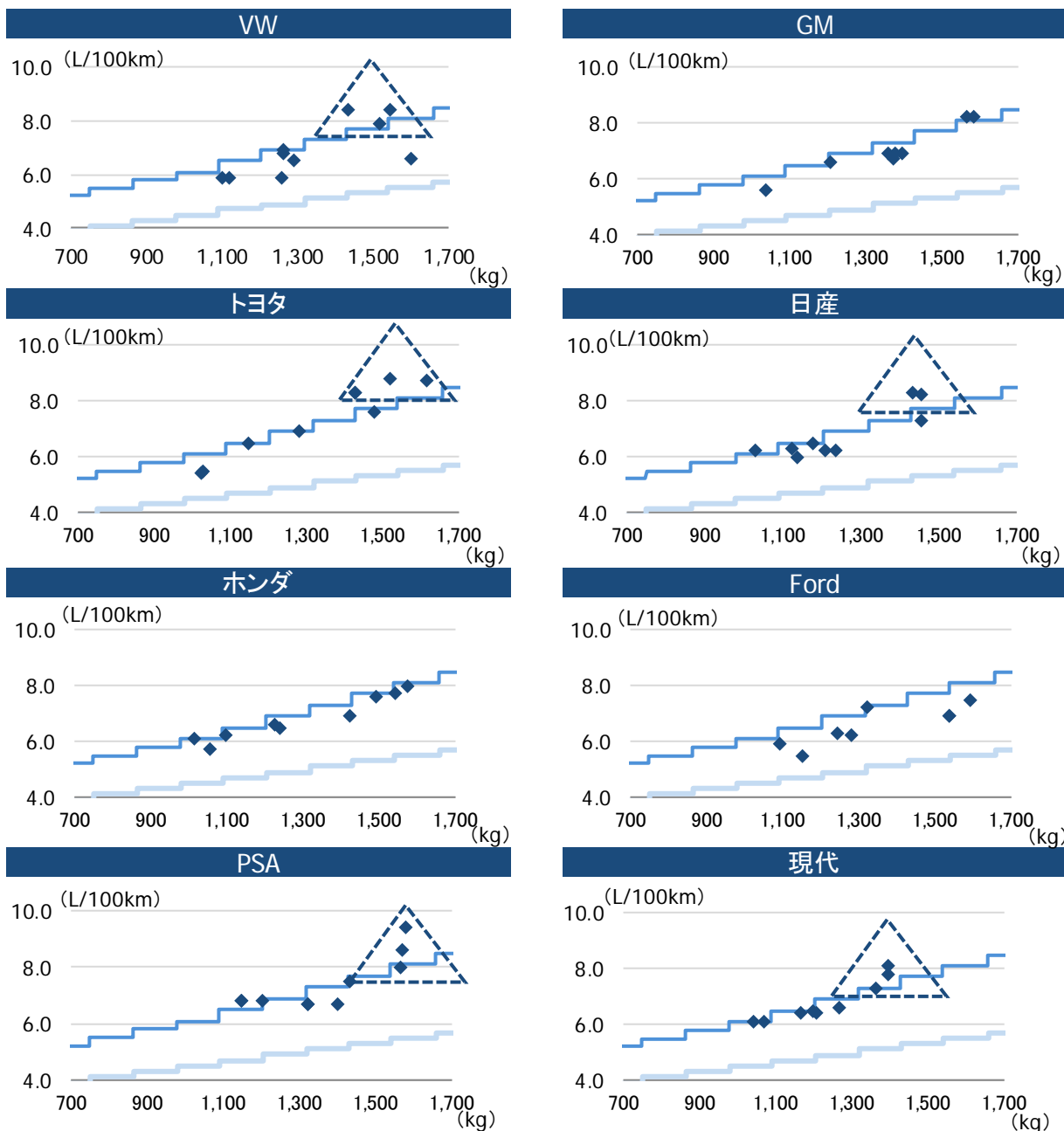
第3段階燃費規制での重量別目標に対する外資系完成車メーカーの達成状況をみると、概ね目標を達成している(図表8)。

ただし、VWやトヨタ、日産、PSA、現代では、車両重量の重い車種で一段の燃費向上が求められよう。

なお、外資系完成車メーカーの主要車種において、第4段階燃費規制で想定される重量別目標を達成している車種は見当たらない状況。



《 図表 8 : 外資系完成車メーカーの主要車種別の目標達成状況 》



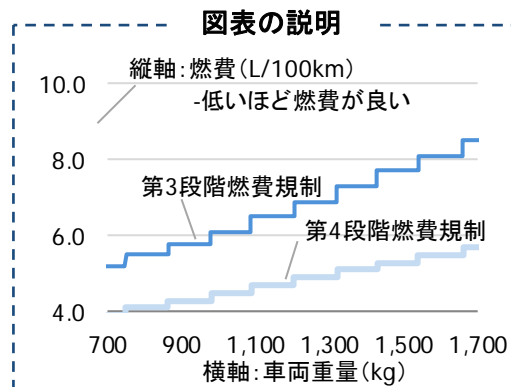
(注) 2014年4~6月の生産台数の合計が10,000台以上の車種のみ抽出

(資料) 工業和信息化部広報資料、中国汽车燃料消耗量网站をもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部(香港)にて作成

(3) 中資系メーカー・車種別達成状況

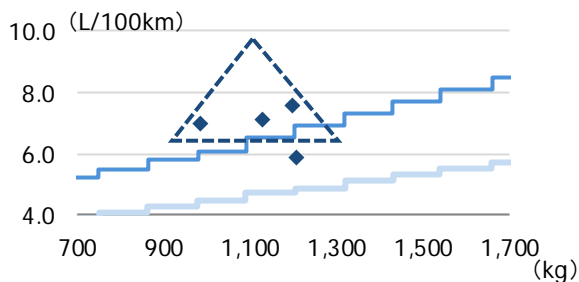
第3段階燃費規制での重量別目標に対する中資系完成車メーカーの達成状況は、まだら模様といえる(図表9)。

具体的には、長安汽車や吉利汽車、奇瑞汽車は目標達成が比較的容易とみられる一方、上汽GM五菱や第一汽車では、多くの車種で目標未達であり、一段の燃費向上が不可欠な状況。

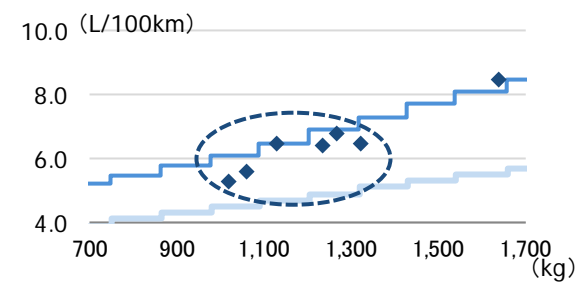


《 図表 9 : 中資系完成車メーカーの主要車種別の目標達成状況 》

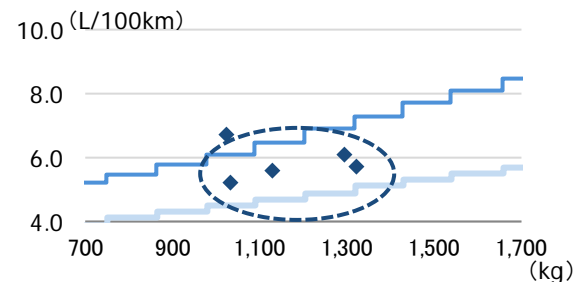
上汽GM五菱



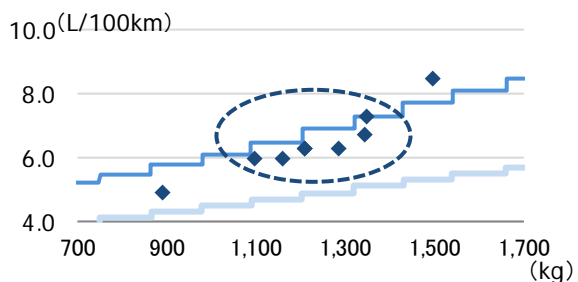
長安



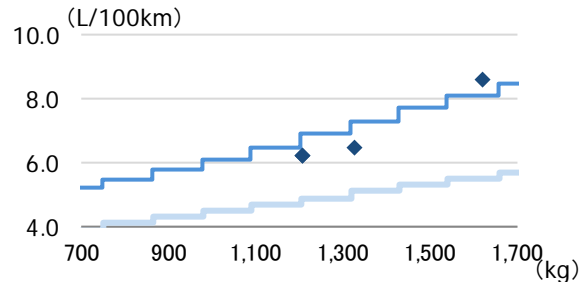
吉利



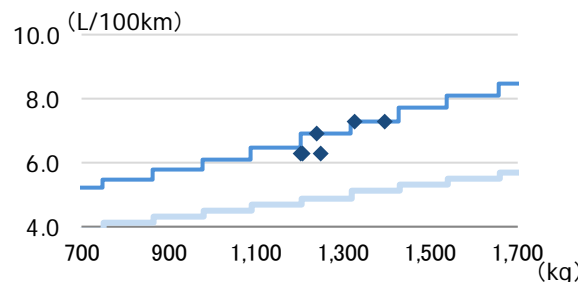
奇瑞



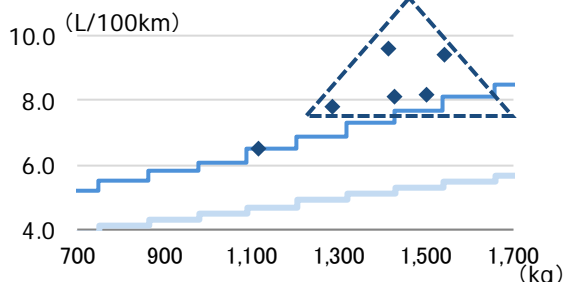
BYD



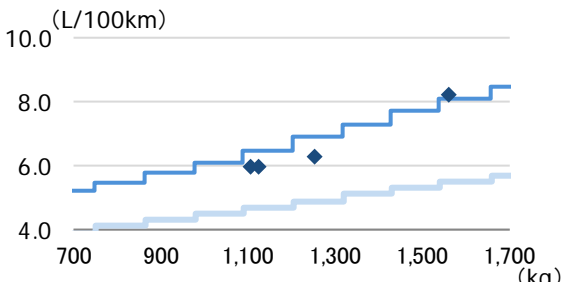
華晨



一汽



長城



(注) 2014年4~6月の生産台数の合計が10,000台以上の車種のみ抽出

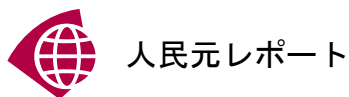
(資料) 工業和信息化部広報資料、中国汽車燃料消耗量網站をもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部(香港)にて作成

(執筆者連絡先)

(株)三菱東京UFJ銀行 企業調査部 香港駐在 松澤 翔太

住所: 6F AIA Central, 1 Connaught Road, Central, Hong Kong

TEL: +852-2821-3402 FAX: +852-2521-8541 Email: [Shota\\_Matsuzawa@hk.mufg.jp](mailto:Shota_Matsuzawa@hk.mufg.jp)



## 利下げ後の金融市場動向

三菱東京UFJ銀行(中国)  
環球金融市場部  
資金証券グループ 豊覚行

中国人民銀行(以下、PBOC)は2014年11月21日に続き2015年2月28日に預金貸出基準金利の引下げを発表した。昨年11月の基準金利引下げまでは、MLF<sup>1</sup>等の資金供給手段を用いて小刻みかつ対象を絞った金融調節を実施していたが、最近では金融緩和措置や景気支援策を徐々に拡大させているように見受けられる。

11月の基準金利引下げ以降も2月に全銀行への預金準備率引下げを実施し、その後もSLF<sup>2</sup>を実施できるPBOC支店を主要10省の支店から全省レベルの支店に拡大、銀行5行に対し預金準備率50bp引下げ(2/4預金基準金利引下げ発表時の中小企業融資基準具備によるもの)、減税発表(年間課税所得が20万元までの企業に対し法人税を20%減額)、などが打ち出されてきていた。そのような状況にあったため、今回の基準金利引下げは市場参加者の予想の範囲内となり、翌日以降の市場は極めて冷静な反応となった。

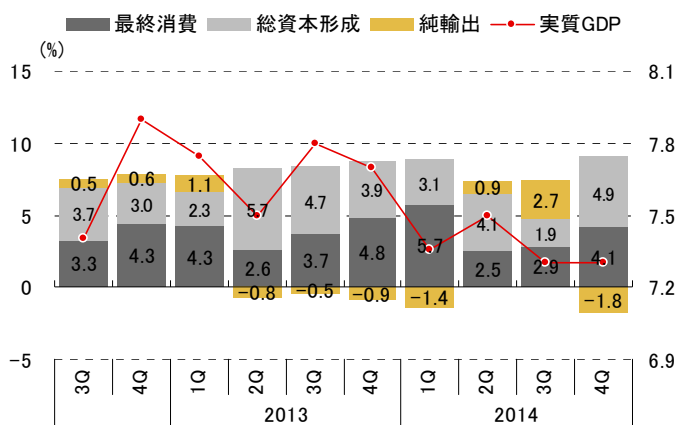
各種報道で再三示されているように、現政権は「新常态」下の政策運営にシフトしており、投資主導への回帰は現時点で想定し難く、当面小刻みな金融調節を軸として景気下支えが図られるものと予想するが、今回の利下げを起点としてさらなる金融緩和が図られていくのか否か、内外金融市場の動きと共に今後の展開を考察したい。

### 1. 中国を取り巻く環境

#### (1) 世界的な景気減速の長期化

まずは、中国GDPの需要項目別動向について確認しておきたい。昨年第2、3四半期は、純輸出がそれぞれ前年同期比+0.9%、+2.7%と全体の押し上げに寄与したが【図表1】、第4四半期は一転、純輸出はマイナス寄与となり、総資本形成が同+1.9%から+4.9%と例年の第4四半期の減速とは打って変わって加速を見せた。

【図表1】中国GDP寄与度分解(左軸:寄与度、右軸:GDP)



(出所)CEIC データからBTMUC作成

<sup>1</sup> MLF(Medium-term Lending Facility): 期間: 3ヶ月・商業銀行の申請に基づき、PBOCが資金供給を行う・用途は三農もしくは零細企業向けに限定・金利はPBOCが定める金利(直近は3.5%)

<sup>2</sup> SLF(Standing Lending Facility): 期間最長3ヶ月・担保: 国債、中銀手形、政策銀行債、高格付け社債・商業銀行の申請に基づき、PBOCが資金供給を行う資金供給手段



目下の中国指導部の課題は「投資」主導の経済から「消費」主導型の持続的成長への構造転換を如何にして推し進めるかにある。現在は「新常态」の掛け声の下、転換の過渡期にあるものと思われるが、その転換を円滑に進める為にも、当面鍵となりそうなのが成長の下支えとしての「外需」動向であろう。

外需動向の鍵を握る海外諸国の景気見通しであるが、こちらも最悪期を脱したとは言え依然として先行きは楽観できない状況にある。

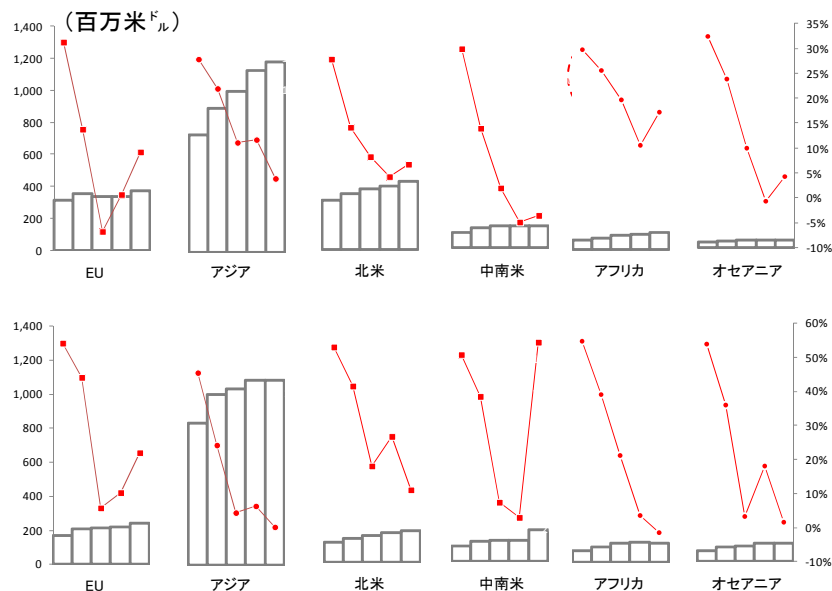
【図表2】は、世界銀行が1月に発表した半年毎の世界経済見通しからの抜粋である。全世界GDP成長率予想は、2015年が6月時点の3.4%から3.0%へ0.4%ポイント、2016年は3.5%から3.2%へ0.2%ポイント引き下げられた。地域毎に見ると、先進国は米国を除いて引き続き停滞感が強い。ユーロ圏は2013年のマイナス成長からは脱したものの2016年も1%台半ばの成長、本邦についても今回2016年見通しは小幅引上げられたがこちらも1%台半ばに留まる。最も堅調と見通されているのは米国であり、2015年見通しは3.2%に上方修正されており、堅調な雇用情勢から年央以降政策金利上げが開始されるものと予想されている。

3月5日に開幕した2015年全国人民代表大会で発表された政府活動報告においては「中国経済に対する下振れ圧力は増加している」とされ、国内外を取り巻く環境について引き続き課題が多いとの認識が示された。年央以降に見込まれる米国利上げに伴い金融市場が不安定となる可能性や、欧州ではギリシャの政情不安等成長先行き不透明感は依然として強く、各国は金融緩和で景気下支えに動いている状況だ。一方で、中国からの地域別輸出の状況を見ると、欧米諸国の金融緩和が奏功し景気は持続的に持ち直しており、2014年にはアジアを除く地域向け輸出は伸び率反転を見せている【図表3】。

【図表2】世界経済見通し(Global Economic Prospects Jan 2015, World Bank)

(前年比、%)	2014年6月時点						2015年1月時点	
	実績	予想				予想		
		2013	2014	2015	2016	2015	2016	
全世界	2.5	2.8	3.4	3.5	↓ 3.0	↓ 3.3		
米国	2.2	2.1	3.0	3.0	↑ 3.2	→ 3.0		
ユーロ圏	-0.4	1.1	1.8	1.9	↓ 1.1	↓ 1.6		
東アジア及び環太平洋地域	7.2	7.1	7.1	7.0	↓ 6.7	↓ 6.7		
日本	1.5	1.3	1.3	1.5	↓ 1.2	↑ 1.6		
中国	7.7	7.6	7.5	7.4	↓ 7.1	↓ 7.0		
インド	5.0	5.5	6.3	6.6	↑ 6.4	↑ 7.0		
ブラジル	2.5	1.5	2.7	3.1	↓ 1.0	↓ 2.5		

【図表3】2010～2014年の地域別中国輸出入実績（上段：輸出、下段：輸入、棒グラフ：実額左軸、線グラフ：前年比右軸）



(出所)ブルームバーグデータを元に BTMUC 作成

(2) CPI 動向

ここまで見てきた通り、外需が急減速となった場合、(内需刺激の為の大型財政出動が期待しにくい) 中国 GDP 成長率の下ブレも不可避の状況にあり、2015 年経済成長目標 7.0%前後の達成も難しくなる可能性が出てくる。したがって、中国当局はその予防的意味合いも兼ねて、財政拡大に頼らない形での固定資産投資拡大(主には住宅用不動産投資の拡大) 下支えを目的に、2014 年 11 月、2015 年 2 月に基準金利引下げに動いたものと考えられる。

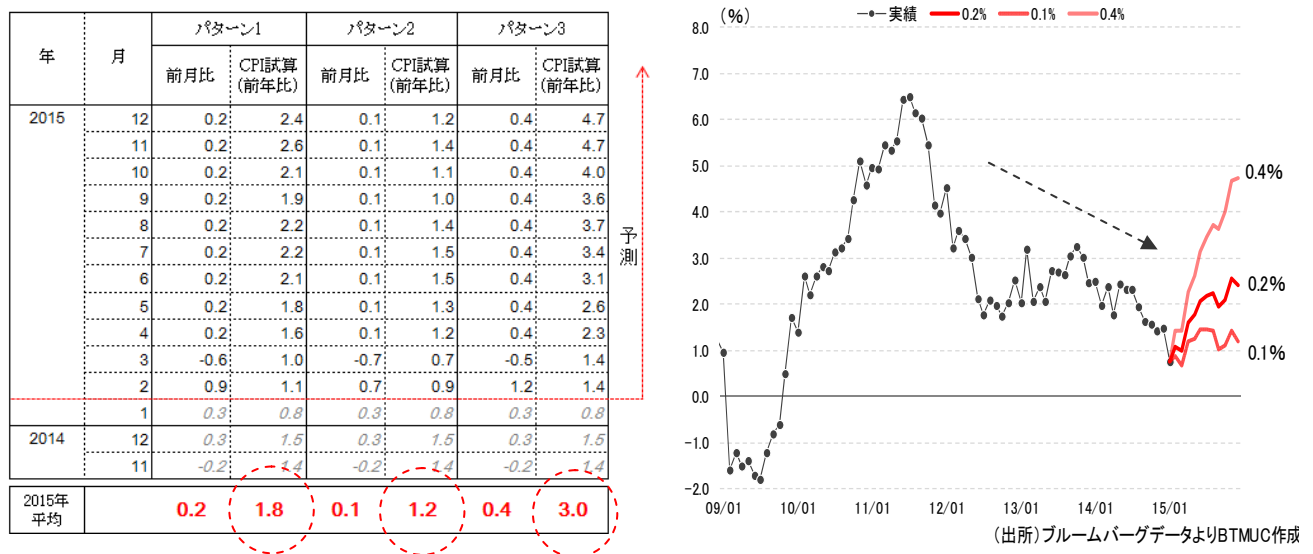
足元では物価動向が安定している為、PBOC は実質金利引下げの観点から基準金利引下げに動き易い状況にあるが、今後の利下げ余地を推し量ることを目的として CPI の先行き見通しについて確認しておきたい。

CPI は 2011 年 7 月に過去 5 年のピーク(前年同月比+6.5%)をつけた後、国内食品価格安定や成長減速、世界的なコモディティ価格安を背景に徐々に低下している。2013 年は前年比+2.6%、2014 年は同+2.0%で着地しており、物価上昇懸念は小さい状況にある。

先行きについては、以下 3 パターンに分けて 2015 年の CPI 推移を簡単に試算してみると、次の通りである。

パターン 1 : 2014 年(前月比平均+0.13%)から物価上昇小幅加速 → <u>前月比平均+0.2%</u>
パターン 2 : 2014 年並みの物価上昇 → <u>前月比平均+0.1%</u>
パターン 3 : 過去 5 年間のうち最大であった 2010 年 <sup>3</sup> 並み → <u>前月比 0.4%</u>

【図表 4】CPI 推移試算



政府当局が掲げる「新常态」に即した政策運営を想定すると、大規模な財政出動による景気刺激策導入の可能性は低く、成長急加速が想定し難い事から、2015 年の物価上昇も 2014 年並か小幅それを上回るパターン 1 からパターン 2 程度となるものと考えられる。したがって、今後の CPI の推移についても、通年の CPI 上昇率は 2%を小幅下回る可能性有りと考えられる(2015 年の政府目標: 前年比+3.0%)【図表 4】。

また、物価上昇が加速した 2010 年並(パターン 3: 前月比平均+0.4%)を仮定したとしても、年末に前年比 5%弱まで加速するものの通年では同+3.0%程度となる。2015 年後半にかけて成長急加速や天候不良等による食料品高により CPI が急騰したとしても、政府目標は守られることとなり、景気刺激余地は比較的大きいものと思われる。

現状、蓋然性が高いと思われるパターン 1 のケースにおいて、実質マイナス金利とならないよ

<sup>3</sup> 過去 5 年間の前月比平均は次の通り。2010 年: 0.38%、2011 年: 0.33%、2012 年: 0.20%、2013 年: 0.21%、2014 年: 0.13%

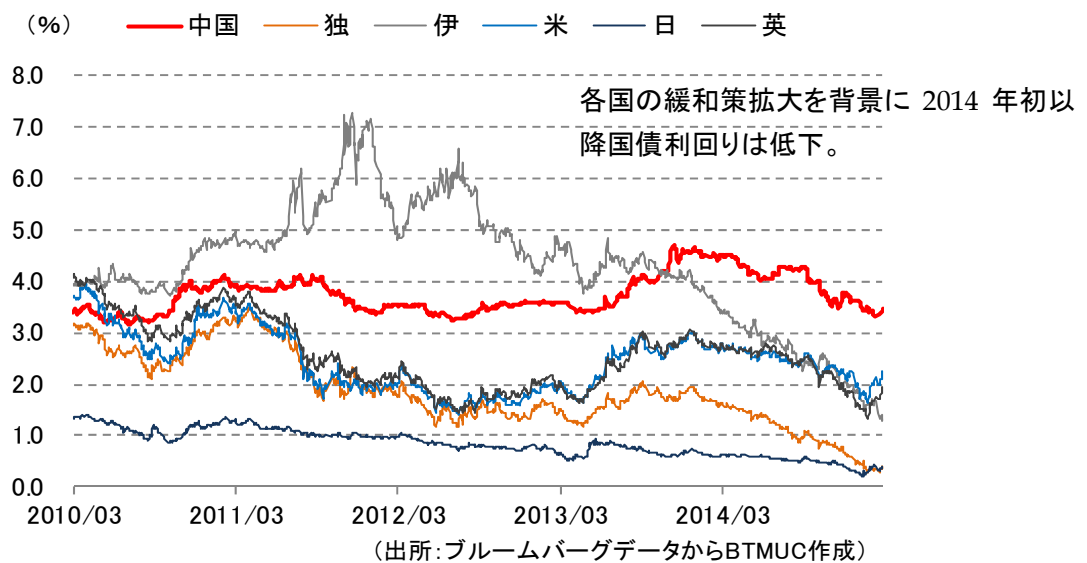
う利下げが行われると仮定すると、年内あと2回程度(0.25%を2回)の利下げ余地(現状の1年物預金金利2.50%から2.00%までの引下げ)がある。

## 2. 金利市場動向

### (1) 足元の金利市場動向

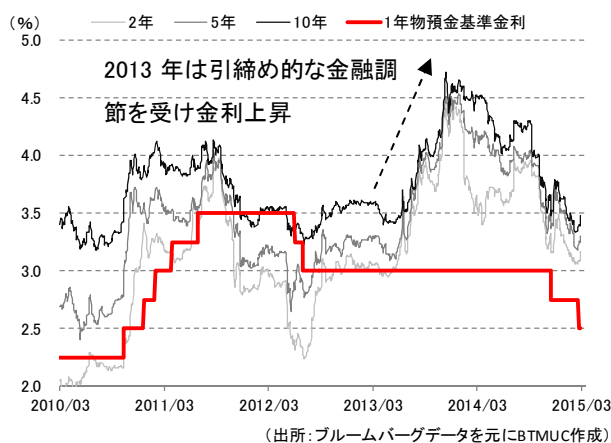
2014年初頃から金融緩和拡大を背景として各国の国債利回りは低下の一途を辿っている【図表5】。特に2014年6月にマイナス金利を導入した欧州圏の国債利回りの低下が著しく、独国債利回りの低下に主導される格好で欧州周縁国国債にもその影響が波及している。2011年頃に財政赤字が懸念され大きく売り込まれた(利回りは上昇)欧州周縁国国債のうちの一つであるイタリア国債についても、足元では米国債や英国債とほぼ同水準まで低下している。

【図表5】各国10年国債利回り

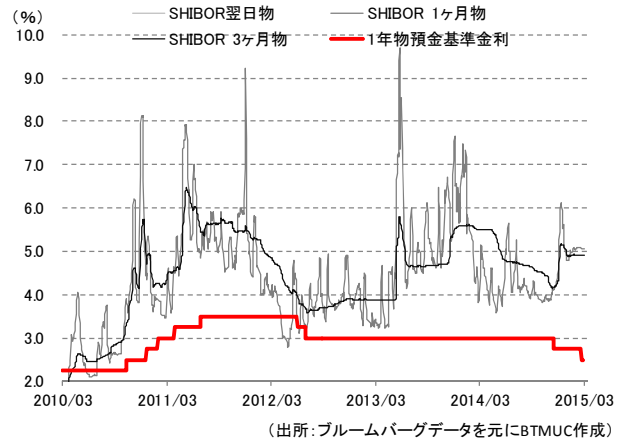


このように各国国債利回りが低下を続けている状況下では、国債発行国の資金調達金利が押し下げられ財政負担が軽減されるといった影響は勿論の事、これらの国債を保有している各国銀行の貸出余力の拡大を通じて経済成長の後押しとなる、といったポジティブな効果もあり、欧州圏の今後の経済成長加速が期待でき、中国の輸出にとっても支援材料となる。

【図表6】中国国債利回りと1年物基準金利



【図表7】中国短期金利と1年物基準金利



次に、中国国内金利市場の動向に目を向けてみよう。中国国内における人民元短期金利及び国債利回りは、シャドーバンキング拡大抑制を主目的に引締めの金融調節が採られた結果、2013

年央から 2013 年末にかけて大きく上昇した。2014 年以降は不動産投資の減速や海外景気減速を主因に小刻みな金融緩和を受けて約 1 年かけて低下基調にあったところに、昨年 11 月及び直近 2 月 28 日に利下げが実施された、という状況である【図表 6,7】。

2012 年の 2 度の利下げ実施時は、合わせて実施された投資プロジェクト前倒し承認等も奏功し、第 3 四半期以降固定資産投資や小売売上高の伸びが加速し、第 4 四半期 GDP が 7.9%まで回復した経緯にある。当時は 2 回の利下げ後に住宅価格が上昇に転じ、先行き景気回復期待が高まった為その後中長期金利は上昇に転じた。

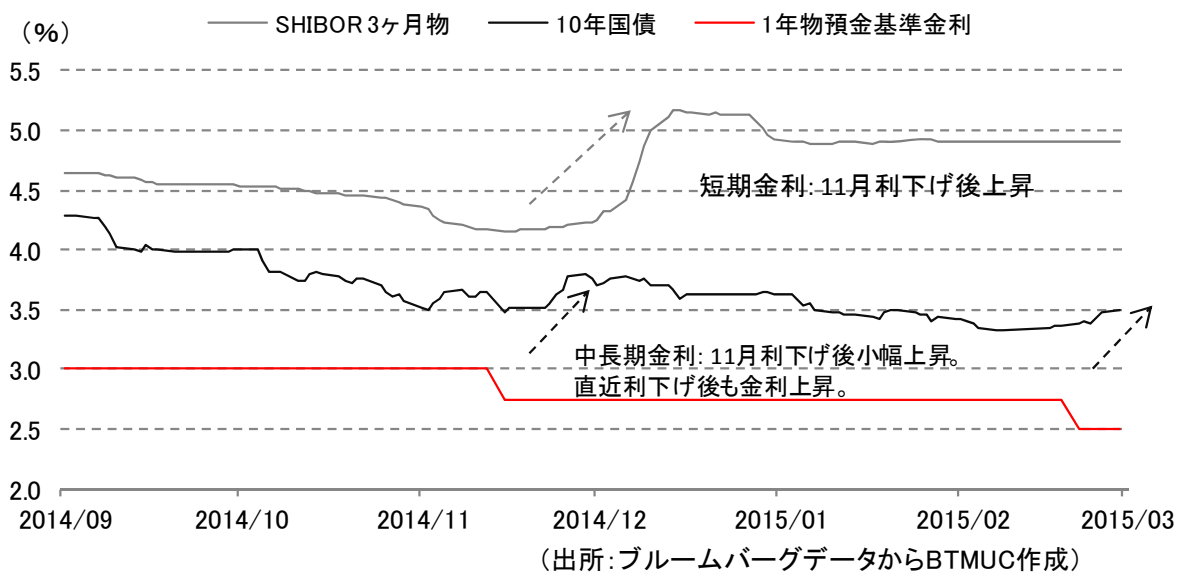
## (2) 当面の見通し

堅調な雇用情勢に支えられている米国に加えて、今後は金融緩和を拡大させた欧州の景気回復が期待される状況にあり、外需は 2014 年対比拡大するものと想定される。

加えて、中国国内においては 2 度の基準金利引下げに伴い 1 年物貸出基準金利は合計 0.65%引下げられており、2012 年を参考にするのであれば、不動産価格下落圧力は徐々に緩和していき不動産投資も徐々に回復するだろう。実際、2 回の利下げ後も国債利回りはほぼ横ばいで推移しており、さらなる景気減速を織り込む動きは見られない【図表 8】

一方で、CPI の低下が止まらない場合、実質金利引き上げを企図した基準金利や預金準備率引下げが実施される可能性も高く、SHIBOR や国債利回りといった市場金利についても一段の低下の可能性有りと考えておいたほうが良いだろう。

【図表 8】利下げ後の短期金利・中長期金利推移



以上

(2015年3月10日)

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行(中国)環球金融市場部

E-mail:satoyuki\_yutaka@cn.mufg.jp

TEL:+86-(21)-6888-1666(内線)2959



## 華南ビジネス最前線～前海協力区における深圳・香港協力促進方案

三菱東京UFJ銀行  
香港支店 業務開発室

「華南ビジネス最前線」では、お客様からのご質問・ご相談が多い事項について、理論と実務の両方を踏まえながら、できるだけ分かりやすく解説します。第24回目となる今回は、「前海協力区における深圳・香港協力促進方案」について取り上げます。

\*\*\*\*\*  
(ご質問)

深圳市前海協力区において、香港からの企業進出を促進する政策が発表されたと聞きました。その内容を教えてください。

\*\*\*\*\*

2014年12月4日、深圳市政府は、前海深港現代サービス業協力区（以下「前海協力区」）と香港の協力関係を強化する方針を示した「前海協力区における深圳・香港協力業務促進方案」（以下「本方案」<sup>1</sup>）を公表しました。

本方案では、香港から前海協力区に投資を呼び込むための目標や目標達成に向けて香港企業の進出を促進する内容が示されており、また、前海協力区を含む広東自由貿易試験区設置を見据えた発展計画についても言及されています。

今回は、本方案の内容について簡単に紹介します。

### 1. 本方案の主な内容

#### (1) 本方案の目標

本方案の冒頭では、主要目標として、2020年までに「万千百十」という4つの数値目標を実現することが示されています。具体的には、①香港資本、香港企業によって前海協力区で建築面積九百万㎡以上の開発を行うこと、②香港資本のサービス産業を千億元超規模へと拡大すること、③香港資本による百社以上の革新的な先導企業の創業及び育成を行うこと、④香港が優位性を持つ産業の十大集積基地を建設すること、が掲げられています。

#### (2) 本方案の政策

前述の目標の下、本方案では、金融業をはじめとする各種サービス業において香港企業の進出促進及び香港との連携強化を図ることや、広東自由貿易試験区設置に向けて貿易や物流面を強化することが言及されています。

<sup>1</sup> 詳細は、弊行配信のニューズフォーカス第20号ご参照：  
<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200405/515030102.pdf>

### ① 金融業

本方案には、香港からの金融業進出を促進する内容が多く含まれています。具体的には、一定の条件を満たす香港の金融機関による消費者金融会社やファイナンスリース会社の設立、香港の保険仲介会社による保険代理店の設立等を支持することに加え、香港の銀行が前海協力区で現地法人あるいは支店を設立し、人民元業務を慎重に展開することを奨励する旨が明記されています。

また、従来より、前海協力区では、区内企業全体の借入残高に対する総量管理を行うことで個別の外債枠にとらわれず域外から人民元を借入れることが可能となっていました。当該ローンの貸し手は香港で人民元業務を営む銀行に限定されていました。本方案では、その貸し手の範囲を段階的に香港の非銀行金融機関まで拡大することが示されています。なお、当該人民元建クロスボーダーローンの貸し手については、2014年2月に発表された前海協力区の業務要点<sup>2</sup>では香港以外の金融機関へと拡大することが示唆されていましたが、本方案では香港内で貸し手の範囲を拡大する方針へと変更されており、より香港を重視した内容となっています。

### ② その他のサービス業

金融業以外のサービス業については、香港で開業資格を取得した専門人材が関連部門へ備案（届出）すれば、前海協力区内の企業及び個人に直接のサービス提供を許可することが規定されています。

また、科学技術分野の発展を目的に、専用のファンドやプラットフォームを設立することや、科学技術成果の産業化を促進する内容が盛り込まれています。

更に、香港との連携強化に向けて、本方案では、香港企業に対し前海協力区の土地の3分の1以上を提供し、金融、情報サービス、科学技術サービス、専門サービス及び文化創造等の産業基地を建設することで、香港産業のモデルチェンジ及びアップグレードを図ることが目指されています。

### ③ 広東自由貿易試験区設置に向けた発展計画

本方案では、広東自由貿易試験区設置を積極推進する方針が示されており、前海協力区は広東自由貿易試験区の対象地域として、金融改革機能を突出させることに加え、貿易の利便性向上やサービス貿易の自由化、監督管理体制の効率化等を図ることにより、同区が広東省・香港・マカオにおける協力深化のモデル地域となることが強調されています。

また、その実現に向け、物流・貿易・金融の一体化を図る運営プラットフォームを整備することや、物流・貿易に関する融資・担保等の業務の発展、香港との検査・認証結果の相互認可やクロスボーダー電子商取引の試行、ファイナンスリース業の産業発展基地の創設等を促進することが示されています。

## 2.まとめ

今回、本方案が発表された背景には、前海協力区への香港企業の進出が期待に反して低迷して

<sup>2</sup> 詳細は、弊行配信のニュースフォーカス第4号をご参照：  
<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200405/515030101.pdf>

いることがあると考えられます。前海協力区では、以前から香港企業の進出を促進する政策が打ち出されていましたが、2014年11月時点の進出状況は939社と、進出企業全体（約1万7,000社）の1割にも達していません。そのため、本方案からは、こうした局面を積極的に打開しようとする深圳市政府の姿勢が伺えます。

また、広東自由貿易試験区は、天津自由貿易試験区及び福建自由貿易試験区と並んで国務院によって既に設置が決定されており、香港・マカオとの協力関係を重視した自由貿易試験区となることが明らかになっています。更に、その対象地域のひとつである広州市・南沙新区で2014年12月25日に開催された会議では、自由貿易試験区案は2015年早々にも正式に承認されるとの見通しが発表されています。こうした中で本方案は、「香港との連携」という広東自由貿易試験区における前海協力区の特徴・位置付けをより一層明確にしているといえます。

前海協力区では、設立当初から香港との協力関係が重視されてきましたが、本方案で示された方針の実現により、同区が香港企業にとって更に魅力的な場所となることに期待したいと思えます。

以上

(本稿は香港の隔週誌香港ポスト2015年1月23日号掲載分に一部加筆したレポートです)

文章中の記載事項は、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すよう宜しくお願い申し上げます。その他専門的知識に係る部分については、必ず貴社の弁護士、税理士、公認会計士等の専門家にご相談の上ご確認下さい。

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行 香港支店 業務開発室

住所：6F AIA Central, 1 Connaught Road, Central, Hong Kong

Email：toshiharu\_kigami@hk.mufg.jp

TEL：852-2249-3027

日本語・中国語・英語対応が可能なメンバーにより、華南のお客様向けに事業スキームの構築から各種規制への実務対応まで、日本・香港・中国の制度を有効に活用したオーダーメイドのアドバイスを実施しています。

香港・華南への新規展開や既存グループ会社の事業再編など、幅広くご相談を承っておりますので、お気軽に弊行営業担当者までお問い合わせください。



MUFG中国ビジネス・ネットワーク



三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司

拠 点	住 所	電 話
北京支店 北京経済技術開発区出張所	北京市朝陽区東三環北路5号 北京發展大廈2階 北京市北京經濟技術開發区榮華中路10号 亦城國際中心1号樓16階1603	86-10-6590-8888 86-10-5957-8000
天津支店 天津濱海出張所	天津市南京路75号 天津國際大廈21階 天津市天津經濟技術開發区第三大街51号 濱海金融街西区2号樓A座3階	86-22-2311-0088 86-22-5982-8855
大連支店 大連經濟技術開發区出張所	大連市西崗区中山路147号 森茂大廈11階 大連市大連經濟技術開發区金馬路138号 古耕國際商務大廈18階	86-411-8360-6000 86-411-8793-5300
無錫支店	無錫市新区長江路16号 無錫軟件園10階	86-510-8521-1818
上海支店 上海虹橋出張所 上海自貿試驗区出張所	上海市浦東新区陸家嘴環路1233号 匯垂大廈20階 上海市長寧区紅寶石路500号 東銀中心B棟22階 上海市中国(上海)自由貿易試驗区馬吉路88号 10号樓3・4階	86-21-6888-1666 86-21-3209-2333 86-21-6830-3088
深圳支店	深圳市福田区中心4路1号嘉里建設廣場 第一座9階・10階	86-755-8256-0808
広州支店 広州南沙出張所	広州市珠江新城華夏路8号 合景國際金融廣場24階 広州市南沙区港前大道南162号広州南沙香港中華總商会大廈 805、806号	86-20-8550-6688 86-20-3909-9088
成都支店	成都市錦江区順城大街8号 中環廣場2座18階	86-28-8671-7666
青島支店	青島市市南区香港中路61号乙 遠洋大廈20階	86-532-8092-9888
武漢支店	湖北省武漢市江岸区中山大道1628号 企業中心5号2008室	86-27-8220-0888
瀋陽支店	遼寧省瀋陽市和平区青年大街286号 華潤大廈20階2002室	86-24-8398-7888
蘇州支店	江蘇省蘇州市蘇州工業園区蘇州大道東289号 融融大廈15、16階	86-512-3333-3030

三菱東京UFJ銀行

香港支店	9F AIA Central, 1 Connaught Road, Central, Hong Kong	852-2823-6666
九龍支店	15F Peninsula Office Tower, 18 Middle Road, Kowloon, Hong Kong	852-2315-4333
台北支店	台湾台北市民生東路3段109号 聯邦企業大樓9階	886-2-2514-0598

【本邦におけるご照会先】

国際業務部

東京：03-6259-6695（代表） 大阪：06-6206-8434（代表） 名古屋：052-211-0544（代表）

発行：三菱東京UFJ銀行 国際業務部

編集：三菱UFJリサーチ&コンサルティング 貿易投資相談部



- 本資料は情報提供を唯一の目的としたものであり、金融商品の売買や投資などの勧誘を目的としたものではありません。本資料の中に銀行取引や同取引に関連する記載がある場合、弊行がそれらの取引を応諾したこと、またそれらの取引の実行を推奨することを意味するものではなく、それらの取引の妥当性や、適法性等について保証するものでもありません。
- 本資料の記述は弊行内で作成したものを含め弊行の統一された考えを表明したものではありません。
- 本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。最終判断はご自身で行っていただきますようお願いいたします。本資料に基づく投資決定、経営上の判断、その他全ての行為によって如何なる損害を受けた場合にも、弊行ならびに原資料提供者は一切の責任を負いません。実際の適用につきましては、別途、公認会計士、税理士、弁護士にご確認いただきますようお願いいたします。
- 本資料の知的財産権は全て原資料提供者または株式会社三菱東京 UFJ 銀行に帰属します。本資料の本文の一部または全部について、第三者への開示および、複製、販売、その他如何なる方法においても、第三者への提供を禁じます。
- 本資料の内容は予告なく変更される場合があります。