

## 中国の不動産市場対策は安定化が基調 ～家計債務負担リスクと地方政府施策の新動向に注目

リサーチ&アドバイザリー部  
中国調査室

### メインピックス ..... 2

#### 中国の不動産市場対策は安定化が基調～家計債務負担リスクと地方政府施策の新動向に注目 ..... 2

- ▶ 中国の不動産市場は金融市場、地方政府の財政運営、投資需要、住民生活と深く関わっており、中国のマクロ経済の分析に重要な分野となっている。2009年の世界金融危機後、景気刺激対策と過剰住宅在庫解消が、2013年～2014年、2015年～2017年という2回の不動産市場の過熱化と住宅価格の高騰を引き起こした。
- ▶ 2016年9月以降、中央政府は投機活動によるリスク防止を目的として不動産抑制政策を徹底させるようになり、「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」という原則の下に「一城一策(各地方の状況に合わせて個別に不動産対策を施す)」を実施し、不動産価格の安定化を図ってきた。同期間に、不動産市場の過熱に対する「不動産バブル」懸念も弱まりつつあるが、一部都市における家計部門の債務負担の高まりが消費を抑制するリスクに当局や市場参加者が注意を払うようになっている。
- ▶ 本稿では、投資・販売・価格・在庫といった視点から中国の不動産市場の現状を紹介したうえで、都市別で家計部門債務負担の増加が消費に対する抑制効果を分析する。最後に、1998年の不動産市場化改革が開始されてから20年間の不動産政策の変遷によって中国における不動産政策の特徴を分析し、転換点を迎えた不動産政策の行方を考えてみる。

### CDI コラム ..... 10

#### 中国企業「解体新書」(4) 新氧..... 10

- ▶ 本コーナーでは、日本で紹介され始めている著名中国企業を取り上げ、その実態と将来の展望、日本企業に対する示唆等を述べていきたいと思っております。第4回は、メディケア業界の先駆者「新氧」。6月に米国ナスダックへの上場をはたし、今後の成長が期待されているまだ若いネット企業です。

### プロフェッショナル解説(税務会計) MAZARS/望月会計士 ..... 13

#### 世界の税収総額..... 13

- ▶ 2017年度における世界185ヶ国におけるGDPの総額は約80兆ドルに上り、主要な内訳は米国20兆ドル、中国12兆ドル、日本5兆ドルとなっています。
- ▶ これらに対して、世界の税収(社会保障料徴収を含む)の総額は約20兆ドルと推計され、米国5兆ドル(税負担25%)、中国2.7兆ドル(税負担22.5%)、日本1.5兆ドル(税負担30%)と推計されます。
- ▶ この中で、VATは世界165ヶ国で導入され、総額3兆ドル、税収の20%、GDPの約7%を占めるものといわれています。

### 三菱UFJ銀行の中国調査レポート(2019年8月) ..... 16

# メインピックス

## 中国の不動産市場対策は安定化が基調～家計債務負担リスクと地方政府施策の新動向に注目

中国の不動産市場は金融市場、地方政府の財政運営、投資需要、住民生活と深く関わっており、中国のマクロ経済の分析に重要な分野となっている。2009年の世界金融危機後、景気刺激対策と過剰住宅在庫解消が、2013年～2014年、2015年～2017年という2回の不動産市場の過熱化と住宅価格の高騰を引き起こした。2016年9月以降、中央政府は投機活動によるリスク防止を目的として不動産抑制政策を徹底するようになり、「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」という原則の下に「一城一策(各地方の状況に合わせて個別に不動産対策を施す)」を実施し、不動産価格の安定化を図ってきた。同期間に、不動産市場の過熱に対する「不動産バブル」懸念も弱まりつつあるが、一部都市における家計部門の債務負担の高まりが消費を抑制するリスクに当局や市場参加者が注意を払うようになっている。

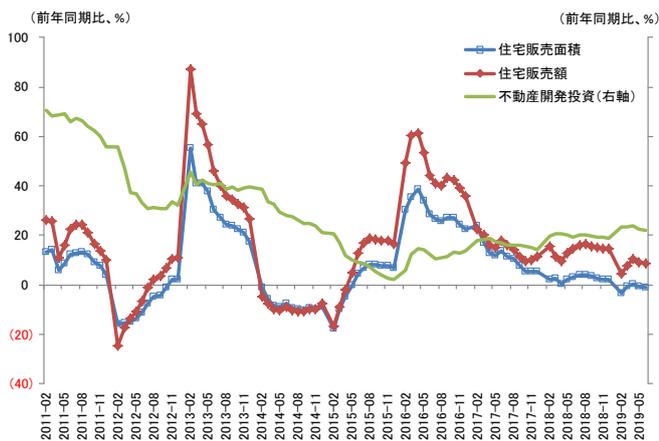
本稿では、投資・販売・価格・在庫といった視点から中国の不動産市場の現状を紹介したうえで、都市別で家計部門債務負担の増加が消費に対する抑制効果を分析する。最後に、1998年の不動産市場化改革が開始されてから20年間の不動産政策の変遷によって中国における不動産政策の特徴を分析し、転換点を迎えた不動産政策の行方を考えてみる。

### I. 不動産市場の現状

#### 不動産市場の投資・販売・価格

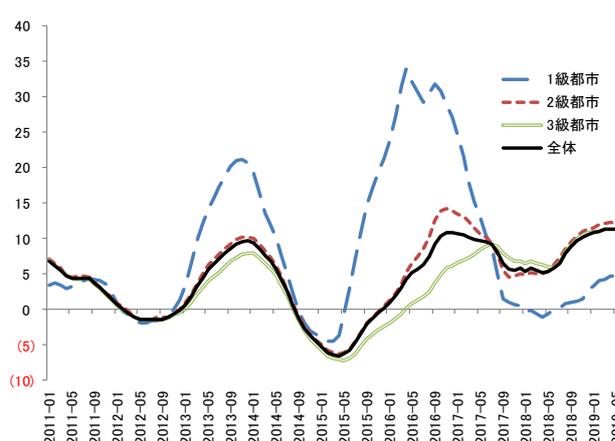
不動産開発投資の増加率は2015年12月に1.2%まで低下した以降、徐々に回復しており、2018年通年の増加率は9.2%に達し、固定資産投資の重要な構成要素として経済成長を押し上げる要素の1つとなった。2019年に入ってから、不動産開発投資の成長はさらに加速し、二桁成長を維持しているが、4月以降に増加率が小幅に縮小する傾向が見られる(図表1)。

【図表1】住宅市場の投資と販売の推移



(出所) 中国国家統計局より当行中国調査室作成

【図表2】70重点都市の新築住宅価格指数の推移



(出所) 中国国家統計局より当行中国調査室作成

不動産抑制政策の徹底により、2016年3月から2017年末まで、新築住宅販売面積の増加率は低下し続けてきた。2018年より増加率はさらに低下し、0~4%で推移(図表1)。2019年1~4月、住宅販売面積はマイナス成長からプラスへ回復したが、5月、6月に2か月連続で減速に転じている。一方、住宅販売額の増加率は住宅販売面積ほど落ち込んだことなく、2018年から10%前後の増加率で推移してきた。その背景には、2・3級都市の住宅価格の上昇率が比較的に高かったことがある。

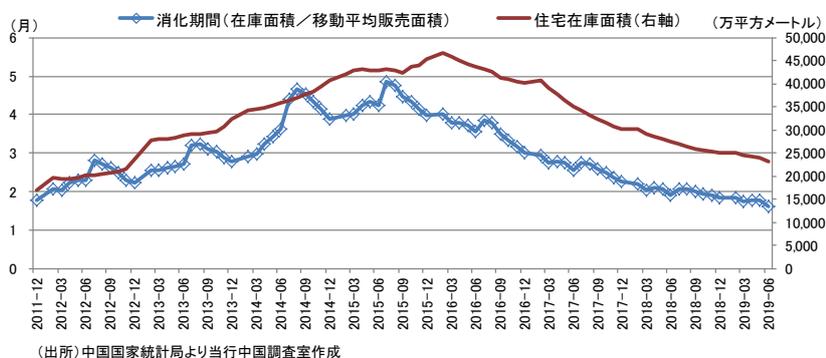
2018年後半から、住宅価格は緩やかに上昇しているが、2013年と2016年のように1級都市の住宅価格の高

騰は見られなかった(図表 2)。1 級都市の不動産抑制策が最も強く、相応に価格回復の度合いが 5%未満と弱い。それに比べ、2019 年以降、2・3 級都市の住宅価格上昇率が 10%を超え、過去 2 回の価格高騰の最高水準に近づいており、全国住宅価格の上昇を押し上げている。需給の観点から見れば、1 級都市における住宅価格の高騰が供給不足によるところが大きい。それに対し、2・3 級都市の住宅市場においては、1 級都市ほど需給が逼迫していない。2・3 級都市の住宅価格が 1 級都市以上に上昇したのは、住宅過剰在庫解消政策の促進による実需取引の増加のほか、投機取引の影響も無視できない。

### 不動産在庫

2015 年 12 月の中央経済工作会議で、「三去一降一補」を供給側構造改革の 5 つの任務としたが、「不動産在庫の解消」はその重点任務の 1 つとなっている。不動産過剰在庫の解消措置により、住宅在庫面積は 2016 年 2 月に最高値の 4 億 6,635 万平方メートルを記録してから減少し続けてきた。特に、2017 年から、不動産在庫解消はさらに加速している(図表 3)。2019 年 6 月末時点で、全国の住宅在庫面積は 2 億 3,236 万平方メートルまで減少し、3 年 4 か月間で 50%以上の住宅在庫を削減したことになる。

【図表 3】住宅在庫消化期間の推移



【図表 4】都市規模別の住宅在庫消化期間



全国平均の住宅在庫の消化期間は 2015 年 7 月に最高値の 4.87 に達した。2015 年の金融緩和と不動産刺激政策の効果が顕著で、住宅在庫の消化期間が急速に低下するようになった。2018 年に入ってから、全国平均の住宅在庫消化期間は 2 か月を割り込んで推移していた(図表 3)。易居研究院の「100 都市住宅在庫報告」では、2019 年 6 月、統計対象の 100 都市の住宅在庫消化期間は 9.8 である。自然資源部の土地供給規則によれば、中国の不動産市場は住宅在庫消化期間が 6~12 か月に達した場合、土地供給の政策目標は「土地供給を増加する」とする。詳細を見ると、100 都市のうち、在庫消化期間が 36 か月以上、18~36 か月、12~18 か月、6~12 か月、6 か月以下にある都市数はそれぞれ 0、12、27、46、15 となっている。

【図表 5】100 重点都市の住宅在庫消化期間による分布

在庫消化期間	土地供給の政策目標	都市数	都市例
36か月以上	土地供給を停止する	0	—
18~36か月	土地供給を減少する	12	漳州、燕郊、香河、大厂、アモイ、三亜、包頭、舟山、蕪湖、唐山、煙台、固安
12~18か月	土地供給を平穩に維持する	27	北京、天津、無錫、洛陽、長春、武漢、西安、東莞、太原、上海など
6~12か月	土地供給を増加する	46	福州、常州、広州、深セン、青島、佛山、中山、揚州、長沙、濟南、珠海、保定、蘇州、重慶など
6か月以下	土地供給を加速して増加する	15	九江、合肥、南寧、成都、寧波、杭州、鄭州など

(出所)易居研究院の「100 都市住宅在庫報告」、自然資源部より当行中国調査室作成

図表4が示しているように、2011年から2016年9月まで、3・4級都市の住宅在庫消化期間は10以上で最も高く、不動産市場が加熱していた時期、3・4級都市の在庫過剰問題は最も深刻であったことが分かる。但し、2016年9月以降、不動産抑制政策が最も厳格な1級都市の住宅在庫消化期間は2・3・4級都市を逆転し、2級都市と3・4級都市の在庫消化期間に差がほとんど無くなった。そこから、不動産市場の都市規模別の特徴は2011年から2016上半期の5年間続けてきたが、2016年9月より大きな変貌を迎えていることが分かる。

6月の1級都市、2級都市、3・4級都市の住宅在庫解消期間はそれぞれ12.6、9.2、10.1になっており、5月と比べて1級都市は小幅に上昇し、2級都市は横ばいで、3・4級都市は小幅に低下した。2019年上半期の住宅在庫指数を見ると、都市規模を問わずに、前年と比べては在庫上昇の傾向にある、特に、土地販売市場が減速に転じている都市では、在庫増加のペースがもっと高い。2019年下半期には、不動産取引市場に対する抑制策が強化されつつあるため、住宅在庫はさらに上昇する可能性はある。デベロッパーも在庫管理のために、値下げしてでも販売促進するモチベーションが高まりつつある。

## Ⅱ. 一部都市における家計債務負担の増加が消費を抑制する可能性

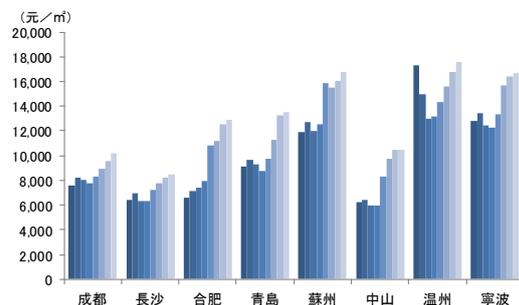
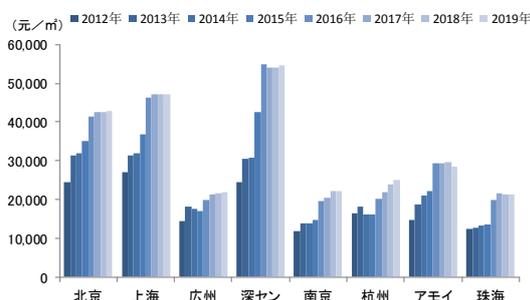
中国の家計債務における住宅ローンの割合が高い。住民向け貸出残高の中には、消費貸出と経営貸出も含まれるが、消費貸出の割合が圧倒的に高い。しかも、消費貸出の80%以上は住宅ローンとなっている。地域間の経済発展水準、不動産価格上昇の度合いに応じて差が大きい。都市別では家計債務の水準も差が大きい。家計債務負担を見るには、「個人資金レバレッジ比率」と「家計部門レバレッジ比率」といった2つの指標が挙げられる。中では、個人向け貸出残高／個人預金残高を「個人資金レバレッジ比率」として定義する。2018年11日に発表された「中国金融安定報告(2018)」では、個人向け貸出残高／GDPを「家計部門レバレッジ比率」として家計債務を図っている。

【図表6】家計債務負担ランキング

都市	個人資金レバレッジ比率 (個人向け貸出残高／個人預金残高)	家計部門レバレッジ比率 (個人向け貸出残高／GDP)
杭州	136.7%	103.2%
アモイ	172.2%	96.3%
温州	82.7%	91.1%
海口	73.2%	83.8%
深セン	144.4%	82.3%
珠海	124.3%	75.6%
広州	101.9%	73.4%
南京	128.6%	71.3%
上海	78.0%	68.2%
合肥	127.4%	66.0%
昆明	66.8%	62.6%
中山	82.9%	60.3%
北京	55.4%	59.4%
保定	41.9%	57.9%
寧波	92.6%	57.4%
重慶	72.6%	57.0%
瀋陽	48.2%	56.7%
成都	65.2%	55.9%
石家荘	50.4%	54.0%
蘇州	107.5%	51.2%
ハルビン	57.2%	49.0%
長沙	94.5%	48.9%
呼和浩特	55.7%	41.8%
青島	81.0%	39.9%
大連	47.9%	38.8%
常州	57.4%	31.7%
威海	45.8%	25.9%
無錫	48.9%	24.0%
煙台	35.1%	20.1%

(出所)各地統計局より当行中国調査室作成

【図表7】新築住宅平均価格の推移



(出所)中国国家統計局より当行中国調査室作成

図表6では、この2つの指標を利用して全国29都市の家計債務水準を分析した。杭州、アモイ、深センは、2つの指標において上位であり、投機活動が活発し、不動産価格の上昇が激しかったことが主要な原因である。たとえば、2016年～2018年に、杭州の個人向け貸出残高の前年比増加率は33.1%、28.3%、44.5%であったが、同期間の個人預金残高の増加率は11.5%、2.1%、17.6%になっており、個人向け貸出の上昇率は個人預金残高の上昇率を大幅に超えていた。アモイの場合、2016年～2018年の個人向け貸出残高の増加率は20.6%、27.3%、7.8%となっている。2016年～2017年6月には、アモイの不動産価格が急上昇した時期で

あったが、2018年から、不動産取引が沈静化すると同時に、個人向け貸出残高の伸び率も急激に減速した。杭州、アモイ、深センだけでなく、珠海、広州、南京、合肥、蘇州の個人資金レバレッジ比率も100%を超過している。これらの都市はすべて住宅価格の大幅な上昇を経過してきた(図表7)。住宅価格が住民生活水準に与える影響を図るには、「住宅価格対所得比率<sup>1</sup>」という指標がよく使用される。世界では、住宅価格対所得比率が6.5~7.5は合理的な水準と見られる。全国50重点都市で、2018年の住宅価格対所得比率が2010年と比べて上昇したのは15都市であり、その他の35都市は低下した。2010年~2018年の推移状況を見ると、80%以上の都市の住宅価格対所得比率は2010年~2015年/2016年では低下しており、2015年/2016年を最低値に逆に更新するようになった(P9付表)。2018年の水準が2010年よりも高くなっている15都市は2015年以來の不動産価格の上昇が比較的激しかったため、2~3年間で以前5年間の低下分を超えて上昇した。この13都市は上海、広州、深セン、天津、石家庄、太原、南京、合肥、アモイ、保定、東莞、佛山、珠海、中山、鄭州となっており、前述の個人資金レバレッジ比率が100%を超えた都市がほとんど入っている。都市の地域分布では、1級都市を除けば、京津冀都市圏と珠江デルタ都市圏の2・3級都市における住宅価格対所得比率の上昇が顕著である。

【図表8】住宅価格対所得比率の推移(都市別)

	深セン	上海	アモイ	珠海	広州	南京	天津	鄭州	石家庄	太原	合肥	保定	東莞	佛山	中山
2010	20.7	23.4	13.4	11.9	12.5	12.6	12.2	10.7	9.1	9.1	9.7	8.4	6.4	8.9	7.2
2011	20.2	23.0	13.2	13.5	12.3	11.7	12.4	10.8	8.6	9.0	9.1	8.4	6.8	8.5	7.1
2012	18.3	20.9	11.9	11.7	11.3	10.3	10.9	9.8	7.8	8.3	7.8	7.7	6.5	7.3	6.2
2013	20.0	20.6	13.0	11.0	12.6	10.6	11.7	10.8	8.1	8.5	7.8	7.9	6.3	7.5	5.9
2014	24.5	21.6	16.7	12.2	13.8	10.8	11.4	10.4	8.7	8.8	8.2	8.2	8.5	7.9	6.0
2015	27.0	21.8	16.9	11.7	12.4	10.3	10.6	10.0	8.5	8.6	8.0	8.4	7.8	7.2	5.4
2016	36.9	25.0	19.5	13.9	12.3	12.3	11.5	10.5	8.9	8.3	9.4	9.4	10.0	7.8	6.2
2017	36.2	26.6	20.8	15.7	13.4	13.0	12.7	11.1	10.0	8.6	10.3	10.4	11.0	9.3	7.3
2018	34.2	25.2	19.9	15.5	13.1	13.1	12.4	10.9	10.1	9.6	10.4	10.5	11.1	9.4	7.7

(出所)windより当行中国調査室作成

最近、中央当局も家計部門の債務負担の増加が消費に対する抑制効果へ懸念を明白に示すようになってきている。人民銀行が7月19日に発表した「中国地域金融運営報告(2019)」は、家計部門レバレッジ比率と消費の増加率に対する影響に関する計量分析を行い、一人当たり可処分所得、社会融資規模といった変数をコントロールした場合、家計部門レバレッジ比率が1ポイント拡大すれば、社会消費財小売総額の増加率は0.3ポイント前後低下するというシミュレーション結果を出している<sup>2</sup>。2019年6月13日~14日の陸家嘴フォーラム(2019)で、銀行保険監督管理委員会主席が一部都市における家計部門レバレッジ比率の急速な上昇に対する懸念を提起した。社会新規預金の半分前後は不動産分野へ流入し、一部の不動産企業が貸出資金を過度に吸収したことにより、社会の資金利用の効率性を損ない、不動産市場の投機的活動を助長すると指摘した。

現在では、不動産市場対策の実施主体が地方政府とされるようになったが、中央政府の「不動産価格の過激な上昇を断固に防止する」という意向は決して変わっていない。不動産価格が過熱気味となった都市に個別に警告を発することから、中央政府は不動産価格の過度な上昇への敏感度が非常に高いことが分かる。その原因としては、景気対策として実施された不動産刺激政策による不動産価格の高騰は家計部門レバレッジ比率を押し上げてきたことである。三大需要の中では、輸出と投資が下押し圧力が大きい状況下では、重要な牽引力である消費も軟調になった場合、経済成長の「安定化」目標の達成は難しくなる。過剰な家計債務が消費に打撃を与えることを防止するために、以前のような景気対策としての不動産刺激政策の代わりに、需給関係を中心とする調整政策へ転換している。

<sup>1</sup> 住宅価格対所得比率=世帯住宅平均価格/世帯年間平均所得。中で、世帯住宅平均価格=一人当たり住宅面積×世帯平均人口×住宅販売平均価格、世帯年間平均所得=世帯平均人口×一人当たり年間所得。

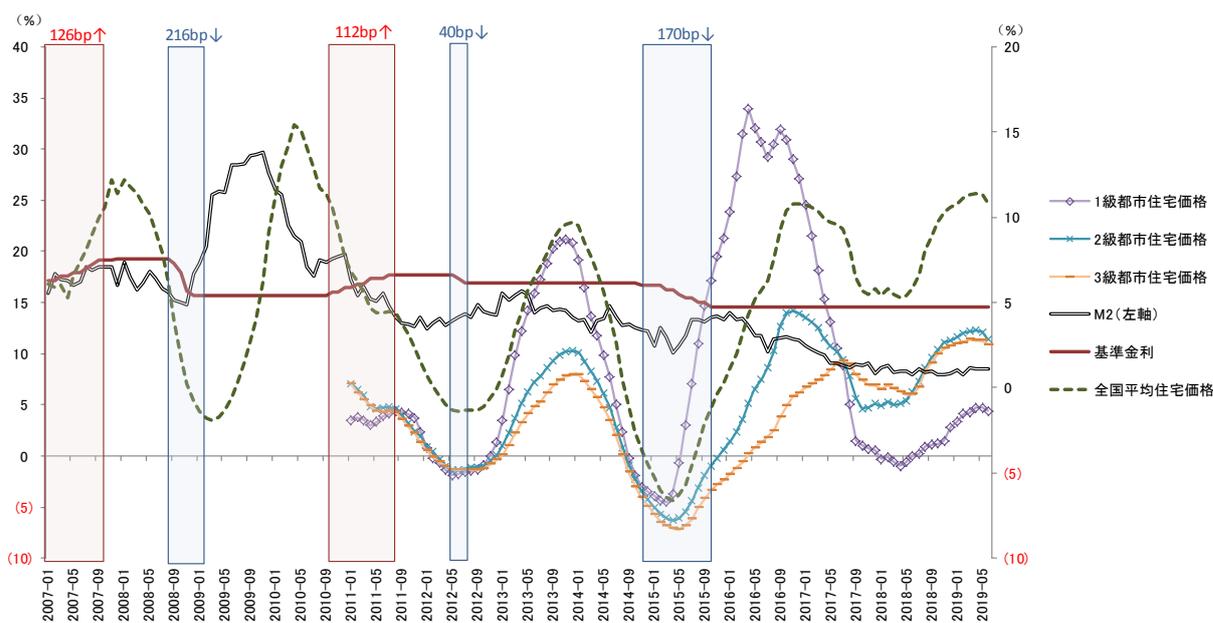
<sup>2</sup> 「中国地域金融運営報告(2019)」のP4で計量分析の結果が確認できる。

### Ⅲ. 不動産市場対策の変遷と見通し

#### 1998年～2016年：景気刺激政策としての不動産市場対策

1998年～2008年の間で、中国の不動産市場の発展に6回の循環変動が見られる。不動産価格の上昇率が最高点に達した年は2003年、2005年、2007年、2010年、2013年と2016年であった(図表9)。この間で、不動産市場対策も6回の方向転換が行われ、中でも、刺激策は2008年～2009年、2014年～2016年9月との2回があり、抑制策は2002年～2004年、2005年～2007年、2010年～2013年、2016年9月から今までの4回が含まれる。

【図表9】金融政策と不動産市場の関連性



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より当行中国調査室作成

1998年～2016年9月までで、中国不動産関連制度の特徴は民生改善だけでなく、マクロ経済対策の1つとしても活用されていたことである。2014年～2016年9月まで、住宅頭金最低比率の引き下げなど一連の不動産刺激対策が打ち出され、2015年の利下げと合わせて住宅市場の過熱と価格高騰を引き起こした。景気状況に合わせる政策変動は住宅市場の安定化に不利な一面がある。一部の都市では2年間で住宅価格が倍増した。中低所得者の住宅購入負担が拡大し、民生状況を逆に悪化させただけでなく、不動産価格の高騰は不動産市場の投機的活動に拍車をかけ、「不動産バブル」の発生がシステムリスクに繋がらねない懸念されるようになった。

#### 2017年～現在：不動産対策における中央政府と地方政府の機能の転換

2016年12月の中央経済工作会議で、中央政府は不動産関連政策について「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」という原則を提起し、不動産市場の過熱を防止する決意を固めた。以前の不動産市場対策は中央銀行による預金準備率や住宅ローン頭金比率の調整などの中央当局からのトップダウン政策が主流であったが、2016年9月以降、「一城一策(各地方の状況に合わせて個別に不動産対策を施す)」という施策方針の下で、地方政府が不動産市場対策における主導性が高まりつつある。

但し、北京や上海などのような1級都市の政府は不動産市場対策における経験が豊富であり、対策の仕組みも完備されるのに対し、2・3級都市政府は不動産市場対策において経験不足な面があり、不動産市場の変動が1級都市と比較して変動が大きい。例えば、2017年2月から、西安、成都、南京などの2級都市は住宅購入優遇政策を人材招致の梃として導入し、後に不動産価格が急上昇することに対して当局から警告が出さ

れた経緯があった<sup>3</sup>。2018年5月、住宅建設部は成都、太原、西安、海口、三亜、長春、ハルビン、昆明、大連、貴陽、徐州、佛州の都市建設責任者と「談話」を行った。2018年8月、海口、三亜、煙台、宜昌、揚州の責任者と談話を行い、不動産関連の投機活動を厳格に取り締まり、不動産価格の高騰を断固に防止するように要求した。地方政府の主導性が高まっているとはいえ、中央政府は不動産政策の方向性において依然として大きな影響力がある。

【図表 10】中央から地方に対する住宅価格上昇警告

時間	出来事	対象都市
2018年5月	住宅建設部による「談話」	成都、太原、西安、海口、三亜、長春、ハルビン、昆明、大連、貴陽、徐州、佛山
2018年8月	住宅建設部による「談話」	海口、三亜、煙台、宜昌、揚州
2019年4月	住宅建設部による「警告」	2019年第1四半期に住宅価格・地価上昇の大きかった6つの都市(詳細は未公開)
2019年4月	中国中央テレビによる「指名」	呼和浩特、貴陽、丹東
2019年5月	住宅建設部による「警告」	佛山、蘇州、大連、南寧

(出所) 公開情報より当行中国調査室作成

2019年上半期に、各地方政府が不動産対策を251回打ち出したが、2018年同期の192回と比べて31%上昇した。不動産政策の断片化が進んでいる中、不動産市場の参加者が需給関係などの市場要素より、目まぐるしい政策に振り回されやすい面もある。不動産市場の状況は地域によっては状況が異なっているため、全面的な刺激策・抑制策が不動産市場の過度な変動を招き、システムチックリスクに繋がりがかねないという配慮から、地方政府による不動産市場対策の主導権を強化していたが、不適切な施策によって中小都市の不動産市場の変動が逆に拡大される可能性も否めない。

2019年に入ってからは、経済成長を下支えするために、年初には住宅関連規制一旦緩和する傾向になったが、すぐに打ち切りされたことから、中央政府は不動産リスクに関して依然として慎重な姿勢を示していることが分かる。不動産抑制策から促進策へ転換されない限り、以前のような流動性の大規模な緩和で生じた投機目的の住宅購入と不動産価格の高騰が考えにくい。但し、地方政府による不動産政策の変動が、一部の中小都市における局所的な住宅価格の乱高下などのリスクを引き起こしかねないことに注意する必要がある。

### 中央政治局会議: 不動産市場政策の基調を決定

過去1年間の政治局会議の内容を振り返ってみると、2018年7月の政治局会議で「不動産価格の上昇を断固に防止する」と強調されてから、2018年10月と12月の政治局会議では不動産関連の内容が提起されていなかった。2019年上半期には、流動性供給の強化と「一城一策」を背景に、不動産価格が再び上昇傾向に転じ、特に2・3級都市の上昇幅は10%以上に達した。中国指数研究院の統計では、全国100重点都市には、2月に、新築住宅価格が前月比上昇した都市は56都市であったが、3月に62都市、4月に69都市と住宅価格上昇の都市数は連続で上昇していた(図表11)。

【図表 11】100都市の前月比住宅価格の変動



(出所) 中国指数研究院より当行中国調査室作成

【図表 12】中央政治局会議の不動産関連内容

時間	不動産関連内容
2017年7月24日	不動産市場の安定を維持し、政策の持続性・安定性を堅持し、長期的体制の構築を加速する。
2017年12月8日	住宅制度改革と長期的体制の建設を加速する。
2018年4月23日	銀行貸出、株式市場、債券市場、為替市場、不動産市場の健全な発展を推進し、監督管理を強化し、リスクを防止する。
2018年7月31日	不動産市場の問題を解決し、「因城施策」を堅持し、需給バランスを促進する。市場予測を合理的に影響し、市場秩序を整理し、住宅価格の上昇を断固に防止する。不動産市場の安定かつ健全な発展に関する長期的体制の構築を加速する。
2018年10月31日	なし
2018年12月13日	なし
2019年4月19日	「住宅は住むものであり、投機するものではない」という位置づけを堅持し、「一城一政策」「因城施策」「地方政府主体责任」という長期的制御体制を着実に実施する。
2019年7月30日	住宅は住むものであり、投機するためのものではないという原則を堅持する。 <b>不動産市場を短期的な景気刺激策の手段としない。</b>

(出所) 公開情報より当行中国調査室作成

3 詳細MUFGバンク(中国)経済週報第400号「地方都市の『人材争奪戦』が熾烈化する～都市化、高齢化、発展モデル転換を背景に」([https://Reports.btmuc.com/File/pdf\\_file/info001/info001\\_20180614\\_001.pdf](https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info001/info001_20180614_001.pdf))をご参照ください。

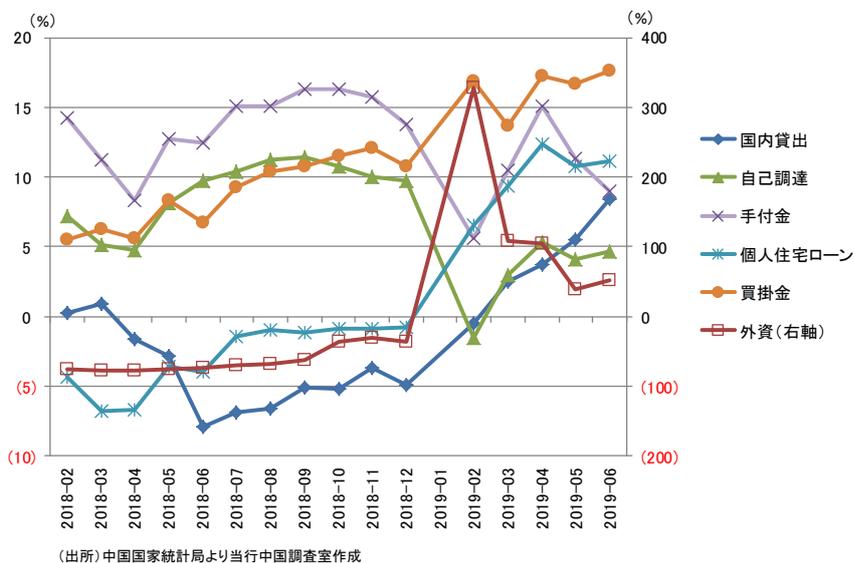
この状況を受け、2019年4月の政治局会議は不動産関連の内容を再度提起し、「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」原則を強調し、「一城一策」「因城施策」、「地方政府を主要責任者とする長期的調整体制」の構築を要求したことから、中央政府は不動産市場の過熱気味に歯止めをかける意向が分かる。その後、4月19日と5月18日に、住宅建設部は住宅価格の上昇が激しい都市へ直接に「警告」を2回出した。4月19日に、住宅建設部が2019年第1四半期に住宅価格・地価上昇の大きかった6つの都市に警告を出したと報道されたが、6つの対象都市の詳細は公開されていない。5月18日、住宅建設部が近く3か月間で新築住宅・中古住宅価格指数の上昇幅の大きかった佛山、蘇州、大連、南寧に警告を発した(図表10)。

2019年7月30日、定例の中央政治局会議では、不動産市場について、従来の「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」との原則に加え、「不動産市場を短期的な景気刺激策の手段としない」という姿勢を明らかにした。前述のように、景気下押し圧力が高まったとき、不動産市場規制の緩和によって景気刺激にテコ入れをしてきた。その結果、不動産価格の高騰と家計部門レバレッジ比率の急上昇を招き、金融市場リスクと消費抑制といった「副作用」も徐々に現れてきた。目下では、中国は景気減速と経済成長モデル転換という2つの課題に直面しており、従来よりも複雑化している発展段階に位置していることから、「副作用」の拡大を防ぐために、不動産市場の刺激を景気対策の選択肢から外されたわけである。中央政府の意思表示は、不動産市場の政策の方向性(特に、不動産市場促進策を景気刺激対策の一環として導入すること)に対する不安感を払拭する効果があると見られる。これからは、不動産市場の健康的な発展を実現するために、不動産価格の安定化と長期的政策体制の構築に重点を置くことになる。

### 不動産関連融資が引締めへ

2018年末以来、中小都市への融資環境の改善を目的とした「限定対象の預金準備率の引き下げ」などの流動性供給対策は、資本市場の流動性に余裕を持たせるようになった。不動産市場の資金逼迫状況も改善され、一部都市の住宅ローン金利は10%~15%の上乗せ水準から基準金利まで低下した。2019年第1四半期に、不動産市場の販売が回復するのとともに、住宅ローンの成長率も上昇。

【図表 13】不動産開発の資金調達金額(前年同期比)



4月の政治局会議をきっかけに、不動産向けの融資が引き締めムードに転じた結果、デベロッパーの資金圧力、在庫圧力、販売圧力に直面するようになる(図表13)。前述のように、4月に、住宅建設部は一部都市に対して住宅価格上昇の警告を発した。5月、銀行保険監督管理委員会は23号文を打ち出し、不動産信託や海外債券融資に対して引締めの傾向が見られた。6月以来、西安は不動産購入制限を強化し、成都や天津といった都市の住宅ローン利率或いは限度額に関しても引締めの動向が見られ、市場の予測が調整され、不動産販売市場が沈静化し続けている。統計局によると、6月の70重点都市住宅価格の上昇幅は縮小して

おり、中古住宅価格は前月比0.28%上昇し、増加幅は4月0.53%、5月の0.43%から2か月連続で縮小した。中央政府による行政指導や金融監督管理当局の行政措置は不動産市場の動向に対する効果が大きいことが分かる。

中央政府が不動産価格の上昇を断固に防止する意向が強まっており、「一城一策」と地方政府の主体责任が強化される背景では、住宅価格の過度な上昇は即時に行政政策によって抑制されることになる。不動産抑制策が続いている中、短期的には、住宅投資・販売の減速が一部の中小都市における住宅価格の低下につながる可能性はある。長期的には、中米貿易摩擦がエスカレートする中、国際経済情勢の行方が不透明になりつつある。国内外の経済情勢の複雑化の影響を受け、不動産業者は投資開発を先延ばし、住民が収入減の懸念で消費が抑えられるようになると、不動産投資も住宅販売も下押し圧力が大きくなると見られる。

【付表】住宅価格対所得比率の推移(都市別)

	三亜	北京	海口	杭州	福州	南寧	南昌	温州	重慶	大連	揚州	寧波
2010	45.5	23.5	24.5	16.4	15.2	13.0	12.7	13.6	11.5	15.0	12.4	13.6
2011	40.2	22.2	20.7	16.4	16.7	12.8	12.6	17.8	10.9	14.0	12.0	11.9
2012	34.7	20.3	16.1	14.3	14.0	10.7	11.0	16.6	9.5	12.6	10.9	10.5
2013	30.1	20.4	13.8	13.9	14.4	9.8	11.5	13.2	10.4	12.1	10.5	10.1
2014	28.5	22.1	12.5	12.7	15.2	9.6	10.5	11.3	10.0	11.3	10.0	9.6
2015	23.6	21.2	11.0	11.2	12.6	8.5	9.3	9.9	8.7	9.8	9.0	8.7
2016	20.2	23.0	10.6	11.9	11.9	8.5	9.4	10.4	8.4	9.3	8.5	8.4
2017	21.5	24.1	12.5	13.2	13.2	9.7	10.2	10.3	9.5	9.5	9.0	9.3
2018	23.2	22.8	14.3	13.5	12.9	10.5	10.5	10.4	10.3	10.0	10.0	9.9

	蘭州	武漢	蘇州	青島	長春	ハルビン	昆明	西安	済南	成都	北海
2010	13.7	10.2	10.7	10.3	10.0	11.1	12.5	8.9	9.2	10.9	9.4
2011	13.3	9.8	10.7	9.9	9.6	10.3	11.8	8.6	9.1	10.3	9.6
2012	11.7	8.7	9.4	8.9	8.6	9.4	10.4	7.3	8.2	8.5	8.5
2013	11.1	8.5	9.4	8.6	8.4	9.3	9.5	7.0	7.8	8.6	7.9
2014	10.4	8.0	8.7	8.2	9.6	8.2	8.8	6.5	7.4	8.6	7.4
2015	8.8	7.7	8.1	7.5	7.9	7.8	7.9	6.7	7.3	7.9	6.7
2016	8.7	8.7	9.5	7.2	8.7	7.5	7.2	6.4	7.5	7.5	6.5
2017	9.1	9.3	9.4	8.0	8.0	7.9	7.8	7.2	8.4	7.9	6.8
2018	9.1	9.0	9.0	8.9	8.8	8.7	8.5	8.4	8.3	8.0	7.8

	西寧	無錫	ウルムチ	瀋陽	唐山	常州	泉州	煙台	貴陽	フフホト	長沙	銀川
2010	10.2	9.4	10.1	8.1	8.9	8.3	7.4	7.4	8.9	7.2	6.6	8.3
2011	10.0	9.0	11.6	9.1	8.4	8.5	7.1	7.2	8.2	7.4	7.3	7.8
2012	9.5	7.5	11.4	8.7	7.8	7.6	6.3	6.6	7.2	6.8	6.6	7.1
2013	9.3	7.1	11.3	8.4	7.5	7.1	6.6	6.3	6.8	6.5	6.4	6.9
2014	9.1	6.6	9.3	7.3	6.9	6.3	7.4	5.9	6.6	6.7	6.0	6.5
2015	8.5	6.1	7.8	6.7	6.3	5.7	6.9	6.0	5.8	6.0	5.3	6.0
2016	7.4	6.7	7.2	6.2	6.0	5.6	6.4	5.6	5.3	5.6	5.3	5.6
2017	7.2	7.3	7.0	6.3	6.5	6.5	6.6	5.6	5.4	5.5	5.7	5.4
2018	7.3	7.2	7.1	6.8	6.7	6.7	6.7	6.4	6.2	5.8	5.8	5.5

(出所)windより当行中国調査室作成

MUFG バンク(中国) リサーチ&アドバイザリー部  
中国調査室 于瑛琪

# CDI コラム

## 中国企業「解体新書」(4) 新氧

中国経済の持続的な成長やインバウンド需要等を受けて、日本国内でも中国経済に関する報道が随分と増えました。そこで取り上げられる企業も、アリババやテンセントに留まらず、様々な企業が紹介されています。しかし、以前の批判的な風潮からの反動からか、手放しで礼賛するような報道も散見され、かえって実態が見えづらくなっているように見受けられます。そこで、本コーナーでは、日本で紹介され始めている著名中国企業を取り上げ、その実態と将来の展望、日本企業に対する示唆等を述べていきたいと思ひます。

第4回は、メディケア業界の先駆者「新氧」。6月に米国ナスダックへの上場をはたし、今後の成長が期待されているまだ若いネット企業です。

### I. 新氧とは？

新氧(SO-YOUNG INTERNATIONAL INC.)と聞いて、すぐにわかる人はまだそう多くないでしょう。スマホで「新氧」というアプリをダウンロードしていただくとすぐにわかると思いますが、中国でいう「医療美容」、略して「医美」、つまり美容整形にかかわるネット新興企業です。その医美の世界で、新氧といえば最も有名なアプリサイトで、それはレストランを探すなら大衆点評、美容整形するなら新氧というほど、多くの美容整形に興味のある乙女たち(ばかりではないが)が、まずは、事情を知るために訪れる場所でもあります。アプリにホーム画面には、「顔面輪郭、ヒアルロン酸、しわ取り小顔、眼、鼻……」と部位別、目的別、サービス別のカテゴリーが並びます。その中にある美麗日記は、そのリアリティから人気が高く、このアプリの重要な価値の一部になっています。

#### 【新氧アプリのホーム画面】



新氧の創業者である金星氏はどんな方なのでしょう？

彼の母親も整形外科医で、姉の二重瞼は、母が自ら執刀したものだそうです。本人もこの業界に入ると決めたそのときに、自ら小顔注射を受ける決断をしたそうです。より良くこの業界を理解するため、またよりよくこの手術を受ける人の気持ちを理解するために、そうしたのだといいます。

金星氏は、新氧を立ち上げるまでに2つの創業を経験しています。

2007年、彼は当時、買い物経験のシェアコミュニティサイトを立ち上げたのですが、失敗でした。当時、スマホの普及もなく、写真一枚をサイトにアップするのも一苦勞の時代でした。

彼は、その後テンセントに就職しています。ちょうど、「美麗説」「磨菇街」が起業するのをまのあたりにした時代です。

2011年2回目の創業。その時もまた同じように女性向けの買い物経験共有サイトを立ち上げましたが、しかし、先行する企業には勝てず、投資家からもそっぽを向かれ、失敗に終わりました。大事なものは、タイミングだと悟ったのだそうです。

そして、2013年に創業したのが、この新氧。当時この業界はまだ黎明期ともいえる時期で、美容整形をやってみたいとは思っても、そのための情報も十分でないという時代だったわけですが、すでにこのころには、2度の失敗を経験していた金星氏は、コミュニティーをどう運営すればいいのか、何が重要かということ十分に理解していたのではないかと思います。

## II. ビジネスモデル ～ 鍵は、ユーザーによる膨大なコンテンツと閉じたループ

新氧は、「我々は一切、医療美容の押し売りはしてない。ただ、もしやってみたいという人がいれば、明瞭で、確かな情報を提供できるし、安心して、簡単に美しくなる助けになれる。」という基本理念を有しています。それは初期において、この業界の最大の課題が情報の非対称性であったことによります。サービス提供側の専門的で特殊な情報に対して、それを受ける側の消費者側は、それらを十分に理解するための機会がほとんどなく、その課題に切り込んだのがこの新氧だったというわけです。

ネットのコミュニティーを入口にし、潜在顧客に対してアドバイスをし、そのままネット上で美容医療のサービス提供側へ予約が取れるスタイルになっており、それがゆえに新氧の価値の核心は、コミュニティー自体であるともいえます。医療美容の消費者たちは、重大な判断を下す過程で、コミュニティーの中にある諸々の情報を参照しているわけですが、そのコミュニティーの存在自体が、未知の領域への入り口を広げてくれているともいえますし、誤った方向へ向かわないようにするための道しるべになっているともいえます。

このうち最も皆が注目しているのが、ユーザーコンテンツ(UGC)と専門家のコンテンツ(PGC)で構成されている美麗日記です。とりわけ、そのリアルな体験者自身による記事や執刀医師による手術計画の説明、評価は、これからやってみようと考えている消費者へのアドバイスとしては、他に類を見ないものになっており、最終的な判断をする助けになっています。特に、美麗日記を支える医療機関、医師、サービスメニュー、消費者といった多方面の関与者が、密度の高い評価システムの中におり、それが差別化の要素にもなっており、他社が追随を許さないほどの参入障壁、或いは模倣できない壁を形成しているともいえるのです。

さらにもう一つの新氧の強みは、その一連のプロセスが、閉じたループであることだと言われています。ある投資家は、「ユーザーは、実際にサービスや商品を買った後に、そのプラットフォーム上で、その医療美容体験をシェアすることができるし、製品やサービスの品質を評価でき、それを他のユーザーが参考にすることができる。このフィードバックシステムが、サービスの質を高めるのに役立ち、より良質なコンテンツをプラットフォームに蓄積できるようになっている。」このような閉じたループが、形成できていることこそ強みであり、投資家もそれを重視しているといいます。

これに対して、競合他社のアリババ、美团点评、恒大健康、蘇寧環球と各社が参入してきています。「好大夫」「微医」などメディカル分野をドメインにしたアプリもすでに多く登場していますが、彼らはいまのところまだこの消費医療ともいえる分野への参入について本格的に検討したことがないと言います。

上場を果たし、一息ついた新氧ではありますが、いかにしてこの強みを維持しながら価値を保ち、競合他社と渡り合うか、今後の動静が注目されます。

### Ⅲ. 真実の評価と自己淘汰作用

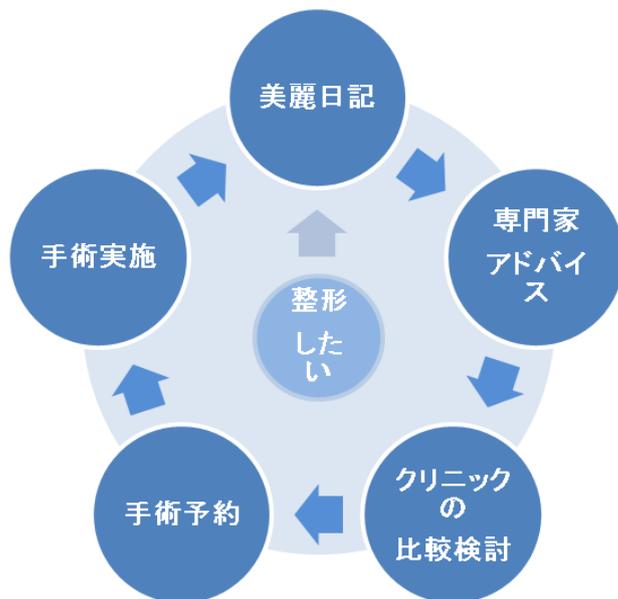
ネットユーザーの評価で商品の真価を押し量るとするのは、どのサイトでも行われています。しかし、最近では、その評価の信頼性は落ちる一方です。

一方、新氧も基本的には同じモデルですが、その評価は、日記という形で行われ、ごまかすできないほどたくさんの写真が掲載され、誰も疑いようがない事実として認識されています。さらに、そこには、執刀医師自らが、詳細な手術計画とその理由や、メリットと課題への対策も載せて、素人であるユーザーだけの表現や評価では、言い足りない部分をカバーしています。また、この仕組みは、腕の立つ医師や、信用できる病院といったところであればあるほど人気が出て、そうでない病院は、淘汰されるという自浄作用をも有しています。こうしたごまかしようのない透明性と公平なシステムを維持できるのであれば、今後も消費者に支持される企業となり続けることができるでしょう。また、我々にとっても多くの示唆を与えてくれる企業であると思えます。

(筆者 仁田脇)

・本文は、soyoung.com,36kr.com 等の記事より作成

#### 新氧の閉じたループ



当資料は情報提供のみを目的として、当行はその正確性を保証するものではありません。また当該機関との取引等、何らかの行動を当行が勧誘するものではありません。

#### コーポレートディレクション 上海オフィス

コーポレートディレクション(CDI)は、1986年に米系大手コンサルティングファームであるBCG東京オフィスから10名が独立して設立した、日本初の独立系戦略コンサルティングファーム。2008年の上海オフィス設立を皮切りに、現在ではアジア5箇所に現地拠点を有する。

上海オフィスでは、主に日本企業の中国参入戦略立案、戦略再構築、及び実行に伴う組織業務改革、中国企業との提携支援等を提供。一方で、中国企業をクライアントとした日系企業との提携支援も提供している。

# プロフェッショナル解説(税務会計) MAZARS/望月会計士

## 世界の税収総額

2017年度における世界185ヶ国におけるGDPの総額は約80兆ドルに上り、主要な内訳は米国20兆ドル、中国12兆ドル、日本5兆ドルとなっています。

これらに対して、世界の税収(社会保障料徴収を含む)の総額は約20兆ドルと推計され、米国5兆ドル(税負担25%)、中国2.7兆ドル(税負担22.5%)、日本1.5兆ドル(税負担30%)と推計されます。

この中で、VATは世界165ヶ国で導入され、総額3兆ドル、税収の20%、GDPの約7%を占めるものといわれています。

## VAT(付加価値税)発展形態

### 国境調整税としての発展

国境調整税とは、国境税とも呼ばれ、輸出入により商品が国境を出入りする際に賦課あるいは還付される租税をいい、消費税がその代表といわれます。

この国境調整税の背景には、いまから60年程前1950年代の欧州の状況があります。当時の欧州においては、各国が激しい互いに輸出競争を展開していると同時に、当時強大であった米国、ソ連に対応するための欧州諸国による統合単一市場の実現が目標とされ、ここでは輸出補助金が重大な問題となっていました。各国による議論の結果、その廃止に向けた取組の中で国際ルールとして輸出時に輸出価格から間接税分を還付することは認めるものとされました。

ここで、注目されたのが1954年にフランスにおいてはじめて導入されたばかりのVATです。その当時多くの国において採用されていた間接税はそれぞれが独自のものであり、輸出段階で商品価格から間接税部分を正確に取り出すことは実務的にはほぼ不可能な状態でしたが、VATでは生産と流通のいかなる段階にあっても、その商品価格に占める間接税の割合が明確であるというメリットを有していました。このような背景により、VATはまず欧州において広く採用されるようになり、その後、国境調整税という性質を有したまま、世界各地に広がっていくことになりました。

税制の長い歴史から見ると極めて新しい税目である付加価値税ですが、欧州において1960年代後半に現代的な付加価値税に衣替えしてから急速な広まりをみせ、いまや政府の税収を支える基幹的な税目として、上述のように世界165ヶ国で導入されており、OECDに加盟するほぼ全ての国において採用されるようになっており、米国だけが採用していません。

日本においても、1989(平成元)年に消費税として導入され、その後約30年が経過し、近年、消費税は、制度として定着しただけでなく、その果たすべき役割はさらに重要性を増しており、財政再建、社会保障財源、地方分権といった観点から、昨今の税制改革論議において大きな議論の的となっています。

## 税収カテゴリー

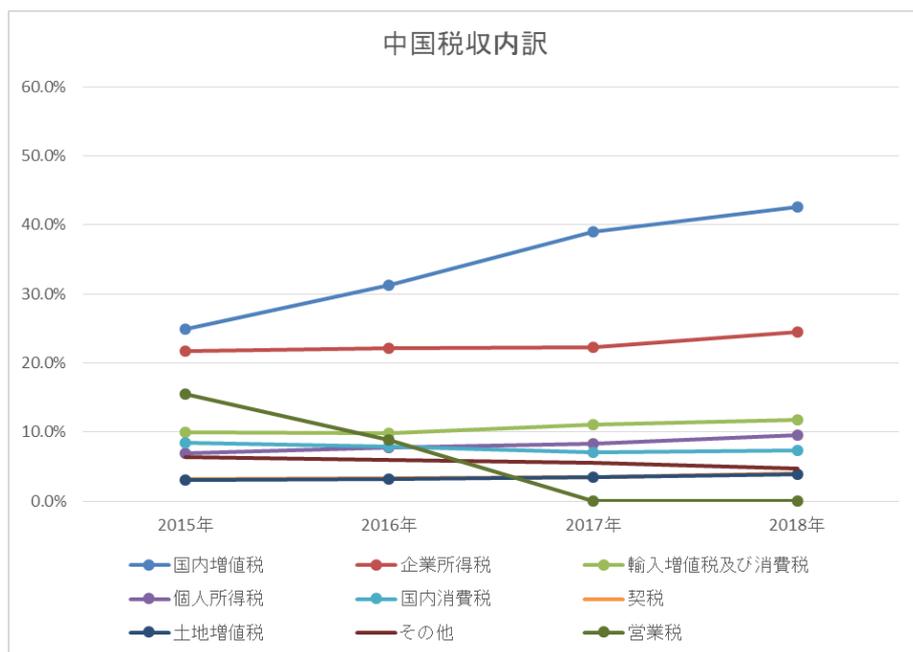
OECDにおける定義では、税金とは、政府に対する強制的、一方的な支払いを意味し、一般的に大きく次のような5つのカテゴリーに区分されるものとされています。利益または資本に対する税金、社会保障料、給与人的資源に対する税金、資産に対する税金、財貨及びサービスに対する税金。

また、財貨及びサービスに対する税金には、消費税、関税等が含まれ、消費税は、さらに、付加価値税と売上税に区分されます。

ここで、付加価値税とはバリューチェーンにおける各段階毎の付加価値を課税標準として課される多段階消費税をいい、売上税とは各段階の売上金額を課税標準として課される多段階消費税といえます。

## 中国における VAT

中国における VAT である増値税収入は 6 兆 1,529 億元で、対前年比 9.1% (前年 38.5%、営業税の影響含む) の伸びとなっており、増値税収入の税収全体約 15 兆元 (社会保障料収入の属) に占める割合は 39.3% (前年 39.1%) となっている。



中国における増値税収入の割合は営業税との統合もあり、近年大幅に伸びており、ほぼ半分に近い 42.6% となっています。

しかしながら、2018 年以降の継続的な適用税率の引下げもあり、今後はその割合が減少していくことが予定されているものといえるでしょう。

ここで中国以外の OECD 主要国におけるこれらの割合は 12~15% (オーストラリア、カナダ、日本、スイス、イタリア、フランス等)、15~20% (韓国、オランダ、スペイン、トルコ等)、20~25% (アイルランド、イギリス、メキシコ等)、ニュージーランド 30%、チリ 40% となっています。

従って、中国は主要国の中で付加価値税が税収に占める割合の最も高い国となっているといえます。

## VAT を巡る今後の状況

VRR (VAT Revenue ratio: 付加価値税歳入比率) とは、徴収された付加価値税収入と、付加価値税制度の

基準全体に対して付加価値税が標準的な税率で適用された場合に理論的収入との差を示す指標であり、各国毎の VAT の潜在的な課税ベースを示す指標とされています。

ここでは、付加価値税の徴税効率を向上させることで、追加の収入が得られる可能性がまだあることが示唆されます。

OECD 全体で見た場合には、その単純平均は比較的安定しており、2016年の0.56は、2015年の0.55となり、潜在的な VAT 収入の44%が徴収されていないことを意味しています。ここでの課税ベースの浸食はさまざまな要因によって引き起こされる可能性があります、VAT システムの効率を改善することによって追加の収益を上げるための大きな可能性があることを示唆しています。

中国においても、同様に、今後個人間の取引にかかわる増値税収入徴収を含め、VAT 制度のさらなる効率改善が図られていくものと予想されていますが、一方で、税込総額に占める増値税収入割合については、所得税収入割合の継続的上昇が目指されており、よりバランスの取れた税込確保を図ることが予定されています。

当資料は情報提供のみを目的として、当行はその正確性を保証するものではありません。また当該機関との取引等、何らかの行動を当行が勧誘するものではありません。

望月一央(公認会計士) MAZARS JAPAN/CHINA パートナー

東京公認会計士協会租税委員会委員

IBFD Japan Chapter Author(Transfer Pricing, Investment Funds)

MAZARS は、世界数十カ国、数万人のスタッフを有する、監査、会計、税務およびアドバイザリーサービスに特化したワンファーム型の国際会計事務所です。このたび、中国拠点・スタッフを増大した新体制により、日本企業にとってもますます重要となる中国企業関連分野での、最先端の業務を提供させていただきます。また、中国以外にもインド、シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、ベトナム、フィリピン、ミャンマーなどのアジア地域におけるワンファームならではの緊密な連携により、複合的なサービスを提供させていただきます。



## 三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2019年8月)

---

- ニュースフォーカス No.8 2019  
広東省仏山市、ロボット産業の発展に注力  
[http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/986\\_ext\\_02\\_0.pdf](http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/986_ext_02_0.pdf)  
業務開発室
  
- MUFG BK 中国月報 第162号 (2019年8月)  
中国現地法人における企業ガバナンスのポイント  
[http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/995\\_ext\\_02\\_0.pdf](http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/995_ext_02_0.pdf)  
国際業務部
  
- 経済マンスリー 2019年8月5日  
米中摩擦に伴う危機感を追い風に改革開放強化  
[http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1002\\_ext\\_02\\_0.pdf](http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1002_ext_02_0.pdf)  
業務開発室
  
- MUFG BK CHINA WEEKLY 2019/7/31  
[http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1001\\_ext\\_02\\_0.pdf](http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1001_ext_02_0.pdf)  
国際業務部

本資料は、参考のみを目的として、MUFG バンク(中国)有限公司(以下「当行」)が作成したものです。当行は、本資料に含まれる情報の適切性、完全性、又は正確性について、いかなる表明又は保証をしません。

本資料に記載されている情報及び意見のいずれも、預金、証券、先物、オプション、又はその他の金融商品又は投資商品の購入又は売却の申出、勧誘、アドバイス若しくは推奨をするものではなく、またそのように解釈されるものでもありません。

本資料に含まれる意見(あらゆる声明及び予測を含む)は、通知なしに変更される可能性があり、その正確性を保証致しかねます。本資料は、不完全又は要約されている場合もあり、本資料に掲げる当事者に関する重要な情報を全て網羅していない可能性もあります。当行(含む本店、支店)及び関連会社のいずれも、本資料を更新する義務を負いません。

本資料に含まれる情報は、MUFG バンク(中国)有限公司(以下「当行」)が信頼できると判断した情報源から入手したものになりますが、当行は、その適切性、適時性、適合性、完全性又は正確性について、いかなる表明又は保証をせず、一切の責任又は義務を負いません。したがって、本資料に記載されている評価、意見、見積り、予測、格付け若しくはリスク評価は、当行による表明及び/又は保証に依拠されるものではありません。当行(含む本店、支店)及び関連会社並びに情報提供者は、本資料の全部又は一部の使用に起因するいかなる直接的又は間接的な損失又は損害について、いかなる責任を負いません。

過去の実績は、将来の業績を保証するものではありません。本資料に含まれるいかなる商品の業績の予測について、必ずしもその将来実現する又は実現できる業績を示すものではありません。

当行は、本資料の著作権を保有し、当行の書面同意なしに本資料の一部又は全部を複製又は再配布することが禁止されます。当行(含む本店、支店)又は関連会社は、当該複製又は再配布によって生じる、いかなる第三者に対する責任を一切負いません。

受領者には、必要に応じて、専門的、法律、金融、税務、投資、又はその他の独立したアドバイスを別途取得する必要があります。

MUFG バンク(中国)有限公司 リサーチ&アドバイザリー部 中国調査室  
北京市朝陽区東三環北路5号北京發展大厦4階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214