

理想と現実のギャップが鮮明となる中国の一带一路

—走出去はリスク回避の安全運転へ—

調査部

上席主任研究員 三浦 有史

要 旨

1. 中国は鉄道や原子力発電といったインフラ輸出においてわが国を上回る実績を有する。なかでも、高速鉄道は、技術力が世界に誇る水準に達したこと、そして、中国経済が新たな発展段階にさしかかったことを内外に誇示する格好の材料となっている。
2. その一方、中国では対外投資戦略の見直しの必要性を説く声がある。資源開発やM&Aは9割以上が失敗とする厳しい見方がある。また、順風満帆であったインフラ輸出についてもつまずきが目立つようになってきた。海外進出が失敗した要因としては、①戦争・動乱や政権交代という政治リスク、②当局による審査や法律未整備といった法律リスク、③想定外の費用がかかることや地域住民の反対という経営環境リスクが表面したことがある。しかし、政府主導という中国特有の進出手法が失敗率を高くしている側面があることも否めない。政府主導の問題点としては、①政府と企業が一体化しているため、プロジェクトのリスク評価が甘くなること、②中国に対する警戒心が高まること、③場当たりの対応が目立つことが挙げられる。
3. 海外資産の多い中国企業の海外営業収入を海外資産で除した資産売上比率は、2002年から断続的に低下しており、企業は海外進出に伴い売上増加に貢献しない不良資産を増やしてきたといえる。また、企業のグローバル化がどの程度進んだかを表すトランスナショナルティ指数も低水準で推移している。中国は世界第2位の対外投資大国になったものの、そのことは必ずしも中国企業のグローバル化が進んだことを意味しない。この背景には、対外直接投資が国内市場への安定供給を目的とした資源開発に偏っていることがある。
4. 強気一辺倒で進められてきた走出去は、政策金融機関の貸付残高の急速な増加や、外貨準備残高の減少といった環境の変化によって、見直しに向かうと見込まれる。産業政策に合致しないM&Aは見送られることになろう。
5. 習近平政権の走出去は難しい局面を迎える。対中警戒感の高まりを受け、アメリカ向け直接投資は抑制されることになろう。また、リスク回避傾向が強まることから、一带一路は期待されるほどには進まない可能性が高い。一带一路は中国が新たな世界秩序を構築するための手段とみなされているが、企業は必ずしも習近平政権の野心の実現に向けて動いているわけではない。
6. わが国はインフラ輸出の競争力を高めるため、長期戦を前提とした実績作りに注力すべきである。また、一带一路やアジアインフラ銀行は理想と現実のギャップが鮮明となっており、わが国が積極的に関与し、関係国の共通利益に資するものに変えていくことも有力な選択肢の一つといえる。

目次

はじめに

1. わが国にとっての「一帯一路」 —中国のインフラ輸出実績

2. 走出去見直し機運の高まり

- (1) 失敗を受け高まる見直し機運
- (2) 中国企業が直面するリスク
- (3) 失敗の原因はなにか—政府主導の強みと弱み

3. 企業からみた走出去

- (1) 海外資産は売上増加に貢献しない
- (2) グローバル化は依然として「初期段階」
- (3) 強まる制約要因

4. 走出去の行方—リスクと警戒感を意識

おわりに—わが国へのインプリケーション

巻末資料

はじめに

世界のインフラ需要は膨大で、急速な伸びが予想される。マッキンゼーは、2016～2030年で世界には年平均3.3兆ドルのインフラ需要があるとしている（McKinsey & Company [2016]）。その6割は新興国におけるもので、なかでもわが国が主戦場と位置付けるアジアでは、経済成長と急速に進む都市化を背景に、インフラ需要が高水準で推移すると見込まれる。わが国はこれを取り込むため、2016年に改定された「インフラシステム輸出戦略」（注1）において、2010年に10兆円であったわが国企業の受注額を2020年に約30兆円に引き上げるという野心的な目標を掲げた。

一方、中国はインフラ輸出で着実に成果を上げ、わが国を凌ぐプレイヤーとして台頭している。しかし、近年は合意したプロジェクトが白紙となったり、撤退を余儀なくされたりするケースが散見される。対外直接投資においても、予想した収益が上がらず、経営が圧迫されたり、中国に対する警戒感の高まりから、プロジェクトが頓挫したりするケースが珍しくない。この結果、強気一辺倒で進めてきた「走出去」と称される海外進出戦略の見直しを求める声が高まっている。

見直しはアジアを舞台に繰り広げられる日中のインフラ輸出競争に少なからぬ影響を与えるはずである。2017年中には、東南アジア

では初となる国境を跨ぐクアラルンプール・シンガポール高速鉄道の入札が行われる。本稿では、このような事情を踏まえ、中国における海外進出戦略見直しの動きを分析し、それがわが国に及ぼす影響について考察する。まず、中国のインフラ輸出の実績について整理したうえで (1)、なぜ海外進出戦略が見直されるようになったのかについて分析する (2)。そして、海外進出戦略がどのような方向に向かうのか (3)、その変化にわが国がいかに対応すべきかについて考える (4)。

(注1) 「インフラシステム輸出戦略 (平成28年度改訂版)」
首相官邸 平成28年5月23日 (<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keikyoku/dai24/kettei.pdf>)

1. わが国にとっての一帯一路 —中国のインフラ輸出実績

中国の豊富な資金力を背景にした一帯一路に対するわが国の見方は複雑である。沿線諸国の経済発展が促されることは世界経済およびわが国経済にとってもプラスであるが、中国との経済関係が強まることによって、それらの国が中国の影響下に置かれることに対する懸念は根強い。中国による南シナ海における人工島の建設に対して、カンボジアなど中国の影響力の強い一部の国の反対によってASEAN諸国が結束出来ないことや、インドネシアやフィリピンのようにわが国と中国を競わせるかたちで支援を要請する国が増えたことはその象徴といえよう。

一帯一路によって日中の競合関係が鮮明になっているのが、東南アジアにおける高速鉄道の受注競争である。わが国のインフラ輸出における最も有力な市場は東南アジアであり、高速鉄道はその目玉といえる。一方、中国にとっても、この地域とつながる高速鉄道を自らの手で整備することは、一帯一路の着実な進展を国内外に印象づける意味を持つことから、わが国に遅れをとるわけにはいかない。受注競争は勝敗が非常にわかりやすいかたちで表れることから、日中両国はもちろん国際的な関心も高い。

わが国では中国がインフラ輸出においてどのような実績を築いてきたかについてほとんど認識されておらず、中国は突如現れた新参者と見なされている。しかし、中国はわが国と同様にインフラ輸出を国策として進めており、その実績はわが国を上回る。まず、以下では、中国のインフラ輸出がどのように展開されてきたかについて整理する。

中国政府がインフラ輸出として注力しているのは、①鉄道、②原子力発電、③建設材料等の生産設備の三つである(注2)。このうち、生産設備は多岐に亘るため評価が難しいものの、鉄道と原子力発電についてはその実績が明らかになっている。図表1は一般鉄道を含む鉄道インフラ全体の輸出実績について整理したものである(詳細は巻末資料参照)。中国は一帯一路沿線諸国を中心に鉄道インフラの整備に積極的に取り組んでいる。プロ

図表1 中国の鉄道プロジェクト



(資料) Ker [2017] および報道資料より日本総合研究所作成

プロジェクトの多くは政策金融機関である中国輸出入銀行や国家開発銀行から資金が提供されており、政府の全面的な後押しによって面的拡大を図ってきたといえる。

高速鉄道（最高時速250キロ／時以上）の整備が予定されているのは、トルコ、ハンガリー・セルビア、ロシア、インドネシア、タイで、このうちトルコについては既に2014年7月に開通し、運行が始まっている。プロジェクトの規模としては、モスクワ・北京を結ぶ高速鉄道が総額2,420億ドルと最も大きく、2015年7月にはその一部となるモスクワ・

カザン間の建設を中国企業が請け負う契約が締結された。また、高速鉄道の入札においてわが国との競合が見込まれるマレーシアにおいて、高速鉄道ではないものの既に二つのプロジェクトを受注していることも注目に値する。

一方、わが国の高速鉄道の輸出実績としては台湾が有名である。台北・高雄を結ぶ高速鉄道は2007年3月に運行を開始した。また、2016年8月には、タイ政府との間でバンコク・チェンマイ間を結ぶ高速鉄道について、新幹線方式を導入することで覚書に署名し、同年

12月には、インドともムンバイ・アーメダバード間の高速鉄道に新幹線方式を採用することで合意するなど、着実に実績を積み上げている。しかし、わが国の鉄道インフラ輸出は高速鉄道に特化していること、また、市場を東南アジアとインドに限定していることから、鉄道全体の輸出実績という点で見ると中国に見劣りする（注3）。

原子力発電の輸出は日中の差がより鮮明である。中国は既にパキスタンで原子力発電所を運転しているほか、トルコ、アルゼンチン、ルーマニアで建設に着手しており、2016年9月にはイギリスにおいても着工が正式に承認された。また、サウジアラビア、ヨルダン、ケニア、南アフリカ、アルジェリアでも中国による原子力発電所の建設計画が浮上している（注4）。これに対し、わが国はイギリスやトルコで受注を決めたものの、財政難を理由にベトナムのプロジェクトが白紙になったのに加え、主力輸出企業の一つである東芝が経営危機に陥ったことから、ブルガリアとインドにおけるプロジェクトが先行き不透明になるなど、旗色が悪い。

日中の競合度合いが高いのはやはり高速鉄道である。中国は、インフラ輸出のなかでも高速鉄道に対する思い入れが強い。青年報が2014年に実施した世論調査によれば、高速鉄道の積極的輸出を支持する意見は86.7%と、非常に高い（注5）。その理由としては、「中国の国際的なイメージ向上に寄与する」、

「付加価値の低い加工貿易を脱し、高い技術とサービスの輸出につながる」が挙げられている。高速鉄道は、中国の技術が世界に誇る水準に達したこと、そして、中国経済が新たな発展段階にさしかかっていることを内外に誇示する格好の材料となっている。国を挙げた高速鉄道の輸出に向けた取り組みは「高鉄外交」と称される。

「高鉄外交」の重点は、今後、一帯一路沿線諸国との接続を強化することに置かれると思われる。中国と周辺国を高速鉄道で結ぶという構想は、「一帯一路」より前の2009年に出されており、①北京からロシアを横断して欧州に至る「欧亚高速鉄道」、②重慶から西安、ウルムチを経て、中央アジア諸国およびイランを横断して欧州に至る「中亜高速鉄道」、③昆明からインドシナ半島を経てシンガポールに至る「汎アジア高速鉄道」という3本がある（注6）。このうち高速鉄道の整備に向けた動きが具体化し、日中の受注競争が繰り広げられることになりそうなのが、汎アジア高速鉄道である（図表2）。

中国の2016年のASEAN向け輸出は2,643億ドルとアメリカとEUに次ぐ規模となり、過去5年間の平均伸び率は+9.2%と飛び抜けて高い。汎アジア高速鉄道によって、ASEAN諸国の活力を取り込み、雲南省など内陸経済の底上げを図るとともに、輸出の高付加価値化や高速鉄道の規格普及につなげるというのが中国の狙いである。また、中国で

図表2 中国の汎アジア高速鉄道計画



(資料)「泛亞鉄路線路図」火車網 2014年8月11日 (https://www.huoche.net/gaotie_8137/) より日本総合研究所作成

はそれによって習近平国家主席が提唱する“中華民族の偉大な復興”という「中国の夢」の実現に近づくと考えられている(注7)。

(注2) 「李克強主持召开国务院常务会议 部署加快中国装备“走出去”」新華網2015年1月28日 (http://news.xinhuanet.com/politics/2015-01/28/c_11114169290.htm)

(注3) わが国は、ベトナムのホーチミン市における都市鉄道整備を進めるなど、高速鉄道以外の鉄道インフラの輸出実績がある。しかし、これらは政府開発援助(ODA)事業の一環として実施されており、わが国の成長戦略のひとつであるインフラ輸出という観点から実施されているものではないため、鉄道インフラ輸出にはカウントしていない。また、それらを含めても日中の実績の差はほとんど変わらない。ODAによる鉄道インフラ整備に対する支援実績は、国土交通省の「国土交通(交通)分野のODA実績」(<http://www.mlit.go.jp/sogoseisaku/kotsu/oda/jisseki/index.html>)を参照。

(注4) “China’s nuclear exports may struggle to find a market”. *Chinadialogue*, 15 October 2016 (<https://www.chinadialogue.net/article/show/single/en/8911-China-s-nuclear-exports-may-struggle-to-find-a-market>)

(注5) 「86.7%受訪者支持我国高铁开拓海外市场」民意中国 2014年1月8日 (http://diaocha.cyol.com/content/2014-01/08/content_9545151.htm)

(注6) 「媒体称中国欲推动欧亚、中亚、泛亚3条战略性高铁线路」2013年12月2日鳳凰網 (http://news.ifeng.com/mainland/special/likeqiangshanghe/content-detail_2013_12/02/31710375_0.shtml)

(注7) 「人民日报：“一带一路”、中国梦与世界梦的交汇桥梁」2014年12月24日 人民日报 (<http://opinion.people.com.cn/n/2014/1224/c1003-26263405.html>)

2. 走出去見直し機運の高まり

高速鉄道をはじめ中国のインフラ輸出が拡大している一方で、中国企業の海外進出は失敗率が高いことから、国内では見直し機運が高まっている。以下では、対外直接投資、M&A、インフラ輸出においてどのような失敗があったかについて振り返る。中国国内では失敗の原因として様々な想定外のリスクが表面化したことが挙げられるが、政府主導という中国特有の海外進出戦略にも問題があることを指摘する。

(1) 失敗を受け高まる見直し機運

中国では、対外直接投資が「黄金期」を迎えたとする見方がある(注8)一方で、その実績を冷静に評価し、対外投資戦略の見直しの必要性を説く声もある。その根拠の一つとなっているのが資源開発の失敗である。一部のメディアは、「鉱業熱」と呼ばれる2000年代後半からの資源開発投資ブームに乗って海外に進出した企業の多くが挫折し、失敗率は95%を上回るとしている(注9)。代表的な失敗事例とされるプロジェクトをみると、

オーストラリアにおける鉄鉱石などの鉱物資源開発投資が多い（図表3）。ただし、失敗の定義は広く、中国側の買収提案が受け入れられなかったなど、公表はしたものの最終的に契約完了に至らなかったプロジェクトも含まれる。

対外直接投資が失敗する原因として、安易なM&Aを挙げる声もある。2017年に入り、一部の専門家からは海外M&Aの9割（注10）が失敗とする厳しい見方が示されている。M&Aの成功率はわが国企業においても約3割とされる（注11）ことから、中国の失敗率が極端に高いとはいえないものの、経験不足から高い授業料を払うことになったケースは少なくない。2016年は大型の買収が相次いだことにより（図表4）、M&Aの実績は1,072億ドルと前年（544億ドル）から倍増し、対外直接投資をけん引する役割を果たしたものの、投資に見合った収益をあげられるかについては厳しい見方がある（注12）。

順風満帆であったインフラ輸出についてもつまずきが目立つようになっている。ミャンマーでは、民政移管を受け、2011年9月、水力発電用の大型ダムの建設が中止となった。習近平国家主席は、2016年8月、訪中したアウン・サン・スー・チー国家顧問兼外相に再開を要請したものの、具体的な動きはない。また、一帯一路におけるインド洋上の重要拠点と位置付けられるスリランカでは、政権交代により、2015年3月、コロンボ港整備事業が認可取り消しとなった。同事業は2016年3月に再開したものの、中国では賠償を求める動きが起こるなど、動揺が広がった。このほか、バングラデシュにおける深水港建設の棚上げ（2016年2月）やエジプトにおける都市開発からの撤退（2017年4月）なども報じられている。

政府が力を入れる「高鉄外交」でも想定外の事態が続いている。メキシコでは中国が受注した高速鉄道が入札手続きの透明性と合法

図表3 資源開発における代表的な失敗例

No.	企業名	投資年	投資額	投資先国	投資分野	失敗理由
1	中国中信集团公司	2006	33.2億米ドル	オーストラリア	鉄鉱石	追加投資による採算の悪化
2	鞍鋼集団	2006	19.8億豪ドル	オーストラリア	磁鉄鉱	追加投資によるプロジェクトの減価
3	中鋼集団	2008	13.6億豪ドル	オーストラリア	鉄鉱石	一時停止による大幅な遅れ
4	中冶集団	2009	4億豪ドル	オーストラリア	鉄鉱石	中断、シンガポールの仲裁裁判へ
5	中アルミ集団	2009	195億米ドル	オーストラリア	アルミニウム	リオ・ティントが資本提携取りやめ
6	紫金礦業集団	2010	5.5億豪ドル	オーストラリア	(資源企業の買収)	契約破棄
7	五礦資源有限公司	2011	63億カナダドル	オーストラリア・カナダ	(銅企業の買収)	オーストラリア政府が反対
8	中国鋁業股份有限公司	2012	9.2億米ドル	モンゴル	(石炭企業の買収)	買収断念

（資料）「中国海外買収失敗率や高逡95%背後全是血和涙」2016年8月20日 和讯網（<http://news.hexun.com/2016-08-20/185618351.html>）および報道資料より日本総合研究所作成

図表4 2016年の中国企業による欧米における10大M&A（公表ベース）

中国企業名	被買収企業	国	買収額
中国化工集团公司	農業バイオ大手シンジェンタ	スイス	430億ドル
騰訊控股有限公司（テンセント）	ゲーム大手スーパーセル	フィンランド	74億ドル
美的集団	産業用ロボット大手クーカ	ドイツ	31.5億ユーロ
北京徳利迅達科技有限公司	データセンター大手グローバルスイッチ	イギリス	28億ユーロ
北京建広資産管理有限公司	半導体大手NXPセミコンダクターズのRFパワー部門	オランダ	27.5億ドル
海航集团有限公司	米金融大手CITグループの航空機リース事業	アイルランド	23億ユーロ
攜程（シートリップ）	フライト検索会社スカイスキャナー	イギリス	17億ユーロ
海航集团有限公司	旅客機ケータリング企業ゲートグループ	スイス	14億ドル
北京控股集团有限公司	ドイツ廃棄物エネルギー最大手のEEW	ドイツ	14.4億ユーロ
山東如意集団	アパレル SMCP	フランス	13億ユーロ
渤海金控投資股分有限公司	アメリカ金融大手CITグループの航空機リース事業	アメリカ	100億ドル
海航集团有限公司	カールソン・ホスピタリティーのホテル	アメリカ	65億ドル
天津天海投資發展股分有限公司	IT機器・ソフトウエアの流通大手イングラム・マイクロ	アメリカ	60億ドル
中資財団(渤海金控投資股分有限公司ほか)	カジノホテルチェーンのシーザーズ・エンターテインメント	アメリカ	44億ドル
珠海艾派克科技股分有限公司	プリンターメーカー大手のレックスマーク	アメリカ	39億ドル
大連万達集団（ワンダ・グループ）	映画製作会社レジェンダリー・エンターテインメント	アメリカ	35億ドル
中聯重科股分有限公司	クレーンメーカーのテレックス	アメリカ	30億ドル
中国忠旺控股有限公司	アルミ圧延大手のアレリス	アメリカ	23億ドル
潍柴動力股分有限公司	物流・運搬機械大手のデマティック	アメリカ	21億ドル
中国人寿保險集団	不動産投資会社のスターウッド・キャピタル・グループのホテル	アメリカ	20億ドル

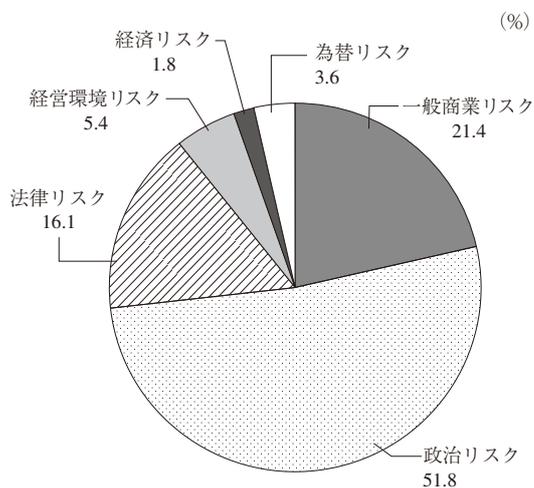
（資料）「2016中国対外直接投資逾1700億美元 預計2017海外併購或将放緩」、ChinaGoAbroad. (<http://www.chinagoabroad.com/zh/article/22555>, 2017年5月25日アクセス) より日本総合研究所作成

性に問題があるとする批判が高まり、2014年末、異例の再入札となった。また、タイでは、バンコク・東北部ナコンラチャシマ間の高速鉄道に対して中国から供与される借款の金利を巡って意見が対立し、2016年10月、タイ政府は中国の借款を受けず、技術のみの提供を受けることを決めた。さらに、アメリカでは、2016年6月、高速鉄道の受注を狙って設立した合弁事業が解消に追い込まれたほか、ハンガリー・セルビア高速鉄道では、2017年2月、欧州委員会がEU法に抵触しないかについて再調査を決定し、先行き不透明感が強まっている。

(2) 中国企業が直面するリスク

走出去が思わぬ困難に直面したことを受け、中国では失敗の原因を分析する試みがなされるようになってきている。その一つは、2000～11年に実施された金融を除く対外直接投資から失敗案件56件を取り上げ、どのようなリスクが顕在化し、失敗に追い込まれたかについて分析している（陳 [2015]）。一般商業リスクは、それ程多くない。同リスク以外で最も多いのが政治リスクで、全体の51.8%を占める（図表5）。政治リスクは、戦争・動乱と政権交代に分けられ、前者は20件、後者

図表5 中国企業が直面するリスク



(資料) 陳 [2015] より作成

は9件となる。戦争・動乱の代表的な事例としてはリビアが挙げられる。中国は、長期独裁を続けていたカダフィ政権のもとで、石油権益確保の見返りに、約50件、188億ドル相当の建設請負（注13）プロジェクトを進めていたとされるが、同政権の崩壊によって関係企業は巨額の損失を負うことになった。

政権交代の例としてはギリシャが挙げられる。ギリシャは、財政再建の一環として同国最大のピレウス港の35年間の運営権を中国海運大手の中国遠洋運輸集団に売却することを決めたものの、「反緊縮」を掲げて政権の座に就いたチプラス首相は同港の民営化計画を凍結すると発表した。結局、運営権は中国遠洋運輸集団に売却されたものの、中国は政権交代によってひどく翻弄された。政権交代を機に前政権下でなされた中国との合意や契約

を見直す動きは、ミャンマー、タイ、スリランカなどでもみられる。

政治リスクの次に挙げられるのが法律リスクである。法律リスクには、当局による審査と法律未整備の二つがあり、前者は7件、後者は2件とされている。当局による審査とは独占禁止法や安全保障上の観点から買収の是非を審査するもので、当事者間の合意が覆されることが少なくない。中国企業の鬼門となっているのがアメリカの対米外国投資委員会（Committee on Foreign Investment in the United States : CFIUS）である。CFIUSの審査対象は広く、製造業、金融業、情報産業、鉱業、建設業、公共サービス業、卸・小売業、運輸業に及び、大統領に買収の可否を勧告する。CFIUSは中国だけを対象にしているわけではないが、2012～2014年の審査件数358件のうち68件を中国が占め、イギリスの45件、カナダの40件を上回る（CFIUS [2015]）。米中経済安全保障調査委員会（USCC）は、2016年11月に発表した議会向け年次報告で、中国企業による買収を阻止するためCFIUSの権限強化を提案するなど（USCC [2016]）、中国に対する警戒感が高まる一方である。

一方、法律未整備は文字通り投資先国における法律の未整備や変更によって、プロジェクトに悪影響が及んだものを指す。具体的には、モンゴルにおける資源ナショナリズムの高まりに伴う外資規制の強化によって石炭開発プロジェクトが中止に追いこまれたケース

や（注14）メキシコにおけるショッピング・センターの建設プロジェクトに対して環境保護違反として罰金が科されたケースが挙げられている。

中国企業が直面するリスクとして3番目に多いのは経営環境リスクである。このリスクには想定外の費用の発生と地域住民の反対があり、前者は1件、後者は2件とされている。想定外の費用がかかったケースとしては国有複合企業大手の中国中信集团公司（CITIC）によるオーストラリア西部での鉄鉱石開発プロジェクトがある。同プロジェクトは鉄道や港湾の整備に当初計画を大幅に上回る100億ドルを要したうえ（注15）、資源価格の下落が重なったことにより採算が悪化し、CITICは2016年12月期決算で最大10億ドルの減損処理を行うと発表した（注16）。このプロジェクトの減損処理は累計で40億ドルに達する（注17）とみられる。

地域住民の反対に遭ったケースとしては、ミャンマーにおける銅鉱石開発プロジェクトが挙げられる。中国最大の兵器製造大手中国北方工業公司傘下の中国万宝鉱物有限公司がミャンマー軍と進めるこのプロジェクトは、民政移管前に合意された不透明な経緯や環境破壊に対する地域住民の根強い反対から、幾度も中断を余儀なくされている（注18）。規模の違いはあるものの、同様の反対運動はバングラデシュにおける発電所の建設（注19）やスリランカにおける港湾の貸与（注20）に

対しても起こっている。

(3) 失敗の原因はなにかー政府主導の強みと弱み

中国企業が直面するリスクの多くは必ずしも中国企業特有のものとはいえない。わが国でも、銅鉱山やLNG開発を進めていた商社の多くが資源価格の下落を受け、特別損失を計上した（注21）ことは記憶に新しい。また、従前にくらべ格段に少なくなったものの、環境汚染に対する懸念が広がり、プロジェクトが遅延するケースがある（注22）。それでもなお中国企業に問題があるとすれば、政府主導という中国特有の進出手法を挙げることが出来る。

政府主導の問題点として第一に挙げられるのは、政府と企業が一体化しているため、プロジェクトのリスク評価が甘くなることである。中国が仕掛ける大規模なインフラプロジェクトは政府主導で進められることが多い。わが国においても「官民連携」が掲げられ、政府は首相や大臣のトップセールス、国際協力機構（JICA）の円借款、国際協力銀行（JBIC）などの融資で企業を支援しているものの、それらは側面支援であり、プロジェクトの主体はあくまで民間企業である。中国の場合、政府と企業の関係は非常に近く、「官民連携」というより「官民一体」という方が相応しい。これによりリスクに対する許容度を大幅に引き上げることが出来るのが中国の

強みであるが、企業が政府に従属し、主体性を欠くため、リスク評価が甘くなりやすいという問題もある。

この問題は、国有企業や政府が経営を支配する国有持ち株企業の場合に表面化しやすい。政府が戦略的に重要と認める分野であれば、国家開発銀行や中国輸出入銀行からの融資を受けることが出来る。戦略的に重要でない分野でも、国有企業であれば銀行から資金を調達することは容易である。また、政府が主導するプロジェクトであれば、仮にプロジェクトが計画通りに進まなくても、経営者が見通しの甘さを責められる可能性は低い。業績不振の責任の所在が曖昧になるのは国有企業に共通する問題であり、海外進出の失敗は企業統治の問題が対外直接投資において表面化したに過ぎないとみることも出来る。

第二は、中国に対する警戒心の高まりである。バブル期のわが国企業の買収攻勢に対してアメリカで強い反発が起きたように、急速な投資拡大は必然的に相手国の警戒心を高める。アメリカでは、CFIUSが大きな壁となり、中国企業の前に立ちはだかる。2016年2月には、中国の半導体設計大手の紫光集団が仕掛けた米半導体大手マイクロン・テクノロジーの買収では、CFIUSの審査対象になる可能性が高いことから、マイクロン側が中国側の買収提案を受けなかったとされるように(USSC [2016])、交渉相手から中国企業を外す米企業が増えている。

中国と良好な関係を築いてきた欧州でも変化がみられる。欧州委員会は、2017年2月、中国企業が受注したハンガリー・セルビア高速鉄道について、入札規定やプロジェクトの財務の健全性がEU法に抵触しないかを調査することを決定した(注23)。欧州でこうした措置が採られたことに中国では驚きが広がり、一帯一路の足枷になることが懸念されている(注24)。一帯一路が具体化するのに伴い恩恵が異なるメンバー間で対中政策に温度差がでる、あるいは、EUの投資ルールが歪められるなど、中国企業の欧州進出に懐疑的な見方が出はじめたことは(注25)、中国の不安をさらに高める。

中国との関係強化を歓迎してきたアジアにおいても、過度の中国依存を是正しようとする動きがある。そのひとつがスリランカである。中国はスリランカに対する最大の援助国として台頭し、蜜月関係を築いた。しかし、多額の借款によって財政が圧迫され、2015年1月の政権交代を機に、中国との関係見直しに向けた動きが顕在化した。なかでも、中国が整備した南部のハンバントタ港は建設に10億ドルを費やしながらも、港の利用がほとんどないうえ、借款の金利が6%と非常に高いことから、政府だけでなく市民レベルでも中国に対する不信感を高める一因となっている(注26)。

中国向け債務が膨らみ、身動きが取れなくなることは「中国債務の罠」(China debt

trap) (注27) と称される。中国の借款は、世界銀行やアジア開発銀行などの国際金融機関に比べ供与条件が緩いため、受け手国政府から歓迎されることが多い。しかし、プロジェクトの採算や返済能力を考慮せずに借入れを繰り返すと、重い債務負担だけが残ることになりかねない。「中国債務の罠」に陥った国は、アジアではスリランカのほかにカンボジアがあり、その数は今後も増えると予想される。中国にとっては影響力を行使出来る国が増えるというメリットがあるものの、それらの国で中国に対する警戒心、ひいては、反中感情が高まる危険性もある。

第三は、走出去が始まって間もないこともあり、場当たりの対応が目立つことである。この問題が顕著となるのが借款の供与条件である。例えば、中国はインドネシアの高速鉄道において、沿線の不動産開発を認めさせることで、借款に対するインドネシア政府の保証を求めないという破格の条件を提示し、受注を勝ち取った。これは当該プロジェクトの受注には功を奏したものの、同様のプロジェクトを展開する際の足枷となる可能性が高い。

実際、高速鉄道の導入を計画するタイでは、中国側が提示した2.5%の借款の金利と総工費が高いことにタイ政府が反発し(注28)、交渉は難航した。タイ政府が強く出た背景には、中国がインドネシアで提示した好条件がある。タイ政府はインドネシアのように中国

に政府保証を求めないよう要求することはなかったものの、金利をインドネシアに示した水準(2.0%)まで引き下げるよう求めた。中国側は最終的にこの要求を受け入れたものの、交渉は難航し、タイ側は最終的に中国の借款を受けず、技術だけを受けるとし、両者の間には大きなしこりが残った。

中国の借款は、わが国や国際開発金融機関と異なり、支援国の所得水準や対象分野によって金利が決まっているわけではないため、交渉によって金利を引き下げることが出来る。これは一見すると中国の強みであるように見えるが、プロジェクトの規模が大きくなるとメディアの注目が高まり、提示した条件は漏れてしまうので、中国は常に最良の条件を提示しないと相手国の合意を取り付けにくいという弱みにもなる。高速鉄道の場合は、キロメートル当たりの建設コストなどの比較も可能となることから、中国は競争相手だけでなく、過去の受注実績を意識した提案をする必要があり、プロジェクトの収益率が上がらないという問題に直面する。

(注8) 「報告指中国企業対外投資進入“黄金期”」2016年11月23日 中国新聞網 (<http://www.chinaneews.com/cj/2016/11-23/8072671.shtml>)

(注9) 「“十一五”期間中国企業海外礦業收購失敗率超95%」2014年6月3日 央広網財經 (http://finance.cnr.cn/txcj/201406/t20140603_515611591.shtml)

(注10) 「海外併購失敗率90%、如何成為僅存的10%?」2017年5月5日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/138293062_370822)

(注11) 「M&A経験企業にみるM&A実態調査(2013年)」デロイト トーマツ コンサルティング (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20131008-2.pdf>)

- (注12) 例えば、「中国のスイス企業買収、『スイス製』と『中国製』を合併する難しさ」2016年3月21日swissinfo.ch (<https://www.swissinfo.ch/jpn/business/42032366>)
- (注13) 建設請負とは道路などのインフラの建設を中国企業が請負うものである。低所得国における建設請負は経済協力として実施されることがあるが、資源の権益確保に対する見返り、あるいは、資源の対中輸出により費用を相殺するかたちで実施されているものが多い。
- (注14) 「美媒:蒙古礦業拒絶中国投資是戰略錯誤」2012年9月10日 人民網 (<http://finance.people.com.cn/n/2012/0910/c70846-18965958.html>)
- (注15) “Sino Iron Pilbara project will deliver, Citic Pacific boss says”. 13 Jun 2016, *ABC* (<http://www.abc.net.au/news/2016-06-13/citic-boss-defends-white-elephant-project-claims/7506784>)
- (注16) “Citic to take writedown of up to \$1bn on Australian mine”, 16 Feb 2017, *Financial Times* (<https://www.ft.com/content/6373fc76-f389-11e6-95ee-f14e55513608>)
- (注17) “China’s Citic plans \$1bn write-down on Aussie mine”, 16 Feb 2017, *NIKKEI AISAN Review* (<http://asia.nikkei.com/Business/AC/China-s-Citic-plans-1bn-write-down-on-Aussie-mine>)
- (注18) 「中国礦業在緬甸」2014年12月23日 鳳凰網 (http://news.ifeng.com/a/20141223/42779789_0.shtml)
- (注19) 「中国出資の発電所計画で暴動、警察発砲で4人死亡 バングラデシュ」2016年4月5日 *AFP* (<http://www.afpbb.com/articles/-/3082961>)
- (注20) “Sri Lankans protest against Chinese investment”, 12 Jan 2017, *Economist* (<http://www.economist.com/news/asia/21714374-its-one-way-pay-debts-china-sri-lankans-protest-against-chinese-investment>)
- (注21) 「総合商社、『資源頼み』曲がり角 5社減損1兆円」2016年3月25日 日本経済新聞 (http://www.nikkei.com/article/DGXLASGD24H58_U6A320C1EA2000/)
- (注22) 「ベトナムの高炉操業 JFE参画、廃液問題で遅れ」2017年5月30日 日本経済新聞 (<http://www.nikkei.com/article/DGXLZO17097990Q7A530C1FFFE000/>)
- (注23) “EU sets collision course with China over ‘Silk Road’ rail project”, 19 Feb 2017, *Financial Times* (<https://www.ft.com/content/003bad14-f52f-11e6-95ee-f14e55513608>)
- (注24) 「一帯一路 共襄盛挙之欧盟調查匈塞鉄路の啓示」2017年5月2日 経済網 (<http://www.jingji.com.cn/ebook/paper.asp?Aid=69018&Fid=348>)
- (注25) “Understanding Europe’s Interest in China’s Belt and Road Initiative”, 10 May 2017, *Carnegie Endowment for International Peace* (<http://carnegieendowment.org/2017/05/10/understanding-europe-s-interest-in-china-s-belt-and-road-initiative-pub-69920>)
- (注26) “Sri Lanka: A country trapped in debt”, 26 May 2017, *BBC* (<http://www.bbc.com/news/business-40044113>)
- (注27) “Cambodia, Sri Lanka and the China debt trap”, 18 Mar 2017, *East Asia Forum* (<http://www.eastasiaforum.org/2017/03/18/cambodia-sri-lanka-and-the-china-debt-trap/>)

- (注28) “Thai-China rail project ‘will continue’”, 6 Apr 2016, *The Strait Times* (<http://www.straitstimes.com/asia/se-asia/thai-china-rail-project-will-continue>), “Thai railway project offers cautionary tale”, 5 Apr 2016, *China Daily* (http://europe.chinadaily.com.cn/opinion/2016-04/05/content_24276910.htm)

3. 企業からみた走出去

走出去は企業のグローバル化を促し、中国の経済成長にも寄与すると考えられている。しかし、今のところそうした好循環はほとんどみられない。海外に積極的に進出している企業は売上を生まない資産の割合が高く、企業のグローバル化は対外直接投資が増えたほどには進んでいない。また、企業を取り巻く環境が変化し、走出去を見直さざるを得ない状況にある。

(1) 海外資産は売上増加に貢献しない

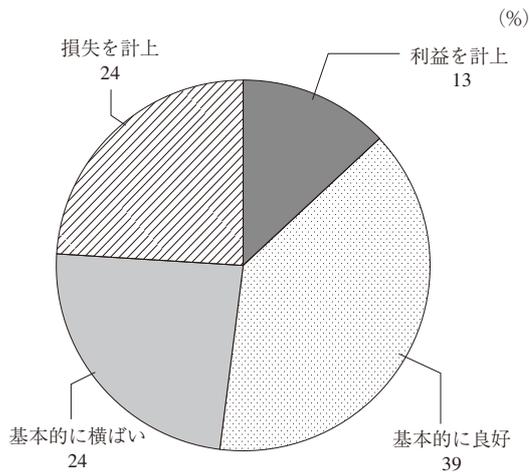
走出去は企業にプラスの影響を与えているのであろうか。国際収支統計では、投資収益は①直接投資、②証券投資、③その他投資に、対外資産は①直接投資、②証券投資、③金融派生商品、④その他投資、⑤外貨準備に分解出来るが、中国は前者の内訳を公表していないため、対外直接投資の収益率が分からない。国務院や商務部が中心となって作成した『2015中国企業海外可持続発展報告』では、海外進出企業の業績は良好で、損失を計上しているのは24%しかないとされる(図表6)。

ただし、海外進出企業2万社の9割以上が損失を計上しているという報道(注29)もあり、本当のところはよくわからないというのが実情である。

中国では、以前は中国アルミ業股分有限公司がオーストラリアにおけるボーキサイト鉱山開発で3.4億元(2011年7月)、中国鉄建股分有限公司がサウジアラビアにおける地下鉄建設で41.5億元(2011年6月)、中国中鉄股分有限公司がポーランドにおける高速道路建設で4.5億ドル(2009年9月)など、プロジェクト毎にどの程度の損失を計上したかが報道されていたが、最近はこうした巨額の損失が汚職問題に発展するケースがあることから(注30)、情報が極端に少なくなっている。

この問題を明らかにするため、以下では国

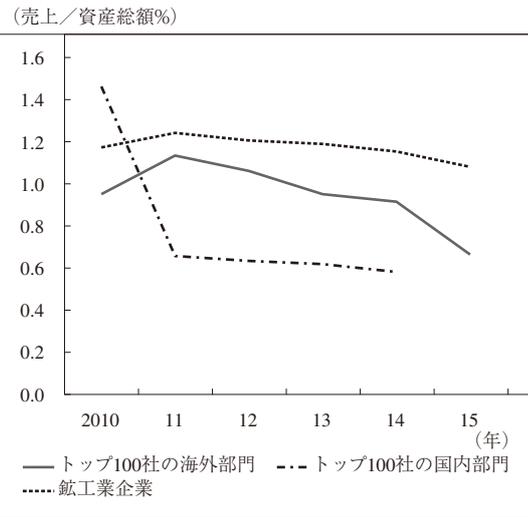
図表6 海外進出企業の経営状態



(資料) 国務院国有資産監督管理委員会研究中・商務部国際貿易経済合作研究院・聯合國開發計劃署駐華代表処 [2016] より日本総合研究所作成

内と海外の資産当たりの売上を比較することで、海外進出が企業にどのような影響を与えているかを考えてみたい。中国企業連合会と中国企業家協会は、国連貿易開発会議(UNCTAD)に倣い、2011年から「中国トランスナショナル(越境)企業100社」というレポートを公表し、海外資産の多い企業100社(金融を除く)の海外営業収入や海外従業員数を明かにしている。海外営業収入を海外資産で除した資産売上比率をみると、2002年から断続的に低下していることがわかる(図表7)。また、その水準は鉱工業全体の資産売上比率を下回ることから、企業は海外進出に伴い売上増加にあまり貢献しない不良資産を増やしてきたといえる。それでも彼らが

図表7 トランスナショナル企業の海外・国内部門の売上/資産総額比率



(注) トップ100社の国内部門の2015年はN.A。
(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

海外に向かうのは、国内部門の資産売上比率が極端に低いためと思われる。

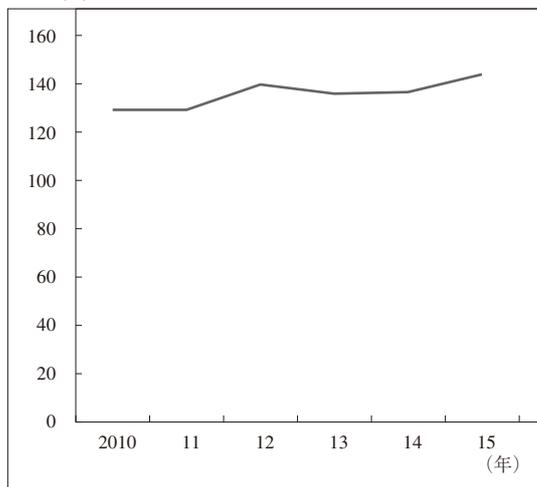
(2) グローバル化は依然として「初期段階」

中国企業のグローバル化は対外直接投資が伸びたほどには進んでいない。「中国トランスナショナル（越境）企業100社」では、全ての資産、営業収入、従業員数に占める海外部門の割合からトランスナショナルティー指数（Trans Nationality Index: TNI）を算出している。同指数はそれぞれに占める海外部門の割合が高くなるほど上昇することから、グローバル化に対する取り組みの度合いを表すものといえる。同指数は2015年でも14.4%と

2011年の12.9%から目立った上昇がみられず、低い水準で推移している（図表8）。

「中国トランスナショナル（越境）企業100社」では、調査が始まった2010年をグローバル化の「初期段階」と位置付けた。しかし、TNIはその後目立った上昇がみられないことから、中国のグローバル化は依然として「初期段階」ととどまっているといえる。実際、中国企業のTNIは、世界（61.0%）はもちろん、開発途上国（36.2%）をも下回る水準にある（図表9）。中国は世界第2位の対外投資大国になったものの、そのことは必ずしも中国企業のグローバル化が進んだことを意味しない。

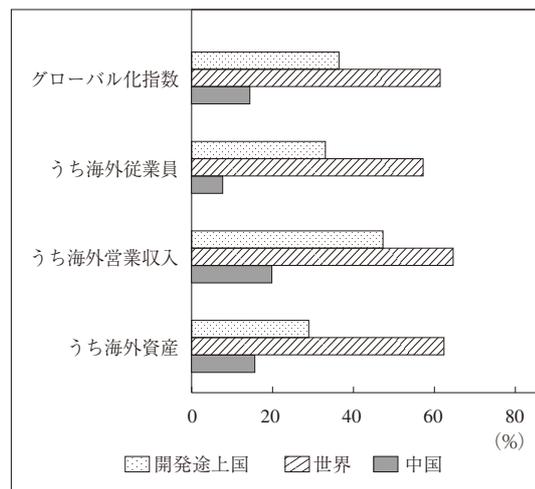
図表8 トランスナショナル指数（TNI）
（%）



(注) トランスナショナル指数=海外営業収入÷営業収入総額+海外資産÷資産総額+海外従業員÷従業員総計)÷3×100

(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

図表9 トランスナショナル指数（TNI）比較
（2015年）



(注) 開発途上国には中国企業が含まれる。

(資料) 「中国経済週刊」2017年第19期(http://paper.people.com.cn/zgjjzk/html/2017-05/15/content_1775352.htm)、UNCTAD [2016] より日本総合研究所作成

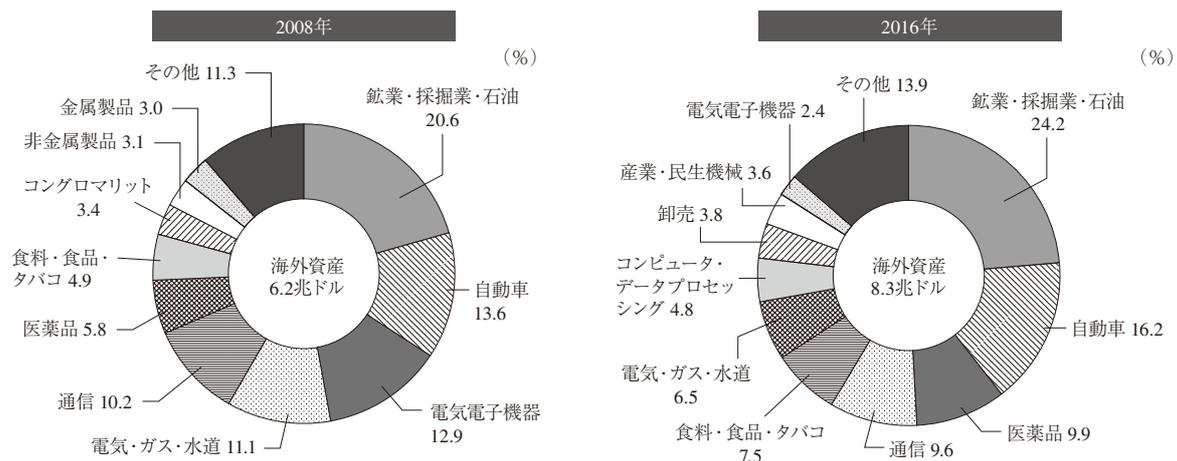
この背景には、減速したとはいえ中国が依然として6%台の成長率を維持する世界第2位の経済大国であることから、企業の主戦場は国内市場であり、TNIが上昇しにくいことがある。また、海外進出を始めて間もないこともあり、中国だけで海外資産の多い上位100社をリストアップしてTNIを算出すると、下位グループの影響を受け、TNIが低下するという集計上の問題もある(注31)。2016年の海外資産が多い上位10社の指数は平均で28.3%であるが、下位10社は同16.0%である。

しかし、中国企業の海外進出の特徴、つまり、対外直接投資が資源開発に偏っており、投資目的がグローバル市場の開拓でなく、国内市場への安定供給に特化していることにより、TNIが上昇しにくい側面があることも確

かである。海外資産の多い上位3社は「中国3大石油メジャー」と呼ばれる中国石油天然気集団公司(CNPC)、中国石油化工集団公司(Sinopec)、中国海洋石油総公司(CNOOC)の定位置となっており、これら3社を含む資源開発企業(注32)は2015年の100社全体の海外資産の47.2%、海外営業収入の47.7%、海外従業員の30.8%を占める。2010年の62.0%、59.4%、47.5%から低下したとはいえ、中国のグローバル化は依然として資源を中心とする大規模国有企業がけん引しており、産業の広がりに欠ける。

世界でも海外資産に占める資源関連企業の割合が上昇しているものの、その割合は2016年でも24.2%と中国の約半分である(図表10)。世界では、自動車は鉱業・採掘業・

図表10 海外資産が多いグローバル100社の海外資産の産業別内訳



(注) 上位10産業を凡例として示し、残りは「その他」にまとめた。
(資料) UNCTAD [2009, 2017] より日本総合研究所作成

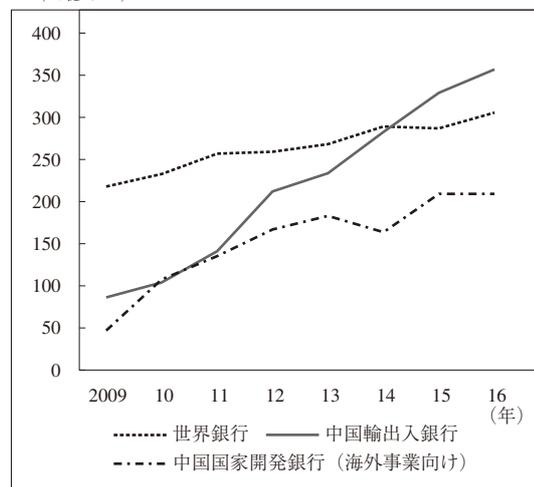
石油に次ぐ位置にあり、グローバル化をけん引する産業のすそ野が広い。また、マイクロソフトなどのコンピュータ・データプロセッシングや電気・ガス・水道などが台頭し、産業の新陳代謝も進んでいる。中国はこうした変化が乏しく、TNIが50%を超えるのは、自動車のボルボを傘下にもつ浙江吉利控股集团有限公司（65.4%）やパソコンのレノボを傘下にもつ聯想控股股分有限公司（57.2%）など数えるほどしかない。世界に売り込めるブランド力を有するメーカーが増える、あるいは、国内で力をつけたIT企業が新興国に市場を広げるなどして、資源以外の企業が上位10位以内に食い込むようにならないと、TNIは上昇しないであろう。

(3) 強まる制約要因

強気一辺倒で進められてきた走出去は、次に述べる企業をとりまく環境の変化を受け、見直しに向かうと見込まれる。その一つは政策金融機関の貸付残高の急速な増加である。中国企業、なかでも国有企業が海外で手掛ける大規模プロジェクトには国家開発銀行と中国輸出入銀行から融資がなされることが多い。対外直接投資や建設請負の増加に伴い両行の融資残高は急速に拡大し、2011年には2,776億ドルと世界銀行の貸付残高（2,577億ドル）を上回る水準に達した（図表11）。

両行の不良債権比率はどの程度か。国家開発銀行は2015年末時点で0.81%（注33）（国

図表11 輸出入銀行と開発銀行の貸付残高
(10億ドル)



(注) 国家開発銀行の2016年は6月末値。
(資料) 各行の年報ほかより日本総合研究所作成

内貸付を含む全体)と低いものの、2011年の0.4%から倍増した。一方、中国輸出入銀行は2008年6月末時点で1.8%（注34）とやや高めである。しかも、同行は2009年から不良債権比率を公表しなくなっており、その上昇が懸念される。中国の不良債権比率については常に信憑性に疑問が投げかけられている（三浦 [2017]）。政策金融機関もその例外ではなく、むしろ政府介入の程度が高く、商業銀行よりリスクの高い債権を抱えやすいことを勘案すれば、対外直接投資の拡大に伴い不良債権比率は上昇したと考えるのが自然である。

例えば、中国は原油確保を目的に国家開発銀行が中心となりベネズエラに600億ドルを融資してきたが（注35）、同国は原油価格の

下落に伴い成長率が断続的に低下し、2015年には▲5.7%まで落ち込むなど（注36）、危機的な状況に陥った。中国は同国が債務不履行に陥らないよう2015年に50億ドルの追加融資を決定した（注37）ものの、2016年は成長率が▲12.6%（注38）、消費者物価上昇率が800%（注39）となるなど、同国経済はさらに混乱を深めた。ベネズエラは、2015年から債務不履行に陥る危険性が指摘されており、中国のベネズエラ向け債権は不良債権化する可能性が高いといえる。

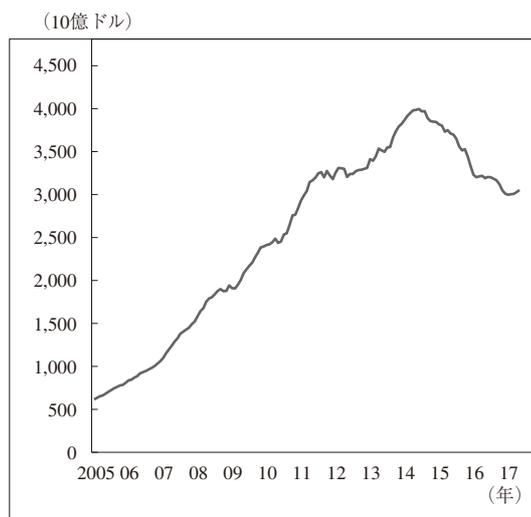
こうしたことから、銀行を監督する中国銀行監督管理委員会（銀监会）は、2017年1月、政策金融機関を含む銀行に対し、海外進出に対する融資業務のリスク管理を強化することを求めた（注40）。これを受け、国家開発銀行と中国輸出入銀行は国別に信用限度額を設け、融資の集中を回避する方針を示した（注41）。中国人民銀行の周総裁は、2017年5月、政府主導で進められる海外の開発プロジェクトに対する融資は、金利が低いと同時にアクセスも容易であるため、モラルハザードを招きやすいという政策金融の問題点を指摘した（注42）。一帯一路を口実にした安易な融資が増えないようくぎを刺す狙いがあったと思われる。

環境変化を象徴するもう一つの問題が、外貨準備高の減少である。順調に積みあがっていた中国の外貨準備高は、為替介入や資産の評価損を背景に、2014年夏から減少に転じ、

2017年1月には3兆ドルを割り込んだ（図表12）。資本流出規制の強化や対ドル取引の目安となる人民元の基準値の決定方法の変更により、2月以降は小康状態が続いているものの、外貨準備残高の減少は企業の対外直接投資に少なからぬ影響を与えていると思われる。

例えば、中央銀行は製造業の高度化など産業政策と関係のない対外直接投資の必要性について疑問を呈している。中国は2016年だけで八つの欧米のサッカークラブを買収したとされるが、国家外為管理局の藩局長は、多額の債務を抱えているにもかかわらず、買収のためにさらに債務を拡大しているとして、こうした買収に強い不快感を示した（注43）。同局は「一帯一路」を積極的に支援するとし

図表12 外貨準備高



(資料) CEICより日本総合研究所作成

ながらも、海外M&Aは1 + 1が2以上となるようなものでなければならぬとしており(注44)、サッカークラブはもちろん、不動産やホテルの買収など、産業政策に合致しないM&Aは当面見送られることになろう。

- (注29) 「中国有2万多家企業在海外投資 90%以上虧損」 2015年2月9日 新華網 (http://news.xinhuanet.com/finance/2015-02/09/c_127473411.htm)
- (注30) 「中石化 | 海外項目巨虧25億, 多名高管被查!」 2016年9月15日 國際石油網 (<http://oil.in-en.com/html/oil-2544806.shtml>)
- (注31) 同様のことはわが国にもあてはまる。例えば、経済産業省の「第46回 海外事業活動基本調査概要」によれば、海外に現地法人を有するわが国企業の営業収入全体に占める海外部門の割合は、2015年度で25.3%とそれほど高いとはいえない。これは、同調査が7,171社の企業(金融業、保険業及び不動産業を除く)を対象にした調査であるためである。
- (注32) 資源開発企業は主要業務に鉱業・採掘業が含まれる企業とした。2010年は、①中国石油化工集团公司、②中国石油天然気集团公司、③中国中信集团公司、④中国海洋石油总公司、⑤中国中化集团公司、⑥中国アルミ業公司、⑦中国五礦集团公司、⑧中国冶金科工集团有限公司、⑨兗礦集团有限公司、⑩中国有色礦業集团有限公司、⑪中国黄金集团公司、⑫紫金礦業集团股份有限公司、⑬陝西有色金属控股集团有限責任公司、⑭冀中能源集团有限責任公司的合計、2015年は、2010年の①~⑫に、⑬金川集团股份有限公司、⑭広東省広晟資産経営有限公司、⑮銅陵有色金属集团控股有限公司、⑯白銀有色集团股份有限公司、⑰陝西煤業化工集团有限責任公司、⑱深圳市中金嶺南有色金属集团股份有限公司を加えた合計。
- (注33) 「国家開發銀行2015年度報告」 国家開發銀行 (http://www.cdb.com.cn/gykh/ndbg_jx/2015/)
- (注34) 「進出口銀行不良貸率降至1.8%」 2008年8月4日 新華網 (http://news.xinhuanet.com/fortune/2008-08/04/content_8945116.htm)
- (注35) “China is cutting off cash to Venezuela”, 30 Sep 2016, CNN. (<http://money.cnn.com/2016/09/30/news/economy/china-venezuela-finance/index.html>)
- (注36) World Bank, *Global Economic Prospects* (<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects#data>). 2017年6月13日アクセス
- (注37) “China strengthens ties to cash-strapped Venezuela with \$5 billion loan”, 3 Sep 2015, *Washington Post* ([https://www.washingtonpost.com/news/worldviews/wp/2015/09/03/china-strengthens-ties-to-cash-](https://www.washingtonpost.com/news/worldviews/wp/2015/09/03/china-strengthens-ties-to-cash-strapped-venezuela-with-5-billion-loan/?utm_term=.b2ae1472703b)

[strapped-venezuela-with-5-billion-loan/?utm_term=.b2ae1472703b](http://www.washingtonpost.com/news/worldviews/wp/2015/09/03/china-strengthens-ties-to-cash-strapped-venezuela-with-5-billion-loan/?utm_term=.b2ae1472703b))

- (注38) World Bank, *Global Economic Prospects* (<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects#data>). 2017年6月13日アクセス
- (注39) “Venezuela 2016 inflation hits 800 percent, GDP shrinks 19 percent: document”, 20 Jan 2017, *Reuter* (<http://www.reuters.com/article/us-venezuela-economy-idUSKBN154244>).
- (注40) 「中国銀監会關於規範銀行業服務企業走出去加強風險防控的指導意見」 銀監發〔2017〕1号 2017年1月25日 銀監會 (http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/E2D221D7C7BB463A85D8D3F8059947AE.html)
- (注41) “Behind China's Silk Road vision: cheap funds, heavy debt, growing risk”, 15 May 2017 *Reuter* (<http://www.reuters.com/article/us-china-silkroad-finance-idUSKCN18B0YS>)
- (注42) 「解決一帯一路錢的問題 周小川提出八方面內容提供支持」 2017年5月10日 東方財富網 (<http://finance.eastmoney.com/news/1344,20170510736800421.html>)
- (注43) 「中企海外併購為何熱衷足球俱樂部」 2017年3月24日 東方財富網 (<http://finance.eastmoney.com/news/1355,20170324723403735.html>)
- (注44) 「外匯局支持“一帯一路”服務政策:引導外儲股權投資機構市場化服(2)」 2017年5月13日 南方財富網 (http://www.southmoney.com/touzilicai/waihui/201705/1289292_2.html)

4. 走出去の行方—リスクと警戒感を意識

2017年1～5月の対外直接投資(金融除く)は、大型のM&Aが続いた前年の反動もあり、前年同期比▲53%の346億ドルにとどまった。対外直接投資の見直し機運の高まりや外貨準備高の減少といった環境変化により、2017年通年の対外直接投資は前年を下回ると見込まれる。この傾向は今後も続くのか。これまでの分析を踏まえ、中国の走出去がどのような方向に向かうのかについて展望する。

今後の方向性として第一に指摘出来るのはアメリカ向け対外直接投資の減少である。習近平国家主席の訪米後、米中両国は中国の対米貿易黒字の削減に向けた協議を始め、2017年5月に公表した「100日計画」では中国がアメリカ産牛肉の輸入再開や金融分野における規制緩和を進めるとされた(注45)。中国商務部は、同月、大豆、綿花、航空機、集積回路の輸入も増やす方針を示すなど(商務部[2017])、アメリカに一定の譲歩をすることで、米中通商交渉は当初懸念されていたより穏やかに進んでいる。しかし、中国が牛肉や航空機の輸入を増やしたからといって対米貿易黒字が大幅に減ることはない。また、アメリカ産業界は過剰生産や知的財産権保護に対する中国政府の対応に強い不満を抱えており、摩擦の火種はなかなか消えないとみる必要がある。

こうしたなかで、アメリカ企業の買収を加速すれば中国に対する反発を高めかねないことから、対米直接投資は抑制されると思われる。前述したように、アメリカでは中国の対米投資に対する警戒感が高まっており、CFIUSの権限強化を求める動きがある。これはアメリカにおける中国企業の活動に影響を及ぼす可能性がある。2016年6月、ロサンゼルス・ラスベガス間の高速鉄道の受注を目指して設立された合弁企業が解散したのに続き(注46)、2017年2月には、USCCが中国の高速鉄道について「安全性と品質は海外で十分

にテストされたものではなく、国内における経験も疑問」(Michelle [2017])とするなど、アメリカにおける「高鉄外交」は後退を余儀なくされた。アメリカの警戒心をこれ以上刺激するのは得策ではない。

この帰結として表面化しつつあるのがドイツへの接近である。2017年6月の李克強首相のドイツ訪問では、ドイツの自動車部品メーカー・ボッシュと検索大手・百度が自動運転で協力するなど、両国を代表するいくつかの企業が提携関係を強化することが発表された。産業競争力の強化に向けてドイツ企業の手を借りたい中国企業と、アメリカとの通商摩擦を背景に中国市場への一層の食い込みを図りたいドイツ企業の思惑が一致した結果といえる。中国としては、ドイツとの関係を緊密にすることで、欧州における中国に対する警戒感を抑え込みたいという思惑もあろう。両国間には日中や米中間のように出口のみえない懸案がなく、お互いを引き付けあう強い磁力が働く。

第二はリスク回避傾向が強まることである。ここでいうリスクとは政治リスクと資源開発リスクである。このふたつのリスクが表面化し、中国にリスクに対する意識を高めさせる契機となったのが前述したベネズエラである。原油価格の下落に伴い混乱が経済から政治へと広がるベネズエラは政府主導の海外進出の問題点を浮き彫りにした。中国はチャベス前政権の親中政策を引き継いだマドゥー

口政権を支えるため、追加融資を決めたものの、ベネズエラ経済は安定に向かうどころか、ますます混迷の度を深め、債務不履行のリスク、さらには、政権交代により親中政策が見直される可能性が高まっている。中国の対ベネズエラ政策は深入りも退出も出来ない状態に追い込まれている。

中国からの過剰な借入により身動きがとれなくなることは「中国債務の罨」と称されることを紹介したが、ベネズエラの事例は融資する中国側も同様に身動きの取れない状態に陥る危険性があることを示す。こうしたことから中国ではカントリーリスクを冷静に評価しようという動きが広がっている。政府のシンクタンクである社会科学院は、「中国対外投資カントリーリスク・レーティング」を公表し、①経済の基礎的条件、②債務償還能力、③社会の安定性、④政治の安定性、⑤対中経済関係の五つから、主要国のリスクを評価している（図表13）。政府が失敗の経験を生かそうとすれば、「高リスク」とされるBB以下の国に対する直接投資や建設請負は減少するであろう。

中国におけるカントリーリスクにかかわる議論は今後も勢いを増す可能性が高い。社会科学院が「中リスク」と位置付ける国には、中国以外では「高リスク」と位置付けられる国が多く含まれる。図表13には、欧州の輸出保険大手ユーラーヘルメス社のカントリーリスクも併せて記載した。中国でBBBと「中リ

スク」とされているものの、ユーラーヘルメス社ではCないしDと「高リスク」と評価されている国が多い。パキスタン、ラオス、カンボジアがタイより順位が高いなど、中国の評価は中国との経済関係という独特の項目が加えられているため、親中政策を採る国に対する評価が甘い。これらの国が「第二のベネズエラ」にならないという保証はない。

第三はカントリーリスクが意識されるようになることによって、習近平政権が掲げる一帯一路が期待されるほどには進まないことである。2017年5月の一帯一路サミットでは、中央政府の各部署はもちろん、政策金融機関や地方政府も一帯一路を積極的に進め、著しい成果が上がっているとアピールした。しかし、一帯一路沿線諸国への直接投資が中国の走出去をけん引しているという事実はない。商務部の対外直接投資統計から一帯一路沿線諸国が全体に占める割合をみると、2015年で10.4%を占めるに過ぎず、2012年（10.5%）からほとんど変化していない。一帯一路は中国が新たな世界秩序を構築するための手段とみなされているが、企業は必ずしも習近平政権の野心の実現に向けて動いているわけではない。

一帯一路沿線諸国は中央アジアを中心に総じてカントリーリスクが高い。図表13には多くの一帯一路沿線諸国が含まれるが、ユーラーヘルメスがC以上の評価を与えている国は35カ国中19カ国に過ぎない。つまり、16カ

図表13 カントリーリスク (*は一带一路の沿線国)

順位	国名	社会科学院	ユーラーヘルメス (2016年)		順位	国名	社会科学院	ユーラーヘルメス (2016年)	
		2016年	中期	短期			2016年	中期	短期
1	ドイツ	AAA	AA	1	30	トルコ*	BBB	C	3
2	ニュージーランド	AA	AA	1	31	南アフリカ	BBB	B	2
3	オーストラリア	AA	AA	1	32	トルクメニスタン*	BBB	D	4
4	アメリカ	AA	AA	1	33	パキスタン*	BBB	D	4
5	シンガポール*	AA	AA	2	34	インド*	BBB	B	1
6	カナダ	AA	AA	1	35	イラン*	BBB	D	4
7	韓国	AA	BB	1	36	モンゴル*	BBB	D	4
8	イギリス	AA	AA	1	37	ケニア	BBB	C	2
9	オランダ	AA	AA	1	38	タイ*	BBB	B	2
10	フランス	A	AA	1	39	スリランカ*	BBB	C	3
11	日本	A	A	1	40	ベトナム*	BBB	C	3
12	アラブ首長国連邦*	A	BB	1	41	ミャンマー*	BBB	D	4
13	イスラエル*	A	BB	1	42	ザンビア	BBB	C	3
14	ハンガリー*	A	B	2	43	エチオピア	BBB	D	3
15	イタリア	A	A	2	44	タジキスタン*	BB	D	4
16	チェコ*	A	BB	1	45	ウズベキスタン*	BB	D	4
17	ルーマニア*	A	B	1	46	ナイジェリア	BB	D	3
18	ポーランド*	A	BB	1	47	バングラデシュ*	BB	D	3
19	マレーシア*	A	BB	2	48	ブラジル	BB	C	3
20	サウジアラビア*	BBB	BB	1	49	アルゼンチン	BB	C	4
21	カザフスタン*	BBB	D	4	50	ベラルーシ*	BB	D	4
22	ロシア*	BBB	C	4	51	キルギスタン*	BB	D	4
23	カンボジア*	BBB	D	3	52	エジプト*	BB	D	4
24	インドネシア*	BBB	B	2	53	南スーダン	BB	D	4
25	ブルガリア*	BBB	B	2	54	アンゴラ	BB	D	3
26	ラオス*	BBB	D	4	55	ウクライナ*	B	D	4
27	フィリピン*	BBB	B	2	56	イラク*	B	D	4
28	メキシコ	BBB	BB	2	57	ベネズエラ	B	D	4
29	ギリシャ*	BBB	C	3					

(注) 社会科学院の評価は高い順にAAA、AA、A、BBB、BB、Bで、AAAとAAが低リスク、AとBBBが中リスク、BBとBが高リスクとされる。ユーラーヘルメスは、AA、A、BB、B、C、Dの6段階で、それぞれについて短期リスクが1～4で評価され、AA 1が最高、D 4が最低となる。

(資料) 中国社会科学院世界経済与政治研究所国際投資室 [2017]、Euler Helmes Country Risk Rating, December 2016より日本総合研究所作成

国が最低のDに分類されるリスクの高い国である。習近平政権がいくら一带一路の重要性を説いても、政府のバックアップがない限り、企業は簡単には動けない。こうした理想と現実のギャップは、アジアインフラ投資銀行

(AIIB) の融資実績が少なく、世界銀行やアジア開発銀行との協調融資が多いことにもあらわれている。政策金融機関のバランスシートを無視して一带一路を進めるか、あるいは、将来の財政負担を回避するため安全運転に切

り替えるか、習近平政権の走出去は難しい局面を迎えている。

(注45) "JOINT RELEASE: Initial Results of the 100-Day Action Plan of the U.S. - China Comprehensive Economic Dialogue", 11 May 2017, Ministry of Commerce (<https://www.commerce.gov/news/press-releases/2017/05/joint-release-initial-results-100-day-action-plan-us-china-comprehensive>)

(注46) "China will not build L.A.-to-Vegas rail line — U.S. company calls the deal off", 8 June 2016, *Los Angeles Times* (<http://www.latimes.com/world/asia/la-fg-xpresswest-rail-line-20160608 -snap-story.html>)

おわりに— わが国へのインプリケーション

最後に、中国の走出去が新たな局面を迎えたことがわが国のインフラ輸出や対中政策にどのような意味を持つかについて考えてみたい。

一つはインフラ輸出においては長期戦を前提に着実に実績を積み上げていくことがわが国の競争力の源泉になるということである。わが国にはインフラ輸出で台頭する中国の後塵を拝することに強い危機感がある。わが国は中国がインドネシアの高速鉄道で示した債務に対する政府保証を求めないという条件は到底提示出来ない。政府保証を求めないということは中国側が資金に全責任を負うことを意味し、わが国が経済協力開発機構（OECD）や世界銀行などの国際開発金融機関と共有する開発協力の基本理念—オーナーシップやパートナーシップの重視—を逸脱しているからである。

柔軟な条件を提示出来る中国に勝てる可能性は低いように見える。しかし、インフラプロジェクトは完成までに長い時間を要することから、受注＝実績とはならない。インドネシアの高速鉄道は、着工が起工式から1年以上も遅れる（注47）など、遅延が問題視されている。また、インドネシアのメディアでは、中国側が改めて政府保証を求めている（注48）、中国国家開発銀行が建設用地の立ち退き問題が解決するまで融資実行を保留する（注49）、中国企業に耐震工事の経験がないため費用の再計算が必要になる（注50）、といったことが相次いで報じられており、中国に対する風当たりは強い。総延長が短いにもかかわらず、中国がイランで手掛けようとしている高速鉄道の2倍のコストがかかるのはおかしいとして（注51）、受注額の妥当性を疑う声もある。

巨額なインフラプロジェクトは政府の介入度合が高く、わが国が受注したからといって順調に進むとは限らない。しかし、中国に対する不信感の高まりは、インドネシア政府に提出した書類が中国語であるため審査が遅れる（注52）など、受注を最優先する中国自身が招いた側面があることも否定出来ない。わが国は、まずは、先行するプロジェクトを事故なく、約束した期間内に完了し、安全に運営されているという実績作りに注力すべきであろう。インフラ需要は鉄道に限らず、電力、水道、通信など広い範囲に及び、当面尽きる

ことがない。目先の受注競争に一喜一憂することなく、地に足のついた活動を続けることが長期戦を制する鍵となる。

二つ目は一帯一路やAIIBにかかわる余地が生まれてきたことである。わが国は、オバマ前大統領のアジア重視を意味するリバランス政策の対抗策として打ち出された一帯一路に消極的であった。また、一帯一路を具体化するために設立されたAIIBについては、公正なガバナンスが確保出来るか否かが不透明として、アメリカとともに参加を見送った。ところが、一帯一路は上述したように様々な困難に直面しており、沿線諸国と共存共栄を図るという理想の実現が容易でないことが明らかになりつつある。

中国においてカントリーリスクを重視したり、国別に融資の上限を設定したりする動きが広がっているのは、一帯一路沿線諸国を力任せに開発することに中国自身が限界を感じ始めたことを暗示している。AIIBが世界銀行やADBとの協調融資をためらわないのは、AIIBに対する警戒感を和らげるだけでなく、

融資の審査などにおいて国際的な基準を取り入れなければAIIBを円滑かつ安定的に運営することが難しいという切実な事情がある。一帯一路やAIIBが既存の秩序に挑戦するものではなく、回帰することが運命づけられているという前提に立てば、積極的な関与を通じて、それらを関係国の共通利益に資するものに変えていくことも有力な選択肢の一つといえる。

(注47) "Indonesian rail project kicks off", 6 Apr 2017, *China Daily*. (http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-04/06/content_28810172.htm)

(注48) "Minister Rini upbeat over high-speed rail project", 1 Feb 2016, *The Jakarta Post* (<http://www.thejakartapost.com/news/2016/02/01/minister-rini-upbeat-over-high-speed-rail-project.html>)

(注49) "Not yet funds for high speed train project: Minister", 30 May 2017, *The Jakarta Post* (<http://www.thejakartapost.com/news/2017/05/30/not-yet-funds-for-high-speed-train-project-minister.html>)

(注50) "Indonesia to recalculate high-speed railway investment", 22 Jun 2017, *The Jakarta Post* (<http://www.thejakartapost.com/news/2017/04/12/indonesia-to-recalculate-high-speed-railway-investment.html>)

(注51) "Chinese Fast Train Project in Limbo as Indonesia Insists: No Guarantee", 30 Jan 2016, *Jakarta Globe* (<http://jakartaglobe.id/business/chinese-fast-train-project-limbo-indonesia-insists-no-guarantee/>)

(注52) 「中国製高速鉄道、暗雲 インドネシアに建設、用地買収停滞・資金難」2016年9月26日 毎日新聞 (<https://mainichi.jp/articles/20160926/ddm/003/030/070000c>)

巻末資料 世界展開を進める中国の鉄道建設

No.1	プロジェクト (区間)	国名	距離 (km)	時期	ステータス	参加中国企業	総額 (億ドル)	中国融資	現状 (2017年4月時点)
1	バドマ大橋鉄 道接続線	バングラデシュ	215	2016年 5月	契約 (入札なし)	中国中鉄股 分有限公司 (China Railway Group Limited; :CREC)	44.7	31億ドル	N.A.
2	ブレアピビア・ ココン鉄道	カンボジア	400	2012年 12月	覚書調印	中国中鉄股 分有限公司 (CREC)	96	N.A.	資金不足で着工 に向けた具体的 な動きなし
3	ハンガリー・ セルビア高速 鉄道	ハンガリー	350	2013年 11月	覚書調印、契 約調印(2015 年11月)	中国・ハンガリー共同事業 体[中国鉄路総公司(China Railway Group (CR))、中国 鉄建国際集団(China Railway International Group :CRIG)]	16	85%を融資	欧州委員会がEU 法に抵触しない かを調査
		セルビア				中国土木工 程集団有限公 司(CCECC)	N.A.	(欧州復興 開発銀行)	2017年3月着工式
4	ジャカルタ・ バンドン高速 鉄道	インドネシア	142.3	2015年 10月	契約調印 (2019年完成 予定)	中国・インドネシア共同事業 体[中国鉄建股 分有限公司 (China Railway Construction Corp Ltd :CRCC)]	55	中国国家 開発銀行 が75%	2017年4月契約調 印、起工式から1年 を経過し、一部で工 事始まるも、2019年 開業は難しい状況
5	テヘラン・マ シユハド鉄道 電化改造	イラン	926	2014年 6月	契約調印	中国機械工業建設集団有 限公司、蘇電集団、	20	中国輸出 入銀行が 85%	N.A.
6	昆明・ピエン チャン鉄道	ラオス	418	2015年 11月	覚書調印 (2020年完成 予定)	中国鉄路総公司(China Railway Corporation :CR)	62.7	70%を融資	2016年末着工
7	グマス・ジョ ホールバル鉄 道複線電化	マレーシア	197	2015年 12月	契約調印 (2016年末着 工、2020年完 成予定)	中国鉄建股 分有限公司 (China Railway Construction Corp Ltd :CRCC)、中国中鉄 股分有限公司(China Railway Engineering Corp :CREC)、 中国交通建設股 分有限公司 (China Communications Construction Corp :CCCC)	20	N.A.	N.A.
8	東海岸鉄道	マレーシア	620	2016年 11月	契約調印 (2020年完成 予定)	中国交通建設股 分有限公司 (China Communications Construction Corp :CCCC)	131	中国輸出 入銀行(金 額不明)	2017年7月 着工見込み
9	コラシン・コ ス鉄道路線修 復・改良	モンテネグロ	9.86	2015年 10月	契約調印	中国土木工 程集団有限公 司(CCECC)	0.065	(欧州復興 開発銀行)	N.A.
10	パキスタン鉄 道改良	パキスタン	1,687	2015年 10月	覚書調印	中国交通建設股 分有限公司 (CCCC)、中国鉄建股 分有限公司(CRCC)、中国中鉄 股分有限公司(CREC)ほか	100	中国輸出 入銀行が 85%	N.A.
11	モスクワ・北 京高速鉄道 うちモスクワ・ カザン区間	ロシア	7,000	2014年 10月	覚書調印	N.A.	2,420	N.A.	N.A.
			770	2015年 6月	契約調印	中国中鉄二院工 程集団有 限責任公司	170.8	N.A.	ドイツのシーメ ンスも投資を表明
12	マタラ・カタ ラガマ鉄道	スリランカ	115	2006年	覚書調印	中国機械進出口(集団)有 限公司(China National Machinery Import & Export Corporation :CNMIEC)	3.7	中国輸出 入銀行が 2.8億ドル	2017年末 完成予定
13	バンコク・ナ コンラチャシ マ高速鉄道	タイ	250	2014年 12月	覚書調印	中国中鉄股 分有限公司 (CREC)	50	(タイが全 額負担)	2017年7~8月 工事入札予定
14	アンカラ・イ スタンブール 高速鉄道	トルコ	533	2005年	入札	中国・トルコ共同事業体[中国 鉄路総公司(CR)、中国機械進出 口(集団)有限 公司(CNMIEC)]	41	7.5億ドル を融資	2014年7月開 通
15	ジャカルタ・バ ンドン高速鉄 道	インドネシア	140	2015年 9月	政府が中国へ の発注を決定	中国・インドネシア共同事業 体[中国中鉄股 分有限公司(CREC)]	50	中国国家開 発銀行が75%	

(資料)) Ker [2017] および報道資料より日本総合研究所作成

参考文献

(日本語)

1. 一般財団法人 石油エネルギー技術センター [2014]. 「北米への本格進出を開始した中国石油各社」 2014年度 第19回JPECレポート (http://www.pecj.or.jp/japanese/minireport/pdf/H26_2014/2014-019.pdf)
2. 経済産業省 [2016]. 「第46回 海外事業活動基本調査概要」 (http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/kaigaizi/result/result_46/pdf/h2c46kaku1.pdf)
3. 日本機械輸出組合 [2016]. 「中国プラント企業のアフリカ等途上国インフラ受注戦略および中国政府等の企業支援制度の実態調査報告書」平成28年3月
4. 三浦有史 [2017]. 「中国ゾンビ企業の市場退出は進むか—習近平政権を待ち受ける試練—」日本総合研究所『JRIレビュー』2017 Vol.4, No.43 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/9808.pdf>)

(英語)

5. ADB [2017]. Meeting Asia's Infrastructure Needs (<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/227496/special-report-infrastructure.pdf>)
6. Bhattacharyay, B. [2010]. Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific:2010-2020, ADBI Working Paper Series No. 248 (<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156103/adbi-wp248.pdf>)
7. CFIUS [2015]. Annual Report to Congress 2014 (<https://www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Documents/Annual%20Report%20to%20Congress%20for%20CY2014.pdf>)
8. McKinsey & Company [2016]. BRIDGING GLOBAL INFRASTRUCTURE GAPS (<http://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/bridging-global-infrastructure-gaps>)
9. Michelle. K [2017]. "China's High-Speed Rail Diplomacy", U.S.-China Economic and Security Review Commission (USCC) (<https://www.uscc.gov/sites/default/files/Research/China%27s%20High%20Speed%20Rail%20Diplomacy.pdf>)
10. USCC [2016]. USCC 2016 ANNUAL REPORT (https://www.uscc.gov/sites/default/files/annual_reports/2016%20Annual%20Report%20to%20Congress.pdf)

11. UNCTAD [2009], World Investment Report 2009 Transnational Corporations, Agricultural Production and Development (http://unctad.org/en/Docs/wir2009_en.pdf)
12. ——— [2016], World Investment report 2016 Investor Nationality: Policy Challenges (http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf)
13. ——— [2017], World Investment report 2017 Investment and the Digital Economy (http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf)
14. World Bank [2016], The World Bank Annual Report 2016 (<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/5999>)

(中国語)

15. 陳曦 [2015]. 「中国企業海外投資的“拦路虎”——透過失敗案例看風險」中国对外承包工程商会『國際工程与勞務』, 2015 (12) : 25-30
16. 国务院国有资产监督管理委员会研究中心・商務部國際貿易經濟合作研究院・聯合國開發計劃署駐華代表處 [2016]. 「2015中国企業海外可持續發展報告」(<http://www.cn.undp.org/content/china/zh/home/library/south-south-cooperation/2015-report-on-the-sustainable-development-of-chinese-enterprise/>)
17. Sha商務部 [2017]. 「關於中美經貿關係的研究報告」(<http://images.mofcom.gov.cn/www/201705/20170525145411175.pdf>)
18. 孫仁金 [2007]. 「新形勢下石油企業“走出去”的戰略選擇」商務部國際貿易經濟合作研究院『國際經濟合作』2009年第7期
19. 於佳 [2017]. 「“一帶一路”戰略下關於對外直接投資和央企“走出去”的探析」中国農村金融学会『农村金融研究』2017年3月
20. 中国与全球化智库 [2017]. 「“一帶一路”的國際合作共贏方案及實現路徑」(<http://www.ccg.org.cn/dianzizazhi/yidaiyilu.pdf>)
21. 中国社会科学院世界經濟与政治研究所 [2017] 『對外投資与風險藍皮書：中国對外直接投資与國家風險報告(2017)』社会科学文献出版
22. 中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際投資室 [2017]. 「中国海外投資國家風險評級 (2017)」 Working Paper No.201701 (<http://www.iwep.org.cn/xscg/xscglwybg/201701/W020170119382503152689.pdf>)

本稿は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本稿は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。