

BTMU

CHINA WEEKLY

上海レポート：国家外貨投資公司、米大手投資ファンドのブラックストーンへ資本参加

米プライベートエクイティ最大手、ブラックストーン・グループは5月20日、近く設立する中国政府の外貨準備を運用する新機関、「国家外貨投資公司」が30億米ドルで議決権のない同社株を取得することで合意したと発表。中国側の出資比率は10%未満で、ブラックストーン株を4年間保有する契約となっている。また、「中国国家外貨投資公司」はまだ正式に設立していないため、今回の投資は中国政府が直轄する「中央匯金公司」傘下の「中国建銀投資公司」を通じて行う。

1.2 兆米ドル以上の外貨準備を抱える中国であるが、その運用は米国債に集中し、今後は外貨運用の多様化と収益性アップを目指していることは周知のとおりだが、なぜ「国家外貨投資公司」が正式に設立される前に、このタイミングで、しかも、プライベートエクイティファンドのブラックストーンなのかという点について、世界の関心が集まっている。

ブラックストーンは世界最大級の投資会社であり、1985年にシュワルツマン最高経営責任者（CEO）とピーター・ソン元米商務長官らによって設立され、営業内容は、プライベートエクイティファンドから不動産ファンド、M&Aコンサルティングまで多岐に渡る。今年5月1日時点で、ブラックストーンの資産運用残高は約800億米ドルに達し、2001年の141億米ドルから大きく増加を続け、資産平均年間増加率41.1%、投資収益率25%を誇っている。

中国政府にとって初めての海外民間投資会社への投資対象が、これまで中国であまり知られていなかった、ブラックストーンとなった要因としては以下のものをあげることができる。

① 専門集団としての手腕

今回の投資を行った「中国建銀投資公司」の汪建熙総裁によれば、ブラックストーンはプライベートエクイティ業界におけるトップクラスの実績があり、将来における収益の増加及び株価の上昇に期待できるという。中国政府は単に資金をブラックストーンのファンドに運用を委託することだけでなく、ブラックストーンのファンド管理会社への資本参加という方法をとっており、ブラックストーンの将来の業績に期待したものと考えられる。

② 外国の投資資金の運用経験

ブラックストーンが他の国の政府系投資資金についての運用実績があったことも、中国政府がブラックストーンを選んだ重要なポイントとなっている、とブラックストーンのシュワルツマン CEO は『21世紀経済報道』のインタビューで述べている。政府系投資会社の資金をブラックストーンが運用したことがある国としては、シンガポール（シンガポール政府投資公社、GIC）とアラブ首長国連邦（Abu Dhabi Investment Authority、ADIA）がある。ただ、この2つの国の投資会社は、ブラックストーン・グループ傘下のファンドに投資しただけで、ブラックストーン自体への資本参加を行ったのは中国だけである。

③ タイミング

今回の投資は「国家外貨投資公司」が正式に設立される前に行った理由の1つとして、ブラックストーンは今年6月にIPOを実施する予定があり、IPOの前に出資する必要があったことと汪建熙総裁が語っている。中国にとっては、このIPOの前に資本参加すれば、1株あたりの出資額はIPO価格の95.5%とディスカウントを享受できる。

④ 有力な人脈

中国の外貨準備の運用を巡り、様々な機関が中国政府に接近を試みたが、結局ブラックストーンが「国家外貨投資公司」の外貨資金運用第一号のチャンスを手にしたことについては、今年1月からブラックストーンの大中華圏(グレートチャイナ)チェアマンを務めている梁錦松氏(アントニー・リヨン)が橋渡し役を果たしたとみられている。梁氏は元香港特別行政区政府財政司長であり、中国工商銀行の社外取締役にも就任しており、中央政府とは強い結びつきがあるとされている。

今回の中国政府によるブラックストーンへの出資の発表は、第2回中米戦略経済対話の直前であり、「このタイミングでの公表は、中国が金融市場の更なる開放を目指していることを世界に示すことを意味する」と5月23日付の『第一財經日報』は報じている。また、世間では、今回の出資で、中国政府がプライベートエクイティファンドに対する見方を変えたのではないかと考えられている。この2年間、プライベートエクイティファンドは中国での活動を活発化しつつあるが、必ずしも順調とはいえない。代表的な例としては、05年に、米カーライル・グループが中国重機大手、徐州工程機械の買収に際して困難に遭ったケースがある¹。これをきっかけに様々な論争を経て、中国政府が対応策を制定した結果、外資による中国重点業界への資本参加に規制が加えられた²。従って、今回の中国政府によるブラックストーンへの出資は、中国がプライベートエクイティファンドを比較的高い投資収益をもたらす金融投資機関として受け入れる方向に変化し、これによる中国での業務展開が、よりスムーズになるものではないかと考えられる。

(上海支店 金融サービス開発室 胡 華)

¹ 2005年10月カーライルは3.75億米ドルで徐州工程機械(以下、「徐工機械」と略称)の85%の株を取得すると宣言。徐工機械は中国機械工業での大手企業ということでカーライルによる買収は国家経済の安全を損なうという世論が広がった。このため、中国政府からの批准がなかなか下りず、カーライルは買収計画を見直さざるを得なかった。結局今年3月ようやく批准を受け、約2.33億米ドルで徐工機械の45%の株式を取得することとなった。

² 06年8月8日、中国商務部、国務院国有資産監督管理委員会、国家税務総局、国家工商行政管理総局、証券監督管理委員会、国家外国為替管理局が共同で『外国投資者による国内企業の買収・合併についての規定』を発表し、「外国投資者が国内企業を買収・合併し、実際の支配権を取得する場合、それが重点業種、中国経済の安全に影響を与えるまたはその恐れのあるケース、著名商標、または老舗企業の実質的支配権の移転を伴うケースについては、当事者はこれについて商務部に申告しなければならない」と規定した。

CHINA WEEKLY DIGEST

1. 経済

●5月の主要経済指標

項目	金額	前年比(%)
固定資産投資(都市部)*	(億元) 32,045	25.9
第一次産業*	(億元) 307	35.8
第二次産業*	(億元) 14,205	28.9
第三次産業*	(億元) 17,533	23.5
工業生産(付加価値ベース)	(億元) —	18.1
社会消費財小売総額	(億元) 7,158	15.9
消費者物価上昇率	(億元) —	3.4
工業品出荷価格	(億元) —	2.8
原材料・燃料・動力購入価格	(億元) —	3.6
輸出	(億ドル) 940.50	28.7
輸入	(億ドル) 716.00	19.1
貿易収支	(億ドル) 224.50	73
対内直接投資	(億ドル) 48.99	8.65

*印は1～5月の累計ベース。

2. 産業

●電子情報製品の輸出は輸出全体の37.4%

9日付けの新華社報道によると、中国の電子情報製品の輸出額は1月～4月迄の累計で、前年比25.6%増の1,305.6億米ドルに達し、輸出全体の37.4%を占め、輸出伸び率への貢献度は35.3%に上った。

企業形態別に見ると、独資企業の輸出額は前年比28.1%増の891.6億米ドルで、輸出総額に占める割合は68.3%、合弁企業は216.6億米ドルで同17.9%と、外資企業が輸出入の9割弱を担っている。

貿易形態別では、進料加工と来料加工による加工貿易が主要な形態となっており、輸出額はそれぞれ909.3億米ドル、207億米ドルで、加工貿易形態による輸出が輸出総額の85.5%を占めている。

一方、電子情報製品の輸入総額は前年比18.2%増の1,014.4億米ドルで、輸入総額の35.4%を占め、輸入伸び率への貢献度は34.1%となっている。

●5月の大中都市の住宅価格 前年比6.4%上昇

国家发展改革委員会と国家統計局が14日に発表した統計に拠ると、5月の全国70大中都市の住宅販売価格は前年同期比6.4%上昇した。上昇率は前月より1%高まった。うち、新築物件は前年同期比6.6%上昇(前月比+0.8%)、中古物件は前年同期比6.8%上昇した。なお、住宅開発も依然として高水準で推移しており、1～5月の住宅開発投資は前年比27.5%増の7214億元となった。

3. 貿易・投資

●外商投資産業指導目録の改定間近か

「外商投資産業指導目録」の大幅な改定作業が終了し、国家发展改革委員会の審議に入った模様。

今後の外資政策は内外資平等の枠組みの下で、資金、技術面における内外資の協働も図ろうとするもの。最終的には産業政策と地域政策に基づく内資、外資共通の産業指導目録に集約される予定。

改定版では先進型製造業を外資奨励産業の重点と位置づけているほか、ハイテク産業、バイオ産業、装置産業関連の新たな項目も追加するという。

また、現行の奨励類の中で、サービス業の割合を引上げ、環境融和型産業の発展を促進する。

一方、資源消耗、エネルギー消耗、高汚染のプロジェクトは制限或いは禁止される。センシティブ産業、民生と国家安全に関わる産業(例:国家安全、インフラ建設、原油、石炭等再生不能資源の発掘、大型集積回路等のハイテク産業の研究)についても、制限或いは禁止となる見込み。

4. 金融・為替

●国有法人株譲渡暫定管理弁法 6月末に発表

国有資産管理委員会(国資委)によると、非流通株改革で流通可能となった国有株の売却行為の規範となる「国有法人株譲渡暫定管理弁法」が6月末に公布される予定という。

同弁法は、今後一定の比率と株数の範囲内であれば、国有株主は国資委の認可を取得せずに株式の売却が可能としている。具体的には、株式総数が10億以下の企業は、売却解禁後三年以内の累計株式売却数が株総数の5%を超えてはいけなく、株式総数が10億以上の企業は1回の売却株数が5000万株を超えてはならず、売却解禁後3年以内の累計株式売却数は株式総数の3%を超えてはいけなく、としている。

●社債発行解禁 社債発行弁法の意見募集稿発表

中国証券監督管理委員会は12日、「社債発行試行弁法(意見募集稿)」を発表した。意見募集期間は6月19日まで。資本市場の調和のとれた発展を目指すと共に、過剰流動性の吸収効果も狙ったものと見られている。

社債発行の試行企業は、当初上海、深セン株式市場の上場会社と海外上場の国内株式会社に限定される。また、発行条件として、直近3年間の平均配当可能金額が1年間の社債利息金額を超えていること、発行残高が直近1年の純資産の40%を超えないこと等が規定されている。

EXPERT VIEW

利益剰余金（未処分利益）の活用

ご存知の通り、来年1月から中国の企業所得税制が改正される。従来外資系企業を誘致するため、各種の優遇税制を用意していたが、WTO加盟後の内国民待遇処置で、中資系企業と外商投資企業の税制が25%に統一され、以下の様な各種優遇税制も廃止される。（→は来年からの扱い）

1. 企業所得税（一般税率 33%）

（1）低減税率適用 : 15%・24%

→来年から5年間の経過措置後に25%に統一される

（2）タックスホリデー : 2免3半減（累損解消後、2年間免税、3年間半減）

① 条件 : 経営期間10年以上の生産型企業

② 追加優遇条件 : 輸出比率70%以上企業～2免3半後、10%の軽減税率適用

→期間満了まで適用。2免3半減がスタートしていない企業は、来年が赤字でも第一年度として計算し、5年後に廃止される

（3）利益の再投資時の税金還付（再投資後5年以上事業継続が条件）

① 一般企業 : 納税済み企業所得税の40%還付

② ハイテク企業、輸出型企業 : 納税済み企業所得税の100%還付

③ 還付税額 = 再投資額 ÷ (1 - 当初適用税率) × 当初適用税率 × 税金還付率

④ 留意点 : 国外送金後の再投資は、税還付適用対象外

→廃止される予定

2. 非居住者の源泉税（日本へ配当する場合）

（1）配当課税の免税（一般税率 20%）

→一般税率20%課税なるも、日中租税条約にて10%に軽減

3. 外国税額控除の減少（日本へ配当し、日本で法人税を計算する際）

（1）みなし間接外国税額控除 : (33% - 実納税率) → (25% - 実納税率)

→33% - 25% = 8%減少する

企業としては、出来ることなら既存の有利な税制の中で、優遇税制を有効に活用したいものである。その際、原資が、貸借対照表の前期末の「利益剰余金（未処分利益）」である。「利益剰余金（未処分利益）」は、単年で計上した税引き後利益を、事業資金として使用するため、次期に繰り越した利益である。

利用方法は以下の2つが考えられる。

1. 投資計画があり、納税をしている企業

→利益の再投資で、税金還付40%か100%（ハイテク、輸出型）を取得

① 自社の未処分利益の資本組入れ

- 内部留保金として事業資金に利用している企業が多いと思うが、そのままでは税制優遇は受けられない。また来年以降に資本組入れを行っても、税金還付は受けられない予定である。年内なら、税金還付を受けられるので検討に値する。

- 還付税額 = 再投資額 ÷ (1 - 当初適用税率) × 当初適用税率 × 税金還付率

② 他の企業の設立

- 新現法設立を予定しているのなら、配当決議し、新現法の資本金に充当すると40%の税金還付を受けられる。留意点は、a. 資金を一度国外に送金すると税金還付の対象外になること、b. 税金還付の申請期限は、資本組入れ後1年以内に行わないといけないこと、c. 5年以内に企業を解散した場合は、還付を受けた税金を返還しないといけないことである。

③ 他の企業への出資

- 関連会社があり、増資を検討している場合は、日本から投資しても税制メリットは何もないが、未処分利益を利用すれば税金還付が受けられる。

2. 配当

→投資計画がない場合は、日本へ配当送金実施

① 配当源泉税の免税

- ・ 年内なら、一般税 20%の源泉税が免税となる

② 33%のみなし間接税額控除の有効活用

- ・ 本社が受け取った配当は、日本の法人税率約 40%で課税されるが、日中租税協約の交換公文の取り決めで、(33%-実際適用税)分が、中国で企業所得税を払ったとして日本で外国税額控除を行ってよいことになっている。
- ・ 来年からは、同税率が 25%に引き下げとなる (△8%)

③ 10~20%のみなし直接税額控除の有効活用

- ・ 現在日中租税協約の取り決めで、独資企業 20%、中外合弁企業 10%の源泉企業所得税を支払ったとして、日本の法人税計算時、外国税額控除を行うことが出来るが、来年からは 10%課税される予定なので、合弁企業はみなし税額控除がなくなり、独資企業は同控除が 10%へ縮小となる。

上記 1 ② (他の企業の設立) に関し、更に解説すると、本末処分利益を統括組織設置の資本金に充当することを検討している企業も多い。中国ビジネスの難しさは、頻繁に変更される法律・法規、税制、外貨規制、税関規制、人事・労務規制への対応である。各現法が本業を行いながら、これらの外部環境変更への対応を行うことは至難の業で、統括組織 (コーポレート機能) を設置し、集中的に対応することが望まれる。その原資として未処分利益を活用し、更に税金還付も取得できるので、検討に値すると思う。従来は、統括組織の主流は、投資性公司 (傘型) であったが、昨年の会社法改正、その後の関連規定により、外商投資企業の国内投資の金額規制が撤廃されたので、全ての企業体が持ち株会社 (統括会社) に成ることが可能となった。また、投資性公司を設立した企業も、100%傘下企業の株を保有しているケースはまれであった。理由は、日本本社へ配当する際、本社の外国税額控除を計算する際、傘下である孫会社からの配当へは、みなし間接税額控除を適用できなかったからである。しかし、来年からは、上記の通り企業所得税が 25%に統一され、みなし間接税額控除がなくなるので、100%子会社化するデメリットがなくなる。他の国で行っているような国際税務戦略として、中間持ち株会社として、統括会社を活用することが多くなると思う。日本から出資した場合、中国現法から配当を受ける際、中国で源泉税 10%が課税され、社外流出がおきるが、中国の統括会社が配当を受け取る場合は、源泉税は課税されないの、税金の社外流出なく、再投資に全額活用できるようになる。

その他の外商投資企業へ与えられている、主な税制優遇 2 つについていうと以下の様になる予定である。

1. 輸入生産設備の関税、増値税の免税措置

- ・ 「外商投資産業指導目録」の奨励業種に該当する企業は、総投資の範囲内で、輸入生産設備の関税・増値税の免税枠を取得でき、免税優遇が与えられている。来年以降は、企業所得税制改正の影響を受けず、制度自体は存続予定であるが、免税適用となる設備が厳格化される予定である。即ち、現在内資企業にも同様の免税優遇を与えられている企業があるが、「免税適用外リスト」の内容が、外商投資企業に比べ厳しくなっている。「同リスト」の内容を統一するが、内資企業のリストへの統一が有力視されている。

2. 国産設備の増値税還付措置

- ・ 「外商投資産業指導目録」の奨励業種に該当する企業は、総投資の範囲内で、国内設備の仕入れ増値税 17%の還付措置を与えられている。一般企業は、生産設備の仕入れ増値税は仕入れ控除できないので、コストとなる。来年以降は、企業所得税制改正の影響を受けず、制度自体は存続予定であるが、税金還付を受けられる企業が厳格化される。即ち、再度国家発展改革委員会から再度「認定書」を取得しないと、税金還付をうけられなくなる。

以上

(中国業務支援室 赤坂 恵司)

CHINA WEEKLY FOREX

人民元の動き

日付	Open	Range	Close	前日比	JPY	前日比	HKD	前日比	EUR	前日比	金利 (1wk)	上海A株 指数	前日比
2007.06.11	7.6700	7.6625~7.6770	7.6632	0.0082	6.3019	0.0153	0.9814	0.0013	10.2400	0.0441	2.2800	4191.10	87.3500
2007.06.12	7.6476	7.6417~7.6479	7.6436	0.0196	6.2799	0.0220	0.9784	0.0030	10.1980	0.0420	2.3000	4271.16	80.0600
2007.06.13	7.6283	7.6260~7.6360	7.6360	0.0076	6.2340	0.0459	0.9760	0.0023	10.1230	0.0750	2.8000	4379.76	108.6000
2007.06.14	7.6254	7.6248~7.6460	7.6430	0.0070	6.2095	0.0245	0.9763	0.0003	10.1695	0.0465	4.5000	4315.71	64.0500
2007.06.15	7.6272	7.6230~7.6341	7.6254	0.0176	6.1970	0.0125	0.9753	0.0010	10.1535	0.0160	4.2300	4334.59	18.8800

トピックス

【11日】

- アラン・ホルマー米財務省対中戦略経済対話特使は「中国の為替政策改革を加速させるための追加法案は必要ない」「われわれは現在、為替レートに関する問題に対し効果的に取り組んでいく手段を有していると考える」と述べた。

【12日】

- ピーター・マンデルソン欧州委員会委員（通商担当）は、急増する中国からの対欧州連合（EU）輸出に歯止めをかけるため、新たな防衛手段を講じる可能性があるとした。
- 香港紙は、上海株式市場へ上場する企業を増やす目的で中国の監督当局が多くの国内民間企業の海外株式市場上場申請の承認を停止していると報じた。
- ポールソン米財務長官は「人民元の柔軟化に向けた最良の方法は法的措置でなく協議である」「為替報告に直接コメントしない、中国は人民元で十分迅速に動いていない」「中国は、人民元に関して一段の柔軟性が必要である」と述べた。
- グリーンズパン前連邦準備理事会（FRB）議長は中国経済の現在の成長は継続しない可能性があり、世界の金融市場における流動性の高まりは転換点に近づいているとの見解を示した。
- マンデルソン欧州委員会委員（通商担当）は欧州連合（EU）の対中貿易赤字をめぐり中国に対する不満の声が高まっており、欧州委員会は中国の輸出品に対するEU市場の開放を制限するよう求められる可能性があるとの見解を示した。

【13日】

- 米財務省は、主要貿易相手国の為替政策に関する報告書（為替報告）を公表し、「中国人民元が過小評価されている」「中国の為替改革を強く要求し、今後も継続していく」「不公正な利益目的で為替操作している主要貿易相手国はない」「中国の成長は輸出依存や為替政策によりかなり不均衡である」「中国は速やかに為替の過小評価に取り組み柔軟性を求める必要がある」としたもの、中国を為替操作国に認定しなかった。
- 証券監督管理委員会（CSRC）は、国内上場企業への債券発行認可に向け、新規の草案を発表した（CSRCは新規のもと、中国本土の上海・深セン株式市場および香港を含む海外市場に上場する中国企業に対し、期間1年以上の社債の発行を認可することが可能となる）。
- 温家宝 首相は「物価の上昇圧力の高まりや金融システムにおける過剰流動性、投資の急拡大や過度の貿易黒字が、中国経済が直面している大きな問題である」と述べ、こうした問題に取り組むため、政府は金融政策を適切に引き締めるほか、一部製品の輸出税払い戻しを調整し新規投資プロジェクト認可を厳格に管理するなどの措置を講じる姿勢を示した上で「われわれは、現在の比較的速いペースでの経済成長が過熱しないよう、マクロ経済管理を引き続き強化・改善しなければならない」と述べた。
- グリーンズパン前連邦準備理事会（FRB）議長は中国からの輸入製品価格の上昇は、長期にわたるディスインフレ局面が転機を迎えている兆しかもしれないとの見解を示した。
- 米ブッシュ政権は議員らが中国の為替政策が不公平な貿易慣行に該当するかどうか正式に調査するよう通商代表部（USTR）に求めている件について、再びこれを却下したことを明らかにした。
- 商務部報道官は、拡大する貿易黒字を削減するため、引き続き輸出入に関する租税政策を調整する方針を明らかにした。

【15日】

- 政府関係者は、食糧在庫や物価に悪影響を与えているトウモロコシ加工産業を規制する方針を明らかにした。
- ポールソン米財務長官は、「変動相場制を採用していない国は世界に数多くあるが、中国は間違いなくその中で最大である」「中国は人民元の上昇ペースを加速させる必要があるとの米議会の意見に同意するが、中国に改革を求める法律を制定するよりも、確固たる姿勢で取り組み、対応することのほうがより適切な手段である」「中国に徐々に改革を促すため最も効果的かつ適切な手段は、戦略的な経済対話を通じ、世界各国の協力を得ながら、確固たる姿勢で対応していくことである」と述べた。

RMB レビュー&アウトルック

- 人民元は週初の中銀公表仲値が7.6785まで続落したことから、日中取引価格も5月21日以来の安値となる7.6770まで続落してオープンした。翌12日には5月のマネーサプライ（M2、前年同期比+16.74%）、消費者物価指数（CPI、同+3.4%）が発表され、インフレ懸念が再確認される内容に追加的な金融引締めが想起され、人民元は再び7.6500を上回ると7.6417まで反発した。13日発表の米国財務省の為替報告において中国が為替操作国に認定されなかったことから一旦は小緩む動きも見られたものの、強い経済指標の発表（小売売上高、鉱工業生産指数）を背景にその後もじり高に推移。結局、15日には高値7.6230まで上昇、為替制度変更後の最高値を更新して越過となった。今週発表された5月の経済指標が景気過熱感を一層印象付ける内容となったことを受け、政府高官からもマクロ経済管理の強化に関する発言が相次いでおり、来週以降引き続き追加金融引締め策の発動に注意が必要だろう。また、先月末の米中経済戦略対話以降一旦落ち着いていた人民元の上昇速度も再度加速する動きを見せており、来週は更に高値を試す展開を予想する。

（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。宜しく申し上げます。当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、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。