

景気支援への施策転換でマクロレバレッジが再度上昇 ～地方政府、家計部門、国有企業のデフォルトリスクに注目

中国投資銀行部
中国調査室

メインピックス 2

景気支援への施策転換でマクロレバレッジが再度上昇～地方政府、家計部門、国有企業のデフォルトリスクに注目 2

- ▶ 2019年のGDP成長目標は6.0%～6.5%に設定されているが、第1四半期のGDP成長率は6.4%であり、成長目標から見れば比較的に高い水準となった。しかし、同期間のマクロレバレッジ比率は2年ぶりに上昇に転じている。供給側構造改革の一環としてのデレバレッジ政策は効果が顕著であり、2017年にマクロレバレッジ比率の上昇が抑制された上で、2018年にマクロレバレッジ比率はある程度低下した。2019年に入ってから、経済の下押し圧力が高まっている中、経済施策の重点が金融リスクの防止と構造改革から景気支援へ転換している。この状況下では、3年間も続けてきたデレバレッジ政策の進展が遅れてしまうと懸念されている。
- ▶ 中米貿易摩擦の激化をはじめとした国内外の不確定要素が多数存在し、経済成長を維持するための施策転換が避けられないが、構造改革の成果を保ち、持続可能な成長につながるように、景気支援対策と構造改革のバランスを取ることが今後の課題と見られる。本稿では、2019年第1四半期の中国の実態経済レバレッジ比率の変化とその総合的な要因を説明した上で、部門別でレバレッジの動向を分析する。

CDI コラム: 中国企業「解体新書」 9

第二回 平安好医生 9

- ▶ 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います。
- ▶ 第2回は、中国でオンライン医療サービスを提供し、昨年5月に香港市場へ上場を果たした平安好医生(Ping'an Good Doctor)を取り上げます。

プロフェッショナル解説(税務会計) MAZARS/望月会計士 12

デジタル課税とその時代 12

- ▶ 6月に大阪でこれ迄において日本で開催された最大規模の国際会議であるといわれるG20が開催されました。日本が初めて議長国となる今回のサミットにおいては、デジタル課税の問題が主要な議題として掲げられています。また、この議論を行うにあたって各国政府とともにOECDがその中心的な役割を果たすものとなっています。
- ▶ 国際課税の局面においても、OECDは議論の中心となっています。国を跨ぐ問題となった大企業による税負担低減スキームとは果たしてどのようなものだったのでしょうか。本稿では、グーグルやアップルなどの米国大手IT企業により採用されていた租税回避スキームを解説します。

三菱UFJ銀行の中国調査レポート(2019年6月) 18

メインピックス

景気支援への施策転換でマクロレバレッジが再度上昇～地方政府、家計部門、国有企業のデフォルトリスクに注目

2019年のGDP成長目標は6.0%～6.5%に設定されているが、第1四半期のGDP成長率は6.4%であり、成長目標から見れば比較的に高い水準となった。しかし、同期間のマクロレバレッジ比率は2年ぶりに上昇に転じている。供給側構造改革の一環としてのデレバレッジ政策は効果が顕著であり、2017年にマクロレバレッジ比率の上昇が抑制された上で、2018年にマクロレバレッジ比率はある程度低下した。2019年に入ってから、経済の下押し圧力が高まっている中、経済施策の重点が金融リスク防止と構造改革から景気支援へ転換している。この状況下では、3年間も続けてきたデレバレッジ政策の進展が遅れてしまうと懸念されている。

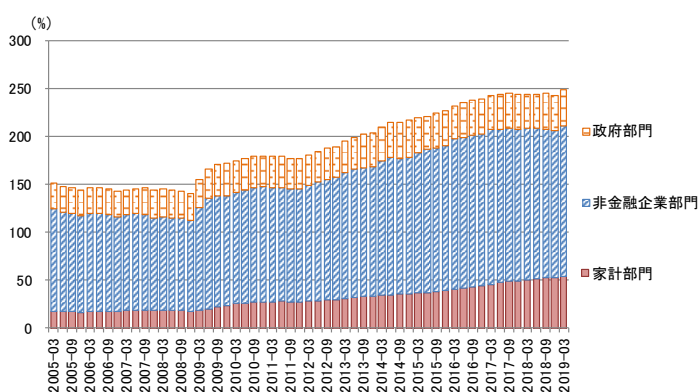
中米貿易摩擦の激化をはじめとした国内外の不確定要素が多数存在し、経済成長を維持するための施策転換が避けられないが、構造改革の成果を保ち、持続可能な成長につながるように、景気支援対策と構造改革のバランスを取ることが今後の課題と見られる。本稿では、2019年第1四半期の中国の実態経済レバレッジ比率の変化とその総合的な要因を説明した上で、部門別でレバレッジの動向を分析する。

I. 実体経済レバレッジ比率の変化と要因分析

2019年第1四半期の実態経済レバレッジ比率が大幅に上昇

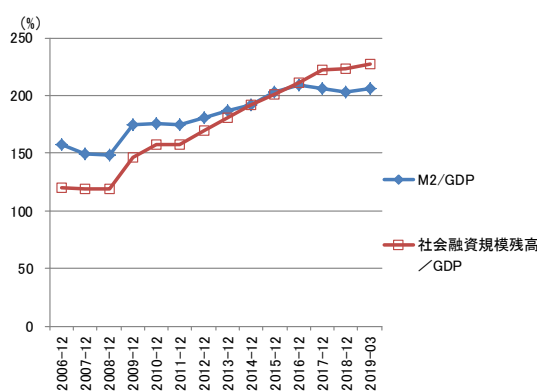
実体経済のレバレッジ比率は2019年の第1四半期に大幅に上昇して過去最高値となった(図表1)。同時に、M2/GDPも上がり、2016年の高い水準に近づいている。家計部門、非金融企業部門、政府部門といった3部分を含む実体経済のレバレッジ比率は2018年末の244%から249%まで上昇した。M2/GDPは2018年末の203%から206%へ上昇した。また、社会融資規模残高の対GDP比率は2018年末の223%から228%へ上昇した。

【図表1】実体経済レバレッジ比率の推移



(出所) 中国国家資産負債表研究センターより当行中国調査室作成

【図表2】流動性供給と経済成長の関係



(出所) 中国人民銀行、国家統計局より当行中国調査室作成

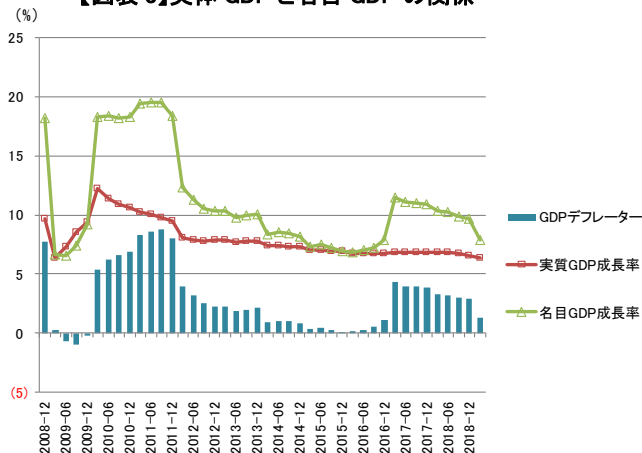
レバレッジの構成要素を見ると、非金融企業のレバレッジ比率の上昇幅が最も大きく、家計部門と地方政府レバレッジ比率の増加も顕著であった。非金融企業部門のレバレッジ比率は2018年末の154%から157%へと3ポイントも上昇した。家計部門のレバレッジ比率は53%から54%へ上昇した。政府部門のレバレッジ比率は37%から38%へ上昇し、その中で、地方政府のレバレッジ比率は1ポイント上昇し、中央政府のレバレッジ比率は0.3ポイント低下した。

レバレッジ比率変化の要因分析

① 物価水準の低下

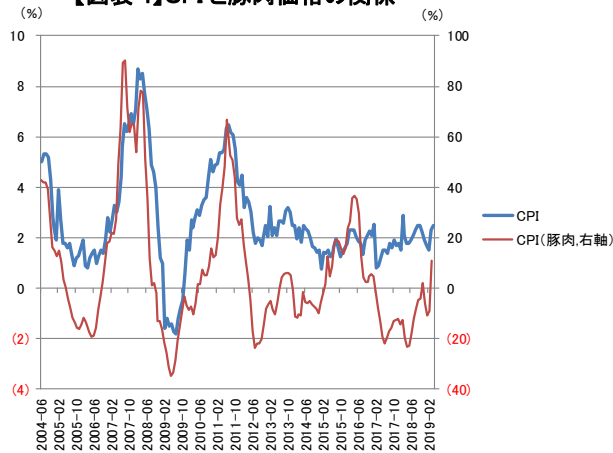
2019年第1四半期の実質GDP成長率は、2018年第4四半期と同水準の6.4%であったが、名目GDPの成長率は2018年第4四半期の9.2%から7.8%まで低下した。GDPデフレーターは2018年通年の2.9%から1.4%まで低下したことは名目GDPの低下に繋がった。レバレッジ比率の分母は名目GDPであることから、物価水準の大幅な低下による名目GDPの縮小は、マクロレバレッジ比率を押し上げる要因の1つであると見て取れる。

【図表3】実体GDPと名目GDPの関係



(出所) 国家統計局より当行中国調査室作成

【図表4】CPIと豚肉価格の関係



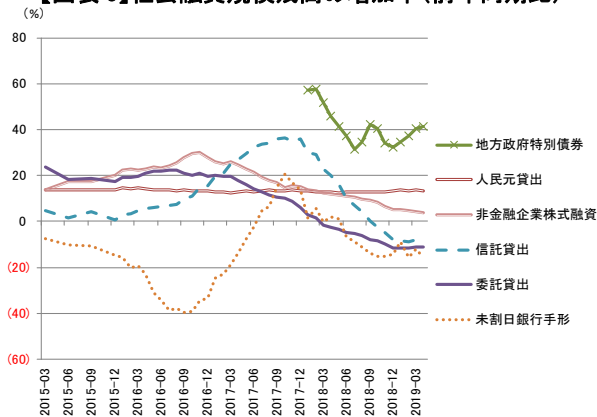
(出所) 国家統計局より当行中国調査室作成

しかしながら、物価水準のレバレッジ比率に対する影響は限定的である。中国の消費者物価指数(CPI)は長年において2.0%前後で推移している。2018年以來、豚肉価格変動の影響が弱まりつつあり、CPIの循環的な特徴も弱まっている。加えて、2019年に入ってから、CPIも生産者物価指数(PPI)も回復する兆しを示している。第2四半期に物価水準の持続的な回復が名目GDPを押し上げ、マクロレバレッジ比率の上昇を抑制することが期待される。

② 銀行人民元貸出の増加

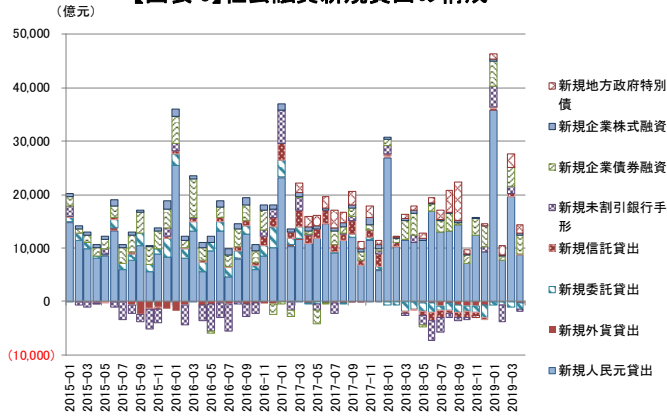
第1四半期において、社会融資規模残高は前年同期比11%増加した。そのうち、人民元貸出は前年同期比14%増加し、企業債券、地方政府特別債券は前年同期比11%、40%それぞれ増加した。そのなかで、人民元貸出の増加は、社会融資規模残高の増加への寄与度が最も高い。その他、シャドーバンキング関連の委託貸出、信託貸出、銀行未割引手形は前年同期比それぞれ11%、8%、12%減少した(図表5)。当局のシャドーバンキングに対するリスク意識は高く、金融市場のデレバレッジ対策は未だ緩和されていない。このため、第1四半期のレバレッジ比率を押し上げる主な要因は、銀行による人民元貸出の増加であることが分かる。

【図表5】社会融資規模残高の増加率(前年同期比)



(出所) 中国人民銀行より当行中国調査室作成

【図表6】社会融資新規貸出の構成



(出所) 中国人民銀行より当行中国調査室作成

2018年に開始された「金融デレバレッジ」は、資金が実体経済より金融機関の間で回されることを減少するための対策である。その結果、信託貸出と委託貸出を代表とするオフバランス融資規模の割合が低下しつつあり、資金需要を埋めるために、人民元貸出が増加することになる。また、2018年の金融政策は引締め気味で、通年の人民元貸出の増加率は13%で歴史的な低水準となっており、社会融資規模残高の増加率も歴史的な低水準の10%しかなかった。流動性の逼迫は、デレバレッジに対しては好条件ではあるが、短期的には経済成長にとってはマイナス要因になっている。その結果、2018年の消費と投資はともに大幅に減速した。これを背景に、2019年の景気下支え政策として流動性供給が強化されていた。

③ 季節的要因

1995年以降の統計を見ると、大規模なデレバレッジ対策が実施された2000年と2011年を除けば、第1四半期のマクロレバレッジ比率は他の四半期より高くなっている。その原因は、分子の貸出規模が比較的に大きいこと、分母のGDPが比較的に小さいことにある。具体的には、年初には金融機関の余剰資金が豊富なため、貸出も活発化している。また、春節休日があるため、第1四半期のGDPは通年GDPの21%~22%と25%を下回ることが一般的である。

II. 部門別でみると実体経済の負債リスク

2019年に、構造改革から景気支援への重点施策の転換による債務増加は顕著であり、中国実体経済の構造的課題も各部門レバレッジ比率の変化から読み取れる(図表7)。具体的には、国有企業を中心とする非金融企業部門負債の増加、地方政府債券の発行の加速、家計部門レバレッジ比率の持続的な上昇などのリスク要因が挙げられる。

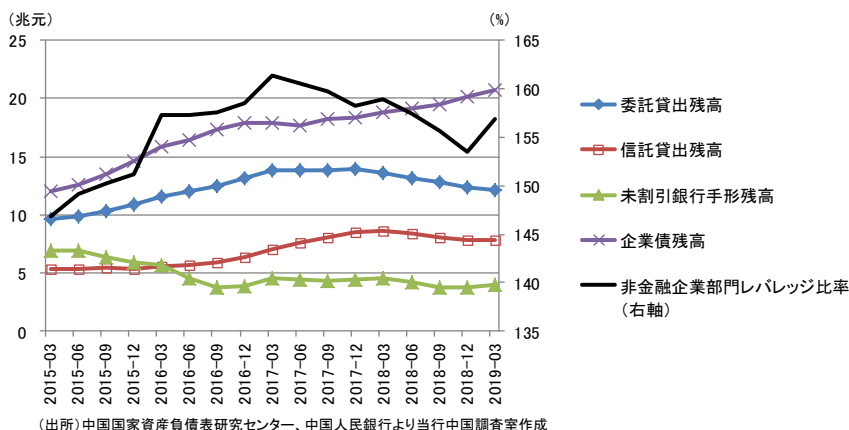
【図表7】実体経済レバレッジと構造的課題の関係

部門別	レバレッジ比率の変化の要因	背景にある中国の構造的課題
非金融企業部門	国有企業負債の増加がレバレッジ比率上昇の主因	国有企業改革 中小企業の資金調達難
政府部門	地方政府債券の発行がレバレッジ比率上昇の主因	地方政府債務リスク 地方・中央財政体制
家計部門	短期消費貸出の増加がレバレッジ比率上昇の主因	不動産価格の高騰 インターネット金融による短期消費貸出増加のリスク

非金融企業部門：国有企業負債規模の拡大と民营企业の資金調達難が併存

2019年第1四半期において、非金融企業部門のレバレッジ比率は154%から157%と3か月間で3ポイント上昇し、実体経済のレバレッジ比率の上昇分の6割以上に寄与した。

【図表8】社会融資規模と非金融企業負債水準の推移



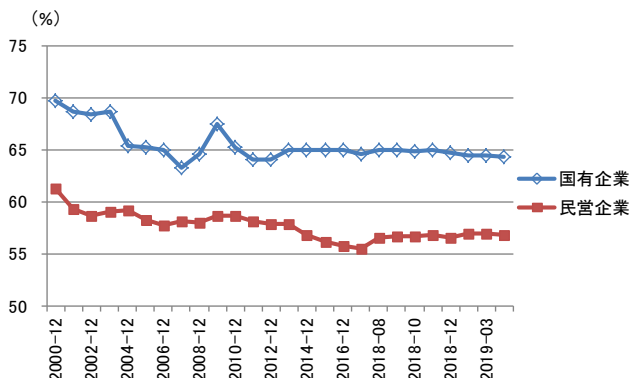
資金調達ルートから見れば、信託貸出、委託貸出と銀行未割引手形といったシャドーバンキングによる貸出規模は基本的に安定しており、3つ合わせて2018年末の24兆200億元から24兆400億元へ微増した。企

業債残高は2018年末の20兆1,300億元から20兆7,900億元まで拡大した。一方、非金融企業の主な資金調達手段の銀行貸出残高は前年同期比18%増加し、GDPに占める割合が99%から102%まで上昇した。

2018年から、企業債のデフォルト件数の増加は注目を集めている。2015年～2017年の3年間で、企業債のデフォルトの金額規模は846億元しかなかったが、2018年通年では、125銘柄の企業債はデフォルトを起こし、金額規模は1,209億6,000万元にまで達した。2019年になると、企業債のデフォルトは依然として頻繁に発生し、4月末まで、58銘柄の企業債はデフォルトを起こし、金額規模は359億5,000万元に達した。2018年から始まっていた企業債のデフォルトの増勢が続いていることが分かる。景気支援策が重点とされる状況下では、流動性逼迫の状況が緩和されるのに伴い、企業債デフォルトの増加に歯止めをかけると期待されるが、債券市場の正常化(元本保証ルール打破)が進められているため、業債のデフォルトは証券市場の常態になりつつあると考えられる。

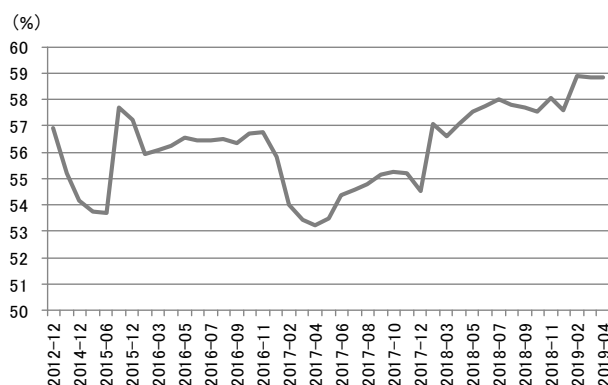
企業種類別で見ると、国有企業と民営企業の負債比率に差がある。国有企業の負債比率は2018年末の65%から2019年3月末の64%まで小幅に低下したが、同期間の民営工業企業の負債比率は56.5%から57%まで上昇した。工業企業の中で、総資産と総負債に国有工業企業の占める割合が40%であるが、営業収入に国有工業企業が占めた割合は25%前後に止まった。民営工業企業の資産効率は、国有工業企業を上回っていることが分かる。

【図表9】国有企業と民営企業の負債比率の推移



(出所) 国有資産監督管理委員会、国家統計局より当行中国調査室作成

【図表10】国有企業負債が非金融企業負債に占める割合



(出所) 国有資産監督管理委員会、中国人民銀行より当行中国調査室作成

国有企業の債務増加は、非金融企業の債務残高を押し上げる主因である。2019年3月末時点で、国有企業債務が非金融企業債務に占める割合が2018年末の58%から59%まで上昇した(図表10)。第1四半期において、国有企業の債務規模は前年同期比15%増加したが、民営企業を主とした工業企業の債務規模は6%しか拡大していなかった。実は、2017年から、国有企業債務が非金融企業債務に占める割合が拡大し続けている。その原因は2つ考えられる。1つ目の原因は、過剰生産能力の解消対策で、国有企業より民営企業の方が標的とされることが多く、過剰生産能力として撤退させられた企業の中で民営企業の割合が高かったことである。2つ目の原因は、2018年以降の金融監督管理強化と流動性逼迫が民営企業に与える影響は比較的大きかったことである。

2019年に入ってから、中央政府は中小企業の資金調達難を解決するために様々な措置を打ち出したのに伴い、非金融企業債務規模も回復し始めている。但し、前述のように、国有企業債務規模の増加率は15%に達し、民営企業債務の増加率を大幅に上回っていることから、国有企業の債務増加が非金融企業債務規模の拡大の主な要因であることが分かる。中小企業の資金調達に関する支援策が実施されるにもかかわらず、民営企業の資産と債務の増加率はともに国有企業を大幅に下回っている。この状況を「国進民退(国有企業が前進、民営企業が後退)」と例えられており、構造改革の方向性に疑問を呈する声が多かった。

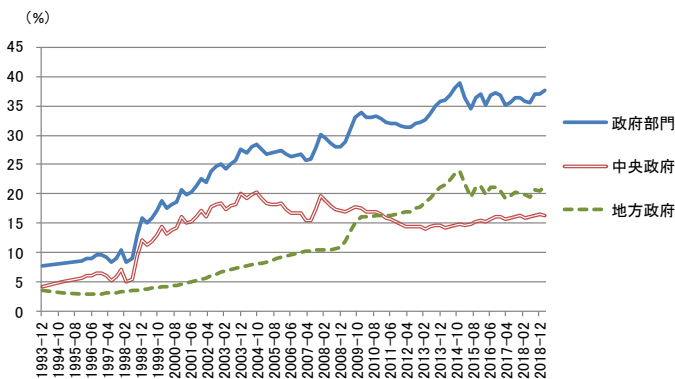
政府部門: 地方政府債の発行の繰り上げでインフラ建設投資を促進

2018年末水準と比較し、2019年第1四半期の地方政府のレバレッジ比率は1ポイント上昇して21%に達し、

中央政府のレバレッジ比率は0.3ポイント低下して16%となった。

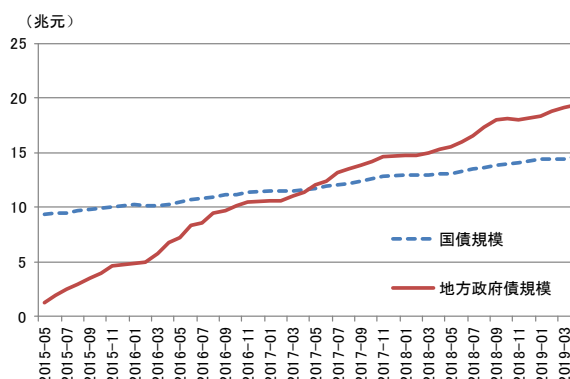
景気支援策の一環としてインフラ投資を加速するために、地方政府債の発行は大幅に繰り上げられている。第1四半期に新規発行された地方債規模は1兆1,847億元(一般債5,187億元、特別債6,660億元)に達し、「两会」で決定された2019年の新規地方債発行枠の38%を占めている。このほか、地方政府借換債2,219億元(一般債1,708億元、特別債511億元)が発行された。地方政府債と借換債合わせて1兆4,066億元に達し、地方政府債務残高は18兆1,000億元から19兆3,000億元へ増加した。同時期の国債規模は、横ばいとなった。地方政府債規模が2017年に初めて国債規模を超過し、その後は規模格差が拡大しつつあり、今や地方政府債は債券市場の主な構成要素になっている。

【図表 11】政府部門レバレッジ比率の推移



(出所) 中国国家資産負債表研究センターより当行中国調査室作成

【図表 12】国債・地方政府債の規模の推移



(出所) 中国債券情報網より当行中国調査室作成

2019年第1四半期に、城投債残高は7兆7,000億元から8兆元へ増加し、増加規模は3,000億元である。それに比べ、2018年通年の城投債の増加幅は5,000億元未満であった。ここから、インフラ建設プロジェクトに充足した資金を提供するために、当局が地方政府融資プラットフォームに対する監督管理が緩和の傾向にあることが分かる。もともと、インフラ投資の資金源として、地方政府債による資金の割合は15%、政府性基金(主に地方政府による土地譲渡収入)による資金の割合は5%、その他は社会資本で構成されている。社会資本は、地方政府の隠し債務、或いはPPPの型を取った優先受益権、地方政府融資プラットフォーム経由の投資などに関連しており、その資金源は委託貸出などのシャドーバンキングを経由するケースが多い。これにより、インフラ投資の増加率がシャドーバンキングの動向から受ける影響は比較的に大きい。2018年に、地方政府デフォルトリスクを抑制するための監督管理の強化、地方幹部の終身問責制度の実施、シャドーバンキング規模の急激な縮小といったことが原因で社会資本が不足に陥り、2018年のインフラ投資の増加率は2%と低水準となったが、2019年第1四半期のインフラ投資増加率は3%へ回復している。

【図表 13】インフラ投資の推移(前年同期比)



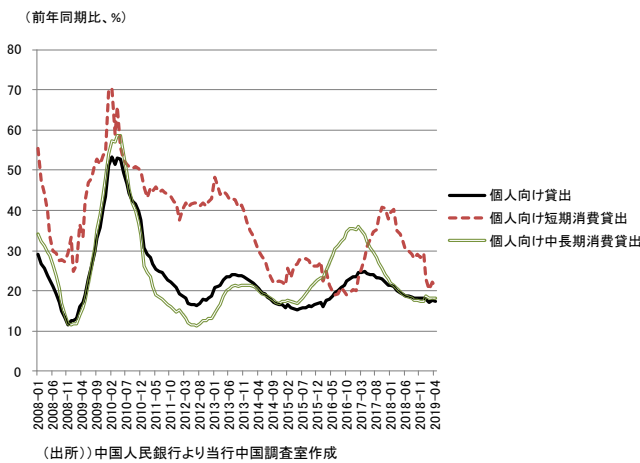
(出所) 国家統計局より当行中国調査室作成

家計部門:短期貸出によるリスク

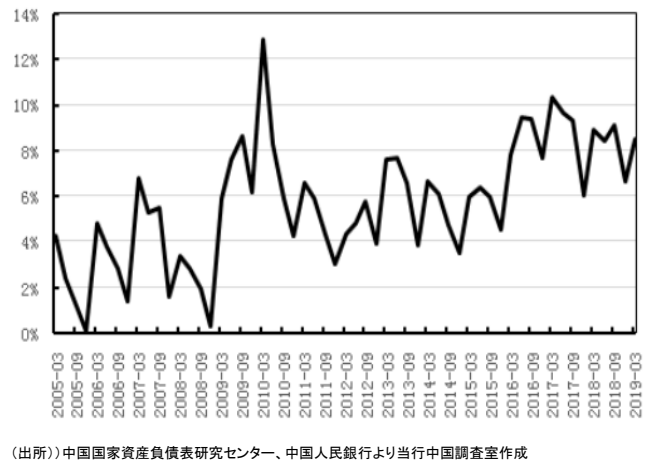
2019年第1四半期に、家計部門レバレッジ比率は52.2%から53.3%まで1.1ポイント上昇した。2008年~2018

年の10年間における年平均増加幅は3.5ポイントであった。この点から見れば、家計部門レバレッジ比率の上昇ペースは過去10年間とほぼ同水準であることが分かる。

【図表14】個人向け貸出規模の推移



【図表15】家計部門新規債務対GDP比率



家計部門負債の主な構成要素は個人向け貸出である。2019年4月末時点で、個人向け中長期消費貸出残高は30兆2,827億元で個人向け貸出全体の61%を占めており、短期消費貸出残高は8兆7,917億元で全体の18%を占めている。住宅ローン貸出は個人向け中長期貸出の主要部分であり、2019年3月末時点で26兆8,700億元に達し、同時期の個人向け貸出に占める割合は54%に達した。個人向け貸出の増加は減速しており、前年同期比の増加率は2018年末の18.2%から17.6%まで縮小し、そのなかでも、短期消費貸出の縮小幅が最も大きく、29%から22%まで低下した。一方、中長期貸出の増加率は2018年末の17%から18%へ小幅に拡大した。

短期消費貸出の増加率は縮小しているが、貸出残高の増加に対して主な牽引力であることに変わりはない。2017年の不動産市場の過熱と住宅ローン制限政策が併存する状況では、短期消費貸出を住宅購入の頭金に充当するケースが増加し、当時の短期消費貸出の伸び率は最高40%以上達していた。その後、当局はこれを防ぐための監督管理を強化したことで、この趨勢が抑制され、短期消費貸出の増加幅も大幅に縮小した。但し、短期消費貸出におけるリスク要因は依然として重視すべきである。インターネット金融の発展や従来の商業銀行の消費貸出業務のモデル転換といった要因は消費貸出の増加率を押し上げ続けており、消費促進というプラスの面もある。しかし、個人向け貸出の不良債権率と住宅ローンの不良債権率とを比較すると、個人向け貸出におけるクレジットカードと消费金融関連の不良債権率が高い。特に、消費者ローンを積極的に利用している消費意欲の高い若者世代は収入源が限られているため、返済資金が不足するケースは少なくない。例えば、大学生向けの消費者ローンは一時的に社会問題になっていた。その他にも、短期貸出が不動産市場や株式市場に流入することも依然として存在している。

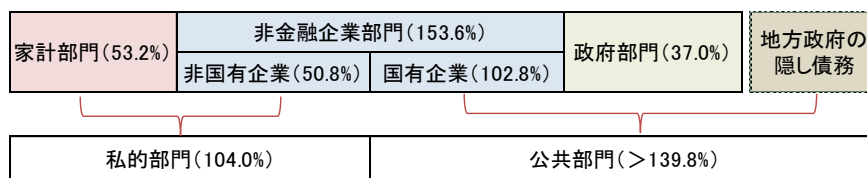
前述のように、家計部門負債の半分は住宅ローンとなっている。不動産市場が過熱した2016年以降、個人新規増加債務の対GDP比率の変動範囲は4%~8%から6%~10%へ上昇した。2017年下半年より、「住宅は住むためのものであり、投機するためのものではない」という不動産コントロール政策の影響下では、家計部門の債務水準はある程度抑えられた。2019年に、バラック地区改造行動は終焉を迎え、不動産コントロール政策による不動産市場の減速が変わらない状況下では、家計部門レバレッジの上昇ペースが小幅に減速すると考えられる。

2008年の国際金融危機以来、グローバルベースでデフォルトリスクの深刻化が問題視されている。この中で、中国の実態経済の上昇速度は特に速く、2008~2016年において、中国のマクロレバレッジ比率の平均年間増加幅は12ポイントと、同時期の世界レバレッジ増加幅の2倍以上であった。レバレッジの過度な上昇は金融システムの不安定化につながりかねないため、デフォルトリスクの抑制を重大リスク防止対策の重点とされ

ている。

現段階では、中国の実態経済レバレッジ比率は 250%前後であり、新興国平均水準の 190%をはるかに超過し、米国のレバレッジ水準に近づいている。レバレッジの構造からみると、家計部門レバレッジ比率は「正常」な水準に維持しているが、レバレッジ比率の上昇速度と短期消費貸出残高の増加がリスク要因となっている。非金融企業部門レバレッジ比率について、デレバレッジ対策の影響で民営企業の負債水準が低下したが、国有企業の負債水準は逆に上昇し、2018 年末時点で国有企業債務が非金融企業債務に占める割合は 67%であり、2017 年より5.5ポイント拡大した。中国の国有企業における債務半数程度は政府プラットフォームの債務であり、その背後には、地方政府の債務負担と直接に関連している。この意味では、国有企業の債務問題は、地方政府とは切っても切れない関係にある。現時点では、中国の政府部門のレバレッジ比率が比較的に低いことは、国債、地方政府債などの「顕在債務」のみが統計対象とされたからである。地方政府の「隠し債務」には、融資プラットフォームによる債務に加え、政府投資基金、特別建設基金、政府購買サービス、PPP などの名を借りて調達した資金も含まれる。中国国家社会科学院金融・発展実験室の推計によると、2017 年の地方政府の「隠し債務」は 45 兆 3,000 億元に達し、「顕在債務」と合わせれば、2017 年の政府部門レバレッジ比率は 90%を超過することになる。

【図表 16】中国実体経済レバレッジの構成(2018 年)



(注)括弧内はレバレッジ比率である。

国有企業と政府部門のレバレッジ比率を足し合わせて「公共部門レバレッジ比率」を計算すると、2018 年の公共部門のレバレッジ比率は 140%に達し、私的部門レバレッジ比率(住民部門と非国有非金融企業)の 104%を上回っている。地方政府の隠し債務を加えれば、公共部門のレバレッジ比率はさらに高くなる。グローバルベースで見ると、日本を除けば、公共部門レバレッジ比率が私的部門レバレッジ比率を超過する国は中国だけである。この点から見れば、家計部門のデフォルトリスクは注目すべきではあるが、最も喫緊な課題は国有企業と地方政府の債務問題にある。2017 年からのデレバレッジ対策のもとで、非国有企業のレバレッジ比率が低下し、家計部門のレバレッジ比率が逆に上昇した。一方、国有企業と政府部門に対してはデレバレッジの効果は薄かった。持続的成長を実現するために、今までのデレバレッジ対策の方向性を見直し、国有企業改革によって近代的な企業ガバナンス制度の構築を加速し、地方政府による「暗黙の保証」を解消することに重点を移す必要があると見られる。

MUFG バンク(中国) 中国投資銀行部
中国調査室 于瑛琪

CDI コラム: 中国企業「解体新書」

第二回 平安好医生

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えます。

第2回は、中国でオンライン医療サービスを提供し、昨年5月に香港市場へ上場を果たした平安好医生(Ping'an Good Doctor)を取り上げます。

I. 中国メディテックの雄「平安好医生」

スマホアプリ上で病院(診療科や医師)の紹介と診察予約/問診・健康相談/医薬品をはじめとしたヘルスケア製品のEC等を行えるプラットフォーム「平安好医生」は、2015年にサービスを開始。アプリの登録ユーザー数は2017年時点で2億人近く、多い日には利用者数が延べ50万人超に達すると言われています。サービス開始から3年後の2018年5月には、運営会社である平安健康医療科技がメディテック(オンライン医療サービス)事業者として初めて香港証券取引所に上場、たとえば、その勢いを感じることができるでしょう。また、ソフトバンクグループ(ソフトバンク・ビジョン・ファンド)が4億ドルを出資していることでも知られています。

中国では、質量ともに医療資源が不足している上、高度な医療資源が沿岸部や大都市に偏在しています。こうした状況を踏まえると、web サービスやアプリを通じてオンラインで健康管理を行い、必要に応じてオフラインの実体病院で診療を受ける、というオンラインとオフラインの分業による効率化は不可避だったと言えるでしょう。事実、平安好医生の他にも、「微医(We Doctor)」「好大夫在线」「春雨医生」など、類似のサービスは枚挙に暇がありません。

ただ、その中でも平安好医生は、決済プラットフォームをはじめとして母体である平安保険グループと各方面で連携していることや、社内で独自に医療担当者を組織することで質の高い問診・健康相談サービスを提供している点に強みを持つと言われています。これらの強みが企業の成長スピードにも反映されているようで、例えば未上場での評価額が10億ドルを超え、「ユニコーン企業」に数えられるまでの期間で見ると、「微医」が5年、「好大夫在线」が9年を要したのに対し、平安好医生はわずか2年でした。そして、この業界で初めて上場を果たしたことは、既に述べた通りです。

II. 平安好医生の“強み”は本物か？

このように平安好医生は、中国メディテック業界の「勝ち組」として確固たる地位を築いているように思えるかも知れませんが、しかしながら、今後の立場は、決して盤石とは言い難いようです。

1: 平安保険グループに集客を依存

前述の通り、平安保険グループとの連携が平安好医師の強みの一つではあります。保険のセールスマンが保険商品の販売と並行して「平安好医師」アプリの無料ダウンロードを薦め、それによって多数のユーザーを獲得する、というモデルで、平安好医師は成長してきました。しかしながら、平安保険グループへの依存度が高すぎるのではないかと、という指摘も出ています。

例えば、2018年の平安好医師の営業収入は33.4億元に達しますが、このうち、約13億元は平安保険グループとの取引額であり、実に40%近くを平安保険グループに依存していることとなります。

また、2億人近いユーザーの約半数は、例えば保険加入者に提供する健康相談サービスの一部を平安好医師に送客するという形式でサービスを利用しており、実は平安好医師アプリではなく、平安保険グループの別サービスのユーザーです。

平安保険グループの一員としての立ち位置があつてこそその急成長かと考えると、純粋に医療サービスプラットフォームとしての競争力が他を圧倒しているとは言い難いものがあります。

2: 実は差がない医療サービスの「質」

平安好医師のもう一つの強みが、自社で医療担当者を組織していることによるサービス品質の高さでした。しかし、この点にも疑問符が付きます。平安好医師が医療担当者を自社で抱えているとは言え、その中で医師免許を持つ「医師」はごく一部でしかありません。例えば、2018年末時点で、平安好医師は1,000名超の医療担当者を組織していますが、その中で医師免許を持っているのは215人のみで、その他は医療アシスタント職とされています。

つまり、平安好医師が「オンライン診療」を提供しているとは言え、その実態は自動化プログラム＋医療アシスタントによる簡易的な問診が主であり、医師免許を持つ医師は、診察の最終段階での診断や処方を行うのみである、と言えるでしょう。

それでは、一日に延べ50万人超にも達する大量の患者(これは「三級甲等」に分類される大型総合病院にして数十件分に相当します)にどのように対応しているのでしょうか。

結果的に、近年の平安好医師は、他のメディテック企業と同じく、外部医師のネットワーク拡大に努めるようになりました。2017年末から2018年末の一年間にかけて、社内の医療担当者は888名から1,196名へと308名(約35%)増加したのに対し、ネットワークされた外部医師の人数は2,139人から5,203人へと2倍以上に増えています。これは、社内から社外へ、医療資源の配置に関する戦略を明確に転換したことを示しています。

そして、それは同時に、平安好医師が競合サービスとの差別化要素を手放しているということも意味するでしょう。

以上を踏まえると、平安好医師の強みは「平安保険グループに由来する集客力」に尽き、オンライン医療サービスプラットフォームとしては競合サービスに対する明確な強みを持たないことがわかります。

平安好医師を冷静に評価するならば、オンライン医療プラットフォームとしては優位性確立に向けた試行錯誤を続けながらも、患者の獲得という「陣取り合戦」においては他社に一步先んじている、ということになるでしょう。

Ⅲ. 今後の中国市場において、日本企業に求められるものとは？

日本はおろか、世界的に見ても「勝ちパターン」の確立されていないメディテック領域において、まずは患者数、即ちユーザーの“量”の獲得を最優先にすることは極めて合理的な戦略と言えます。しかしながら、ある程度まで新規ユーザーの流入が進むと、その先にはサービス間でのユーザーの棲み分け、即ち自社のサービスに合致したユーザーの“質”に基づく競争が待っていることも、また自明です。

その意味で、平安好医生は“量”の戦いでは優位性を持っていたものの、“質”の戦いへとゲームのルールが変化した後に、いかにどの競争力を持つかは未知数です。

メディテックに限らず、今後は様々な業界において、勝負のポイントが「量」から「質」へと変化していきます。その中では、日本企業がこれまで培ってきた製品／サービスの質の高さが活きるはずですし、日本企業との協業によって競争力を高めたい、という中国企業のニーズも更に高まると考えられます。

しかし、「量」を取りに行くために“日本品質”“や”日本ブランド“を謳い文句としたいだけの場合もあります。また、変化の激しい中国市場においては、意思決定に時間がかかりすぎてしまうと、本当に高い「質」をもってしても覆せない「量」の差が生まれてしまうこともあります。

そのため日本企業には、中国側の本音を冷静に見極めつつ、一方でスピーディに対応することが求められます。言い換えれば、製品／サービスの質を活かすための「経営の質」が問われるということでもあるでしょう。

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

デジタル課税とその時代①

問題の背景

6月に大阪でこれ迄において日本で開催された最大規模の国際会議であるといわれる G20 が開催されました。

日本が初めて議長国となる今回のサミットにおいては、デジタル課税の問題が主要な議題として掲げられています。

また、この議論を行うにあたって各国政府とともに OECD がその中心的な役割を果たすものとなっています。

G20 とは

G20 とは“Group of Twenty”の略で、主要国首脳会議 (G7) に参加する 7 か国、欧州連合 (EU)、新興経済国 12 か国の計 20 か国・地域からなるグループです。

構成国・地域は、アメリカ合衆国、イギリス、フランス、ドイツ、日本、イタリア、カナダ (以上、G7 参加国)、ロシア、中華人民共和国、インド、ブラジル、メキシコ、南アフリカ、オーストラリア、韓国、インドネシア、サウジアラビア、トルコ、アルゼンチンに欧州連合を加えたものであり、20 か国・地域首脳会合 (G20 首脳会合) 及び 20 か国・地域財務大臣・中央銀行総裁会議 (G20 財務相・中央銀行総裁会議) を開催しています。

OECD とは

OECD とは「Organisation for Economic Co-operation and Development : 経済協力開発機構」の略で、その本部はフランスのパリに置かれています。

第二次大戦後、米国は経済的に混乱状態にあった欧州各国を救済すべきとの提案を行い、「マーシャルプラン」を発表しましたが、これを契機として、1948 年 4 月、欧州 16 か国で OEEC (欧州経済協力機構) が発足しました。これが OECD の前身にあたり、その後、欧州経済の復興に伴い 1961 年 9 月、OEEC 加盟国に米国及びカナダが加わり新たに OECD (経済協力開発機構) が発足しました。その後、日本は 1964 年に OECD 加盟国となりました。

OECD の目的

OECD は、先進国間の自由な意見交換・情報交換を通じて、1) 経済成長、2) 貿易自由化、3) 途上国支援 (これを「OECD の三大目的」といいます) に貢献することを目的としています。

これらの目的を達するために、経済政策委員会、貿易委員会、開発援助委員会があり、これ以外にも、全体で約 30 の委員会が多岐に亘る分野において活動しています。なお、エネルギー問題を検討する附属機関として、IEA (国際エネルギー機関 : International Energy Agency) があります。

また、租税分野においては、租税委員会 - Committee on Fiscal Affairs (CFA) を設立しその対応を図っています。

租税委員会は、租税政策・税務行政の両分野において広く情報の共有・意見交換を実施している国際フォーラムであり、特に国際課税分野において OECD モデル租税条約や OECD 移転価格ガイドラインをはじめとしたルールの策定を積極的に行っています。

現在（2017年3月時点）、OECD の加盟国は以下の 35 か国となっています。

(1) EU 加盟国（22 か国）

イギリス、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、フィンランド、スウェーデン、オーストリア、デンマーク、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド、チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロヴァキア、エストニア、スロベニア、ラトビア。

(2) その他（13 か国）

日本、アメリカ合衆国、カナダ、メキシコ、オーストラリア、ニュージーランド、スイス、ノルウェー、アイスランド、トルコ、韓国、チリ、イスラエル。

そもそも OECD はその国際組織としての位置づけから、G20 に対して以下のようなサポートを行っていると考えられています。

- ・議論を整理することによる議題の確定
- ・証拠に基づく分析と報告書を作成することによって政策の選択肢を提供する
- ・議長国の優先事項に関する会員全員の合意形成
- ・重要な問題に関する国際標準を設定することによる国際的ガバナンスの強化
- ・従前の政権からの伝統やコミットメントが観察され提供されることの確認

このように、国際課税の局面においても、OECD は議論の中心となっています。

但し、OECD の BEPS 紹介 web page (<http://www.oecd.org/tax/beps/>) にみられるように（ここでは国際組織のインタビューではみられることの少ない日本財務官の浅沼氏が英語で解説を行っています）、当初これらの議論は数人で開始され、これほど大々的に各国首脳による政治的サポートを得られるとは全くもって想像だにできなかったということです。この契機となったのは、2012年に英国で起こったスターバックス、グーグル、アマゾン等の米国企業の採用する課税回避行為にかかわる道義的問題追及です。

この中でも、とりわけ、マーガレット・ホッジ委員長（当時）による “We are not accusing you of being illegal, we are accusing you of being immoral.”（我々はあなた方に対して、違法な行為を行っているものとして責めているのではなく、あなた方の非道徳的行動について責めているのです）という発言は、BEPS 問題の的確に表現したものとして多くの注目を浴びました。

これらの背景には、当時、英国が財政赤字の縮小に向け第二次世界大戦以降最大の歳出削減を実施している中で、国際的大企業が英国での税負担を最小限に抑えようとしていたことがあり、これを受け、オズボーン英財務相（当時）は、直ちに税金逃れを減らすための早急な国際ルールの明確化が必

要であることを強く主張したとされています。

また、時を同じくしてフランス等の国においても同様の問題が指摘され、これらの流れが BEPS 対応にかかわる各国首脳の間を一致させることに大きな影響を与えるものとなりました。

その後の開催された 2013 年ロシア、2014 年オーストラリア、2015 年トルコにおいて BEPS 対応に関する議論が急速に政治的サポートを得ることになりました。

税に関する G20 サントペテルブルク首脳宣言附属書（骨子）

平成 25（2013）年 9 月 6 日

国際的に協調した取組みにより、現行のルールでは概ね合法的な国際的なタックス・プランニングから生じる税源浸食に対処しなければならない。G20 首脳は税源浸食と利益移転（BEPS）への対処の必要性を、2012 年 6 月のロスカボス・サミットにおける税に関するアジェンダの最優先項目として特定。G20 の指示を受け、OECD は 2013 年 2 月に BEPS に関連する問題の概要についてのレポートを提出し、現在、BEPS に対処するための野心的で包括的な行動計画を提示した。行動計画で特定された 15 の項目計画に係る提案及び勧告を策定するため、OECD 非加盟 G20 諸国が OECD 加盟国と対等な立場で参加する OECD・G20 BEPS プロジェクトを設立。G20 首脳は OECD による迅速かつ効果的な対応を評価。

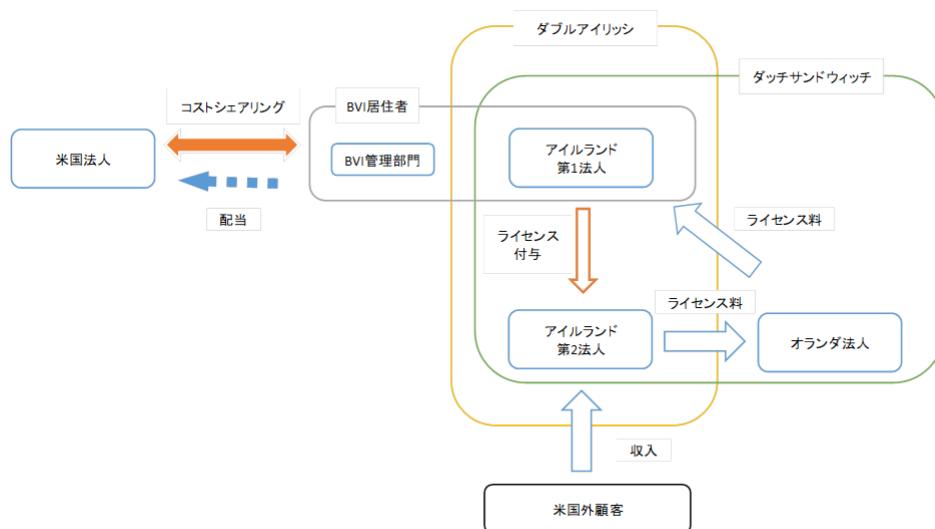
採用された具体的なスキームとは

このように国を跨ぐ問題となった大企業による税負担低減スキームとは果たしてどのようなものだったのでしょうか。

以下では、グーグルやアップルなどの米国大手 IT 企業により採用されていた租税回避スキームを解説します。

ここでは、「ダブルアイリッシュ」というスキームに「ダッチサンドウィッチ」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み込むことにより、米国から見た税金を限りなく低い水準に抑えることができます。

ダブルアイリッシュ・ダッチサンドウィッチ図



始まりは、米国法人での税負担を低減したいというものです。

①コストシェアリング

まず、米国国内における収入と米国国外における収入を分割するところから始めます。

ここでは、コストシェアリングという手法が使用され、一般に、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、米国国外の法人は無形資産の研究開発について一定割合の資金を負担する代わりに自らが当該無形資産の所有権を有することが可能となります。すなわち、これによって、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設立した子会社に帰属させることができます。

これにより、配当をしない限り、米国における課税を受けないことができる可能性を確保することができます。

しかしながら、米国にはサブパートF収入という、日本でいうところのタックスヘイブン税制（海外子会社の収入（ここでは留保金ではない点に注意）についても国内親会社の収入とみなして課税を行う制度）のような制度があり、たとえ収益の帰属を海外子会社に分割して帰属させたとしても、それだけでは米国の課税から逃れることはできません。

2015年以降にアイルランドにおいて設立された法人については、税務上もアイルランド居住者とされるようになり、また、それ以前にアイルランドにおいて設立された法人についても2020年以降は全てアイルランド居住者とされるものとなっています。

従って、2015年以前にこのスキームを採用している企業については、2020年までは同様の効果を享受できますが、2020年以降は上述の③の部分（アイルランドにおける免税）の適用が無くなり、12.5%の課税が行われることとなります。

しかしながら、一方で、アイルランド政府は 2016 年税制改正において、新たに Knowledge Development Box (KDB) という制度を導入し、一定の研究開発機構として認定を受けたアイルランド法人については 6.25%の税率適用を受けるものとされており、これにより、BVI 等のタックスヘイブンの要素を組入れないものとしても、比較的低率の税負担の享受が可能となる税制スキームの提供がなされています。

②ダブルアイリッシュ その1 (米国における課税の回避)

そこで、ダブルアイリッシュという手法が採用されることとなります。

ここでは、米国税法におけるいわゆるチェックザボックス・ルールという制度が機能することとなります。すなわち、米国国外の子会社の一定の収入については、あたかも米国親会社の収入であるかのように米国において合算して課税がなされるものの、米国税務上コーポレーションと分類される米国国外子会社（上図の第1法人）が設立する完全子会社（上図の第2法人）について、チェックザボックス・ルールの適用を受けることにより disregarded entity（税務上の主体とみなされない法人）としての分類を受けた場合には、当該法人から第1法人への支払いについて、第1法人において米国合算課税の対象となる上述のサブパート F 収入に含まれないものとなります。

これにより、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。

さらに、アイルランドの税率は 12.5%であり、米国の法定税率である 35%に比較し約 3分の1と低いものとなっています。

しかしながら、際限を知らない税負担低減への意志は、さらなる税負担低減を目指すこととなります。

③ダブルアイリッシュ その2 (米国国外における課税の回避)

ここでは、いわゆるタックスヘイブンの機能が活用されることとなります。

アイルランドでは、最近まで法人の税務上の居住国はその設立の場所ではなく、管理支配機能のある場所とされていたことから、第1法人の管理支配機能を英国領バミューダ (British Virgin Islands) に置くことにより、アイルランド税務上は BVI 居住者とされることになり、アイルランドでの課税は受けないこととなります。

さらに、BVI はタックスヘイブンとして、BVI 以外で発生した所得について課税が行われないことから、結果的に第1法人の利益について、税負担を回避することが可能となります。

しかしながら、第1法人が BVI 居住法人とみなされた場合には、アイルランド居住法人である第2法人から、BVI 居住法人である第1法人に対して、ライセンス料を支払うに際して源泉徴収課税が発生することになってしまいます。

③ダッチサンドウィッチ

ここで、登場するのが、ダッチサンドウィッチという手法です。

ここでは、アイルランドにおいては EU 域内に対するライセンス料の支払について源泉徴収が免除されていること、また、オランダにおいては国内税制上ライセンス料の支払いに対する源泉徴収がな

いことから、ダブルアイリッシュ間（第2法人から第1法人に対する）の支払について、オランダ法人を挟むこと（ダッチサンドウィッチ）により、直接支払った場合に課税されることとなる源泉徴収税を回避すること可能となります。

以上より、ダブルアイリッシュ・ダッチサンドイッチといった組み合わせが完成することになります。また、実際には、米国国外からの収入について、アイルランド第2法人の口座を介在させることなく、オランダ法人の口座に入金し、その後、BVIにある第1法人口座に直接振替えるといった形を採用することにより、どの法域から見てもオフショア所得とみなされやすいようにするなど、さまざまな実務面での工夫が同時に採用されているものといえます。

今回は、デジタル課税の内容について解説します。

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

望月一央(公認会計士) MAZARS JAPAN/CHINA パートナー

東京公認会計士協会租税委員会委員

IBFD Japan Chapter Author(Transfer Pricing, Investment Funds)

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



三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2019年6月)

■ ニュースフォーカス No.6 2019

大湾区緊密協力モデルの構築 広東省マカオ合作漢方薬科技産業園

http://rmb.bk.mufig.jp/files/topics/955_ext_02_0.pdf

業務開発室

■ MUFG BK 中国月報 第160号 (2019年6月)

FTA/EPA のすすめ

<https://count.bk.mufig.jp/c/Ccl0jw5mgrq5a2Hcb57f210lid0jw5mie91rk>

国際業務部

■ MUFG BK CHINA WEEKLY 2019/6/5

<https://count.bk.mufig.jp/c/Ccl0jwlp48p7h8Hfd51c25flid0jwlp6kzyw7>

国際業務部

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては全て顧客御自身でご判断くださいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当店はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

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