

BTMU 中国月報

三菱東京UFJ銀行 国際業務部

第 144 号 (2018 年 2 月)

■ 特 集

- ◆ 外国企業の対日直接投資動向からみる中国企業の日本市場参入
日本貿易振興機構 (ジェトロ) 海外調査部 中国北アジア課…………… 1

■ 経 済

- ◆ 物足りない日本企業の中国投資
三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング 調査部…………… 6

■ 人民元レポート

- ◆ パンダ債の意義・今後の見通しについて
三菱東京 UFJ 銀行 (中国) 環球金融市場部…………… 14

■ スペシャリストの目

- ◆ 税務会計：外国企業の中国源泉所得税徴収問題に関する新公告の公布
KPMG 中国…………… 19

■ MUFG 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 「外国企業の対日直接投資動向からみる中国企業の日本市場参入」

- ◇外国企業の対日直接投資残高は3年連続で過去最高となり、近年増加傾向にあるなか、中国の構成比は極めて小さい。しかしながら、統計だけでは全体像を把握するのが難しく、事例も見ておく必要がある。
- ◇近年の中国企業の対日投資は、販売拠点、研究開発拠点の設立、不動産取得、商業施設、テーマパークの運営等、製造業から非製造業まで多岐にわたり裾野が拡大。中国で急速に勃興するデジタルエコノミーの代表のシェアリングサービスも対日進出するなどポテンシャルを秘めている。
- ◇生産効率向上、可処分所得の増加による消費者ニーズの多様化・高度化、高齢化の進展に伴う医療・養老サービスの充実、環境問題等々、中国が抱えるさまざまな課題において、今後、日本の製品やサービス、技術やノウハウ等が活かされる場面は少なくないだろう。

経 済 「物足りない日本企業の中国投資」

- ◇日本企業の海外投資動向をアンケートや統計で見ると、事業計画を持つ企業数は中国向けがアメリカ向けの2倍近くにのぼる一方、投資金額は中国向けがアメリカ向けの1/5にとどまっており、日本企業の中国投資には経営者の期待の高さとは裏腹に実際の投資に物足りなさが残る
- ◇その背景の一つには法制の運用の不透明さが挙げられるが、一方で中国ビジネスは他の地域に比べて最も収益率が高いとする企業が数多くある。投資の期待収益率の基礎なる中国経済の長期予測を踏まえると、弱い成長ペースを前提に考えても、2030年にわたり人民元相場の下落が続かない限り、米中の経済規模は2030年に逆転するのが実相のようだ。
- ◇中国ビジネスには困難を伴うが、リスク管理の姿勢を強めるあまり長期予測が示している大きな流れを見落としているきらいがないか。中国に事業の根を張ることができるかが、日本国内での競争の生き残りにとっても、必要不可欠なピースになりつつあることは間違いないようだ。

人民元レポート 「パンダ債の意義・今後の見通しについて」

- ◇非居住者が中国で人民元建てで発行するパンダ債は、これまで国際機関等の一部の限定的機関の資金調達手段に留まっていたが、日中両国の金融当局による会計、監査の対応方針等の整理が進んだことから、本年1月16日、三菱東京UFJ銀行は本邦企業初となるパンダ債発行を実現した。
- ◇パンダ債の意義は、発行体にとっては既存の資金調達手段が当局規制や窓口指導の影響を受けやすい中での調達手段の多様化。中国国内投資家にとってはグローバル企業への投資機会の拡大、国外投資家にとっては高利回り債券への投資機会の拡大等がある。
- ◇中国は持続的な経済成長を目指し消費主導の成長へ転換しつつあり、足下の成長は目標を上回るピッチで進む中、中国におけるビジネスチャンスは再び広がっている。今後、中国事業を拡大する企業は、人民元資金の調達手段として本邦親会社によるパンダ債発行が有力な選択枝となるだろう。

スペシャリストの目

税務会計 「外国企業の中国源泉所得税徴収問題に関する新公告の公布」

- ◇2017年10月国家税務総局は「非居住者企業所得税源泉徴収に関する公告」(国家税務総局2017年第37号、2017年12月1日施行)を公布。外国企業に係る企業所得税源泉問題を整理した上で源泉徴収管理のより詳しい指導原則と実務ガイダンスを提供するもの。
- ◇源泉徴収義務者は外国企業と中国源泉所得(配当、利息、賃料、ロイヤリティー、持分譲渡所得等)の契約を締結後30日以内に契約届出が必要だったのが廃止。源泉徴収義務者が義務を履行しなかった場合、外国企業は源泉徴収義務者の支払期限から7日以内に自主申告が必要だったのが廃止されるなど、納税者と納税義務者双方の納税負担を軽減している。
- ◇37号公告はこれまでの実務に共通のいくつかの課題を明確にしたものの、現存の関連法規や公告との間に矛盾が生じるなど依然として不明点もあるため、今後の政策内容、各地の実務動向を把握し、関連の税務処理を見直すなどの対応が望まれる。

～アンケート実施中～

(回答時間:10 秒。回答期限:2018 年 2 月 26 日)

<https://s.bk.mufig.jp/cgi-bin/5/5.pl?uri=0DLbZ7>



外国企業の対日直接投資動向からみる中国企業の日本市場参入

日本貿易振興機構 (ジェトロ)
海外調査部 中国北アジア課
課長代理 島田英樹

外国企業の対日直接投資残高は3年連続で過去最高となるなど近年増加傾向にある。一方、日本の統計によれば、対日直接投資残高全体に占める中国の構成比は1%に満たない規模であり極めて小さい。しかしながら、近年の日本市場における中国企業の動向を見ると、製造業から非製造業まで幅広い業種で投資やビジネス拡大が行われており、最近中国で急速に勃興しているデジタルエコノミーの代表ともいえるシェアリングサービスなども対日進出を果たすなどポテンシャルを秘めている。そこで、本稿では統計による外国及び中国からの対日投資動向を整理するとともに、報道やプレスリリースによる具体的な日本進出事例を見ることで、中国企業の対日投資、日本市場参入の動きを概観する。

1. 過去最高の対日直接投資残高

日本の国際収支統計によると、2016年末の対日直接投資残高は27兆8,404億円で、2015年末時点の24兆7,702億円から3兆702億円の増加となり、3年連続で過去最高となった(2014年末23兆3,439億円)。残高の内訳をみると、外国企業(議決権10%以上)による日本企業や在日子会社の株式取得や資本拠出金を示す「株式資本」が16兆922億円と全体の57.8%を占めた。次いで、外国企業が出資する日本企業や在日子会社の未配分収益(内部留保)のうち、外国企業の出資比率に応じた取り分に値する「収益の再投資」が6兆3,192億円で22.7%となっている。全体のGDP(名目)に対する同残高の比率は2015年の4.7%から2016年は5.2%と初めて5%を超えた。

対日直接投資残高を地域別にみると、最大は欧州で13兆5,627億円(シェア48.7%)、次いで北米(7兆2,025億円、25.9%)、アジア(5兆179億円、18.0%)であった。

国別にみると、1位米国(7兆101億円、シェア25.2%)、2位オランダ(3兆8,002億円、13.6%)、3位フランス(3兆3,511億円、12.0%)となっている。

業種別では、最大は金融・保険業で7兆7,908億円(シェア35.0%)、次いで、電気機械器具製造業(3兆1,274億円、同14.1%)、輸送機械器具製造業(3兆194億円、同13.6%)となった。

2. 存在感を増すアジアからの対日投資、一方、中国からの投資残高は前年比減少

アジアからの2016年末の対日直接投資残高は、2000年末比で971%増と急増しており、近年、投資元として最も勢いのある地域である(同年末比、欧州は442%増、北米は363%増)。アジアの中ではシンガポールが5位(2兆2,104億円、7.9%)、香港が8位(1兆992億円、3.9%)と上位10カ国・地域にランクインしており、この傾向は近年変わらない。

他方、伸び率で見ると台湾 (7,644 億円、対前年末比 44.7%増)、タイ (2,179 億円、同 33.5%増)、シンガポール (2 兆 2,104 億円、同 22.2%増) が上位に並んだ。台湾は電子機器受託製造サービス (EMS) 世界大手の鴻海 (ホンハイ) 精密工業グループによるシャープ買収 (3,888 億円) の大型 M&A があった。シンガポールは、対日直接投資残高の約 9 割を非製造業分野が占める。近年は、3PL (third party logistics の略。荷主や運送業者とは別に、第三者として物流部門を代行するサービス) 事業や e-コマースの拡大にあわせ、物流施設の開発・投資が活発である。また、サービスアパートのアスコット、ポークジャーキーの美珍香、高級バッグのクワンペン、買物コンシェルジュサービスのオネストビーなどが相次いで東京に初進出を果たし、シンガポール発ブランドが日本の消費者へアピールを始めている。タイからはここ数年、太陽光発電事業への参入が活発となっている。2016 年は、民間電力大手のガンクン・エンジニアリングが太陽光発電所運営会社・GK 宇都宮を約 240 億円で買収したほか、バンチャック石油の子会社である BCPG ジャパンが秋田県や岡山県に太陽光発電所を建設するなどの動きがあった。

一方、2016 年末の中国からの対日直接投資残高は、対前年末比 15.8%減の 1,938 億円となった。2014 年末の同残高 1,392 億円に対し、15 年は 2,301 億円と増加基調にあったが 16 年はマイナスに転じた。なお、対日直接投資残高全体に占める中国の構成比はわずか 0.7%程度と極めて小さく、アジア諸国・地域に占める構成比も 3.9%程度に過ぎない。アジアからの対日投資直接投資残高は、1 位シンガポール (2 兆 2,104 億円)、2 位香港 (1 兆 992 億円)、3 位台湾 (7,644 億円)、4 位韓国 (4,016 億円)、5 位タイ (2,179 億円)、6 位中国 (1,938 億円) となっており、16 年は中国とタイの順位が逆転した。

2016 年の対日直接投資は、年末時の残高が過去最高額を記録するとともに、通年の投資額 (ネット・フロー) も前年の約 6 倍と大幅に拡大した。欧州からは主に製薬や自動車部品、アジアからは電気・電子などの分野で積極的な投資がみられた。大型案件としては、仏ヴァンシ・エアポートが参画するコンソーシアムによる関西国際空港と大阪国際空港 (伊丹空港) の長期運営権取得と、台湾の鴻海グループによるシャープ買収が目玉となった。

3. 2016 年、日本の統計では中国の対日直接投資 (ネット・フロー) はマイナスに

日本の国際収支統計では、中国の対日直接投資は 2014 年の 802 億円 (ネット・フロー)、2015 年の 778 億円と減少基調にあり、2016 年は 151 億円のマイナスに転じている。一方、2016 年の残高で 1 位のシンガポールの対日直接投資は 3,830 億円 (前年比 71.8%増)、2 位の香港は 1,458 億円 (同 23.8%増)、3 位の台湾は 2,589 億円 (同 2.96 倍)、4 位の韓国は 612 億円 (同 53.7%減)、5 位のタイは 708 億円 (同 75.2%増) と韓国を除き、好調であった。

図表：地域別対日直接投資フロー（ネット）の推移

(単位：億円)

	2014	2015	2016	2017 (速報値)
アジア	6,782	6,737	9,037	5,717
中国	802	778	-151	1,002
香港	2,279	1,178	1,458	-404
台湾	1,264	876	2,589	744
韓国	699	1,140	612	887
ASEAN	1,736	2,748	4,539	3,483
シンガポール	1,440	2,229	3,830	3,948
北米	7,586	6,297	6,298	5,791
米国	7,576	6,312	6,323	5,894
中南米	729	-2,484	1,808	1,403
大洋州	618	-759	908	-371
欧州	4,409	-3,390	20,127	3,141
EU	3,758	-3,145	18,963	1,923
世界	20,475	6,675	38,307	15,733

(出所) 財務省国際収支統計「4.対内直接投資(地域別)」別表 6d-3

中国側の統計（ネット・フロー：中国統計年鑑）では、2014年が3億9,445万ドル（約372億円、1ドル＝三菱東京UFJ銀行公表年間平均仲値105.85円）、2015年が2億4,042万ドル（約198億円、1ドル＝同121.05円）、2016年が3億4,401億ドル（約316億円、1ドル＝同108.84円）と、前述の日本の統計とは大きな開きがある。2016年に至っては前年比増と逆の数字が出ている。この要因は一言で言えば統計の定義が異なるということになるが、そもそも中国の対外投資の統計の定義を公に確認できるものはないため（少なくとも筆者が調べた範囲では確認できていない）、その違いを明らかにすることは難しい。ただ筆者なりの推察をすると、日本の直接投資統計は「国際収支ベース」で集計されており、「株式資本」、「再投資収益（含む直接投資企業の未配分収益）」、「その他資本（親子ローンなども含まれる）」の3つからなるが、中国側の統計は「実行ベース」で集計されており、「株式資本」以外の「再投資収益」や「その他資本」が含まれていない可能性がある、すなわち誤解を恐れずに言えば、中国側統計は国際収支ベースでいうところの「株式資本」の数字が計上されているという可能性がある。この仮説をベースに考えると、2016年の中国から日本への対日直接投資については（「株式資本」に該当する）新規投資は増加したが、その増加額よりも「再投資収益」や「その他資本」に該当する投資活動による減少額が大きかったということが言え、それが中国側の統計では増加しているが、日本側の統計では減少しているという要因と考えられるが、あくまで推測に過ぎない。

また、中国企業の対日（対外）直接投資の特徴として、第3国・地域（英領バージン諸島、ケイマン諸島（英）、香港など）経由によるものも多いと推察されており、統計だけでは全体像を把握することが難しい。そのため、中国企業の対日（対外）直接投資を把握するには、事例も見ておく必要がある。

4. 中国企業の対日直接投資事例

前述を踏まえ、2016年と17年の中国企業の対日投資事例をしてみる。報道や各社プレスリリースによれば、2016年の対日直接投資事例としては、次のようなものがある。中国の不動産投資会社、緑地控股集团とラオックスは千葉市の複合施設「千葉ポートスクエア」の信託受益権を取得、オフィスビル、商業ビル、ホテルなどを運営する。中国の自動車メーカー、長城汽車は研究開発拠点（長城日本技研）を横浜市に設立、燃料電池車や電気自動車、自動運転などの研究開発を行う。中国のアリババグループはソフトバンクとクラウドサービスの合弁会社を設立、新会社は日本企業向けにクラウドサービスを展開する。中国の家電メーカー、美的集団は東芝の家電子会社東芝ライフスタイルの株式の過半を取得し白物家電事業を手掛ける。中国の太陽光発電パネルメーカー、トリナ・ソーラーと米 GE グループ企業は宮城県石巻市に太陽光発電所を建設する。中国の寧波宏邦石化は香港の利万集団と、三菱化学の中国子会社である寧波三菱化学、高新聚合産品（寧波）を買収する。China Theme Park（英領バージン諸島）はセガサミーホールディングス子会社のセガ・ライブクリエイションの株式を取得する。セガ・ライブクリエイションは「ジョイポリス」などの屋内型テーマパークの開発・運営を手掛けている。中国の上海航日化学は日立化成のタッチパネル向け透明層間充填フィルム事業を取得する。

2017年の対日直接投資事例としては、次のようなものがある。中国のECサイト大手京東（JD）のプラットフォーム JD worldWide を展開する香港の JD.com International Ltd. はヤマトグローバルロジスティクスジャパンと、京東の日本パートナーであるフランクジャパンに出資。中国 EC 市場に進出する日本企業へのサービスを強化する。中国の民泊大手の途家は日本法人を設立。訪日中国人客向けに民泊物件ビジネスに参入する。カルチュア・コンビニエンス・クラブグループでエンタテインメント事業を展開するカルチュア・エンタテインメントと、中国 CITIC グループの中信出版集団は合弁会社を設立。日中両国において書籍の出版や著作権のライセンスビジネスなどを行なう。ニイガタマシントクノは中国海天国際と射出成型機の開発をする合弁会社を新潟市に設立した。中国のシェア自転車大手、摩拜單車（モバイク）は福岡に「モバイクジャパン」を設立、札幌で自転車のシェアリングサービスを始めた。シェア自転車については、もう一つの大手、ofo（オフォ）もソフトバンクコマース&サービスと協業で東京や大阪における展開について基本合意を発表している。極楽湯ホールディングスは第三者割当増資を実施。割当者の一者には香港の金之泉酒店投資管理や中国の個人があり中国における FC 事業の連携を進める。ツムラは金融事業を手掛ける中国平安保険と資本業務提携を行い、同社子会社である中国平安人壽保険に対し第三者割当による新株発行と自己株式の処分を行った。ツムラが有する生薬・漢方事業におけるノウハウと中国平安保険の有する経営資産や顧客基盤の組み合わせで、両社の企業価値の向上を図る。東芝は「レグザ」ブランドのテレビを製造・販売する東芝映像ソリューションの株式の一部を中国の海信（ハイセンス）グループに譲渡。関連して日産自動車も自動車用リチウムイオン電池製造を手掛ける子会社のオートモーティブエナジーサプライを中国の投資ファンド GSR キャピタルに譲渡する。NEC は自動車用リチウムイオン電池向け電極製造子会社、NEC エナジーデバイスの全株式を中国の投資ファンド GSR キャピタルに売却する。このほかにも、配車サービスアプリを運営する滴滴出行は2018年にも日本法人を設立する計画があるようだ。

5. 統計に表れない中国企業の対日投資のポテンシャル

中国企業の対日直接投資は、統計上は堅調とは言えないものの、以上のような事例を見ると裾野の広がりが見て取れる。日本で新たな販売拠点を設立する動きや実際のオペレーションは日本のパートナーによる資源を引き続き活用したりすることで、事業拡大による株主利益を取り込もうとする動きが見られる。また、近年は既に投資済みの在日会社を通じた日本国内でのM&Aや投資ファンドを通じた不動産の取得もあるほか、研究開発拠点の設立や商業施設、テーマパークの運営等、製造業から非製造業まで多岐にわたっている。統計上の対日投資に必ずしも直接寄与するわけではないが、既存の進出中国企業による日本事業拡大の動きにも注目したい。中国の通信機器大手華為技術 (Huawei) の日本法人は、日本国内で中国企業として初の本格的な生産拠点設立を計画中であるほか、新卒の大卒技術者の給料を40万円に設定、日本の同業の倍の初任給であることが話題になった。ドローン大手の中国 DJI の日本法人は、従業員増加と事業拡大に対応するため、オフィスを2倍に拡大。ドローンの室内飛行施設と製品購入ショップを併設した施設も開設した。

ジェトロは日本政府の対日投資誘致の中核機関として、2003年に対日投資促進事業を開始してから、2016年度末までの間に1万5,792件の外国企業の対日投資プロジェクトを支援し、1,579件の誘致を実現した(2016年単年度では支援件数1,775件、誘致実現件数174件)。日本での拠点設立・拡大に至った企業の親会社を地域別で見ると、北米、欧州、アジアの企業がそれぞれ約3分の1ずつを占め、2016年度末にはアジアからの誘致件数が累計で520件と初めて首位となった(北米489件、欧州486件)。実はこのうち、中国企業の累計誘致件数は183件と、米国の453件に次いで国・地域別で2位となっている(3位ドイツ130件、4位韓国109件、5位英国94件、6位フランス81件、7位シンガポール53件、8位台湾52件、9位オーストラリア49件、10位香港46件)。2016年単年度での中国企業支援件数は191件(対前年度比27%増)、誘致実現件数は32件(同33%増)であり、ジェトロ事業を通じた件数ベースで見れば、中国企業の対日直接投資のポテンシャルはあるようにも見える。生産効率向上、可処分所得の増加による消費者ニーズの多様化・高度化、高齢化の進展に伴う医療・养老服务の充実、環境問題等々、中国が現在抱えるさまざまな課題について日本の製品やサービス、技術やノウハウ等が活かされる場面は少なくないだろう。

なお、都道府県別の進出先では、現在、東京都が約6割を占め一極集中の状況にある。一方、2017年にジェトロが実施した外資系企業アンケート調査では、今後の追加投資先として検討されている場所のうち、6割以上が東京以外の道府県となっている。こうした地域へ中国企業のみならず外国企業の進出を支援していくことも重要な課題である。

(連絡先)

日本貿易振興機構 (ジェトロ) 海外調査部 中国北アジア課

島田 英樹

住所：東京都港区赤坂1-12-32 アーク森ビル6階

E-mail：hideki_shimada@jetro.go.jp

TEL：03-3582-5181



物足りない日本企業の中国投資

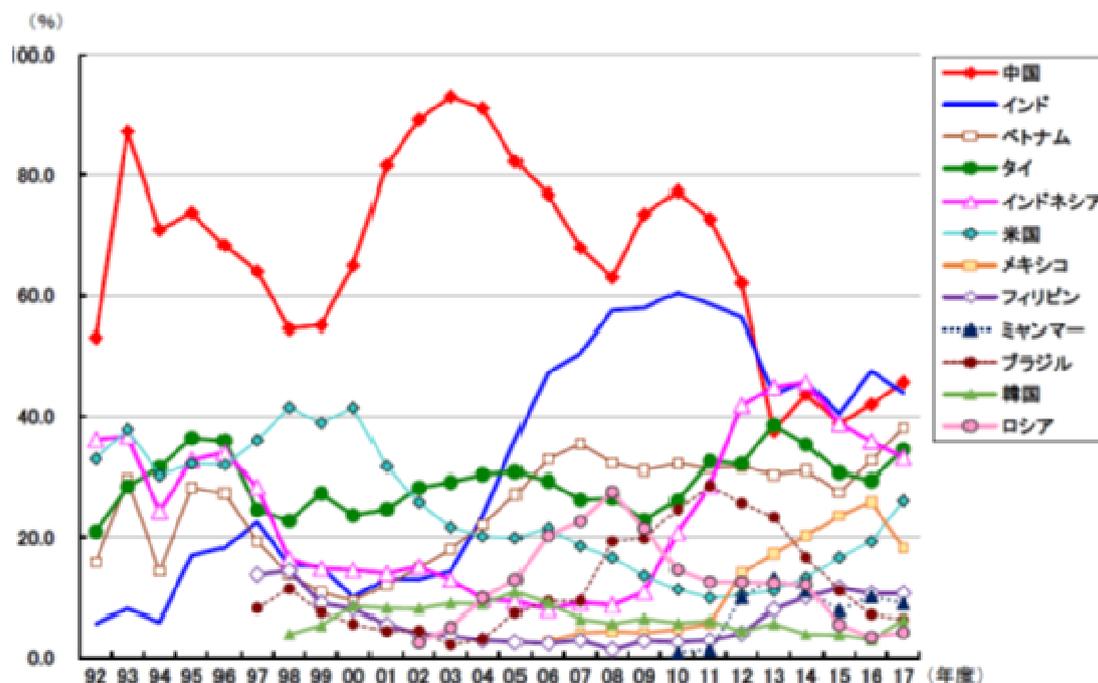
三菱UFJリサーチ&コンサルティング
調査部 主任研究員 細尾忠生

1. 企業の有望投資先、中国が5年ぶりの首位

国際協力銀行 (JBIC) は11月、「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告—2017年度海外直接投資アンケート結果 (第29回)—」を発表した。その中で、今後3年程度の有望投資先ランキングで、中国が5年ぶりに首位になったことが話題となった (図表1)。

中国を有望と回答する企業の割合は、長年にわたり圧倒的に高い比率を示してきたが、近年はやや低下していたところへ、かわってインド、インドネシアを有望とみる企業比率が上昇していたが、中国経済の2016年以降の好調さを背景に、中国がトップの座を奪い返した格好である。

図表1. 日本企業 (製造業) が有望事業先と考える国



(注) 「中期的 (今後3年程度) に有望と考える事業展開先国名」を尋ねたアンケートで各国名を回答した企業割合 (複数回答)。

(出所) 国際協力銀行

2. 実際の中国投資の動向

それでは、日本企業は高い期待に見合っただけの中国向け投資を本当に行っているのだろうか。

財務省が発表する「地域別国際収支状況」をもとに、日本企業が行う海外直接投資を対象国別にランキングしたのが次頁の図表2である。

一見して分かるとおり、日本企業の海外投資は、アメリカ向け投資に偏重している。中国は上位にランキングしながらもやや順位を下げてきているだけではない。それ以上に重要なことは、中国向け投資の金額が、アメリカ向け投資のわずか1/5程度にすぎないことである。

図表 2. 日本の対外直接投資 (国別)

(億円)

	2014		2015		2016		2017	
①	アメリカ	52,521	アメリカ	59,610	アメリカ	57,584	アメリカ	55,932
②	中国	11,506	イギリス	17,036	イギリス	50,173	イギリス	30,001
③	シンガポール	8,694	中国	12,193	オランダ	11,660	オランダ	22,599
④	イギリス	6,956	オランダ	12,059	中国	9,385	中国	10,968
⑤	オランダ	6,702	シンガポール	8,254	香港	5,878	ルクセンブルク	8,899
⑥	タイ	5,919	オーストラリア	7,231	オーストラリア	4,719	香港	7,507
⑦	インドネシア	5,138	香港	6,801	タイ	4,427	ドイツ	7,325
⑧	オーストラリア	4,870	ドイツ	4,749	インド	4,016	タイ	6,527
⑨	香港	4,513	タイ	4,743	インドネシア	3,197	シンガポール	5,922
⑩	ルクセンブルク	4,069	インドネシア	4,002	メキシコ	2,763	インド	2,496
⑪	ドイツ	3,624	ルクセンブルク	3,693	ドイツ	2,560	インドネシア	2,441

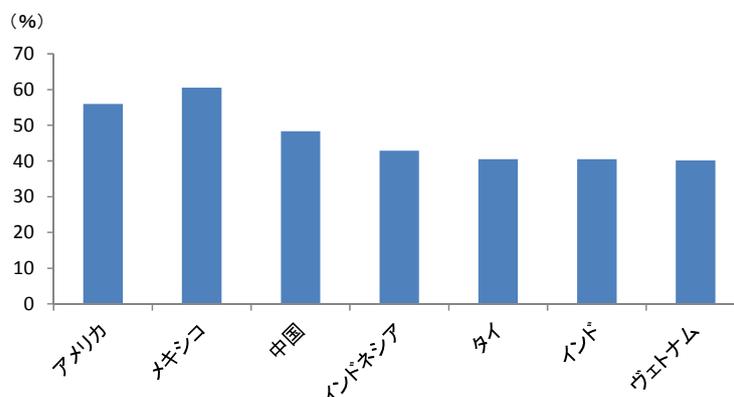
(注) 3年以上の掲載実績のある国を、順位変動を示すためにハイライトした。
 (出所) 財務省「地域別国際収支状況」

もちろん、金額の相違の背景には、投資コストに差異があることや、アメリカをはじめ先進国では大型の M&A 案件が金額を押し上げていることなどの要因もある。JBIC のアンケート調査は製造業企業を対象としたものであるが、財務省のデータは非製造業も含めた全産業ベースの値であることにも注意が必要である。

しかし、アメリカが投資先として選ばれやすい背景には、制度の整備、ノウハウの蓄積などによるビジネスのしやすさ、社内での意思決定のしやすさなどの要因も少なからず作用しているものと思われる。すでに存在するリソースを活用せずグリーンフィールドで中国に投資することの難しさが経営者に意識されている面もあるのではないだろうか。

実際、JBIC のアンケート調査では、有望と回答した国における投資計画の有無も尋ねている。当該国を有望と回答した理由は、単なる漠然とした期待感によるものなのか、それとも、実際の企業行動を伴ったものなのかを確認するための設問である。それによると、アメリカやメキシコが有望と回答した企業は、その 6 割前後が実際にアメリカやメキシコで投資計画を進めているのに対し、中国が有望と回答しながら中国での事業計画を持つ企業は半数にも満たない。

図表 3. 有望と回答した国で事業計画を持つ企業の割合



(注) その国を有望と回答した企業のうち、実際に当該国で事業を計画する企業の割合。
 (出所) 国際協力銀行

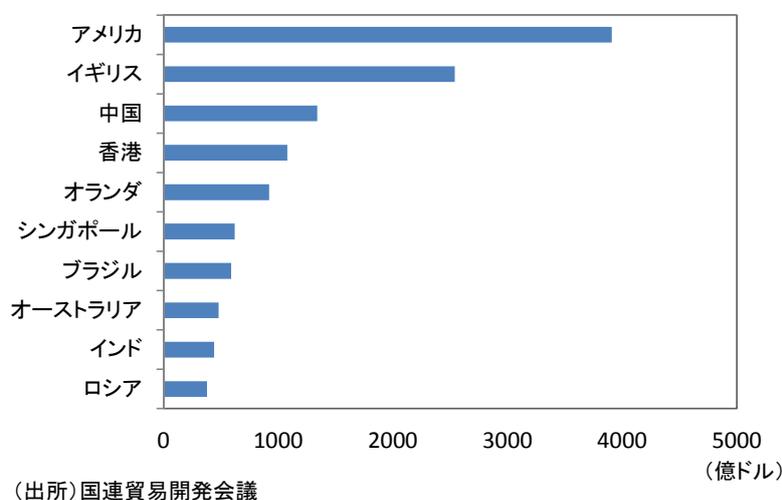
ここで簡単な計算を行うと、中国を有望と回答した企業割合が42%、そのうち実際に事業計画を有するのが48%であることから、有望とみなしかつ事業計画を伴う企業の割合は全体の20%ということになる。一方、アメリカを有望とする企業割合が19%で、実際の事業計画を持つ企業が56%であることから、有望とみなしかつ事業計画を伴う企業割合は11%ということになり、企業数だけを見ると、中国に事業計画を持つ企業は、アメリカに事業計画を持つ企業の2倍近くにのぼることが分かる。それにもかかわらず、実際の投資金額が1/5にとどまることは、中国での投資案件が小ぶりなものにとどまっていることを示唆している

経営者は持たざるリスクを意識してか、中国に何らかの接点を求めようとするものの、ビジネスへのいわば本気度を示す投資金額からは、中国の高い経済成長を取り込み、自社ビジネスの中核拠点にしたいとの経営トップの戦略的な熱意が感じられないのが実情である。

参考までに、世界全体の傾向と比較するために、国連貿易開発会議 (UNCTAD) の「2017年世界投資報告書 (World Investment Report 2017)」をみると、直接投資受入れ実績のランキング上位国の顔ぶれは、日本の投資先上位国と似た傾向があるものの、金額に注目すると、中国向け投資金額はアメリカ向けの1/3にのぼり、世界的な傾向として、企業の海外投資の中心はたしかにアメリカ向け投資だが、日本ほど極端なアメリカ一辺倒ではないことが分かる (図表4)。米中格差の世界平均が1/3であれば、地理的条件が有利な日本は、本来であれば1/2、2/3としたいところだが、現実には1/5にとどまる。中国の経済成長の勢いを踏まえると、物足りなさ、ビジネス機会の喪失、成長の果実の取り込みの後れが目立つ結果となっている。

要約すると、アンケート調査からうかがえる中国への期待の高さと、実際の投資実績のかい離をみると、期待とは裏腹に企業の投資判断に躊躇がみられること、投資を行っても小ぶりなものにとどまっていることの2つのポイントが読み取れる。

図表4. 対内直接投資ランキング



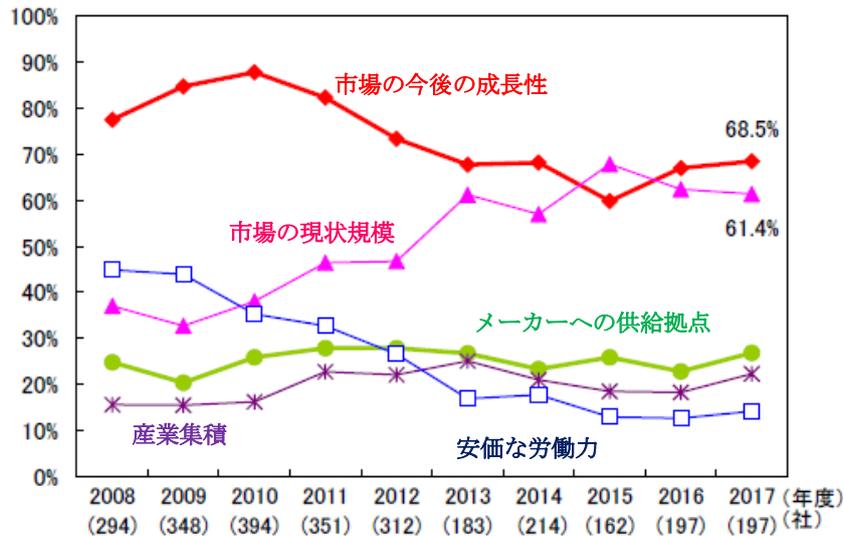
3. 中国ビジネスの課題

アンケート調査からは、いくつかの興味深い傾向もうかがえる。

まず、企業の中国経済の現状認識には多少の混乱がみられる。

中国を有望と回答した企業に、その理由を尋ねた質問への回答をみると、「現地マーケットの今後の『成長性』」との回答が従来から突出して高かったが、近年その割合が低下するとともに、「現地マーケットの『現状規模』」と回答する企業割合が上昇している (次頁図表5)。上述の、中国に対する投資実績の乏しさと併せてみると、中国の成長を楽観していながら、自社マーケットが近年のようにこれほど急成長するとは思っていなかったと読み違えていたようであり、日本の企業経営が、中国の高成長を後追いしてしまっている姿が見え隠れする。

図表 5. 中国が有望と回答した理由 (複数回答)

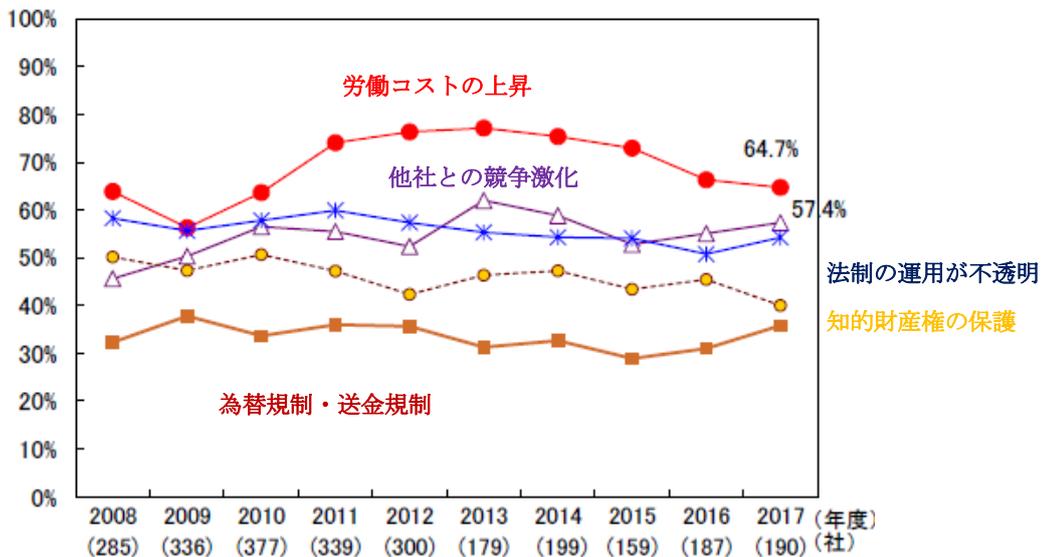


(出所) 国際協力銀行

一方、中国を有望と回答した企業に、課題を尋ねた質問への回答をみると、労働コストの上昇や、競争の激化、法制の不透明さを指摘する企業割合が高い。

なお、この質問とそれへの回答については、中国が有望と回答し、かつ実際の事業計画を有する企業を対象に、ビジネス上の課題と具体的に認識している事柄について問うた側面と、有望と回答したものの、実際の事業計画がないため、課題についても、見聞きした範囲による主観的な思い込みやイメージを回答したものとの両方の回答が混在していることに注意が必要である。

図表 6. 中国を有望とみなす企業が指摘する課題 (複数回答)



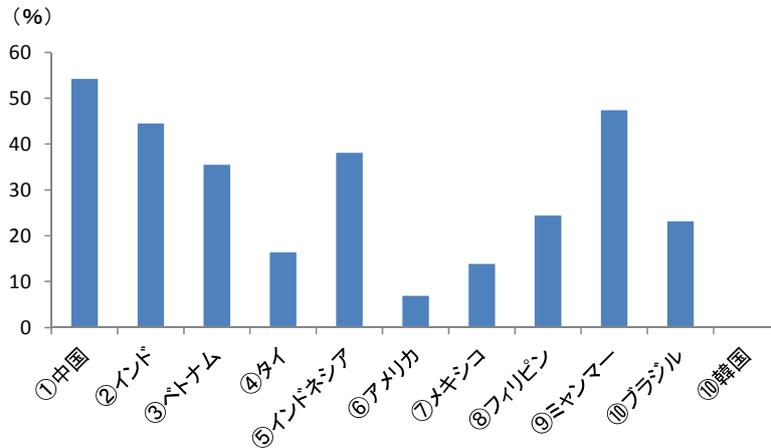
(出所) 国際協力銀行

もっとも、課題の3番目に指摘された法制の運用の不透明さについては、中国ビジネスについて様々な機会に指摘され、現地ビジネス活動に付随する切っても切れない問題であるのは確かであろう。

実際、有望国にあげられた上位10か国(10位がブラジル、韓国同数であるため11か国)について、当該国を有望と回答した企業を対象に、その国の課題を尋ねた質問に対して、「法制の運用が不

透明」と回答した企業割合を比較すると、中国についてこの問題を指摘する企業割合はミャンマーをも上回り他国と比べて突出して高いことが分かる(図表7)。この点は日本企業が中国への投資判断を行う際の大きなネックになっているものとみられる。

図表7. 「法制の運用の不透明さ」を課題にあげた企業割合



(出所)国際協力銀行

4. 特筆すべき中国ビジネスの高い利益率

それでは、中国でビジネスを行うことの最大のメリットは何であろうか。

もちろん、中国の高い経済成長の果実を取り込み、自社の海外ビジネスの中核拠点として育成していくことの意義は大きいであろう。しかし、本稿では、あくまで JBIC の海外直接投資アンケート結果から読み取れる客観的な要素に注目したい。それは、中国ビジネスが、日本本国や他の海外現地法人の事業活動と比較して、利益率が高いというまみのあるビジネスということである。

JBIC のアンケートでは、現地法人が行う事業の収益率が、日本本国での事業の収益率を上回ると回答した企業の割合を国別にランキングしている。それによると、現地法人の事業活動の収益率が日本本国を上回ると回答した企業の割合は、中国では26%と、タイの27%に次いで世界で2番目に高い。また、進出企業数に注目すると、中国での収益率が日本本国での収益率を上回ると回答した企業は、実に126社にのぼり、他の全ての地域を上回っている(図表8)。

海外事業で高収益をあげることが一般に難しいことを考慮すると、アンケートの質問にある「日本より収益率が高い」ということは、日本を含むグローバルでみて、当該国の収益率が最も高い状況にあることを示すケースが多いとみられる。つまり、日本企業の中で、地域別のセグメントで見ると、実は中国ビジネスが最も利益率が高いという企業が数多く存在するとみられる。

成長著しい新興国はもとより、アメリカ(北米)、ヨーロッパ(EU15)といった日本企業が比較的得意とする先進各国における事業と比較しても、(一般にはほとんど指摘されることがないものの)中国ビジネスにおける利益率が非常に高いとの回答が得られていることは注目に値する。

図表8. 日本より収益率が高いと回答された国(2016年度の収益率)

国・地域	日本より「収益率が高い」と回答(①)	進出先地域・国ごとの回答数(②)	割合(①/②)
1. タイ	96	352	27.3%
2. 中国	126	485	26.0%
3. ベトナム	48	186	25.8%
4. 北米	86	374	23.0%
5. EU15	53	247	21.5%

(出所)国際協力銀行

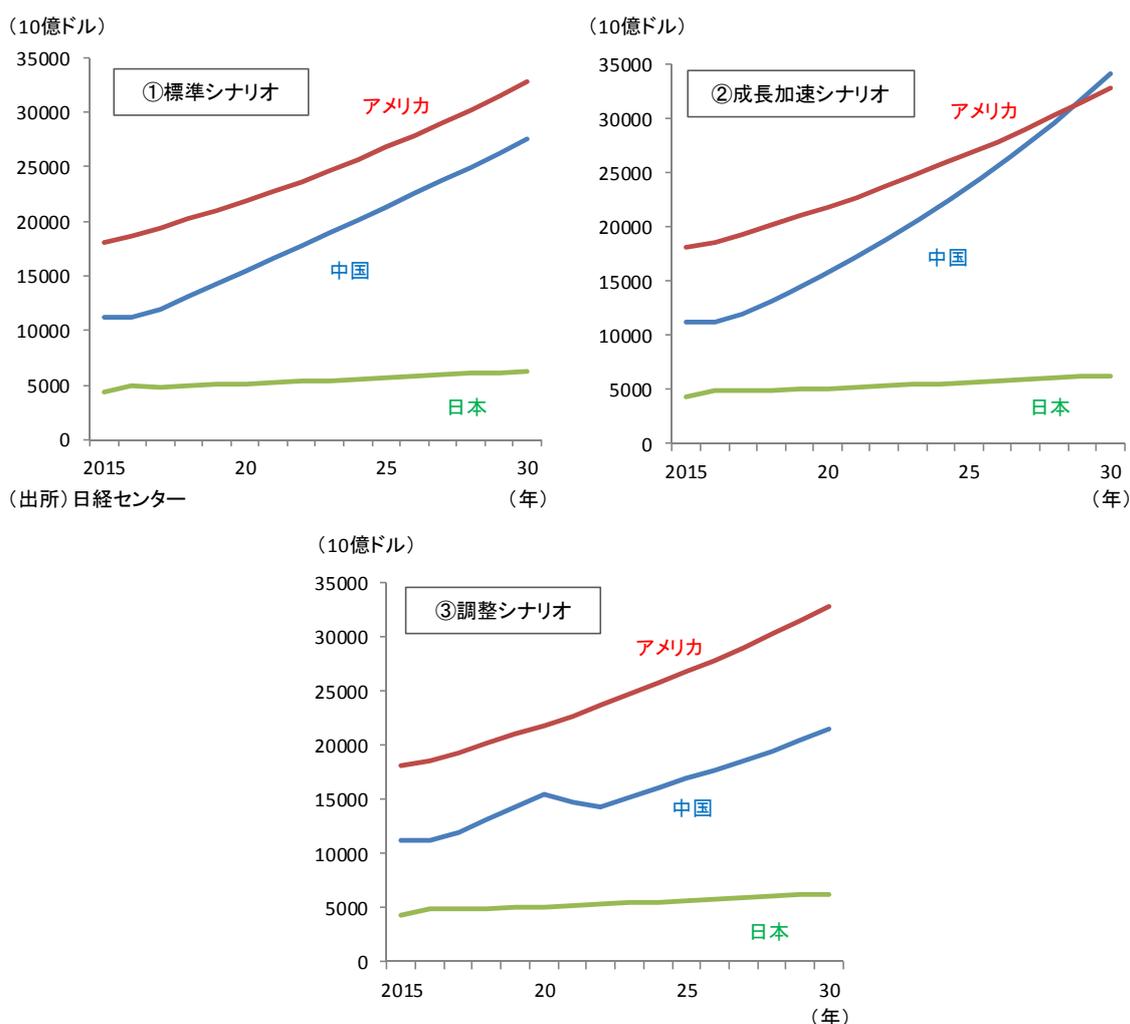
5. 悲観シナリオから見えること ～ 米中逆転の蓋然性は高い

このように、日本企業の中国投資には、経営者の期待の高さとは裏腹に、実際の投資には物足りなさが残る。その背景の一つに、法制の運用の不透明さがあるが、すでに事業を行っている現地法人の利益率は非常に高く、経営者にとっては、何とも悩ましい状況にある。いわば、明暗半ばする中国ビジネスを、長期的な視点で考えるとどのようなことが言えるだろうか。本稿では、投資の期待収益率の基礎になる中国経済の長期見通しを踏まえて議論を整理する。

中国の長期経済予測については、OECD、アジア開発銀行、世界銀行といった国際機関から公表されているが、関連データが未公表であり詳細が不明である。このため、本稿では、客観性を担保でき、関連データが詳細に公表されている公益社団法人・日本経済研究センター（以下、日経センター）が、昨年2017年11月に公表した最新の中国経済の予測値をもとに議論したい。

日経センターの長期予測は、日本経済やアメリカ経済について、専門家の平均的な予測値を示す一方、中国経済については、平均的な見方と比べ、どちらかと言えばやや悲観的なシナリオを「標準シナリオ」に位置付け、2030年時点でも中国は、経済規模でアメリカを下回ると予測されている。同時に、国際機関の予測と同様に、中国の経済成長が続き、2030年頃に米中の経済規模が逆転するケースを「成長加速シナリオ」と、「標準シナリオ」をも下回る極端に悲観的な「調整シナリオ」を併せて提示している（図表9）。

図表9. 中国経済の長期予測（日本経済研究センター）



3つのシナリオには、下記の4つのポイントがある。

第一に、中国への悲観的な見方を「①標準シナリオ」に位置付けていることは、中国に対する偏った見方からくるものではなく、現代経済学の最新の知見に基づいていることによるものである。アメリカの経済学界で主流の経済成長理論によると、各国の成長率格差を生み出すのは、経済の開放度合等の制度的な要因であると説明されている^{1, 2}。

このため、背景に欧米的な価値観が重視されており、脚注1で列挙した①～⑤の要因は、いずれも市場主義的な改革がどの程度実現されているかということを示す指標でもある。学術分析として非常に興味深いものの、金融危機後の欧米経済の停滞と、近年の中国経済の躍進を踏まえると、現実の経済状況とやや齟齬を見せ始めている印象も感じる。

もちろん、緻密で論理的な分析に基づく経済シナリオとして貴重な予測であることは言うまでもないが、シナリオの背景にある考え方を理解しておくことも重要であろう、

第二に、国際機関等の平均的な見通しに近い「②成長加速シナリオ」によれば、2029年に米中の経済規模が逆転し、中国が世界最大の経済大国に躍り出ることが予測されている。

第三に、いずれのシナリオでも、日本にとって重要なことは、中国がどのシナリオを歩んでも、日本と中国の経済成長ペースの格差、結果としての経済規模の格差が一目瞭然なことである。特に「③調整シナリオ」では、2020年代前半に中国の経済規模が大幅に縮小するリーマンショック級の調整が想定されているが、そのような最悪シナリオでも、日中の経済格差がどんどん開いていくと想定されていることは、多くの日本人が心に留めておく必要があるように思われる。中国は悲観的なシナリオであっても、この程度の成長が見込まれているという事実、目を向けるべきであろう。

第四に、長期予測につきものの問題として、国同士の経済規模はドル建てで比較されるため、中国経済の2030年までの成長ペースを占うことと同じくらい、為替相場の予測も重要である。たとえば、図表9を一見すると、日米中の経済パフォーマンスを描いているように見えてしまうが、日米中それぞれの軌跡の半分程度は、実は、為替相場の予測次第というのが本当のところである。

実際、日経センターの予測は、3つのシナリオとも人民元安を見込んでおり、「①標準シナリオ」、「②成長加速シナリオ」、「③調整シナリオ」それぞれで、人民元相場は22%、14%、33%下落すると予測されている。分かりやすくドル円相場に置き換えて1ドル=110円を基準に考えると、それぞれ、132円、125円、146円まで円が下落することに相当する。金融の実務家の方々にとり、このような人民元安トレンドが2030年にわたり継続することは、可能性はないとは言えないまでも、少なくともメインシナリオ（もっとも起りそうなシナリオ）として考えにくいのではないだろうか。

試みとして手元で簡単な計算を行い、人民元相場を2015年のレートで固定すると、実は、悲観的にみえる「①標準シナリオ」のケースでさえ、米中の経済規模が2030年に逆転することが分かる。つまり、「①標準シナリオ」として、中国経済の弱い成長ペースを前提に考えても、人民元相場が下落しない限り、米中の経済規模は2030年に逆転することになるのが実相のようである。

¹ 具体的には、①政治制度の安定度（政治腐敗の少なさなど）、②市場の開放度（貿易・金融・投資の規制の少なさ）、③ジェンダーギャップ、④起業のしやすさ、⑤労働市場の自由度であり、これらの基準については、欧米の国際機関やシンクタンクから様々なインデックスが公表されている。

² 日経センターの予測のもとにあるのは、センター設立50周年記念研究として2014年に発表された「2050年への構想：グローバル長期予測と日本の3つの未来」である。筆者は当時内閣府に出向しわが国の2060年までの長期予測の策定に携わり、議論のための審議会の運営を通じ、座長の岩田一政・日経センター理事長から手ほどきを受ける機会があった。その際、日経センターの予測作業責任者から様々なご教示を頂戴したが、議論を通じて、経済成長を規定する要因として制度的な要因が重要であること、日経センターの予測は制度的な要因を重視した結果であり、決して中国経済に対して偏った見方を持っているわけではないこと、何より、制度的要因が重要であるからこそ、わが国経済の将来は、上記①～⑤に関する制度改革の実現にかかっていることを教わった。

6. 日本にとっての中国ビジネス

実際の中国ビジネスには多くの困難が伴うことは言うまでもない。本稿でもみたとおり、法制の運用の不透明さを懸念する声は依然として大きい。日本貿易振興会（ジェトロ）が中国に進出した日系企業を対象に行ったアンケート調査によれば、1980年代から中国に進出した企業で黒字割合が高い反面、2010年代に進出した企業の黒字割合は低いとの調査結果が示されている³。このように、中国投資を拡大させても、実を結ぶまでに相当の我慢を強いられるケースも多いようである。この観点から、本稿も中国投資を無責任に促すことは本意ではない。

もっとも、リスク管理の姿勢を強めるあまり、目先の困難に気をとられ、長期予測が示している大きな流れを見落としてしまっているきらいもあるのではないだろうか。たとえ厳しい困難が待ち受けていても、前に進む覚悟が求められているのが、長期予測が示している実情ではないかとも感じる。

上述のとおり、中国ビジネスの利益率が非常に大きいことから分かりますとおり、すでに成果を手にした企業が一定数存在することも確かなようであり、中国に事業の根を張ることができるかどうかは、日本国内での競争の生き残りにとっても、必要不可欠なピースになりつつあることは間違いないようである。

(執筆者連絡先)

三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部

細尾 忠生

E-mail : hosoo@murc.jp ホームページ : <http://www.murc.jp>

³ 日本貿易振興会「2016年度 アジア・オセアニア進出日系企業実態調査 -中国編-」



パンダ債の意義・今後の見通しについて

三菱東京UFJ銀行(中国)

環球金融市場部

企画開発 Gr 宮澤和樹

昨年末、上野動物園でのジャイアントパンダの赤ちゃん「シャンシャン」の公開は、師走の日本に笑みをもたらしたニュースであった。時を同じくして、金融関係者や財務担当者の注目を浴びたのは、本邦初の「パンダ債」発行のニュースだ。2005年に初めて発行されたパンダ債は、これまで国際機関や公的機関等の一部の限定的な発行体のみ資金調達手段として活用されてきた。今般、本邦発行体によるパンダ債が初めて発行されたことで、今後中国に進出中の日系企業が資金調達を検討する際、パンダ債発行も有力な選択肢となろう。

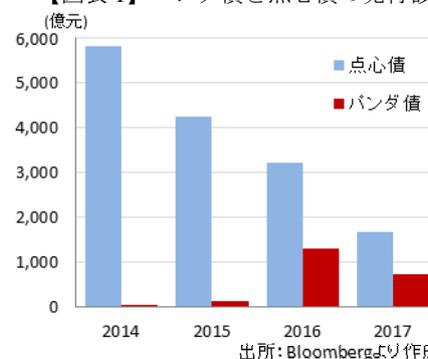
本レポートでは、パンダ債の概要について整理した上で、発行体・投資家にとっての意義について考察したい。

1. パンダ債の概要

パンダ債とは、非居住者が中国国内において発行する人民元建て債券の通称である。非居住者が発行をする債券には、発行する国にちなんだ名前がつけられる例が多くあり、サムライ債、カンガルー債、キムチ債等、名前を聞けば発行地がすぐにわかるような愛称が多い。パンダ債は比較的新しい金融商品であり、初めて世に出たのが2005年、国際金融公社(IFC)とアジア開発銀行(ADB)によって発行されたのが始まりである。以来、国際機関や公的機関のみならず、金融機関や事業会社が発行実績を積み重ね、2017年末までの累計で、パンダ債の発行は119回/約2,200億元に達している。

この発行規模は、香港で発行される人民元建て債券である「点心債」が累計2.4兆元以上発行された実績と比較すると、未だ試験段階にあると言えるだろう。然しながら、図表1に示す通り、直近2年間を見ると、急激に年間発行規模の差が縮小しており、パンダ債発行を選択する比率は高まっている状況だ。

【図表1】パンダ債と点心債の発行額



【図表2】人民元債区分

オンショア人民元	オフショア人民元
オンショア人民元債 発行市場: 中国銀行間債券市場 発行者: 居住者(中国現地法人) 市場規模: 654,607億元(2017年末時点)	オフショア人民元債 発行市場: 中国本土外(発行地により、点心債、フジヤマ債、宝島債等の呼称あり) 発行者: 非居住者(中国外の法人、親会社等) 市場規模: 5,193億元(点心債のみ、2017年末時点)
パンダ債 発行市場: 中国銀行間債券市場 発行者: 非居住者(中国外の法人、親会社等) 市場規模: 1,960億元(2017年末時点)	

MUFG: Bank(China)作成

下表は、2017年未までに発行されたパンダ債発行体の一覧表である。パンダ債は、過去51の機関が発行しているが、国際機関や中央銀行、金融機関を除くと、これまでのところ、事業法人発行の大部分が、中資系企業の系列法人（所謂“レッドチップ”発行体）によるものであることがわかる。

【図表3】パンダ債起債発行体

発行者	法人登録	回数	発行者	法人登録	回数
ダイムラー	ドイツ	13	香港上海銀行	香港	1
宝龍地産控股	ケイマン諸島	6	スタンダードチャータード銀行	香港	1
中国光大	香港	6	大韓民国	韓国	1
碧桂園控股	ケイマン諸島	5	中国匯源果汁集団	ケイマン諸島	1
世茂地産控股	ケイマン諸島	5	創興銀行	香港	1
合景泰富地産控股	ケイマン諸島	5	合生創展集団	バミューダ	1
中国燃気控股	バミューダ	4	新開發銀行	国際機関	1
越秀交通基建	バミューダ	4	ポーランド共和国	ポーランド	1
華潤置地	ケイマン諸島	4	Veolia Environnement SA	フランス	1
北控水務集団	バミューダ	4	恒安国際集団	ケイマン諸島	1
雅居樂地産控股	ケイマン諸島	4	禹洲地産	ケイマン諸島	1
GDH Ltd	香港	3	九龍倉集団控股	香港	1
招商局国際	香港	3	中国電力国際発展	香港	1
プリティッシュコロンビア州	カナダ	3	カナダナショナル銀行	カナダ	1
Iowa China Offshore Holdings Hong Kong	香港	3	中国建設銀行(香港)	香港	1
国際金融公社(IFC)	国際機関	2	中国華融国際控股	香港	1
アジア開発銀行	国際機関	2	Wing Lung Bank Ltd	香港	1
中国銀行(香港)	香港	2	神州租車	ケイマン諸島	1
HNA Group International Co Ltd	香港	2	中信銀行国際	香港	1
中芯国際集成電路製造	ケイマン諸島	2	Bank of China Group Investment Ltd	香港	1
華潤水泥控股	ケイマン諸島	2	メイ銀行	マレーシア	1
中国中薬	香港	2	中国光大水務	バミューダ	1
United Co RUSAL PLC	ジャージー島	2	ハンガリー共和国	ハンガリー	1
遠洋集団控股	香港	2	大悦城地産	バミューダ	1
中国金茂控股集团	香港	2	創維数碼	バミューダ	1
龍湖地産	ケイマン諸島	2			

出所：Bloomberg より作成

2. 発行体にとってのパンダ債

発行体にとってのパンダ債活用の意義は、資金調達手段の多様化だ。中国当局は、金融市場/人民元市場の自由化を漸次進めているものの、未だに多くの規制が存在する。また、金融当局による窓口指導も多く存在しており、経済状況や外部環境に応じ、従来活用できた調達手法に制約が課せられることは珍しくない。そのため、中国国内で事業を展開する法人にとって、多様な資金調達手段を確保することは、極めて重要と言える。

中国進出の企業が人民元を調達する際、大きく分けて、中国現地法人が自身で手当てする場合と、親会社が手当てした資金を借り入れる場合が存在する。前者の場合、銀行借入と債券発行にさらに手法が大別される。銀行借入は、当局からの各種当局規制や窓口指導により影響を受けやすく、一方、債券発行は、親会社対比劣後する格付けが付与され、且つ中国現地法人自身で、法定開示に耐えられる社内の会計、監査、財務管理体制を整える必要があり、その分発行コストが高くなり、現地サイドの事務負担も相応に高くなる可能性に留意する必要がある。後者の場合には、オフショアからの資金調達が外債枠¹の範囲内に限られること、オフショア金利（CNH）ベースのファンディングコストになることが、前提条件となる。

これら既存の資金調達手段には其々に注意点が異なるが、パンダ債発行は新たな資金調達手段として魅力的だ。親会社がパンダ債を発行し、発行代り金を中国現地法人が借入する場合、債券発行

¹ 中国では、国外からの資本流入を制限する目的から、企業・銀行が国外から資金借入を出来る金額に上限が付されており、同上限を外債枠と称する

に際して中国当局の個別認可が必要ではあるものの、事業債発行時の外債枠優遇²の適用、親会社格付発行によるクレジットプレミアムの抑制、成長を続ける中国債券市場における新たな有望投資家層の開拓/発掘等、他の調達手段と比較して優位性は大きい。今後、中国現地法人が安定的な事業運営を継続していく上では、資金調達の検討時に、親会社によるパンダ債の発行も、一つの有力な選択枝となっていこう。

【図表4】中国進出企業の主な人民元調達方法

調達者	調達方法	制約事項・留意点
子会社	1. 人民元建銀行借入	(銀行に対する) 当局総量規制、1社/Gr 当たり大口融資制限
	2. 外貨建銀行借入⇒元転	元転時の返済原資確認原則
	3. 国内人民元債券発行	当局発行認可取得、親会社比格付け劣後
	4. 点心債発行	当局発行認可取得 (個別外債承認含む)、親会社比低格付け劣後、オフショア金利適用
親会社	5. 人民元建親子ローン	(現地法人) 外債枠費消、オフショア金利適用
	6. オフショア市場人民元債券発行⇒中国回金	(現地法人) 外債枠費消、オフショア金利適用
	7. パンダ債発行	当局発行認可取得、※事業法人発行の場合、新方式外債枠費消なし

MUFG: Bank(China)作成

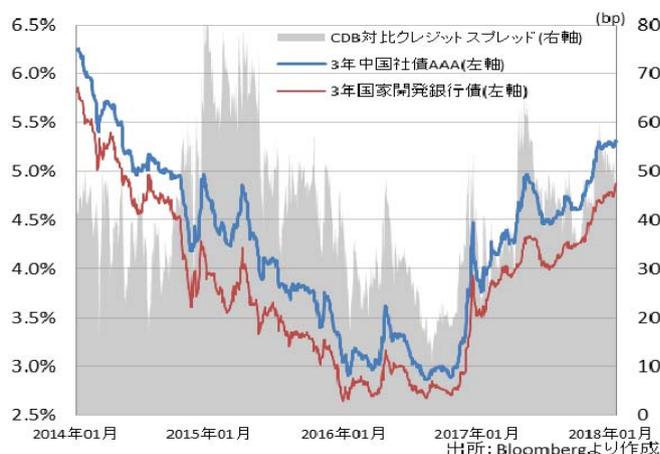
なお、規制面や格付け面での優位性の観点からパンダ債発行を志向する場合でも、発行コストの比較は重要だ。図表5は、SHIBOR (上海銀行間取引金利、CNY金利) と HIBOR (香港銀行間取引金利、CNH金利) の3か月物の推移と差を示したチャートである。チャートに示されるように、2014年以降 CNH金利は CNY金利に比べ低い時期が続いていたが、2015年8月の急激な人民元安進捗と共に、金利水準は逆転した。オフショア人民元資金市場の流動性はオンショアほど潤沢ではない中、市場混乱時には CNH金利は上昇し易く、ボラタイルになりやすい。CNH金利が2011年以降創出されて以降、CNY金利との関係性では周期を伴って高低の逆転が続いている。債券発行をする際には、ベース金利の動向は一つの判断基準となろう。

また、クレジットスプレッドの水準や動きにも、注意が必要だ。通常、社債の発行コストは、「国債利回り+クレジットスプレッド」で表現されるが、中国においては、流動性が最も高い CDB債 (国家開発銀行債) を国債の代わりにベンチマークとすることが多い。図表6は、3年 CDB債と、3年中国 AAA社債の利回りを比較したものである。過去4年の推移を見ると、AAA社債の利回りは、CDB債+10bp強から+80bp強と幅広く、直近では+50bp前後で推移している。

【図表5】香港と上海の銀行間取引金利比較



【図表6】3年中国クレジット債とCDB債利回り比較



² 中国人民銀行通知(〔2017〕9号)にて、親会社が発行したパンダ債資金代わり金調達は外債枠対象外と規定

【図表7】ダイムラーによるパンダ債発行歴

発行日	期間	私募/公募	クーポン(%)	CDB債(%,同期間)	プレミアム(bp)
2014-3-17	1年	私募	5.20	4.6085	59
2014-11-6	1年	私募	4.60	3.5875	101
2015-4-10	1年	私募	4.80	3.7045	110
2015-11-24	1年	私募	3.60	2.8019	80
2015-11-24	2年	私募	3.90	3.1531	75
2016-6-17	1年	私募	3.48	2.6549	83
2016-11-9	3年	私募	3.35	2.7620	59
2016-11-9	1年	私募	3.16	2.3800	78
2017-3-15	1年	私募	4.60	3.4063	119
2017-5-18	1年	私募	5.18	4.1636	102
2017-5-18	3年	私募	5.30	4.3197	98
2017-8-24	3年	私募	5.12	4.2126	91
2017-11-17	3年	私募	5.45	4.5904	86

出所：Bloombergより作成

上記図表7は、過去パンダ債発行回数の最も多いダイムラーの発行内容であるが、CDB債と比較したクレジットプレミアムは59bpから119bpである。今後、パンダ債を含めクレジット債市場が拡大する中ではプレミアム水準は縮小する可能性はあるものの、一般事業法人として、私募形態で初めてパンダ債を発行した同社の水準は、一つの参考になる指標と言えよう。

3. 投資家にとってのパンダ債

次に、投資家にとっての観点から、パンダ債の意義を考察する。

まず、中国国内の投資家の立場でのメリットとして、グローバル企業への投資機会が拡大することが挙げられる。基本的に、中国国内の投資家は、自由に国外の債券や株式等に投資が出来ない。QDII（適格国内機関投資家）制度に則り、CSRC（中国证券監督委員会）による適格認定がある国内投資家のみが外国企業に直接投資できる形だ。パンダ債市場が拡大すれば、これら規制により投資機会が制限されていた投資家にとって、グローバル企業への分散投資が実現しやすくなる。さらに、パンダ債投資は、国内投資家にとって為替リスクを伴わないことから、安定志向の運用者にとっては魅力がある。

中国国外の投資家にとっては、高利回り債券への投資機会の拡大がメリットだ。世界的な低金利環境が続く中、パンダ債やその他人民元債の利回りは十分に魅力的である。中国企業のクレジット債投資を躊躇する投資家にとっても、自国や多国籍企業の債券であれば、信用格付けも高く投資判断がしやすいだろう。

図表8は、投資期間に応じた円を人民元転した際のコストと、CDB債を購入した際の期待リター

【図表8】3年CDB債と人民元転コスト比較



出所：Bloombergより作成

ンを示したものだ。足下では円資金を用い人民元を調達するコストを CDB 債の利回りが上回っており投資妙味があると言える。さらに、事業法人が発行するパンダ債に投資した場合、クレジットスプレッドの目線である CDB 債+50~100bp が上乘せされる形となり、十分な期待リターンが見込めよう。

2017年夏から始まった「債券通」によって、国外投資家による中国本土の債券市場アクセスは容易となり、投資規模は拡大中だ。また、中国債券のグローバル債券インデックス (MSCI) 入りを睨んで、パッシブファンド運用を行う大手機関投資家中心に、中国債券への本格進出検討が進む中、エントリー商品として日系パンダ債への投資は、収益性/親和性の観点からも、十分に魅力的なものであり、今後、本邦投資家にとっても、パンダ債への投資は、運用対象商品の一つとして、現実的な選択枝の一つとなってくる可能性があるだろう。

4. 中国政府にとってのパンダ債

中国政府にとって、パンダ債発行市場が拡大することのメリットは、主に2つあると考える。

第一に、中国資本市場の成熟度を内外にアピールすることが出来ることである。国際市場の中でのプレゼンス向上を目指す中国にとって、海外企業による自国市場での債券発行は、大いにアピールできる材料だ。2015年以降、中国当局は、中央銀行や海外投資家の中国債券市場への投資や為替取引の基準を緩和し、人民元の SDR 債入りを実現させた。目先、為替市場や資金流出の安定を優先させ人民元国際化への推進ピッチは減速気味ではあったが、パンダ債市場の拡大は自国資本市場の厚みの向上に資することから、積極的に推進されたと見られる。

第二に、パンダ債の発行増大は、発行体から中国現地法人への回金や海外投資家による投資を伴うことで、結果的に国際収支の改善に資する点だ。2015年夏の実質的な人民元切下げ以降、急激な人民元安と資本流出を伴った国際収支の悪化が進行、それに対し当局が様々な対策を講じながら資本流出を止めたことは周知の通り。足下では小康状態を保っているものの、力を付けた中国企業による海外企業への M&A 投資が増加する中、潜在的な国際収支悪化リスクを抱えていると言われる。斯かる状況下、国外からの資本流入を伴うパンダ債の発行は、当局にとって歓迎すべき施策と位置付けられよう。

5. 終わりに

本年1月16日、三菱東京UFJ銀行は、本邦企業初となるパンダ債発行を成功させた。発行に際しては、両国金融当局が協力をしながら、会計や監査の対応方針などの整理が進んだ。長きに亘る交渉の結果、①日中監査情報交換の覚書の日中相互調印により、日本の監査法人による法定監査が中国市場において、事実上認められたこと、②日本の発行体の大半を占める IFRS 非準拠の日本会計基準について、会計基準差異に関する補足開示資料の作成を前提として私募を条件に基準が緩和されるなど、其々に合意に至り、今般発行が実現したものである。

中国は、持続的な経済成長を目指し、従来の投資や外需主導の経済成長から、消費主導型の経済成長へと転換中だ。所得水準の向上が続く中、足下の経済成長のペースは、目標を上回るピッチで進む。足下、中国におけるビジネスチャンスは、再び広がっていると言えるのではないかと。

今後、中国事業を拡大する企業が人民元資金を調達する際には、本邦親会社によるパンダ債の発行も有力な調達手段となろう。その際、今般のパンダ債発行が先行事例となり、円滑な発行が実現できることを期待したい。

以上

(連絡先) 三菱東京UFJ銀行(中国) 環球金融市場部

E-mail: Kazuki_Miyazawa@cn.mufg.jp TEL: +86-(21)-6888-1666 (内線) 2963



スペシャリストの目

外国企業の中国源泉所得税徴収問題に関する新公告の公布

KPMG 中国
税務パートナー
華南地区日系企業サービス
陳蔚 (Chen Vivian)

中国の現行法令によると、外国企業が中国企業から受け取る中国源泉の所得（利息、配当等権益性収益及び利息、賃料、ロイヤリティー、または持分譲渡所得等を含む）に対して、海外送金側である中国企業は源泉所得税を源泉徴収することが義務付けられている。クロスボーダー取引に関わる関連税金の処理は中国税収流出の恐れがあるため、中国税務局の注目が集まり、当局の徴収管理の重点分野となっている。

2017年10月に、国家税務総局は「非居住者企業所得税源泉徴収関連問題に関する公告」（国家税務総局2017年第37号、以下[37号公告]）及びその解説を公布し、2017年12月1日より正式に実行された。37号公告は外資企業に係る企業所得税源泉徴収問題を改めて整理した上、源泉徴収管理においてより詳しい指導原則及び実務ガイダンスを提供し、過去一連の規定を更新した。全体的に見れば、37号公告は外国企業及び中国企業両方が履行すべき納税義務負担を軽減させることができ、企業に有利である。

なお、37号公告の主な変更点は下記通り解説する。

1. 主要内容

主な変更点	旧規定*	37号公告における新规定	留意点
租税徴収手続の簡素化により、源泉徴収義務者のコンプライアンス負担の軽減	1) 源泉徴収義務者（支払側）は外国企業と契約を締結して、締結日から30日以内に契約届出手続を要する。 2) 分割払いの場合、最終支払日前の15日以内に税金清算手続きが求められている。	1) 契約届出手続を取り消し 、源泉徴収義務者が、源泉徴収に関わる帳簿及び契約書等の資料を社内で保管し事後審査に備えることに変更した。 2) 分割払いの場合、源泉徴収義務者による 税款清算手続の要求が取り消された 。	特定の場合において契約届出手続が依然として要求される。詳細は2. KPMGの所見及び追加説明の1)の部分をご参照。
持分譲渡の外貨換算ルールの改正	持分譲渡所得の計算時に、当初投資時の貨幣で持分譲渡価格及び持分原価を計算することを要求されている。これにより複雑な為替レート換算が生じる。	外貨建ての持分譲渡価格及び持分原価に対して、一律で 人民元に換算し、所得額を計算することになった 。これにより、外貨換算が簡素化された。	
源泉徴収義務発生日の繰り延べ	1) 配当金の源泉徴収義務は利益配当決定日の当日に発生する。 もし実際支払日が決定日より早い場合、支払日に納税義務が発生する。	1) 配当について、源泉徴収義務の発生日を 実際支払日 に変更した。 2) 同一の資産譲渡所得を分割払いで取得する場合、分割で取得した所得はまず持分原価の回収とみなされ、 すべての持分原価が回収されてから源泉徴収義務が発生する 。	源泉徴収義務発生日の繰延に該当できる分割で所得取得の場合に対して、明確な規定はない。

外国企業の自主申告期限の緩和	源泉徴収義務者は法律に依拠して源泉徴収義務を履行しなかった、或いはできなかった場合、外国企業は源泉徴収義務者の支払日或いは支払期限から7日以内に、税金の自主申告を行うべきである。	源泉徴収義務が履行されなかった場合、 外国企業による源泉徴収義務者の支払日或いは支払期限から7日以内の自主申告の規定が取り消された。 外国企業は所轄税務機関が命じる期限内に納税し、又は税務機関が命じる前に自主的に納税申告を行ったいずれの場合も、期限内に納税義務を果たすとみなされる。	自主申告期限が緩和された後、納税者及び源泉徴収義務者が留意すべきその他コンプライアンス要求について、 2. KPMG の所見及び追加説明の2) の部分をご参照。
複数の所得発生地の場合の納税方法の追加規定	外国企業は中国で自主申告納税し、かつ複数の所得発生地が存在し複数の所轄税務機関が関与する場合、一か所を選定して納税申告できる。	外国企業は 同一の中国源泉所得 に対して中国で自主申告納税し、かつ複数の所得発生地が存在し複数の所轄税務機関が関与する場合、一か所を選定して納税申告することができる。	「同一所得」の性質及び判断基準について、明確に規定されていない。

*注：旧規定は国税発【2009】3号、国税函【2009】698号及び国家税務総局公告2011年第24号公告等を含む。

2. KPMG の所見及び追加説明

1) 契約届出手続きが必要となる特定の場合

国家税務総局第19号(2009)によると、外国企業によるプロジェクト請負や役務の提供については、国内企業及び外国企業が契約締結日から30日以内に税務機関に届出手続を行う義務があり、37号公告の公布後にも変更がない。したがって、37号公告に規定された中国源泉の受動的所得以外に、役務提供などの主動的所得に関しては、関連契約締結後の届出手続きを行うべきことに留意する必要がある。

加えて、5万米ドルを超える海外送金の前に税務局への届出義務も変わっていない。税務機関は源泉徴収義務者の源泉納付申告書類、海外送金に関する移転価格関連報告書類・外貨管理局との情報共有等を通じてクロスボーダー取引の納税情報を収集しているため、37号公告の公布後に源泉徴収者と納税者の一部の納税負担が低減されたものの、税務機関の徴収管理体制を強化しつつある。

2) 自主申告期限が緩和された後、納税者及び源泉徴収義務者へのコンプライアンス要求

37号公告により、源泉徴収義務者が法に則って源泉徴収義務を履行せずに、納税者である外国企業は所轄税務機関が命じる期限内に納税申告を行った場合、期限内に納税を完了したとみなされると規定している。これをもって、外国企業は期限内に納税義務を果たしている以上、原則上延滞金と罰金を課されるべきではないと読み取れる。ただし、実務上において納税者に対する延滞金の免除を確かに受けられるか否かは不明であり、国家税務総局の更なる解説、または各地税務局の実務処理を確認する必要がある。

一方、たとえ納税者に対する罰則が免除されるとしても、源泉徴収義務者については、現行の税収徴収管理弁法の規定に基づき、源泉徴収義務を履行していない行為に対して、過少納付税金の50%～3倍に相当する罰金を課することができる。よって、源泉徴収義務者は依然として関連の罰則を受けるリスクがある。

そのほか、中国で課税対象となる中国外で行われる間接譲渡取引に対して、7号公告(国家税

務総局公告 2015 年第 7 号) によれば期限通りに納税しなかった場合、追納税金以外に利息も課される。

上述のように、中国現存の税務法規及び公告において、延滞金及び利息の処理、源泉徴収者及び納税者に対し納税義務と関連罰則を判定するにあたって、法令上協調性がなく、矛盾が生じたため、納税処理に不確定性をもたらしている。

3) 支払者が外国企業の場合に源泉徴収義務の判断

37 号公告に基づく上述の内容は国内企業が源泉徴収義務がある場合に限る検討であるが、実務上支払側が外国企業である状況（例えば、二つの外国企業の間で中国子会社の持分を譲渡する取引）も存在している。

この場合、海外支払者（持分譲渡の場合、譲受側の外国企業）が同じく源泉徴収義務があるかについては、37 号公告では明確されていなく、この問題も従来から争議が続いている。現行の企業所得税法に基づき「支払者が源泉徴収義務者とされる」という表現からみて、厳密に言えば海外支払者を除外していないと理解している。実務上において、税務機関は海外支払者に対して源泉徴収義務者と指定し、源泉納税を命じる可能性がある。

37 号公告の公布に伴い、過去の実務共通の幾つかの課題を明確化し、国内外の納税者に積極的な影響をもたらしているものの、新規定には依然として不明点があり、新しい問題が生じる恐れがある。中国内外の納税者は自社の税務コンプライアンス向上を目指し、新規定公布後の政策内容、各地の実務動向を把握し、適時に関連の税務処理を見直し、積極的に対応することを提案する。

(監修者連絡先)

KPMG 中国

華南地区日系企業サービス

税務パートナー

陳蔚 (Vivian Chen)

中国深圳市羅湖区深南東路 5001 号 華潤大廈 9F

Tel : +86-755-2547-1198

E-mail : vivian.w.chen@kpmg.com



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	北京市朝陽区東三環北路5号 北京發展大廈2階	86-10-6590-8888
天 津 支 店	天津市南京路75号 天津国際大廈21階	86-22-2311-0088
大 連 支 店	大連市西崗区中山路147号 森茂大廈11階	86-411-8360-6000
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	上海市浦東新区陸家嘴環路1233号 匯亜大廈20階	86-21-6888-1666
深 圳 支 店	深圳市福田区中心4路1号 嘉里建設広場 第一座9階・10階	86-755-8256-0808
広 州 支 店	広州市珠江新城華夏路8号 合景国際金融広場24階	86-20-8550-6688
成 都 支 店	成都市錦江区順城大街8号 中環広場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 広融大廈15、16階	86-512-3333-3030
福 州 支 店	福建省福州市台江区江濱中大道363号 華班大廈5階01、02、03、10、11、12号	86-591-3810-3777
杭 州 支 店	浙江省杭州市下城区延安路385号 杭州嘉里中心2幢10階1002、1003、1004号	86-571-8792-8080

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 高 雄 出 張 所	台湾台北市民生東路3段109号 聯邦企業大樓9階 台湾高雄市前鎮区成功二路88号4階	886-2-2514-0598 886-7-332-1881

【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 国際情報営業部

- ・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。