

BTMU

中国月報

第 113 号 (2015 年 6 月)



CONTENTS

■ 特 集

- ◆ 2014 年中国電子商取引市場モニタリング報告
～取引規模は 13 兆元に

■ 経 済

- ◆ 中国経済の現状と見通し

■ 産 業

- ◆ 中国都市ガス業界の概要と価格決定メカニズム

■ 人民元レポート

- ◆ 地方政府債発行解禁等に伴う中国経済および金融市場への影響について

■ 連 載

- ◆ 華南ビジネス最前線～深圳市前海協力区における新たな外債管理方式

■ スペシャリストの目

- ◆ 税務会計：関連者向け海外送金に関する中国税務管理強化の最新動向

■ MUFG 中国ビジネス・ネットワーク



三菱東京UFJ銀行

目 次

■特 集

- ◆ 2014 年中国電子商取引市場モニタリング報告 ～取引規模は 13 兆元に
三菱東京UFJ銀行（中国）
中国トランザクションバンキング部 中国調査室 …………… 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 …………… 6

■産 業

- ◆ 中国都市ガス業界の概要と価格決定メカニズム
三菱東京UFJ銀行 企業調査部 香港駐在 …………… 10

■人民元レポート

- ◆ 地方政府債発行解禁等に伴う中国経済および金融市場への影響について
三菱東京UFJ銀行（中国）環球金融市場部 …………… 17

■連 載

- ◆ 華南ビジネス最前線～深圳市前海協力区における新たな外債管理方式
三菱東京UFJ銀行 香港支店 業務開発室 …………… 27

■スペシャリストの目

- ◆ 税務会計：関連者向け海外送金に関する中国税務管理強化の最新動向
KPMG 中国 …………… 29

■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「2014年中国電子商取引市場モニタリング報告～取引規模は13兆元に」

- ◇中国の2014年の電子商取引(EC)市場は、前年比+31.4%の13兆4,000億元。取引別形態別ではB2Bが市場の7割以上を占めるものの、伸び率ではB2Cが前年比+49.7%と拡大が顕著。
- ◇EC市場の発展は、流通産業の高度化、潜在消費の喚起、雇用の増加等につながり、なかでもクロスボーダーECの発展は、国内需要の充足、輸出入競争力の向上に加え、貿易管理方式や税収管理方式の改革を促すものとして注目される。
- ◇政府は今年の全人代で打ち出した「インターネット+」行動計画を始め、EC促進政策を次々と発表。EC産業を重視する政府の姿勢が窺われ、今後、税制、金融面等からの政府支援も期待される。

経 済「中国済の現状と見通し」

- ◇不動産市場の調整継続、過剰投資の抑制等を背景に景気下押し圧力が強まり、中国の1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.0%と前期(同+7.3%)から減速。不動産市場は地方を中心に調整が長引く。
- ◇政府の構造改革は継続しつつも、失速回避に向けた財政・金融両面からの下支え強化により、成長の減速ペースは穏やかなものになる見込み。実質GDP成長率は、2015年が前年比+6.8%、2016年が同+6%台半ばと予想。
- ◇但し、地方政府債務問題と景気減速下での急ピッチな株高は当面のリスクとして留意が必要。

産 業「中国都市ガス業界の概要と価格決定メカニズム」

- ◇中国の都市ガス消費量は、天然ガスの環境面や高いコスト優位性による政府の導入後押しに加え、パイプライン建設が進められたことで、天然ガスの消費量が急速に拡大。
- ◇国内天然ガス価格は、国産ガス価格、パイプライン輸送価格、シティゲート価格を中央政府が決定、小売価格については地方政府が決定の裁量を有するメカニズム。
- ◇都市ガス事業者のガス販売収入の約8割を占める産業用ガスは、価格転嫁が比較的容易とみられ、安定した収益を確保しやすい事業環境。一方、価格転嫁が容易でない家庭用ガスは、シティゲート価格が大幅に上げられる局面では、事業者の利益率を下押しする可能性があり、価格政策動向について注視が必要。

人民元レポート「地方政府債発行解禁に伴う中国经济および金融市場への影響について」

- ◇地方政府は従前、自らの資金調達が原則禁止されていたことから、地方政府融資平台を設立し、シャドーバンキング等からの資金調達を拡大。その結果、地方政府の債務負担の急増や返済資金の土地売却収入への高依存等の問題を惹起。
- ◇中国政府は対策として、2014年～2015年にかけて地方政府による債券発行解禁、政府返済債務の地方政府債での借換えを可能とする等の政策を実施。
- ◇これにより、地方政府の資金調達手段が地方政府のみに限定されるため地方政府の資金繰り逼迫の可能性はあるものの、シャドーバンキングからの資金調達が制限され金融システムの不透明性が改善、地方政府の財務負担が削減等、一定のメリットが享受できると考えられる。

連 載「華南ビジネス最前線～深圳市前海協力区における新たな外債管理方式」

- ◇2015年3月6日、国家外貨管理局深圳市分局より、深圳市の前海深港現代サービス協力区における外債管理方式の試行に関する実施細則を公布、同日施行。
- ◇前海協力区内の外資系企業は、「外債」を借り入れる場合、従来の「投注差方式」(投資総額と登録資本の差額に基づく管理)に加え「比率自立管理方式」(前年度監査済み純資産の2倍以内で外債借入が可能)の選択も可能となる。「比率自立管理方式」では、短期外債のみならず中長期外債についても、元本返済により外債枠が復活。企業のオフショア資金を活用した事業展開の環境が整う。

スペシャリストの目

税務会計「関連者向け海外送金に関する中国税務管理強化の最新動向」

- ◇近年、中国政府はBEPS(税源侵食と利益移転)行動計画に積極的に関与していることを背景に、本年3月、国家税務総局より海外関連者向けの費用支払に関わる税務管理指針を示した公告を公布。
- ◇同公告では、独立企業間原則に準拠しなかった中国企業の海外送金に対し、事後更正を行い、関連判定基準を満たさない送金項目に対し、中国企業の損金算入を否認することを明確化。
- ◇今後、多国籍企業は、海外送金に係る中国税務リスクを低減する為に、関連者間の費用負担方法のレビューや契約書等の証明資料を整理するなど、適切な対応策の早期検討が望ましい。



2014 年中国電子商取引⁽¹⁾市場モニタリング報告 ～取引規模は 13 兆元に

三菱東京 UFJ 銀行（中国）
中国トランザクションバンキング部
中国調査室 孫元捷

中国電子商務研究センター（CECRC、www.100EC.cn）は、このほど 2014 年の中国における電子商取引（E コマース、以下、EC と略称）市場動向、各分野の産業規模および発展動向について纏めた「2014 年度中国電子商取引市場モニタリング報告」を発表した。同報告によると、2014 年の中国 EC 市場の取引規模は前年比+31.4%の 13 兆 4,000 億元、このうち、B2B⁽²⁾市場の取引規模は同+21.9%の 10 兆元、B2C 小売市場の取引規模は同+49.7%の 2 兆 8,200 億元に上った。

報告では、足下の電子商取引における発展の特徴として、①関連サービス業の急成長、②小売 EC プラットフォームの集中による新たな独占の形成、③EC プラットフォーム、政府監督管理部門および企業からなる新たな市場構造の出現、④クロスボーダー EC 取引の発展、⑤地域による EC 発展の不均衡、などを挙げている。

本稿では、同報告書を基に中国の電子商取引市場の現状について纏め、今後について展望する。

*以下全ての図表は CECRC の公表を基に三菱東京 UFJ 銀行（中国）作成

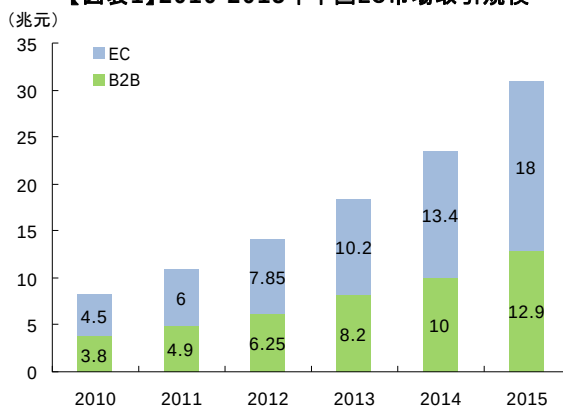
1. 電子商取引

全体の概況

2014 年、中国の EC 市場の取引規模は前年比+31.4%の 13 兆 4,000 億元、このうち、B2B 市場の取引規模は同+21.9%の 10 兆元、B2C 小売⁽³⁾市場の取引規模は同+49.7%の 2 兆 8,200 億元となった（図表 1）。中国経済の EC 化傾向がますます顕著になり、取引規模は最高水準を記録し、電子商取引の大きな発展は中国の経済成長を支える新たなエンジンとなりつつある。

今年の全人大「政府活動報告」に、「インターネット+」行動計画が初めて打ち出されたことから、より多くの新興産業と消費形態が形成され、電子商取引や産業インターネット（産業用機器と IT の結合）の発展がさらに促進されると見込まれる。

【図表 1】2010-2015 年中国 EC 市場取引規模



(1) 電子商取引：インターネット環境下で、売買双方が直接対面せずに各種ビジネス活動を行い、消費者のネットショッピング、業者間のオンライン取引と電子決済および各種ビジネス活動、取引活動、金融活動と総合サービス活動を実現する新たなビジネス運営モデルである。

(2) B2B：企業対企業間の取引関係で、B2B サイトを通じて企業の内部ネットワークを顧客とリンクさせ、顧客にサービスを提供する。

(3) B2C 小売：インターネットを通じ、個人または家庭の需要に応じて商品の販売またはサービスを提供することで、B2C に属する電子商取引である。

内訳では、B2B（一定規模以上企業の B2B と中小企業の B2B が含まれる）の市場シェアが全体の 74.6%、ネット小売（B2C・C2C）が 21%、O2O⁽⁴⁾が 4.4%のシェアを占める。

2014 年 12 月現在、EC 企業の直接雇用者数は 250 万人を超えた。EC の規模拡大は川上・川下業界に対する牽引作用が大きい。顧客サービス、配達、技術開発等への需要が供給を上回っていることから、EC 関連の就業人数では 1,800 万人を超えた。今後、中小企業の EC 応用、EC 企業の規模拡大や創業ブームにより、さらに多くの雇用機会が創出される見込みである。

B2B

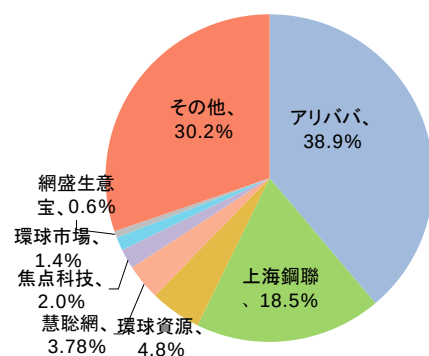
2014 年の中国における B2B 市場の取引規模は、前年比+21.9%の 10 兆円で、営業収入は同+24.4%の 255 億元であった。政府のマクロ政策と企業のサービスの多様化が市場発展を促進し、オンライン取引の拡大に貢献している。市場シェアをみると、アリババ（38.9%）が首位を占め、上海鋼聯（18.5%）、環球資源（4.8%）、慧聪网（3.8%）がそれに続いている（図表 2）。

国内外の経済低迷や業界再編を受け、2014 年 12 月時点の B2B 企業は前年比▲6.7%の 11,200 社となった。また、第三者 EC プラットフォームを利用する中小企業ユーザーは 2,050 万社を超えた。

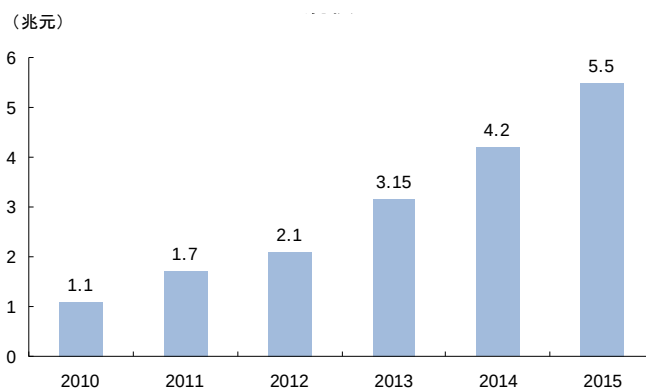
クロスボーダーEC

2014 年の中国のクロスボーダーEC 取引規模は前年比+33.3%の 4 兆 2,000 億元となった（図表 3）。2014 年は対外貿易が鈍化する中であって、クロスボーダーEC の急速な発展が貿易発展の新たな原動力となっている。クロスボーダーEC に関する政策も相次いで発表されており、多くの貿易企業がこの分野に進出している。

【図表 2】2014 年中国 B2B 業者市場シェア



【図表 3】2010-2015 年クロスボーダーEC の取引規模



輸出入構成では、2014 年のクロスボーダーEC の輸出は全体の 85.4%、輸入は全体の 14.6%を占めるが、今後海外商品に対する国内市場の需要の高まりに伴い、数年間はクロスボーダーEC の輸入割合が上昇していくと予測される。

業態別では、国内 EC 市場と同様に、B2B 取引がクロスボーダーEC 全体の 93.5%と主導的な地位を占めるが、今後はクロスボーダーEC における B2C、とりわけ輸入サイドでの割合が上昇していくと見込まれる。

⁽⁴⁾ O2O : Online To Offline、オフラインのビジネスチャンスインターネットとリンクさせ、インターネットをオフライン取引のフロントにすることにより、オンラインで集客し、消費者がオンラインでサービスを選び、取引をオンラインで決済することができる。

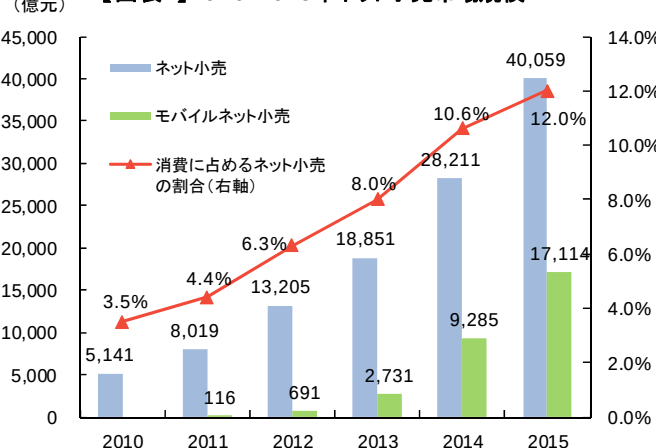
2. B2C 小売市場

2014年12月時点で、中国のB2C小売市場の取引規模は前年比+49.7%の2兆8,211億元となり、このうち、天猫の取引高は7,630億元、京東の取引高は2,602億元、蘇寧易購の取引高は257.91億元と上位3位を占めた。「報告」では2015年の中国におけるB2C小売市場の取引規模は4兆59億元と推定され、引き続き高成長を維持すると予測されている。

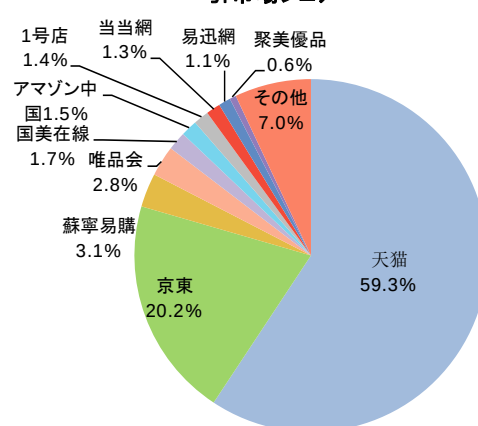
2014年12月時点で、中国のB2C小売市場の取引規模は社会消費財小売総額の10.6%を占め、2013年(8.0%)から2.6ポイント拡大した。この割合は2015年末にはさらに12%まで拡大すると予測されている(図表4)。

市場シェアをみると、2014年12月、中国のB2C小売市場(オープンプラットフォームと自営を含む)のうち、天猫(59.3%)が首位、京東(20.2%)と蘇寧易購(3.1%)が2位と3位を占め、上位3企業の順位は2013年と変わらず、天猫のシェアが9.2ポイント拡大した(図表5)。B2C小売市場に対する天猫の独占体制が形成され、その他EC企業の発展余地は限られており、今後の競争がさらに厳しくなると思われる。

【図表4】2010-2015年ネット小売市場規模



【図表5】2014年B2Cネットショッピング取引市場シェア



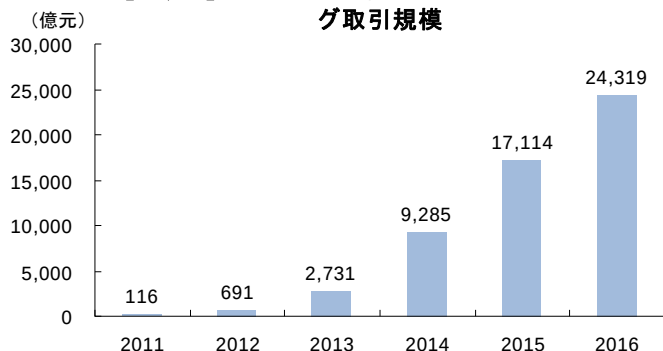
2014年12月末時点で、中国のネットショッピングのユーザー規模は前年比+21.8%の3.8億人となった。ネットショッピング環境の整備、販促活動の活発化、モバイル端末への注力、中高年消費者層および三線・四線都市⁽⁵⁾または農村市場へのユーザーの拡大が、ネットショッピングユーザーの増加につながった。2015年末のネットショッピングのユーザー規模は4.6億人となる見通しである。

2014年12月、中国のモバイル端末を通じたショッピングの取引規模は前年比+240%の9,285億元となった(図表6)。スマートフォンやタブレットの普及、4GとWIFIネット環境の整備、「微信(We chat/無料メッセージングアプリ)」による販売・決済の発展、EC企業のモバイル端末ビジネスへの注力が消費者のモバイルショッピングの習慣を醸成し、モバイルショッピングの取引額の増加を促した。

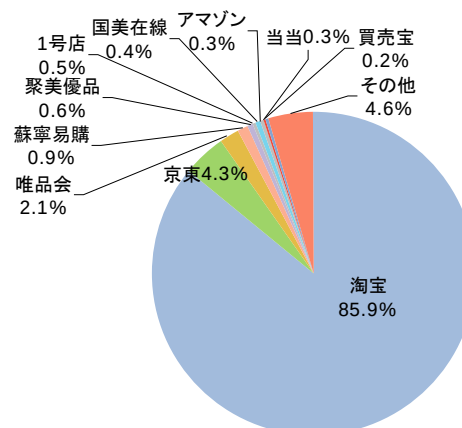
市場シェアをみると、淘宝無線がトップ(85.9%)を占め、携帯京東(4.3%)、携帯唯品会(2.1%)が2位と3位を占める(図表7)。モバイルECに関してはPC端末によるECのモバイル化のみならず、百貨店、衣料品、飲食、エンターテインメントなどO2O分野への進出が今後の発展にとってより重要となる分野である。

⁽⁵⁾ 三線都市：ウルムチ、泰山、昆山等の中小都市。四線都市：張家口、景德鎮、大理等の小都市。

【図表6】2011-2016年モバイルネットショッピング取引規模



【図表7】2014年モバイルショッピング市場シェア



3. EC 経済の発展動向

B2B： 現状、B2B は依然として EC の主体となっているが、B2B 第1ステージの情報サービス、コマースサービス、企業への普及の段階は終わり、オンライン取引、データサービス、金融サービス、物流サービスなどを主体とする新たな B2B の時代を迎えている。B2B のオンライン取引は研究を重ねている段階にあり、イノベーションモデルは市場の検証を要し、全産業チェーンの関連サービスはさらなる深化が必要である。このため、今後3～4年間、中国の B2B 市場は安定的な成長維持が見込まれる。

B2C： アリババ、京東、聚美優品の米国上場に伴い、ネット小売市場の競争はますます激化が見込まれる。ネット小売市場は現状 C2C⁽⁶⁾取引が主となっているが、今後は、B2C がネット小売市場の発展を推進し、取引規模は C2C を超えるものと見込まれている。また、京東、蘇寧易購、唯品会など EC 企業のモバイル端末への投資により、携帯端末の各種アプリが拡大しており、ユーザーのショッピング習慣は PC 端末からモバイル端末へ移行している。

B2C 市場の発展動向をみると、ユーザーのネットショッピング意識の確立や合理的なネットショッピング行為等、ネットショッピングユーザーの成熟化から、品質とサービス水準がユーザーの購買を決定する重要な要素となり、グレードアップへのニーズが B2C 市場の急速な発展を促進していくとみられる。B2C 市場では、EC 企業の三線・四線都市や農村への拡大、クロスボーダー EC の顕著な発展、モバイル端末 EC の主流化、オンライン・オフラインの融合、ビッグデータを通じた個性的なマーケティング等の傾向が現れている。

O2O： 中国の生活サービスに関する O2O 市場の発展は速く、飲食、レジャーなどを中心に O2O が初期段階の規模を形成しているが、O2O の割合はまだ低い。今後、EC ユーザーのネットショッピング内容の拡大およびモバイルインターネットの発展が、生活サービスに関する O2O の発展を促進していくと見込まれる。

クロスボーダーEC： 政策サイドでは、2014年に、政府が一連のクロスボーダーECの推進策を打ち出し、政策支援を提供した（詳細は4.を参照）。市場サイドでは、中国国内商品に対する海外消費者の需要のほか、中国消費者の海外優良商品に対する需要も大きい。企業サイドでは、既存の外国貿易 EC 企業のほか、国内貿易 EC 企業も国際化戦略を実施し、クロスボーダーEC業務に進出している。また、「一帯一路」⁽⁷⁾が今後国家レベルでの重要な戦略となることに伴い、クロス

⁽⁶⁾ C2C：個人対個人のネット取引形式であり、EBay と Taobao がその代表例である。

⁽⁷⁾ 一帯一路：中国から欧州へ至るシルクロード経済圏。一帯とは、中国と中央アジアを経由するシルクロード経済ベルト。一路とは、中国からインド洋へ抜ける海のシルクロード。

ボーダーECのさらなる発展が見込まれている。クロスボーダーECの発展は国内消費市場の需要を満たし、中国の輸出入貿易の競争力を向上すると同時に、対外貿易監督管理方式と税収管理方式の変革も促進していくとみられる。

4. 「インターネット+」の実施がECに拍車

国務院は5月7日、「電子商取引を発展させ、新たな経済原動力の育成を加速することに関する意見」(EC「国八条」)を公布し、2020年までに統一・開放、秩序ある競争、法律遵守、安全・信頼できる電子商取引市場の構築を目標に掲げた。これは、国家レベルで公布された最も全面的なEC産業政策となる。「国八条」は8条29項目からなり、EC企業の税負担軽減、クロスボーダーEC、農村EC、スマート物流、信用体系など2015年の重要課題に注目している。

続いて、5月12日、国務院は「貿易競争の新たな優位性の育成を加速することに関する若干意見」を発表し、クロスボーダーECの発展の推進、およびクロスボーダーECの総合改革試行を実施し、クロスボーダーECの発展促進に関する指導意見の策定を加速する方針を打ち出した。

また、商務部は5月15日、『「インターネット+流通」行動計画』を発表し、インターネットと流通産業の融合、流通産業の高度化、消費潜在力の喚起を推進することを図る方針を打ち出した。農村や中小都市における電子商取引、オンラインとオフラインの融合、クロスボーダーECなどの分野に重点を置くことを示しており、2016年末までに中国のEC取引額を22兆元、うち、B2C小売額を5兆5,000億元規模へと引き上げる目標に掲げた。具体的に、今後1~2年間で、ECを農村に普及させるモデルケースとして全国200県を指定、国家級のECモデル基地を60ヶ所、モデル企業を150社育成、ECの海外倉庫を100ヶ所建設、地域にEC研究基地を50ヶ所建設、などの目標を明らかにした。

ここに来て一連のEC分野の政策発表が集中していることから、EC発展を重視する政府の姿勢が窺える。今後税制支援、資金調達難の緩和、クロスボーダーEC発展の支援、金融刷新の推進がいずれもEC発展の強心剤になるとみられる。

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司 中国トランザクションバンキング部
中国調査室 孫元捷

E-mail: sun_yuanjie@cn.mufg.jp TEL: +86-(10)-65908888 (内線)117



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：不動産市場の調整や過剰投資の抑制を背景に減速が続く

中国では、不動産市場の調整継続や過剰投資の抑制等を背景に景気への下押し圧力が強まっており、1-3月期の実質GDP成長率が前年比+7.0%と前期（同+7.3%）から減速し、月次の経済指標も総じて軟調推移となっている。特に、遼寧省、山西省などの石炭・鉄鉱石等の鉱物資源や鉄鋼・セメント等の重工業への依存が高い地域では、1-3月期の成長率が2015年通年の目標を大幅に下回り、景気失速が懸念される状況にある（図表1）。

図表1: 中国の地方政府の成長率目標と実績

(%、%ポイント)

		① 2014年 実績	② 2015年 1Q実績	③ 2015年 目標	前年差 ②－①	目標比 ③－②			① 2014年 実績	② 2015年 1Q実績	③ 2015年 目標	前年差 ②－①	目標比 ③－②	
東部	1 北京市	7.3	6.8	7.0	▲ 0.5	▲ 0.2	中部	17 安徽省	9.2	8.6	8.5	▲ 0.6	0.1	
	2 天津市	10.0	9.3	9.0	▲ 0.7	0.3		18 河南省	8.9	7.0	8.0	▲ 1.9	▲ 1.0	
	3 上海市	7.0	6.6	-	▲ 0.4	-		19 江西省	9.7	8.8	9.0	▲ 0.9	▲ 0.2	
	4 江蘇省	8.7	8.4	8.0	▲ 0.3	0.4		20 内蒙古自治区	7.8	7.0	8.0	▲ 0.8	▲ 1.0	
	5 浙江省	7.6	8.2	7.5	0.6	0.7		21 重慶市	10.9	10.7	10.0	▲ 0.2	0.7	
	6 広東省	7.8	7.2	7.5	▲ 0.6	▲ 0.3	西部	22 陝西省	9.7	6.9	10.0	▲ 2.8	▲ 3.1	
	7 福建省	9.9	8.5	10.0	▲ 1.4	▲ 1.5		23 寧夏回族自治区	8.0	7.0	8.0	▲ 1.0	▲ 1.0	
	8 山東省	8.7	7.8	8.5	▲ 0.9	▲ 0.7		24 新疆ウイグル自治区	10.0	6.9	9.0	▲ 3.1	▲ 2.1	
	9 河北省	6.5	6.2	7.0	▲ 0.3	▲ 0.8		25 青海省	9.2	7.5	8.0	▲ 1.7	▲ 0.5	
	10 海南省	8.5	4.7	8.0	▲ 3.8	▲ 3.3		26 四川省	8.5	7.4	7.5	▲ 1.1	▲ 0.1	
東北部	11 遼寧省	5.8	1.9	6.0	▲ 3.9	▲ 4.1		27 広西チワン族自治区	8.5	7.6	8.0	▲ 0.9	▲ 0.4	
	12 吉林省	6.5	5.8	6.5	▲ 0.7	▲ 0.7		28 チベット自治区	10.8	10.0	12.0	▲ 0.8	▲ 2.0	
	13 黒龍江省	5.6	4.8	6.0	▲ 0.8	▲ 1.2		29 雲南省	8.1	7.2	8.5	▲ 0.9	▲ 1.3	
中部	14 湖北省	9.7	8.5	9.0	▲ 1.2	▲ 0.5		30 甘肅省	8.9	7.8	8.0	▲ 1.1	▲ 0.2	
	15 湖南省	9.5	8.4	8.5	▲ 1.1	▲ 0.1		31 貴州省	10.8	10.4	10.0	▲ 0.4	0.4	
	16 山西省	4.9	2.5	6.0	▲ 2.4	▲ 3.5	地方目標の加重平均		8.3	7.3	8.0	▲ 1.0	▲ 0.6	
								全国		7.4	7.0	7.0	▲ 0.4	0.0

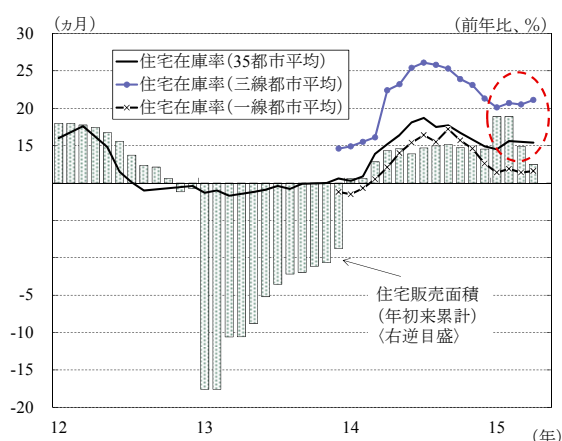
(注) 1. 『前年差』『目標比』における色付けは、『2015年1Q』の成長率が『2014年実績』『2015年目標』に比べて2%ポイント以上下回った箇所。

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

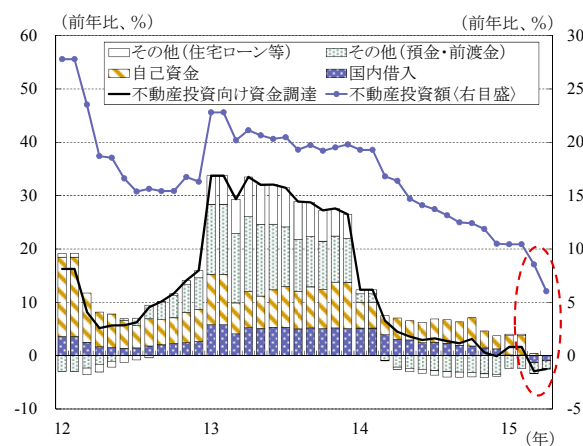
懸案の住宅市場では、政府の住宅市場挺入れ策や不動産業者の値引き販売等もあり、大都市を中心に販売価格が前月の水準を上回る都市が増えつつある。一方、地方では価格下落が続いているほか、在庫水準が高止まりするなど、二極化が継続している（図表2）。年明け以降、不動産投資が前年比一桁の伸びに鈍化するなど、一段の落ち込みがみられる背景には、需要低迷に加え、社債の格下げ増加などに伴う不動産開発業者の資金調達環境悪化等も影響したとみられる（図表3）。不動産・建設業は、鉄鋼、セメント等の関連産業を含めてGDPの16%を占め、経済全体への波及効果は大きい。

図表2：中国の住宅販売面積と住宅在庫率



(資料) 中国国家統計局、上海易居房地產研究院統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図表3：不動産向け資金調達と不動産投資額



(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通し：景気失速の回避に向けた政策対応強化で減速ペースは緩やかに

先行きを展望すると、過去の過剰な信用・投資拡大の調整余地は依然大きく、政府は緩やかな成長ペースの低下を容認しつつ、構造改革を継続していくとみられる。但し、失速回避に向けた財政・金融両面からの下支え強化により、減速ペースは緩やかなものとなることを見込まれる。2015年の実質GDP成長率は前年比+6.8%、2016年には同+6%台半ばと緩やかな減速が続くと予想する。

中国人民銀行は、2月と4月の2度にわたる預金準備率引き下げに加え、5月には11月以降3度目となる追加利下げを実施した（図表4）。企業や地方政府の資金調達コストの引き下げを通じた景気の急失速の回避に加え、5月の預金保険制度導入や地方債発行などを睨んだ流動性供給による金融市場の安定確保などの狙いもあったとみられる。

昨年後半以降の金融緩和を受け、市場金利が低下、企業の利払い額も減少するなど、一定の効果が窺われるが、マネーサプライの伸びは鈍化が続くなど、実体経済の金融緩和効果の浸透はまだ一部にとどまっている（図表5）。もっとも、預金準備率は18%（全金融機関）と2009年の15%に対して依然高水準にあり、追加的な緩和余地はあるとみられる。

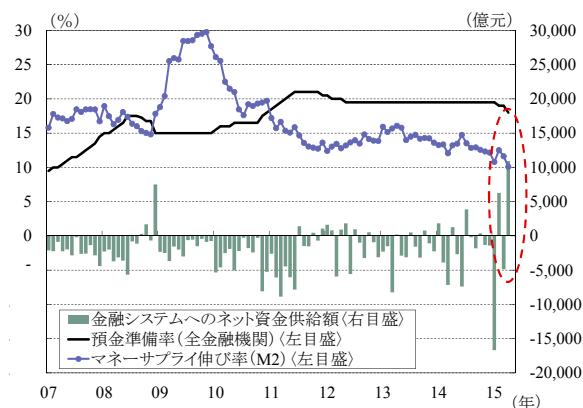
他方、中央政府も、鉄道・道路など交通インフラを中心に投資の認可を加速している。昨年10月以降の投資認可累計額は約2兆元（GDP比3%）に達し、今後、投資が実行段階に移るにつれて、下振れリスクが強まっている地方を中心に経済を下支えすることが見込まれる。

図表 4：中国人民銀行の主な金融緩和措置

日付	金融緩和措置
2014年9月30日	住宅ローンの要件緩和
10月15日	住宅積立金の利用条件を緩和
11月6日	中期貸出ファシリティ（MLF）による資金供給
11月21日	利下げ（0.4%pt）
2015年1月21日	中期貸出ファシリティ（MLF）による資金供給
2月4日	預金準備率引き下げ（全金融機関対象）
2月11日	短期貸出ファシリティ（SLF）による資金供給
3月30日	住宅購入用の積立基金を併用した住宅購入に係る頭金比率の緩和、住宅売却に関する税制の緩和
4月20日	預金準備率引き下げ（全金融機関対象）
5月11日	利下げ（0.25%pt）

（資料）中国人民銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図表 5：預金準備率とマネーサプライの推移

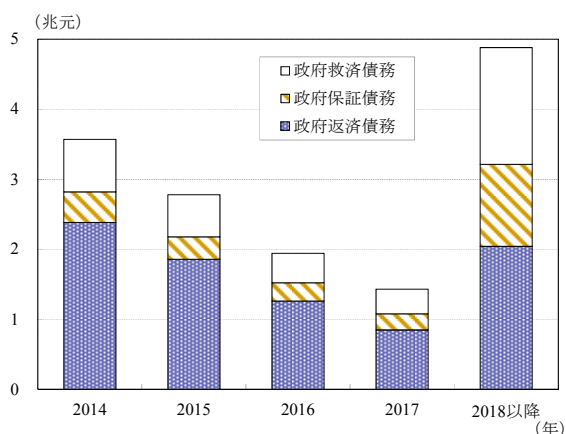


（注）『金融システムへのネット資金供給額』は、法定預金準備額（預金残高×全金融機関に対する預金準備率）の増減から推計。
（資料）中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 当面のリスク：地方政府債務問題と景気減速下での急速な株高に留意が必要

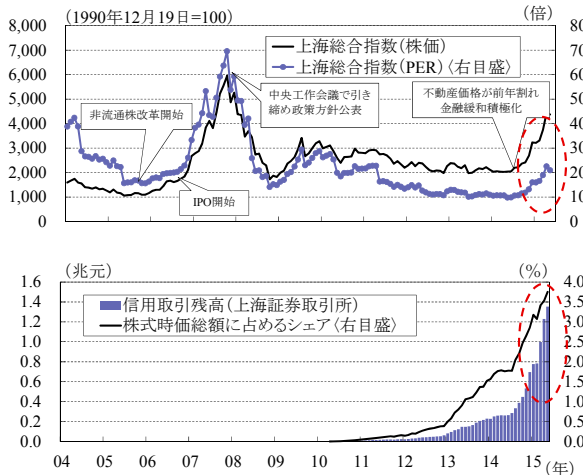
当面のリスクとしては、①地方政府債務問題、②景気減速下での株高などが挙げられる。第1に、不動産市場の低迷が続くなか、土地譲渡金収入への依存度が高い地方政府の財政・債務を巡る問題は、当面の経済・金融市場不安定化リスクの一つとして引き続き注視が必要である。2015年に償還を迎える地方政府債務残高は2.8兆元と2014年（3.6兆元）に続き高水準にあり、中央政府は3月中旬に地方政府債務交換プログラムを公表し（地方債発行枠は当初の総額1兆元から6月に2兆元へ拡大）、8月頃を目途に借換債の発行を促している（図表6）。同プログラムに基づき、江蘇省政府が5月と6月に合計約1,000億元の地方債を発行したほか、新疆ウイグル自治区、湖北省など地方債の発行が相次いでいる。もっとも、借り換えが必要な地方政府債務残高は依然高水準にあり、引き続き予断を許さない状況が続くとみられる。

図表 6：地方政府債務の償還期限



（資料）中国国家審計署統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図表 7：中国の株価と株価収益率、信用取引残高



（資料）上海証券取引所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2に、景気減速下での急ピッチでの株高にも細心の注意が必要だ。昨年11月に中国人民銀行が利下げに転じて以降、株価が7割強上昇し（上海総合指数）、4月に当局が株式の信用取引に関わる規制強化や空売り規制の緩和を打ち出したほか、5月には一部の証券会社が信用取引融資の条件を厳格化するなど、景気減速下での株高に警戒感が強まりつつある（図表7）。住宅市場の低迷や理財商品への投資抑制などで投資先が限られるなか、個人投資家に対する株式投資規制の緩和^(注)などもあり、株式市場への資金流入が拡大したとみられる。上海総合指数に限ってみれば、足元の株価収益率（PER）は25倍と2007年の株高局面のピーク時（70倍）に比べて低いが、2009年に発足した新興企業向け市場「創業板」のPERは6月初めに一時147倍まで上昇するなど過熱感が強まっている。信用取引などを利用したレバレッジの急拡大が相場を押し上げている面もあり、その反転が金融市場の不安定化に繋がるリスクには留意が必要だ。

（注）A株（人民元建て）市場の口座は、2015年4月13日から1人20口座まで開設可能となった（従来は1人1口座）。

図表8：アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2014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、%	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
中国	10.38	60.9	7.4	6.8	6.5	2.0	1.5	1.8	2,197	3,129	2,970
韓国	1.42	8.3	3.3	3.2	3.3	1.3	0.9	1.9	892	900	878
台湾	0.53	3.1	3.8	3.4	3.5	1.2	0.2	1.2	653	671	620
香港	0.29	1.7	2.5	2.3	2.0	4.4	3.1	3.0	56	51	31
シンガポール	0.31	1.8	2.9	3.2	3.3	1.0	0.3	1.2	588	612	671
NIEs	2.54	14.9	3.2	3.2	3.2	1.6	0.9	1.8	2,189	2,234	2,200
インドネシア	0.89	5.2	5.0	5.2	5.4	6.4	6.4	5.1	▲262	▲197	▲195
マレーシア	0.33	1.9	6.0	4.8	5.0	3.1	2.5	2.6	151	118	123
タイ	0.37	2.2	0.7	3.5	3.7	1.9	0.2	2.4	131	184	117
フィリピン	0.28	1.7	6.1	6.1	6.0	4.2	2.4	3.0	127	101	87
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.1	6.3	4.1	2.5	5.0	94	65	75
ASEAN5	2.06	12.1	4.6	5.0	5.2	4.5	3.7	3.9	241	272	206
インド	2.05	12.0	7.3	7.6	7.9	6.0	5.4	5.6	▲275	▲255	▲339
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	6.1	6.0	2.7	2.2	2.5	4,352	5,380	5,037

（注）インドは年度（4月～3月）ベース。

（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



中国都市ガス業界の概要と価格決定メカニズム

三菱東京UFJ銀行
企業調査部 香港駐在
アナリスト 竹原 毅洋

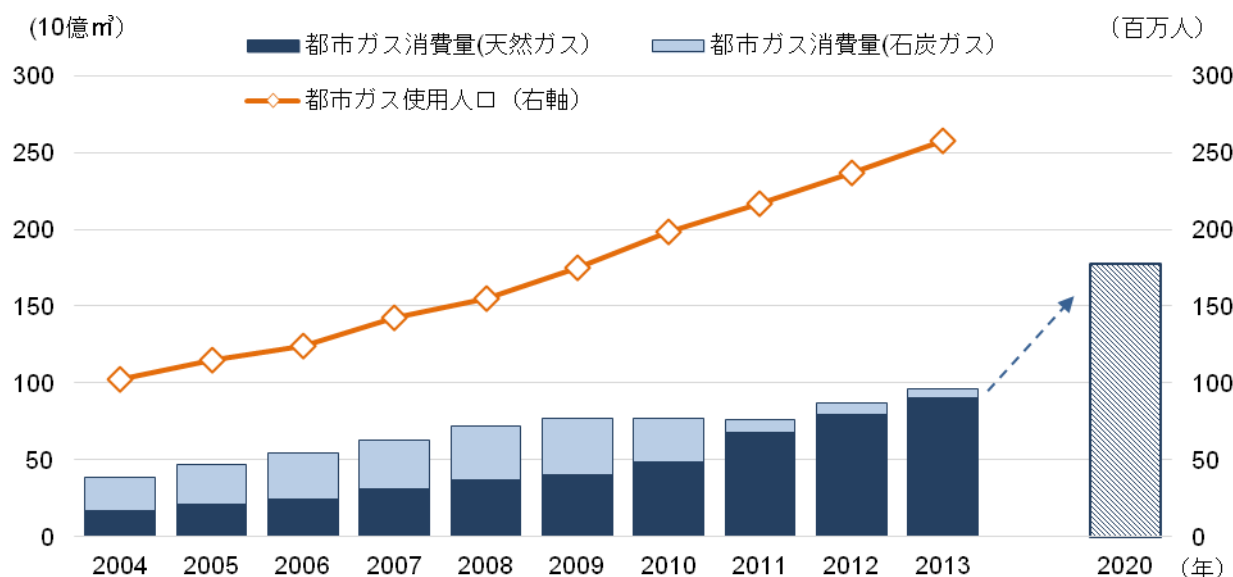
1. 中国の都市ガス消費量

中国の都市ガス^(注)消費量は、近年拡大基調を辿ってきた。都市ガスの原料は石炭ガスと天然ガスに大別されるが、このうち天然ガスは、環境面やコストの優位性が高いことから、政府が導入を後押ししてきた上、パイプライン建設が進められたことで、消費量が急速に拡大している（図表1）。

（注）パイプライン経由で供給されるガス。LPガスは熱量単位あたりのコストが高いため、主にガスボンベ形態で導管敷設が困難な地域で利用されている。

中国政府は、クリーンエネルギー利用促進の一環として、2020年までに天然ガスの消費量を2012年の2倍に拡大させる目標を設定（図表2）。都市ガスの消費量は、今後も引き続き拡大していく公算大。

《図表1：中国都市ガス消費量と見通し》



（注）2020年予測値はIEAの中国天然ガス需要の長期見通し、及び中国都市ガスの天然ガス消費比率を基に推定。
（資料）CEIC、IEAを基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

《図表2：中国一次エネルギー消費の数値目標》

中国一次エネルギー消費に占める割合	2012年（実績）	2020年（目標）
石炭	66.6%	62%以下
石油	18.8%	13%以下
天然ガス	5.2%	10%以上
非化石エネルギー（水力、原子力、風力など）	9.4%	15%以上

（資料）CEIC、国務院「エネルギー発展戦略行動計画 2014-2020」を基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

2. 都市ガス事業の営業権

中国のガス供給事業は、営業権方式が採られており、事業の参入には、地方政府から特定エリアにおける営業権を取得する必要がある（図表3）。

落札事業者は特定エリアにおいてガス供給事業を長期に亘り独占的に手掛けることが可能。加えて、営業エリアの周辺地域についても、地方政府とのつながりや既存の事業基盤を活用することで、新規取得の際に優位となっている模様。

《 図表3：中国都市ガス事業についての関連規定 》

関連規定	都市ガス管理弁法（1998年）、市政公用事業特許經營管理弁法（2004年）
営業権	特定区域における配管ガス事業の独占的經營権（権利期間は通常30年以内）
営業権の取得方法	営業権は市場競争制度（入札制度など）を通じて地方政府の管轄機関から取得可能
入札資格	相応の事業経歴と技術や経営人員を有していることなどが入札要件となっている

（資料）政府ウェブサイト情報を基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

3. 参入企業

中国の都市ガス業界は、2000年代に参入規制が緩和された^{（注1）}ことを契機に、民間企業による営業権の落札が活発化し、足元、上位企業の大半は民間企業で占められている（図表4）。

もともと、1980年代から都市ガスを大規模に導入してきた北京、上海などの直轄市では、市政府傘下の企業が営業権を確保している。

また、上位企業の多くは、都市ガス事業のほか、原料となる天然ガスの安定調達を目的に、パイプラインへの投資を行っている^{（注2）}。

（注1）2002年に建設部が發布した「市政公用行業市場化進程の意見」では、都市ガス、給水などの都市インフラ事業への参入について、民間に開放することを正式に許可。

（注2）主に省レベルのパイプラインへの投資。一般的に出資比率に応じて、ガス量の確保が可能となる。

《 図表4：中国の主な都市ガス会社の推定市場シェア(2013年度) 》

都市ガス会社	資本背景	展開地域	ガス販売量 (10億m ³)	推定市場 シェア	他の展開事業
1 港華燃氣（香港中華煤氣）	民間	全国	13.40	14.9%	香港都市ガス、パイプライン
2 華潤燃氣	政府（中央）	全国	12.10	13.4%	LPガス
3 中国燃氣	民間	全国	8.17	9.1%	LPガス、パイプライン
4 新奥能源	民間	全国	8.10	9.0%	LPガス、パイプライン
5 上海燃氣（申能集団）	政府（地方）	上海市	7.00	7.8%	パイプライン
6 昆倫燃氣（CNPC）	政府（中央）	全国	約5.50	6.1%	-
7 北京燃氣（北京控股）	政府（地方）	北京市	5.48	6.1%	パイプライン
8 中油燃氣	民間	全国	2.25	2.5%	パイプライン
（中国都市ガス消費量）			90.90	100.0%	

（注）市場シェアは2013年のガス販売量（JVや関連会社による販売量も合算）を基に算出。

（資料）CEIC、企業IR情報を基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

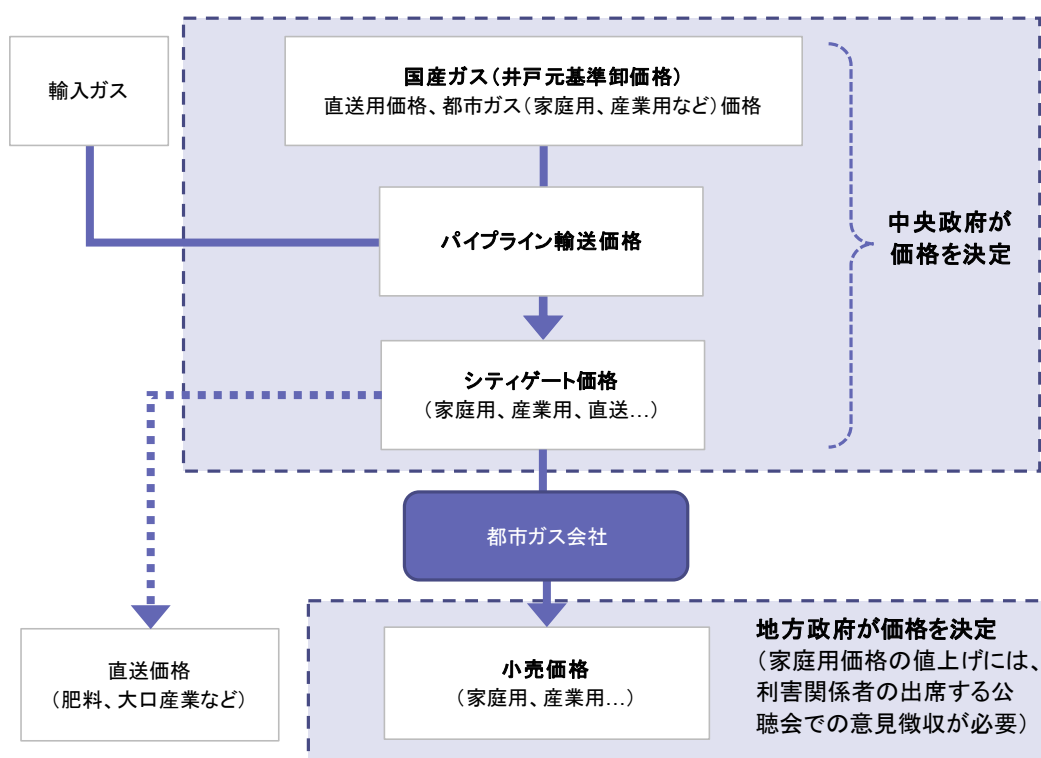
4. ガス価格の決定メカニズム

中国の天然ガス価格についてみると、井戸元基準卸価格、パイプライン輸送価格、シティゲート価格は中央政府が価格を設定し、小売価格は地方政府が価格決定の裁量を有している（図表5）。

都市ガス事業者は、中央政府が省市別に設定したシティゲート価格を上限として、ガス供給会社から個別に都市ガスを調達し、地方政府の設定する小売価格で販売している。

小売価格は、地方政府が都市ガス事業者の配ガスコストと事業利益に基づき決定しており、都市ガス事業者のマージンについては、関連規定において合理的な事業リターンを確保できると定められている（図表6）。但し、家庭用の小売価格は、値上げ時には利害関係者（住民など）の出席する公聴会を経て、地方政府より認可を得る必要がある点には留意が必要。

《 図表 5：国内天然ガスの価格決定メカニズム 》



（資料）政府ウェブサイト情報を基に三菱東京 UFJ 銀行企業調査部作成

《 図表 6：都市ガス価格の設定についての関連規定 》

関連規定	中華人民共和国価格法（1997 年）
都市ガス価格の設定方法	• 地方政府の価格主管部門が、都市ガス会社の事業コストと合理的な事業リターンをもとに価格を設定 • 家庭用価格の値上げ時は、公聴会を開催し、消費者や関連企業の経営者の意見徴収のうえ、地方政府より認可を得る必要がある

（資料）政府ウェブサイト情報を基に三菱東京 UFJ 銀行企業調査部作成

① シティゲート価格の動向

シティゲート価格は、従来、国産ガス田の井戸元基準卸価格に加え、地方への輸送コストを加味した価格（＝旧価格）を適用していたが、2011年から段階的に天然ガスの代替燃料となる石油製品（重油、LPガス）の価格と連動させた価格システムを導入。全国の産業用シティゲート価格については、2015年に石油製品価格連動方式へ完全に移行している（図表7）。

なお、政府は代替燃料から天然ガスへの燃料転換を促進するため、石油製品価格連動方式の計算式には、割引係数（0.85）が含まれている。このため、天然ガスのシティゲート価格が代替燃料より割安である状況は変わらない見通し（図表8、9）。

《 図表7：近年における産業用シティゲート価格の決定メカニズム 》

実施時期	産業用シティゲート価格に関する政策
2011年12月	広東省と広西自治区の2地域において、石油製品価格連動方式を試験導入
2013年7月	全国の産業用シティゲート価格について、前年消費量分については旧価格体系を適用し、前年を上回った部分について石油製品価格連動方式を適用する、二重価格制度が導入される
2014年9月	旧価格を約10%引き上げ
2015年2月	旧価格を更に約4%引き上げたことにより、旧価格と石油連動価格が同じ水準となったため、全てに石油製品価格連動方式を適用（旧価格体系は廃止）

（資料）政府ウェブサイト情報を基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

《 図表8：産業用天然ガスのシティゲート価格の計算式（上海市場価格）》

$$\text{シティゲート価格（税引前）} = \text{割引係数（0.85）} \times \left(60\% \times \text{重油輸入価格} \times \frac{\text{天然ガス単位当たりカロリー値（8,000Kcal）}}{\text{重油単位当たりカロリー値（10,000Kcal）}} + 40\% \times \text{LPガス輸入価格} \times \frac{\text{天然ガス単位当たりカロリー値（8,000Kcal）}}{\text{LPガス単位当たりカロリー値（12,000Kcal）}} \right)$$

（注）上記のシティゲート価格は上海の場合。上海のシティゲート価格を基に各地のシティゲート価格が決定される。なお、価格は毎年1回の頻度で調整されている模様。

（資料）政府ウェブサイト情報を基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

《 図表9：産業用天然ガスのシティゲート価格（2015年2月時点）（単位：元/m³） 》

省・直轄市	価格	省・直轄市	価格	省・直轄市	価格
上海	2.88	遼寧	2.68	四川	2.35
広東	2.88	山東	2.68	海南	2.34
浙江	2.87	江西	2.66	重慶	2.34
江蘇	2.86	湖北	2.66	寧夏	2.21
安徽	2.79	湖南	2.66	甘肅	2.13
河南	2.71	山西	2.61	内モンゴル	2.04
広西	2.71	吉林	2.46	陝西	2.04
北京	2.70	黒竜江	2.46	青海	1.97
天津	2.70	貴州	2.41	新疆	1.85
河北	2.68	雲南	2.41		

（資料）政府ウェブサイト情報を基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

② 小売価格の価格転嫁の状況

産業用の小売価格については、価格転嫁は比較的容易とみられ、実際、北京市においては、シティゲート価格が引き上げられるたびに、速やかに価格が調整されている（図表 10）。

《 図表 10：北京市における都市ガス価格の転嫁状況 》

シティゲート価格		小売価格（転嫁率）			
値上げの 実施時期	値上げ幅 （元/㎡）	産業用		家庭用	
		値上げの 実施時期	値上げ幅 （元/㎡）	値上げの 実施時期	値上げ幅 （元/㎡）
2010 年 6 月	+0.23	同年 9 月	+0.33（143%）	2012 年 12 月	+0.23（100%）
2013 年 6 月	+0.40（産業用）	同年 7 月	+0.39（98%）	（産業用のみ値上げ実施）	
2014 年 8 月	+0.40（産業用）	同年 9 月	+0.42（105%）		
2015 年 2 月	+0.04（産業用）	（影響は軽微と予想）			

(資料) 各種資料を基に三菱東京 UFJ 銀行企業調査部作成

一方、家庭用の小売価格の値上げについては、前述の通り、公聴会の開催を経て地方政府より認可を得る必要があるため、価格転嫁は容易ではなく、調達価格が上昇する局面では、都市ガス事業者にとってマイナス影響となる。

但し、都市ガス事業者のガス販売収入の約8割は産業用で占められていることから（図表 11）、家庭用の価格値上げが困難であっても、その影響は限定的とみられる。実際、主要な都市ガス事業者の近年の営業利益率をみると、家庭用のシティゲート価格の値上げ後も、概ね安定して推移しており、コスト転嫁面で大きな問題はみられない（図表 12）。

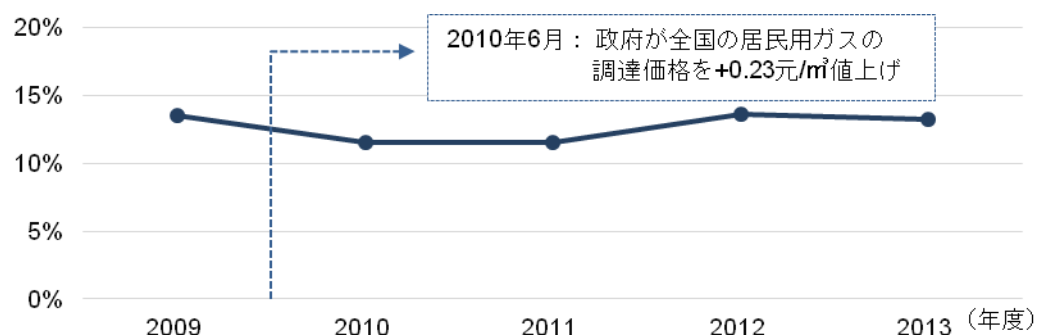
加えて、現時点で政府による家庭用のシティゲート価格の値上げ計画はなく、都市ガス事業者にとって、家庭用の調達価格は今後も安定的に推移するとみられることから、価格転嫁リスクは、当面限定的といえよう。

《 図表 11：都市ガスの用途別消費量シェア（2013年） 》

家庭用 21%	産業用 79%
---------	---------

(資料) CEIC、NDRC 資料を基に三菱東京 UFJ 銀行企業調査部作成

《 図表 12：主要都市ガス会社の営業利益率（ガス販売部門） 》



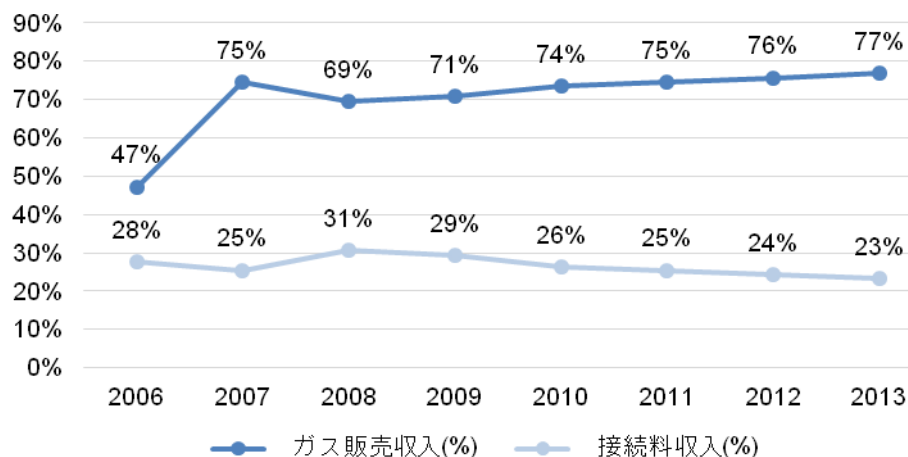
(注) 主要都市ガス会社：港華燃気、華潤燃気、中国燃気、新奥能源を含む。以後同様。

(資料) 企業 IR 資料を基に三菱東京 UFJ 銀行企業調査部作成

5. 主要企業の概要

都市ガス事業者の売上高は主にガス販売とガス供給開始時にユーザーから徴収する接続料に大別される（図表 13）。接続料収入は、収入に占める割合こそ低いものの、営業利益率が 50%を超えるなど（ガス販売は 8%～20%程度）、収益を押し上げる要因となっている。

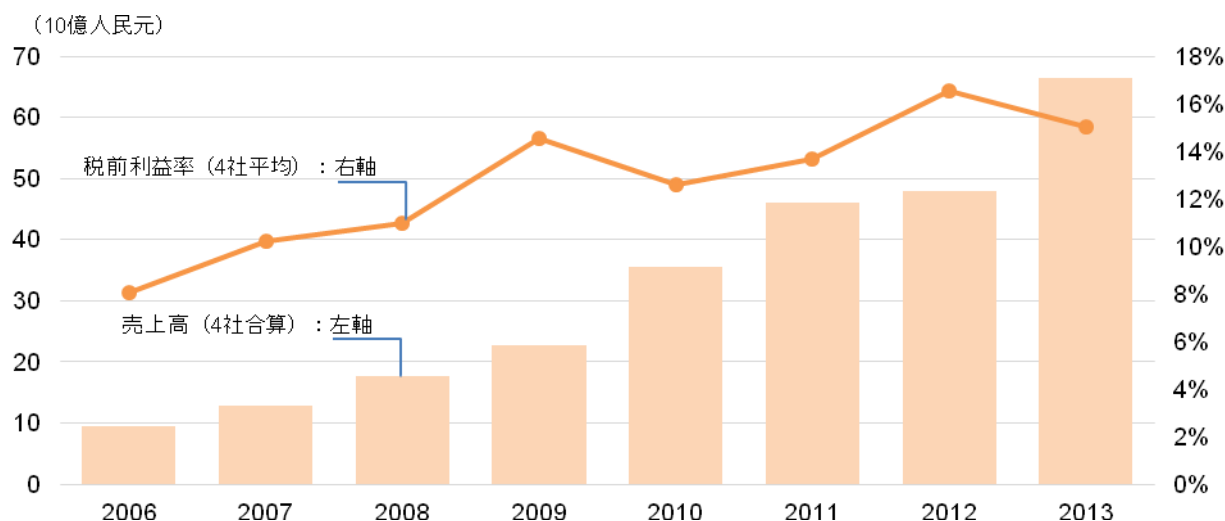
《 図表 13：主要都市ガス会社の売上高構成》



（資料）各社ウェブサイト、Bloombergなどを基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

主要な大手ガス事業者の売上高は、営業エリアの拡大やガス販売量の増加を背景に概ね2桁ピッチで伸びてきた（図表 14）。また、各社の税引き前利益率についても、一定の水準で推移しており、事業環境は概ね安定しているとみられる。

《 図表 14：主な都市ガス会社の業績推移（売上高、税前利益率）》



（資料）各社ウェブサイト、Bloombergなどを基に三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

6. まとめ

都市ガス事業は営業権方式となっており、営業権を確保した事業者は特定エリア内において長期に亘り独占的にガス供給事業を手掛けることが可能となる。また、都市ガス事業者のガス販売収入の約8割を占める産業用ガスは、価格転嫁が比較的容易とみられ、安定した収益を確保しやすい事業環境にある。

一方、価格転嫁の容易でない家庭用ガスについては、現時点で政府による価格引き上げ計画はみられないものの、シティゲート価格が大幅に引き上げられる局面では、事業者の利益率を下押しする可能性があるため、政府の価格政策動向については引き続き注視が必要と言えよう。

以 上

(執筆者連絡先)

㈱三菱東京UFJ銀行 企業調査部 香港駐在 竹原 毅洋

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

TEL：852-2249-3078 FAX：852-2521-8541 Email：Takehiro_Takehara@hk.mufg.jp



地方政府債発行解禁等に伴う中国経済および金融市場への影響について

三菱東京UFJ銀行（中国）
環球金融市場部
資金証券グループ 坂井 博昭

中国において、2015年5月18日に中国江蘇省が2015年初の地方政府債を発行した。この地方政府債の発行は、①2014年から2015年にかけて中国政府が地方政府債発行に関する制度の変更等を実施してきたこと、②地方政府が返済義務を持つ政府返済債務の地方政府債への借換えを行う債務スワップの実行¹と6,000億元の地方政府債の発行が行われる見込みであること等の理由で、その発行動向につき注目を集めていた。

これまで地方政府の資金調達面においてシャドーバンキングと地方政府は非常に密接な関係があった。シャドーバンキングの存在が地方政府の債務負担の急増等、地方政府債務問題を助長してきたとされている。

そのため、中国政府は2009年以来の低成長となった経済を支えるためのインフラ投資を確実にする一方で、地方政府の債務を抑制するため、地方政府の予算制度や資金調達手段の透明性の向上を目指している。その中で、地方政府に対し地方政府債の発行を解禁する等、現在、地方政府の資金調達について大きな変革の流れがある。

本稿では、中国の地方経済や地方政府債務問題を取り巻く状況を踏まえ、地方政府債等に関する中国政府の発表内容等を紐解きながら、地方政府の地方政府債の発行解禁等に伴う経済および金融市場への影響等につき、確認および考察することとする。

1. 中国の地方経済等の現状

(1) 地方経済の成長率

中国政府は2015年3月開催の全国人民代表大会（日本では国会に相当）にて、経済成長は「新常态（ニューノーマル）」に入ったとし、景気減速を容認しつつ消費を主体とした質の高い長期安定的な成長を目指すこととしている。

先般公表された2015年第1四半期の各地域の経済成長率を見てみると、31の省・自治区・直轄市のうち、政府の経済成長目標の同比+7.0%前後の成長率を達成したのは21の省・自治区・直轄市²に上り【図表1】、2015年第1四半期の地方の経済成長率は概ね政府目標値を維持している。

しかしながら、直近公表された経済指標において、2015年4月の不動産市況こそ改善の兆しを見せてはいる³ものの、ボトムアウトまでには至っておらず、また貿易統計が市場予想を下回って推移している⁴等、地方経済の成長率への影響が気になるところである。

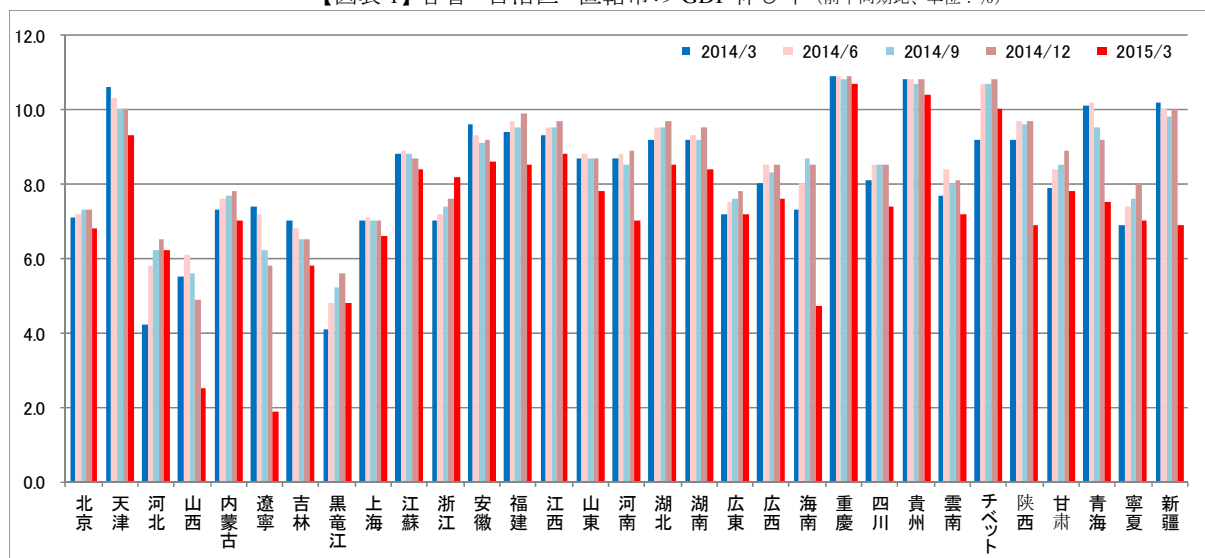
¹ 中国政府は当初債務スワップの限度額を1兆元としていたものの、2015年6月10日に1兆元の増枠を発表した。

² 政府目標は前年同期比+7.0%前後。今回は同+7.0%以上を達成した省・自治区・直轄市につきカウントした。

³ 2015年4月の住宅価格につき、国内主要70都市のうち中古住宅価格が前月比で下落した都市数は2月：69都市→3月：48都市→4月：34都市、また新築住宅価格が前月比で下落した都市数は2月：66都市→3月：50都市→4月：48都市とどちらも2ヶ月連続の改善となっており、下げ止まりの兆しが見える。

⁴ 2015年4月輸出は東南アジア・日本向けの輸入減が主因となり、前年同月比▲6.4%（予想は同+1.6%）。2015年4月輸入は内需の弱さが主因となり、同▲16.2%（予想は同+1.6%）。2015年4月輸出入実績は予想を下回っている。

【図表 1】各省・自治区・直轄市の GDP 伸び率（前年同期比、単位：%）



（出所）国家統計局のデータを基に、BTMUC が作成

（2）地方政府債務問題とシャドーバンキング問題⁵

中国では従前から地方政府債務問題について懸念されてきた。地方政府債務問題とは、法的に自ら銀行調達や債券発行が認められていない地方政府が、自ら設立した地方政府融資平台（Local Government Financing Vehicles、以下「LGFV」）等を通じて資金調達を実施し【図表 2】、その規模を拡大させたことで生じた問題、例えば地方政府の債務負担の急増や返済資金の土地売却収入への高依存度等を指す。

【図表 2】2010 年 12 月末・2013 年 6 月末の政府性債務残高

（単位：億元）

	2010年12月末政府性債務				2013年6月末政府性債務			
	政府返済債務	偶発債務	合計	シェア	政府返済債務	偶発債務	合計	シェア
LGFV	31,375	18,336	49,711	46.4%	40,756	28,949	69,705	39.0%
地方政府部門・機関	15,818	9,158	24,976	23.3%	30,913	9,684	40,597	22.7%
経費補助事業	11,234	5,956	17,190	16.0%	17,762	6,189	23,951	13.4%
国有企業(注)	-	-	-	-	11,563	19,793	31,356	17.5%
公共事業	1,097	1,401	2,498	2.3%	1,240	2,040	3,280	1.8%
その他	7,585	5,215	12,800	11.9%	6,626	3,394	10,020	5.6%
合計	67,110	40,066	107,176	100.0%	108,860	70,049	178,909	100.0%

（注）2010/12末は開示がないもの。

（出所）中国国家審計署を基に、BTMUC が作成

この問題は、地方政府の財政収支の不均衡を是正するため、中央政府が地方政府に対して行う「移転支出制度⁶」、1994 年に導入された「分税制⁷」の導入が引き金となっている【図表 3】。この制度により地方政府の財源が大きく中央政府に委譲され、次第に財源を失った地方政府が主体的に財政運営を行うことが難しくなっていた。財政収支が悪化した地方政府は、土地売却収入といった税収以外の財源の確保を行ってきた。それと同時に、リーマンショック後に中央政府が

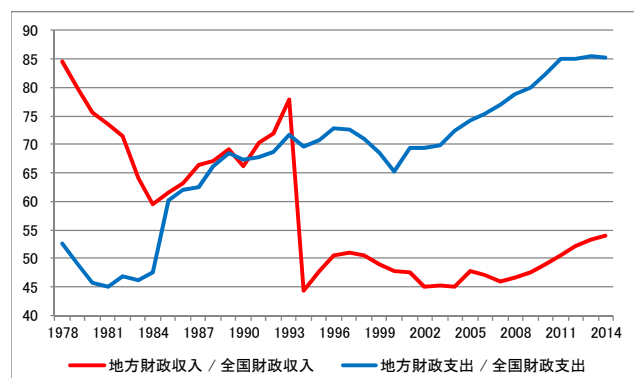
⁵ BTMU 中国月報（2013 年 7 月）「シャドーバンキング規制と金融市場への影響について」から抜粋。

⁶ 移転支出制度は、租税還付・一般的移転支出・使途特定補助などからなる。

⁷ 税金を国税・地方税・共有税に分類し、従来は地方政府の税収であった増値税（消費税に相当）を共有税とし、そのうち 75%を中央政府の税収とする制度。これにより、中央政府に財源が集中することになった。

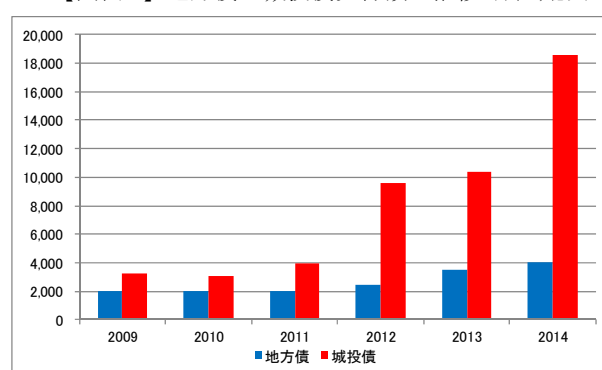
内需拡大のための4兆元規模の景気刺激策を打ち出して以降、急激な勢いでLGFVが発行する城投債での資金調達が増大、その傾向は顕著となった【図表4】。その城投債への投資の大勢を占めるのがシャドーバンキング⁸であるとされている。

【図表3】 地方財政収入・支出の割合推移 (単位: %)



(出所) 中国国家統計局のデータを基に、BTMUC が作成

【図表4】 地方債・城投債発行額の推移 (単位: 億元)



(出所) WIND のデータを基に、BTMUC が作成

シャドーバンキングは、銀行融資偏重の中国金融システムに調達手法の多様化をもたらし、銀行融資だけでは資金が行き届きにくかった業種および中小企業にも資金調達の手段を提供した。特に地方政府の債務リスクや不動産市場の過熱感が懸念され、銀行融資が厳しく規制され始めた2010年以降にはインフラ・不動産セクターへの資金供給について銀行融資を補完し、投資主導型といわれる中国経済を下支えしてきたと考えられていた。

銀行側の視点に立っても、預貸比率規制や資本規制で融資行動が制限される中、シャドーバンキングを利用して、銀行がオフバランスで中小企業等へ資金供給でき、金融仲介機能という社会的な役割を維持できた点で、シャドーバンキングの存在は不可欠なものとなっていた。

しかしながら、シャドーバンキングは①財務体質の弱いLGFVや中小企業者でも資金調達を容易にし、固定資産投資を助長してきたこと、および②その資金調達コストが高いこと等、地方政府債務問題を根深くしてしまった面もある。そのため、中国政府は地方政府債務問題の解決に向け地方政府債務問題の一端を担ったシャドーバンキングに対する規制を年々強めている【図表5】。

【図表5】 2014年以降のシャドーバンキング関連法律および制度等の変更 (抜粋)

	法律・制度等	改正内容等
2014年2月	理财产品の債券投資に関する規制	➤ 理财产品の銀行間債券市場での投資の場合、理财产品毎の口座を開設。 ➤ 銀行の自己勘定口座と理财产品勘定口座間、また同じ銀行の異なる理财产品勘定口座間での取引禁止。
2014年4月	信託会社のリスク管理監督に関する指導意見	➤ 信託会社に対する非標準化理财資金プール⁹等のシャドーバンキング業務の禁止。 ➤ 信託会社のリスク発生時の株主の支援体制構築。

⁸ シャドーバンキングの定義はまちまちである。BTMU 中国月報 (2013年7月)「シャドーバンキング規制と金融市場への影響について」によれば、シャドーバンキングは①銀行のオフバランスでの信用供与と②銀行以外の主体による信用供与に2つに大別できる。銀行がオフバランスで信用供与できる手段として、銀行理财产品 (銀行が主に個人顧客から防臭した資金を債券や信託融資等で運用する商品) や委託融資 (銀行が企業手段内での資金貸借を仲介するために発達させた金融サービス) 等がある。なお、中国人民銀行 (以下、「PBOC」) が毎月公表する社会融資総量 (一定期間内における経済全体の資金調達額) における銀行融資以外をシャドーバンキングと捉え、株式を含めることもあるが、本稿では株式を含まないものとして議論を進める。

⁹ 理财产品を通じて調達した資金を1つの口座に集めて非標準化債権資産 (信託貸付、委託資産等の市場で運用されていない資産) で運用・管理すること。

	(続き)	➤ 新商品の販売につき 10 日前までの当局への報告義務。
2014 年 7 月	銀行の理財業務の組織管理体系改善に関する通知	➤ 理財商品部門とリテール部門の分離、理財商品を管理する独立部門の新設。 ➤ 理財商品に係るリスクにつき投資家への説明義務。
2015 年 1 月	商業銀行委託貸付管理弁法	➤ 銀行が信用リスクを引き受けない旨明示。 ➤ 銀行に借り手の返済能力および貸し手の資金の妥当性当の審査を要求。 ➤ 債券発行で調達した資金等につき委託貸付への使用を禁止。

(出所) 各種政府公表資料を基に、BTMUC が作成

2. 地方政府発行の地方政府債の概要

(1) 地方政府債関連法案変更の概要

中国政府は各地方政府債務問題の解決を図るべく、LGFV を通じた銀行からの資金調達を制限する等、シャドバンキング規制を強めるとともに、地方政府に対し地方政府債発行での資金調達を認める等、2014 年以降地方政府債発行に関連する制度の変更を行いながら方向転換を進めている【図表 6】。

【図表 6】2014 年以降の地方政府債関連法や制度等の変更（抜粋）

	法律・制度等	改正内容等
2014 年 5 月	地方政府債券自主発行・自主償還試行弁法	➤ 従前地方政府債の元利払いは財政部が代行していた¹⁰が、地方政府が直接元利払いを行うように変更。 ➤ 地方政府債の格付公表を義務化。 ➤ 地方政府債の期間と発行ウェイトを従来の 3・5・7 年で各々限度額の半分以下から 5・7・10 年で 4:3:3 に変更。 ➤ 地方政府が地方政府債を発行できる対象の省・自治区・直轄市を 4 つ追加¹¹、合計 10 の省・自治区・直轄市¹²に拡大。
2014 年 10 月	地方政府債務の管理強化に関する意見	➤ 地方政府（省・自治区・直轄市）の資金調達を許可（国务院認可後）。地方政府は財政部に債務残高を報告、その残高の削減を明示（今後、残高の増加はできない）。 ➤ 財政資金の増加分および土地使用権譲渡収入は原則として債務償還に充当。 ➤ 2015 年末まで追加で発生するプロジェクト資金は LGFV を利用可、2016 年からは地方政府債からの資金調達に一本化。
	地方政府債務整理・処理弁法	➤ 政府による LGFV 債務の代理返済の禁止。 ➤ PPP モデル¹³推進による債務圧力の緩和。
2015 年 3 月	地方政府一般債券発行管理の暫定弁法	➤ 一般債券の定義と返済資金源を明確化。 ➤ 地方政府債の期間を 1・3・5・7・10 年に変更。また同一年数債券の発行規模を全体の 30%を超えない水準に変更。

¹⁰ 財政部が発行・元利金の支払いを代行する「地方代理発行債券」については、元利払い日の 5 営業日までに、財政部の指定口座に、地方政府が元利金と同額を納入することになっていた。

¹¹ 青島市、北京市、江西省、寧夏回族自治区の 4 つの省・自治区・直轄市。

¹² 2014 年の追加以外では、上海市・浙江省・広東省・深圳市（左記 4 つの省・自治区・直轄市は 2011 年認定）、山東省・江蘇省（左記 2 つの省・自治区・直轄市は 2013 年認定）の合計 6 つの省・自治区・直轄市。

¹³ PPP は官民パートナーシップ（Public - Private Partnership）の略。

	(続き)	➤ 発行と返済主体が地方政府である旨明確化。 ➤ 利率は入札の1～5営業日前の国債利回りに基づく旨明示。 ➤ 企業年金や保険会社等の機関投資家や個人投資家の地方政府債への投資を奨励。
2015年4月	地方政府特別債券管理暫定弁法	➤ 地方政府による特別債券の発行管理を明示。 ➤ 特別債券の期間は1～3年、5・7・10年(新たに2年が設定)。 ➤ 一般債と同様に企業年金や保険会社等の機関投資家や個人投資家の地方政府特別債券への投資を奨励。
2015年5月	地方政府債券の発行における指定引受に関する通知	➤ 地方政府は2015年に返済期限が到来する政府返済債務¹⁴を地方政府債への借換が可能(ただし、2015年8月31日までに発行を完了させる必要がある)。 ➤ 商業銀行は地方政府債を担保にした PBOC からの資金調達が可能。

(出所) 各種政府公表資料を基に、BTMUC が作成

2014年から2015年にかけての地方政府の地方政府債発行に関する大きな変更点は以下のとおりである。

a. 地方政府の地方政府債発行の解禁

従来、中国政府は各地方政府における地方政府債の発行を認めていなかったものの、全国31の省・自治区・直轄市のうち2010年には6つの省・自治区・直轄市、2014年に追加で4つの省・自治区・直轄市に限定して地方政府債の発行を認めてきた。その後、2014年10月に中国政府は各地方政府の地方政府債の自主発行を解禁した。地方政府債については①一般債券および②特別債券の2つに大別され、相違点は下記図表7のとおりであり、一方、共通点はどちらも地方政府が償還を自ら行うことにある。

なお、2015年の地方政府債は一般債券および特別債券を合わせて6,000億元の発行が見込まれる。

【図表7】 地方政府債の一般債券および特別債券の特徴

債券種類	2015年発行限度	利用範囲	償還財源	発行期間
一般債券	5,000 億元	収益を伴わない公共工事	一般公共予算	1・3・5・7・10 年
特別債券	1,000 億元	一定の収益を伴う公共工事	事業収益	1～3・5・7・10 年

(出所) 各種政府公表資料を基に、BTMUC が作成

b. 2015年に償還期限到来の政府返済債務の地方政府債への借換え等

2015年に期日が到来する、政府が返済責任を持つ政府返済債務の地方政府債での借換えを可能とする旨中国政府が2015年5月に発表した。中国国家審計署の報告(2013年6月末時点)¹⁵では、2015年に償還期限が到来する地方政府性債務は2兆7,771億元、そのうち本件の対象となる政府返済債務は1兆8,578億元となることがわかる【図表8】。当初、地方政府債への借換の限度額が中国全体で1兆元と設定されており、2015年償還期限が到来する政府返済債務額を下回っていたが、2015年6月には借換限度額が2兆元まで増枠され、本件対象の政府返済債務

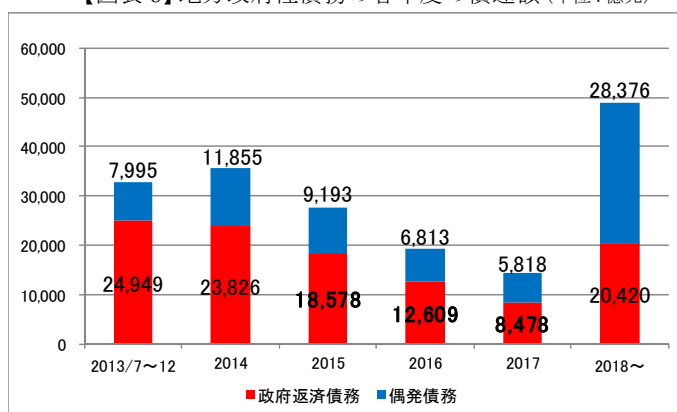
¹⁴ LGFV を通じての銀行借入・城投債や国有企業からの借入等、地方政府が返済義務を負っている債務を指す。

¹⁵ 中国の国家審計署が2013年8月～9月にかけて全国の地方政府債務について2010年に続き調査を実施。地方政府債務の全体像を把握する公式統計として、2013年12月に「全国政府債務審査結果」(2013年6月末時点)を発表した。

全額を地方政府債にて借換えることを可能とした。

また、中国政府は商業銀行に対し地方政府債を担保にした PBOC からの資金調達を行うことができるようにした。この制度変更により、商業銀行の地方政府債投資への意欲を高めたほか、PBOC から調達した資金を、商業銀行が債券投資以外の企業融資や他の投資等へ利用することができるようになるだろう。

【図表 8】地方政府性債務の各年度の償還額 (単位: 億元)



(2) 地方政府債の現状

こうした地方政府の資金調達についての方向転換にもかかわらず、冒頭で紹介した江蘇省の地方政府債の発行は一度延期されている（具体的な理由は開示されず）。中国政府が各地方政府の財務担当局に対し、地方政府債の発行を促したと報道された後に漸く発行された経緯がある。ただ、この発行を契機に、地方政府債の発行が増え、2015年5月だけで5つの省・自治区・直轄市にて地方政府債の発行が行われ、2015年5月末時点で約1,340億元が発行済みとなっている【図表9】。

【図表 9】地方政府債の発行状況および今後の予定

(単位: 億元)

発行体	試験地域になった年	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (注2)
財政部(注1)	-	2,000	2,000	1,771	2,211	2,848	2,908	
広東省	2011年			69	86	121	148	
上海市	2011年			71	89	112	126	
深圳市	2011年			22	27	36	42	
浙江省	2011年			67	87	118	137	
山東省	2013年					112	137	360
江蘇省	2013年					153	174	522
江西省	2014年						143	
青島市	2014年						25	
北京市	2014年						105	
寧夏回族自治区	2014年						55	
新疆ウイグル自治区								59
湖北省								200
広西チワン族自治区								200
合計		2,000	2,000	2,000	2,500	3,500	4,000	1,341

(注1) 地方代理発行債券

(注2) 実績は2015年5月末時点。

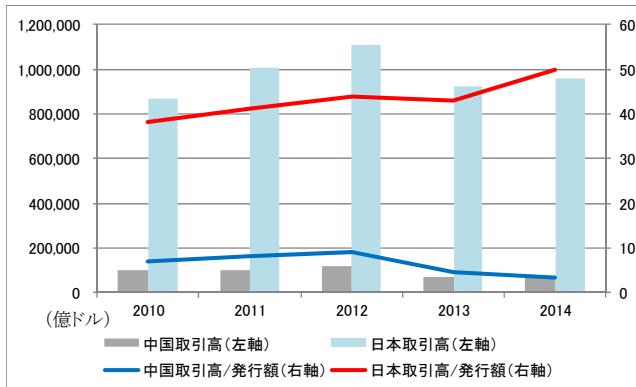
(出所) WIND のデータに基づき、BTMUC が作成

2015年は地方債への借換も含め、合計
1兆6,000億元の発行を予定。

地方政府債の発行利回りは、基本的に流通市場における中国国債利回りに基づき算出することとされている。日本等のように、債券発行額に比して流通市場での債券取扱高が大規模であり【図表 10】、債券市場が一定程度成熟している国では、国債利回りとは地方債の発行利回りは、リスクプレミアム分が上乗せされるため、地方債利回りが国債利回りに比して高くなる傾向にある【図表 11】。

しかしながら、中国では地方政府債利回りが国債利回りとはほぼ同程度もしくは下回る状況が発生している（2015年5月末時点では直近中長期国債利回りが上昇したことから、地方政府債発行利回りが国債利回りを▲10bp 前後下回っている）【図表 12】。

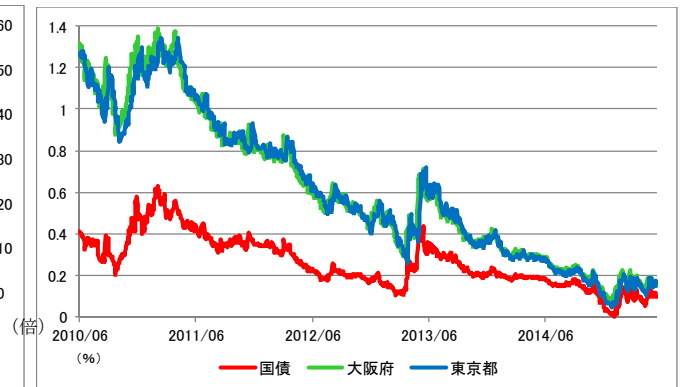
【図表 10】中国・日本の公社債取高・取引高/発行額比率



(注) 月次データを基に、各月末の為替相場を勘案のうえ作成。

(出所) WIND・日本証券業協会のデータを基に、BTMUC が作成

【図表 11】日本での期間 5 年物の国債および地方債の利回り推移



(出所) Bloomberg のデータを基に、BTMUC が作成

【図表 12】2015 年の地方政府債の発行利回りおよび中国国債流通利回りとの差異

(単位: 億元)

発行日	地方政府	合計発行額	期間3年物				期間5年物				期間7年物				期間10年物			
			発行額	発行利回り	流通利回り	差異	発行額	発行利回り	流通利回り	差異	発行額	発行利回り	流通利回り	差異	発行額	発行利回り	流通利回り	差異
5月18日	江蘇省	522	104.4	2.94%	2.82%	0.12%	156.6	3.12%	3.08%	0.04%	156.6	3.41%	3.36%	0.05%	104.4	3.41%	3.41%	0.00%
5月21日	新疆ウイグル自治区	59	11.8	2.84%	2.85%	-0.01%	17.7	3.07%	3.12%	-0.05%	17.7	3.37%	3.39%	-0.02%	11.8	3.41%	3.43%	-0.02%
5月27日	湖北省	200	20	2.85%	2.88%	-0.03%	60	3.15%	3.16%	-0.01%	60	3.40%	3.49%	-0.08%	60	3.45%	3.51%	-0.06%
5月28日	広西チワン族自治区	200	40	2.86%	2.90%	-0.04%	60	3.16%	3.32%	-0.16%	60	3.42%	3.59%	-0.17%	40	3.47%	3.57%	-0.10%
5月29日	山東省	360	72	2.87%	2.92%	-0.05%	108	3.20%	3.29%	-0.09%	108	3.46%	3.58%	-0.12%	72	3.49%	3.60%	-0.11%

(出所) Bloomberg のデータを基に、BTMUC が作成 (2015 年 5 月末時点)

3. 地方政府債発行解禁等に伴う経済および金融市場への影響

(1) 地方政府の財政負担の軽減

2014 年から 2015 年にかけての地方政府債発行解禁等により、地方政府の財政負担は一定程度軽減できると考えられる。

例えば、2015 年に償還期限到来の政府返済債務を地方政府債へ借換えることのできる制度¹⁶を利用した場合、従前地方政府が比較的高い金利で資金調達していたと見られる【図表 13】政府返済債務を、比較的低金利の地方政府債での資金調達に借換えることができ、調達金利を低減ができる¹⁷。現在公表の 2013 年の地方政府全体の公共財政支出 (129,092 億元) のうち 0.29% 程度の 384 億元程度財務負担を軽減できる可能性がある【図表 14】¹⁸。

【図表 13】期間 5 年物の貸出金利・城投債利回り



(出所) WIND のデータを基に、BTMUC が作成

¹⁶ 2015 年の地方政府債の発行は 2 兆 6,000 億元を見込んでいる。債務スワップ対象は全国で 2 兆元であり、残りは地方政府債、一般債券および特別債券を合わせた 6,000 億元となっている。

¹⁷ 例えば、債務コスト (債券の場合) は債務スワップ利用前 4.78%→債務スワップ利用後 3.15%へ低下する (推定)。

¹⁸ 国泰君安証券の「中国地方政府債投資ハンドブック (2015 年)」によれば 1 兆元の債務スワップを利用した場合には地方政府の財務負担を 400~500 億元程度削減する効果があると報告されている。

【図表 14】 2兆元の債務スワップ利用における財務負担削減効果

＜前提条件＞

- ①1兆元の債務スワップは全額利用し地方政府債を発行するものとする。
②2013年6月末の政府返済債務のシェアを利用し、1兆元における銀行借入の借換額等を算出。
③LGFVが発行した城投債の平均発行期間は5年超であること等に鑑み、債券利回り等は期間5年ものを基準とした。

(単位: 億元)

	2013年6月末		政府性債務1兆元借換え前			地方政府債への借換後		
	政府返済債務	シェア	左記シェアに基づき借換額 (A)	利回り(注3) (B)	年間利子負担 (C)=(A)×(B)	利回り(注4) (D)	年間利子負担 (E)=(A)×(D)	削減額 (F)=(E)-(C)
借入	72,877	66.9%	6,695	5.98%	401	3.15%	211	▲190
銀行	55,252	50.8%	5,076	5.98%	304	3.15%	160	▲144
その他(注1)	17,625	16.2%	1,619	5.98%	97	3.15%	51	▲46
債券発行	11,659	10.7%	1,071	4.78%	51	3.15%	34	▲17
その他(注2)	24,323	22.3%	2,234	-	-	-	-	-
合計	108,859	100.0%	10,000	-	-	-	-	▲207

(注1)個人や証券会社等からの借入を含む。

(注2)ファイナンスリースや未払金等を含む。

(注3)銀行借入金利は2010年時点での期間5年の基準金利の加重平均を採用。債券利回りは2010年時点での城投債の発行金利の加重平均を採用。

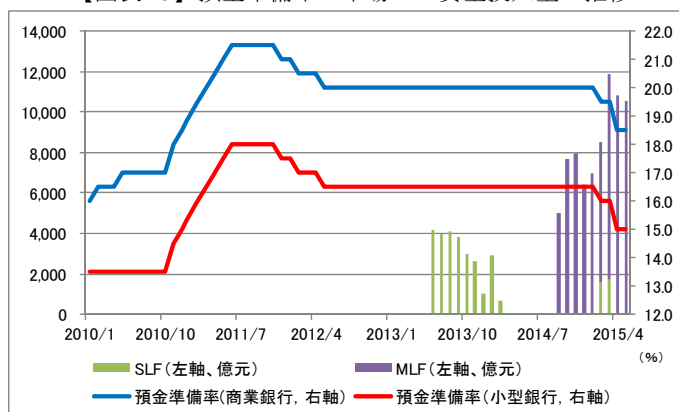
(注4)2015年5月の発行済みの期間5年の地方政府債発行利回りの加重平均を採用。

(出所) 中国国家審計署の資料および WIND のデータを基に、BTMUC が作成

また、中国政府は2015年に入り2回の預金準備率の引下げを実施したことや2015年5月末残高ペースで1兆元超の短期および中期流動性ファシリティー¹⁹(以下、

「SLF」・「MLF」)を実施したこと【図表15】等、市場の流動性を一定程度確保・調整できるような金融緩和策を有している。中国政府は今後も市場の動向にあわせ、市場に資金を供給し、地方政府債を発行しやすい、比較的低金利な環境を整えることが想定される。そのため、地方政府が今後発行する地方政府債の発行条件は、従前調達してきた城投債等に比して低い金利となることが考えられ、上述の2兆元の債務スワップを利用しない場合においても、地方政府の財務負担は一定程度軽くなる可能性がある。

【図表 15】 預金準備率・市場への資金投入量の推移



(出所) PBOC の資料および CEIC のデータを基に、BTMUC が作成

(2) 地方政府のシャドーバンキングからの資金調達額の縮小

中国においてシャドーバンキングを網羅的に捉えた統計指標は存在しないが、PBOC が毎月公表する社会融資総量(一定期間内における経済全体の資金調達額)では、委託融資・信託融資・銀行引受手形・社債での調達状況を確認することができる。

2013年には社会融資総量に占める銀行融資以外の比率がピークの48.6%となり、シャドーバンキングからの資金調達は拡大傾向にあったものの、シャドーバンキング規制導入の影響もあり、2014年には上記比率が40.4%へと低下、2015年1-4月には22.5%と大幅に低下をしている【図

¹⁹ SLF は Standing Lending Facility の略。期間は最長3ヶ月。商業銀行は国債・政策銀行債等を担保として申請により PBOC から資金調達が可能となる。MLF は Medium-term Lending Facility の略。期間は3ヶ月。商業銀行は申請により PBOC から資金調達が可能となる。ただし資金使途は三農(農業・農村・農民)および零細企業向けの融資に限定されている。

表 16】。

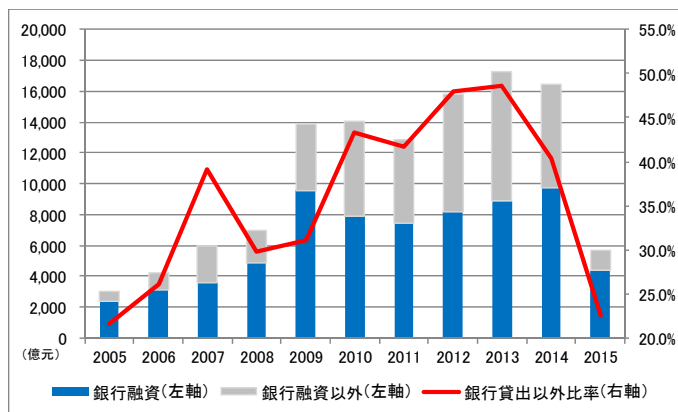
各省・自治区・直轄市の社会融資総量に占める銀行融資外比率についても同様な傾向が見られ、福建省や黒竜江省を筆頭に同比率は大幅に減少、前期から同比率が改善したのは全 31 の省・自治区・直轄市のうち 27 の省・自治区・直轄市となっている【図表 17】。

このことから、総じて 2014 年からの中国政府のシャドーバンキング規制については一定の成果を得ているものと判断できる。

地方政府は今後もシャドーバンキングからの資金調達制限され、地方政府債での資金調達を行うため、更なる資金調達の透明性確保が図られるだろう。

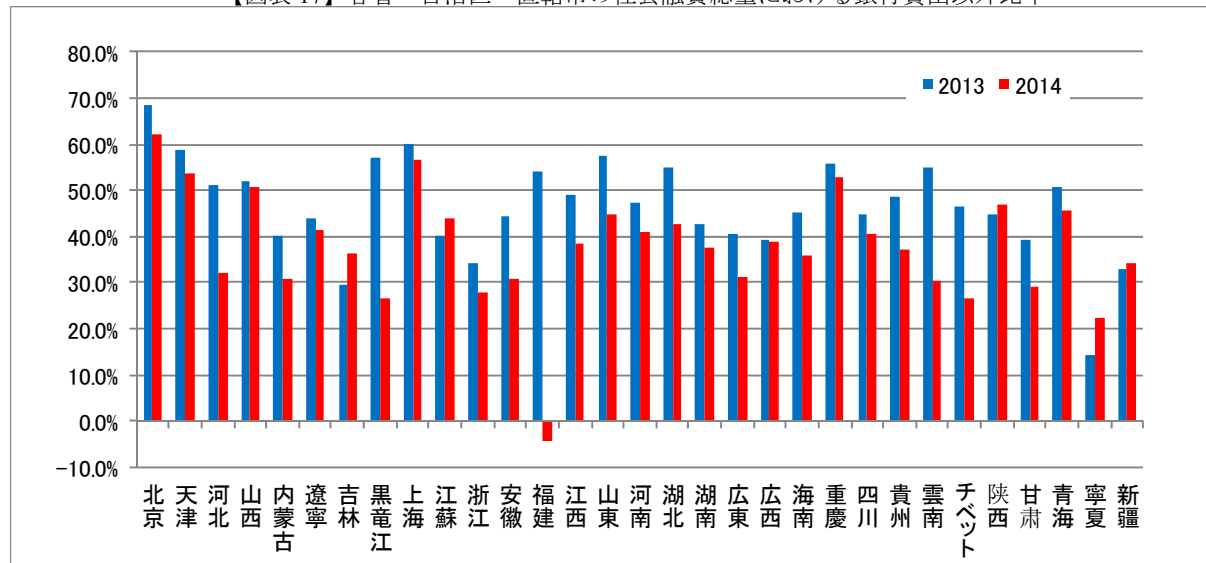
ただし、地方政府債の発行解禁等により地方政府の資金調達手段が地方政府債のみと限定され、地方政府が比較的自由に資金調達を行えなくなっている状況も考えられる。2014 年に LGFV にてデフォルトが発生していた旨の報告がなされた²⁰ように、地方政府の資金繰りが逼迫しているもしくは今後逼迫する可能性もあることから、引き続き地方政府の財政動向等には注視が必要となるだろう。

【図表 16】社会融資総量のうち銀行貸出以外比率の推移



(出所) PBOC の資料を基に、BTMUC が作成

【図表 17】各省・自治区・直轄市の社会融資総量における銀行貸出以外比率



(出所) PBOC のデータを基に、BTMUC が作成

4 むすび

中国政府は従前地方政府に対し自らの資金調達を原則禁止していた。一方で資金調達ができない地方政府は自ら LGFV を設立し、インフラ整備や公共事業への資金を充当するため、シャドーバンキング等からの資金調達を実施してきた。シャドーバンキングは地方政府に多様な資金調達手段を提供し、地方経済の発展につき資金面で一役を担ってきた一方で、固定資産投資を助長してきたことや資金調達コストが高く地方政府の財政負担を大きくしてしまったこと等、地方政府債

²⁰ 全国から 9 つの省・自治区・直轄市（具体的な省は明示されず）が選ばれ政府性債務の調査が行われた。2013 年 6 月から 2014 年 3 月までの間で償還期限が到来した政府性債務のうち 579.31 億元は借換等で対応できたが、8.21 億元は返済ができなかった旨、全国国家審計署から報告がなされた（2014 年 6 月 25 日付）。

務問題を根深くしてしまった面を有する。

今回の地方政府に対する地方政府債の発行の解禁および 2015 年に期限が到来する政府返済債務の地方政府債へ借換えを行う債務スワップの実行等は中国政府および地方政府にとって非常に大きな政策変更である。

この政策変更により地方政府の資金調達手段が限定されるため、地方政府の資金繰りが逼迫する可能性等はあるものの、従来から問題視されてきた金融システムの不透明性の改善が図られるとともに、地方政府にとって財務負担削減をもたらすことができる等、一定のメリットは享受できるものと考えられる。

以 上

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行（中国）環球金融市場部

E-mail: tsutomu_kishimoto@cn.mufg.jp

TEL:+86-(21)-6888-1666 (内線)2950



華南ビジネス最前線～深圳市前海協力区における新たな外債管理方式

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25回目となる今回は、「深圳市前海協力区における新たな外債管理方式」について取り上げます。

(ご質問)

最近、深圳市前海協力区で「新たなクロスボーダーローン（以下、「外債」）の管理政策」が発表されたと聞きました。その内容について教えてください。

2015年3月6日、国家外債管理局深圳市分局より、「前海深港現代サービス協力区における外債マクロプルーデンス管理試行の実施細則¹⁾」（以下「本細則」）が公布されました。「本細則」では、前海協力区において新たな外債管理方式が試行されることが示されています。今回は、その概要について簡単に紹介します。

1. 「本細則」の主な内容

「本細則」では、前海協力区内の金融機関以外の外資系企業が「外債」を借入れる場合、従来の「投注差方式」（投資総額と登録資本の差額に基づく外債管理方式）に加えて、前年度の監査済み純資産の2倍の範囲内で外債借入を可能とする「比率自律管理方式」を選択できることが規定されています。また、「本細則」では、中資系企業についても、負債総額が総資産の75%を上回らないことを条件に「比率自律管理方式」に基づく外債借入を認めています。

「比率自律管理方式」では、残高ベース管理が採用されており、借入期間が1年以下の短期外債のみならず中長期外債についても元本を返済することにより外債枠を再び利用することができます。

「本細則」により、前海協力区内の外資系企業は、外債借入に際して「投注差方式」と「比率自律管理方式」を選択することが可能となりますが、区外の現行政策を選択した場合に「比率自律管理方式」を選択することは出来ません。また、「比率自律管理方式」における人民元外債の取り扱いや、前海協力区独自の政策である「前海クロスボーダー人民元貸付²⁾」との兼ね合いなど実務面で不明瞭な点があることから注意が必要です。

2. 各地域における外債管理方式の試行

「本細則」により前海協力区では「比率自律管理方式」が導入されましたが、表1のとおり各地で従来の投注差方式とは異なる外債管理方式が試行されていますのでご紹介します。

¹⁾ 弊行配信のニュースフォーカス第8号（2015年）ご参照：
https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info005/info005_20150319_001.pdf

²⁾ 三菱東京UFJ銀行（中国）有限公司のレポートご参照：
<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200403/313010902.pdf>
<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200403/313011601.pdf>

【表1】 投注差方式と各地域で施行された新たな外債管理方式

対象地域	対象企業	通貨	借入限度額	外債管理方法
一般地域（投注差方式）	外資企業	人民元	投注差の範囲内	発生額管理（返済後も外債枠は復活しない）
		外貨	投注差の範囲内	短期：残高ベース管理 中長期：発生額管理
上海自由貿易試験区（2014年22号通知）	区内企業 外資・中資	人民元	振込資本金×1倍 or 1.5倍 ×政策変数	残高ベース管理
上海自由貿易試験区（2015年8号通知）	区内企業 外資・中資	人民元・外貨	資本×外債レバレッジ率 ×政策変数（自由貿易口座を利用の場合）	残高ベース管理
大連市・遼寧省	区内企業 外資	外貨	純資産の2倍まで	残高ベース管理
前海協力区（「本細則」）／北京市中関村国家自主创新模範区／江蘇省張家港保稅区（金港鎮）	区内企業 外資・中資	人民元・外貨	純資産の2倍まで 中資企業は、負債総額が 総資産の75%以内	残高ベース管理
前海協力区（「前海クロスボーダー人民元貸付」）	区内企業 外資・中資	人民元	借入限度額は区内で総額管理 但し、貸付人は香港で人民元業務を営む銀行	
天津エコシティ	区内企業 外資・中資	人民元	借入限度額は区内で総額管理 但し、貸付人はシンガポールの銀行	
蘇州工業園区	区内企業 外資・中資	人民元	借入限度額は区内で総額管理 但し、貸付人はシンガポールの銀行	

3. まとめ

「本細則」は2015年3月6日の公布とともに施行されており、前海協力区の外商投資企業及び中資企業は同日より、「比率自律管理方式」による外債借入が可能となっています。「比率自律管理方式」では残高ベースでの外債管理が行われるため、従来の「投注差方式」と比べて柔軟な外債借入が可能と言え、企業にとってはオフショア資金を活用した事業展開の環境が整います。

なお、今回「本細則」が発表された前海協力区は広東自由貿易試験区の対象地域に含まれていることから、前海協力区では、今後自由貿易試験区として中国本土と香港間の協力関係をより一層深化させるような積極的な政策の発表が期待されます。

以上

（本稿は香港の隔週誌香港ポスト2015年4月24日号掲載分を一部修正したレポートです）

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せ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。



税務会計: 関連者向け海外送金に関する中国税務管理強化の最新動向

KPMG中国

税務パートナー

グローバル・ジャパニーズ・プラクティス

陳蔚 (Chen Vivian)

近年来、中国の税務当局は BEPS（「税源侵食と利益移転」）行動計画に積極的に関与し、国際的な租税回避を防止するための税務管理措置を導入しつつある。とりわけ、多国籍企業にとって関連会社向け海外送金に関する税務政策面の変化及び実務上各地当局の動向は注目を集めている。これらを背景に、中国国家税务总局は 2015 年 3 月 18 日に「海外関連者向けの費用支払に関わる企業所得税関連問題に関する公告」（以下「16 号公告」）を公布し、移転価格の観点から海外送金問題に対する税務管理指針を更に明確にした。

16 号公告によれば、独立企業間原則に準拠しなかった中国企業の海外送金に対し事後更正を行い、関連判定基準を満たさない送金項目に対し、中国企業の企業所得税上損金算入を否認するなど、非貿易項目の海外送金に関する中国税務当局の管理原則及び具体的な審査基準が明文化された。16 号公告の詳細について次の通り解説する。

I 第 16 号公告の要点

1. 独立企業間取引原則を強調し、実態のない海外関連者への海外送金費用の損金算入を否認する

独立企業間取引原則に則らず海外関連者に支払った費用に対して、税務当局は調整を行う旨を改めて強調した。加えて、機能及びリスクを負担せず、実質的な経営活動のない海外関連者に送金した費用は、費用の性質を問わず、中国企業の企業所得税上損金算入を認めないことも明確にされた。

2. 役務サービス費に対し受益性テストを実施し、損金算入できない役務項目を明確にしている

海外関連者から役務の提供を受け、中国企業が関連のサービス費用を海外送金する場合、役務サービス費の合理性を判断するために、受益性テストが導入され、関連役務により中国企業に直接または間接経済利益をもたらすことが要求されている。と同時に、16 号公告において、海外関連者に支払われた下記役務の対価は、損金算入できないと明記されている。

＜損金算入を認めない役務サービス＞

- 1) 中国企業が負担する機能とリスク、または企業の経営と関係のない役務
- 2) 海外関連者が、中国企業の直接または間接の投資者の投資利益を確保するため、中国企業に対して実施した支配、管理及び監督等の役務活動

- 3) 海外関連者が提供した中国企業が既に第三者から購入しまたは自社で行っている役務活動
- 4) 中国企業が関連グループに所属することにより余分の利益を獲得したが、当該企業が特定実施対象として、グループ内の関連者が行った具体的な役務活動を受けていない場合
- 5) その他関連者間取引において既に弁償を獲得した役務活動
- 6) その他中国企業に直接または間接に経済利益をもたらすことができない役務活動

上記に列挙された役務サービスの内容から分かるように、中国税務当局は中国企業に対する受益性テストにあたって、広範囲における検証を行っている。また、関連役務が投資者活動に該当すべきではない（項目 2）参照）、重複して関連役務を受け取り、または弁償を獲得すべきではない（項目 3）、5）参照）など、多くの検証基準は今まで中国当局が提出した関連 BEPS 行動計画への意見書、または対外的におおやけな講演などで見解を示したことがあるが、中国の内国税務法規において明文化し、かつ企業所得税上損金算入できないと明確にされたのは初めてである。

3. 経済的所有権の有無及び貢献度テストによるロイヤリティの損金算入問題

16 号公告によると、無形資産の法律上の所有権を持っているものの、中国企業の価値創出に貢献していない関連者に中国企業が支払うロイヤリティは、独立企業間原則に合致しない場合、損金算入できないと規定されている。即ち、無形資産の法律所有権より、経済的所有権を重んじてロイヤリティ費用の損金算入の可否を審査する要点となっている。

仮に経済的所有権問題の判断をクリアし、ロイヤリティ費用を海外送金できるという前提で、次に検討すべきことは、海外関係者が中国企業に請求するロイヤリティ費用の多寡を如何に判定するかということである。当該公告には各関連者の当該無形資産の価値創出に対する貢献度を勘案し、各関連者が享受すべき経済利益を確定しなければならない旨の内容が規定されている。これに対し、国家税務総局は 16 号公告の解釈において、無形資産の開発や価値向上、維持、保護、応用、普及における各関連者が果たしている機能、投下した資産、負担したリスクについて分析し、各関係者が無形資産の価値創出への貢献度を判定すべきであることを要求している。

しかしながら、貢献度テストを実施する際に、中国と海外関係当事者間によるそれぞれの価値創出（例えば中国企業が受けられる中国市場プレミアムなど）を如何に定量化し、かつそれをロイヤリティの価格設定に反映させるかについて、明確な法規または判断基準がないため、今後は税務局と納税者の争議の焦点になりやすいであろう。

II 16 号公告による日系企業への影響

1. 海外送金手続きへ不利な影響を与え、関連税務処理の不確実性が増加

2013 年 9 月以降、外貨管理局と国家税務総局が公布した 40 号公告の実施に伴い、非貿易項目の海外送金をする際に送金用納税証明書の提出が不要となり、いわゆる送金前の税務上事前審査制度から届出制度に変更し、中国企業による海外送金手続きが簡易化された。

旧の事前審査制度のもとで、納税者は主管税務局に納税証明書の申請を通して関連取引の税務処

理に関する当局と事前確認ができたことと異なり、現行の海外送金の税務管理制度では、とりわけ 16 号公告の公布に伴い、税務局は事後税務審査を強化し、企業にとって海外送金後に関連の税務処理の不確実性が確実に増えた。

一方、16 号公告の公布に伴い海外送金手続きに変化があるかについて、国家税務総局は、中国企業が海外送金する際に事前に税務機関の審査を受ける必要がない旨、16 号公告に対する解釈によって再度強調した。但し、一部のローカル税務局は審査制に近い取扱いで送金時の契約届出申請を厳しく対応している実務を考えて、企業は関連の税務政策面の変化により海外送金手続きへ可能となる不利な影響に留意する必要がある。

2. 税務局による納税更正及び二重課税問題

第 16 号公告では、海外送金費用に対し「損金不算入」の納税更正の根拠は企業所得税法第六章の特別納税調整によるものと定めている。特別納税調整を実施する場合、通常正式な移転価格調査を立案し、内部審理プロセスを経て最終的に国家税務総局に届出し報告する必要がある。しかし、各地の税務局は正式な移転価格調査の立案による煩雑な内部審査手続きを避けるため、通常管轄下の会社に対し、まず自主調査し自己更正を要請するが多い。移転価格調査は 10 年遡って実施することができる。

正式な調査または自社更正により損金算入を否認された場合、中国企業は海外に支払った関連費用に企業所得税（通常 25%税率が適用）の税金コストが生じることとなるが、一方海外関連者はその受け取った中国源泉収入に対し、関連の源泉所得税などを中国国内の会社に源泉徴収されていたため、グループ会社全体からすれば中国で二重課税の問題が出てくる。

3. 説明資料の提出が義務付けられ、法令遵守のための作業負担が更に増加する

第 16 号公告によれば、企業が海外関連者に費用を支払う場合、主管税務機関は企業と関連者が締結した契約書または協議書、及び取引が真実かつ独立企業間取引原則に合致することを証明する関連資料の提出を要求できる。

従って、今後関連海外送金費用に対し税務局に質疑された場合、企業は関連取引の真実性、中国企業への受益性、その他関連取引との関連性などについて、中国企業と海外関連会社における大量な証明資料を用意しなければならないことが予測される。

加えて、移転価格の観点から独立企業間取引原則に合致することを証明するための資料を当局に求められた際に、とりわけ既存の移転価格文書化報告でカバーされていない取引に対して、同業他社利益水準分析をはじめとする移転価格関連資料の作成を別途手配する必要がある。また、ロイヤリティの送金に係る無形資産の価値創出に対する各関連会社の貢献度をサポートするために、定量化するための分析手法の選定及び関連資料の作成がいずれも専門性の高い作業であり、企業にとって法令遵守のハードル及び関連の作業負担が更に増加する見込みである。

III 16号公告に関する税務局の最新動向及び今後の対応

2015 年に入り、中国各地の税務局はクロス・ボーダー取引、非居住者企業への税務管理を強化し、今年の税務調査重点とされている。16 号公告の公布後に、既に一部の税務当局（例えば中国華南と華中地域において）は役務サービス費、ロイヤリティ等を含む全ての対外送金項目の状況に対し、管轄地域の企業に対し、自主調査と自己更正を要請し、もしくは専門項目の調査を実施している動きが見られている。

16 号公告の実施に伴い、多国籍企業は海外送金に係る中国税務リスクを低減し、関連の税務処理の確実性を高めるため、適切な対応策を早期に検討することを提案する。具体的に以下の対応方法が考えられる。

- － まず現存のクロス・ボーダー取引における関連者間の費用負担方法をレビューし、海外送金に係る中国税務リスクを評価すること。
- － 16 号公告で定められた審査方針に基づき、税務当局の質疑及び審査に対応するため、現行の契約書、記録、財務状況などの証明資料を整理し、関連者会社の財務担当者に業務の内容と性質及び関連の立証方法を理解してもらうこと
- － 特定されたリスクの高い項目に対し、二重課税問題を最大限に回避するため、海外送金を実施する前に、送金項目に関する海外関連者と中国企業各自の中国税務処理を現地の税務局に確認し、当局の理解を求めること
- － 移転価格の観点から、関連送金項目に係る取引価格設定のポリシーを見直し、必要となる移転価格文書書類を準備すること。

(監修者連絡先)

KPMG 中国

税務パートナー

グローバル・ジャパニーズ・プラクティス

陳蔚 (Chen Vivian)

中国深圳市深南東路 5001 号華潤大廈 9 楼

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号楼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号楼A座3階	86-22-2311-0088 86-22-5982-8855
大 連 支 店 大連経済技術開発区出張所	大連市西岗区中山路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 上海自貿試験区出張所	上海市浦東新区陸家嘴環路1233号 匯豐大廈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号楼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号嘉里建設広場 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 合景國際金融広場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

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。