

# 中国の社債デフォルトは国有企業まで拡大 ～中国の社債市場のリスクを解明

リサーチ&アドバイザリー部  
中国調査室

## メイントピックス..... 2

### 中国の社債デフォルトは国有企業まで拡大～中国の社債市場のリスクを解明 ..... 2

- 2020年11月から社債デフォルトが急増している。2020年12月17日までに、社債デフォルト額(銘柄がデフォルト時点での残高)は2,240億元に達し、歴史的の最高値を記録した。中でも、格付けがAAAであった国有企業のデフォルトは、国有企業債務の償還に対する政府の「暗黙の保証」が是正されていることを示唆し、これに対して投資市場で緊張感が高まっている。社債デフォルトが連鎖効果を通じて信用収縮に繋がり、最終的に実体経済にマイナス影響を与えかねないと懸念されている。
- これまでも、中国では大規模の社債デフォルトが2回発生したが、いずれも市場がシステミックリスクを回避してきた。その背景には、中国の構造改革や金融市場の健全化等の様々な要因はあるが、中国の社債市場が独自の発展段階にあるという共通点がある。中国の社債デフォルトのリスクを解明するには、中国の社債市場の特徴に対する分析が不可欠である。本稿では、中国の債権市場の概況と過去2回の社債デフォルトの要点を紹介する。それに踏まえて、2020年以降の社債デフォルトの特徴を説明した上で、社債デフォルトの影響及びその要因を分析する。最後に、金融市場及び実体経済のリスク要因の1つとして、現在の社債デフォルトをとどのように受け止めるかについて検討する。

## CDI コラム..... 8

### CDI コラム: 中国企業「解体新書」(21) 多抓魚 ..... 8

- 中国経済の持続的な成長やインバウンド需要等を受け、日本国内でも中国経済に関する報道が随分と増えており、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る。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。
- 第21回は、中国でも環境問題や、循環型の経済への注目が集まる中、リサイクルを運営するプラットフォームがいくつも生まれている。今回は、古本の売買を主とする「多抓魚」を運営する多抓魚(北京)科技有限公司である。

## 三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2020年12月) ..... 12

## メインピックス

### 中国の社債デフォルトは国有企業まで拡大～中国の社債市場のリスクを解明

中国では2020年11月から社債デフォルトが急増している。2020年12月17日までに、社債デフォルト額(デフォルト時点での残高)は2,240億元に達し、歴史的の最高値を記録した。中でも、格付けがAAAであった国有企業の社債デフォルトは、国有企業債務の償還に対する政府の「暗黙の保証」神話が破滅したことを示唆し、これに対して投資市場で緊張感が高まっている。社債デフォルトが連鎖効果を通じて信用収縮に繋がり、最終的に実体経済にマイナス影響を与えかねないと懸念されている。

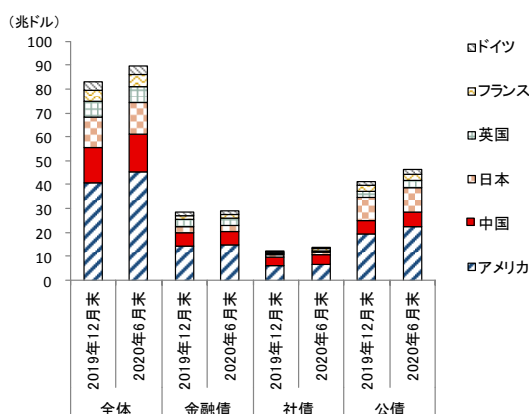
これまで、中国では大規模の社債デフォルトが2回発生したが、いずれも市場が懸念していたシステミックリスクにはならなかった。その背景には、中国の構造改革や金融市場の健全化等の様々な要因が挙げられるが、中国の社債市場が独自の発展段階にあるということも重要な要因である。中国の社債デフォルトのリスクを解明するには、中国の社債市場の特徴に対する分析が不可欠である。本稿では、中国の債券市場の概況と過去2回の社債デフォルトの要点を紹介する。それを踏まえて、2020年以降の社債デフォルトの特徴を説明し、社債デフォルトの影響及びその要因を分析する。最後に、金融市場及び実体経済のリスク要因の1つとして、社債デフォルトをどのように受け止めるかについて検討する。

## I. 中国の債権市場の概況

### 世界比較でみる中国の債券市場

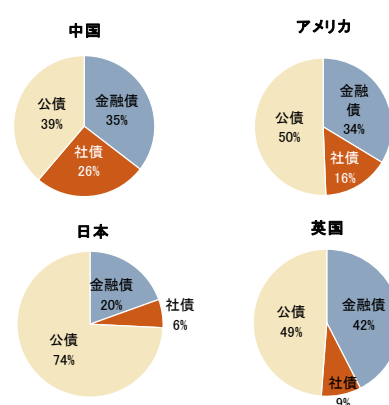
中国人民銀行のデータによると、債券市場の構成から見ると、2020年11月末時点で、中国の債券市場の残高は115.7兆元であり、そのうち、社債(非金融企業債)残高は25.7兆元で、債券市場全体に占める割合が22.2%を占めた。国別でみると、国際決済銀行(BIS)の統計により、世界で債券市場残高の上位3国はアメリカ(41.2兆ドル)、中国(14.7兆ドル)、日本(12.8兆ドル)となっている。その内訳をみると、アメリカはいずれの項目の残高は他の国を超えているが、国債は日本の方がより多く発行している。社債等の発行残高は中国が日本を上回っている(図表1)。中国の社債が同国債券市場全体に占めた割合が26%であり、アメリカ、日本、英国の同比率を超えている(図表2)。

【図表1】 債券市場の残高の世界比較



(出所) BIS より中国調査室作成

【図表2】 債券市場の構成の世界比較



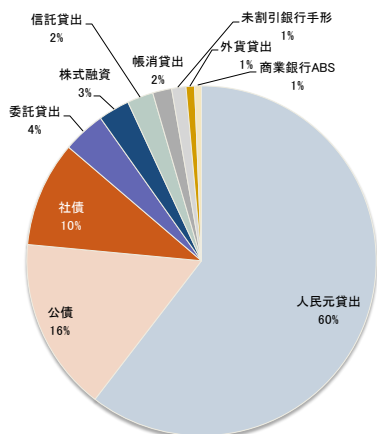
(出所) BIS より中国調査室作成

### 中国の債券市場が金融市場での位置づけ

社会融資規模(実体経済への融資規模)の角度から見ると、2020年11月末時点で、社会融資規模が283.25兆元であり、そのうち、割合が上位3位の項目は商業銀行による人民元貸出(60%)、公債(16%)、社

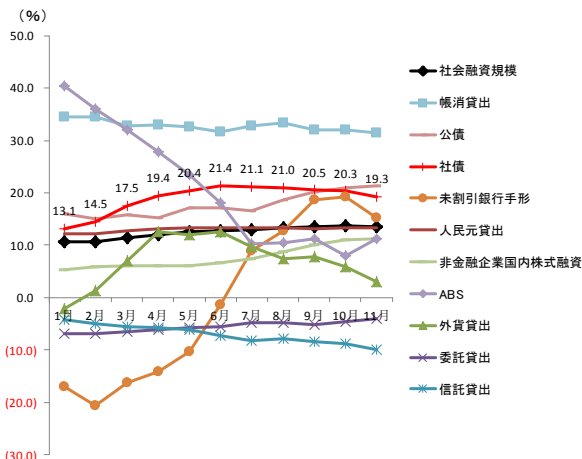
債(10%)となっている(次頁、図表3)。中国の金融市場は商業銀行貸出という間接金融に対する依存度が高いことが分かる。社会融資規模の統計では、もともと公債が含まれなかったが、2018年9月より地方政府特別債券を加算し、2019年12月より国債と地方政府一般債券も計上するようになった。2020年以降、社会融資規模全体の伸び率は銀行貸出と同水準で推移してきたが、社債残高と公債残高の伸び率は全体を上回っている(図表4)。新型コロナ対策としての財政出動で国債と地方政府債券の発行が加速し、金融緩和による豊富な流動性が社債の発行を促進したと見られる。

【図表3】社会融資規模の構成(2020年11月末時点)



(出所) 中国人民銀行より中国調査室作成

【図表4】2020年の社会融資残高の伸び率の推移



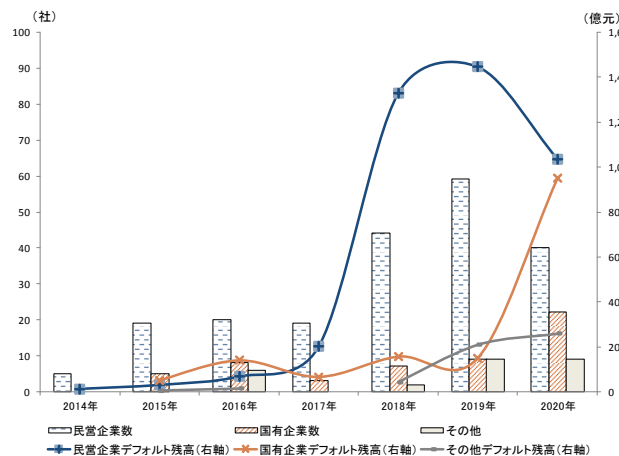
(出所) 中国人民銀行より中国調査室作成

## II. 中国の社債デフォルトの過去と現在

中国の社債市場は2003年から存在するが、2014年まで、社債のデフォルト案件はなかった。中国の投資家は社債市場の「暗黙の保証」に甘んじて、債券を低リスク投資標的と認識してきた。特に、国有企業に対する政府の保証は更に確たるものであると見られていた。2009年の金融危機以降、世界における社債のデフォルトは急増したが、中国は長い間でデフォルト案件はゼロを維持していた。

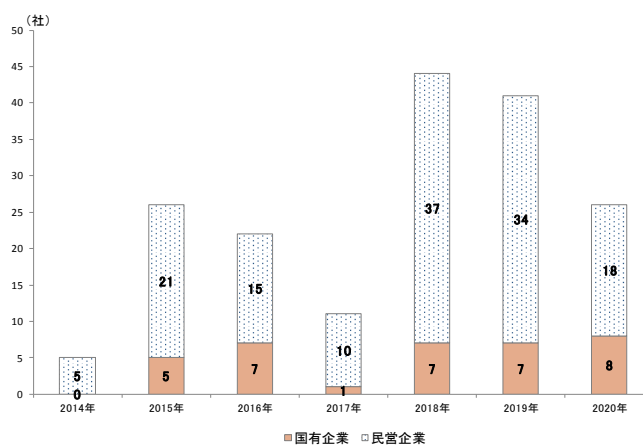
2014年に民営企業の超日太陽が発行した「11超日債」のデフォルトは中国の社債デフォルトの初案件となった。それ以降、社債の償還に対する「暗黙の保証」が打ち破られ、投資家がデフォルトを受け入れるようになりつつあった。但し、中国政府は民営企業のデフォルトを容認するようになったが、国有企業への救済を継続していた。その中、マクロ環境と政策動向の変化により、2015年～2016年、2018年～2019年の2度にわたる大規模な社債デフォルトは市場に大きな衝撃を与えた(図表5、6)。

【図表5】中国の社債デフォルトの概況



(出所) WIND より中国調査室作成

【図表6】新規増加のデフォルト発行主体数の推移



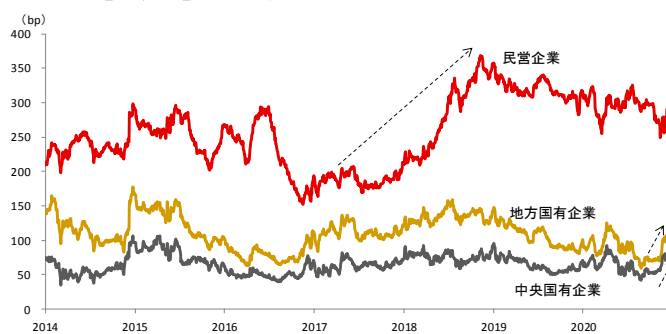
(出所) WIND より中国調査室作成

## 過去2回の大規模な社債デフォルトを振り返る

2015年、過剰供給による値下がりの影響を受けて、石炭・鉄鋼・セメントなど過剰生産業界の企業は採算が悪化し、デフォルト案件が増加した。2015年末に構造改革の一環として「過剰生産能力の解消」が打ち出され、過剰生産業界で経営状況が悪化した企業が淘汰された。2016年の社債デフォルト案件の増加は「過剰生産能力の解消」によるところが大きかった。中でも、鉄鋼や石炭業界の中央国有企業デフォルト案件も現れたが、金額ベースでは民間企業のデフォルト額を下回っていた。

2017年のデフォルト件数は減少したが、2018年となると、「金融デレベレッジ」の背景で、シャドーバンキングへの取り締まりが強化され、委託貸出と信託貸出の融資規模は縮小し続け、両者合わせて2018年間で5.3兆円減少し、その影響を受け、社会融資規模全体は3.7兆円縮小した。民間企業は主にシャドーバンキングを通じて資金調達する傾向があるが、融資環境の悪化により、流動性危機が発生し、デフォルトに陥った民間企業は少なくなかった。民間企業のデフォルトは逆に民間企業が債券発行主体としての信用力を低下させ、投資家が民間企業より国有企業を選択する傾向がさらに強まった。発行主体別の社債利率を見ると、民間企業と国有企業社債の信用スプレッド<sup>1</sup>は2018年において急拡大し、その後も収束は見られなかった(図表7)。民間企業のデフォルトによるリスク・オフのムードが浸透しつつある中で、投資家の「国有企業選好」は更に強まったことが分かる。

【図表7】発行主体別の信用スプレッドの推移



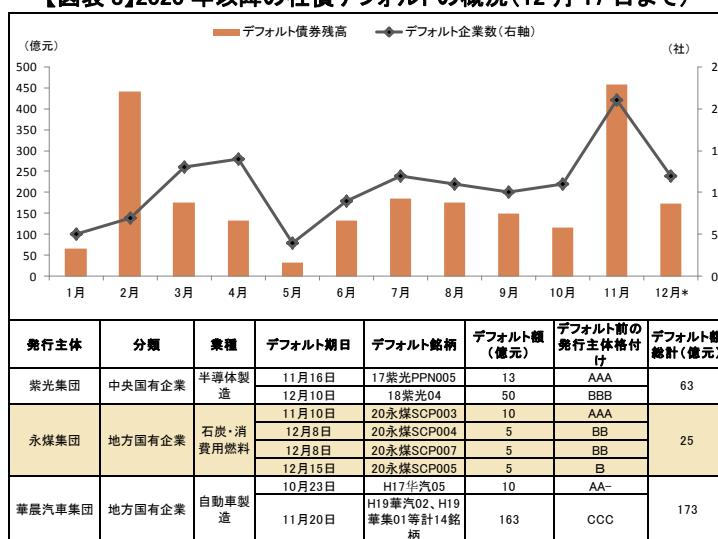
(出所)WINDより中国調査室作成

## 2020年の社債デフォルトの新特徴

これまでの社債デフォルトの増加において民間企業が発行主体のケースが多数であった。以前2回の社債の大規模デフォルトに比べ、2020年以降の社債デフォルトの最大の特徴は、民間企業のデフォルト状況は今までと変わりがなく、国有企業のデフォルト額は大幅に増加することである。2020年11月以降、国有企業の信用スプレッドが急上昇している(図表7)。「国有企業選好」ムードが続いていることから、2020年以降の国有企業による社債デフォルトが多数現れたことは、懸念材料として更に大きな波紋を投げかけたと見られる。

2020年12月17日時点で、204銘柄の社債がデフォルトとなっており、デフォルト発生時点の残高は2,240億円と、2016年以来の最高デフォルト金額となった(図表5)。2020年初めから12月11

【図表8】2020年以降の社債デフォルトの概況(12月17日まで)



(出所)WINDより中国調査室作成

1 信用スプレッド(Credit Spread)は、社債の発行主体が債務のデフォルトとなるリスクに対して支払われる追加的な利回りである。債務デフォルトリスクが高い発行体ほど信用スプレッドが大きくなる。一般的には、社債の信用スプレッドは社債利率と格付け以外にすべて同条件の国債の利回りと比較される数値で表される。景気の先行きが不調である時、デフォルトのリスクが高くなることから、信用スプレッドが拡大する傾向がある。

日までに、新規増加のデフォルト発行主体の中で、民営企業は18社であり、2019年同期の34社に比べて大幅に減少し、デフォルト金額も1,036億元で前年同期比28%低下した(図表6)。一方、デフォルトに陥った国有企業数は2019年同期と同水準ではあるが、デフォルト金額は2019年の151億元から949億元へ大幅に増加した。

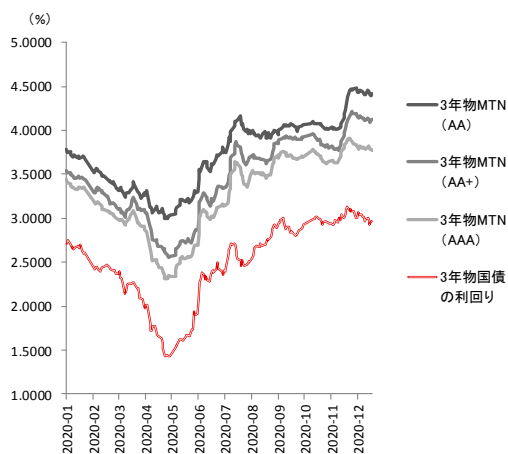
2020年10月以降、中央国有企業の紫光集団、河南省の大手国有企業の永煤集団、独BMWと合弁を組む華晨汽車集団の社債がデフォルトは市場への影響が大きかった。これらの大手国有企業が初めてデフォルトする前に、格付けはすべてAA-及びそれ以上となっていたが、デフォルトが発生した後、軒並み格下げられている(図表8)。今般デフォルトに陥った国有企業は社債規模残高が大きく、デフォルトの直前までの債券発行主体としての格付けはAAAであった。AAA格付けの大手国有企業の社債デフォルトが格付けの信用力を損ない、他のAAA格付けの社債、及び他の国有企業に対する疑念も高まっている。

### Ⅲ. 2020年の中国社債デフォルトの影響と要因分析

#### 影響分析: 社債デフォルトによる金融市場の動揺

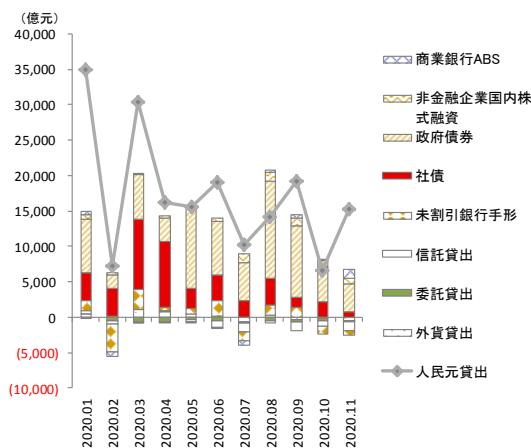
2020年11月10日の永煤デフォルトは債券市場に大きな振動をもたらし、社債収益率が全体的に上昇し、社債融資規模(社債の新規発行規模)は縮小している傾向が見られる。11月24日3年物MNTの利率(AA+)と3年物MNT(AA)の利率は11月10日に比べてそれぞれ42bp、44bp上昇したが、12月から上昇傾向がいったん収まって横ばいになっている(図表9)。永煤デフォルトの後の1か月間で、インターバンク市場と証券取引所における社債融資規模は6,961億元であり、先月より2,552億元減少し、銀行貸出への依存度が高まった(図表10)。大手国有企業のデフォルトは投資家が確信していた「暗黙の保証」が崩壊したことに加え、悪意的な規律違反行為も金融市場に対する不信感が募らせ、リスク・オフのムードが強まっている。金融市場のマインドを反映する信用スプレッドが11月10日より拡大した(図表11)。

【図表9】 社債市場における利率の変化



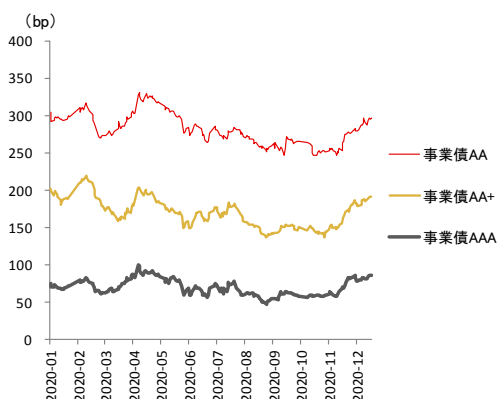
(出所)WINDより中国調査室作成

【図表10】 2020年の新規社会融資規模の推移



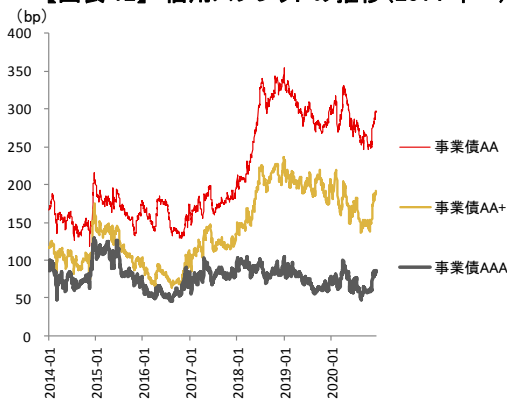
(出所) 中国人民銀行より中国調査室作成

【図表11】 2020年の信用スプレッドの推移



(出所)WINDより中国調査室作成

【図表12】 信用スプレッドの推移(2014年~)



(出所)WINDより中国調査室作成

社債デフォルトが社債市場利率の変動を引き起こしたことは、2018 年～2019 の社債デフォルトにも見られた現象である(図表 12)。但し、目下では、新型コロナの打撃から回復に向かいつつも、中国経済の下押し圧力は依然として強い。今回の大手国有企業のデフォルトにより、不況の中で投資家のマインドを支えていた「暗黙の保証」も打ち破られ、投資マインドの急速な低下を引き起こした。リスク・オフムードが続けていけば、債券市場にとどまらず、マネーマーケットや商業銀行貸出にも波及し、連鎖反応で金融市場の信用収縮に繋がりがねないと懸念されている。

一方、「暗黙の保証」によって社債市場から安易に資金調達し、やがて過剰債務を抱えるようになった一部の国有企業は、今までの経営活動を見直すことになる。この意味では、国有企業社債のデフォルトは「暗黙の保証」に温存された国有企業の過剰債務の解消に効果があると見られる。

## 要因分析: マクロ環境と企業要因

社債デフォルトの原因は、マクロ環境(景気循環、融資環境、業界環境)の変化と発行主体としての企業要因(企業ガバナンス、財務の健全性等)といった 2 つの側面から分析することができる。

マクロ環境の観点から見れば、目下では、世界全体は「低成長、低インフレ、低金利、高債務」という特徴が見られ、このマクロ環境は債務デフォルトの多発に直接に繋がる。それに加え、2020 年のコロナ禍による企業の経営状況の悪化は社債デフォルトの増加の大きな要因となっていると見られる。下半期に、新型コロナ対策としての金融緩和は収束しつつあるのに伴い、一部企業の資金繰りが悪化し、社債デフォルトが増加するようになった。

マクロ環境だけでなく、中国の債券市場は発展の初期段階にあり、政策体制や企業行動への規制などにおいて不健全な部分が残っている。一部国有企業に企業ガバナンスや財務の健全性等の問題が存在するも、「暗黙の保証」によって温存されてきた。2020 年以降の一部の国有企業の社債デフォルトはこれらの問題点によるところも大きかった。中国政府は社債のデフォルトを議題として金融専門会議を開催し、会議は「債務デフォルトは、景気循環、経済体制と企業行動が相互に絡んだ結果だ」と分析し、経済体制と企業行動の問題点を指摘した。政策体制や企業行動への規制などの問題点を以下 3 点が挙げられる。

①中国の債券市場における投資活動は「暗黙の保証」に依存する傾向が強い。

前記のように、2014 年から 2019 年にかけて、民間企業社債のデフォルトに対する容認度が高まったが、その反動で国有企業社債の「暗黙の保証」への期待が逆に強化された。投資標的を選択する際、市場原理に基づいて投資対象のリスクプレミアムを考慮するより、発行主体に政府によるバックアップがあるか否かということに左右される。そのため、経営状況が悪化し、債務負担の重い国有企業でも、「国有」であるだけで投資資金が集まってくる。この状況下で、一旦、政府が保証できなくなった場合、この部分の債務リスクが直ちに露出される。新型コロナの影響で、地方財政の収入が喫緊状態になっており、2020 年以降の国有企業社債の大規模なデフォルトの背景には、地方政府が国有企業の信用を無条件にバックアップする意向が弱まっていること、或いは加担する余裕がなくなっていることがある。

②中国の格付け機関が規範化されておらず、債券格付けが高くなりがちで、信ぴょう性が問われている。

中国の格付け機関は、債券発行主体が監督管理上の基準を満たさせるために、事実水準より高く格付けするという方法で客源取得を図るケースが多い。2019 年、中国の債券市場で「AA+」及びその以上の格付けを得ている企業は全体の 77%を占めており、この割合がアメリカや日本を大幅に上回っている。さらに、格付けの基準が曖昧で、リスク水準を的確に反映できない。例えば、同じ格付けの債券収益率は 100~200BP も差が開いている場合がある。最後に、中国社債格付けは持続性が不足している。格付け機関は債券の発行出来と銘柄の信用力の変化によって調整し、投資家に対して債券リスクを事前に提示する機能を果たすことが望まれる。中国の場合では、社債デフォルトが発生した後、格付け機関が対象銘柄及び発行主体の格付けを急遽格下げするケースが少なくない。この行為はさらに格付け機関の信用力を低下させる。

③債券市場に関わる既存の法律・規制体制は整っていない。債権者保護が不足しており、法律・規律違反の企業に対して甘い傾向がある。

中国の「破産法」などの法律法規では、投資家利益の保護が不足しており、法律執行力も比較的弱い。例えば、多くのデフォルト案件では、投資家は契約違反の企業に対して破産清算の執行が困難である。一方、企業は契約を違反しても大した処罰を受けずに済むと高を括る。一部の企業が悪意的な詐欺行為による社債デフォルトも見られた。

#### IV. 所見

2014年以來、中国の債券市場では、社債デフォルト規模は増加しているが、その中で、景気循環的要因、融資環境や業界環境の変化による企業経営状況の悪化が原因であるケースが多かった。2020年以降の国有企業の大規模なデフォルトも景気低迷とコロナ禍などのマクロ環境の変動によるところが大きい。但し、以前に比べて、2020年の社債デフォルトが社債市場に大きく動揺した。その原因は、デフォルトそのものよりも、社債市場の既存の問題が国有企業のデフォルトによって露呈されたことにある。大手国有企業にも大規模なデフォルトが発生したことは、政府による「暗黙の保証」が是正されていることを市場に提示している。AA+及びそれ以上に悪意的な契約違反が発覚されたことは、社債市場の格付けシステムに対する不信感を掻き立てた。

社債のデフォルトによる債券市場の不安が金融市場全体に波及し、連鎖的反應で信用収縮を招き、最終的にシステミックリスクに繋がる懸念されている。中央政府と金融当局もこのリスクを重視し、年末向けの流動性供給を加速している。同時に、破産生産関連の法律法規や格付け機関の規範化などの体制的改革も進められている。「十四・五計画」で「直接融資の割合を引き上げる」ことも含まれているが、「暗黙の保証」の是正や格付け機関の規範化などの債券市場の健全化措置がその目標を達成するのに不可欠な要素である。この視点から見れば、国有企業の大規模なデフォルトは「暗黙の保証」を是正し、健全化措置の実施を加速させる効果がある。一方、景気の下押し圧力が依然として存在し、新型コロナの影響も長引いている中で、既存の市場慣行を急遽に変更させることはリスクが高いことも事実である。そのため、金融当局は流動性供給によって金融市場の変動に対応しつつ、債券市場の健全化を加速することが望まれる。

MUFG バンク(中国) リサーチ&アドバイザー部 中国調査室  
于瑛琪

## CDI コラム



### CDI コラム: 中国企業「解体新書」(21) 多抓魚

中国経済の持続的な成長やインバウンド需要等を受け、日本国内でも中国経済に関する報道が随分と増えており、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る。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。

第21回は、中国でも環境問題や、循環型の経済への注目が集まる中、リサイクルを運営するプラットフォームがいくつも生まれている。今回は、古本の売買を主とする「多抓魚」を運営する多抓魚(北京)科技有限公司である。

#### I. 多抓魚とは、DejaVu 「どこかでかつて出会ったような」

一言でいうと、中国の「BOOKOFF」。主として古本売買を運営するプラットフォームだ。

実は、古本のリサイクルで、最も大きいサイトは、「孔夫子旧书网」である。しかし、なぜか若者たちに聞いてみると「多抓魚」に人気がある。2018年にテンセントから1億円の融資を受けたあたりから、注目度が上がっている。

リサイクルサイトは、古本以外に、以前から数多く存在する。「転転」「閑魚」といったサイトは、日用品から、賃貸住宅まで幅広く扱っている。これらの多くはC2C取引支援である。個人間の取引を支援しているという位置づけだ。しかし、この多抓魚は、C2B2Cモデル、つまり、一旦は、プラットフォーム側が、ユーザーから買って、品質、価格を調整し、再販する。自社で一旦買い取ることで、リスクをとり、付加価値を付けている。

(成り立ち)

2017年、多抓魚が誕生したのは、微信グループチャットサイトの中。もっとも初めのユーザーは、この創業者と、その友人たちであった。当初、本当にこのようなビジネスモデルがなりたつのかという検証に多くの時間を割き、取引したユーザーからのフィードバックをもらいながら、少しずつ修正を加え、プラットフォームを完成させていった。こうした微信グループチャットでの検証で分かったことは、古本市場に実質的なニーズがあるということ、また定価の1割で引き取って、3割で売るというモデルであれば、多抓魚の取引は成立するという仮説が導き出された。

2018年ころから、古本サイトのユーザーの間で人気がはじめ、有名人が微博などでお薦めするようになり、テンセントから1億円の融資を得るところにまで成長。

現在、3月末時点でのアプリダウンロード数は、約100万件。微信のオフィシャルサイト(公衆号)登録ユーザーは、200万。毎日約2000冊以上の本が売れ、年間では、約100万冊ほどになるという。現在、年間売上は、1億円を超えたところで、すでに損益分岐点を超えたといわれている。

ちなみに、多抓魚という名前は、そのままの意味だと「たくさんの魚を捕まえる」ということになるが、音読みをすると、DejaVu(デジャブ:既視感)という発音と似ていて「どこかでかつて出会ったような」という意味を重ねている。



(投資家たち)

設立当初から、エンジェルの資金を得て立ち上がり、同年末には、シリーズ A で 3000 万元の資金を得ている。2018 年には、テンセントからシリーズ B の融資を受けている。

時期	ステージ	金額	投資機構
2017年4月1日	エンジェル	数百万円	陰峰長青
2017年12月1日	シリーズA	3000万元	経緯中国, 陰峰長青, 嘉程資本
2018年5月25日	シリーズB	非公開	テンセント

## II. 簡単な取引と、魅力ある書籍リスト

多抓魚の提供する中心となる価値は、確実な取引を効率的に完了することだ。売り手にとっては、利用しやすく買い手は安心して買えるとうことだが、そのためにまず、多抓魚が取り組んだのは、取引プロセスの標準化だ。



売り手側は、売りたい本があれば、アプリで、その ISBN 番号を読みとると、その買取価格を知ることができる。同じアプリ上で、予約をすると宅配業者が、自宅まで本を引き取りに来してくれる。回収した古本は、殺菌処理し、無菌包装をし、統一価格で、市場に出るように手配されている。

試しに手元の本の ISBN ナンバーをスキャンしてみた。すぐにその本の買取価格が表示される。左図の例だと、「品三国」は、0 円。「図解山海経」は、定価の 1.5 割の 10.20 元と

なる。あとは、表示に従って本の引取予約をするだけだ。普通の宅配便と同じように、荷物を引き取る宅配業者が指定された場所と時間に本を引き取りに来る。

「定価」決定は、コンピュータにより自動化が進められている。「買い取るか、買い取らないかの判断プロセスは、人間の対応を機械が学習している途上です。いくらで買い取るかというのは、多抓魚が、経済学的な原理に基づき作り上げた計算モデルによります。この計算モデルは、多抓魚でなされたすべての取引を一つの市場とみなして、その需給関係と質に基づき、その取引時点で最もふさわしい価格を導き出します。」(多抓魚創業者 猫助)

こうしたプロセスの標準化は、例えば、作家の署名入り本かどうかといった特殊な価値を考慮しないといったことも起こる。しかし、多抓魚は、署名があるかどうかということは、その本の内容の価値との比較においては、極めて小さいものだと考えているようだ。むしろ、そういう価値を排除し、本だけを純粋に売買することに専念し、単純化している。

数多くあるリサイクルサイトの中で、若い読書人たちからこのサイトが注目されるのはなぜだろうか？安くて、お手軽だけというわけではないようだ。「多抓魚は、単純に値段で勝っているとは思いません。私たちは、優れたサービスでこの市場を守っていきたいと思っています。それに自殺的な拡大というものも興味ありません。あたかもご縁があればねといったような売り方ですが、しかし私たちの欲しいのは、我々のその部分に共感してくれるような顧客だけなのです。売り手は、これまでの面倒なやり方を省くことができ、自分の本が誰

### 【多抓魚価格決定システム】



かにまた読んでもらえるという成就感を味わえます。買い手は統一基準で品質が保証されて、とてもお得で、明朗価格で模倣品でない本物の書籍を買えて、ときには古本ならではの楽しみを見つけられるというものです。多抓魚は、便利で、品質が良く、人情味があるものだとと思われることを望んでいます。ただの低価格ではないのです。」(創業者 猫助)

多抓魚の基本的機能は、古本の売買だが、「売り手には、安心して売れるように、買い手には、喜んで買ってもらおう。」ことを大事にしており、そのために絶えず変革している。



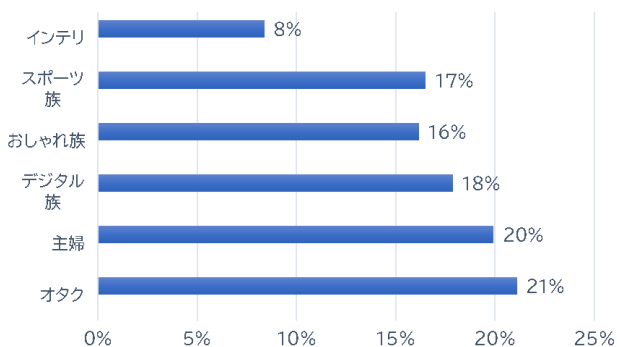
多くのオンラインサイトは、流量を稼いだり、ユーザーたちをより多く、長くサイト内に滞留させるために、コミュニティを設けて、ユーザー同士の情報交流を進めている。多抓魚も同じのように、コミュニティを一つのツールとしている。

「コミュニティに関する考え方は、ユーザーが単純に増えると、場の意味合いがぼやけてしまう、まるで、成長のパラドックスともいえる惨状だが、猫助が考えるに、ユーザーがお気に入りの小さな『集まり』の枠を見つけさえすれば、ユーザーの拡大は、そのそれぞれの小さな集まりの拡大であり、その小さな集まりの中であれば、ユーザーは、より簡単に満足を感じることができる。」(創業者 猫助)という考えだ。つまり、ユーザーの拡大が、大きなスイカのような姿をして拡大していくというよりは、ブドウの房が、より大きくなるといったイメージのようだ。房についたブドウの実一粒一粒が、テーマや興味であり、そこに集う人たちは、同じそのテーマに極めて高い共鳴をする、というもの

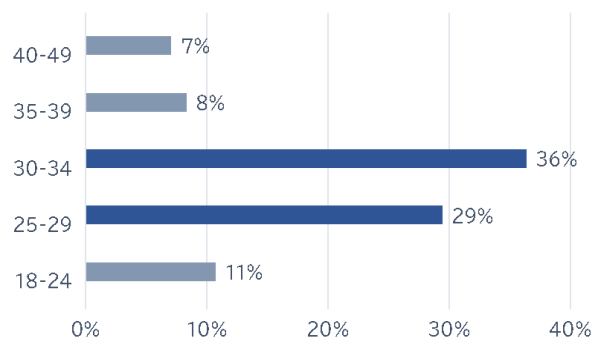
だろう。特徴的な本の分類と、その興味や方向性によって名付けられた一風変わった「書籍リスト」が、こうしたコミュニティを形成している。

どんなユーザーたちが、このサイトの住人なのか？ Wechat の公式アカウントの登録者の状況から見ると、男女別では、男性 56%、女性 44%程度で、それらのライフスタイル属性は、オタク、主婦、おしゃれ族、スポ

Wechatのアカウント登録者からみたユーザー分類



Wechatのアカウント登録者から見たユーザー年齢層



ーツ族、で年齢は、30歳から34歳が最も多く全体の3割を占め、次に多い25歳から29歳の層の29%を合わせると、65%がこの年齢層となる。

ちなみに、弊社内で、「多抓魚」知っている？と聞くと、ぴったりこの年齢層で、知っている人と知らない人が分れるほど、ターゲットが鮮明だ。

(これからの成長)

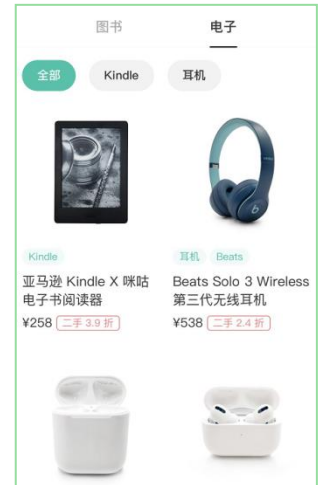
多抓魚の拡大の方向は、2つ。一つは、オフラインの実体店の運営、もう一つは、取り扱い商品の拡張だ。



実体店は、1店舗目が、北京に開設され、今年10月には、上海にも実体店が開設された。ターゲットである読書趣味人たちの好みに合わせたものにみえる。

商品のラインナップでは、電子製品への模索が見える。1つは、中古の Kindle で、もう一つは、中古の bluetooth ヘッドホンだ。新品の約半値以下で販売している。

また、今のところ上海エリアのみで、販売はしていないが、衣料品の買取も始めている。実体店も、衣料品もまだどちらかという、テスト中といった印象ではあるが、古本繋がりを読書趣味人たちに受け入れられながらジワジワと展開しているようにみえる。



### Ⅲ. 狙いを定め、その相手を深く理解するということの大事さ

2017年に生まれたばかりのこのサイトは、若者に注目され、数ある同業者の中でも、他とは違う形で成長しているようにみえる。そこには、絞り込んだ狙うべきターゲットの顧客群たちからの共感を受けながら成長していくプラットフォームの姿が見える。共感してくれる顧客をいかに失望させずに、楽しみ続けてもらえるか。複雑にならず、後味も悪くないなど、読書趣味人たちのありとあらゆる心の行方を追いながら、「共感追及」×「満足取引」=利益という戦略で、ビジネスが組み立てられている。

自分のサービスに共感してくれる相手は誰なのか？その彼らはどんな人たちなのか？を深く理解するという出発点が、成功へと導いているようだ。一度、アプリを動かして、様子をうかがってほしい。

(筆者:仁田脇)

参考記事:「文学報」「人人都是产品经理」「胖鲸头条」

#### 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。

---

## 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年施政方針を発表
  - [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

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/又は引受を約束すること、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がります。

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&アドバイザー一部 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