



SMBC CHINA MONTHLY

第136号

2016年10月

編集・発行：三井住友銀行 グローバル・アドバイザリー部

<目次>

● 経済トピックス①	構造改革の推進に向け、景気テコ入れ策を強化 日本総合研究所 調査部 主任研究員 佐野 淳也 2
● 経済トピックス②	中国人旅行者に対する受入環境改善や更なる満足度の向上 日本総合研究所 リサーチ・コンサルティング部門 シニアマネジャー 太田 壮祐 3~4
● 経済トピックス③	中国の潜在的な不良債権は 12.5 兆元と、公式発表の 10 倍 日本総合研究所 調査部 副主任研究員 関 辰一 5~6
● 経済トピックス④	工業化生産が進む中国キノコ業界 三井住友銀行（中国）企業調査部 アナリスト 柳 笛 7
● マーケティング関連情報	すべての顧客を囲い込む戦略 ~中長期に成功する最大のソリューション~ 船井（上海）商務信息咨询有限公司 総経理 中野 好純 8~9
● 投資情報	財務・税務デューディリジェンス における中国企業特有の留意点 デロイト トーマツ 中国サービスグループ 公認会計士 三好 高志 10~12
● マクロ経済レポート	中国経済展望 日本総合研究所 調査部 副主任研究員 関 辰一 13~17
● 金利為替情報	■中国人民元 ■台湾ドル ■香港ドル 三井住友銀行 アジア・大洋州トレジャリー部 （シンガポール駐在） エコノミスト 鈴木 浩史 18~20

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

経済ピックス① 構造改革の推進に向け、景気テコ入
TOPICS 政策を強化

SMBC China Monthly

日本総合研究所 調査部

主任研究員 佐野 淳也

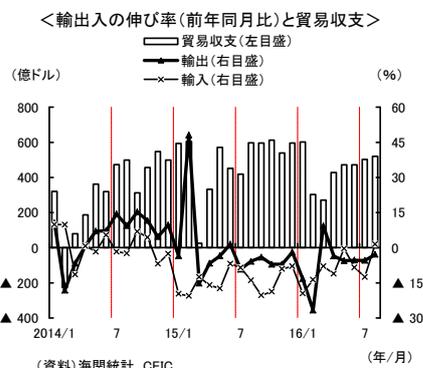
E-mail: sano.junya@jri.co.jp

■景気持ち直しの勢いは緩慢

最新の経済指標をみますと、持ち直しの動きが一部に表れているものの、その勢いは緩慢なペースにとどまっています。

例えば、8月の輸入（ドル建て）は前年同月比+1.5%と、2014年10月以来のプラスとなりました（右上図）。工業生産や消費の鈍化が一段落し、持ち直していく兆候と判断できるでしょう。もっとも、足元における一次産品価格の上昇もプラス転換の一因となったこと、前年同月の輸入額が低水準であったことを勘案すれば、景気の持ち直しを反映した輸入増の動きが続くかどうかは不透明です。一方、輸出は5カ月連続の前年割れでしたが、マイナス幅は同▲2.8%と縮小しました。主要輸出先別で見ると、EUや日本向けのプラス転換、ASEAN 向けの減少ペースの鈍化といった明るい材料を指摘できます。とはいえ、世界貿易の伸び悩みなどから、急回復は見込みにくいと思われます。

また、国家統計局・中国物流購入連合会が発表した8月の製造業購買担当者指数（PMI）は50.4と、好不況の目安とされる50の大台を2カ月ぶりに回復しました。ただし、財新発表のもう1つの製造業PMIは50.0に低下し、製造現場における景況感の回復はまだら模様といえそうです。



＜国务院常务会议（9/5）＞

決定項目	主な方針
重点プロジェクト等の早期推進	<ul style="list-style-type: none"> ・ 第13次5カ年計画に盛り込んだ重点プロジェクトを前倒して推進 ・ 水利や都市水害防止といった施設建設への中央予算の投入を上積み ・ 政策銀行の貸出の奨励、商業銀行の戦略的新興産業向け融資の増加を誘導
地方政府の取り組み加速	<ul style="list-style-type: none"> ・ 進展の目覚ましい地方に対しては、試行策の実施等で優遇 ・ プロジェクトの進捗が遅れている地方への督促および問責の実施

（資料）中国政府ホームページ

■内需拡大は構造改革の推進にプラスと強調

直近の景気動向を受けて、習近平政権の対応が注目されるなか、9月5日の国务院常务会议は、景気テコ入れの強化を政府方針として打ち出しました（右下表）。具体的には、①重点プロジェクト等の早期推進、②地方政府の取り組み加速の2項目がテコ入れ策の柱と位置付けられています。

重点プロジェクトの早期推進では、第13次5カ年計画の重点プロジェクトの前倒し、水利プロジェクト等への中央予算投入の上積み、金融機関による融資増の誘導などが盛り込まれました。地方政府の取り組み加速では、プロジェクトの進捗が遅れている地方には督促や問責を行う一方、進展の目覚ましい地方には試行策の実施等で優遇すると表明し、「アメとムチ」でやる気を喚起しようとしています。

テコ入れ策の実施理由として、政府は内需拡大が供給サイドの構造改革の円滑な推進にプラスであることを強調しました。民間企業の参入障壁撤廃や規制緩和への取り組み表明に加え、重点プロジェクトの早期促進について言及した部分で、過剰生産能力の積極的な削減を併記するなど、安定成長の持続と構造改革の推進をセットにした経済運営を堅持する方針です。

こうした経済運営の方向性は適切と思われるものの、実行段階では相当の困難を伴うと想定されます。構造改革を重視し過ぎますと、短期的な景気の下振れリスクが高まりかねません。一方、円滑に改革を進める目的で景気テコ入れ策を強化し過ぎた場合、過剰設備や過剰債務の処理が進まず、改革をかえって阻害しかねません。習近平政権には、各種政策措置を調整しながら、景気の安定と構造改革の推進を両立させる難しいかじ取りが引き続き求められています。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

先月は、中国人旅行者の日本での消費状況について、購買総額やリピーターの増加といった観点から見てきました。また、更なる外国人旅行者の増大に向けて観光庁が認定している「広域観光周遊ルート」への期待についても触れました。

今月は、先月に引き続き2016年7月に公開された訪日外国人消費動向調査等を基に、中国人旅行者のニーズや、受入環境改善へのポイント、リピーターの満足度を高めるために有効な施策等についてまとめます。

■主要ニーズは「日本食を食べること」「ショッピング」「自然・景勝地観光」「温泉入浴」

訪日外国人消費動向調査によりますと、中国人旅行者が「訪日前に最も期待していたこと」および「次回したいこと」では、「日本食を食べること」「ショッピング」「自然・景勝地観光」「温泉入浴」が上位4位を占めており、これらの活動への高い期待が伺えます。

すなわち、初めて訪れる人に対してもリピーターに対しても、この4つを適切に提供することが中国人旅行者の満足度を高める上で重要になります。今後、訪日客を伸ばしていきたい地域においては、旅行代理店等とも連携しながら、上記の4点を一連のツアー経路として組み込む等、観光地としての魅力をさらに高めていく必要があるでしょう。

また、訪日中国人の消費行動が、「モノ消費」から「コト消費」へ移っているとの指摘は多くなってきていますが、「訪日前に最も期待していたこと」および「次回したいこと」で「ショッピング」が2位となっていることから、依然として一定の「モノ消費」へのニーズが存在することも確認できます。これは、日本製品の品質に対する満足や、安全・安心に対する信頼感が底堅いことを表しているのかもしれませんが、ただし、昨今の為替の影響に加え、EC（電子商取引）経由で買える日本の商品が増えていることもあり、来日時に大量に物を購入する「爆買い」現象は落ち着いてくるものと思われる。

図表1：中国人旅行者が「訪日前に最も期待していたこと」と「次回したいこと」
(上位10項目)

質問	順位	内容	質問	順位	内容
訪日前に最も期待していたこと (単一回答)	1	自然・景勝地観光	次回したいこと(複数回答)	1	日本食を食べること
	2	ショッピング		2	ショッピング
	3	日本食を食べること		3	自然・景勝地観光
	4	温泉入浴		4	温泉入浴
	5	テーマパーク		5	繁華街の街歩き
	6	繁華街の街歩き		6	四季の体感(花見・紅葉・雪等)
	7	日本の歴史・伝統文化体験		7	旅館に宿泊
	8	四季の体感(花見・紅葉・雪等)		8	テーマパーク
	9	旅館に宿泊		9	日本の歴史・伝統文化体験
	10	日本の日常生活体験		10	スキー・スノーボード

(資料) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」(2016年4~6月期)

■受入環境改善に向けては「無料 Wi-Fi」整備と分り易い「交通手段」の情報提供が必要

また、中国人が日本滞在中に役に立った旅行情報源は、「インターネット(スマートフォン)」が62.7%と、2位の「観光案内所(空港除く)」の16.0%を大きく引き離しています。中国人旅行者の多くは、スマートフォンを片手に、自らの手で情報を調べながら日本国内を旅していることとなります。

このことを裏付けるように、「日本滞在中にあると便利だと思った情報」では、「無料Wi-Fi」が1位となっています。また、2位となっている「交通手段」については、鉄道・バス等公共交通機関の乗り換え案内や料金体系、目的地までの所要時間等について、外国人旅行者への分かり易い情報提供や、駅・ターミナル等での係員の対応に課題があるのか、旅行者が苦勞していることが伺い知れます。

図表2：中国人旅行者が日本滞在中にあると便利だと思った情報（上位10項目）

順位	情報	選択率(%)	順位	情報	選択率(%)
1	無料Wi-Fi	54.5	6	観光施設	27.8
2	交通手段	46.3	7	現地ツアー・観光ガイド	20.5
3	買物場所	36.6	8	イベント	13.2
4	飲食店	34.9	9	土産物	12.8
5	宿泊施設	33.5	10	文化体験プログラム	10.6

(資料) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」(2016年4~6月期)

こうした現状を背景に、2016年3月に観光庁が策定した「明日の日本を支える観光ビジョン」では、「すべての旅行者が、ストレスなく快適に観光を満喫できる環境」の実現に向け、通信環境の飛躍的向上、多言語対応による情報発信、公共交通利用環境の革新等、様々な改革案が示されています。

また、前号で紹介した、中部エリアを対象とした「昇龍道」ルートでは、「外国人旅行者向けの広域二次交通の整備・情報発信」、「せとうち・海の道」ルートでは、「本ルート上におけるシームレスなWi-Fi環境の整備」が受入環境整備の重要ポイントとして挙げられており、改善に向けた取り組みが進んでいます。

関連する各事業者においても、スマートフォン向けのWi-Fiレンタルや、旅行者への分かり易い交通手段の情報配信、交通手段の手配サービス等は、引き続き有効なサービスとなり得るでしょう。

■中国人旅行者の利便性を考えた各種サービス

中国人観光客の日本での受け入れ体制にはまだまだ改善の余地があるようですが、一部で、中国人旅行者の利便性向上に資する各種サービスが登場しています。

日本のある家電量販店では、訪日中国人観光客向けに中国本土でのサポートサービスを提供しています。SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）を活用し、現地スタッフが、訪日前の各種問い合わせや訪日後のアフターサービスへの対応を行っています。

また、日系保険会社の中国現地法人が発売を開始した訪日中国人向け海外旅行保険の商品では、旅行中のケガ・病気への対応、旅程遅延や荷物の紛失等による損害補償等、通常の海外旅行保険におけるサービス内容に加え、日本国内の飲食店や百貨店、ドラッグストアで使えるクーポンが付帯されていたり、各都道府県が中国語で提供している観光、交通、イベント等のインターネット上の情報をワンクリックで閲覧できたりと、中国人旅行者のニーズに即した商品が開発されています。

「日本食」や「景勝地」「温泉入浴」等を入口に日本文化への興味を抱いてくれる中国人旅行者に対し、情報収集や、手続き、買い物、移動等にまつわるちょっとしたストレスや不安を解消するような工夫を行うことで、リピーターとなって何度も日本に旅行に来てくれる中国人が増え、彼らを迎える日本企業のビジネスチャンスも広がることでしょう。

経済トピックス③
TOPICS

中国の潜在的な不良債権は
12.5兆元と、公式発表の10倍

SMBC China Monthly

日本総合研究所 調査部

副主任研究員 関 辰一

E-mail: seki.shinichi@jri.co.jp

中国の潜在不良債権比率は、2015年末時点で8.6%と推計されます。これを、シャドールバンキングを含む全国の与信総額に当てはめると、同年末の潜在的な不良債権残高は名目GDPの18.5%に達するとみられます。

■2015年末の潜在不良債権比率は8.6%

中国銀行業監督管理委員会の公式統計によりますと、2015年末の商業銀行の不良債権比率は1.7%、不良債権残高は1兆2,744億元にとどまっています。当局は金融機関に対して、貸付債権を①正常、②関注、③次級、④可疑、⑤損失の5種類に分けるように求め、③～⑤を不良債権としています。ちなみに③の定義は、借り手の返済能力に明らかな問題が発生し、正常な収入によって債務の元本と利息を返すのに十分な金額を保証することができない貸付債権です。

しかし、現在の基準では、不良債権の実態は不透明といわざるを得ません。金融機関は上記の定義に則って不良債権を認定しているとは限りません。当局も金融機関に不良債権の認定基準を守らせ、十分な監督責任を果たしているか疑問です。

そこで以下では、営業キャッシュフローによって支払利息を賄えるかどうかを基準に、独自に「潜在不良債権比率」を推計しました。まず、上海証券取引所と深セン証券取引所の全上場企業(A株)の社数は、2016年5月17日時点で2,850社でした。全企業の2015年の財務データ

を整理すると、借入金および支払利息のある上場非金融企業は2,327社、この2,327社の借入金合計は8兆5,499億元でした(右表)。

<潜在的に危険な借入金の比率(潜在不良債権比率)>

業種	企業数 (社)	借入金 (億元)	潜在的に危険な企業数 (社)	潜在的に危険な借入金 (億元)	潜在的に危険な借入金の比率 (%)
製造業	1,492	26,064	153	4,918	18.9
農林漁業	40	361	8	63	17.6
卸小売業	130	3,285	12	563	17.1
コングロマリット	21	311	3	44	14.3
採掘業	69	10,758	14	762	7.1
運輸・倉庫	74	4,828	2	286	5.9
不動産業	121	13,764	17	612	4.4
その他	380	26,127	14	117	0.4
合計	2,327	85,499	223	7,367	8.6

(注)上場企業2,850社のうち借入金かつ支払利息のある非金融企業2,327社の財務データを集計。

算出方法は本文を参照。

(資料)各社の2015年年報、Windを基に日本総研作成

次に、安全な企業と「潜在的に危険な企業」

に仕分けしました。その際、1年間の広義の営業キャッシュフローであるEBITDAが、同年の支払利息を下回る企業を潜在的に危険な企業と定義しますと、2,327社のうち223社が「潜在的に危険な企業」に分類されました。

この223社の借入金が返済能力面からみた「潜在的に危険な借入金」であり、合計しますと7,367億元となりました。最後に、2,327社の借入金総額に対する比率を「潜在不良債権比率」として算出しました。

結果をみますと、2015年末の潜在不良債権比率は8.6%と、公式統計の5倍にのぼる高水準でした。業種別にみますと、製造業が18.9%と最も高く、農林漁業17.6%、卸小売業17.1%、コングロマリット14.3%、採掘業7.1%、運輸・倉庫5.9%、不動産業4.4%と続きます。潜在不良債権比率が高い分野ほど、銀行貸し付けが回収困難となるリスクが大きいと判断できます。また、潜在的に危険な借入金の額を基準にみれば、製造業4,918億元、採掘業762億元、不動産業612億元、卸小売業563億元の順であり、これらの分野向け融

資の不良債権化が銀行経営を揺るがす恐れがあるといえるでしょう。

■不良債権規模の推計：12.5兆元と公式統計の10倍

続いて、8.6%と試算された潜在不良債権比率を使って、金融機関全体の不良債権額を推計しましょう。公式統計の不良債権額は商業銀行のオンバランス与信だけを対象にしたものですが、本稿では金融機関の経営破綻リスクを探るため、オフバランス与信も含めた不良債権額の試算を行いました。

まず、オンバランスの与信について、公式統計では2015年末の不良債権残高1兆2,744億元、不良債権比率1.7%であり、ここから推計される2015年末の銀行融資残高は75兆元前後です。一方、中国人民銀行の「社会融資規模存量統計データ報告」によると、2015年末の人民元建て融資と外貨建て融資の合計残高は95.8兆元です。ここでは、よりカバー範囲の広い95.8兆元をオンバランスの与信残高とします。

次に、オフバランスの与信、いわゆるシャドバンキングの規模について考えます。一般的にシャドバンキングは、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能ですが、ここでは、銀行の理財商品と委託融資、信託会社の信託融資の3つをシャドバンキングとして扱います。

理財商品は、銀行が個人や企業から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却することなどにより、融資資産を銀行のバランスシート内からバランスシート外へ移転するものです。

委託融資は銀行を仲介役に企業が他の企業へ貸し付けることであり、本来であれば委託する企業が融資条件を決めるものの、実態的には銀行が貸付先や用途、金額、金利などを決め、融資資産を銀行のバランスシートから企業のバランスシートに移転しています。なかには、銀行のグループ企業が銀行融資規制のある貸付先に融資するケースや、銀行がある企業から通常より高い金利で預金を預かると同時に、その企業に銀行指定の貸付先に委託融資してもらうケースなどもみられます。

信託会社のバランスシートを経由する形の信託融資も、銀行のオフバランス融資として急拡大してきました。3つのいずれの形態も、銀行自身が深く関わっているだけに、融資が焦げ付きますと、銀行の損失負担が発生する可能性が高いとみられます。

中央国債登記結算有限責任会社によりますと2015年末の銀行理財商品は23.5兆元、中国人民銀行によりますと委託融資残高は同10.9兆元、中国信託業協会によりますと信託業の資産管理規模は同14.7兆元です。したがって、2015年末のシャドバンキングの規模はこれらの合計である49.1兆元という大きさになります。

実際には、銀行のオフバランスの与信の方が回収不能となるリスクが高いとみられるものの、ここでは単純にオンバランスとオフバランスを合わせた与信総額144.9兆元のうち8.6%が不良債権と仮定すれば、中国の金融機関の抱える不良債権残高は12.5兆元となります。これは、公式統計の10倍の金額であり、名目GDPの18.5%に相当します。公式統計は不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランス与信が対象に入っていないこと、ならびに商業銀行以外の金融機関の不良債権がカウントされていないこと等が、今回の推計値との大きな違いに繋がっています。

以上のように、不良債権の実態は公式統計を大きく上回るとみられるだけに、金融危機発生リスクは払拭できそうにありません。実際、2015年には債務超過に陥る中小金融機関が出現し、ここ1年で取り付け騒ぎも複数回発生しました。当面は金融機関の破綻や緊縮財政などの政府によるミスハンドリングの可能性に注意しなければならない局面といえるでしょう。

経済トピックス④
TOPICS

工業化生産が進む中国キノコ業界

SMBC China Monthly

三井住友銀行(中国)企業調査部

アナリスト 柳 笛

E-mail: di_liu@cn.smbc.co.jp

近年、中国のキノコ類生産量は国内消費の増加に牽引される格好で年々拡大しています。生産も従来の農家による自家栽培から、工場設備を使用した工業化生産へ移行しつつあり、早くもメーカー間の競争は激化しています。

■国内需要が牽引する生産増

中国では、人件費上昇等に伴うコスト競争力の低下を受け、缶詰など加工食品を中心としたキノコ製品の輸出は縮小している一方、消費者の所得水準の上昇や健康志向の高まりに伴い、健康に良いとされるキノコ類の国内需要は堅調に拡大しています。また、近年ではキノコ類の鮮度を保ったまま配送できるチルド物流の整備や、エリンギ、ブナシメジ等の新たな品種の消費者への浸透に伴い、世界の約7割を占める中国のキノコ類生産量は年々拡大しています。

■工業化生産の台頭

中国ではキノコ類の9割以上は農家の自家栽培によって生産されているものの、都市化の進展等に伴い働き手の農家離れが進み、キノコ類栽培の人手不足が深刻化しています。

こうした流れを受け、近年、工場設備を使用したキノコ類の工業化生産を手掛ける企業が増加しています。中でも、生産期間が短く回転が速い上、収穫作業を含めた全生産工程を自動化できるエノキやエリンギ、ブナシメジ等の工業化生産比率が比較的高くなっています。

工業化生産は生産量が季節や気候変動に左右されず、農家栽培の一般的な収穫期(3~8月)以外にも出荷ができるほか、作物の品質や外観のバラつきも抑えられ、高めの価格設定が可能となります。このため、生産コストは設備投資を要すること等から農家栽培を上回るものの、通年では農家対比高い収益性を実現しています。

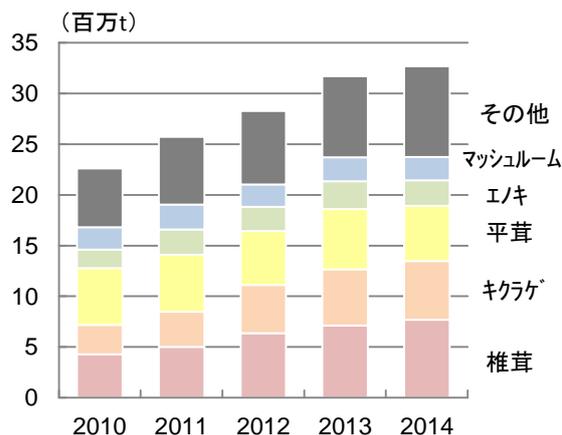
■メーカー各社の戦略

もっとも、工業化生産への新規参入企業の急増に伴い、エノキなど一部品目は供給過剰による価格低下を余儀なくされています。キノコ類の工業化生産は、競合間で商品品質における差別化が難しいこともあり、参入各社では菌種改良や最適な生産環境の設定を通じて生産期間の短縮化や不良品比率の引き下げ等を図り、収益力を強化する必要があります。ゆくゆくは椎茸など消費量が大きい一方、工業化生産の難易度が高く価格競争も比較的緩やかな品種の量産体制を構築し、他社に対する技術優位性を確立していくことが求められます。

加えて、キノコ類は主に生鮮品として出荷され賞味期限も限られていることから、工業化生産によって大量生産された同商品の廃棄ロスを抑えていくためには、安定した販売量の確保に向けた販売力の強化が重要なポイントとなります。参入各社では代理商を通じて卸売市場に販売するのが一般的ですが、今後は自社の販売部門も強化し、スーパーや飲食店等への独自販路の開拓や、市場動向の把握に努めていく必要があります。各社の取り組みが注目されます。

<図表>

中国におけるキノコ類生産量の推移



(出所) 中国食用菌協会

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

マーケティング関連情報

すべての顧客を囲い込む戦略

REPORT

～中長期に成功する最大のソリューション～

SMBC China Monthly

船井(上海)商務信息諮詢有限公司

総経理 中野 好純

E-mail: yosh@funaisoken.com.cn

■すべての顧客を囲い込む戦略

～中長期に成功する最大のソリューション～

読者の方の中には iPhone を愛用されている方も多いと思います。日本は世界でもダントツに iPhone のシェアの高い国です。中国ではまだまだ iPhone は高級機種ですが、それでも愛用者はどんどん増えてきています。iPhone ユーザーはよほど大きな不満が無い限りかなりの確率で iPhone にまた買い替えるとの明確なデータがあります。Apple Inc. の戦略が奏功している結果ですが、何が成功の要因でしょうか？いろいろな要因がありますが、私は Apple Inc. が全世界のユーザーと iTunes を武器につながっていることが大きな要因ではないかと思っています。他社機種と機能のみを比較すれば価格差ほどの価値は感じないというユーザーも多い一方で、Apple Inc. とつながるライフスタイルに安心感を持つことにより、iPhone を継続して使用している人が非常に多いということではないでしょうか。

米国企業は、ブランドホルダーが国内、国外を問わず全ユーザーと一人ずつつながるビジネスモデルを好みます。Apple Inc. だけでなく、Google Inc. も Amazon.com, Inc. にも同じ思想が根底に流れています。この思想を私は「One to All 戦略」と定義しています。この思想は中国にも輸入され、QQ、微信 (WeChat) で有名な騰訊 (テンセント) も、淘宝网 (Taobao)、天猫 (T-mall)、阿里巴巴 (Alibaba) を運営している阿里巴巴集団も、同じ思想の上に成り立っています。つながるユーザーが多ければ多いほどビジネス規模が大きくなる、もっとはっきり言えば手数料収入が多くなるビジネスモデルが、確実に世界のスタンダードになって来ているということです。実は日本でも、携帯電話会社、クレジットカード会社、保険会社、教育関連企業などは、全く同じ思想の上に成り立っているのです。

一方で日本企業は中国においては、代理店を選定し、代理店に指示・支援を行うのみ、という代理店中心の事業展開を行い、自社製品・自社サービスを利用する末端のユーザーとは一定の距離をとるビジネスモデルを展開しがちです。理由は中国事業のリスクが高いため投資をできるだけ抑える戦略を採っているからです。日系ブランドとして微信 (WeChat) 上にオフィシャルアカウントを開設したとしても、フォロワーひとりひとりとコミュニケーションを取ることに積極的ではありません。そもそも自社製品・自社サービスのユーザーが中国に何百万人もいる一方で、微信 (WeChat) のフォロワーが数千人しかない日系ブランドも珍しくありません。海外市場においても日系企業間で競い合うビジネス環境であれば、すなわち代理店間の競争になりますので、これまでのビジネスモデルのままでよいのかもしれませんが、しかしながら、これからの競争環境は明らかに異なってきます。ブランドホルダーが全ユーザーとつながる One to All 戦略を取る新規参入企業が参入したときに、かつての代理店チャネルの上のみ成り立つ顧客基盤や販売利権が根底から崩れる可能性が出てくるのです。思い出していただけますでしょうか。2000年代初頭、ガラケーが当たり前の時代に Apple Inc. の iPhone は存在しませんでした。スマートフォンが主流になった現在、多くのガラケーでシェアを競いあってきた日本のブランドはこの市場から撤退していっています。戦うゲームのルール自体が変わってきたということです。

読者のみなさまの業界において、どのような形で One to All 戦略を取るビジネスが成り

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

立つかを想像してみましょう。産業用機械の会社であれば、メンテナンスはすべてメーカー側がオンラインでサポートし、必要に応じて現場でもサポートも行うとか、また食品や化粧品ブランドであれば、流通チャネルとは別にすべてのユーザーとECで繋がることなどが考えられますね。One to All が成り立ちにくい業種、業界においても知恵を絞れば One to All 戦略の糸口は必ずあるはずです。このような企業が出てきたときに戦うゲームのルールは一変してしまうのです。

もう一つ私が個人的に感じているのが、IT技術の進化です。スマートフォンを使われている読者の方は音声認識ソフトを既に体感されているでしょう。年々、音声文字認識する機能が格段に進化してきています。それと同時に注目すべきは翻訳機能も年々進化しているということです。音声認識技術と翻訳技術がともに進化している以上、「同時通訳アプリ」が格安または無料で利用できる時代がすぐそこまで来ています。これは One to All 戦略を取るビジネスモデルにとって大きなチャンスとなります。ブランドホルダーとユーザーが言葉の壁を簡単に乗り越えて、チャット対応やコールセンター対応が格段にしやすくなることを意味するからです。世界中の人が特定のブランドでつながることが簡単にできることになり、これまではそれぞれの国の枠内でシェアを争っていた企業が世界を舞台にユーザーの獲得合戦を始めることとなります。One to All 戦略としては現時点では、米国企業、中国企業に軍配が上がっているかもしれませんが、どちらも巨大な人口を抱える経済大国なので、One to All 戦略をとる価値をどこよりも早く感じていたからです。これからは国の枠組みがほぼなくなる時代ですので、日本企業にもチャンスは出てきます。10年後、20年後の世界で戦うためにすべてのユーザーを囲い込む戦略を本気で議論し、いち早く次世代のビジネスモデルに着手すべきだと感じています。

船井（上海）商務情報諮詢有限公司

総経理 中野 好純

1970年生まれ。米国大手消費財メーカー（P&G）を経て1998年に船井総合研究所に入社。海外関連のコンサルティングプロジェクトを統括し、上海をはじめ中国主要都市で現地企業との提携、関係構築に注力。コンサルタントとしてはクライアント企業のグローバル化、海外戦略立案の支援に従事し、特にマーケティング、販促、ECを含む販路開拓を得意とする。2012年に株式会社船井総合研究所が上海に設立した現地法人（100%子会社）の総経理に就任。著書「中国市場で日本の商品を高く売るためのマーケティング戦略」（総合法令出版刊）



コラムに関するお問い合わせは yosh@funaisoken.com.cn まで。

投資情報 財務・税務デューデリジェンス REPORT における中国企業特有の留意点

SMBC China Monthly

デロイト トーマツ 中国サービスグループ

公認会計士 三好 高志

E-mail: chinanews@tohmatu.co.jp

今回は、中国企業に対する財務・税務デューデリジェンスを取り上げます。デューデリジェンス（以下、「DD」と省略）とは、投資に先立ち投資対象企業の資産・負債の内容、潜在リスク、問題点等を調査することですが、中国企業に対するDDにおいては、一般的な日本国内企業に対するDDと比較し、特有の留意点があります。本稿では、特に財務・税務DDの領域における留意事項及び実際のDDでの典型的な発見事項を紹介します。

なお、本稿の意見に係る部分は筆者の私見であることをあらかじめお断り申し上げます。

Q.

中国企業への投資に先立ち財務・税務デューデリジェンスを検討しています。中国企業に特有の留意点があれば教えてください。

1. DD全般における留意事項

① DDベンダーの選定

中国企業に対するDDを行う場合には、まず言語の問題をクリアしなければなりません。特に中国資本の企業（中国内資企業）の場合には、資料やインタビュー等全ての場面で中国語での対応が必要となりますが、一方でDD結果を社内で共有する必要があるため、中国語／日本語（又は英語）といった複数言語に対応できることが必須条件となります。

② 実施するDDの種類

DDにはビジネス、財務、税務、法務、人事、IT、など様々な領域がありますが、どの範囲でDDを実行するかは各領域におけるリスクや費用対効果を勘案する必要があります。まず、中国内資企業では大胆な租税回避行為を行う等、高い税務リスクを抱えているケースがあり、これに関連して財務報告も歪められている場合があります。また法務面においては、違法行為、適切なライセンスの未取得、不動産登記情報更新の遅れ等の問題が散見されます。したがって、特に財務・税務・法務については適切な専門家に依頼し、入念なDDを行うことが買収側のリスクを低減するために有用であると考えられます。

③ 資料の入手

中国では、VDR（バーチャル・データルーム）の使用が日本や他の欧米諸国ほど普及していません。そのため、DDで依頼した資料はメールやハードコピーなどで提供されることが一般的です。電子データで情報が提供される場合には、特にエクセルファイルでは言語設定の影響で文字化けが生じてデータが読み取れないことが多々あるので留意が必要です。また、DD対象会社のIT環境が脆弱な場合には、そもそも電子データが準備できず、現地を訪問してハードコピーを閲覧するしかないという状況もあり得ます。

④ 現地の訪問

DDには、遠隔地において資料の閲覧のみを行うデスクトップDDと、現地訪問を行うオンサイトDDがありますが、オンサイトDDを行うことがより効果的です。特に中国企業で

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

は、購入から間もない建物や設備の老朽化が想定以上に進んでいるケースや、資産や情報の管理が杜撰なケース、管理担当者に必要な知識や経験が不足しているケースなどが多く存在します。投資実行後、スムーズに経営統合を実現するためには、実際に現地を訪問し、買収資産を視察し管理担当者などに直接インタビューすることで、DD対象の現状や管理水準を適切に把握することが必要です。

2. 財務・税務DDにおける典型的な発見事項

次に、中国企業を対象とした財務・税務DDにおいて検出される典型的な発見事項を紹介します。

① 社会保険料の過少納付

中国では、五险一金とよばれる社会保険制度が実施されています。五険とは養老保険、医療保険、労災保険、失業保険、出産保険を、一金とは住宅積立金を指しています。五险一金の基本的な計算方法は納付基数×料率で、納付基数は各従業員の過去12か月の賃金収入総額（残業代、賞与、各種手当を含みます）の平均月額とされています（納付基数には上限、下限が設定されています）。また、保険の種類により、企業負担のみのもの、個人負担および企業負担ともに必要なものがあります。中国の社会保険料の企業負担は世界的に見ても重く、五险一金の企業負担額は支払給与額の40%以上にも達することも珍しくありません。このため、企業の社会保険料の負担を低く抑えるため、法定の最低賃金を納付基数として使用する等の方法により、企業による社会保険料の過少納付が行われるケースがあります。また、2011年7月施行の「社会保険法」及びその関連通達¹により、外国人についても中国の社会保険制度の適用が定められていますので、外国人の社会保険料の過少納付の有無についても留意が必要です。

社会保険料の過少納付は、従業員にとっても納付負担額が減少し手取り収入が増加するため、従業員から当局に告発されるリスクが低いという一面があります。その一方で、買収後に過少納付が当局に発覚した場合には、過去に遡って延滞金を含めた不足額を追納する必要が生じるというリスクがあります。また、社会保険料の過少納付により生じた不利益に関し、従業員が事後的に会社に対して訴訟提起するリスクも否定できないことから、DDの過程で過少納付が発見された場合には、瑕疵をどのように治癒するか（または取引価格に織り込むか）について、予め当事者間の協議を行う必要があります。

② 発票基準から発生主義への修正

中国企業が、収益・費用の認識を増値税インボイス発行／入手時点で行う、いわゆる発票基準を採用する傾向にあることは良く知られています。財務・税務DDにおいては、対象会社の持分価値算定の基礎となる正常的な収益力を算定するために、過年度の業績に調整を加えることがあります。現金主義に近い発票基準ベースの財務数値から発生主義ベースの数値への修正は、典型的な調整項目として指摘されています。

③ 二重帳簿と発票のない取引

オーナー企業等、経営者に権限が集中している中国内資企業では、社内外の監視が十

¹ 「中国国内で就業する外国人の社会保険加入暫定弁法」（人力資源社会保障部令第16号）、「中国国内で就業する外国人の社会保険加入業務の適切な実施に係る関連問題についての通知」（人社部〔2011〕113号）等

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

分に行き届いておらず、課税回避のために会計帳簿が二重（いわゆる「二重帳簿」）となっているケースがあります。例えば、サプライヤーや得意先と結託して、事業上の取引を簿外で処理し、対応する売買代金やコミッションの決済は、オーナーの個人口座等を利用して処理する、というようなケースがみられます。このような取引は、課税回避に加えて、得意先に対する水面下のキックバックの原資となる裏金のプールを目的としていることもあります。

個人口座等に入金された金銭を会社に還流させる場合には、もともとの債権とは入金名義が異なるため消し込みを行うことができません（例えば、売上債権は得意先向けであるのに、入金にはオーナーから支払われるような状況）。このような取引は、個人口座からの入金は個人からの借入金または未払金として記帳され、一方で、消し込みできない売掛金は長期滞留するという現象として現れることがあります。

【デロイト トーマツ グループ】

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド（英国の法令に基づく保証有限責任会社）のメンバーファームおよびそのグループ法人（有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人および DT 弁護士法人を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 8,700 名の専門家（公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど）を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

【デロイト トーマツ 中国サービス グループ】

デロイト トーマツ では、日本企業の海外展開をサポートしており、中国室を設置するとともに、東京、大阪、名古屋、福岡をはじめとする日本国内の主要拠点に各分野の中国業務プロフェッショナルを配しています。また、中国室は 30 年以上にわたり、日本企業の対中投資や中国企業の対日投資における各種アドバイザーを実施すると共に、中国関連セミナー、デロイト トーマツ チャイナ ニュース、各種専門書籍による情報発信等のサービスを幅広く提供しています。

【デロイト トーマツ チャイナ ニュース】

中国ビジネスを展開している日本企業本社及び在中国の日系企業向けのニュースレターです。毎月、中国の投資・会計・税務の関連情報、デロイト中国の各事務所から提供された現地の最新情報を、タイムリーにお届けしています。購読にあたっては、デロイト トーマツ Web サイトより配信登録が可能です（登録無料）。

マクロ経済レポート
REPORT
中国経済展望
SMBC China Monthly

日本総合研究所 調査部
副主任研究員 関 辰一
E-mail: seki.shinichi@jri.co.jp

景気は減速、来年は自動車販売も反動減

◆現状：景気は減速基調

中国では、景気減速が持続。民間固定資産投資は過剰債務・過剰設備が重石となり、依然として減速傾向。インフラ投資や国有企業の投資拡大が景気を下支え。

足許では、小型車減税措置が2016年末に期限を迎えるなか、駆け込み需要が発生しており、自動車販売台数は大幅に増加。8月の自動車販売台数は前年同月比24.2%増と、2015年通年の前年比4.7%増を大きく上回る伸び。

◆展望：景気は一段と減速

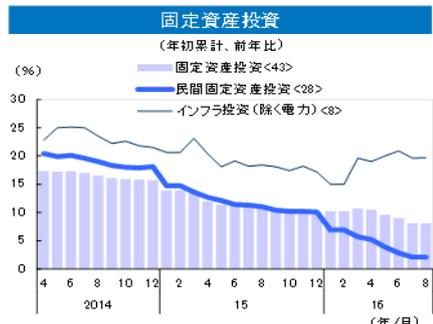
先行き、バランスシート調整を余儀なくされるも、民間投資は一段とスローダウンする見通し。企業の資金需要が減退しているため、利下げや減税、規制緩和の投資促進効果も期待薄。

個人消費も、雇用調整の動きが続き、実質所得の増勢が鈍化していることを踏まえれば、拡大ペースが減速する公算。

さらに、2017年入り後、購入刺激策の効果剥落に伴う自動車販売の反動減が生じる見込み。前回の小型車減税措置は2009年1月から2010年末。自動車販売台数は2010年後半には駆け込み需要から前年同月比20%超の伸びとなったものの、2011年入り後には伸び率が大きく低下し、減税措置の終了に伴う反動が発生。

もともと、景気失速は回避。公共投資の拡大が下支えし、成長率の低下はマイルドにとどまる見通し。2016年の経済成長率は6.6%、2017年は6.5%と予想。

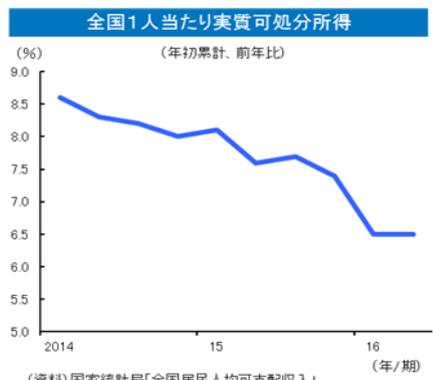
なお、企業債務の過剰感が強いなか、不良債権が急増しており、先行き金融機関の破綻や政府によるミスハンドリングが金融システムの不安定化に繋がるリスクには警戒が必要。



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」
(注) <>はGDPに占めるおおよその割合、重積計上あり。国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。



(資料) 中国人民銀行
(注) 資金需要DIは「資金需要増加」「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。



(資料) 国家統計局「全国居民人均可支配收入」



(資料) 中国汽車工業協会「汽車工業经济运行情况」を基に日本総研作成

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各面の専門家に相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

輸出に景気の牽引役を期待することは困難

◆輸出：減少

輸出額は人件費などコスト上昇による中国製品の輸出競争力の低下に加え、輸出先の景気減速を受けて、減少傾向。とりわけ、景気低迷が深刻化しているブラジル向け、ロシア向け、南アフリカ向けが足かせに。

不安定な資源価格や米国の利上げ懸念など、世界経済の先行きが不透明ななか、輸出に景気の牽引役を期待することは困難。中国の輸出額のうちOECD非加盟国向けは54% (2015年) と大きく、今後も新興国や資源国の景気変動の影響は大。

◆輸入：減少

輸入額は内需の弱まりや輸入価格の下落などにより減少。とりわけ、資源国からの輸入額は資源安により低水準。8月の鉄鉱石の入着価格は1トン当たり56ドルと、ピークであった2011年9月の同176ドルの約3分の1に。

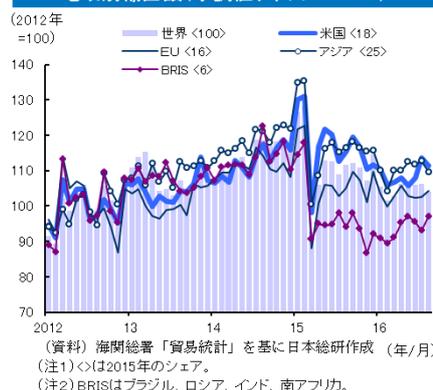
◆対中直接投資：欧米からの投資が拡大

1～8月の対中直接投資は前年同期比4.5%増と伸び悩み。地域別にみると、米国が2015年通年では前年比▲2.0%減少したが、2016年1～6月には情報通信や金融業などの分野で投資が拡大し、総額では前年同期比79.7%増に。EUは同34.9%増と2015年通年の同4.6%増から増加幅が拡大。欧米企業は消費構造の高度化や不良債権処理ビジネスの拡大などを機会として捉え、対中直接投資を積極化。

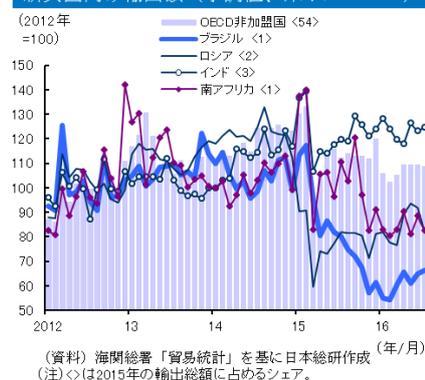
◆対外直接投資：大幅に増加

1～8月の対外直接投資は前年同期比53.3%増と大幅に拡大。8月には、ハイアールによる米GEの家電事業のM&Aが実行され、買収額は55.8億ドルに。これは、知的財産やブランドの獲得に繋がるほか、欧米などの市場開拓の足がかりにもなる見通し。

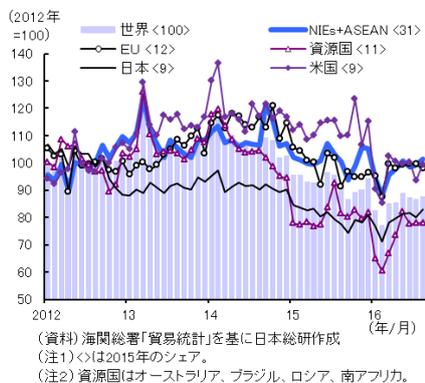
地域別輸出額 (季調値、米ドルベース)



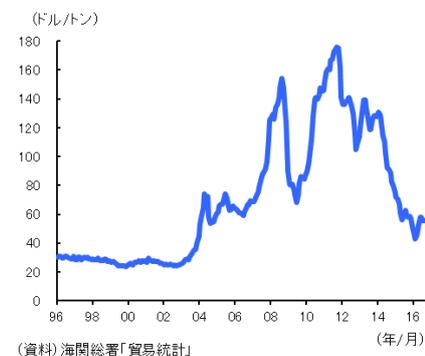
新興国向け輸出額 (季調値、米ドルベース)



地域別輸入額 (季調値、米ドルベース)



鉄鉱石の入着価格



当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

住宅市場に緩和マネーが流入

◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売売上高の伸び率は自動車販売の大幅増加を主因に足許で一時的に持ち直しているものの、雇用所得環境が悪化するなか、減速基調は変わらず。実際、2016年1～8月の実質小売売上高は前年同期比8.3%増と2015年通年の前年比9.3%増から▲1.0%ポイント低下。全品目の名目小売売上高の伸び率は同▲0.4%ポイント低下。通信機械、家電、衣料品の売上高は、それぞれ▲15.4%、▲3.6%、▲2.6%ポイント低下。

4～6月期の求人数は6四半期連続で前年比マイナス。非製造業PMI就業人員は増減の分かれ目となる50を下回り、製造業のみならずサービス業の労働需要も縮小。さらに、1～6月の全国1人当たり実質可処分所得は前年同期比6.5%増と、2015年通年の同7.4%増から減速。

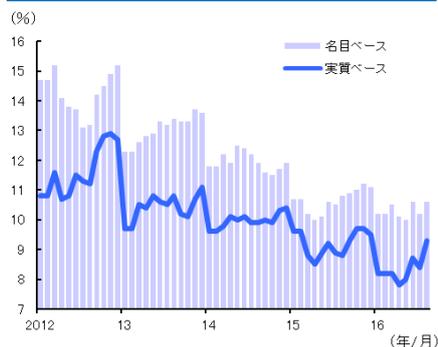
◆不動産市場は過熱

8月、住宅販売床面積(季調値)は前月から大幅に減少したものの、2015年末より27.9%高い水準。

住宅価格も、主要70都市のうち64都市で上昇。前年同月と比べると、沿海大都市の上海が+37.8%、深セン+37.3%、北京+25.8%と、いずれも2ケタ上昇。このほか、合肥+40.5%、南京+38.8%、武漢+16.8%と、一部の内陸都市でも10%を上回る上昇がみられ、不動産市場は過熱。

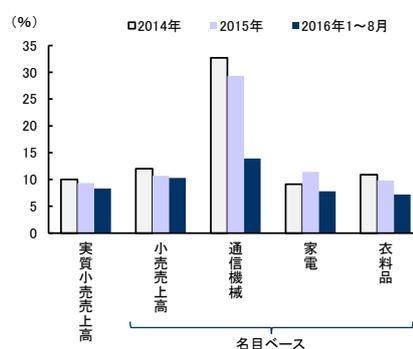
家計の雇用所得環境が悪化している点を踏まえれば、緩和マネーの流入に伴う投機的需要の拡大が主因と判断可能。中国人民銀行は2014年11月以降、政策金利を6回、預金準備率を5回引き下げたほか、インターバンク市場で積極的に資金を供給。一方、投資抑制姿勢から民間企業の資金需要は減退。この結果、緩和マネーが住宅市場やシャドーバンキングなどに流入。

小売売上高(前年比)



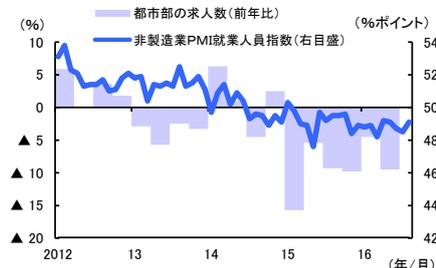
(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費価格」
(注) CPI上昇率で実質化、1月と2月は1～2月の合計。

品目別小売売上高(前年比)



(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費価格」

求人数と非製造業PMI就業人員指数



(資料) 国家統計局「非製造業商務活動指数」、中国人力資源市場信息監測中心「部分都市公共就業服務機構市場供求状況分析」

(注) 非製造業PMI就業人員指数は「就業人員が先月から増加」-「減少」+50、調査対象は全国4,000社。

住宅販売と価格上昇都市数



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售状況」、「70大中城市住宅銷售價格變動狀況」
(注) 日本総研が住宅販売床面積を季節調整。

高い投資比率が続く見通し

◆固定資産投資：減速傾向

1～8月の固定資産投資は前年同期比8.1%増。伸び率は1～7月から横ばいに。もっとも、2015年通年の伸び率と比べると▲1.9%ポイント低下。

民間固定資産投資は同2.1%増と、2015年通年の伸び率から▲8.0%ポイント低下。内訳をみると、第2次産業が同2.1%増、第3次産業が同1.0%増と、いずれも低い伸び。

この背景には、需要・売上の伸び鈍化により、債務・設備の過剰感が強まるなかで、追加の借入・投資のコストに見合うだけの投資収益が期待できなくなったことが指摘可能。非金融企業債務残高の対GDP比は日本のバブル期を上回っており、企業は大きなバランスシート調整圧力に直面。一方、人件費の上昇に加え、海外景気減速を背景に輸出が減少していることも相まって、設備稼働率は2010年をピークに低下傾向。

他方、国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は同21.4%増、インフラ投資は同19.7%増、不動産開発投資は同5.4%増と、それぞれの伸び率は2015年通年から上昇。公共部門と不動産業の投資拡大が、景気と雇用の下支えに。

◆構造調整に逆行する動き

もっとも、公共投資や不動産開発投資の拡大は構造調整に逆行する動き。政府が雇用安定を重視している点を踏まえれば、先行き、公共部門の投資拡大が続き、投資比率は高止まる見通し。また、鉄鋼業に生産能力増強の兆しがみられる点にも留意が必要。インフラ投資の加速を受けて、8月末の鋼材価格は2015年末比4割上昇。企業収益に持ち直しの動きがみられるなか、1～8月の鉄金属加工業の固定資産投資は前年同期比0.7%増と、2015年通年の同▲11.0%からプラスに。

固定資産投資

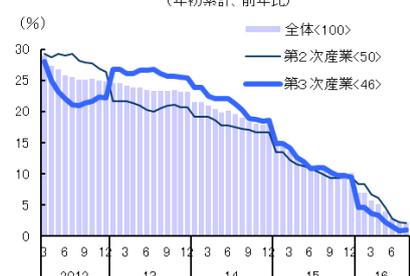
(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」
(注) 名目GDPの約43%は固定資産投資。

民間固定資産投資

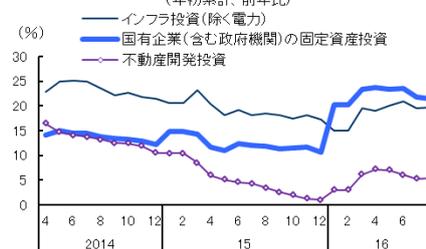
(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」
(注1) 名目GDPの約28%は民間固定資産投資。
(注2) 業種別の民間固定資産投資の統計開始が2012年3月。
(注3) <>内は2015年のシェア。

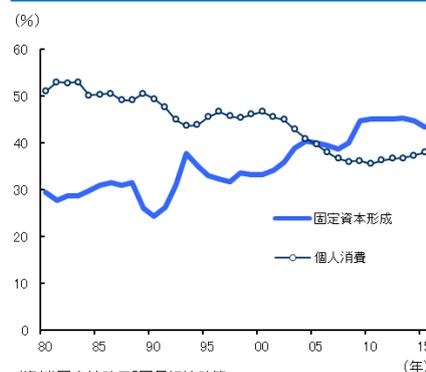
公共投資と不動産開発投資

(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「全国不動産開発投資と銷售情況」
(注1) 名目GDPの約16%は国有企業の固定資産投資。
(注2) 国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。名目GDPの約8%はインフラ投資。
(注3) 名目GDPの約8%は不動産開発投資。

固定資本形成と個人消費の対GDP比



(資料) 国家統計局「国民経済計算」

政府介入で株価は下げ止まり

◆物価：低い伸び

8月のCPIは前年同月比+1.3%と7月から▲0.5%ポイント低下。天候不順により大幅に上昇した生鮮野菜価格が、足許で落ち着きを取り戻しているほか、消費需要が弱まるなか、非食料品価格が伸び悩んでいることが背景。

8月のPPIは同▲0.8%と下落幅が縮小。これまでの減産や公共投資の拡大などにより、市況に持ち直しの動き。ただし、需給ギャップの早期解消が見込めないなか、物価変動率は一進一退で推移する見通し。

◆人民元レート：元安進展

人民元の対米ドルレートは2015年に4.7%と大幅に減価。2016年入り後も元安・ドル高が進み、9月22日時点で2.7%減価。対円レートはそれぞれ3.8%、18.4%と、2016年入り後の減価が顕著。

2015年、中国経済の先行き不透明感が強まったため、非居住者が資金を中国から引き揚げ。また、元の先安観が強まるなか、中国企業が外貨建て債務の返済を実施。これらの結果、極めて大規模な資金流出が発生。政府は積極的な元買い介入を行ったものの、人民元レートの大幅な減価を回避できず。

2016年入り後も、元の先安観が残るなか、中国企業による外貨建て債務返済の動きは持続。海外旅行の普及や対外直接投資の拡大も元安の要因に。一方で、資本規制の強化や公共投資の拡大が、為替の安定に寄与。当局も為替介入を見送ったため、外貨準備高は横ばいで推移。

◆株価：下げ止まりの動き

上場企業の株式5%超を保有する大株主が株式を売却するにあたり、売却できる上限を発行済み株式数の1%以内（3カ月ごと）に禁じるなどの規制は持続。金融緩和、政府ファンドによる株式投資、証券会社に対する株式保有拡大の要請などが株価を下支え。

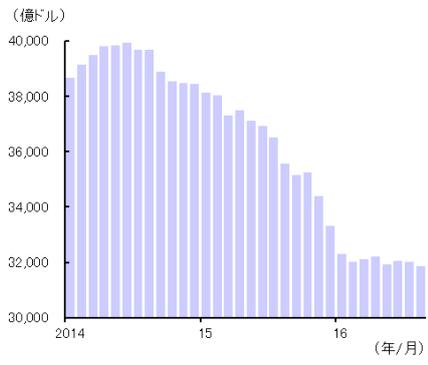
CPIとPPI（前年比）



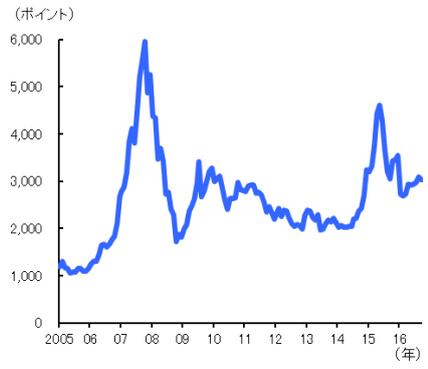
人民元レート



外貨準備高



上海総合株価指数



当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

CNY - 中国人民元

8月新築住宅価格指数が大幅上昇

為替相場・政策金利予測

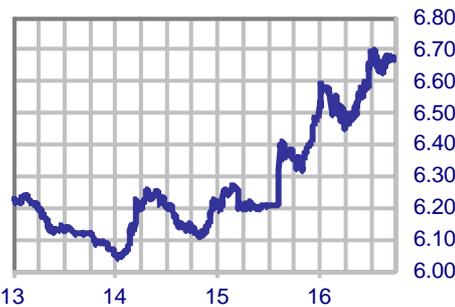
	為替相場						政策金利					
	1USD=CNY		100JPY=CNY			1CNY=JPY		1年物貸出基準金利				
	Oct-03		6.5889			15.18		4.35%				
	四半期末予測		レンジ予測			四半期末		レンジ予測		四半期末予測		
	SMBC	Bloomberg	SMBC		SMBC	SMBC		SMBC		SMBC	Bloomberg	
16Q4	6.7100	6.7500	6.5870	6.7670	6.5460	6.0870	6.6650	15.30	15.00	16.50	4.35%	4.25%
17Q1	6.7300	6.7800	6.6060	6.7870	6.4710	6.0170	6.5890	15.50	15.20	16.70	4.35%	4.15%
17Q2	6.7700	6.8000	6.6450	6.8270	6.4170	5.9670	6.5340	15.60	15.30	16.80	4.10%	4.15%
17Q3	6.8500	6.8000	6.7240	6.9080	6.3780	5.9300	6.4940	15.70	15.40	16.90	4.10%	4.15%
17Q4	6.8600	6.8300	6.7340	6.9180	6.2710	5.8310	6.3850	15.90	15.60	17.10	3.85%	4.10%
18Q1	6.8700	-	6.7440	6.9280	6.1890	5.7550	6.3020	16.20	15.90	17.40	3.85%	-

「Bloomberg」:ブルームバーグによる中央値・加重平均予測、「SMBC」:SMBCシンガポールによるトレンド予測

Sources: Bloomberg, SMBC Singapore

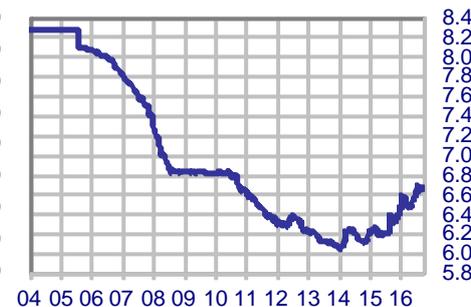
相場動向

USD/CNY-日足



Sources: Bloomberg, CFETS

USD/CNY-週足



Sources: Bloomberg

JPY/CNY-日足



Sources: Bloomberg

上海総合指数-日足



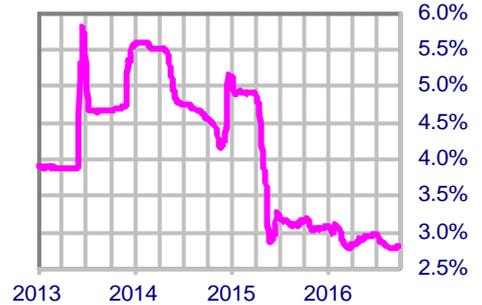
Sources: Bloomberg

上海総合指数-週足



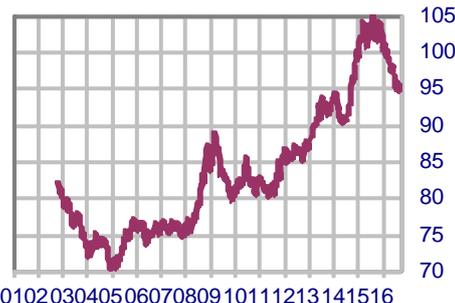
Sources: Bloomberg

3ヵ月物SHBOR-日足



Sources: Bloomberg

CNY名目実効為替相場-週足



Sources: Bloomberg

CNY実質実効為替相場-月足



Sources: Bloomberg

コメント

中国人民銀行は9月14日に信用の伸びに関するデータを発表した。これによれば、家計ローンは8月の金融機関新規貸出のうち70%を占めるとされている(7月は同90%超だった)。一方、中国国家統計局は9月19日に70都市の新築住宅価格を発表した。ロイターが算出した70都市の8月平均住宅価格は、前年比+9.2%上昇し、7月の同+7.9%から、伸びが大幅に加速。加えて、前月比ベースでも、平均住宅価格は+1.5%となり、7月の同+0.8%から伸びが加速した。また前年比ベースで上昇した都市数を見ると、70都市のうち64都市の住宅価格が上昇し、7月時の同51都市から増加した。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家に相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

TWD - 台湾ドル

中銀は政策金利を据置き

為替相場・政策金利予測

	為替相場						政策金利					
	1USD=TWD		100JPY=TWD			1TWD=JPY		公定歩合				
	Oct-03		30.87			3.2350		1.375%				
	四半期末予測		レンジ予測			四半期末		レンジ予測		四半期末予測		
	SMBC	Bloomberg	SMBC	SMBC	SMBC	SMBC	SMBC	SMBC	Bloomberg	SMBC	Bloomberg	
16Q4	31.50	32.30	30.90	33.50	30.70	28.90	31.80	3.2540	3.1480	3.4540	1.250%	1.300%
17Q1	31.80	32.50	31.20	33.80	30.60	28.90	31.70	3.2700	3.1630	3.4710	1.250%	1.300%
17Q2	32.00	32.50	31.40	34.00	30.30	28.60	31.40	3.2970	3.1890	3.5000	1.250%	1.300%
17Q3	32.40	32.50	31.80	34.40	30.20	28.50	31.30	3.3150	3.2070	3.5190	1.250%	1.300%
17Q4	32.60	32.80	32.00	34.60	29.80	28.10	30.90	3.3560	3.2460	3.5620	1.250%	1.300%
18Q1	32.70	-	32.10	34.70	29.50	27.80	30.50	3.3940	3.2830	3.6030	1.250%	-

「Bloomberg」:ブルームバーグによる中央値・加重平均予測、「SMBC」:SMBCシンガポールによるトレンド予測

Sources: Bloomberg, SMBC Singapore

相場動向

USD/TWD-日足



Sources: Bloomberg, Taipei Forex Inc.

USD/TWD-週足



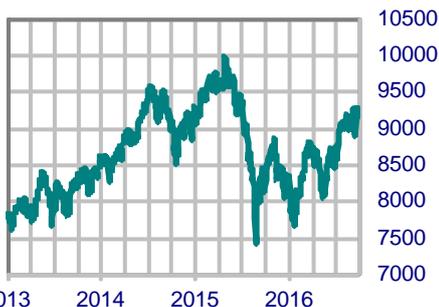
Sources: Bloomberg

JPY/TWD (100JPY=TWD)-日足



Sources: Bloomberg

加権指数-日足



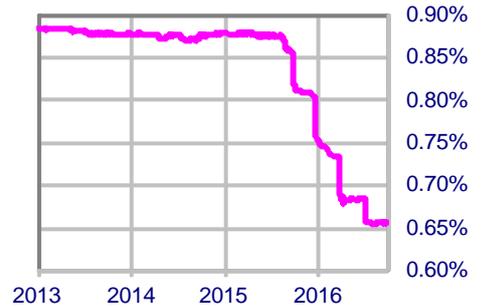
Sources: Bloomberg

加権指数-週足



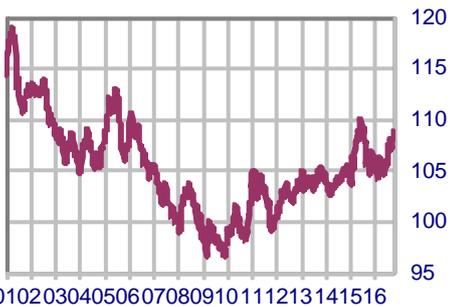
Sources: Bloomberg

3ヵ月物TAFOR-日足



Sources: Bloomberg

TWD名目実効為替相場-週足



Sources: Bloomberg

TWD実質実効為替相場-月足



Sources: Bloomberg

コメント

インフレ関連データが9月6日に発表された。これによれば、8月消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.57%、8月卸売物価指数 (WPI) は同▲4.10%となった。ともに市場予想 (同+1.00%、▲2.50%) 対比下振れ。台湾経済部は9月22日に輸出受注を発表した。これによれば、8月輸出受注は前年比+8.3%と、市場予想 (同+0.5%) 対比上振れ。地域別では、欧州、中国、米国からの受注が、それぞれ前年比+5.6%、+12.8%、+15.1%と増加した。日本からの受注は依然マイナス圏で、前年比▲9.5%だった (7月は同▲19.7%)。台湾中銀は9月29日に、政策金利を1.375%で据置いた。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

HKD - 香港ドル

香港立法会選挙が実施

為替相場・政策金利予測

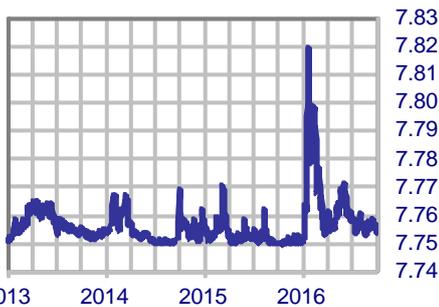
	為替相場						政策金利					
	1USD=HKD		100JPY=HKD			1HKD=JPY		HKMA基準金利				
	Oct-03		7.6462			13.08		0.75%				
	四半期末予測		レンジ予測			四半期末		レンジ予測		四半期末予測		
	SMBC	Bloomberg	SMBC	SMBC	SMBC	SMBC	SMBC	SMBC	Bloomberg	SMBC	Bloomberg	
16Q4	7.7560	7.7600	7.7500	7.8500	7.5670	7.1270	7.7250	13.20	12.90	14.00	0.75%	-
17Q1	7.7560	7.7600	7.7500	7.8500	7.4580	7.0250	7.6130	13.40	13.10	14.20	1.00%	-
17Q2	7.7600	7.7600	7.7500	7.8500	7.3550	6.9280	7.5080	13.60	13.30	14.40	1.00%	-
17Q3	7.7600	7.7600	7.7500	7.8500	7.2250	6.8050	7.3760	13.80	13.50	14.70	1.25%	-
17Q4	7.7600	7.7600	7.7500	7.8500	7.0930	6.6810	7.2410	14.10	13.80	15.00	1.25%	-
18Q1	7.7600	-	7.7500	7.8500	6.9910	6.5850	7.1370	14.30	14.00	15.20	1.50%	-

Bloomberg:ブルームバーグによる中央値・加重平均予測、SMBC:SMBCシンガポールによるトレンド予測

Sources: Bloomberg, SMBC Singapore

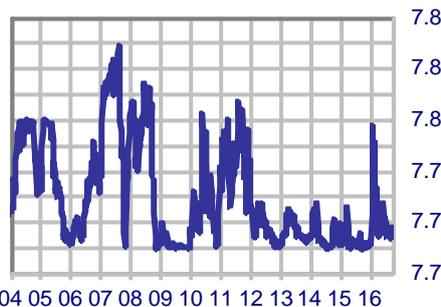
相場動向

USD/HKD—日足



Sources: Bloomberg

USD/HKD—週足



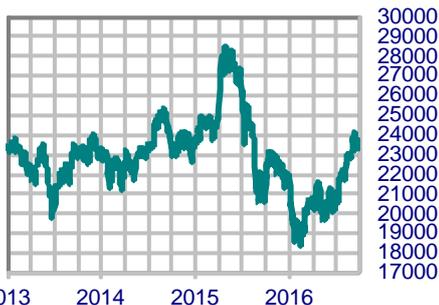
Sources: Bloomberg

JPY/HKD (100JPY=HKD)—日足



Sources: Bloomberg

恒生指数—日足



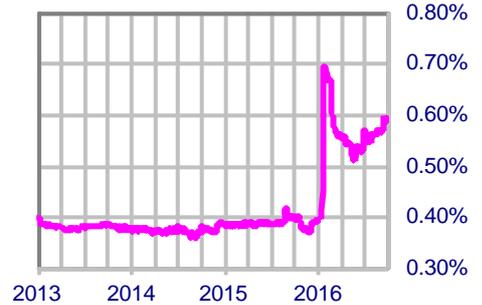
Sources: Bloomberg

恒生指数—週足



Sources: Bloomberg

3ヵ月物HIBOR—日足



Sources: Bloomberg

HKD名目実効為替相場—週足



Sources: Bloomberg

HKD実質実効為替相場—月足



Sources: Bloomberg

コメント

香港立法会（議会）選挙が9月4日に行われた。民主党およびその他政党で、議会定数の70の1/3以上となる30議席を確保し、香港政府が提出する重要法案を否決できる権利を維持した。民主的な行政長官選挙を求めた2014年の大規模デモ「雨傘運動」の元リーダーの一人で、今春結成された新党「香港衆志（デモニスト）」主席の羅冠聡（Nathan Law Kwun-chung）氏が50,818票を獲得し、史上最年少となる23歳での当選を果たした。選挙管理委員会によれば、投票権を持つ380万人のうち、投票率は58%。これは前回2012年の同選挙の53%を上回り、1997年以降で最高の投票率となった。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。