MIZUHO

One MIZUHO

【 2023 年 8 月号（第 20 号）】

みずほフィナンシャルグループ
みずほ銀行　中国営業推進部

CHINA BUSINESS MONTHLY

本号では直近の中国経済政策方針について 7 月に開かれた中央政治局会議の内容についてお伝えいたします。続いて10 周年を迎えた「一帯一路」について現状と課題について解説いたします。最後に、資本市場について香港上場、中国本土上場について取り上げます。

この月刊「チャイナビジネスマンスリー」シリーズでは、引き続き中国ビジネスに関わる皆様にとってご関心の高いトピックスをみずほがキュレーター役となってお届けして参ります。今後ともどうぞよろしくお願い申し上げます。

【CONTENTS】（電子版では各記事名をクリックして頂きますと当該記事が表示されます。）

1．チャイナビジネスにおける直近の主要トピックス……P1

2．中央政治局会議に見る経済政策方針……P2

3．「一帯一路」10 周年の現状と展望……P8

4．中国現地法人による香港・中国本土上場……P17

発行日：2023 年 8 月 7 日

2023 年 8 月

《チャイナビジネスにおける直近の主要トピックス》

MIZUHO

中国営業推進部

・赤字は今月号で取り上げるトピックス　・青字は今後注目したいトピックス　・紫字は直近１か月で公表されたトピックス

	【政治・外交等】	【経済・金融】	【社会・その他】
キーワード	ウクライナ問題、米中関係、日中関係（対外経済環境） サステナ/SDGs（CO2ピークアウトとカーボンニュートラル等） サイバーセキュリティ法・データ安全法・個人情報保護法 マクロ経済 ・共同富裕　・不動産問題　・独禁法/プラットフォーマー規制　・半導体 ・法治化　・人口・高齢化　・医療・ヘルスケア　・ESG　・一帯一路 ・RCEP/CPTPP　・人民元国際化　・ODI・FDI ・エネルギー　・標準化推進　・内需拡大 ・資本市場　・ロボット　・環境規制 ・知財保護　・イノベーション / ５G / ブロックチェーン / 自動車 / 電池 ・税制改革　・事業再編　・労働者保護		
※1 集団学習	・新時代中国特色社会主義思想学習 (第20期第4回2023/3) ・マルクス主義の中国化・時代化の新境界の開拓 (第20期第6回2023/6) ・軍事管理の全面的強化 (第20期第7回2023/7)	・新たな発展構造の構築 (第20期第2回2023/1) ・基礎研究の強化 (第20期第3回2023/2)	・教育強国建設の加速（第20期第5回2023/5)
※2 パブコメ	・外国国家管轄免除法 (22/12/30～23/1/28) ・食糧安全保障法(23/6/28～7/27)	・不正競争防止法 (22/11/23～12/22) ・会社法(第2回目修正草案) (22/12/30～23/1/28) ・増値税法 (22/12/30～23/1/28) ・金融安定法 (22/12/30～23/1/28)	・商標法改正草案 (23/1/13～2/27) ・完成車情報安全技術要件 (23/5/5～７/5) ・行政再審法 (23/6/28～7/27) ・海洋環境保護法 (23/6/28～7/27) ・愛国教育法 (23/6/28～7/27) ・ネット暴力情報管理規制 (23/7/7～8/6) ・刑法修正案(十二) (23/7/26～8/24)
主な公表済政策等	・中国共産党定款 (22/10/22) ・国務院機構改革方案 (23/3/10) ・立法法 (23/3/13) ・党と国家機構の改革方案 (23/3/16) ・国務院工作規則 (23/3/18) ・徴兵工作条例 (23/4/12) ・反スパイ法 (4/27公布・7/1施行) ・対外関係法 (6/28公布・7/1施行) ・領事保護と協力条例 (23/6/29)	・内需拡大戦略計画綱要 (22/12/19) ・企業中長期外債審査登記管理弁法 (23/1/5) ・外資投資研究開発センターの奨励措置 (23/1/18) ・企業中長期外債借入の審査登記手続指南 (23/2/9) ・IPO登録管理弁法 (23/2/17) ・独占合意の禁止に関する規定 (23/3/10) ・経営者集中審査規定 (23/3/10) ・自動車消費促進活動の展開 (23/6/8) ・農村地域におけるNEVの普及活動の展開(23/6/15) ・条件がある自貿区と自貿港における試験的に国際的なハイ基準の元に制度的な開放の推進 (23/6/29) ・民営経済の発展促進に関する意見 (23/7/14) ・民営経済の発展促進に関する若干措置(23/7/28) ・消費の回復と拡大措置に関する通知(23/7/31)	・データ越境移転安全評価弁法 (22/7/7) ・国家標準管理弁法 (22/9/9) ・個人情報越境標準契約弁法 (23/2/22) ・インタネット広告管理弁法 (23/2/25) ・個人情報越境移転標準契約届出ガイドライン (23/5/30) ・知的財産権の乱用による競争の排除・制限行為の禁止(6/25公布、8/1施行) ・ガリウム・ゲルマニウム関連品目に対する輸出規制 (7/3公布・８/1 施行) ・生成AIサービス管理暫定弁法 (7/10公布、8/15施行) ・一部ドローンの臨時輸出規制の実施の公告 (7/31公布、9/1施行)

※1 集団学習：対外公表されている中国共産党中央政治局による集団学習会の主なテーマを記載（2022/1以降）
※2 パブコメ ：対外公表されている政府各部局から草案等に対する意見募集（パブリックコメント）の主なものを記載(2022/1以降)

中央政治局会議に見る経済政策方針

不動産問題の背景に供給サイド構造改革

みずほ銀行　中国営業推進部
上席主任研究員　細川　美穂子
Email: mihoko.hosokawa@mizuho-bk.co.jp
Ｔｅｌ：03-6735-5976

【 要約 】

- 7 月 24 日に開かれた中央政治局会議は「経済は新たな困難と挑戦に直面。主として需要不足」との現状認識を示した一方、＋5.0%の実質 GDP 成長率当局目標は達成可能との見込みの下、大幅な景気刺激策実施を急がない考えを明らかに。
- 景気を押し下げている「不動産市場需給関係の重大な変化」は、「三つのレッドライン」など、予防的に採られた不動産バブル化抑制策が背景に。その後、政策の微調整はなされているものの、当局は不動産業への依存度を引き下げる方針で、市場調整は不可避。
- 日本のバブル崩壊以降見られた「バランスシート不況」が中国で再現との懸念がある中、16 年以降の供給サイド構造改革がバランスシート縮小の契機。中国経済には所得格差、土地供給・不動産購入面での当局規制、中央財政支出余地、新エネ車、デジタル化、環境・省エネなど新規産業・分野の育成と奏功、といったバブル後日本との相違点且つ強みも。

1.　「国内需要が不足」（中央政治局会議）

Ⅰ.　＋5.0%の当局目標達成が見込まれ、大規模な景気刺激策を急がない構え

中国共産党は 7 月 24　日、習近平総書記が中央政治局会議（会議）を主宰、当面の経済情勢を分析、研究、下期の経済工作を手配した（図表 1）※1。経済の現状について会議は「経済は新たな困難と挑戦に直面。主に国内需要が不足、一部企業が経営難、重点分野のリスクや隠れた危険が比較的多く、外部環境が複雑で厳しい」との認識を示した。

経済成長に関して、23 年の実質ＧＤＰ成長率当局目標＋5.0%に対して、1～6 月期速報値が＋5.5%であったことを受け、「年間経済・社会発展目標の実現のために良好な基礎が築かれた」と肯定的に評価した。「経済回復は波浪型推移、曲折型前進のプロセスにある」として、「政策空間を生かし、力を発揮する方向を見つけ、経済の質の高い発展を着実に推進する。マクロコントロールを的確に、力強く実施し、逆周期〈カウンターシクリカル〉調整と政策準備を強化」するとした。「政策準備（原語：儲備）」という表現からは、足元では目標成長率達成が見込まれることから大幅な景気刺激策を打ち出すことは急がず、今後の情勢変化に応じて必要時に適時対応できるよう、準備しておくという意向が窺える。

それでは政策対応が必要なのはどういう時か。その目安として、第 14 次五か年計画方針を議論し

※1　人民日報 2023 年 7 月 25 日「中共中央政治局召开会议　分析研究当前经济形势和经济工作　中共中央总书记习近平主持会议（中共中央政治局会議を招集開催当面の経済形勢と経済工作を分析研究　習近平中共中央総書記が会議を主宰）」http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2023-07/25/nw.D110000renmrb_20230725_1-01.htm

た 20 年 10 月開催の五中全会で説明された「35 年のＧＤＰを 20 年比で倍増」※2との目標実現のために必要な年平均＋4.7%程度の実質ＧＤＰ成長率の達成が危ぶまれる局面や、失業が社会問題になりかねないレベルにまで深刻となった時が、景気刺激策の出番と考えられる。

財政金融政策を巡っては、「引き続き積極的財政政策と穏健な金融政策を実施」※3 と、4 月 28 日に開いた同会議での「積極的財政政策に力を入れ、効果を高め、穏健な金融政策を的確に力を入れ、需要を拡大する力を結集」との表現から簡略化している一方、「減税・徴収料金引き下げ政策を延長、最適化、整え、実行」として、現行の減税・費用引き下げ策を整備し続行することを表明した。

内需拡大のために、消費面では「自動車、電子製品、家財など大口消費を活性化、スポーツ・レジャー、文化・観光などのサービス消費を後押し」する他、投資面では「地方政府の特別債券発行・使用を加速」と明記したが、大規模な刺激策を打ち出す姿勢はこの文面からは感じられない。

産業政策に関しては、「デジタル経済と先進製造業、現代サービス業の深い融合を推進、人工知能の安全な発展を促進」する他、「プラットフォーム企業の規範に則った健全で持続的な発展推進」に言及した。

II. 不動産政策は「適時に調整、最適化」

不動産に関して、4 月会議時に言及していた「住宅は住むもので、投機対象ではないという位置づけを堅持」の文言がなくなった。これは、「我が国不動産市場の需給関係に重大な変化が起きている新たな情勢に適応」するためと考えられる。但し、不動産投機が再度容認されるというわけではなく「不動産政策を適時に調整、最適化」する。具体的には「①保障性住宅、②城中村※4 再開発、③「平時緊急時両用※5」公共インフラ建設、④各種遊休不動産の活性化、再開発」に言及した。

「重点分野のリスクを確実に防ぎ、解消する」テーマとして、不動産問題以外に、①地方債務リスクに関して、「包括的債務解消プラン策定」、②金融監督管理に関して、「高リスク中小金融機関の改革とリスク解消の着実な推進」の二点が挙げられた。

2. 不動産市場の調整は不可避

Ｉ. 不動産企業に対する規制と影響、その後の調整・最適化

足元の景気を押し下げている「不動産市場需給関係の重大な変化」発生の直接的なきっかけは 20 年 8 月に導入された所謂「三つのレッドライン（三条紅線）」である。不動産企業に対する資金調達規制の定量審査基準が設定されたことで、金融機関の業界向け貸出抑制や不動産企業の資金繰り悪化が顕著となった。この間、資金不足により住宅の完工、引き渡しが遅れ、入居できない人による住宅ローン返済拒否が発生。購入者の不安が高まり需要が減退、価格下落が続いたことで住宅の買

※2 新華社 20 年 11 月 3 日「关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明（第 14 次国民経済・社会発展 5 カ年計画（十四五）および 2035 年長期目標の策定に関する中共中央の提案に関する説明）」 http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-11/03/c_1126693341.htm

※3 人民銀行は 6 月 20 日公表したローンプライムレート（Loan Prime Rate＝ＬＰＲ、貸出市場報告金利）を期間 1 年 3.55%、期間 5 年以上 4.320%とし、それぞれ 5 月の 3.65%、4.30%から引き下げ。

※4 都市の中で発展から取り残された地域。

※5 隔離、救急医療、物資保障一体型施設。平時は旅行、ヘルスケア、レジャー、非常時は隔離所、緊急避難、物資補給などの需要を満たせる場所に転換。

い控えが起き、価格・販売量ともに不振となる悪循環になっている。

不動産政策の調整は、後述する供給サイド構造改革の一環として予防的に採られた不動産バブル化抑制策とみなすことができる。この時点での政策対応がなければ、後にバブル化が更に大きな問題となっていた恐れがある。潘功勝人民銀行副行長(当時)は 20 年 9 月 14 日の国務院政策定例ブリーフィングで、不動産企業の資金監督管理及び資金調達規則（三つのレッドライン）について問われ、「過去二年近く準備してきたもので、その目的は不動産企業の資金調達管理の市場化、規則化、透明化であり、不動産企業のやみくもで拡張的な経営行為を正すことにある」と説明していた※6。

その後 22 年 11 月に「不動産市場支援策 16 項目」（16 項目）、23 年 1 月に「優良不動産企業バランスシート改善計画行動方案」（行動方案）が打ち出され、不動産企業資金繰り支援、未完工物件の引き渡し確保が図られた。23 年 7 月 10 日には、上記 16 項目措置のうち、24 年末までに返済期限が来る貸出について 1 年間の繰り延べ、24 年末までに支援事業に対して実施した特別融資について、期間中はリスク分類を引き下げずに管理するなどの措置が発表、「不動産政策の調整、最適化」が図られた（図表 3）※7。このように政策の微調整がなされてはいるものの、当局は不動産業への依存度を引き下げる方針で、市場の調整は不可避と考えられる。

II. 16 年の供給サイド構造改革で「不動産在庫の解消」を提起

不動産市場の調整にとどまらず、日本のバブル崩壊後に起きた「バランスシート不況」が現在の中国でも進行も進行、日本化の兆しがあるとの議論が高まっている。このうちリチャード・クー氏は 6 月末の講演で、中国におけるバランスシート縮小は 16 年前後に発生と指摘した※8。

当時、何が起きていたのか。15 年 12 月の中央経済工作会議で定めた 16 年の経済政策方針に「供給サイド構造改革」がある。この改革では、過剰生産能力解消、不動産在庫の解消、金融リスクの防止・解消（三去）が進められた。

まず 16 年から 18 年にかけて鉄鋼と石炭をはじめとした「過剰生産能力解消」や、ゾンビ企業の市場からの退出が優先された他、「不動産在庫の解消」に関しては戸籍制度改革や農民工の市民化による需要拡大を通じた在庫の消化、賃貸住宅普及、不動産企業の合併再編などが強調された。

結果として、過剰生産能力業種では企業の合併再編が進展、企業や家計の債務が削減されるデレバレッジが起きた。債務のＧＤＰ比を見ると、企業債務は 16 年をピークに小幅ながらいったん低下している（図表 2)。その後、20 年からのコロナ期以降の景気下支え策の下で再度上昇したものの、債務の拡大にいったん歯止めがかかったことは、不動産バブル化の抑制、不採算企業の整理淘汰、シャドーバンキング抑制を含む金融リスクの防止・解消などの面でこの改革が奏功したことを示すものである。

当然、供給サイド構造改革は痛みを伴うものであり、当時、権威人士なる人物のインタビューが人民日報に掲載された際には、「経済はＶ字回復ではなくＬ字成長段階を経る」（＝低成長が続く)、

※6 中国政府網 20 年 9 月 14 日「国务院政策例行吹风会（国務院政策定例ブリーフィング）http://www.gov.cn/xinwen/2020zccfh/28/wzsl.htm

※7 みずほ中国ビジネスエクスプレス第 670 号 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/express/pdf/R419-0723-XF-0105.pdfhttps://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/express/pdf/R419-0723-XF-0105.pdfhttps://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/express/pdf/R419-0723-XF-0105.pdf

※8 6 月 28 日、リチャード・クー（Richard Koo 辜朝明）氏が日本化をテーマに香港で行った講演は中国国内で大きな議論を喚起。辜朝明先生在东吴证券(香港)策略年会上的发言 China facing“Japanization” risks? https://xueqiu.com/5773569265/254376574

「適度な後退は更なる前進のため。産業はなくなるものと伸びるもの、企業は優勝劣敗、雇用は配置換えとなる可能性」（16 年 1 月 4 日）、「供給サイド構造改革は…長い目で見れば、我々が中所得の罠を超えるための“生命線”であり、負けられない戦い」、「金融緩和を通じて経済成長を加速させたり、分母を大きくしてレバレッジを下げたりするという幻想を徹底して捨てなければならない」（16 年 5 月 9 日）といった発言が紹介された※9。

3. バブル後日本経済と中国経済の相違点

I. 中国経済の強みとしての市場、政策対応余地、産業高度化進展

日本のバブル崩壊以降見られた「バランスシート不況」以外に、当時の日本経済と現在の中国経済を比較すると、相違点もあれば共通点もある。中国経済には所得格差の存在、土地供給・不動産購入条件における当局規制、中央財政の支出余地、新エネ車・デジタル化・生態環境・省エネなど新規産業・分野の育成とその奏功、といったバブル後の日本経済にはなかった優位性があり、とりわけ産業面では伝統的な低付加価値産業から高付加価値産業への構造転換に成功しつつあるという強みが挙げられる。

所得格差にはプラス・マイナス両面があるが、「月収 1,000 元の人が 6 億人いる」（20 年 5 月李克強総理（当時））など、これから豊かになる階層の存在は、将来の需要や市場に依然として拡大余地があることを示すものである。

不動産市場の調整に関して、当局が土地供給の増減や購入条件の規制・緩和をその時々の市場情勢に合わせて調節できることは、市場の安定上は有効な仕組みである。

産業の構造調整について、鉄鋼・石炭など伝統産業の合併再編進展などを通じて弱い分野が整理淘汰且つ強い企業が育った一方、自動運転や新エネルギー車などの分野では国際的にみても高い競争力が創出されている。

II. 制約要因としての米中対立、デリスキング、人口問題

他方、バブル崩壊後の日本と異なる点のうち、二つの制約面が挙げられる。第一に、米国との対立関係がトランプ政権以降鮮明となり、半導体などハイテク分野における供給制約が強まっていること。第二に、20 年からのコロナ期にサプライチェーンの安定が強く意識され、外国企業による過度の対中依存見直しの結果、対中直接投資が手控えられる（デリスキング）業種も出てきたことである。

日本との共通点としては、少子高齢化及び人口減少の問題がある。日本では 08 年から人口減少が開始したが、中国ではコロナ期と重なったこともあり、22 年に人口減少が開始した。

こうした制約要因以外に、近年テーマとなっている国有企業と民営企業の問題、国家安全の過度の重視なども、16 年以降実行中の供給サイド構造改革に伴う景気下押し要因に加わる形で、足元の景気見通しに影響を及ぼしている。

※9 拙稿みずほ中国ビジネスエクスプレス経済編第 53 号、第 56 号参照
https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/express_economy/pdf/R422-0053-XF-0105.pdf
https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/express_economy/pdf/R422-0056-XF-0105.pdf

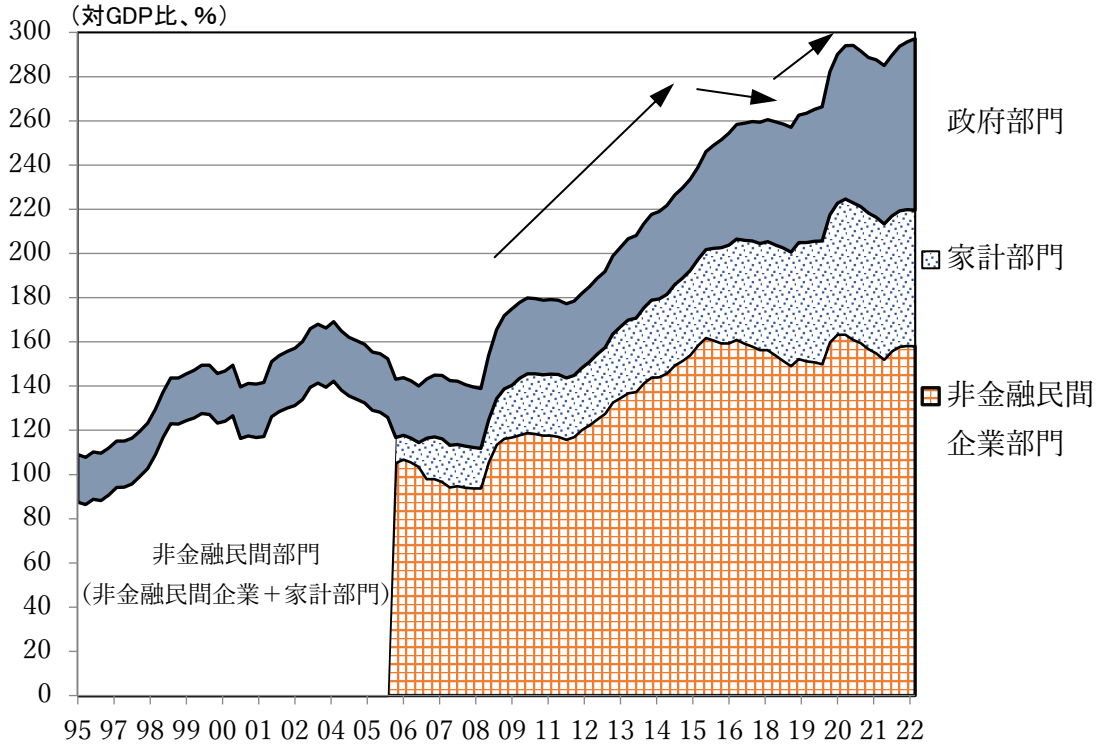
供給サイド構造改革、不動産関連ほか政策を巡る動きをみると、情勢変化に応じて柔軟な政策対応もみられ（図表 3)、今後の構造改革の進展を景気動向と併せて注視していきたい。

図表 1　中央政治局会議後公表文書の比較（23 年 7 月 24 日、4 月 28 日）

	2023年7月24日	2023年4月28日
現状認識	・感染症対策と経済・社会発展、発展と安全をそれぞれ一段と一体化して対応、国民経済が持続的に回復、全体的に上向き、質の高い発展が着実に進み、産業高度化が着実に進展、食糧とエネルギーの安全が有効に保障、社会の大局が安定を維持、年間経済・社会発展目標の実現のために良好な基礎が築かれた	・新型コロナウイルス対策と経済・社会発展、発展と安全をそれぞれ一段と一体化して取組み、新型コロナ対策で重大な決定的勝利、経済・社会の全面的回復が常態化。マクロ政策を前倒しして生かし、需要収縮、供給ショック、期待低下の三重の圧力が緩和、経済成長が予想を上回り、市場需要が徐々に回復、経済に持ち直し・好転の動き、経済の好スタートを実現
政策方針	・現在、経済は新たな困難と挑戦に直面。主に**国内需要が不足**、一部企業が経営難、重点分野のリスクや隠れた危険が比較的多く、外部環境が複雑で厳しい。 ・新型コロナウイルス対策の平穏な移行後、経済回復は波浪型推移、曲折型前進のプロセス ・政策空間を生かし、力を発揮する方向を見つけ、経済の質の高い発展を着実に推進。マクロコントロールを的確に、力強く実施し、逆周期〈カウンターシクリカル〉調整と**政策準備**を強化。引き続き**積極的財政政策と穏健な金融政策**を実施し、**減税・徴収料金引き下げ政策を延長、最適化、整え、実行**、総量と構造的金融政策手段の役割を生かし、科学技術イノベーション、実体経済、中小零細企業の発展を大いに支持。 ・人民元為替レートを合理的なバランスのとれた水準に基本的に安定させる。資本市場を活性化、投資家の自信を高める	・現在の経済好転は主に回復的なもので、内的原動力の強さがまだ十分でなく、需要が依然不足、経済転換・レベルアップが新たな障害に直面、質の高い発展には克服すべき困難・挑戦が少なくない ・実体経済を支えとする近代的産業システムの構築を急ぎ、逆境にあっても前に進み、弱い分野で突破を図り、順境にあっては優位分野で強大化を図らなければならない。 ・科学技術自立自強の土台を固め、新たなエネルギーを育て、強大にしなければならない。新エネルギー自動車〈NEV〉発展の優位性を強固にし、拡大し、充電やエネルギー貯蔵などの施設建設と付帯電力網改造を加速しなければならない。汎用人工知能〈AI〉の発展を重視し、イノベーション・エコシステムを築き、リスク防止を重視 ・需要の回復・拡大は当面の経済の持続的回復・好転の鍵。**積極的財政政策に力を入れ、効果を高め、穏健な金融政策を的確に力を入れ**、需要を拡大する力を結集。さまざまな方策で個人の収入を増やし、消費環境を改善し、文化・観光などのサービス消費を促進。政府による投資と政策による刺激の牽引作用を生かし、民間投資を有効に引き出す
	○国内需要を積極的に拡大、消費の経済成長牽引という基礎的役割を生かし、個人の収入を増やして消費を拡大、末端需要によって有効供給を牽引、内需拡大戦略の実施と供給サイド構造改革を有機的に結びつけ。・自動車、電子製品、家財など大口消費を活性化し、スポーツ・レジャー、文化・観光などのサービス消費を後押し。・政府の投資牽引の役割をより一層発揮させ、**地方政府の特別債券発行・使用を加速**。・民間投資を促進する政策・措置を定め、打ち出す。・多くの措置を採り、貿易と外資の基盤を安定させる。国際航空便を増やし、中国と欧州を結ぶ貨物列車定期便「中欧班列」の安定と円滑を保障 ○近代的産業体系づくりを大いに推進、加速度的に戦略的新興産業を育成し、大きくし、より多くの支柱産業を築く。・デジタル経済と先進製造業、現代サービス業の深い融合を推進、人工知能の安全な発展を促進。・プラットフォーム企業の規範に則った健全で持続的な発展を後押し ○改革・開放を持続的に深め、「二つの少しも揺るぎなく」*を堅持、国有企業のコア競争力を確実に高め、民営企業の発展環境を確実に最適化。・勝手な料金、罰金徴収、負担割り当てを断固是正、政府の企業に対する代金未払い問題を解決。・企業と常態化意思疎通・交流の仕組みを確立、整備し、企業が勇気をもって取り組み、身を投じ、リスクを担い、積極的に市場を築くことを奨励。・条件のある自由貿易試験区と自由貿易港が世界の高い基準の経済・貿易ルールに合わせ、改革・開放の先行試行を推進。・第3回「一帯一路」国際協力サミットフォーラムを入念に準備して開催 ○重点分野のリスクを確実に防ぎ、解消し、我が国不動産市場の需給関係に重大な変化が起きている新たな情勢に適応し、**不動産政策を適時に調整、最適化**し、都市別施策で政策手段を生かし、個人の住宅に対する絶対的需要と改善需要により良く満たし、不動産市場の平穏で健全な発展を促進。・保障性住宅の建設と供給に力を入れ、**城中村****再開発と「平時緊急時両用」公共インフラ建設を積極的に推進し、各種の遊休不動産を活性化し、再開発。・地方債務リスクを有効に防ぎ、解消し、包括的債務解消プランを策定。・金融監督管理を強化し、高リスク中小金融機関の改革とリスク解消を着実に推進 ・民生保障に力を入れ、雇用安定を戦略的高度まで引き上げて全般的に考え、末端の「民生、賃金、運営」を支える最低ラインを守り、中所得層を拡大。・耕地の保護と質の向上に力を入れ、貧困脱却の成果を固め、広げ、郷村振興を全面的に推進。・特大安全事故の発生を断固防ぎ、夏場のエネルギー・電力使用ピークに対応し、供給を保障	○「二つの少しも揺るぎなく」を堅持、各種所有制企業の公平な競争と共同発展に影響を与えている法律・法規面の障害と潜在的障壁を打破し、経営主体の自信を持続的に高め、企業の元気回復を助ける。・各種企業はみなコンプライアンス〈法令順守〉経営に努める。決意を固めて企業の代金未払い問題を根本的に解決。プラットフォーム企業の規範にのっとった健全な発展を後押しし、トッププラットフォーム企業のイノベーション模索を奨励 ○改革を全面的に深め、高いレベルの対外開放を拡大。党と国家の機構改革プランを真剣に実行、国家ガバナンスシステムとガバナンス能力の近代化を推進。外資の投資呼び込みを一段と重要な位置に据え、貿易と外資の基盤を安定。条件ある自由貿易試験区と自由貿易港が高いレベルの国際的経済・貿易ルールに合わせ、改革・開放の先行試験を進めることを支持 ○重点分野のリスクを有効に防ぎ、解消。中小銀行や保険、信託機関改革とリスク解消を一体化して取り組む。・**住宅は住むもので、投機対象ではない**という位置づけを堅持、都市別の施策で、固定・改善住宅需要に対応、物件引き渡し保障や民生保障、安定維持に取り組み、不動産市場の平穏、健全な発展を促進、不動産業発展の新たなモデルづくりを推進 ・超大型・特大都市で「城中村」の再開発と「平時・緊急時両用」公共インフラ建設を積極的かつ着実に推進。保障性住宅を計画、建設 ・地方政府の債務管理を強化し、隠れた債務の新たな増加を厳格に抑制。・新型コロナ対策に引き続き注力 ・民生を確実に保障、改善し、雇用優先の方向を強化、大学卒業生の就職先を拡大、農民工などの重点政策対象の就職を安定。「常に気を緩めない」責任感で、安全生産に持続的に注力。夏場の電力需要ピーク時の供給保障に取り組む。貧困脱却の成果を固め、広げる。食糧生産と重要農産品の供給を保障。郷村振興を全面的に推進。生態環境システムガバナンスを強化。各級指導幹部は先頭に立って調査研究を大いに進め、問題に立ち向かい、企業と末端の困難解決

（注）*公有制経済を少しも揺るがず強固にし、発展させ、非公有制経済の発展を少しも揺るがず奨励、支持、指導する。**都市の中で発展から取り残された地域
（資料）人民日報23年7月25日、4月29日

図表２　債務残高のＧＤＰ比（非金融部門）



（注）05年以前の非金融民間部門内訳未詳。（資料）BIS

図表３　供給サイド構造改革、不動産関連政策ほかを巡る動き

2015年12月	**供給サイド構造改革（三去一降一補）**
	過剰生産能力・不動産在庫解消、金融リスクの防止・解消（三去）
	企業のコスト引き下げ、有効供給の拡大（一降、一補）
2016年12月	「家は住むためのもので投機のためのものではない（房住不炒）」
18～20年	金融リスク防止・解消を重点的に推進
20/8/20	三つのレッドライン（不動産企業の資金調達規制審査基準）
22/11/11	不動産市場支援策（16項目）
	不動産企業向け貸出の返済期限延長など
23/1/14	優良不動産企業バランスシート改善計画行動方案
23/4/25	全国統一の不動産登記制度を完成
23/6/20	LPR引き下げ
23/7/10	不動産業界の資金繰り支援策延長
	不動産開発資金など24年末まで返済期限貸出の一年間繰り延べ
23/7/12	李強総理、ＩＴ企業座談会主宰
23/7/24	**中央政治局会議、「房住不炒」に言及せず**
23/8/1	人民銀行、個人向け住宅ローン金利と購入時頭金比率の引き下げ指導
23/8/2	小規模事業者、農村世帯向け減税措置

（資料）各種報道

以 上

「一帯一路」10 周年の現状と展望

MIZUHO
みずほ銀行 中国営業推進部
特別研究員　邵 永裕 Ph. D.
Email : yongyu.a.shao@mizuho-bk.co.jp
Tｅｌ ： 03-5220-8729

【 要約 】

- 「一帯一路」は 2013 年の概念提起から 10 周年を迎えた。中国による一帯一路地域への直接投資と経済協力の中でも、特にインフラ整備を中心に 10 年の間に着実に進展してきた。
- 新エネ・再エネの投資や省エネ・環境協力が進んでいるが、カーボンニュートラルも一帯一路地域の重要な課題である。
- 資金的及び技術的な面からも、今後多くの国と地域の企業を巻き込んだ事業展開が求められており、日本企業としても第三国協力の観点での提携拡大が期待される。

1. はじめに

10 年前に提起された「一帯一路」構想は[注1]その後に中国政府の発表した「ビジョンとアクション」（**図表 1 の No. 5** ）や関係国及び国連などと取り交わされた共同建設の覚書や公式文書で具体化・充実化され、世界経済や国際政治を語るうえで頻繁に使用される用語・概念になっている。その内容は中国からユーラシア大陸を経由してヨーロッパにつながる陸路の「シルクロード経済ベルト」（一帯）と、中国沿岸部から東南アジア、南アジア、アラビア半島、アフリカ東岸を結ぶ海路の「21 世紀海上シルクロード」（一路）の 2 つの地域において、インフラストラクチャー整備、貿易促進、資金の往来を促進させていくものである（**図表 2**）。

図表1 「一帯一路」構想の提起経緯とこれまでの主な関連出来事

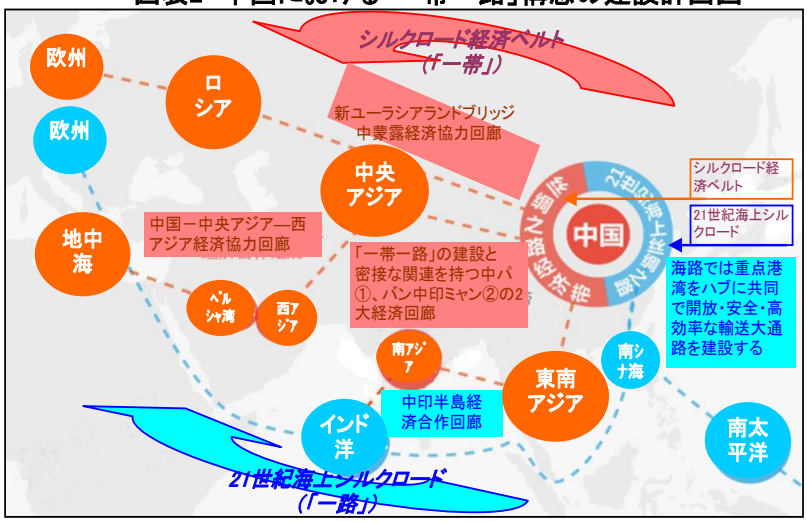
No.	時間（年月）	政　策　の　名　称
1	2013年9月	習近平国家主席が訪問先のカザフスタンの大学講演で中央アジア諸国に向けて「シルクロード経済ベルト（一帯）」の共同建設を提唱
2	2013年10月	習近平国家主席が訪問先のインドネシア国会講演でASEAN諸国に対し「21世紀海上シルクロード（一路）」の共同構築を呼びかけ
3	2014年6月	中国がクウェートとの間で、初めての一帯一路に関する協力覚書を締結
4	2014年12月	シルクロード基金が北京で設立され、正式に運営開始
5	2015年3月	中国政府が6つの国際経済協力回廊の共同建設を主とする「一帯一路のビジョンとアクション」という政策文書を公表、総合的に同構想の理念と枠組および協力メカニズムな
6	2015年12月	アジアインフラ投資銀行（AIIB）が57カ国参加のもとで正式に設立
7	2016年6月	中国、ロシア、モンゴルの3国首脳による「中蒙露経済回廊計画綱要」の共同署名が行われ、一帯一路枠組における初めての多国間協力政府文書が成立
8	2016年9月	国連のニューヨーク本部で中国と国連開発計画（UNDP）との間で一帯一路の共同建設の推進に関する覚書に調印
9	2016年11月	国連の193のメンバー国による一帯一路共同建設に関する決議案が採択
10	2017年5月	第1回一帯一路国際協力サミットフォーラムが北京で開催、140カ国の参会と270件の成果を得た
11	2017年6月	中国政府から「一帯一路建設海上協力構想」が発表され、21世紀海上シルクロードに関する建設構想が初めて披露された
12	2017年10月	第19回中国共産党大会で一帯一路を対外開放の重点などと位置付けられたと同時に、国際協力の新しい枠組みとして継続推進する方針が打ち出された
13	2017年12月	江蘇省で開かれた第4回世界インターネット大会で「一帯一路デジタル経済国際協力イニシアチブ」が共同発表され、デジタルシルクロードの共同建設意向が表明された
14	2018年8月	習近平国家主席が一帯一路建設5周年座談会で講話を発表、一帯一路事業の推進についてこれまでの大がかりな筋書から細密画の作成に移るべく、質の高い発展への転
15	2019年4月	第2回一帯一路国際協力サミットフォーラムが北京で開催、40以上の国家首脳と国際機関のトップなどが出席され、一帯一路グリーン発展国際連盟が設立された
16	2021年11月	習近平国家主席が第3回一帯一路建設座談会にお.ける演説で一帯一路の質の高い発展を指示
17	2022年3月	中国の発展改革委、生態環境部などが「“一帯一路”の共同建設・グリーン発展の推進意見」文書を公布、インフラ、エネルギー、金融協力などでのグリーン発展と体制整備を
18	2022年10月	中国共産党の第20回全国代表大会で習近平総書記が講演で「一帯一路」の質の高い発展を進め、多元的で安定した国際経済の構造と経済・貿易関係を維持すると表明
19	2023年5月	習近平国家主席の主催で西安市で中国と中央アジア5カ国の首脳会議が開かれ、「一帯一路」の枠組みにおける多国間協力になどについて協議された。
20	2023年10月	第3回一帯一路国際協力サミットフォーラムが北京で開催予定

資料）中国政府WEBサイトおよび各種報道、公開資料より作成。

注1 「一帯」構想は習近平国家主席が行った 2013 年 9 月 7 日のカザフスタンのナザルバエフ大学での演説、「一路」構想は同年 10 月 3 日のインドネシア国会での演説でアジアインフラ投資銀行（AIIB）とともに初めて提唱されたが、2014 年 11 月 10 日に中国北京市で開催されたアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議で習主席が改めて「一帯一路」の共同建設を呼び掛けた。

構想提起からちょうど 10 年の月日が経過したこの節目の時に際し、一帯一路の成果と課題を主に企業のビジネス展開や企業の多国的展開の視点から明らかにし、建設的に将来展望をしてみたいと思う。

図表2　中国における「一帯一路」構想の建設計画図



資料）商務部投資促進事務局、中国服務外包研究中心「“一帯一路”戦略下的投資促進研究」2017年より加工・引用。①は中国とパキスタン、②バングラディッシュ、中国、インド及びミャンマー。

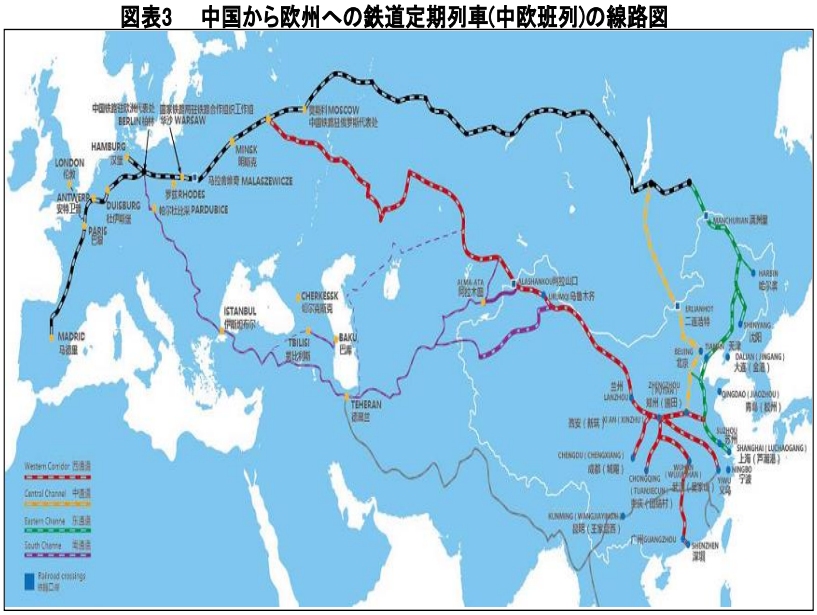
2.　理念の共有拡大とインフラ整備の概観

図表 1 にも見られるように、一帯一路の理念や国際的にその共同建設を進めていくために中国政府を主体に数多くの取り組みを行ってきており、今年 1 月現在すでに世界の 150 以上の国と地域との間に一帯一路の共同建設に関わる政府文書を取り交わした。

構想の提起に関しては歴史的な経緯だけでなく、一帯一路地域に関する地理上のつながりが深いことが重要な前提条件にもなっていることは衆知の通りであり、それより以前に始まっていた中国からユーラシア大陸を跨る鉄道線路（**図表 3**）の存在があることが特筆すべきであろう。今やこれが一帯一路建設のための大きな呼び水効果にとどまらず、陸上交通の大動脈として中国の各地から貨物列車を中心に運行数が急増している（**図表 4**）。

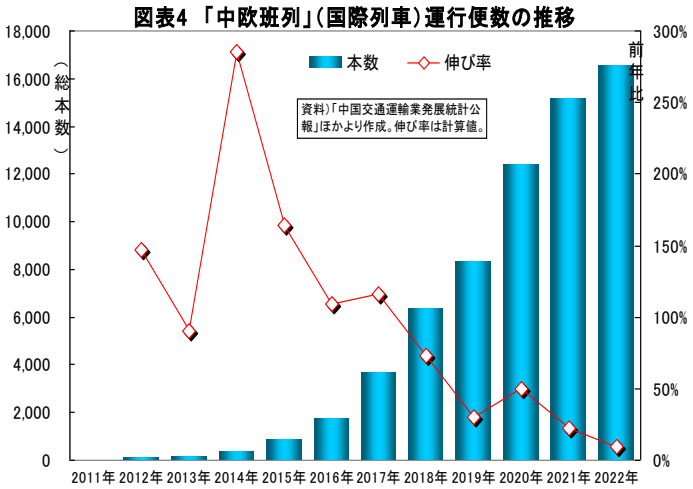
加えて、お互いの国情や国民の相互理解を深めることに大いに役に立つ国際観光旅行の人数がコロナ禍の前までは堅調な増加が見られており（**図表 5**）、ポストコロナに向けて再び回復し、それに伴う観光消費もお互いの国で拡大し、経済発展や地域振興に寄与するであろう。

図表3　中国から欧州への鉄道定期列車(中欧班列)の線路図



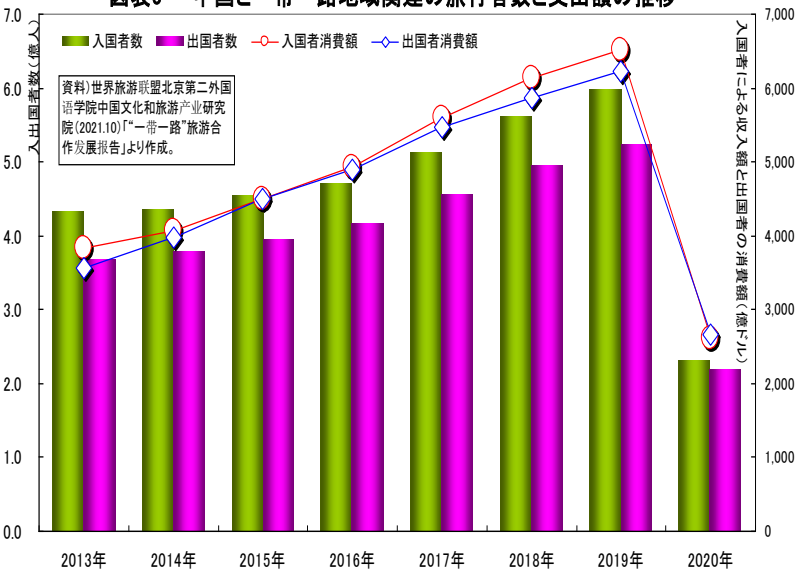
資料）中国公路学会主編『中国交通運輸2017』(http://www.chts.cn/upload/file/20180928/636737545607659505228205 3.pdf)より引用。

図表4　「中欧班列」(国際列車)運行便数の推移



「一帯一路」構想はこれまでにかなり具体的な政策デザインや事業展開の段取りが計画されており、主に**図表６**に示す「トップデザイン」（6 経済回廊と 6 路の建設、多国参加の早期獲得、多港湾の連通）と「五通発展」（政策、施設、貿易、資金、民心の連通）にまとめられる。「五通」についてはかなり大きく進展していると言え、これにより一帯一路沿線地域のインフラ整備が地道に進んでおり、企業の国際展開に重要となる投資環境の改善も大きく進んできた。

図表5　中国と一帯一路地域関連の旅行者数と支出額の推移



図表6　一帯一路構想提起10年来の主な成果の概観

トップデザイン	6回廊	6大国際経済協力回廊
	6路	道路、鉄道、港運、航空、パイプライン、空間総合情報ネットワーク
	多国	一部の早期参加国の獲得
	多港	多くの海上交通大通路の安全通行を確保するための提携港湾の共同建設
五通発展	政策連通	2023年1月現在、中国は151国と32の国際機関との間で一帯一路の共同建設に関する文書を締結し、また32のパートナ国と認定事業者（AEO）相互承認協定を調印
	施設連通	陸運：中国・パキスタン経済回廊の建設でグワダル港、スリランカのコロンボ港、ハンバントタ港、ギリシアピレウス港、瀾滄江・メコン川国際水路整備事業などのインフラ工事などが相次いで着工または竣工した。 海運関連など：2022年現在中国企業が沿線の34国の42港湾の建設運営に参加し、国際陸運線路356本、国際航空路線403本、中欧班列の累計運航数は延べ5.7万回に達し、西欧の24国の196都市に及び、沿線国の交通補完につながった。
	貿易連通	2013年から2022年8月、中国と沿線国の貨物貿易は累計12兆ドル規模に達し、また2022年の中国と沿線国との貨物貿易額は史上最高の13.8兆元を記録（前年比19.4%増）、中国対外貿総額の32.9%を占める（前年比3.2ポイント増、2013年比7.9ポイント増）。
	資金連通	2022年沿線国間の双方向の直接投資が拡大し続け、投資分野も幅広くなり、中国による沿線国への非金融類の直接投資は前年比7.7%の1410.5億元であるのに対して沿線国による中国への直接投資は17.2%増の891.5億元に達した。
	民心相通	2022年末現在、中国による沿線国での海外経済貿易合作区への投資額は3,979億元に達している。沿線国と締結した投資協力覚書は31件、23か所のルーバン・ワークショップ（魯班工房）が設立され、NC工作機械や産業ロボット分野の専門技術者の養成に供用。

資料）一帯一路網および各種報道、公開資料より作成。

図表7　中国の中央アジア諸国におけるインフラ建設事業の進捗状況

実施対象国	事業名称	事業規模・特徴	進捗状況
カザフスタン	中国・カザフスタン原油パイプライン	総延長2,800km	1期工事2005年竣工、2期工事第1段階2013年竣工
	カザフスタンホルゴス・インターゲート経済特区ドライポート	同国内最重要物流センター	2014年利用開始
	カザフスタンシムケント製油所現代化改造工事	精油の品質向上と設備能力の拡張	1期工事2017年竣工、2期工事2018年竣工
キルギスタン	キルギスダトカ ケミン送変電事業	総延長410km	2015年竣工
	キルギスビシュケク火力発電所改築工事	150MW発電機の2基新設とボイラー2台の増設	2017年竣工
	キルギスオシュ病院	150ベッド、外来受付200人（1日当たり）	2019年竣工
ウズベキスタン	アングリアン・ポープ鉄道カムチクトンネル	主トンネル19.2km	2016年貫通
	ウズベキスタン・中国工業園	中国国家級海外経済貿易協力団地	1、2期工事竣工、3期工事は進行中
タジクスタン	ドゥシャンベ第2火力発電所	設備総容量400MW	1、2期工事すべて竣工
	タジクスタン・中国道路	全長1,009km	1期工事2015年竣工
	ワフダット・ヤワン鉄道	全長48.65km	2016年運航開始
各国関連	中国・中央アジア天然ガスパイプライン	総延長10,000km	2009年、10年、14年それぞれA、B、C線竣工
	タジクスタン・ウズベキスタン道路	全長354km	2010年竣工
	中国・キルギス・ウズベキスタン	全長959km	2017年使用開始
	中国・キルギス・カザフスタン道路		2021年使用開始

資料）各種公開資料より作成。なお本表は一部主要案件を対象としておりで全体をカバーするものではない。

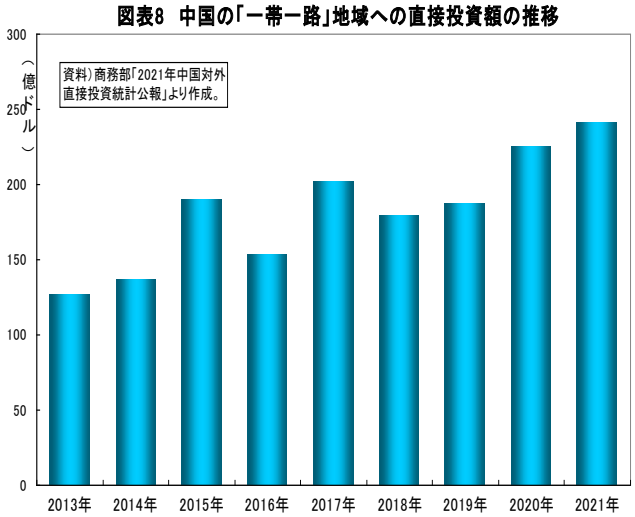
特に「一帯」に関わる中央アジア諸国での中国によるインフラ建設事業が進んでおり、すでに完成・竣工を迎えたものが多い（**図表７**）。

むろん、現在進行中のインフラ事業も数多くあるが、その多くが中国や関係国の地域や都市をまたがるものであり、それ自体国と地域・都市をつなぐものであり、今後の完成により一帯一路地域の投資環境の改善にさらにつながり、「五通」の目実ともの実現にも大きく寄与するであろう。

3. 直接投資と経済協力の動向

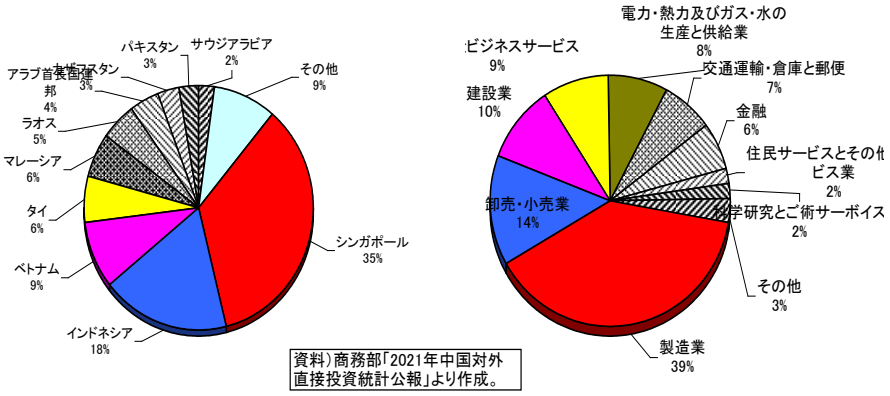
最も一帯一路地域への経済的活動を活発に見せているのがやはり中国からの直接投資と経済協力事業であり、以下ではこれを中心に概観する。**図表 8** は 2013 年以降の中国による一帯一路地域への直接投資額の推移を示しているが、コロナが続いた中でも増勢が保たれており、2021 年には 241.5 億ドルを記録し、2013 年からの累計では 1,640 億ドルに達している。

図表8 中国の「一帯一路」地域への直接投資額の推移



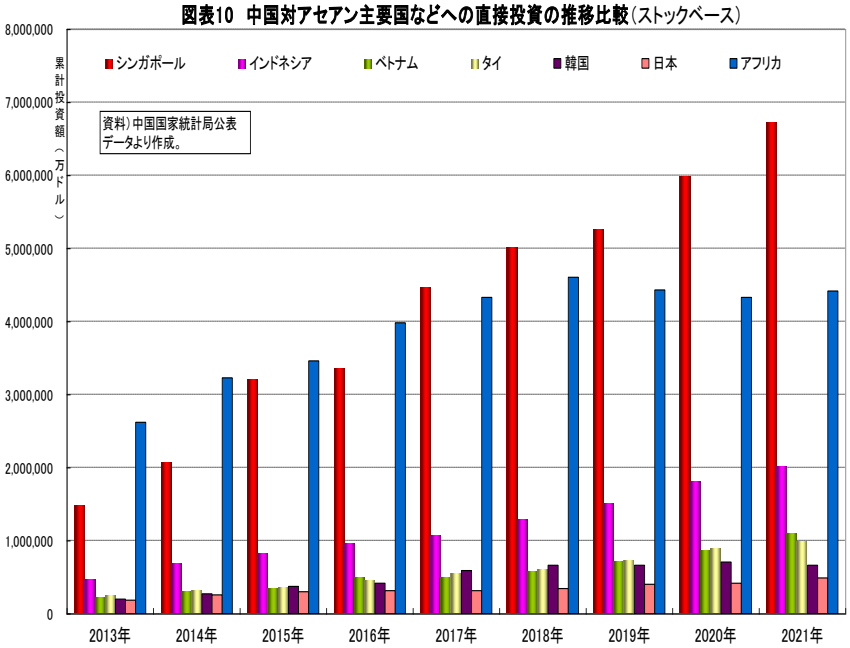
最大の投資分野は 2021 年の実績では製造業で 39%の高いシェアを占めており、その次は卸売・小売業と建設業でそれぞれ 14%と 10%を占める。そのほか、電力・熱力・及びガス・水の生産と供給業（8%）や交通運輸・倉庫と郵便業（7%）と金融業（6%）も比較的大きいシェアを占めており、同地域では製造業の生産移転が進められているほか、投資環境や社会インフラの整備改善に関わる投資が多くなされていることがうかがえる（**図表 9** の右図）。また投資先で見ると、シンガポールをはじめ、インドネシア、ベトナム、タイ、マレーシアなどの東南アジアの諸国がトップ 5 位になっていることが分かる（**図表 9** の左図）。

図表9 中国対一帯一路地域直接投資の国と業界分布（2021年金額ベース）



東南アジアまたは ASEAN 諸国が近年中国の対外直接投資の主要な地域になっていることは時系列データからでもはっきり読み取ることができる。（**図表 10**）のように、シンガポール、インドネシア、タイ、ベトナムへの中国の FDI 累計額は拡大し続けており、2019 年にはいずれも日本と韓国への投資額を上回っている。中国の対日韓への投資減速とも関係しているが、中国の対アフリカへの投資も 2019 年以降伸び悩んでいることが見て取れるので ASEAN 諸国への投資拡大が浮き彫りとなっている。

図表10 中国対アセアン主要国などへの直接投資の推移比較（ストックベース）



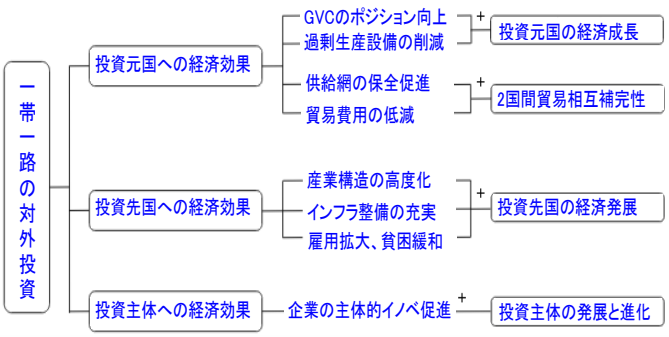
こうした ASEAN 諸国への投資

拡大は中国と東南アジアの国際貿易の拡大とも密接に関連しており、双方の経済活動の緊密さを裏付けており、一帯一路（特に海上のシルクロード）の観点においても進展していると言える。

また一帯一路地域への直接投資は、中国だけでなく被投資地域にもウィン・ウィンの経済効果があるとされる研究も発表され[注2]、今後の一帯一路地域への直接投資の促進の可能性を見るうえでも参考になる。

同研究による分析で明らかにされた直接投資の経済効果が**図表 11** にみる整理となる。つまり一帯一路地域への直接投資は通常言われている直接投資の経済効果と同じく、投資元国と投資先国および投資主体（投資を行う企業）の 3 者にとって経済成長と企業の発展につながるものになるが、それぞれに対して異なる観点で効果が見られる。投資元国の中国にとってバリューチェンでのポジションアップや地域供給網の保全促進などに有利であるのに対して、投資先国にとっては産業構造の高度化や雇用拡大などに繋がり、企業にとっては海外展開による事業拡大や企業の主体的なイノベーションに繋がっている。なお、同研究で触れられていない投資効果もむろんあるが、例えば直接投資による技術や経営資源の移転による地元企業の発展や、投資企業による現地資源の獲得利用なども挙げられ、いずれも、一帯一路というプラットフォームの下での国際交流の拡大と経済貿易の深化は重要な意味を持つであろう。

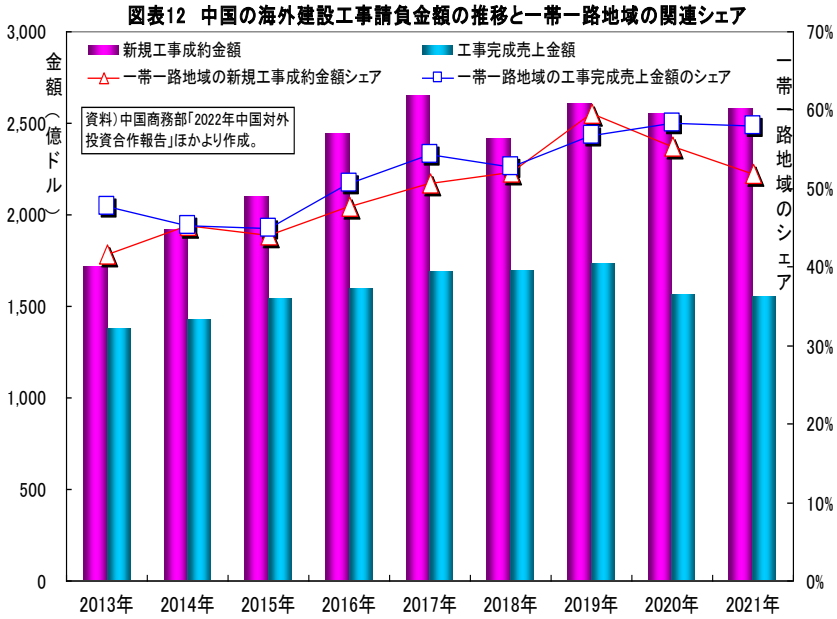
図表11　一帯一路への対外直接投資の経済効果メカニズム



資料）祝继高，王谊,汤谷良（对外经济贸易大学）"一带一路"倡议下的对外投资：研究述评与展望"、『外国经济与管理』Vol. 43 No. 3（2021 年 3月）より加工引用。

次に経済協力の分野となる中国の一帯一路地域の建設工事請負の動向を見てみよう。**図表 12** は 2013 年からの中国企業の海外建設工事請負金額（工事完成分含む）の推移を見たものであるが、一帯一路地域のシェアが新規請負と工事完成分とも 50%以上で推移していることが見て取れ、つまり中国の対外建設工事の半分以上が一帯一路関連の事業ということである。全体の新規契約額は主に一帯一路のシェアとともに2020年には若干減少しているものの、概ね横ばいで推移している。

図表12　中国の海外建設工事請負金額の推移と一帯一路地域の関連シェア



注2　祝继高,王谊,汤谷良（对外经济贸易大学）"一带一路"倡议下的对外投资：研究述评与展望"、『外国经济与管理』Vol. 43 No. 3（2021 年 3 月）。

図表 13 は 2015 年以降の中国企業による一帯一路関連の建設プロジェクト（30 件）の請負状況を示しており、これにより請負企業の主体と事業実施国、成約額及び案件類型（事業分野）が見て取れる。請負企業は中国の国有企業が中心で、案件類型は多岐にわたるが、新エネルギーをはじめとする電力分野のものが比較的多く、セメントや化学工業のプラント（生産ライン）も多く見られている。事業は主に中央アジア諸国に集中しており、中でもカザフスタン関連の案件が最も多いことが特徴になっている。国有企業に集中していることについては、技術力や資金面などの条件に恵まれている他、そもそも各種のエンジニアリング分野の主力企業が揃っているためと思われる。中国のエンジニアリング産業の海外展開として今後一帯一路を中心にさらに拡大していくであろう[注3]。

図表13　中国企業による一帯一路関連建設プロジェクトの請負状況

No.	企業名	成約時間	案件名	成約額	PJ類型
1	中国中鉄	2015年	カザフスタン鉄鉱石発掘PJ第1期	9.15億元	鉱業
2		2016年	ウズベキスタンシャルゴン炭鉱設備更新改造PJ	6.3億元	技術改造
3		2017年	ウズベキスタン鉄道道路会社カルシ・テルメズ電気化改造PJ	1.62億元	技術改造
4	中工国際	2018年	ウズベキスタン年産50万トン硝酸PJ	－	生産ライン
5		2019年	カザフスタン農作物精密加工総合体PJ	2.17億ユーロ	総合
6		2020年	カザフスタン馬騰石油会社油田増産サービスPJ	－	エネルギー
7		2022年	2025年ウズベキスタンタシケント第4回夏季アジア青年運動会と第5回アジア障碍者青年運動会現代体育館建設PJ（1次入札部と2次入札部）	2.89億ドル	公共建築
8	中材国際	2019年	カザフスタン化学工業園PJ	－	工業団地
9		2020年	ウズベキスタンABM200t/dクリンカーセメント生産ラインPJ	－	生産ライン
10		2020年	ウズベキスタンENTER1500t/dクリンカーセメント生産ラインPJ	－	生産ライン
11		2021年	ウズベキスタンジザク5000t/dクリンカーセメント生産ラインPJ	－	生産ライン
12		2021年	ウズベキスタンアハンガランセメントスペアパーツPJ	－	生産設備
13	中国建築	2016年	カザフスタンアスタナ・ライトレール-02落札PJ	2.04億ドル	鉄道交通
14		2017年	カザフスタンアスタナ市「ユニバーシティ」工事	2億ドル	総合建設
15		2017年	キルギスタンアジアの星農業産業合作区事業EPC工事総合請負契約	1億ドル	農業団地
16		2019年	カザフスタンアルマトイ市複数住宅団地EPCプロジェクト総合契約	27億元	不動産
17		2020年	キルギス・ハイトン市工事総合契約	1.96億ドル	不動産
18	中国電建	2016年	カザフスタンバダンシャ200MW風力発電PJ	22.18億元	新エネ
19		2017年	カザフスタンバダンシャ第2風力発電PJ	11.24億元	新エネ
20		2020年	カザフスタンキジルセット100MW太陽光発電PJ	5.06億元	新エネ
21		2022年	カザフスタンサレブラック150 MW風力発電PJ	10億元	新エネ
22		2022年	カザフスタン西トゥルガイ斑岩銅鉱採掘総合契約	69.95億元	
23	中国中冶	2019年	ウズベキスタンカルシコンクセメント3.200t/dクリンカー+120万t/dセメント生産ライン基礎処理及び上部構造建設工事	7.5億元	鉱業
24		2021年	ウズベキスタンタシケントコンクセメント生産ライン建設工事	10.6億元	生産ライン
25		2022年	カザフスタンAMTNo.8 ＆9コークス化PJ	8.2億元	工場
26	中国能建	2022年	カザフスタンジェット蘇州水力太陽光発電貯蔵一体PJ	－	電力
27		2022年	ウズベキスタンバッシュ・ザンケルディ風力発電PJ	9.97億ドル	電力
28	中国化学	2018年	カザフスタンIPCIポリプロピレンPJ	123.48億元	生産ライン
29		2021年	カザフスタンIPCI建設PJ	115.32億元	生産ライン
30	中国鉄建	2021年	カザフスタンサルキア鉱山施設建設PJ	1.07億ドル	鉱業

資料）各企業広告及び各種公開資料より作成。本表は2015年以降に成約された案件の一部であり、全体をカバーするものではない。

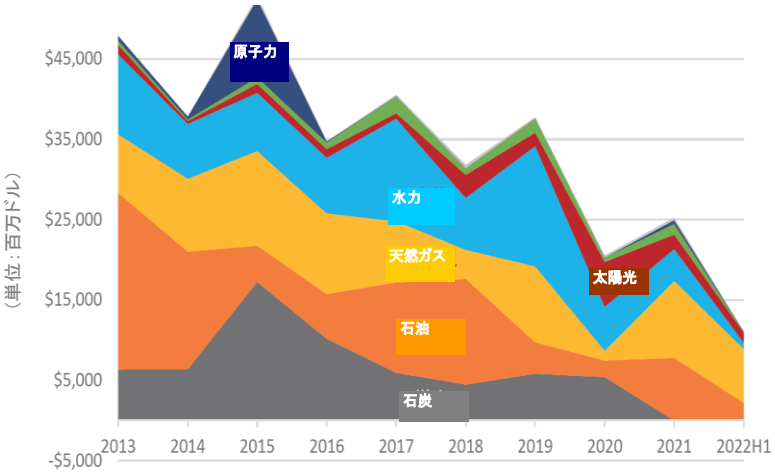
注3 高仲日出男/若杉敬明著『エンジニアリング産業：構造と経営戦略』東京大学出版会（1986 年）では。エンジニアリング産業を定義づけた上で、大規模な社会開発、海外へのプラント輸出等のプロジェクト設計から建設や地域開発等にも携わる同産業を系統的に研究分析し、特に日米欧における発展の経緯、事業経営の特質、産業構造の解明を行っているので米日が同産業の発展展開により先行経験があるので、今後の日中企業などの連携による事業展開の推進に有利な基礎条件と補完効果が考えられる。

4. グリーン発展に向けての取り組み成果と課題

地球温暖化の対策強化とカーボンニュートラル取り組みの進展のなかで中国の一帯一路地域の事業推進において脱酸素やグリーン発展に関する政策展開も顕著に見られており、最近ではより活発な動きが見られる。具体的には、2019 年 4 月第 2 回一帯一路国際協力サミットフォーラムにおいて一帯一路グリーン発展国際連盟が設立され、2022 年 3 月には中国国家発展改革委員会と生態環境部などが「“一帯一路”の共同建設・グリーン発展の推進意見」文書を公布、インフラ、エネルギー、金融協力などでのグリーン発展と体制整備などが強調された。

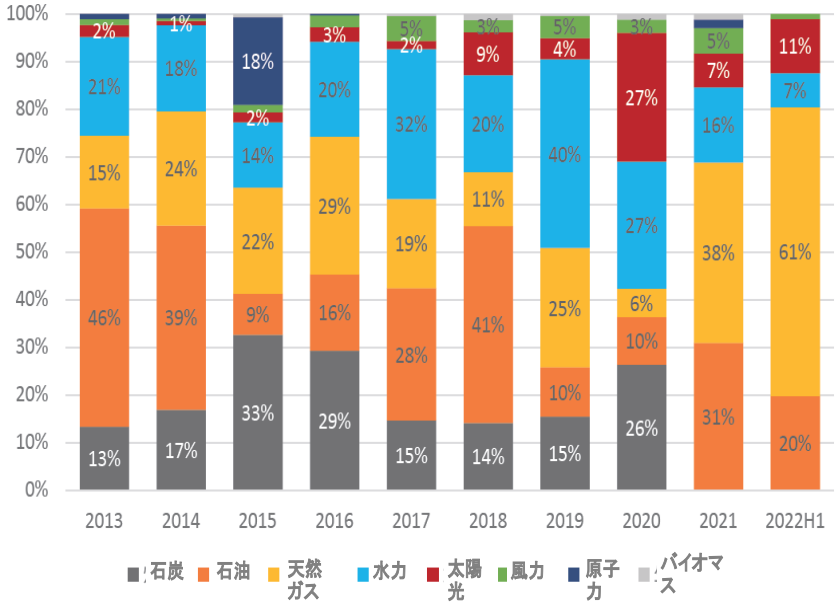
ここで主にエネルギー分野の投資動向からグリーン発展の取り組みと課題を見ていきたい。**図表 14** のように、2013 年以降の中国の対一帯一路地域へのエネルギー関連投資は拡大よりも逓減的な傾向をたどっており、2021 年の石炭火力発電投資の完全中止により更に大きく減少した。また投資額の分野別構成比（**図表 15**）を見ると、天然ガスが最大の 61%を占めており、再エネ・新エネ分野の太陽光発電はいずれもピークより大きくシェアを縮小してきた。中国内で盛んに発展してきた風力発電も過去の 5%台から 2021 年には 1 %未満まで低下し、グリーン発展のテンポが大きく遅れたことが読み取れる。その背景にはさまざまな要因が考えられるが、差し当たり、中国側の資本不足と現地の需要減が推察される。**図表 16** に見る中国参入の BREP [注4] 諸国の再エネ案件の分布状況から後者の原因がまず存在すると考えられる。中国企業が参入する案件のほとんどが特定の国（パキスタン、ラオス、ネパールの主要 3 か国）と個別領域（水力発電主体と風力）に集中しており、ゼロとなっている他の分野と国の再エネ

図表14　2013年以降の中国対一帯一路地域へのエネルギー関連投資の推移



資料）図表15を含め、中央財経大学緑色金融国際研究院作成資料より？加工引用。

図表15　2013年以降の中国対一帯一路地域のエネルギー関連投資岳の構成比推移



図表16　中国企業参入のBREP国の再エネ案件数分布

実施国	合計	水力発電	風力発電	太陽光発電
パキスタン	15	9	6	1
ラオス	12	12	0	0
ネパール	6	5	0	1
カンボジア	3	3	0	0
ボリビア	2	2	0	0
スーダン	1	1	0	0
ナイジェリア	1	1	0	0
ミャンマー	1	1	0	0
コンゴー布	1	1	0	0
赤道ギニア	1	1	0	0
アルジェリア	1	0	0	1

資料）中国新能源电力投融资联盟(2021年12月)「中国企业参与“一带一路”能源伙伴关系国家的可再生能源项目投资机会研究」より作成。

注4 BREP（The Belt and Road Energy Partnership）は 2019 年 4 月に成立されたもので、中国を含め現在 33 のメンバー国がある。

事業の需要の発掘が課題と言えよう。

図表 17 は一帯一路の再エネ投資事業に関わるオフショア市場のグリーンボンド発行動向を示しているもので、発行体は中国の国有電力会社や国有銀行、香港政府などで、今後こういった資金調達が更に増えるであろう。

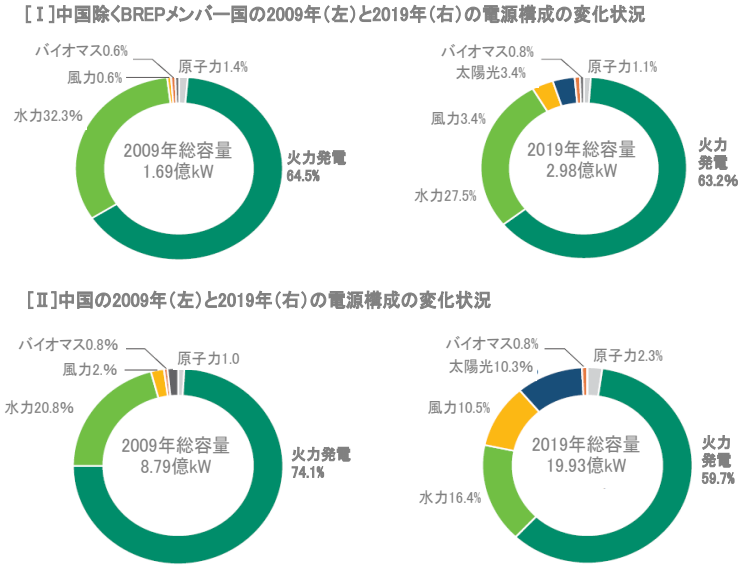
今後の一帯一路地域へのグリーン発展、カーボンニュートラル事業の推進を図るうえで、再エネ・新エネ分野への注力が対象諸国と中国の電力設備構成の変化比較からもその必要性と可能性が伺える。**図表 18** のように、2009 年から 2019 年までの同様な期間に中国の火力発電の設備構成比は 74.0%から 59.7%に大きく減少したのに対して、BREP 諸国は 64.9%から 63.2%にわずかの減少にとどまっているのは再エネ・新エネ分野での取り組みの違いによる差であることは明らかで、中国は今後この分野において事業を更に拡大すると考えられる。ただ中国企業だけでは資金面や技術的問題等で不十分であり、これまで既に見られた（**図表 19**）中国企業と他国企業の提携による事業推進がより効果的であり、日本を含めた多くの国々でグリーン発展やカーボンニュートラルの事業展開が期待されるであろう。

図表17　オフショア(香港)グリーンボンドの発行状況

発行体	発行時間	種類	貨幣種類	期限	発行金額	利率
中国电建海投	2017年6月7日	高級永続債	米ドル	/	5億	3.50%
首创集团	2018年3月19日	2通貨グリーン債	米ドル	3年	5億	4.25%
			人民元	2年	6.3億	5.20%
首创环境控股有限公司	2018年9月21日	高級無抵当グリーン債	米ドル	3年	2.5億	5.625%
新世界中国	2018年11月21日	香港中期手形	米ドル	5年	3.1億	4.75%
华电集团	2019年5月21日	高級永続債		5年以内払戻不可	5億	4%
香港特区政府	2019年5月22日	香港政府グリーン債		5年	10億	2.555%
中国工商银行香港分行	2019年9月16日	香港中期手形	米ドル	3年	10億	変動金利
				3年	5億	2.25%
				5年	10億	変動金利
			オーストラリアドル	2年	40億	2.2%
			人民元	1年	10億	3.10%

資料）创绿研究院 清华五道口“一帯一路”国家可再生能源项目投融资模式、问题和建议”（2020年1月）より作成。

図表18　中国とBREP諸国の電力設備構成変化比較（2009～2019年）



資料）中国新能源电力投融资联盟(2021年12月)「中国企业参与“一帯一路”能源伙伴关系国家的可再生能源项目投资机会研究」より作成。

図表19　一帯一路の再エネ投資事業における中国企業と第3国企業との提携事例

中国の再エネ企業	第3国の参加企業	実施時間	協力案件	設備のキャパシティ	協力内容
中广核欧洲能源法国电力新能源公司	フランスのイノゾン社	2015年12月	ナミビア風力発電および太陽光発電事業	500MW	三者は共同でナミビアにおける500MWのクリーンエネルギープロジェクトの投資、開発、建設、運営を実施する。
晶科能源	日本丸紅株式会社	2017年3月	アラブ首長国連邦アブダビSweihan太陽光発電事業	1,177MW	ジンコソーラー、丸紅、アブダビ電力水道公社(ADWEA)が共同所有する特別目的の会社が太陽光発電所の建設、運営、メンテナンスを担当する。
天合光能	日本三井物産株式会社	2017年11月	メキシコサカテカス州太陽光発電事業	104MW	天合光電社は三井物産と共同でプロジェクトの開発、建設、投資を行う。商業運転は2020年第2四半期の予定
中国长江三峡集团	スペインACS社	2018年10月	コンゴ(キンシャサ)ダインガ水力発電所フェーズ(Inga III)	1,100万kW	中国三峡集団はスペインのACSグループと企業連合を結成し、共同で建設・開発を行う;プロジェクトの契約金額は140億ドル、工期は5～7年の見込み
中国电建	米国GE	2019年6月	ジンバブエとザンビアの国境Batoka Gorge水力発電PJ	2,400MW	中国電建と米国GEが共同で請負って建設し、水力発電プロジェクトはBOTモデルを採用する。

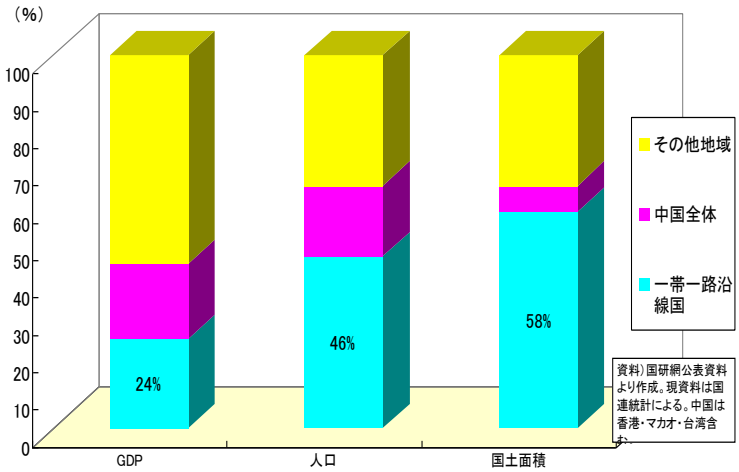
資料）创绿研究院 清华五道口“一帯一路”国家可再生能源项目投融资模式、问题和建议”（2020年1月）より作成。

5. 新たな発展への挑戦と将来展望（結びに代えて）

一帯一路構想は中国の発起・提唱によるもので、これに対し批判的な意見も多くあったことは否めないが、本稿で見てきた通り、これまでの 10 年間にインフラ整備等の国際投資と貿易活動等によって着実に進んできていることは事実と言えよう。

今年 10 月に第 3 回一帯一路国際協力サミットフォーラムが北京で開催される予定となっているが、そこでは中国として 10 周年の成果を総括・評価し、これからの 10 年や更に長い期間にわたる発展目標や新しい取り組みが示されるであろう。日本としても、これまでの課題や今後の対応について大いに議論し、日中双方にとってより良い発展の道筋が示されるような有意義な機会となってほしいものである。

図表20 一帯一路沿線国と中国および世界その他地域の国土・人口・GDPの世界シェア比較（2021年）



引き続き米中対立等の影響が懸念されるが、一帯一路地域は GDP 規模で世界の約 4 分の 1、人口で世界の約半分、国土面積で世界の約 6 割を占めており（**図表 20**）、同地域は大きな成長可能性や市場潜在性が在ることは確かであり、日本企業等にとっても第三国協力の舞台として有望であることは言うまでもない。資金面、技術面、経営ノウハウを含めた多面的な国際提携による展開が、国際公共財や新たな発展のプラットフォームの役割発揮にもつながるであろう。これまでにもすでに多くの分野で様々な提携事例が見られており（**図表 21**）、特に日中間では「日中省エネルギー・環境総合ファーラム」を中心に第三国市場での両国企業提携事業が実施されており、一帯一路地域の産業発展と国際経済協力が進むことが期待されよう。

図表21 近年の「一帯一路」関連の中外企業提携事例

No.	合意公表日	中国側企業	外国側企業	協力方式	事業分野	業種
1	2018.3.14	上海国際港務（集団）	日本通運	業務提携	EC、倉庫事業など	物流
2	2018.9.10	テンセント	日立製作所	戦略提携	IoT分野で提携関係を結び今後「一帯一路」関連でもインフラ事業の協力を期待	製造
3	2018.9.5	上海浦東発展銀行	シンガポールの大手UOB銀行	事業提携	「一帯一路」関連ビジネス支援で提携	金融
4	2018.4.20	クイ・カン・Eコマース（浙江省）	シンガポールのQLVアグロテック	合弁企業設	ラオスの首都にあるサントン郡で無農薬栽培	農業
5	2018.6.6	中国企業10社	独シーメンス	戦略提携	「一帯一路」のインフラ（発電、エネルギー管理、建築技術、智能製造などカバー）関与深めることで広範提携	エネルギー、建設、スマート製造
6	2018.11.23	国有エネルギー大手雲南省能源投資集団（YEIG）	タイの工業団地・賃貸倉庫開発大手WHAコーポ	戦略提携	雲南省、ラオス、タイをつなぐ包括的物流事業の開発で提携合意	物流
7	2019.4.26	北京市商芋湯科技開発、中国港湾工程	マレイシアのG3グローバル社	事業提携	マレイシア初のAI工業団地設置に関する提携で覚書調印	ICT
8	2018.5.27	中興通訊（ZTE）の現地法人ZTEコーポレーション	マレーシアのディジ・ドットコム傘下のディジ・テレコミュニケーションズ	事業提携	マレーシア国内での次世代通信規格「5G」技術の実現に向け	ICT
9	2019.4.15	中国輸出信用保険公司	シンガポールのDBSグループ	事業提携	「一帯一路」関連事業（海洋工程、インフラ、エネルギー、繊維、航空宇宙など多分野の）で提携合意	エンジニアリング
10	2019.4.11	中国輸出信用保険公司	シンガポールOCBC銀行	戦略提携	「一帯一路」関連プロジェクト（再生可能エネルギー、省エネ、汚染対策重点）で提携合	保険

資料）各種報道より作成。合意時期の一部にはプレスリリースの時間も含まれる。

以上

中国現地法人による香港・中国本土上場

KPMG Huazhen LLP（KPMG 中国）
岸 皓彦、高橋 星行
Email: akihiko.kishi@kpmg.com
hoshiyuki.takahashi@kpmg.com
ＴＥＬ：岸 +86-10-8508-5830
高橋 +86-21-2212-2640

【 要約 】

- 中国ビジネス環境が急速に変化する中、経営、人材、財務、ガバナンス、地政学リスク等課題への対応策のひとつとして中国現地法人の香港、或いは中国本土上場が注目されている。
- 世界の IPO 活動は 2023 年に入っても低迷が続いている中、香港・中国本土証券取引所は継続的に世界の IPO 市場を牽引する存在となっている。
- 日系中国現地法人による代表的な上場パターンとして、A. 株式会社化の中国現地法人を上場主体として中国 A 株、または香港 H 株上場するケース、B. 日本本社と中国現地法人との間のオフショア中間持株会社を上場主体として香港レッドチップ株上場ケースが挙げられる。

1. はじめに

かつて「世界の工場」と呼ばれた時代から「世界の市場」へと変貌を遂げた中国。この巨大な市場では外資企業、中国企業入り乱れた激しい競争が繰り広げられている。電気自動車（EV）を例に取るように、政府の支援にも後押しされ中国発の先端テクノロジーが次々と生まれており、世界のトレンドを注視する上でも重要な市場と言える。一方で、近年ではイデオロギーの違いによる米中対立が顕在化しており、中国市場のブロック化傾向が見られ、地政学リスクへの対応も求められている。

このように中国ビジネス環境が急速に「ブロック化する巨大な市場」へと変化する中、経営、人材、財務、ガバナンス等、様々な課題への対応策のひとつとして中国現地法人の香港、或いは中国本土上場が注目されている。日系企業においても、香港上場を目指す中国現地法人の増加、更にはこれまで見ることが無かった日系中国現地法人の中国本土上場事例も出てきている。これらのトレンドを踏まえ、中国現地法人の香港・中国本土上場がもたらす効果、各市場の最新動向を解説する。

2. 中国現地法人が直面する典型的課題、その対応策としての上場

(1) 経営上の課題への対応

競争が激しい中国市場で持続的に成長するためには、中国市場の特性を熟知した経営者による、迅速な経営判断が求められる。さらに市場のニーズに合わせた製品・サービスの開発が不可欠である。しかし、本国より 3～5 年程度のローテーションベースで派遣された駐在員を中心とした本国本社主導による経営では、中国独自の対応が不十分となる場合があり、中国国内における持続的成長が難しくなってきている。

香港・中国本土証券市場の上場規則上、本国本社からの経営上の独立性が一定程度求められる。その結果、香港・中国本土上場を見据え、中国現地法人の経営を本国本社から独立させ、中国市場の特性を熟知した現地経営者による迅速な経営判断を行う体制への転換が図られる。

(2) 人材の課題への対応

中国での持続的な成長のためには優秀な現地人材の確保が極めて重要であるが、従来の日本型人事・給与制度では、報酬額、またステータスという意味でも競争力の相対的低下が見られ、中国の優秀な人材を継続的に確保し維持することが困難な状況となっている。

優秀な現地人材に対し上場株式を利用したストックオプションを付与すること、さらに上場企業の役員というポストを提供することで、報酬額、ステータスともに現地他企業と比較した優位性を確保することができる。

(3) 財務上の課題への対応

従来の典型的な外資系企業中国現地法人の資金調達手段として、本国本社からの親子ローン、または銀行ローンの 2 つが挙げられる。しかしながら、例えば親子ローンのケースでは中国の総量規制（投注差）や外貨建て借入に伴う中国現地法人の為替リスクの問題など思うように資金調達ができないケースが見られる。中国での事業拡大・戦略的投資のためには、よりフレキシブルで有利な条件による資金調達を行うことが求められている。

上場に際して、株式を発行し世界有数の証券市場である香港・中国本土市場から直接、資金調達することが可能となる。

(4) ガバナンス・米中新時代への課題・地政学リスクへの対応

本国本社からは中国現地法人の実態が見えづらくブラックボックス化するなど、本国本社からのコントロールがますます難しくなっている。また、中国現地法人の持分を本国本社が直接保有している場合、中国事業からの EXIT 手段については、主に中国現地法人の持分を売却するか、中国現地法人を清算するかの選択肢に限定されてしまう。そのため、そのどちらも中国内の規制当局からの認可・承認手続きに時間とコストを要することになり、リスクが顕在した際に迅速に EXIT することが大変難しい状況にある。

上場企業となることで、上場規則上、監査委員会や独立取締役の設置が求められる。さらに上場企業として財務諸表の継続開示と監査が求められ、本国本社に依存しないコーポレートガバナンスの自立化が図られる。

また、上場規則により、上場時に原則的に最低 25%のオファリングが要求されるため、上場するこ

と自体が中国事業の一部 EXIT となり得る。また、リスクが顕在した際に、中国現地法人自体の売却・清算以外にも有効な EXIT 手段を確保することができる。いわば中国事業が本国本社から独立する形になるため、地政学リスクへの対応としても有効な手段となりえる。

中国現地法人の課題	上場による効果
経営の現地化	• 本国からの短期派遣者を中心とした**本国主導経営からの脱却** • 経営の自立に伴う中国**現地ニーズに即した開発**と**意思決定の迅速化**
人財の現地化	• 主要経営陣、キーパーソンに対する**ストックオプション**の付与 • **上場企業の役員**として優秀な現地人材への**キャリアパス**の提供
財務の現地化	• 中国企業の資金ニーズに対し、証券市場を利用した**資金調手段の確保** • **知名度・信用度の向上**に伴う**調達コストの削減**
コーポレートガバナンスの現地化	• 連結財務諸表の**継続開示と監査、外部株主による監視**と株主への**説明責任** • 上場規則に基づく**独立取締役の任命、監査委員会の設置**
米中二極化時代への対応（EXITへの備え）	• 上場による**持分の一部EXIT**（浮動株比率25%以上）と**株式の流動化** • 市場での機関投資家への株式売却による**迅速なEXIT手段の確保（香港上場）**

このように、中国現地法人が抱えるさまざまな課題に対して、証券市場への上場が有効に機能することが認められるようになり、近年、日系企業の間でも中国現地法人による香港・中国本土上場を積極的に検討・活用する動きが見られる。

3. 香港・中国本土株式市場の概要・特徴

世界の IPO 活動は 2022 年末にかけて大幅に減速し、2023 年に入っても低迷が続いている。この傾向は、インフレ圧力や金利上昇、地政学的な不透明感などの要因によるものであり、2023 年初頭に発生した金融市場の不安定化によりさらに悪化した。このような中でも、香港・中国本土証券取引所は継続的に世界の IPO 市場を牽引する存在となっており、コンスタントに世界トップ 5 にランキングされている。各証券取引所の状況は下表のとおり、香港、上海、深圳、北京に証券取引所が設置されている。

地域	証券取引所	市場の種類	英語名称	特徴
香港	香港証券取引所（HKEX）	メインボード	Main Board	中国・香港の金融・不動産・IT・コンシューマー系を中心とした大手企業が数多く上場している。さらに欧米企業や、日本企業も複数上場している。特に近年、日本企業の中国子会社による香港上場が増加している。
		ジェム	GEM	新興企業向けに開設された市場だが上場件数は低迷している。
中国本土	上海証券取引所（SSE）	メインボード *1	Main Board	中国を代表する銀行、建設、電力、鉄鋼、航空、石油等の大手国有企業のほか、中国大手民営企業も数多く上場している。
		科創板	STAR Market	2019年に取引開始したハイテク新興企業向けの市場。中国版NASDAQとも呼ばれ急成長している。中国半導体受託生産最大手メーカーが上場したことでも注目を集めた。
	深セン証券取引所（SZSE）	メインボード *1	Main Board	2021年に中小企業板（SME）と統合した。主に華南地域の大手企業が上場している。
		創業板	ChiNext	2020年より上海科創板と同様の制度改革を実施し急成長している。現在では上海科創板とともに中国A株上場の中心的市場になっている。
	北京証券取引所（BSE）	新三板「精選層」	BSE	革新型中小企業の育成・発展と新三板改革を目的に2021年に新設。

香港：中華人民共和国香港特別行政区（SAR）　　*1：上海・深センメインボードにはA株、B株の2種類の株式がある

(1) 香港証券取引所

① 市場の概要

メインボードと、新興企業向け市場のGEM（Growth Enterprise Market、通称「ジェム」）がある。メインボードには、香港系や中国系の金融・IT・コンシューマー系の大手企業など、大型優良銘柄が上場する市場である。コンシューマーセクターの欧米大手企業や、日系企業も複数上場している。一方、GEM は新興企業向けの市場ではあるものの、メインボードの上場要件緩和や、両市場の連動制が薄れたこともあり、近年の上場件数は低迷している。

② 近年のトレンド

2018年よりChapter18 Aにてバイオテック企業の収益化前上場要件が適用され、収益化前のバイオテック企業の上場が相次いだ。直近では2023年3月末にChapter 18 Cが導入され、次世代情報技術、先端ハードウェア・ソフトウェア、先端材料、新エネルギー・環境保護、新食品・農業技術の5つのスペシャリスト・テクノロジー産業の上場申請優遇措置が導入された。この結果、収益化前の該当企業も一定の要件をクリアすることで上場する余地が出てきた。

(2) 中国本土証券取引所

① 上海証券取引所

メインボードと 2019 年に開設された科創板がある。メインボードには中国を代表する金融・重工業・インフラ系の大手国有企業が数多く上場している。一方、科創板は上場対象会社をIT、AI、ビッグデータ、先端技術やバイオテックなどのハイテク企業に限定していることが特徴である。近年では半導体受託生産中国最大手企業が上場したほか、日系半導体製造装置に関する加工受託大手の中国子会社が2022年に上場を果たしている。なお、ネガティブリストにおいて、不動産、金融事業、投資事業会社の上場が禁止されるほか、フィンテック、モデル・イノベーションに関する企業の上場が制限されている。

② 深圳証券取引所

メインボード、創業板の2つの市場を有する。メインボードには、主に中国華南地域に本社を構える中国家電大手企業や車載電池大手企業などが上場している。一方、創業板は、「三創四新（3つの創造と4つの新)」を掲げ、革新的で起業家精神に溢れた成長企業を対象とし、伝統産業と新技術・新産業・新業態・新様式との深い融合を支援している。日系半導体ウエハや設備向け部品製造会社の中国子会社が2022年に上場を果たしている。なお、ネガティブリストにおいて、生産能力過剰産業、産業構造調整指導目録で除外された産業、教育産業、金融業などが禁止されている他、不支持とされる産業として農林水産業、鉱業、紡績業、建設業、不動産業等が挙げられている。

③ 北京証券取引所

中国全土の株式制度への転換実証の主導的役割を果たし、専・精・特・新（専門性・洗練性・特色性・新鋭性）を持つ革新的な中小企業、先進的な製造業と現代的なサービス業分野の企業を重点的に支援することや、伝統的な産業の転換とアップグレードを促進することを目的とし、2021 年 11 月に開設された。開設以来市場規模・取引件数は右肩上がりとなり、特に2023年上半期には飛躍的な成長

を遂げ、前年同期比で取引件数、資金調達総額共に 2 倍以上に増加した。当該取引所は、中国本土における健全で多層的な資本市場の全体的な発展にとって重要な位置づけとされている。なお、ネガティブリストには、金融・不動産事業、生産能力過剰産業、「産業構造調整指導目録」に規定された段階的廃止業種、教育産業などが挙げられている。

④ 近年のトレンド

i）審査制から登録制へ

以前の中国本土証券取引所上場は、原則的に上場審査と承認を中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission　以下、「CSRC」）が行っていた。規制当局による審査は、審査過程・内容が不透明であり、上場申請後の承認までに時間を要していた。数百社に及ぶ上場申請会社が列をなして上場承認を 1 年以上も待たなければならないことも常態化していた。このような問題を解決するため、2018～20 年にかけて上海科創板・深圳創業板の上場審査は証券取引所が主体となって行う規制緩和が為された。つまり、証券取引所が上場申請した後、原則、CSRC には届出のみを行う「登録制」が試験的に導入されたのである。この結果、上場審査期間は約 6 か月に大幅短縮された。このような上場審査や公募価格等の規制改革にも後押しされ、上海科創板・深圳創業板の IPO 件数はその後に急増した。また、2021 年に新設された北京証券取引所においても、同様の登録制を試験的に導入された。そして 2023 年 2 月 17 日、CSRC は株式発行登録制度の全面的実施に向けた登録制度関連規則を公布、同日より施行されるに至った。

ii）業種・業界における優劣

近年、米中対立が顕在するなか、中国当局としても中国内のハイテク関連企業の育成に注力する傾向が見られる。したがって中国本土内の証券取引所への上場についても、中国金融規制当局による CSRC および各証券取引所への指導により、ハイテク関連企業が優先されており、コンシューマーセクター企業における中国本土上場の実現は当面の間、厳しい状況が続くと見られている。

4. 日系中国現地法人による香港・中国上場のパターン

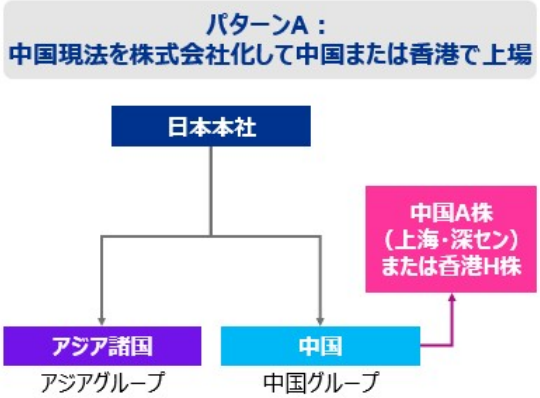
日系中国現地法人による代表的な上場パターンとして、A.中国現地法人を株式会社化して、「中国現地法人を上場主体」として中国本土市場へ上場（以下、「中国 A 株上場」）、または香港市場に上場（以下、「香港 H 株上場」）するケース、B.日本本社と中国現地法人との間にオフショア中間持株会社（ケイマン諸島や香港など）を挟み込む資本再編を行い、「オフショア法人を上場主体」として香港上場（以下、「レッドチップ株上場」）ケースが挙げられる。

典型的な香港レッドチップ株上場のケースではパターン B においてケイマン法人の株式を用いることが多いが、日系企業による上場のケースでは、ケイマン法人を使用せず、香港事業会社または新設された香港持ち株会社の株式を上場させるパターンも好まれている。

(1) パターン A：中国現法を株式会社化して中国または香港で上場

中国 A 株上場または香港 H 株上場をするにあたり、中国現地法人を株式会社化するほかに、上場前

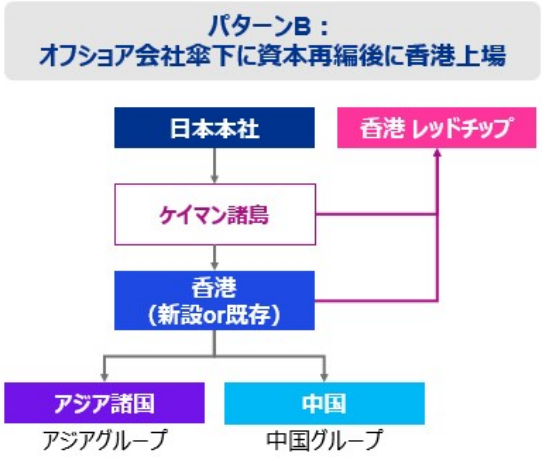
のグループ資本再編が必ずしも必要ない。そのため、資本再編から生じる中国キャピタルゲイン課税などのリスクを回避することができる。



一方、中国 A 株または香港 H 株上場後の市場での株式売却時、キャピタルゲインに対して中国で課税される可能性がある点、また、中国 A 株式上場のケースでは株式売却資金を日本に還流する際に中国の資本規制により一定の手続が必要となり、海外送金に相応の時間と労力を要する点に留意が必要となる。さらに中国本土市場は中国規制当局のコントロールが強く、市況に応じて市場での売却に際し規制がかかるケースもあり、タイムリーな売却が出来ない可能性がある。

(2) パターンB：オフショア法人を上場主体として香港上場

ケイマン諸島や香港などのオフショア法人を通じて中国現地法人を保有する場合、或いはこれまで日本から直接中国現地法人に対して投資している場合には、既存・或いは新規に設立したオフショア法人に対して中国現地法人の持分を移管する資本再編を実施、その後、オフショア法人の株式を香港に上場させるものである。



上場主体が中国本土からオフショア化されるため、中国当局の直接的な影響を回避することができる。また、香港レッドチップ株上場では、上場後の市場での株式売却について香港でキャピタルゲイン課税がかからない。香港は資本規制が中国本土より緩やかなため、香港市場での株式売却資金の海外送金も自由に行うことができる。さらに香港レッドチップ株上場のケースでは、上場主体が中国当局の直接的な管理下である中国本土にないため、上場株式による M&A（株式交換）やストックオプションについても、香港 H 株上場および中国 A 株上場と比較して自由度が高いと言える。

一方、上場前に上場主体となるオフショア法人の傘下に中国現地法人を資本再編する場合、当該資本再編時に中国でのキャピタルゲイン課税が課せられるリスクがある。ただし、資本再編時に中国特殊税務処理の一定の要件を満たすことで課税の繰り延べが可能となる。

加えて 2023 年 3 月以降、当該上場が、中国国内企業の「間接」的なオフショア・オファリングと上場の要件を満たす場合には中国本土における規制対象となり、CSRC に対する書類提出等が必要となる。「間接」の要件は、形式より実質を重視されるため留意が必要である。

5. 終わりに

上述のとおり、香港・中国本土証券市場ともに近年様々な制度改正がなされている。これにより従来よりも上場プロセスの透明性が確保され、外資系企業にとっても多様な上場機会が得られるようになったと言える。「ブロック化する巨大な市場」に向き合い、日系企業の中国事業のあり方や今

後の方向性再点検を進めることが急務となる中、中国現地法人による香港・中国本土上場はより現実的な選択肢の一つになってきたと考えられる。

以　上

KPMG Huazhen LLP（KPMG 中国）

KPMG

KPMG は監査、税務、アドバイザリーサービスを提供する、独立したプロフェッショナルファームによるグローバルな組織体です。世界 144 の国と地域のメンバーファームに 236,000 名以上の人員を擁し、サービスを提供しています。

KPMG 中国

KPMG は、1983 年に中国で最初の事務所を開設し、1992 年に合弁の形で中国大陸で開業許可を獲得した初の国際会計事務所です。また、2012 年 8 月に世界 4 大会計事務所の中で中外合弁の形態から、Special General Partnership (SGP)に転換しました。
現在は 15,000 人のプロフェッショナル、34 のオフィス（北京、天津、長春、青島、済南、瀋陽、大連、西安、鄭州、太原、上海、杭州、寧波、南京、南京 KDi、南通、蘇州、 無錫 、成都、重慶、武漢、合肥、広州、深圳、深圳 KDi、東莞、仏山、福州、厦門、長沙、海口、澳門、香港）を有しています。これらの事務所全体を統一した管理体制を構築することで、クライアントの所在地を問わず、経験豊富なプロフェッショナルを効率的にアサインし、サービスを提供可能としています。

Global Japanese Practice (GJP)

GJP は、日本企業の海外事業展開をきめ細やかに支援するためのネットワークです。KPMG ジャパンの Co-Chairman である知野雅彦が、GJP チェアマンを兼務し、KPMG の各国メンバーファームのリーダーシップとの信頼関係に基づき、世界各地の日本企業に対して、高品質のサービスを提供できる体制を整えています。
中国では、北京、上海、天津、広州、深圳、香港に約 80 名の GJP メンバーを配置し、中国に進出している日系企業をサポートしています。

パートナー　岸皓彦

2006 年 KPMG FAS 東京オフィスに入所。企業価値算定、M&A アドバイザリーなど中国を中心とするクロスボーダーＭ＆Ａ業務に従事。2009 年 1 月、在中国日系企業向けファイナンシャル・アドバイザリー・サービス担当者として KPMG 北京事務所に入所。KPMGFAS 入社前に、株式会社日立製作所にて、中国、アジア地域における海外事業開発、ビジネスアライアンス、合弁会社設立などの業務を従事。
ディールアドバイザリー、プロジェクトマネジメント、交渉サポート、企業価値算定を専門分野としつつ、中国における GJP アドバイザリー統括責任者として、日系企業の中国事業、或いは中国企業の日本事業に関するサービスを多角的に提供している。

シニアマネジャー（日本公認会計士）　高橋星行

2005 年 有限責任あずさ監査法人に入所。物流業、小売業、旅行業、製造業などの監査に従事。2012 年 原子力損害賠償廃炉等支援機構を通じて、電力業における調達のアドバイザリー業務に従事。同年より、エネルギー・インフラストラクチャー事業室に所属し、エネルギー・インフラ事業のアドバイザリー業務に従事。
2017 年より KPMG 中国 香港事務所に駐在、2021 年より KPMG 中国 上海事務所に駐在し、日系企業に対する監査・税務・アドバイザリー業務を、現地プロフェッショナルと共に幅広く提供。
また、KPMG ジャパンのグローバルキャピタルマーケット中国・香港チームとして、日系企業に対する中国・香港上場関連サービス業務も手掛けている。

(ご参考)　チャイナビジネス関連情報

MIZUHO
みずほフィナンシャルグループ

レポートタイトル	担当部門	頻度	リンク先(直近 2 レポート)
チャイナビジネスマンスリー（CBM）	みずほ銀行 中国営業推進部	月次	23 年 6 月号(2023/6/6) https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/monthly/pdf/R512-0164-XF-0105.pdf 23 年 7 月号(2023/7/10) https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/monthly/pdf/R512-0166-XF-0105.pdf 23 年 8 月号(本誌)
みずほインサイト Mizuho RT Express	みずほリサーチ ＆テクノロジーズ	不定期	低迷する中国の消費・企業マインド(2023/7/7) https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/express/2023/express-as230707.html 在庫調整にもたつく中国の不動産市場(2023/7/14) https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/express/2023/express-as-230714.html
みずほグローバルニュース	みずほ銀行 国際戦略情報部	季刊	Vol.121(2023/3) 米中展望～米国のねじれ議会と習近平政権 3 期目を踏まえて～ https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/globalnews/backnumber/pdf/global2303-2304.pdf Vol.122(2023/7) サプライチェーン新戦略～欧米アジアそれぞれの展望～ https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/globalnews/pdf/global2023_summer.pdf
みずほ中国ビジネスエクスプレス（BE）	みずほ（中国） 中国アドバイザリー部	週次	第 669 号(2023/7/18) 23 年版工業重点分野のエネルギー効率基準を公表 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/express/pdf/R419-0722-XF-0105.pdf 第 670 号(2023/7/21) 生成 AI サービスの管理規則を公表 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/express/pdf/R419-0715-XF-0105.pdf
みずほ中国ビジネスエクスプレス(経済編)	みずほ（中国） 中国アドバイザリー部	月次	第 135 号(2023/6/16) 足踏み状態に近い中国経済 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/express_economy/pdf/R422-0135-XF-0105.pdf 第 136 号(2023/7/18) 4～6 月期実質 GDP は前年の反動をうけて＋6.3% https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/express_economy/pdf/R422-0136-XF-0105.pdf
中国産業概観	みずほ（中国） 中国アドバイザリー部	月次	中国自動車業界レポート(2023/6/20) 23 年 5 月中国自動車業界状況 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/others/pdf/R425-0081-XF-0103.pdf 中国自動車業界レポート(2023/7/24) 23 年 6 月中国自動車業界状況 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/others/pdf/R425-0082-XF-0103.pdf

《 みずほのビジネスネットワーク 》

MIZUHO

【お問い合わせ先】
みずほフィナンシャルグループ
みずほ銀行 中国営業推進部 情報ライン (西方路、王博)
E-mail：china.info@mizuho-bk.co.jp TEL：（日本）03-5220-8734

みずほ銀行

● 本店 中国営業推進部
東京都千代田区大手町1-5-5
TEL:03-5220-8721. 03-6628-9304

● 香港支店
尖沙咀梳士巴利道18号K11Atelier13楼
TEL:852-2306-5000

● 台北支店
台北市信義区忠孝東路五段68号
国泰置地広場8-9階
TEL:886-2-8726-3000

● 台中支店
台中市府会園道169号
敬業楽群大楼8楼
TEL:886-4-2374-8768

● 高雄支店
高雄市中正三路2号国泰中正大楼12楼
TEL:886-7-236-8768

○ 南京駐在員事務所
江蘇省南京市秦淮区漢中路1号
南京国際金融中心16D
TEL:86-25-8332-9379

○ 厦門駐在員事務所
福建省厦門市思明区厦禾路189号
銀行中心2102室
TEL:86-592-239-5571

みずほ銀行（中国）有限公司

● 上海本店
上海市浦東新区世紀大道100号
上海環球金融中心21階、23階
TEL:86－21－3855－8888

○ 上海虹橋出張所
上海市閔行区申濱南路1226号
虹橋新地中心 A棟6階、C棟6階
TEL:86－21－3411－8688

● 北京支店
北京市朝陽区東三環中路1号
環球金融中心 西楼8階
TEL:86－10－6525－1888

● 大連支店
遼寧省大連市西崗区中山路147号
森茂大厦23階、24階-A
TEL:86－411-8360－2543

○ 大連経済技術開発区出張所
遼寧省大連市大連経済技術開発区
紅梅小区81号ビル古耕国際商務大厦22階
TEL:86－411-8793－5670

● 無錫支店
江蘇省無錫市新区長江路16号
TEL:85－510－8522－3939

● 深圳支店
広東省深圳市福田区金田路
皇崗商務中心1号楼30楼
TEL:86－755－8282－9000

● 天津支店
天津市和平区赤峰道136号
天津国際金融中心大厦11階
TEL: 86－22－6622－5588

● 青島支店
山東省青島市市南区香港中路59号
青島国際金融中心44階
TEL:86－532-8097－0001

● 広州支店
広東省広州市天河区珠江新城
華夏路8号合景国際金融広場25階
TEL:86－20－3815－0888

● 武漢支店
湖北省武漢市漢口解放大道634号
新世界中心A座5階
TEL:86－27－8342－5000

● 蘇州支店
江蘇省蘇州市蘇州工業園区
旺墩路188号建屋大厦17階
TEL:86－512－6733－6888

○ 昆山出張所
江蘇省昆山市昆山開発区春旭路258号
東安大厦18階D、E室
TEL:86- 512-6733-6888

○ 常熟出張所
江蘇省常熟高新技術産業開発区
東南大道33号科創大厦701-704室
TEL:86－512－6733－6888

● 合肥支店
安徽省合肥市包河区馬鞍山路130号
万達広場7号写字楼19階
86－551-6380－0690

その他

○ みずほ証券北京駐在員事務所
北京市朝陽区建国門外大街甲26号
長富宮弁公楼8階
TEL:86-10-6523-4779

○ みずほ証券上海駐在員事務所
上海市浦東新区世紀大道100号
上海環球金融中心17階
TEL:86-21-6877-8000

● Mizuho Securities Asia.Ltd
香港九龍尖沙咀梳士巴利道 18 號
K11Atelier14－15楼
TEL:852-2685-2000

● Asset Management One HK.Ltd
香港九龍尖沙咀梳士巴利道 18 號
K11Atelier13楼
TEL:852－2918－9030

【免責事項】

1．当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。
2．当資料の情報は、法律上、会計上、税務上の助言を含むものではございません。法律上、会計上、税務上の助言を必要とされる場合は、それぞれの専門家にご相談ください。
3．当資料の情報の貴社への開示は貴社の守秘義務を前提とするものです。当該情報については貴社内部の利用に限定され、その内容の第三者への開示は禁止されています。
4．当資料の情報の著作権は原則として弊行に帰属します。いかなる目的であれ本誌の一部または全部について無断でいかなる方法においても複写、複製、引用、転載、翻訳、賃与等を行うことを禁止します。
5．当資料の情報は、弊行が信頼できると考える各方面から取得しておりますが、その内容の正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。弊行は当該情報に起因して発生した損害については、その内容如何にかかわらずいっさい責任を負いません。
6．本資料中に記載された企業情報は、公開情報及び第三者機関から取得した情報に基づいて作成しており、当行が顧客との取引において知りうる機密事項や非公開情報等は一切含まれておりません。
7．当資料の情報は、すべて執筆者個人の見解であり、執筆者の所属する機関、みずほフィナンシャルグループ及びみずほ銀行の公式的な見解を示すものではありません。