

中国は家計部門の債務負担リスクを警戒 ～地域・所得別で債務水準が異なる

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

中国は家計部門の債務負担リスクを警戒～地域・所得別で債務水準が異なる 2

- 2018年、中国の家計部門の負債水準の上昇幅は僅かながら縮小したが、その背景には、不動産市場の鎮静化による住宅ローンを中心とした債務負担の縮小である。短期消費貸出は2017年の急増を経過して落ち着くようになり、インターネット金融による個人貸出の伸び率も縮小し始めている。それに加え、普惠金融対策の効果で個人向けの経営貸出の伸び率は小幅に拡大した。但し、一部地域及び低所得世帯の債務負担は比較的高いという家計債務の構造的なリスクに対する警戒感が強まっている。家計の債務負担の過度な増加は社会消費を抑制するだけでなく、社会的安定性と経済成長の持続性にマイナスな影響を与えると懸念される。他の国と比べては、中国の家計債務問題はそれほど顕在化されていないが、一部地域及び低所得世帯に債務リスクが高まっていることが無視できない。本稿は、中国の家計部門の債務の現状と特徴を紹介した上で、家計債務負担のリスクを分析してみる。

CDI コラム 10

中国企業「解体新書」(8) 瑞幸珈琲 10

- 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8回は、スターバックスのライバルとしても有名なコーヒーチェーンの「瑞幸珈琲(Luckin Coffee)」を取り上げたいと思ひます。

プロフェッショナル解説(税務会計) MAZARS/望月会計士 14

BEPS2.0 - BEPS 進行状況にかかわるまとめ- 14

- BEPS 行動計画の最終報告書の公表から既に2年が経過し、現在はこれらの行動計画が実施される段階に移行しています。また、BEPS 包括的フレームワーク(Inclusive Framework on BEPS)への参加も130を超える国と地域に上っています。
- そこで今回以降、現段階でのBEPSの進行状況について解説を行ってきたいと思ひます。

三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2019年12月) 18

メントピックス

中国は家計部門の債務負担リスクを警戒～地域・所得別で債務水準が異なる

2018年、中国の家計部門の負債水準の上昇幅は僅かながら縮小したが、その背景には、不動産市場の鎮静化による住宅ローンを中心とした債務負担の縮小である。短期消費貸出は2017年の急増を經過して落ち着くようになり、インターネット金融による個人貸出の伸び率も縮小し始めている。それに加え、普惠金融対策の効果で個人向けの経営貸出の伸び率は小幅に拡大した。但し、一部地域及び低所得世帯の債務負担は比較的高いという家計債務の構造的なリスクに対する警戒感が強まっている。家計の債務負担の過度な増加は社会消費を抑制するだけでなく、社会的安定性と経済成長の持続性にマイナスな影響を与えると懸念される。他の国と比べては、中国の家計債務問題はそれほど顕在化されていないが、一部地域及び低所得世帯に債務リスクが高まっていることが無視できない。本稿は、中国の家計部門の債務の現状と特徴を紹介した上で、家計債務負担のリスクを分析してみる。

I. 中国の家計部門の債務の現状と特徴

2019年9月末時点で、中国個人向け貸出残高は53兆5,778億元であり、前年同期比15.9%増加し、増加率は2018年末より2.3ポイント縮小した。個人向け貸出残高は貸出残高全体に占める割合は34.4%であり、割合が2018年末より0.8ポイントと小幅に縮小した。

個人向け貸出を類型別で見ると、消費貸出と経営貸出が個人向け貸出全体に占める割合はそれぞれ79.1%、20.9%を示しており、前年同期比増加率はそれぞれ17.0%、12.1%である。期限別で見ると、短期貸出と中長期貸出が個人向け貸出全体に占める割合はそれぞれ28.0%、72.0%である。中長期消費貸出のうち、個人住宅ローン残高は前年同期比16.3%増加の29兆500億元であり、個人住宅ローン残高が個人向け貸出残高に占める割合は54%に達する。すなわち、個人向け貸出の中で半分以上は住宅ローンとなっている。

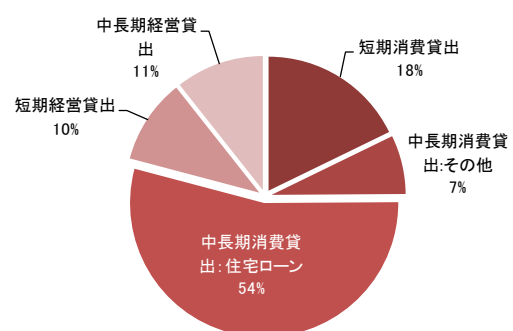
増加率の変動幅を見ると、2019年1～9月に、個人向け貸出残高全体の増加は減速している中、個人向け短期消費貸出の増加率は13.7ポイント縮小して減速幅は特に大きかった。また、中長期消費貸出残高、短期経営貸出残高の増加率はそれぞれ0.1ポイント、0.4ポイント拡大している。

【図表1】個人向け貸出残高と増加率

項目	2018年末残高(億元)	前年比増加率(a)	2019年9月末残高(億元)	前年比増加率(b)	増加率の変動幅(b-a)
個人向け消費貸出	378,012	19.9%	423,895	17.0%	-2.9
短期消費貸出	88,080	29.3%	95,303	15.6%	-13.7
中長期消費貸出	289,931	17.3%	328,592	17.4%	+0.1
個人住宅ローン	258,000	17.8%	290,500	16.3%	-0.5
個人向け経営貸出	100,943	12.3%	111,882	12.1%	-0.2
短期経営貸出	50,006	9.1%	54,846	9.5%	+0.4
中長期経営貸出	50,936	15.8%	57,037	14.7%	-1.1
個人向け貸出総計	478,954	18.2%	535,778	15.9%	-2.3

(出所)中国人民銀行により当行中国調査室作成

【図表2】個人向け貸出の構成



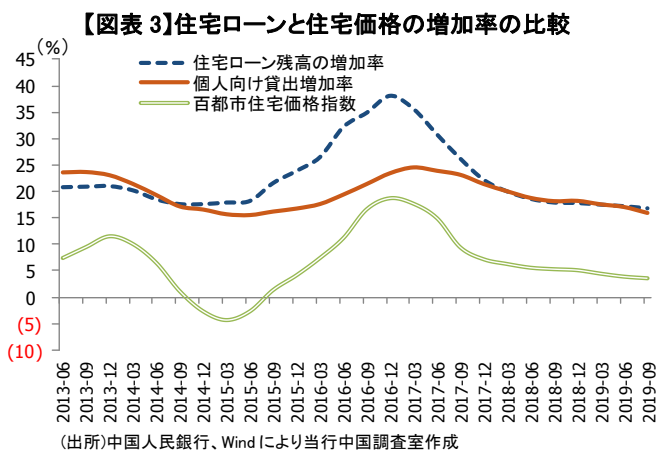
(出所)中国人民銀行により当行中国調査室作成

不動産抑制策の影響で個人住宅ローンの増加は2年連続で減速

住宅ローン貸出の増加率は2017年から2年間以上減速し続けている。2019年9月時点で、個人住宅貸出残高の前年同期比の増加率は16.8%であり、2016年12月の最高伸び率の38.1%より大幅に縮小した。2014年下半期から2017年まで、不動産市場の好調で個人住宅ローンの伸び率は個人向け貸出を持続的に上回

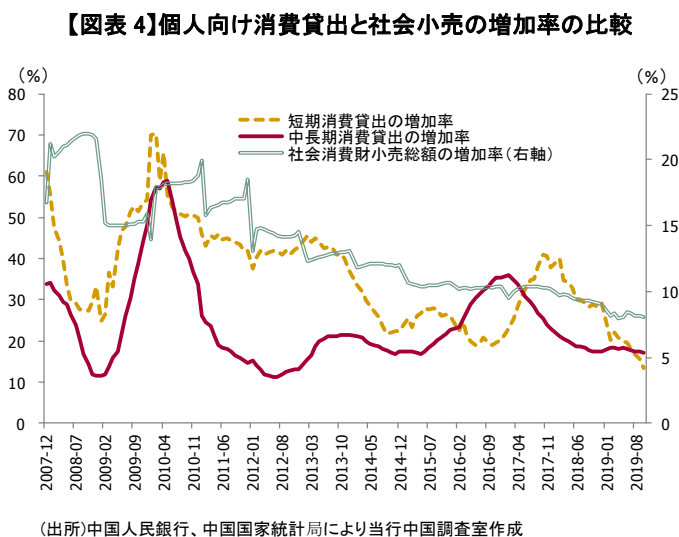
っていたが、2018年3月、住宅ローン残高の伸び率は4年ぶりに同時期の個人向け貸出全体の増加率を下回って「常態」(正常な水準)に戻ったと言える。

個人住宅ローン残高の増加が減速に転じた背景には、中国が2017年から不動産市場抑制策の強化がある。図表3が示しているように、住宅ローン残高の増加率の推移は都市住宅価格の変動傾向と相関性が高い。2018年から2019年9月にかけて、当局は不動産市場のリスクに対して気を緩めることなく、不動産市場の安定推移を維持させる政策を継続している。住宅価格の安定化が続いている中、住宅ローンが家計部門債務負担の増加に対する押し上げ効果が弱まっている。



個人向け短期消費貸出の異常増加が一服して減速へ

2017年1月から10月にかけて、短期消費貸出の増加率は19.9%から40.9%まで急上昇し、社会消費財小売額の動きから大きく乖離していた。一方、同期間の中長期消費貸出が減速傾向に転じている。その原因は、不動産抑制策の下で住宅ローンの頭金比率の引き上げや金融機関の住宅ローンの与信を引き締めた状況下で、一部の個人は住宅ローンの頭金に充当するために短期消費借入を増やしたことにあると見られる。2018年1~12月、個人向けの消費貸出の増加率は低下してきたが、28.1%~40.1%という高水準に維持しており、近く5年間の平均伸び率より13ポイント上回っていた。2019年に入ってから、短期消費貸出の減速ぶりがさらに顕著になっており、2019年10月の増加率は2007年以来の最低水準の13.5%まで下がった。



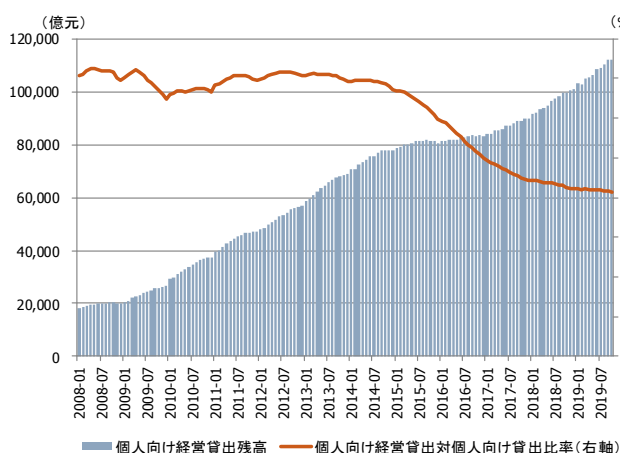
2018年からの短期消費貸出が減速に転じた原因は以下の2つであると考えられる。1つ目の原因は、2014年からの不動産価格が急速に上昇したため、住宅購入支出が急増し、その他の消費需要を押し下げている。2つ目の原因は金融当局のリスク防止政策である。当局は短期消費貸出の異常増加を警戒し、2017年8月から、金融監督管理部門は短期消費借入を住宅ローンの頭金などに充当する行為を防止するために、商業

銀行の個人向け貸出の与信審査を強化するよう要求した。

普惠金融¹促進策の効果で個人向け経営貸出が回復

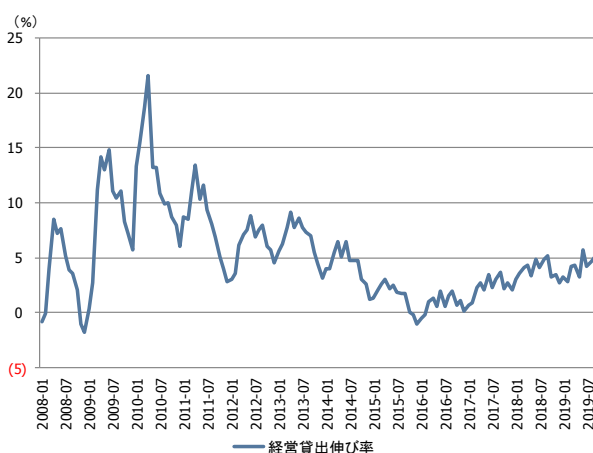
個人向け経営貸出は、金融機関が都市の自営業者、農家または個人に対して経営・投資を目的とした貸出のことを指す。大まかにいうと、2008年～2019年、個人向け経営貸出の増加率の推移は2008年～2010年、2011年～2016年、2017年～2019年といった3段階に分けられる。2008年～2010年、経営貸出は二年連続で加速上昇し、増加率は10.7%から41.7%まで上がった。2011年～2016年、個人向け経営貸出の増加幅は縮小傾向に転じており、特に2014年以降の減速ぶりが強まり、2015年12月にマイナスを記録した。個人向け経営貸出対個人向け貸出の比率は2014年までに30%以上に維持してきたが、2015年からその割合が低下するようになり、2015年12月に30%を割り込んだ後も縮小し続けている。2017年に入ってから、経営貸出残高の増加率は徐々に上昇し続け、2019年9月に5.1%まで回復した。同時に、個人向け経営貸出が個人向け貸出全体に占める割合が下げ止まっており、20%付近で安定している。

【図表5】個人向け経営貸出残高の推移



(出所) 中国人民銀行により当行中国調査室作成

【図表6】個人向け経営貸出残高の増加率の推移



(出所) 中国人民銀行により当行中国調査室作成

個人向け経営貸出の増加率の回復は普惠金融政策の支援策によるものであると考えられる。国務院は2016年に「普惠金融発展推進の計画(2016年～2020年)」を発表し、貸出構造の改善や減税などのルートで普惠金融分野への資金提供を促進した。2017年9月、人民銀行が普惠金融の対象向けの預金準備比率の引き下げ政策を打ち出したが、その対象として自営業者、小型零細企業向け経営貸出、農家生産経営貸出及び創業担保貸出を明確的に提起している。2018年末までに、普惠金融対象向けの貸出残高は13兆3,900万元で前年比13.8%増加した。これは個人向け経営貸出の回復に寄与したと見られる。

インターネット金融業界の個人向け貸出は減速

商業銀行などの伝統的な金融機関による貸出のほかに、公的住宅積立金貸出、信託貸出、インターネット金融プラットフォームによる貸出と民間貸出も個人の借入の構成内容となっている。特に、2015年以降、インターネット金融による貸出の規模は急速に拡大し、伝統的な民間貸借の補足役として民間融資課題の解決に寄与した。ただし、インターネット金融業界に対する監督管理が不足し、信用評価システムが不完備であったため、過度な貸借、債務のデフォルトや金融詐欺などの問題も現れた。

2018年に、インターネット金融プラットフォーム関連のデフォルト事件が集中的に発生したことが当局の警戒感を強めた。当局はインターネット金融に対する監督管理をさらに強化し、2019年1月、「インターネット貸借期間の分類処置及びリスク防止に関する意見」を発表し、リスクの高い業者の淘汰を加速させた。2018年末、インターネット金融経由の個人向け貸出残高は前年比22.7%減少し、増加率は2017年と比べて63.6ポイント低下した。2019年10月末、監督管理下に収められたインターネット金融業者は427社であり、2018年末より

¹ 普惠金融とは、金融機関が経済の発展を全面的に推進するために、農村地域や小型・零細企業、都市部の低所得層などを含めて、幅広く効果的な金融サービスを提供することを指す。

はさらに 59%減少した。このように、監督管理強化の影響で、インターネット金融企業の会社数、貸借規模及び参入者数は 16 か月連続で低下した。

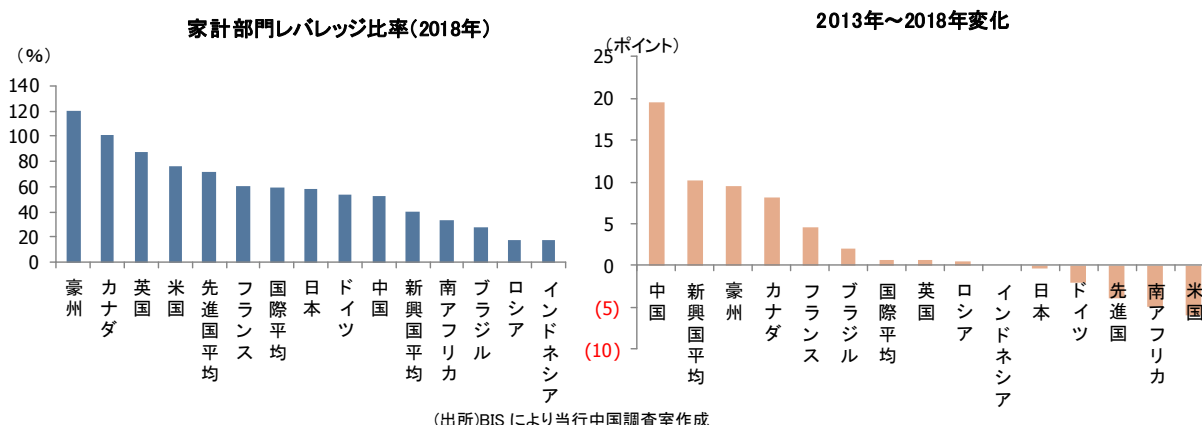
II. 家計債務負担のリスクに対する分析

家計部門債務リスクを図るには、「債務対収入比率」と「家計部門債務対 GDP 比率」という 2 つの指標が挙げられる。国際的にみると、中国の家計債務負担は国際平均水準にある。住宅ローンが占める割合が高く、抵当物が充足しているため、家計債務のデフォルト率は低い。家計債務リスクは特に高いわけではないが、家計債務増加のペースが速いこと、家計債務が一部地域に集中度が高いこと、低所得世帯の債務負担が重いことという構造的リスクが無視できない。

家計債務負担は世界平均水準にあるが、増加ペースは速い

2018 年末、中国家計部門のレバレッジ比率(家計負債対 GDP 比率)は 52.6%で、国際平均水準の 59.5%を小幅に下回っているが、ブラジルやインドネシアといった新興市場国家に比べて、中国の家計負担の比率は比較的高い。2013 年から 2018 年までの 5 年間で、中国の家計部門のレバレッジ比率は 19.5 ポイント上昇し、上昇ペースは他の国を大幅に上回っている。

【図表 7】家計部門レバレッジ比率の国際比較



家計債務対収入比率を見ると、中国は米国、カナダ、フランスや日本などの先進国の家計債務比率を下回っており、チリやブラジルの家計債務比率水準に近い。ただし、家計部門のレバレッジ比率の動向と同様、中国の家計債務対収入比率の上昇ペースも速い。中国の家計債務対収入比率は 2013 年の 55.6%から 2017 年の 80.0%まで上昇した。

総じてみると、中国の家計部門の債務負担は世界的な平均水準にあり、短期ではリスクはコントロールできる範囲を維持している。但し、2013 年以降の家計債務負担の拡大の速度が速く、このペースで家計債務の増加が続いていけば、過剰な家計債務は消費を抑制し、人々の生活水準の向上と経済の安定成長にマイナス影響を与える状況になりかねないことにも注意したい。

住宅価格の上昇で住宅購入コストが拡大、低所得層は債務負担が重い

2007 年から 2016 年の間、中国家庭の貸借利用率は 28%~32%を維持していたが、米国家庭の利用率は 74%~78%と比べてはまだ低い水準にある。中国家庭にとって住宅と自動車の購入は最も多額な支出項目である。教育や医療などの支出項目に比べて、住宅と自動車関連の消費で借入利用率が比較的高い。

2019 年、住宅を目的とした場合、住宅ローンを利用する割合が 16.5%であり、ほかの分野を大幅に上回っている。住宅ローンの内訳をみると、2015 年までは 1 軒目住宅購入に用いる住宅ローンの割合が高かったが、2016 年以降、2 軒目及びそれ以上の住宅購入に充てる住宅ローンの割合に逆転された。2013 年~2014 年の不動産ブームと比べて、2016 年~2017 年に住宅市場が過熱している中で、2 軒目住宅購入の件数は多くなっていることが分かる。

中国家庭金融調査と研究センター(CHFS)の調査によると、調査対象となる世帯の自動車ローン利用率はまだ低い、2013年の2.4%から2019年の3.9%まで徐々に拡大している傾向にある。国家の消費支援政策の影響を受けて、自動車ローン借り入れ制限の緩和や金融機関による自動車ローンへの資金提供の促進など金融分野への措置が次々と実施された。2016年に「新消費分野に対する金融支援の強化に関する指導意見」に、金融機関が新エネルギー自動車と中古車の自動車ローン業務における頭金比率の自主判断を可能にするなどの支援策が盛り込まれている。自動車ローンの提供を更に促進するために、「自動車ローンの調整に関する政策の通知」が2017年11月に発表され、2018年1月1日に実施に移された。自動車を購入した家庭の中、自動車ローンを選択する家庭の割合(自動車ローン利用率)が2017年の21.4%から2019年の28.3%まで拡大した。2018年から、中国の自動車市場が減速している中、自動車ローンの促進政策が自動車販売の減速ぶりにブレーキをかける措置として期待されている。

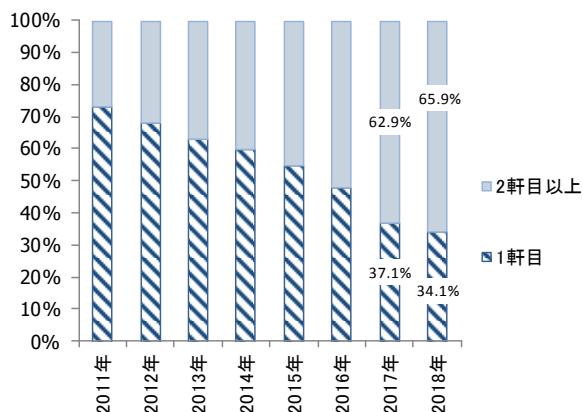
【図表8】中国家庭の貸出利用率(貸出類型別)

	経営	住宅	自動車	教育	医療	クレジット カード
2013年	5.0%	16.3%	2.4%	3.1%	-	5.9%
2015年	5.9%	17.3%	3.2%	1.7%	2.6%	5.9%
2017年	6.6%	16.8%	4.0%	2.5%	3.5%	5.3%
2019年	5.2%	16.5%	3.9%	1.9%	3.0%	4.1%

自動車購入家庭の自動車ローン利用率	
	自動車ローン利用率
2016年～2017年自動車購入	21.4%
2018年～2019年自動車購入	28.3%

(出所)CHFS2019年調査データより当行中国調査室作

【図表9】住宅ローンの構成



(出所)CHFS2019年調査データより当行中国調査室作

家庭の所得層別における債務負担は大きく異なっている。2019年、世帯所得を5階層に分けて見ると、低所得世帯(可処分所得が最低の20%に位置する世帯)の債務総額対収入比は1140.5%に達し、高所得世帯(債務負担は所得最高の20%の世帯)の同比率(129.5%)より8倍拡大している。銀行債務の対収入比率、非銀行債務の対収入比率のどちらも低所得層ほど債務負担が重くなる。特に非銀行債務対収入比率の方は世帯所得層別で変化がより明白であり、低所得世帯は非銀行からの融資に頼る傾向が強いことが分かる。

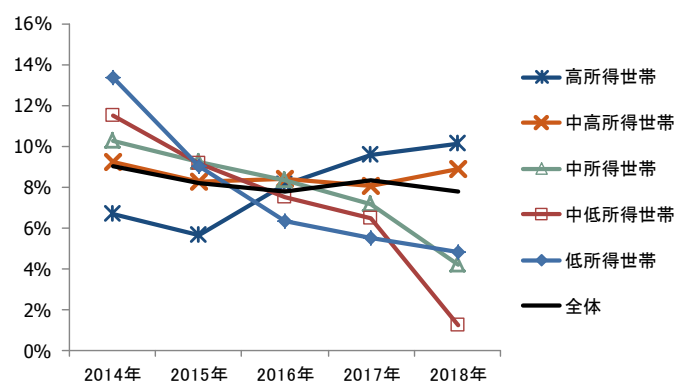
【図表10】所得階層別の債務負担の比較

	銀行債務対収入 比率	非銀行債務対収入 比率	債務総額対収入比
低所得世帯	291.0%	849.6%	1140.5%
中低所得世帯	128.0%	151.0%	279.0%
中所得世帯	100.5%	79.8%	180.3%
中高所得世帯	94.5%	48.6%	143.1%
高所得世帯	95.6%	33.9%	129.5%

(出所)CHFS2019年調査データより当行中国調査室作

(注)積立金住宅ローン、民間貸出、インターネット金融などが含まれる。

【図表11】都市住民一人当たり可処分所得の増加率



(出所)中国国家統計局より当行中国調査室作成

低所得層の債務負担が重くなる背景は、住宅価格の急上昇による住宅ローン規模の拡大がある。また、可処分所得の格差が拡大していることもその原因の1つであると考えられる。2016年から、中所得層以下の世帯の可処分所得の増加率は平均水準を下回っており、逆に高所得世帯の所得の増加率は平均水準を超えて上昇し続けている。2018年、低所得世帯、中低所得世帯、中所得世帯の一人当たり可処分所得はそれぞれ4.8%、1.2%、4.2%となっているが、中高所得世帯と高所得世帯の一人当たり可処分所得の増加率は8.9%、10.1%であり、中所得及びそれ以下の所得層低との格差が拡大し続けている。

不動産価格の高騰によって住宅購入のコストが高まることで世帯債務負担を重くしたことについて、住宅新規購入の家庭に対する調査の結果から確認できる。図表 12 のように、新規住宅を購入した家庭のうち、銀行貸出の利用率は49.0%であり、中でも、高所得世帯の銀行貸出利用率は66.0%と最も高い。低所得層の債務総額対所得比率は1026.0%であり、債務規模は所得の10倍以上を超えていることを意味する。そのうち、銀行債務対所得比率は554.0%で、非銀行債務対所得比率は472.0%に達しており、中所得世帯と高所得世帯の債務負担を大幅に上回っている。

【図表 12】住宅新規購入の家庭の債務負担の比較

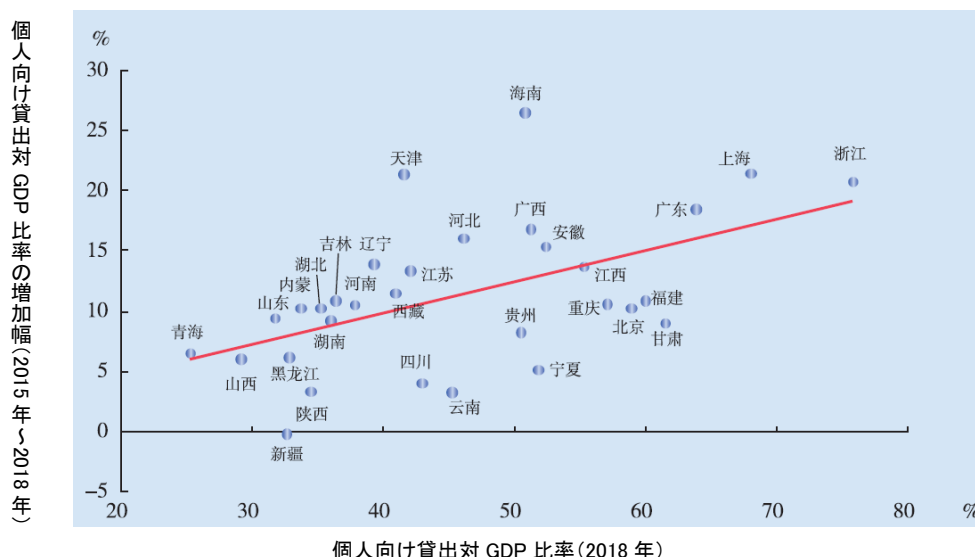
	銀行貸出 利用率	債務総額 対収入比率	銀行債務 対収入比率	非銀行債務 対収入比率
全体	49.0%	264.2%	159.3%	104.9%
低所得世帯	27.8%	1026.0%	554.0%	472.0%
中所得世帯	36.4%	289.9%	137.6%	152.3%
高所得世帯	66.0%	224.5%	144.6%	79.9%

(出所)CHFS2019 年調査データより当行中国調査室作

地域別の家計部門の債務負担は格差が大きい

個人向け貸出残高対 GDP 比率を家計部門の債務負担の指標とした場合、2018 年の中国平均の家計部門債務負担は 60.4%である。地域別では、家計部門債務比率は 70%を超えた地域は 5 つあり、それぞれ浙江(83.7%)、上海(83.3%)、北京(72.4%)、広東(70.6%)、甘肅(70.1%)となった。さらに、重慶、福建、江西の家計部門債務比率も全国平均水準を超過し、それぞれ68.6%、65.8%、63.1%となった。債務負担が最も高い浙江省と最も低い山西省の間で 50 ポイントの差がある。2015 年～2018 年の変化を見ると、新疆を除いて、ほかの地域における個人向け貸出残高が地域 GDP に対する比率は上昇し続けている。中でも、海南、上海、天津、浙江、広東の増加幅が大きく、3 年間でそれぞれ 26.4、21.5、21.4、20.8、18.4 ポイント拡大した。浙江、上海、広東の家計部門債務比率水準が高いうえに、個人向け貸出の増加率も高い。この 3 つの地域における個人向け貸出残高が全国貸出残高に占める割合が 25%を超えている。

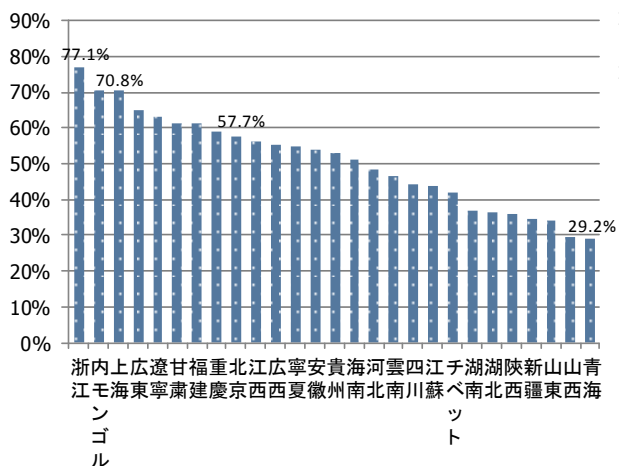
【図表 13】個人向け貸出対 GDP 比率の変化(地域別、2015 年～2018 年)



(出所)中国人民銀行「中国金融安定報告 2019」より当行中国調査室作成

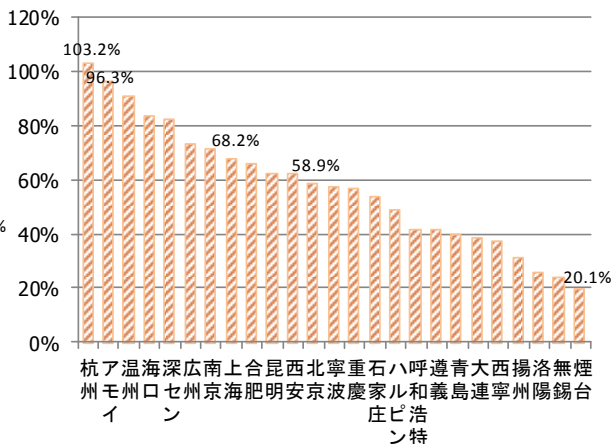
家計部門のレバレッジ比率(家計部門負債対 GDP 比率)を家計債務負担の指標とした場合、2019 年 6 月末時点で、中国家計部門レバレッジ比率は 55.3%まで拡大した。但し、地域別では、家計部門レバレッジ比率は最高の 83.7%(浙江省)から最低の 29.2%(青海省)まで格差が大きい。11 省の家計部門レバレッジ比率は全国平均水準を超過した(図表 14)。

【図表 14】2019年6月末の家計部門レバレッジ比率(省別)



(出所) 中国人民銀行、国家統計局、Wind、「第一財經」より当行中国調査室作成

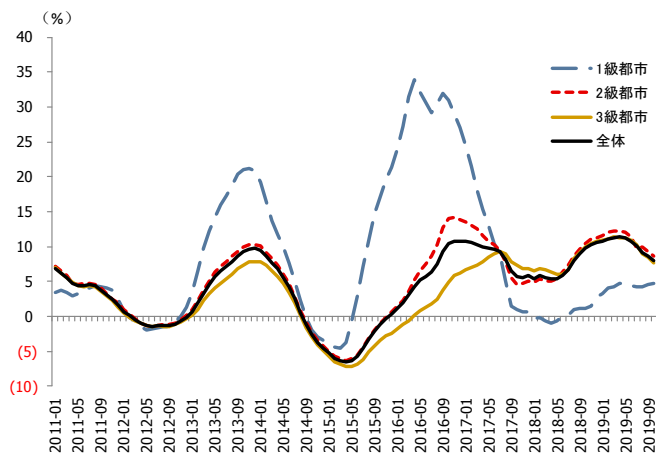
【図表 15】2018 年末の家計部門レバレッジ比率(都市別)



(出所) 中国人民銀行、国家統計局、Wind、「第一財經」より当行中国調査室作成

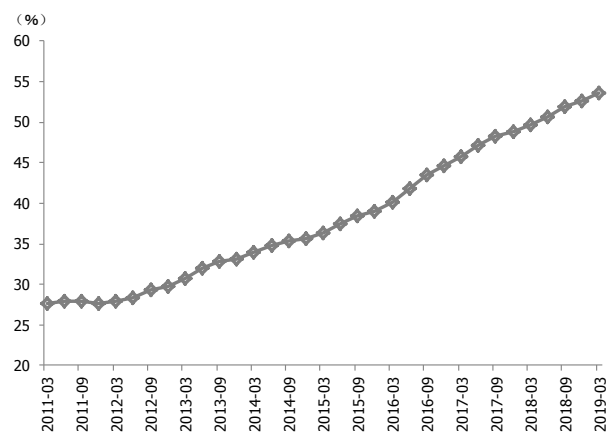
国家金融と発展実験室が発表した「四半期マクロレバレッジ報告」では、都市別の家計部門レバレッジ比率の統計が取り上げられている。それによると、2018 年末までに、家計部門レバレッジ比率が 80%を超過したのは杭州(103.2%)、アモイ(96.3%)、温州(91.1%)、海口(83.8%)、深セン(82.3%)といった5つの都市がある(図表 15)。杭州は中国で初めて家計部門レバレッジ比率が 100%を超えた都市となった。家計債務負担が高い都市の特徴として、住宅価格が高く、投機性住宅購入の割合が高いことが挙げられる。言い換えれば、家計債務負担の上昇に対するもっとも重要な影響要因は住宅価格である。杭州、アモイ、温州、海口、深センのいずれにおいても住宅価格が大幅に上昇した経緯があった。また、温州では個人経営や家族経営が発達しており、そして豊かな温州人が全国で不動産投機を行い、大量の資金ニーズが生まれており、民間貸借が活発している。

【図表 16】70 主要都市の新築住宅価格の前年比伸び率



(出所) 国家統計局により当行中国調査室作成

【図表 17】中国家計部門のレバレッジ比率の推移



(出所) BIS により当行中国調査室作成

以上の分析から見れば、中国全体の家計部門の債務負担は世界平均に接近しており、債務リスクはコントロールできる水準にあるとみられている。但し、低所得世帯の債務負担が高いこと、浙江・上海や広東などの地域における家計部門レバレッジの上昇ペースが速いことは、家計債務に構造的なリスクがある。

家計部門債務負担の最も大きな原因は2016年から2017年までの住宅価格の高騰であると見られる。当局は2018年から不動産市場リスクを防止する対策を強化するようになり、住宅価格の上昇ペースはいったん落ち着いてきたように見えるが、家計部門債務負担の上昇は止まらなかった。図表 16 が示したように、2017年7月までに、1級都市の住宅価格の急騰は不動産価格を押し上げる主要な原因であったが、2017年9月から、2級都市と3級都市の住宅価格の伸び率は1級都市を追い越しており、2018年10月から2019年5月までの6か月間で二桁成長を記録した。家計部門のレバレッジの押し上げ役は1級都市の住民の住宅ローンから

2・3級都市の住民の住宅ローンへ変化したことが分かる。2・3級都市の住宅価格は1級都市を下回っているが、2・3級都市の人口は1級都市を超えているため、住宅ローン全体の規模の上昇は続いている結果となった。家計部門全体のレバレッジ比率は2015年末の39.0%から2019年3月末の53.6%まで上昇の一途をたどった(図表17)。特に、中低所得世帯にとっては、債務負担が重いだけでなく、所得の増加率も平均水準を下回って低下し続けている。家計債務負担の拡大は消費に影響し、最終的には経済成長にマイナス影響を及ぼすことが懸念されている。この状況下で、当局は家計部門の債務負担の更なる拡大を防止するため、不動産市場のリスク防止政策を強化する姿勢を崩さないと見られる。

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」(8) 瑞幸珈琲

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、手放して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8回は、スターバックスのライバルとしても有名なコーヒーチェーンの「瑞幸珈琲 (Luckin Coffee)」を取り上げたいと思ひます。

I. 新たな成功事例か？それとも Ofo の二の舞か？

Luckin Coffee (企業名: 瑞幸咖啡(北京) 有限公司) とは、2017年10月31日に創業したコーヒーチェーンであり、レンタカー大手神州優車 COO だった銭治亜が創業しました。2018年1月からテスト運営を開始し、2018年5月時点で13都市525店舗を展開。テスト期間中の注文数300万件、コーヒー販売数500万カップ、サービス提供顧客数130万人等、驚異的な数値をマークしたことで、その名を中国全土に知らしめました。そして、2019年5月にはNASDAQに上場し、約5.6億ドルを調達することで、世界的にも有名な企業となったのです。なお、中国企業で、飲食系の業態で上場したのは初めての快挙です。

Luckin Coffee のビジネスモデルについては他の場所でも多く説明されておりますが、その特徴を挙げると、アプリでの事前予約や完全キャッシュレスの実店舗、デリバリーサービス等、いわゆる「ニューリテール」の特徴として挙げられるものと重なります。実際、ニューリテールの代表企業として取り上げられることも多いように見受けられます。

一方で、その業績に目を向けると、上場した今でも赤字を出し続けています。そのため、Ofo や Mobike 等、事業規模は急速に拡大したもののマネタイズの仕組みが不十分だったスタートアップと同じではないか？と目されることも多いようです。それを受けて、2019年1月の戦略説明会では、銭 CEO 自身が、「コーヒーショップは保証金を取らない」「当社の経営チームは大学を出たばかりのひよっこではなく、起業のプロで構成されている。酸いも甘いも知っている私たちが、“次の ofo”になるわけではないでしょう」と答えています(2019年1月9日、“Business Insider”)。しかし、大量のクーポン発券による大幅値下げ等の施策を見ていると、ベンチャーキャピタルからのリスクマネーを燃やし続けた ofo や mobike の姿を連想してしまうのも事実です。一体、彼らは成功事例なののでしょうか、それとも、Ofo の二の舞なののでしょうか？

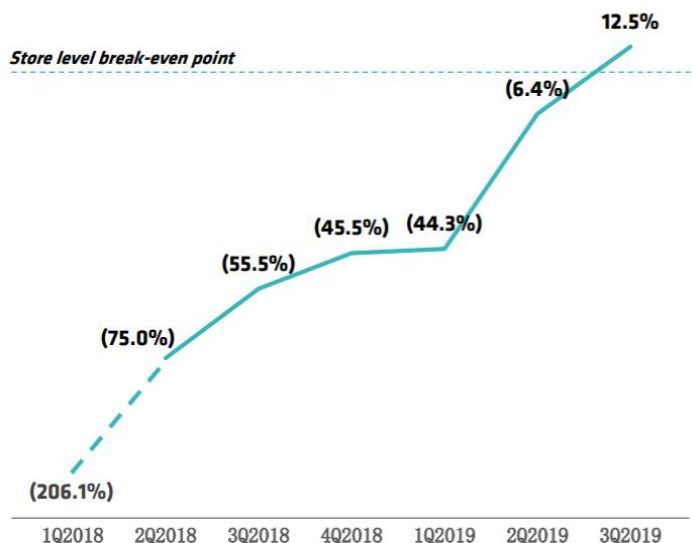
II. データが照らし出すラッキンコーヒーの実力と狙い

上記の問いに答えるために最も効果的なのは、データを見ることです。Luckin Coffee は NASDAQ に上場しているため、財務データや事業の KPI 等は公開されています。「中国企業の財務データ」というと、一昔前は(あるいは一部では現在でも)不透明な印象を持ちがちですが、実は、海外市場での上場を目指すスタートアップを中心に、非常に透明化が進んでいます。そこで、ここでは、直近(2019年第三四半期)の株主向けプレゼンテーション資料を元に、Luckin Coffee の実態をご紹介します。それを通じて、Luckin Coffee が本当に Ofo の二の舞なのか、それとも革新的かつ戦略的な企業なのかを検討していきましょう。

まず、全体の業績を見ると、売上高は15億4,159万元となり、2018年第3四半期の2億4,079万元から500%を超える増収となっています。一方で、営業損失は5億9,088万元(営業利益率▲38%)と、まだまだ赤字の状態であるものの、前年数値である4億8,561万元(営業利益率▲202%)からは利益率ベースで大幅に改善

しています。また、本四半期のホットピックとして、継続的に改善してきた店舗当たり利益率が黒字化したことも挙げられます(図1)。

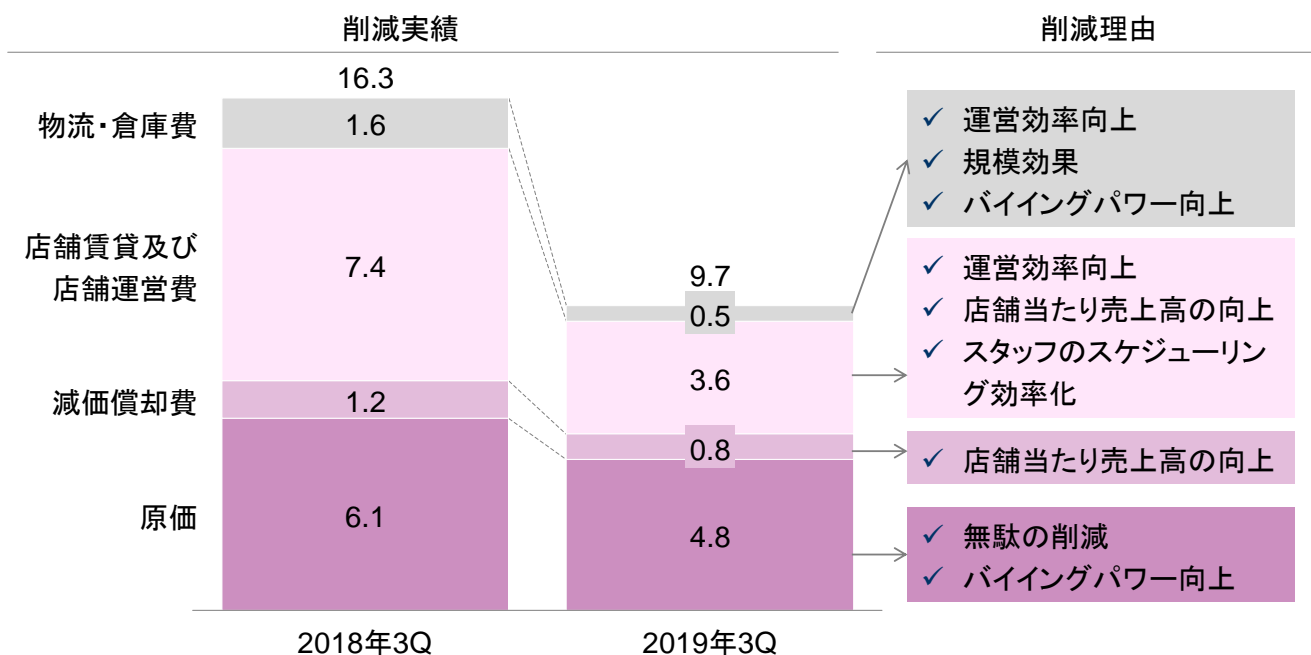
【図1: Luckin Coffee の四半期別店舗当たり利益率推移】



出所: Luckin Coffee Third Quarter 2019 Earnings Presentation

黒字化の背景には、カップ当たりコストの急速な改善があります。図2はカップ当たりコストの前年比較ですが、各項目で改善を実現できているのが分かります。改善要因としては、規模拡大によるバイイングパワーの増大等もありますが、注目すべきは、運営効率向上やスタッフのスケジューリング効率化等、データ活用による効率化です。Luckin Coffee は、新たな「規模の経済」のメリットを享受しているといえるでしょう。

【図2: Luckin Coffee のコーヒー一杯あたりコスト比較(2018年3Q v.s. 2019年3Q)】



出所: Luckin Coffee Third Quarter 2019 Earnings Presentation を元に CDI 作成、

また、商材の拡大も継続的に進めています。ジュースやナッツ、コーヒーカップ等の重ね売りだけでなく、ティーブランド「小鹿茶」を2019年4月から開始しており、2019年9月には分社化を発表するまでに成長しています。それに加え、2019年には営業範囲の拡大を申請したとの報道もあったことを考えると、コーヒーで捕まえた顧客に対し他の商材を重ね売りして収益を更に改善していこうとしているのは明らかでしょう。実際、図3にある通り、コーヒー以外の売上高比率は徐々に増加しています。

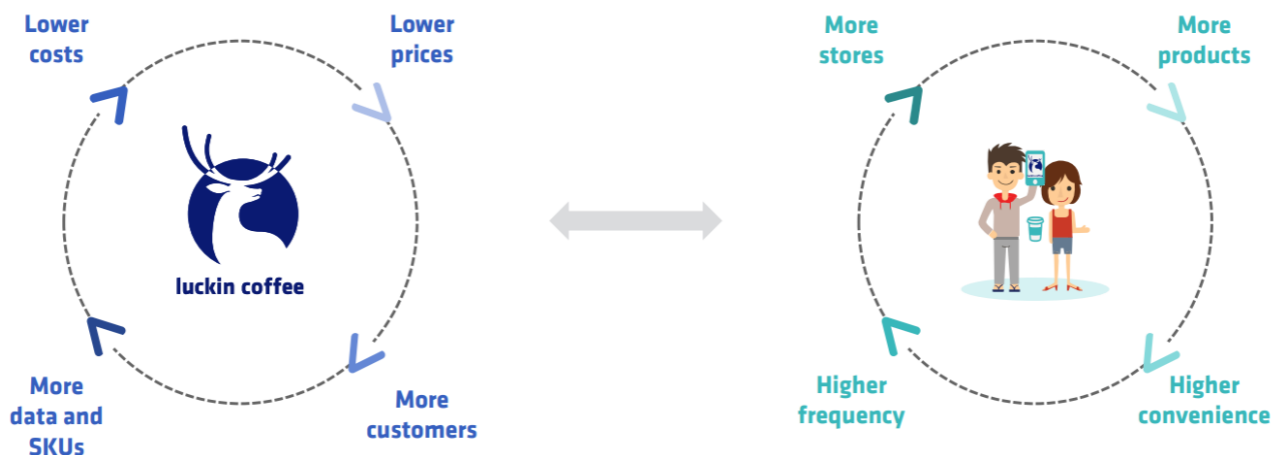
【図3: コーヒー以外売上高比率推移】



出所: Luckin Coffee Third Quarter 2019 Earnings Presentation

つまり、強い(この場合は低価格でコストパフォーマンスの高い)商材や顧客接点で顧客を獲得し、そこで得たデータを元に効率化でコスト改善を行い、更に新たな商材を重ねていく。そのようなオンライン・オフラインを活用した「顧客囲い込み」モデルを打ち立てているのが、Luckin Coffeeの実態なのです。(図4)

【図4: Luckin Coffeeの成功モデル】



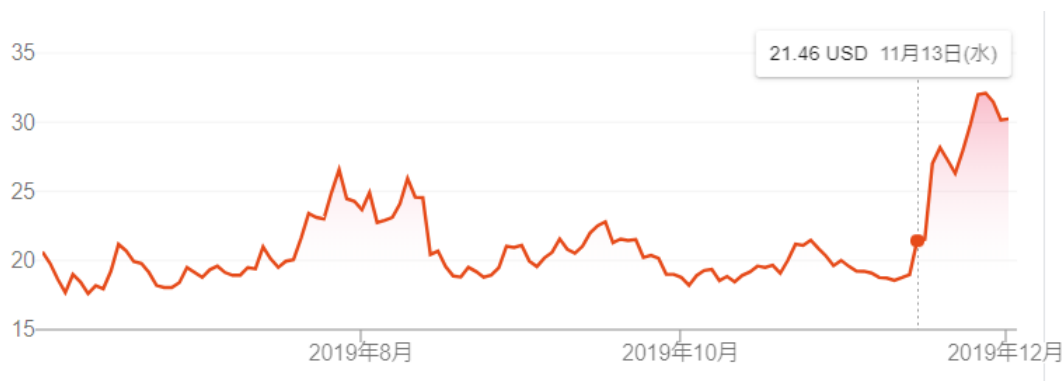
出所: Luckin Coffee Third Quarter 2019 Earnings Presentation

2016年にジャック・マーがニューリテールを提唱した際、その概念は新奇性は高かったものの、具体性には乏しい状況だったように記憶しています。そこから3年、Luckin Coffeeは、それに対して一つの成功モデルを提示したといえるでしょう。

実際、株価を見ると、2019年第三四半期のリリースを受けて成長しています(図5)。「Luckin Coffeeは ofo

の二の舞か？」という問いに対して、市場は「NO」と答えたようです。

【図 5: Luckin Coffee 株価推移】



出所: Google

Ⅲ. 「ニューリテール」＝「顧客囲い込み競争」を勝ち抜くために

さて、これまで Luckin Coffee が具現化してきたニューリテールの成功モデル、すなわち顧客囲い込みモデルを見てきましたが、この構図は、デジタルの力により顧客との関係維持が容易になってきた現在、どの業界にも当てはまるものだと思います。以前から、「お客様との末永いお付き合い」の重要性については様々な業界で言われてきたと思いますが、デジタルの力により、「データ」という新たな資源を活用できるようになった、ということだと言えます。

このような成功モデルから見ると、自社の現状はどのように見えるでしょうか。例えば、11月のW11で売上成長したメーカーは多数存在すると思いますが、顧客接点という意味ではどうでしょうか？ Luckin Coffee と同じように、データ活用による効率化や重ね売りによる客単価向上ができるような状態にあるのでしょうか？ おそらく、Tmall や JD 等の大手プラットフォームに頼っているだけでは、Luckin Coffee のような大幅な改善は難しいでしょう。彼らがこのフードデリバリー全盛の時代に実店舗をあえて設けたのも、大手プラットフォームからデータ面における「独立」を勝ち得たかったからだと思えます。

最近では、(特に日本語メディアでは)日本の商品が中国で受け入れられるという報道をよく目にするようになりました。しかし、それが本当に自社の長期的な成長につながっているのか。プラットフォームの維持拡大に貢献しているだけではないのか。そのような視点も重要であることを、Luckin Coffee の事例は示しているのではないのでしょうか。

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

BEPS2.0 - BEPS 進行状況にかかわるまとめ-

BEPS 行動計画の最終報告書の公表から既に2年が経過し、現在はこれらの行動計画が実施される段階に移行しています。また、BEPS 包括的フレームワーク (Inclusive Framework on BEPS) への参加も130を超える国と地域に上っています。

そこで今回以降、現段階での BEPS の進行状況について解説を行っていききたいと思います。

そもそも BEPS って?

ここでは、日本国税庁、日本財務省、OECD (経済協力開発機構) ホームページにおける BEPS の説明についてみてみましょう。

日本国税庁

BEPS プロジェクト-税源浸食と利益移転 (BEPS: Base Erosion and Profit Shifting) への取り組みについて -

OECD では、近年のグローバルなビジネスモデルの構造変化により生じた多国籍企業の活動実態と各国の税制や国際課税ルールとの間のずれを利用することで、多国籍企業がその課税所得を人為的に操作し、課税逃れを行っている問題 (BEPS) に対処するため、平成24年より BEPS プロジェクトを立ち上げました。

日本財務省

BEPS 防止措置実施条約の概要及び経緯

- 本条約は、BEPS プロジェクトにおいて策定された BEPS 防止措置のうち租税条約に関連する措置を、本条約の締約国間の既存の租税条約に導入することを目的としている。
- 本条約の締約国は、租税条約に関連する BEPS 防止措置を多数の既存の租税条約について同時かつ効率的に実施することが可能となる。
- 本条約により導入可能な BEPS 防止措置は、①租税条約の濫用等を通じた租税回避行為の防止に関する措置、及び、②二重課税の排除等納税者にとっての不確実性排除に関する措置から構成される。
- 本条約の各締約国は、既存の租税条約のいずれを本条約の適用対象とするかを任意に選択することができ、また、本条約に規定する租税条約に関連する BEPS 防止措置の規定のいずれを既存の租税条約について適用するかを所定の制限の下で選択することができる。

OECD

BEPS とは、租税回避のために税ルールの間隙や齟齬を利用するという多国籍企業による租税戦略をいいます。開発途上国は法人所得税への依存度が高いことから、BEPS により深刻な影響を受けていることを意味します。BEPS により、世界的に毎年 1,000~2400 億米ドルの収入が失われています。OECD/D20 のイニシアティブによる BEPS 包括的フレームワークを通して、130 を超える国と地域が協力し、租税回避を是正し、国際租税ルール遵守を促進し、より透明な課税環境を担保するための 15 の施策の導入に励んでいます。

これらを見られてどうでしょうか? BEPS というものが租税回避行為であり、これに対応しなければならぬということだけはぼんやりと分かっていたのではないのでしょうか。それと同時に、具体性に欠け掴みどころがないものであろうことも感じていただけたのではないのでしょうか。

それでは、以下で、BEPS の概念について簡単にまとめてみたいと思います。

BEPS という言葉に含まれる 2 つの意味

BEPS の理解にあたっては、大まかに 2 つに分類することが有効です。まず、行為としての BEPS があり、次に行為への対応としての BEPS があります。さらに、前者は行為自体とその影響に区分され、後者は対応方法の策定とその導入に区分されるといえるでしょう。

行為としての BEPS

ここでは、具体例を理解していただくために、従前話題になったダブルアイリッシュ・ダッチサンドイッチという手法を見てみましょう。

これは米国大手 IT 企業により採用されている租税回避スキームであり、ここでは、「ダブルアイリッシュ」というスキームに「ダッチサンドイッチ」というスキームを組み合わせ、さらに、タックス・ヘイブンである英国領バミューダの要素を組込むことにより、米国から見た税金を極めて低い水準に抑える行為です。

まず、国外に法人を作りコスト・コントリビューション・アレンジメントと呼ばれる共同開発契約を締結することにより、自らが開発した無形資産から発生する収益の一部を米国国外に子会社に帰属させます。次に、ダブルアイリッシュにより、米国親会社への配当を行わない限り、米国における課税から解放されるものとなります。その後、ダッチサンドイッチにより、収益のやり取りに伴い課税されることとなる源泉徴収税を回避することが可能となります。

この影響は、表面的には、当該スキームに含まれる米国法人、アイルランド法人、オランダ法人、英国法人においてほぼ課税が発生しないということといえますが、より根源的には顧客の所在国において税金を発生させないということが問題といえます。

さらに、この問題を一般化した場合には、以下のように表現されます。

これらの類似のスキームが多く多国籍企業により採用されており、採用自体は現時点における国際税務の観点からは、合法的なものと考えられています。しかしながら、これらのスキームは、国内で活発な経済活動を行う多国籍企業に対して、自国の課税権を行使できないという事象、すなわち、

自国の経済発展が国家税収には反映されないという各国財政に対する重大な不安定要素をもたらすものとして問題視されています。

対応としての BEPS

BEPS プロジェクト

BEPS プロジェクトとは、2013年9月に開催された G20 サミットにおいて、BEPS 行動計画を策定するために支持された OECD を中心とした多国間共同プロジェクトです。OECD 非加盟 G20 諸国が OECD 加盟国と対等な立場で参加する OECD 非加盟 G20 メンバー8 カ国及び OECD 加盟申請国を含めた 46 カ国（2016年6月現在）により構成されていましたが、後述の包括的フレームワークに発展的に移行しています。

BEPS 行動計画

BEPS プロジェクトにおいて、BEPS 問題への対応のために、それぞれの関連性に基づき区分された 15 のトピックについてまとめられた報告書をいいます。

BEPS 包括的フレームワーク

BEPS 包括的フレームワークとは、2016年以降、BEPS 対応が、従来の行動計画策定段階から、実施段階に移行しており、これにより BEPS プロジェクトは発展的に解消し、BEPS 包括的フレームワーク（Inclusive Framework on BEPS）と呼ばれる組織体に移行しています。

ここでは、BEPS 行動計画における 4 つのミニマムスタンダードにかかわる各国の導入状況のモニタリングを含む BEPS パッケージの包括的促進がなされています。

【参考】 BEPS 行動計画ミニマムスタンダード

BEPS 5 有害税制対応

- ・ 優遇税制の審査及び情報の透明化
有害税制の判定方法についての合意された方法による判定
有害税制についての把握及び国際間での情報の交換

BEPS 6 租税条約濫用の防止

- ・ 租税条約濫用の防止にかかわる租税条約の改正
 1. 租税条約のタイトル・前文に、租税条約が、租税回避・脱税（濫用を含む）を通じた二重非課税または税負担の軽減の機会を創出することを意図したものでないことを明記すること
 2. 租税条約に、一般濫用防止規定として、主要目的テスト(Principal Purpose Test: PPT)、主要目的テスト及び簡易的特典制限条項（Limitation on Benefit: LOB）、特典制限条項及び導管取引防止規定（限定的主要目的テスト）のいずれかが規定されること

BEPS13 移転価格関連の文書化

・国別報告書の実施

国別報告書作成にかかわる国内法制の整備及び内容についての国際間での共有及びその適切な使用

BEPS14 紛争解決メカニズムを効率化

・相互協議を効率的に運用するための措置の実施

- 1.相互協議手続の誠実な実施と事案の適時解決のための措置
- 2.租税条約上の紛争の予防及び適時解決に資する行政手続の確保のための措置
- 3.納税者による相互協議へのアクセスを確保するための措置

次回以降は、BEPS の進行状況について、耳にすることの多い MLI (BEPS 防止措置実施条約) も含めて項目ごとにみていきたいと思えます。

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12月)

- ニュースフォーカス No.13 2019
香港 大湾区構想における香港に対する 16 優遇策を発表
http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1063_ext_02_0.pdf
業務開発室

- MUFG BK 中国月報 第166号(2019年12月)
経常収支赤字化が視野に入る中国は、日本での中国ブームを望んでいる
http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1062_ext_02_0.pdf
国際業務部

- MUFG BK CHINA WEEKLY 2019/12/4
2019年のレビューと2020年の見通し～米中摩擦などでさらなる下落余地も前年比限定的
<https://count.bk.mufg.jp/c/Ccl0k3tdvqp4acHc9426df5Iid0k3tdy0zlb3>
国際業務部

- MUFG BK 経済マンスリー 2019/11/1
米中貿易摩擦激化に歯止めかかるも今後のマクロ経済環境改善は依然視界不良
http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1054_ext_02_0.pdf
経済調査室

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 中国投資銀行部 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