

# 11月の経済は回復が加速、民間投資は今年初めての プラス成長、消費は改善したが力不足 ～12月のニュースレビュー

リサーチ&アドバイザリー部  
中国調査室

<b>注目された経済ニュース(12月)</b> .....	<b>2</b>
【マクロ経済】.....	2
11月の経済は回復が加速、民間投資は今年初めてのプラス成長、消費は改善したが力不足 .....	2
1～11月の国有企業経営業績が回復続く、「両利四率」を新たに中央企業業績査定の基準へ .....	2
2018年の平均労働力年齢は38.4歳、東北が最年長、広東が最年少 .....	3
2020年北京、広東、上海の資産1千万元の富裕層は1.7万世帯減少 .....	4
中国は2021年から暫定税率適用、883品目に現行の最恵国税率より引き下げ .....	4
【産業・企業】.....	4
11月の5Gスマートフォン出荷台数は2,000万台超 .....	4
2020年版の「市場参入ネガティブリスト」を公開、制限分野を131から123まで圧縮 .....	5
アリババ、テンセントの傘下3社を独占禁止法違反で処分 .....	5
中国世界気候問題の解決に決心を示し、カーボンニュートラルの数値目標を公開 .....	5
中国は半導体企業の所得税減免へ、国内企業の育成を加速 .....	6
国有企業改革、技術型国有企業向けに100億元規模の専用基金設立 .....	6
【金融】.....	6
P2Pネット融資業者が11月中旬でゼロに .....	6
中国は格付け機関の規範化を加速、一部の格付け機関の不正に行政処分 .....	6
<b>プロフェッショナル解説(税務会計)MAZARS/望月会計士</b> .....	<b>8</b>
金融取引にかかわる移転価格ガイダンス~BEPS包括的フレームワーク 行動計画4、8-10 .....	8
▶ 今回も引き続き、2020年2月OECDから公表された金融取引にかかわる移転価格ガイダンス(Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions)の内容について解説していきたいと思う。	
▶ 金融取引にかかわる移転価格ガイダンスにおいては、以下のような章立てでグループ内貸付について最も多くのページを割き、それぞれの内容について、次のような解説を行っている。	
<b>三菱UFJ銀行の中国調査レポート(2020年12月)</b> .....	<b>13</b>

## 注目された経済ニュース(12月)

### 【マクロ経済】

#### 11月の経済は回復が加速、民間投資は今年初めてのプラス成長、消費は改善したが力不足

11月の中国経済指標は10月より更に改善している。工業生産高は前年同月比(単月)+7.0%、先月の+6.9%より小幅に加速し、2019年4月以来の最高水準を更新した。累計では、前年同期比+2.3%と1~10月(同+1.8%)より0.5ポイント加速した。1~11月の一定規模以上の工業企業利益は同+2.4%と、1~10月(同+0.7%)より1.7ポイント加速した。生産量も回復し続けており、製品別生産量では、鋼材(前年同期比+10.8%)、自動車(同+8.1%、うち新エネ車は同+99.0%)、コンクリート(同+7.7%)が大きく加速している。

社会消費材小売総額について、前年同期比(単月)は+5.0%と、10月の+4.3%より更に加速したが、市場予測(WIND)の5.6%を下回り、力不足感が残存。累計ベースでは、前年同期比▲4.8%と減速幅が1~10月(同▲5.9%)より縮小した。種目別(単月)では、通信機器類(同+43.6%)、化粧品(同+32.3%)、宝飾品(同+24.8%)が比較的高い伸びを達成しており、また、小売のうち最大シェア(28.0%)を占めている自動車類は同+11.8%と引き続き高い伸びを見せている。電子商取引(実物のみ、サービス消費を含まない)は引き続き消費全体を牽引しており、1-11月累計では前年同期比+15.7%となった。

消費者物価指数(CPI)は前年同月比▲0.5%と、2009年10月以来のマイナス値となった。その要因は、食品価格の低下(先月同+2.2%→今月同▲2.0%)にあり、中でも豚肉価格は同▲12.5%と、CPIを押し下げた主な要因とみられる。CPIの低下について一部の専門家は、「長期的に継続するとデフレリスクが生じかねない」と懸念する声もあったが、国家統計局の付凌暉報道官は、「豚肉の価格下落は年末に伴う供給増加や政府による備蓄用冷凍豚肉の市場投下が原因であり、CPIはなおコントロール範囲内にあり、デフレは当面生じていない」と強調した。生産者物価指数(PPI)は同▲1.5%と、先月より低下幅が0.6ポイント縮小した。

固定資産投資(農家を含まない)は前年同期比(累計ベース)+2.6%と1~10月の+1.8%より加速した。うち、国有投資は同+5.6%、民間投資は同+0.2%と、後者は今年初のプラス転換であった。項目別では、不動産投資は同+6.8%と6カ月連続でプラスとなり、1~10月より0.5ポイント加速した。インフラ投資は同+1.0%と、3カ月連続のプラス成長となった。一方、製造業設備投資は同▲3.5%と1~10月の同▲5.3%と比べて改善したが、なおマイナスである。製造業のうち、とりわけ医薬製造業(同+27.3%)とコンピューター・通信・その他電子設備製造業(同+14.5%)が高い伸びを実現しており、製造業投資を牽引している。

輸出入(ドルベース)では、輸出は前年同期比(累計ベース)+2.5%と、1~10月より2ポイント加速した。輸入は同▲1.6%と、1~10月より0.7ポイント改善した。貿易収支(単月)は754億ドルの黒字(うち対米は374.2億ドル、シェア49.6%)と、10月の589.3億ドル(うち対米は313.7億ドル、シェア53.2%)より大幅に拡大した。国別輸出(累計)では、対米、対EU、対ASEANはそれぞれ前年同期比+5.7%、同+5.7%、同+5.8%の増加となり、一方では対日は同▲1.2%の減少となった。国別輸入では、対米、対日、対ASEANはそれぞれ同+6.1%、同+1.5%、同+5.2%となっており、対EUは1~10月では同▲1.4%とマイナスだったが、今期は同+0.2%とプラスに転換した。

#### 1~11月の国有企業経営業績が回復続く、「両利四率」を新たに中央企業業績査定の基準へ

中国財政部は12月25日、1~11月の国有企業経営業績を発表した(図表1)。それによると、経営総収入は55兆6,124.8億元と、前年同期比+0.8%であり、先月と続き2カ月連続のプラス成長となった。そのうち、国务院国有資産管理委員会と財政部が直轄する中央企業が31兆1,788.2億元(同▲2.7%)、地方政府が直轄する地方国有企業が24兆4,336.6億元(同+5.8%)と何れも先月より改善し、後者の地方国有企業の回復が顕著である(図表1)。

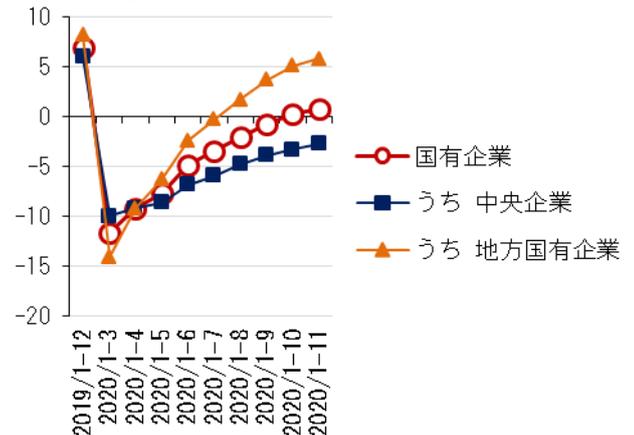
一方、経営総費用は54兆211.3億元(同+1.7%)であり、うち中央企業は29兆7,158.9億元(同▲2.2%)、地方国有企業は24兆3,052.4億元(同+6.9%)となり、先月に続き、地方国有企業の経営コスト増加幅が比較的に大きく、上述した経営総収入の伸びと相殺している。

経営利益は2兆9,863.1億元(同▲6.1%)であり、1~10月より低下幅が3.9ポイント縮小した。2019年同期の経営利益は3兆1,803.1億元であることから、現時点は既に前年同期の約93.9%まで回復した。

11月単月では、経営総収入、経営総費用、経営利益、税引後純利益はそれぞれ前年同月比+6.0%(先月は+7.0%)、+3.8%(同+5.7%)、+38.9%(同+52.5%)、+47.2%(+62.7%)となり、何れも先月より小幅に減速した。

国有資産管理委員会は12月24日、北京で中央企業責任者会議を開き、2021年の重点的な取り組みについて決定した。そのうち、重点的に中央企業に向けて、「兩利四率(税引後純利益、経営利益、営業収入利益率、資産負債率、R&D支出対営業総収入比(率)、全員労働生産性(率))」を業績査定の基準として新たに加えられ、また、中央企業の健全な発展を図り、あらゆるリスクの防止、とりわけ金融業務に対する管理を強化し、債務不履行の発生を確実に防止するよう求めている。

【図表1】 国有企業の経営総収入(YoY/%)



(出所) 中国財政部より MUFG(China) 作成

【図表2】1~11月国有企業の経営業績

金融企業除く	2020年1~11月		2019年	
	実数(億元)	前年同期比(%)	実数(億元)	前年比(%)
<b>営業総収入</b>	<b>556,124.8</b>	<b>0.8</b>	<b>625,520.5</b>	<b>6.9</b>
うち 中央企業	311,788.2	▲2.7	358,993.8	6
うち 地方国有企業	244,336.6	5.8	266,526.7	8.2
<b>営業総費用</b>	<b>540,211.3</b>	<b>1.7</b>	<b>609,066.1</b>	<b>7.1</b>
うち 中央企業	297,158.9	▲2.2	344,900.0	5.9
うち 地方国有企業	243,052.4	6.9	264,166.1	8.6
<b>経営利益</b>	<b>29,863.1</b>	<b>▲6.1</b>	<b>35,961.0</b>	<b>4.7</b>
うち 中央企業	19,798.7	▲5.2	22,652.7	8.7
うち 地方国有企業	10,064.4	▲7.8	13,308.3	▲1.5
<b>税引後純利益</b>	<b>22,065.9</b>	<b>▲7.1</b>	<b>26,318.4</b>	<b>5.2</b>
うち 中央企業	14,762.3	▲5.3	16,539.9	10.4
うち 地方国有企業	7,303.6	▲10.6	9,778.5	▲2.7
<b>所得税</b>	<b>40,575.1</b>	<b>▲1.2</b>	<b>46,096.3</b>	<b>▲0.7</b>
うち 中央企業	28,745.9	▲2.1	32,317.1	▲0.7
うち 地方国有企業	11,829.2	▲1.3	13,779.2	▲0.6
<b>費用利益比率 (Ratio of Profits to Cost)</b>	<b>5.60%</b>	<b>▲0.5Pt</b>	<b>6.00%</b>	<b>▲0.1</b>
うち 中央企業	6.70%	▲0.2Pt	6.70%	0.2
うち 地方国有企業	4.10%	▲0.7Pt	5.10%	▲0.5
<b>資産負債率 (Debt Asset ratio)</b>	<b>64.50%</b>	<b>0.2Pt</b>	<b>63.90%</b>	<b>▲0.2</b>
うち 中央企業	67.10%	▲0.5Pt	67.00%	▲0.4
うち 地方国有企業	62.70%	0.7Pt	61.60%	0.1

(出所) 中国財政部より MUFG(China) 作成

## 2018年の平均労働力年齢は38.4歳、東北が最年長、広東が最年少

中央財經大学人力資本と労働経済研究センターはこのほど「中国人力資本報告 2020」を発表した。同報告によると、1985~2018年、全国(香港・澳門・台湾を含まない)の労働力平均年齢は32.2歳から38.4歳に上昇、うち農村部は31.8歳から38.4歳に、都市部は33.4歳から38.4歳に上昇した。地域別にみると、黒龍

江、遼寧、吉林、重慶、湖南はトップ5を占め、黒龍江が全国で唯一労働力平均年齢が40歳を超えている省だった。また、全国の労働力人口の平均教育年数は6.2年から10.4年に上昇、うち都市部は8.2年から11.3年、農村部は5.6年から9.0年に上昇。北京、上海、天津、江蘇、遼寧の平均教育年数が最も高かった。全国の高校以上学歴の労働力人口の割合は11.8%から39.8%に、大学専科の労働力人口の割合は1.2%から19.2%に上昇した。

## 2020年北京、広東、上海の資産1千万元の富裕層は1.7万世帯減少

11月28日、中信保誠人寿と胡潤研究院が共同で発表した「2020中国高净值人群品質生活報告」によると、2020年、中国大陸で資産額1千万元の富裕層は157.6万世帯、資産額1億元の富裕層は10.5万世帯となった。地域別にみると、北京、広東、上海はトップ3を占めており、資産額1千万元の富裕層はそれぞれ28.8万、28.5万、24.9万世帯で、2019年より0.6万世帯、0.6万世帯、0.5万世帯減少。中国香港、浙江は22.2万世帯、19.3万世帯で、3位と4位を占めた。職種層をみると、事業主、ゴールドカラー、不動産投資者、專業株式投資者はそれぞれ65%、20%、10%、5%を占めている。投資選好をみると、不動産、海外投資が将来投資対象の1位と2位に挙げられた。富裕層の世帯当たり平均年間支出は175万元で、内訳は旅行(19%、33万元)、子供教育(18%、32万元)、贅沢品購入(16%、28万元)となっている。

## 中国は2021年から暫定税率適用、883品目に現行の最恵国税率より引き下げ

中国財務部は23日、新たな輸出入関税調整計画を発表し、2021年1月1日から883品目の輸入品に現行の最恵国税率よりも低い暫定税率を適用する予定。暫定税率を適用する輸入品目は2020年859品目より24品目増えた。関税の引き下げは、内需を満たし、中国企業の技術開発を支持することで国内の大循環を促進することが目的と財務部の責任者が説明した。

具体的な税目は民間需要に関わる冷凍豚肉、ウイスキー、医療用品や子供用品、生産需要向けのインフラ整備やハイテク化推進のための部品、工作機械や原材料が減税対象に含まれる。さらに、ディーゼルエンジン車用の排気ガス浄化措置も対象とされる。

(詳細は [http://gss.mof.gov.cn/gzdt/zhengcefabu/202012/t20201223\\_3636573.htm](http://gss.mof.gov.cn/gzdt/zhengcefabu/202012/t20201223_3636573.htm) でご確認くださいませ。)

## 【産業・企業】

### 11月の5Gスマートフォン出荷台数は2,000万台超

国家情報通信研究院が11日発表したデータによると、11月の国内スマートフォン出荷台数は2,958.4万台を超えたが、前年同期より15.1%低下した。うち5Gスマートフォン出荷台数は2,013.6万台と全体の68.1%を占め、史上最高水準となった。1~11月の5Gスマートフォン累計出荷台数は1.4億台と、全体の51.4%を占め、年間統計で初めて4Gスマートフォンの割合を上回った。また、Strategy Analyticsの予測によると、2020年の世界における5Gスマートフォン出荷台数は前年比1300%増の2.5億台となり、中国は世界の62%を占める最大市場となる見込み。統計によると、現在、中国で5Gスマートフォン産業チェーンにかかわる企業は計36社で、A株市場での時価総額は2.3兆元になる。今年以来、上述36社株の平均上昇幅は34.9%で、うち比亞迪(BYD)の上昇幅が266.7%と最高だった。36社のうち、22社株の純利益の伸び率は10%を超える見込みである。なお現時点で、中国で構築した5G基地局は70万個、5Gユーザー数は1.8億人を超えている。

## 2020年版の「市場参入ネガティブリスト」を公開、制限分野を131から123まで圧縮

中国国家発展改革委員会は12月16日、2020年版の「市場参入ネガティブリスト」を発表し、国内外企業による参入を制限する分野を2019年版の131分野から123分野へと規制をさらに削減し、一連の参入禁止・許可事項を緩和・削除し、例えば、「排出権取引検査機関資格の認定」といった3つの措置を緩和し、「輸出入商品検査鑑定業務の検査許可」等14条目を削除した。

但し、2020年のネガティブリストには、一部の参入禁止・許可措置を新規追加する分野も含まれた。例えば、「金融持分支配会社の参入許可管理に関する決定」は金融持分支配会社の設立に関する管理措置をリストに新規増加した。それに加え、「許可を取得していない場合、土地経営権を超規模で流転してはならない」という参入許可事項を新規増加した。

## アリババ、テンセントの傘下3社を独占禁止法違反で処分

国家市場監督管理総局は12月14日、アリババグループ、テンセント傘下の閱文集団、豊巢網絡の3社に対して、独占禁止法第48条と49条違反で罰金50万元を科すと発表した。アリババグループの投資子会社であるアリババ投資が2014年3月から2017年3月にかけて3回にわたり、小売企業の銀泰商業の株式73.9%を取得。テンセント傘下で電子書籍事業の閱文集団は2018年8月、映像制作会社の新麗伝媒の全株式を取得。宅配便大手の順豊速運(SF エクスプレス)系でネット通販の宅配ロッカーを運営する深セン市豊巢網絡技術(Hive-box)は2020年5月、中国邮政集団傘下で宅配業者の中郵智遞の全株式を取得。3社がそれぞれ企業買収を行った際、独占禁止法で定める「経営者集中」の申告を行わなかったという。

市場監管総局は「今回は競争排除、制限に該当しないことから、罰金のみとした。罰金額は小さいが、ネットサービスの独占に対する社会へのシグナル」だと指摘した。他社に対して申告を促す効果があり、ネットサービス大手による他社買収を通じた独占を防ぎ、業界全体の健全な発展を促す狙いがある。

## 中国世界気候問題の解決に決心を示し、カーボンニュートラルの数値目標を公開

12月12日、中国国家主席習近平が世界気候関連会議で、2030年までのカーボンニュートラル(carbon neutral、炭素中立)の具体的な目標を表明した。2020年9月に、中国は2030年を二酸化炭素排出量の増加から低減への転換点とし、2060年までに、カーボンニュートラルを実現することを目標とすると表明した。今回のサミットでは、2030年まで、中国のGDPあたり二酸化炭素排出量を2005年より65%以上低減し、非化石燃料の一時エネルギー消費に占める割合を25%前後まで引き上げ、森林の蓄積量は2005年より60億立方メートル増加し、風力発電・太陽光発電の出力容量が12億kW以上に達すると様々な数値目標を公開した。

中国は世界で二酸化炭素排出量が最多な国家であり、2018年の二酸化炭素の排出量は世界全体の28%を占めた。そのうち、9割以上が発電・発熱、工業、交通分野からの排出となっており、しかも引き続き増加傾向にある。2060年にカーボンニュートラルを実現することは決して容易ではない。S&P グローバル・レーティングによると、中国の消費がGDPに占める割合が先進国に近い水準に達した場合、中国は20年間で二酸化炭素の排出量を3割以上削減できるという。それを実現するために、中国は産業構成や生活様式の変更を含む経済発展モデルの転換を実現しなければならない。例えば、資本と労働力を鉄鋼・セメント・資本財の生産から教育・医療・レジャーといったサービス業へ転換すると、GDPあたりのエネルギー消費量は削減できる。

投資チャンスの観点から見れば、中国によるカーボンニュートラルの推進は、再生可能エネルギー、エネルギー効率、末端消費の電氣化、グリーン発電技術、エネルギー貯蔵、水素発電とデジタル化などは将来性のある市場として挙げられる。

## 中国は半導体企業の所得税減免へ、国内企業の育成を加速

12月17日、中国財務部、税務総局、国家発展改革委員会、工業情報部が連名発表し、半導体関連企業に対する減免税策の詳細を明らかにした。国務院は今年8月に、半導体産業の育成支援策を発表したが、今回の減免税策は支援策に沿った仕組みだと見られる。減免税対象となるのは、半導体の製造・設計、材料、封止、テストやソフトの開発などに携わる企業であり、経営機関や製造製品の違いによって企業所得税の免税期間といった優遇政策が変わってくる。

集積回路メーカーで製造プロセスが130ナノ以下で、経営期間10年以上の企業に対し、1~2年目の企業所得税を免除し、3~5年目の税率を半減する。65ナノ以下で経営期間が15年以上の企業は、1~5年目は企業所得税を免除し、6~10年目は25%から半減する。技術的に優れている製造プロセスが28ナノメートル以下の場合、経営期間が15年以上という条件で1~10年目の企業所得税を免除する。

米国企業が半導体業界における主導力が強い。中米間摩擦が長期化する背景で、中国政府は「十四・五」計画で半導体産業を戦略的な重点科学分野に位置づけ、外国からの制裁に影響されないような独自のサプライチェーンの構築を加速している。現在、中国の半導体自給率は20%未満であるが、2025年までに同比率を70%まで高める目標を掲げている。

## 国有企業改革、技術型国有企業向けに100億元規模の専用基金設立

国営新華社によると、国有企業改革が推進される中、12月23日に技術型国有企業向けに専用の支援基金「国改科技基金」が新たに立ち上げた。同基金の総規模は100億元、1期目は50億元であり、出資者は中央企業と地方国有企業である。投資対象企業は国有企業でかつ技術示範企業と認定される企業に限定され、現時点の同認定企業は延べ204社ある。

## 【金融】

### P2P ネット融資業者が11月中旬でゼロに

中国銀行保険監督管理委員会の関係者は11月27日、資金の貸し手と借り手をインターネットで結び付けるP2P(Peer to Peer)金融業者がピーク時の約5,000社から激減し、今年11月中旬までにゼロになったことを明らかにした。P2P ネット金融は2007年に中国で出現し、2013~2014年からフィンテックと金融革新の名義によって爆発的な成長を遂げてきた。統計によると、2017年7月、P2P ネット貸借の取引額は累計5兆780億元と5兆元の大台を突破し、2016年同期より112%増加した。一方、2018年には経済成長鈍化、金融デレバレッジやシャドーバンキング規制の影響を受け、違法集金や詐欺を行う問題プラットフォームが続出し、投資者に多大な損失を与えた。2018年12月末時点で正常に運営しているプラットフォームは1,034社、問題プラットフォームは848社と2017年より42.7%増加。インターネット金融に対する整理整頓により、P2P プラットフォームは2020年6月末で29社、8月末で15社に圧縮され、11月中旬にはゼロになった。

## 中国は格付け機関の規範化を加速、一部の格付け機関の不正に行政処分

中国では、「AAA」格付けの企業にも社債デフォルト案件が現れ、中国では格付け機関に対する不信感が強まっている。信用格付け業界の健全な発展を促進するため、中国人民銀行は12月11日に、信用格付け業界座談会を開催し、信用格付け機関の代表者、債券の発行主体、投資家等が列席した。会議では、中国の信用格付け業界の現存した問題点について討論し、これを是正するための措置を研究した。信用格付けは債権市場の発展に必要な基礎的な制度となっており、資本市場の構築に重要である。会議では、現段階で、中国の格付け業界は、①虚偽的な高格付け問題、②格付け区分の不足、③市場に対するリスク提示機能が弱いことといった問題点が指摘された。

12月14日、北京証券監督管理局が東方金誠国際信用評価有限公司に対して行政処分を課し、3か月間で業務内容の見直しを実施させ、この期間で新たな格付け業務委託の引き受けを禁止とする。北京証券監督管理委員会が公示した決定書によると、東方金誠は一部のプロジェクトの格付けモデルを不適切に調整し、格付け対象となる企業の債務償還能力に関する重点要素の必要的な分析を実施していないといった規律違反の行為があった。これから、格付け機関に対する監督管理は全面的に強化されると見られる。

# プロフェッショナル解説(税務会計) MAZARS/望月会計士

## 金融取引にかかわる移転価格ガイダンス~BEPS 包括的フレームワーク 行動計画 4、8-10

今回も引き続き、2020 年 2 月 OECD から公表された金融取引にかかわる移転価格ガイダンス(Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions)の内容について解説していきたいと思う。

金融取引にかかわる移転価格ガイダンスにおいては、以下のような章立てでグループ内貸付について最も多くのページを割き、それぞれの内容について、次のような解説を行っている。

### 金融取引にかかわる移転価格ガイダンス

内容	更新箇所
A.イントロダクション	ガイダンス第 X 章を構成
B.ガイダンス第 I 章 D.1 との相互作用	ガイダンス第 X 章を構成
C.トレジャリー機能	ガイダンス第 X 章を構成
D.財務保証	ガイダンス第 X 章を構成
E.キャプティブ保険	ガイダンス第 X 章を構成
F.リスクフリー及びリスク調整後の収益率	ガイダンス第 I 章 D.1.2.1 に追記

今回は、C.トレジャリー機能のなかでその代表的取引であるグループ内貸付について、独立企業間金利の決定についてみてみたいと思う。

C.1. グループ内貸付

C.1.1 一般的考慮事項

C.1.1.1 貸手と借手の視点

C.1.1.2 信用格付けの使用

C.1.1.2.1 多国籍企業または多国籍企業グループの信用格付け

C.1.1.2.2 特定の債券発行の信用格付け

C.1.1.2.3 信用格付け

C.1.1.2.4 信用格付け概算のための公に利用可能な金融ツールまたは方法論の使用

C.1.1.3 グループメンバーシップの効果

C.1.1.4 多国籍企業グループの信用格付けの使用

C.1.1.5 コベナント

C.1.1.6 保証

C.1.2 グループ内貸付にかかわる独立企業間金利の決定

C.1.2.1 独立企業間価格法(CUP法)

C.1.2.2 ローンフィー及び手数料

C.1.2.3 資金コスト

C.1.2.4 クレジット・デフォルト・スワップ

C.1.2.5 経済性モデリング

C.1.2.6 バンクオピニオン

今回

**C.1.2 グループ内貸付にかかわる独立企業間金利の決定**

グループ内貸付の価格算定についても、他の移転価格算定における状況と同様、さまざまなアプローチのなかから、機能分析を通じて実際の取引の正確な描写に一致する適切な方法を選択する必要がある。

**C.1.2.1 独立企業間価格法(CUP法)**

実際の取引の正確な描写を前提に、比較可能取引を抽出することにより、借手の信用格付けまたは特定の発行格付けを参考としつつ、比較可能性の要因を考慮し、独立企業間金利を求めることができるとされている。

ローン市場が広く存在し、独立した借手と貸手の間で貸付取引が頻繁に行われること、ローン市場の情報と分析が広く利用できることより、CUP法を金融取引に適用することは、他の形態の取引と比較して、容易である可能性もあるとされる。

入手可能な情報には、多くの場合、ローンの特性と借手の信用格付けまたは特定の発行の格付けに関する詳細が含まれ、満期日が高い、担保がない、劣後、またはリスクの高いプロジェクトへのローンの適用など、通常は貸手のリスクを高める特性は、金利を上げる傾向がある。また、強力な担保、高品質の保証、借手の将来の行動制限など、貸手のリスクを制限する特性は、金利を低下させる傾向があるとされる。

ここでは、公開されているデータからのベンチマーク及び貸付市場内競争により、貸付の特性(金額、満期、通貨等)及び借手の信用格付けまたは特定の発行格付けを考慮し、借手が資金を得ることができる単一レートを図ることができる可能性もあるが、実際には、単一の「市場レート」が存在する可能性は低く、一定のレート

範囲を前提として、貸手間の競争や価格情報入手可能性によって、範囲が狭まるものとされる。

### 比較可能対象

比較可能は必ずしも独立単体の企業に限定されないものとされている。潜在的な比較可能対象となる借手が同一の多国籍企業グループのメンバーである場合や、独立した貸手から商業ローンを借りる異なる多国籍企業グループのメンバー、または、異なる多国籍企業グループメンバー間のローンについても比較対象である可能性があると考えられる。

ここでは、内部の可能性を見逃してはならないものとされており、独立した貸手をカウンターパーティとした当該借手またはその多国籍企業グループの資金調達の中で比較可能取引を見出すことのできる可能性が示されている。これについては、外部独立企業間価格における場合と同様に、比較可能性を向上させるために適切な調整を行う必要がある場合がある。

また、対外債務に対して支払われる多国籍企業グループの平均金利が、比較可能性要件を満たしている可能性は低いものと示されている。

### 代替取引

独立企業間金利は、同等の経済的特徴を備えた現実的な代替取引における金利に基づくべきとされる。状況に応じて、グループ内貸付の現実的な代替案としては、例えば、債券発行、第三者からのローン、転換社債、コマーシャルペーパーなどである可能性がある。これらの代替取引について、例えば、流動性、満期、担保の存在、通貨等に関して、移転価格算定の対象となるグループ内貸付との差異の重要な影響を排除するために、比較可能性の調整が必要になる場合があるとされる。

#### C.1.2.2 ローンフィー及び手数料

独立した商業的貸手は、手配手数料や未使用枠に関連するコミットメント手数料などローンの契約条件の一部として手数料を請求する場合がある。

このような料金が関連企業間貸付に見られる場合は、他の関連者取引と同様の方法で価格算定を行う必要がある。その際、独立した貸手の料金は、資本調達の過程で発生した費用や規制要件を満たすために発生した費用を部分的に反映することもあり、関連者取引においては負担しないものもある可能性に留意する必要があるとされている。

#### C.1.2.3 資金コストアプローチ

移転価格算定の対象となる取引と同等の独立企業間取引がない場合、状況によっては、資金コストアプローチを使用できるものとされている。

資金コストとは、貸出資金を調達する際に貸手が負担する借入コストを意味する。これに、ローン手配にかかる費用とローンのサービスにかかる関連費用、提案されたローンに固有のさまざまな経済的要因を反映するリスクプレミアム、さらに、利益率を加算することにより価格を算定する。

これには通常、貸手のローンに必要な資本増加にかかわる増加費用も含まれることになる。

資金コストアプローチで留意すべき事項は、市場で活動している他の貸手と比較した資金コストを考慮する必要があるということである。すなわち、資金コストは、貸手によって異なる可能性があり、とりわけ安価に資金

を入手できる潜在的な競合他社がいる場合、貸手は自らの資金のコストに基づいて単純に価格を決定することはできない。競争の激しい市場の貸手は、ビジネスを勝ち取るために可能な限り低いレートで価格設定しようとするといえる。

さらに、資金コストアプローチの適用では、借手が現実的に利用できるオプションを考慮する必要がある。一般的な状況に基づき、借手企業は代替可能な取引により良い条件で資金を調達できる場合は、資金コストアプローチで設定された価格による取引は行わないものといえる。

また、グループ内取引では、当初の借手から複数のグループ企業を仲介経由して、最終的借手に貸付けられる場合がある。

ここで、仲介企業においては、代理または仲介機能のみが実行されており、資金コストに対するマークアップによる価格算定は妥当ではなく、仲介機能にかかわる費用についてのコストマークアップによる価格算定が妥当といえるとされている。

#### C.1.2.4 クレジット・デフォルト・スワップ

クレジット・デフォルト・スワップは、原資産に関連する信用リスクを反映している。比較可能な取引として使用できる資産に関する情報がない場合、納税者または税務当局は、クレジット・デフォルト・スワップの спреッドを使用して、グループ内貸付に関連するリスクプレミアムを計算する場合がある。

しかしながら、市場で取引される金融商品として、クレジット・デフォルト・スワップは高度なボラティリティを有する可能性がある。このボラティリティは、測定するプロキシとしてのクレジット・デフォルト・スワップの信頼性に影響を与える可能性がある。

クレジット・デフォルト・スプレッドは、デフォルトリスクだけでなく、クレジット・デフォルト・スワップ契約の流動性や契約の量などのその他の要因も反映している可能性があるため、例えば、同じ商品が異なるクレジット・デフォルト・スワップスプレッドを持っている可能性がある。したがって、グループ内貸付に関連するリスクプレミアムを概算するためにクレジット・デフォルト・スワップを使用するには、独立企業間金利に到達するために上述の状況を慎重に検討する必要があるとされている。

#### C.1.2.5 経済性モデリング

グループ内貸付の価格算定に際して、独立企業間金利の代用として、金利を構築する経済性モデルに依存している場合がある。

最も一般的な算定では、バリエーションにおいて、経済モデルは、リスクのない金利と、ローンのさまざまな側面に関連するいくつかのリスク(例えばデフォルトリスク、流動性リスク、予想インフレまたは価格変動リスク。)を組合せて金利を計算する。場合によっては、経済モデルには、貸手の運営費を補う要素も含まれる。

経済モデルの結果の信頼性は、特定のモデルに組み込まれたパラメータと採用された仮定に依存する。また、価格設定アプローチとして、経済モデルの結果は独立当事者間の実際の取引を反映していないため、比較可能性の調整が必要になる可能性があることに注意することが重要とされている。ただし、信頼できる比較可能取引を特定できない状況では、経済モデルは、グループ内貸付の独立企業間価格を算定するためのツールとして役立つ場合がある。

ここでも、資金コストアプローチにおける場合と同様に、市場で活動している他の貸手と比較した資金コスト

を考慮する必要があるとされている。

#### C.1.2.6 バンクオピニオン

状況によっては、納税者は、独立銀行からの書面による意見を作成することにより、グループ内貸付の独立企業間金利としようとする場合がある。

このようなアプローチは、実際取引に基づいていないため、比較可能性に基づく独立企業間価格算定の範囲からの逸脱するものとされている。

一般的には、商業的貸手は融資を進める前に、関連するデューデリジェンスと承認プロセスを実施し、その後正式なローンの申出を行うものであり、バンクオピニオンは実際の貸付の申出を構成してはならず、そのような手紙は、一般的に、独立企業間取引条件の基礎を提供するとは見なされないものとされている。

今回は、トレジャー機能におけるキャッシュプーリングについてみていきたいと思う。

以上

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(2020年12月)

---

- MUFG BK 中国月報 第178号(2020年12月)
- 米中対立下の東南アジア経済
  - <https://www.bk.mufg.jp/report/inschimonth/120120101.pdf>
    - 国際業務部
- ニュースフォーカス No.14
- 香港 2020年施政方針を發表
  - [https://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1288\\_ext\\_02\\_0.pdf](https://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1288_ext_02_0.pdf)
    - アジア法人営業統括部 アドバイザリー室
- MUFG BK 経済マンスリー
- 経済回復と構造改革の両立を目指す中国
  - [https://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1295\\_ext\\_02\\_0.pdf](https://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1295_ext_02_0.pdf)
    - 国際業務部

本報告書は、情報提供のみを目的として、MUFG バンク(中国) 有限公司(以下「当行」)が作成したものであり、その使用又は配布が法律や法規への違反に該当するあらゆる管轄又は国における個人又は組織への使用又は配布を意図したものではありません。本報告書をお客様に公表する前に、当行及び/又は当行関係者/組織は、本報告書に含まれる情報を利用、又はそれに基づいて行動することができます。

本報告書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若しくは投資商品の購入若しくは売却の申出、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。

本報告書は、情報提供のみを目的として作成されており、特定の受領者の具体的な需要、財務状況、又は投資目的への対応を意図するものではありません。

本報告書は、信頼しうるとみなされる情報源から入手した情報に基づいて作成したのですが、正確性を保証するものではなく、受領者自身の判断に代わるものとみなされるべきではありません。受領者においては、適切に、独立した専門的、法律、財務、税務、投資、又はその他のアドバイスを別途取得する必要があります。

本報告書は、アナリスト自身の見解に基づいているため、当行の公式な見解を示すものではありません。本報告書に含まれる全ての見解(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、その正確性は保証いたしかねます。本報告書は、不完全又は要約の場合もあり、本報告書に言及される組織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、本報告書を更新する義務を負いません。

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。本報告書において言及されるいかなる商品の業績予測も、必ずしも将来実現する又は実現しうる業績を示すものではありません。

当行及び/又はその取締役、役員並びに従業員は、当該取引への関与に当たり、随時、本報告書に言及された関連証券又は関連金融商品において、利益を有すること及び/又は引受を承諾すること、及び/又は当該証券若しくは関連金融商品を保留若しくは保有することがあります。さらに、当行は、本報告書に言及されたいずれかの会社と関係を有する(例えば関連会社、戦略パートナー等)こと、若しくは有していたこと、又はコーポレート・ファイナンス若しくはその他のサービスを提供すること、若しくは提供していたことの可能性もあります。

本報告書に含まれる情報は当行が信頼しうると判断した情報源から入手したものでありますが、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するものではなく、一切の責任又は義務も負いません。したがって、本報告書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/又は保証に依拠す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、本報告書の全部又は一部の使用に起因するいかなる直接的、間接的及び/又は結果的な損失若しくは損害について、いかなる責任も負いません。

当行は、本報告書の著作権を保有しており、当行の書面による同意なしに本報告書の一部又は全部を複製又は再配布することは禁止されています。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も一切負いません。

MUFG バンク(中国) 有限公司 リサーチ&アドバイザー部 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