

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—

調査部 上席主任研究員 三浦 有史

目 次

はじめに

1. 企業の投資効率が低下

- (1) 鉱工業分野の企業業績は回復へ
- (2) 国有鉱工業企業の投資効率低下
- (3) サービス業の投資効率はさらに低い

2. 三つの過剰によって生まれたゾンビ企業

- (1) 増え続ける企業債務
- (2) ゾンビ企業の特定制とリストラ
- (3) ゾンビ企業の先行研究
- (4) ゾンビ企業の全体像を探る—上場企業の財務データから

3. 2017年の展望—危機は回避できるか

- (1) 危機は絵空事ではない
- (2) 上昇続くレバレッジ比率
- (3) 市場は機能するのか—「市場主導」と「市場化」

おわりに—中長期的な視点から

要 約

1. 中国企業の業績は2016年に入り回復に転じた。所有形態別にみると、国有企業の回復が目覚ましい。産業別では、過剰生産能力が問題視された鉄鋼と石炭の業績回復が顕著である。しかし、投資主導の経済成長は、今後、試練を迎えることになる。中国の投資効率は著しく低下している。なかでも、国有企業は鉱工業だけでなくサービス業においても効率が低く、中国経済の下押し圧力となっている。
2. 習近平政権は、発足当初より、投資主導経済から脱却する必要性を説いてきたが、その成果は全くあがっていない。過剰投資は過剰生産能力、過剰生産能力は過剰債務、過剰債務は不良債権比率の上昇という問題を生み出した。これを受け、政府は、2015年末、ゾンビ企業を市場から退出させる方針を打ち出した。しかし、中央政府や一部の地方ではゾンビ企業の特定に手間取っており、前途多難が予想される。
3. 上場企業（A株）の財務データから判断すると、2015年時点でゾンビ企業は28.1%を占める。不動産業におけるゾンビ企業の割合が高く、その半分を占める。製造業は2015年にゾンビ企業が急増し、3社に1社が該当する。
4. 国際決済銀行（BIS）によれば、中国の企業部門が抱える債務（GDP比）は、過去になんらかの経済危機に陥った国を上回っており、危機が絵空事とはいえない状況にある。こうした状況下では、ゾンビ企業はその予備軍を含めて広く捉える必要があり、ゾンビ企業の再定義は一刻の猶予もない課題となっている。
5. 個々の企業を対象にしたゾンビ企業論は、企業にリストラを促すうえで欠かせないものの、金融セクターが抱えるリスクを過小評価する可能性がある。レバレッジ比率が低下した上場企業の割合は増えているものの、上場企業全体のレバレッジ比率は高い水準で推移しており、2016年9月末には174.6%に達した。中国ではゾンビ企業が減っても金融システムが不安定化する可能性がある。
6. 政府は、9月、債務の株式化を通じてレバレッジ比率を引き下げるという成果重視の政策を打ち出した。今回の債務の株式化においては、90年代末の失敗を踏まえ、政府非介入を意味する「市場主導」と、個人投資家の参加を歓迎する「市場化」を重視するとしている。しかし、中国の市場は未成熟であり、債務の株式化がどのように展開するのかについて国内でも不安視する声が少ない。

はじめに

「経済社会は安定かつ健全な発展を維持しているが、過剰生産能力や金融リスクの問題が顕在化している」。2016年12月の中央経済工作会議で示された指導部の中国経済に対する現状認識である。同会議の目的は2016年を回顧するとともに、2017年の政策の方向性を示すことにある。その影響の大きさから内外の注目を集めるのは、中国が金融リスクにどのように対処するかである。金融リスクの一つは米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げに伴う人民元の下落と資本流出のリスクであり、もう一つは企業部門の急速な債務増加による金融システム不安定化のリスクである。

求められる経済政策の難易度はかつてなく高い。財政政策は前年に続き「積極的」、金融政策についても「穏健」とされたが、後者については「中性」という注釈が加えられた。「中性」とは、アメリカの利上げにより流動性が低下することは回避するものの、過剰債務の問題をこれ以上悪化させないため、従来のように潤沢に資金を供給することはしないことを意味する。国家統計局が公表する経済指標は堅調であるが、企業の財務体質は悪化の一途にある。

積極的な財政政策により成長率を維持する一方で、金融政策を「中性」に変えることにより、成長と安定という二兎を追う、というのが2017年のシナリオである。シナリオ通りに進むか否かは、非効率な国有企業＝ゾンビ企業を特定し、リストラを進めることが出来るか否かにかかっている。ゾンビ企業を市場から円滑かつ着実に退出させることができれば、経済成長の持続性は間違いなく高まる。2017年はその成果を占う最初の年となる。

本稿ではゾンビ企業を取り上げる。中国ではゾンビ企業を市場から退出させなければ成長の持続性が損なわれるという認識が高まっているものの、ゾンビ企業の明確な定義が存在しない。また、ゾンビ企業の問題がどの程度深刻といえるのか、政府はどのような政策を打ち出しているのか、その実効性をどう評価すべきかについても定かではない。

以下では、まず、国有企業の投資効率の低下によって、生産能力と債務の過剰が深刻化したことを紹介したうえで（1）、ゾンビ企業が生まれた背景、リストラの進捗状況、産業別分布について明らかにする（2）。そして、金融危機が絵空事とはいえなくなっているため、中国はゾンビ企業退出政策の実効性が問われる段階にあることを指摘する（3）。

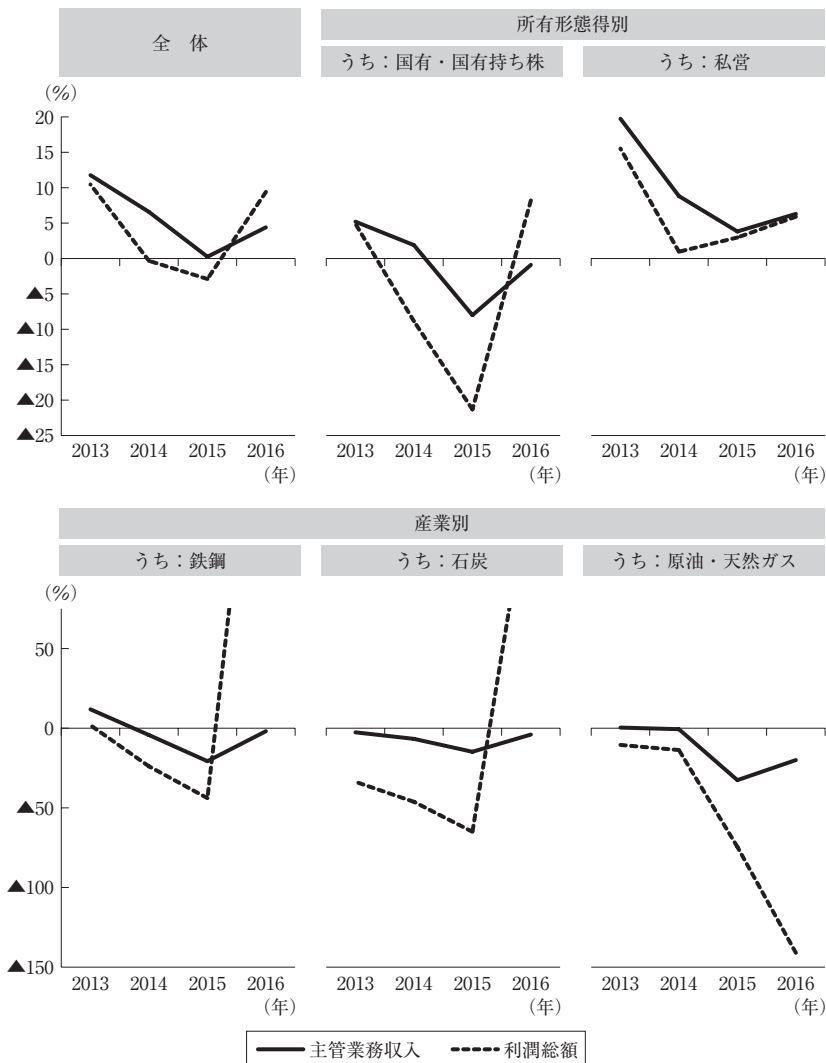
1. 企業の投資効率が低下

2016年に入り、中国企業の業績は回復に転じた。しかし、投資効率は低下の一途にある。国有企業は鉱工業だけでなく、サービス業でも効率低下を招来する要因となっている。

(1) 鉱工業分野の企業業績は回復へ

鉱工業分野の一定規模以上の企業の2016年1～11月の主管業務収入は前年同期比+4.4%、利潤総額は同+9.4%の伸びとなった（図表1）。2015年は前者が前年比+0.3%、後者が同▲2.9%であったことから、政府内には最悪期を脱したとの認識が広がっている（注1）。所有形態別にみると、国有・国有持ち株企業（以下、国有企業とする）の回復が目覚ましい。国有企業の利潤総額は、過剰生産能力の問題が顕在化するのに伴い2015年に前年比▲21.3%と大きく落ち込んだものの、2016年1～11月は前年同

(図表1) 鉱工業分野の主管業務収入と利潤総額の伸び率



(資料) CEIC、国家統計局 (NBS) 資料より作成
 (注) 2016年は1～11月値。年間主管業務収入が2,000万元以上の企業を対象。

期比+8.2%と「V字回復」を遂げた。国有企業は主管業務収入と利潤総額の2割を占めるに過ぎないが、中国経済を主導する存在と位置付けられているため、習近平政権はこの結果に胸を撫で下ろしているに違いない。

産業別にみると、過剰生産能力が問題視された鉄鋼と石炭の業績回復が顕著である。鉄鋼は、1～11月の利潤総額が前年同期比+274.7%と、前年（前年比▲43.9%）から劇的な回復を遂げた。石炭も前年同期比+156.9%と、目覚ましい回復をみせた。2016年に入っても利潤総額の伸び率が前年を上回るマイナス幅を記録しているのは主要産業のなかで石油・天然ガス産業だけとなった。

企業業績が回復した最大の要因として生産者価格の持ち直しをあげることができる。軟調が続いていた生産者価格指数は2016年9月に55カ月ぶりに100を上回った（図表2）。理由は産業によって異なるものの、石炭については生産能力の削減が進んだことが大きい。1～11月の石炭生産量は前年同期比▲

10.5%となった（注2）。政府は、2015年に37.5億トンに達した石炭生産量を2020年までに10億トン削減するとしている。これを達成するには年平均▲6.8%の削減が必要となるが、1～11月の実績はこれを上回る。

一方、鉄鋼については、1～11月の粗鋼生産量が前年同期比+1.1%であった（注3）ように、生産能力の削減は全く進んでいない。にもかかわらず、鉄鋼の生産者価格指数が上昇に転じた背景には、自動車とはじめとする一部の産業の増産に伴う鉄鋼需要の高まりがある。自動車は税制上の優遇措置が打ち出された小型車の販売が好調で、1～11月の生産台数は前年同期比13.3%増の2,526万台となった。12月、政府が優遇措置の延長を決めたことにより、鉄鋼産業に対する生産能力削減圧力は弱い状態が続くと見込まれる。

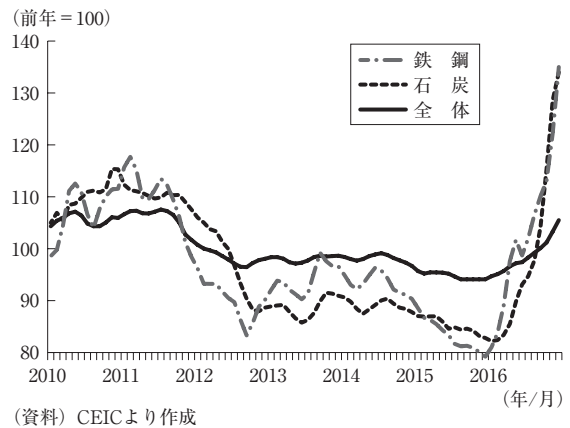
不動産開発およびインフラ投資も鉄鋼の生産者価格の上昇に寄与した（図表3）。固定資産投資は、6割を占める民間投資（注4）が低調で、1～11月は前年同期比+8.3%と低い伸びにとどまったものの、分野別にみると、不動産開発投資が同+6.5%、インフラ投資も同+18.9%と、いずれも前年（前年比+1.0%、同+10.2%）を上回る伸びをみせた。投資主体別では、国有・国有持ち株投資が同+20.2%と好調で、固定資産投資を下支えする役割を果たした。鉄鋼産業は政府主導の景気刺激策によって息を吹き返したといえる。

(2) 国有鉱工業企業の投資効率低下

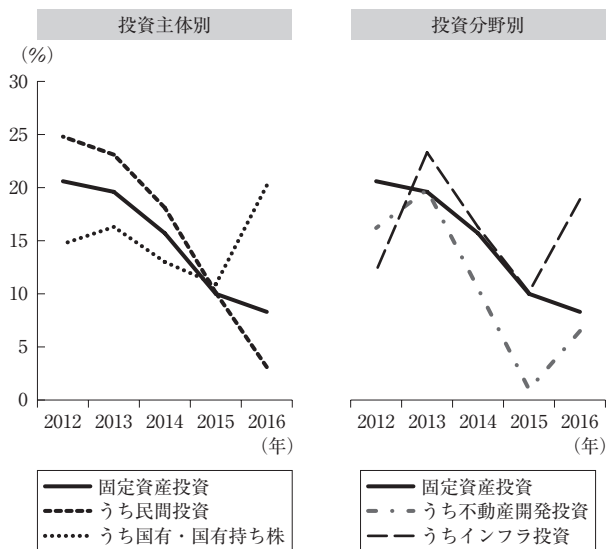
政府は、10月中旬からのわずか1カ月で、鉄道や道路など17件、投資総額3,536億元のプロジェクトを承認し（注5）、投資拡大による景気の下支え策を強化している。投資拡大が容認される背景には、中国の一人当たりの資本ストックが先進国に比べかなり低く、インフラ投資の余地は大きいとする見方（注6）が勢いを増していることがある。政府内では、足元の経済指標が底堅く推移していることから、2017年も6.5%前後の成長が見込めるといって楽観論（注7）が支配的となっている。

しかし、こうした投資主導の経済成長は、今後、試練を迎えることになろう。投資に依存した経済成

（図表2）生産者価格指数



（図表3）固定資産投資の伸び率



長を続けた結果、中国の投資効率は著しく低下している。図表4は中国とアジア諸国の高度成長期の限界資本係数を比較したものである。限界資本係数は、一単位の成長を遂げるために必要な投資単位を表し、数値が高いほど効率が低下していることを意味する。2011～2015年の限界資本係数は5.94と2006～2010年の3.60から大幅に上昇した。これはわが国の高度成長期のほぼ倍、つまり投資効率という点では半分の水準にあることを意味する。

(図表4) 限界資本係数

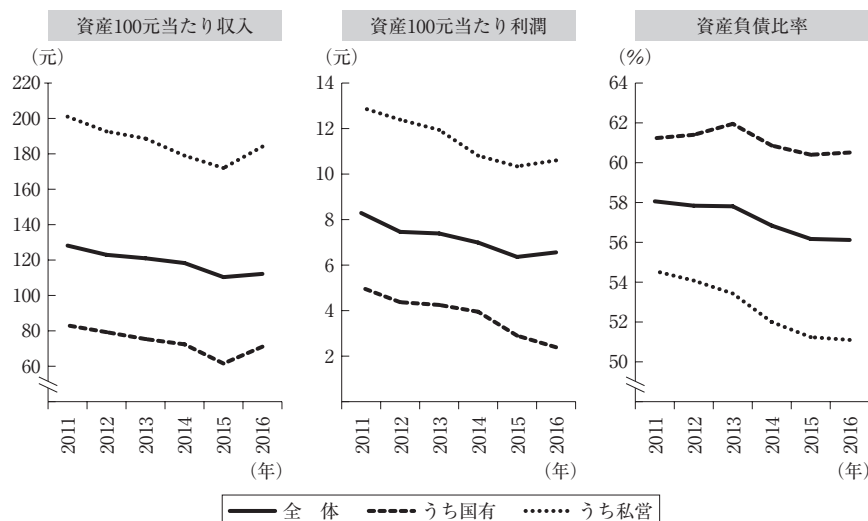
	高度成長期 (年)	実質GDP成長率 (年平均、%)	投資/GDP (名目値、%)	限界資本係数 B/A
		A	B	
韓国	1986-90	9.65	30.09	3.12
インドネシア	1989-93	8.30	26.79	3.23
マレーシア	1992-96	9.56	40.37	4.22
フィリピン	1986-90	4.74	19.01	4.01
タイ	1987-91	10.94	34.99	3.20
日本	1966-70	11.56	33.50	2.90
中国	1990-99	10.66	37.08	3.48
	2000-2005	9.76	37.54	3.85
	2006-2010	10.89	39.16	3.60
	2011-2015	7.47	44.42	5.94

(資料) 中国以外は「通商白書2007年」より引用、中国はCEICより作成

(注) 中国を除く各国の期間は5年平均で実質GDP成長率が最も高い期間。中国は期間中の年平均成長率。

これと同様の現象は企業レベルでも起きている。つまり、主管業務収入や利潤総額の伸び率はプラスに転じたものの、資産当たりでみた主管業務収入や利潤総額は必ずしも伸びていない。鉱工業統計で資産100元当たりの主管業収入をみると、1～11月は112.2元と2011年の128元から低下の一途にある(図表5)。所有形態別にみると国有企業が足かせとなっていることがわかる。国営企業の2016年の資産100元当たりの主管業務収入は71.1元と前年の61.6元から回復したものの、私営企業の3分の1にすぎない(注8)。また、資産当たりの収益が低下している状況下でも、資産負債比率が高水準で推移していることも国有企業の特徴といえる。

(図表5) 鉱工業分野の企業の資産効率



(資料) NBS資料より作成

(注) 資産100元当たり収入 = 主管業務収入 / 平均資産 / 累計月数 × 12 × 100、資産100元当たり利潤 = 利潤総額 / 平均資産 / 累計月数 × 12 × 100、資産負債比率 = 負債総額 / 資産総額 × 100で算出。2016年は1～11月値。

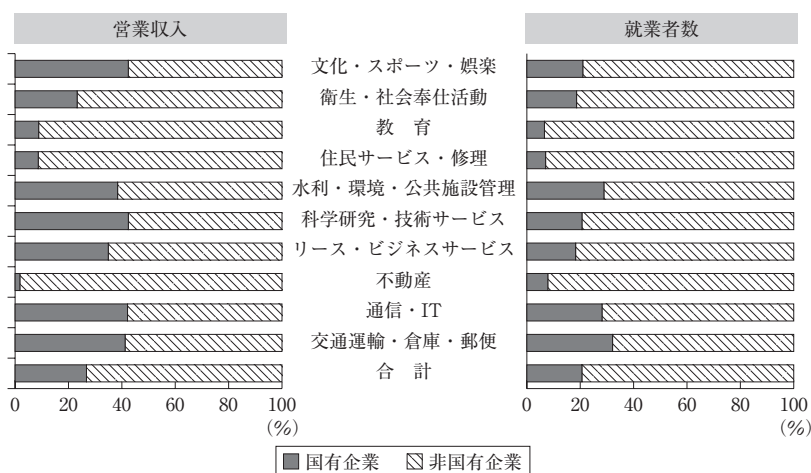
(3) サービス業の投資効率はさらに低い

鉱工業分野の企業業績が好転したことは、必ずしも中国が安定的な成長軌道に乗ったことを意味しない。投資効率という点からみると、中国は先の見通せない不安定な経済になりつつある。前節では鉱工業を対象に国有企業の投資効率が低いことを指摘したが、以下ではサービス業を取り上げる。サービス業は不振が続く鉱工業に代わり、中国経済をけん引する役割を担っている。国有企業はその一翼を担っているといえるかについて検証する。

中国ではサービス業の統計が十分に整備されていないため、鉱工業のように企業業績を所有形態別に分けることができない。このため、まず、サービス業の全体像を俯瞰しておこう。中国のサービス業における最大の産業は卸小売業である。2013年に実施された第三次経済センサスによれば、卸小売業はサービス業の営業収入の64.1%、就業者数の33.7%を占める。ただし、卸小売業に占める国有企業の割合は低く、営業収入の12.9%、就業者数の4.1%を占めるに過ぎない。サービス業を支えているのは私営企業と自営業で構成される民間企業である。

その一方、通信、鉄道、航空、発送電、郵便など一部のサービス業では、国有企業による独占や寡占が続いている。第三次経済センサスで重点サービスと位置付けられた10産業についてみると、国有企業が一定の割合を占める産業が少なくない（図表6）。国有企業は営業収入ベースで、文化・スポーツ・娯楽、水利・環境・公共施設管理、科学研究・技術サービス、リース・ビジネスサービス、通信・IT、交通運輸・倉庫・郵便の各産業において4割前後を占める。産業を支配しているとまではいえないものの、これらの産業における国有企業の1社当たりの資産と営業収入は非国有企業の15.3倍と9.2倍に達することから、業界をリードする主導的な地位にあるといえる。

（図表6）重点サービス業の営業収入と就業者数の構成（2013年）

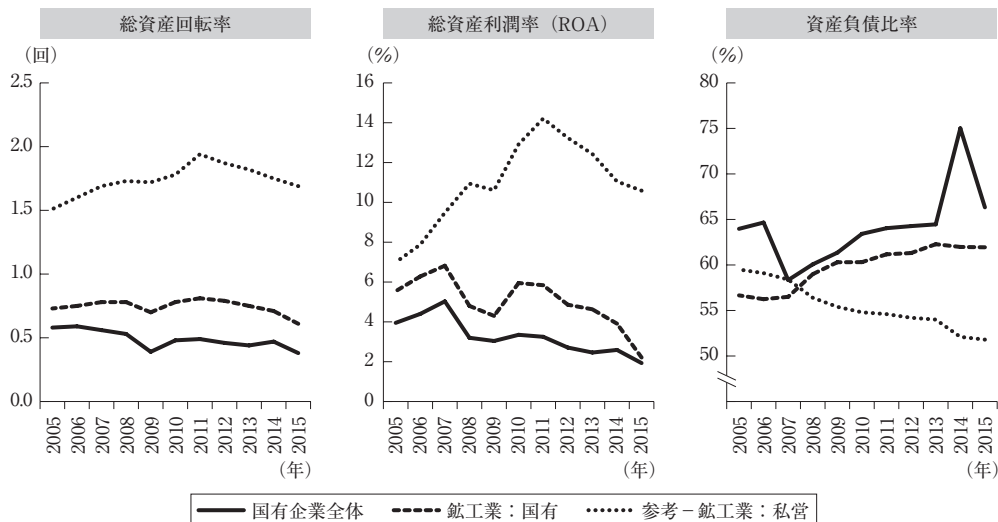


（資料）『中国経済普查年鑑2013』（中国統計出版社）より作成
 （注）非国有企業は、自営業を含まない企業から国有企業（国有企業と国有持ち株企業）を引いたもの。

では、これらの国有企業は規模に見合った業績をあげているのであろうか。サービス業を含む国有企業全体の業績（金融機関は除く）は、財政部によって公表されている。これを鉱工業分野の国有企業と

比較することで、サービス業における国有企業の投資効率の水準を判断する材料としてみよう（注9）。図表7は、国有企業全体、鉱工業分野の国有企業、鉱工業分野の私営企業の総資本回転率、総資産利益率、資産負債比率がどのように推移してきたかをみたものである。

(図表7) 国有企業の効率性と安定性



(資料) 財政部、NBS資料より作成

(注) 総資産回転率=主管業務収入/資産総額、総資産利潤率=利潤総額/資産総額×100、資産負債比率=負債総額/資産総額×100。国有企業全体は金融業を含まない。

総資本回転率と総資産利潤率は企業が保有する資産をいかに有効に活用しているかという効率性を示し、高い方が望ましい。一方、資産負債比率は経営の安定性を示し、低い方が望ましい。図表7からは、国有企業全体の効率性と安定性が鉱工業分野の国有企業を下回っていることがわかる。過剰生産能力の問題が顕在化したこともあり、成長減速の主因は鉱工業分野の国有企業の業績不振にあると考えられがちであるが、サービス業における国有企業の資産効率はそれ以上に低く、中国経済の下押し圧力となっている。

国有企業の投資効率の低下によって拡張的な金融および財政政策の効果は減殺されてきた。効果を高めるためには国有企業改革などの投資効率の低下を招来する問題を解決する必要があるが、政府はひたすら拡張的な金融および財政政策を維持することで、景気の下支えをはかってきた。これが、投資、生産能力、債務という三つの過剰を深刻化させた最大の要因である。

(注1) 「趙雲城：工業経済平穩向好、活力漸増」国家统计局2016年10月20日 (http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201610/t20161020_1411762.html)。

(注2) 「11月分国民経済運行穩中向好」国家统计局2016年12月13日 (http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201612/t20161213_1440885.html)。

(注3) 注2に同じ。

(注4) 民間投資の「民間」とは集団、株式協力、私営独資、私営共同、私営有限責任、自営業の合計で、外資は含まない。

(注5) 「中国年末発力大基建 30天批復項目総投資逾3500億」东方财富網2016年11月15日 (<http://finance.eastmoney.com/news/1350.20161115684070547.html>)。

(注6) 「【中信宏観】中国基建投資還有多少空間？—宏観経済專題研究」新浪財經網2016年3月16日 (<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-03-16/doc-ixqhnev6224882.shtml>)。

(注7) 「【2017年中国GDP増速予測】最新消息：増長率6.5%左右」南方財富網2016年12月19日 (<http://www.southmoney.com/redianxinwen/201612/947344.html>)。

(注8) 国有企業の資本収益率が低い要因としては電力などの資産規模が大きい産業が国有企業によって独占されているという産業構造上の特徴が指摘できる。実際、2015年の電力・熱力・水供給産業の資産100元当たりの主管業務収入は47元と製造業の136元に比べかなり低い。しかし、電力・熱力・水供給産業を除いても、国有企業の資産100元当たりの主管業務収入は71元にとどまり、私営企業との差はほとんど埋まらない。国有企業の投資効率の低さは私営企業と異なる産業構造に起因するものではないといえる。

(注9) 鉱工業分野の国有企業は年間主管業務収入が2,000万元以上の企業を対象としているため、国有企業全体から鉱工業分野の国有企業を差し引いた値は、サービス業の国有企業と鉱工業の調査対象から外れる年間主管業務収入2,000万元以下の小規模国有企業が含まれる。しかし、年間主管業務収入2,000万元以下の小規模企業は鉱工業の主管業務収入の8.8%を占めるに過ぎず、そのほとんどが私営企業と想定されることから、上述の差はサービス業の国有企業を反映していると考えられる。

2. 三つの過剰によって生まれたゾンビ企業

過剰生産能力を抱えながらも、市場からの退出を迫られることなく、生きながらえている企業は「ゾンビ企業」(中国語で「僵尸企業」と称される。ゾンビ企業はどのようにして生まれたのか、その背景を整理したうえで、ゾンビ企業の特長とリストラがどの程度進んでいるか、ゾンビ企業はどのような産業に多いのかについて明らかにする。

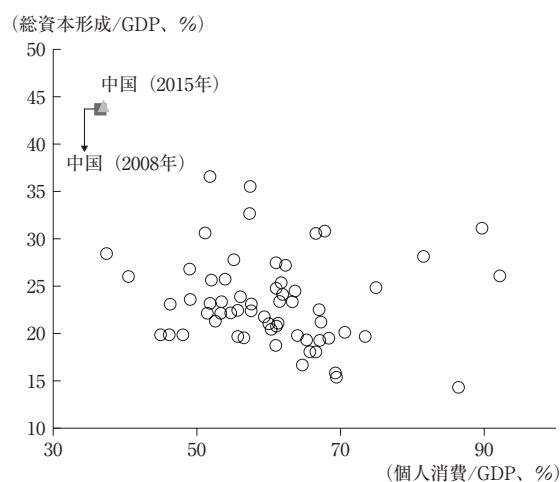
(1) 増え続ける企業債務

習近平政権は、発足当初より、一貫して投資主導型経済から脱却する必要性を説いてきた。しかし、その成果は全くあがっていない。GDPに占める総資本形成と個人消費の割合を先進国および他の新興国と比較すると、中国は依然としてGDPに占める投資の割合が極端に高い(図表8)。「新常态」は成長のエンジンを投資から個人消費に移し、成長のスピードではなく、持続性を高めようという政策にはかならないが、その入り口にも立っていないというのが実情である。

過剰投資が過剰生産能力に発展したのは当然の帰結であった。前出の図表1でみたように、2015年は成長減速に伴う需要の減少を受け、過剰生産能力の問題が一気に表面化し、鉄鋼や石炭を中心

に企業業績が悪化した。政府は2016年2月に鉄鋼と石炭を、6月には有色金属(電解アルミニウムと銅精錬)を対象に、2020年までに削減する生産能力の数値目標を定めた(三浦[2016a, 2016b])。しかし、今のところ石炭以外では目立った成果がない。中国の粗鋼生産量は2015年末で世界の49.5%、石炭は45.7%、セメントは57.3%、アルミニウムは54.9%を占める。その規模は非常に大きく、削減にはかなりの時間を要する。

(図表8) GDPに占める総資本形成と個人消費の割合(2008~2015年平均値)



(資料) World Bank, World Development Indicatorsより作成
(注) 先進国と新興国を対象。

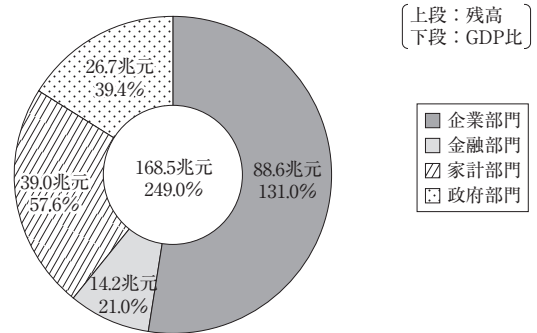
過剰生産能力は過剰債務を引き起こす原因となった。政府のシンクタンクである社会科学院によれば、中国の抱える債務は2015年末時点で168.5兆元とGDPの249%に達する（図表9）。中国の特徴はなんといっても企業部門の割合が高いことにある。地方政府の資金調達手段となっている地方融資平台を企業部門に含めれば、企業部門の債務は100.4兆元、GDP比149%となる。これは世界的にもみても突出した高さといえる。

中国経済の先行きに対する不安感は、業績悪化という環境下でも企業債務が拡大し続けているため、収まるどころか、高まる一方である。シャドーバンキングを含む実体経済へ供給される資金量を示す社会融資規模の残高は4兆元の景気刺激策が導入されてから一貫して増え続け、2016年9月末には160.6兆元に達し、GDP比でみた同残高も習近平政権発足前の181.3%から222.4%へ上昇した（図表10）。この間、企業は業績とは関係なく、多様な手段で資金を調達できる環境にあったといえる。

過剰債務によって銀行の不良債権比率が上昇するのは時間の問題である。銀行を監督する中国銀行監督管理委員会（銀監会）によれば、商業銀行の不良債権比率は2016年9月末時点で1.76%と、低水準で安定している（注10）。しかし、これを信用する見方は少なく、国際通貨基金（IMF）は2015年末時点で不良債権比率を5.5%、不良債権化する危険性のある債権の比率を15.5%（Maliszewski and others [2016]）、また、格付け機関のフィッチは不良債権比率を15~21%とみている（注11）。社債の債務不履行（デフォルト）も増加基調にあり、2016年11月21日時点で56件、285億元と、2015年（22件、125億元）を上回った（注12）。

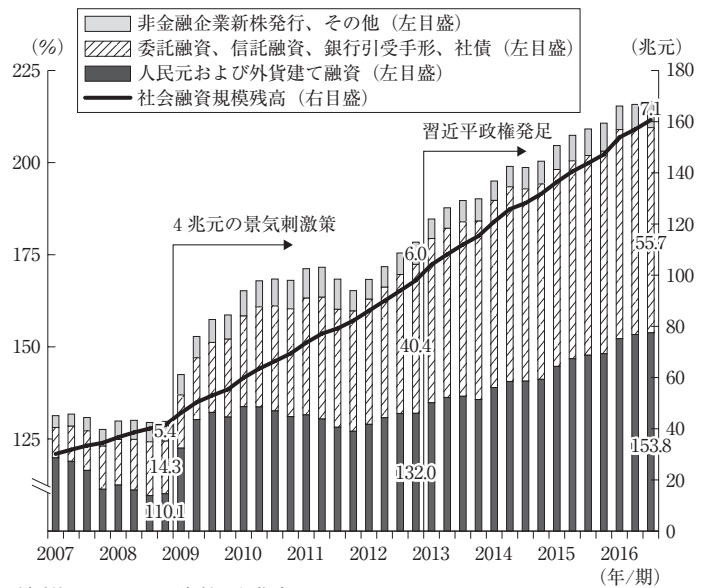
中央政府には不良債権処理を進める財政的な余地があり、2.2兆元の規模を有する社債市場全体（注13）からみれば債務不履行に陥った社債はわずかといえることから、中国が直ちに金融危機に陥ると考えるのは早計である。しかし、投資、生産能力、債務という三つの過剰が解消に向かう兆候すらみえないことは、やはり、大きな不安材料といえる。政府はゾンビ企業を市場から退出させる方針を示したも

（図表9）中国の債務の内訳（2015年末時点）



（資料）「李揚：中国債務総額168.48万億 全社会槓桿率249%」2016年6月15日 証券時報 (http://kuai.xun.stcn.com/2016/06/15/12756403.shtml#_cj) より作成
（注）地方融資平台の債務（11.8兆元）を含まない。

（図表10）社会融資規模の残高とGDP比



（資料）CEIC、NBS資料より作成

の、その方法はおろか全体像を把握することさえできていない。

(2) ゾンビ企業の特定とリストラ

目標通りの成長率を実現し、失業問題を表面化させないためには企業への資金供給を減らすわけにはいかない。その一方、企業の債務が増え続ければ、銀行の経営破たんなど金融システムが不安定化しかねない。このジレンマから抜け出すため、2015年末、政府は業績低迷が続き、回復の見込みもないゾンビ企業を選定し、市場から退出させる方針を打ち出した。

李克強首相は、ゾンビ企業を①エネルギー効率、環境保護、品質、安全性の点で国家基準を満たさず、過剰生産能力を抱え長期にわたり損失を計上している企業、②個人消費とサービス業を成長のけん引役に据える構造調整の方向に合致せず、3年以上損失を計上している企業と定義し、前者については閉鎖、操業停止、合併、生産転換を、後者については資産の売却や譲渡だけでなく破産清算を促すことで、2017年末までに収益構造を改善するとした（注14）。

これを受けてゾンビ企業の特定とリストラが動き出した。国務院（内閣）傘下の大型国有企業（中央政府管轄の国有企業で「央企」と呼ばれる）を監督する国有資産管理監督委員会（国資委）は、5月、管轄下にある国有企業約4.1万社のうち345社がゾンビ企業に該当するとして、3年以内にそれら企業をリストラするとした。央企は2016年11月時点で102社にすぎない（注15）が、それぞれが多くの子会社を抱え、最も多い企業では「親会社—子会社—孫会社」の階層が9層に及ぶ。国資委は債務整理、合併、閉鎖などにより企業数を2割減らし、財務体質の健全化をはかるとした（注16）。

しかし、ゾンビ企業を市場から退出させることは容易ではない。問題の一つはゾンビ企業の特定が難しいことである。国資委は、11月、管轄下の企業を再調査した結果、ゾンビ企業数は2,041社となり、その資産総額が3兆元にのぼるとした（注17）。ゾンビ企業はわずか半年で6倍に増えた。その数と資産はいずれも国資委管轄下の国有企業の約5%に相当する。石炭産業では人員削減が進んでいるとされるものの、どのような方法でリストラが進められているのかは明らかにされていない。央企のリストラが本格化するのはいずれかと思われる。

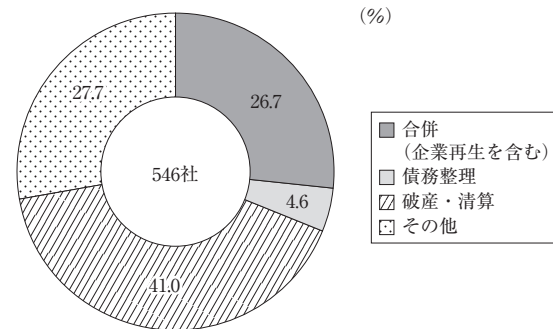
一方、経済発展が進んだ沿海部の地方はゾンビ企業の特定、リストラに積極的に取り組んでいる。浙江省は、ゾンビ企業を、①実質的に1年以上稼働しておらず、増徴税を収めていない、②資産負債比率が100%を超え、3年以上損失を計上し、補助金によって経営を維持している、③給与、税金、利息の支払いが3年以上滞っている、という条件のいずれかを満たす企業をゾンビ企業とし、10月までに2016年の目標450社を上回る546社についてリストラを完了したという。

リストラの手法として多用されたのは「破産清算」で、全体の41.0%を占め、以下、「その他」、「合併（企業再生を含む）」、「債務整理」と続く（図表11）。企業再生を含む合併とは、通常の合併に企業再生案件を加えたものである。中国は、わが国と異なり破産法のなかに破産清算手続きだけでなく、民事再生手続きも規定されており、後者は「破産重整」と呼ばれる。「破産」という言葉は使われてはいるものの、「破産清算」とは異なる再生型のスキームである。一方、「債務整理」は転換社債の発行や債務の減免などを通じて債務負担の軽減をはかるもので、「債務重組」ないし「債務重整」と呼ばれる。

ゾンビ企業数を公表している省・市・自治区は、2016年11月時点で3割にとどまり、中国はゾンビ

企業の全体像を把握する段階にも至っていない。ゾンビ企業に対する取り組みは地方政府によって温度差があり、浙江省と同様の方法でリストラが進められるとは限らない。浙江省は民間企業が発展しており、経済に占める国有企業の占める割合が低いことからリストラを進めやすい環境にあるが、一般的には地方政府、経営者、従業員は経営責任、失業、未払い債務の問題が表面化するのを恐れ、現状維持を選択する傾向が強いとされる(注18)。上級政府が何らかの救済に乗り出すのではないかという期待も現状維持を蔓延させる要因である。

(図表11) 浙江省におけるゾンビ企業のリストラ (2016年10月までの実績)



(資料)「浙江処置546家“僵尸企業”」2016年11月17日 中国政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2016-11/17/content_5133640.htm) より作成

(3) ゾンビ企業の先行研究

2016年に入り、一部の専門家はゾンビ企業の全容解明に乗り出した。鉱工業統計の対象である34万社をベースにした調査では、2万7,167社(全体の7.9%)が、上場企業2,865社を対象にした調査では412社(同14.4%)がゾンビ企業とされる(図表12)。産業分類が異なるため厳密な比較はできないものの、やはり、鉄鋼、不動産、建設でゾンビ企業の割合が高い。

こうした研究においては、わが国のゾンビ企業に関する先行研究(Fukuda and Nakamura, [2011])をベースに、より厳格な基準でゾンビ企業が特定されている。具体的には次の三つの基準を満たす企業がゾンビ企業とされる。

(図表12) ゾンビ企業の産業別分布 (上位15産業)

鉱工業分野の企業 (2013年)				上場企業 (2013年)			
産業分類	有効データ	ゾンビ企業	割合 (%)	産業分類	有効データ	ゾンビ企業	割合 (%)
水生産・供給	1,316	342	26.0	鉄鋼	35	18	51.4
電力・熱エネルギー生産・供給	5,769	1,104	19.1	不動産	137	61	44.5
化学繊維製造	1,867	338	18.1	建設	85	27	31.8
鉄製錬・圧延・加工業	6,633	995	15.0	商業貿易	90	26	28.9
石油加工・コークス・核燃料加工	1,978	286	14.5	総合	41	9	22.0
紡績	19,975	2,246	11.2	公益事業	122	25	20.5
非鉄金属製錬・圧延・加工	3,811	424	11.1	交通運輸	91	16	17.6
石油・天然ガス採掘	282	28	9.9	採掘	57	10	17.5
印刷・記録媒体複製	4,760	448	9.4	有色金属	106	18	17.0
製紙・紙製品製造	6,669	615	9.2	自動車	124	19	15.3
交通運輸設備製造	16,447	1,435	8.7	国防軍需	34	5	14.7
廃品回収・加工	1,300	108	8.3	軽工業	98	12	12.2
石炭採掘・洗鉱	6,887	570	8.3	医薬生物	217	26	12.0
金属製品製造	18,903	1,540	8.2	建築材料	72	8	11.1
電器機械・器材製造	21,277	1,724	8.1	化学	259	28	10.8
その他	226,964	14,964	6.6	その他	1,297	104	8.0
合計	344,838	27,167	7.9	合計	2,865	412	14.4

(資料) 聶・江・張・方 [2016] より作成

第1は収益性基準であり、利払前・税引前損益（EBIT、「利潤総額」に相当）が後述する債務残高から求められる「理論上の最低利息支払額」を下回ることである。これにより利潤で利息が支払えない状態にあると見做す。第2は金融支援基準で、①利息支払額が理論上の最低利息支払額を下回る、②前年の債務残高が土地を除く資産の5割を超える、③新規融資を受けている、のいずれかに該当することである。これにより金利減免か「追い貸し」がなされていると見做す。第3は変動性基準で、企業収益の変動性を考慮して上述した二つの基準を2年以上満たしていることである。これは「3年以上の損失計上」をゾンビ企業とする政府の見解を取り込んだ中国特有の条件である。

「理論上の最低利息支払額」、より具体的には企業*i*の*t*年の理論上の最低利息支払額 $R_{i,t}^*$ は次式(1)で求める（Caballero, Hoshi and Kashyap [2008]）。

$$R_{i,t}^* = rs_{t-1} \cdot BS_{i,t-1} + \left(\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 rl_{t-j} \right) \cdot BL_{i,t-1} + rcb_{\min \text{ over last } 5 \text{ years}, t} \cdot Bonds_{i,t-1} \quad (1)$$

rs は短期プライムレート、 BS は1年未満の短期借入残高、 rl は長期プライムレートで、 $\left(\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 rl_{t-j} \right)$ は過去5年間の平均値、 BL は1年超の長期借入残高、 rcb は社債の表面利率である。 $\min \text{ over last } 5 \text{ years}$ は過去5年間の最低水準のもの、 $Bonds$ は社債発行残高を指す。借入残高に最低水準の金利をかけることで最も低い利息支払額を求め、それを利払前・税引前損益や実際の利息支払額と比較することで、ゾンビ企業であるか否かの判断材料にしようというわけである。

なお、図表12は次に指摘する幾つかの点に留意する必要がある。一つは上場企業の方が14.4%とゾンビ企業の割合が高い点である。上場企業は大規模企業が多く、一見するとこれはいかにも不可解である。理由としては、上場企業にはゾンビ企業の割合が高い不動産、建設、商業貿易などサービス業が含まれていること、鉄鋼は安易に高炉を停止するわけにはいかないため、大規模企業の方がゾンビ化しやすいことが指摘できる。もう一つは、図表12が2013年のデータであるという点である。同年の鉱工業分野の企業の利潤総額の伸び率は、図表1でみたように前年比+10.4%と高い水準にあった。その後、利潤総額が前年比▲0.3%、同▲2.9%に落ち込んだことを踏まえれば、ゾンビ企業の割合は上昇したと考えられる。

(4) ゾンビ企業の全体像を探る—上場企業の財務データから

では、ゾンビ企業はどの程度増えたのであろうか。図表12と同じ条件で2013~2015年の上場企業（A株、注19）のなかからゾンビ企業を抽出したのが図表13である。2015年のゾンビ企業の割合は9.9%と、前年の10.3%からわずかに低下した。これは、2015年に住宅ローンの規制が相次いで緩和され（注20）、不動産業の業績が改善したことが大きい。なお、図表13の上場企業におけるゾンビ企業の割合は図表12（右）より約4%ポイント低い。詳細は不明であるが、図表12がA株以外の企業を調査対象に含んでいるためと考えられる（注21）。

わずかとはいえ2015年にゾンビ企業の割合が減少したことは、上場企業と鉱工業分野の企業の業績が合致していない、つまり、上場企業は34万社にのぼる鉱工業統計対象企業より業績が悪化しにくいことを示唆しているようにみえる。しかし、上場企業の利払前・税引前損益をみると、2015年に利潤幅が拡

(図表13) 上場企業（A株）におけるゾンビ企業

(社、%)

産業	2013			2014			2015		
	有効データ	ゾンビ企業	割合	有効データ	ゾンビ企業	割合	有効データ	ゾンビ企業	割合
A. 農業・林業・畜産業・漁業	34	1	2.9	36	3	8.3	36	2	5.6
B. 鉱業	52	2	3.8	55	3	5.5	58	3	5.2
C. 製造業	1,128	85	7.5	1,262	100	7.9	1,401	127	9.1
D. 公益事業	74	5	6.8	76	5	6.6	80	5	6.3
E. 建設	57	7	12.3	62	7	11.3	67	0	0.0
F. 卸売・小売	110	14	12.7	113	5	4.4	119	7	5.9
G. 運輸	49	8	16.3	54	10	18.5	56	9	16.1
H. ホテル・ケータリングサービス	9	1	11.1	9	0	0.0	9	1	11.1
I. 情報伝送・ソフトウェアおよびITサービス	80	6	7.5	96	8	8.3	108	12	11.1
J. 金融	23	1	4.3	25	1	4.0	23	1	4.3
K. 不動産	99	49	49.5	101	50	49.5	102	38	37.3
L. リース・商業サービス	25	4	16.0	22	4	18.2	22	1	4.5
M. 科学研究・技術サービス	11	0	0.0	18	2	11.1	15	1	6.7
N. 水資源保護、環境・公共施設管理	19	2	10.5	20	1	5.0	25	3	12.0
P. 教育	2	2	100.0	1	0	0.0	2	0	0.0
Q. 医療・社会福祉	3	0	0.0	3	0	0.0	3	0	0.0
R. 文化・スポーツ・娯楽	27	5	18.5	33	2	6.1	29	2	6.9
S. 総合	20	1	5.0	14	4	28.6	22	4	18.2
合計	1,822	193	10.6	2,000	205	10.3	2,177	216	9.9

(資料) Bloomberg LP、何・朱 [2016] より作成

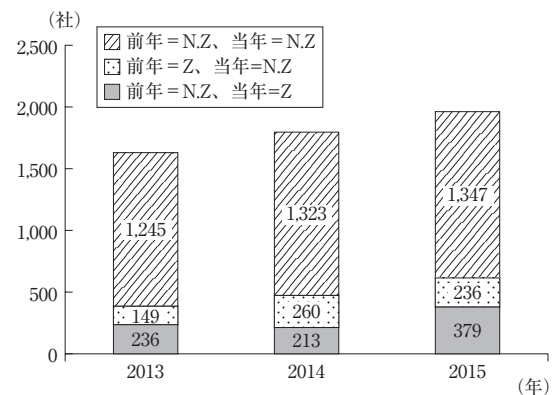
(注) 産業分類は中国証券監督管理委員会 (CSRC) に従う。

大した企業、より具体的には利払前・税引前損益がプラスで、前年比プラスの伸びを記録した企業の割合は47.2%と2014年の58.3%から低下しており、上場企業も鉱工業統計対象企業と同様に業績が悪化したことがわかる。

にもかかわらず、ゾンビ企業の割合が上昇しないのは、第3基準を満たす企業が減少したためである。第1の収益性基準と第2の金融支援基準を満たす企業の割合は2015年に28.1%に達し、前年の21.0%から大幅に上昇した。しかし、第3の変動性基準を適用するとこの割合は10.3%から9.9%に低下する。2014年に非ゾンビであったため、ゾンビ企業から外れる企業が多くなったためである。その数は379社と前年から142社も増えた (図表14)。

この379社に目立った産業の偏りはみられないことから、上場企業の業績は年によって大きく変動していることがわかる。このため、第3基準はゾンビ企業と非ゾンビ企業の境界にある企業を非ゾンビ企業に分類する「企業に優しい基準」といえる。第1および第2基準だけでゾンビ企業を抽出し直したのが図表15である。2015年のゾンビ企業の割合は前年の21.0%から大幅に上昇し、28.1%となる。これは、上場企業の利払前・税引前損益、および、鉱工業統計と整合的である。産業別にみると、やはり、不動産におけるゾンビ企業の割合が高く、その半分を占める。製造業は2015年にゾンビ企業が急増し、3社に1社が該当する。

(図表14) 非ゾンビ企業の内訳



(資料) Bloomberg LP、何・朱 [2016] より作成

(注) N.Zは非ゾンビ、Zはゾンビ企業を意味する。

(図表15) 上場企業 (A株) におけるゾンビ企業 (第三基準非適用)

(社、%)

産 業	2013			2014			2015		
	有効データ	ゾンビ企業	割 合	有効データ	ゾンビ企業	割 合	有効データ	ゾンビ企業	割 合
A. 農業・林業・畜産業・漁業	36	8	22.2	37	4	10.8	39	10	25.6
B. 鉱 業	55	11	20.0	58	6	10.3	60	12	20.0
C. 製造業	1,279	282	22.0	1,417	271	19.1	1,547	448	29.0
D. 公益事業	78	14	17.9	80	13	16.3	84	14	16.7
E. 建 設	64	15	23.4	72	12	16.7	72	9	12.5
F. 卸売・小売	113	21	18.6	121	16	13.2	123	27	22.0
G. 運 輸	55	14	25.5	57	14	24.6	60	21	35.0
H. ホテル・ケータリングサービス	9	3	33.3	9	2	22.2	9	3	33.3
I. 情報伝送・ソフトウェアおよびITサービス	105	20	19.0	115	31	27.0	131	37	28.2
J. 金 融	27	2	7.4	26	1	3.8	23	4	17.4
K. 不動産	88	59	67.0	89	58	65.2	90	50	55.6
L. リース・商業サービス	27	5	18.5	25	9	36.0	25	3	12.0
M. 科学研究・技術サービス	14	4	28.6	18	4	22.2	19	4	21.1
N. 水資源保護、環境・公共施設管理	19	5	26.3	25	5	20.0	27	7	25.9
P. 教 育	2	0	0.0	2	0	0.0	2	2	100.0
Q. 医療・社会福祉	3	2	66.7	4	2	50.0	3	1	33.3
R. 文化・スポーツ・娯楽	29	2	6.9	29	8	27.6	32	10	31.3
S. 総 合	23	8	34.8	22	8	36.4	23	4	17.4
合 計	2,026	475	23.4	2,206	464	21.0	2,369	666	28.1

(資料) Bloomberg LP、何・朱 [2016] より作成

(注) 産業分類は中国証券監督管理委員会 (CSRC) に従う。

(注10) 「銀監会発布2016年三季度主要監管指標数据」2016年11月10日 銀監会 (<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/5D7AE5719B3547CA8C09AA808B59D06C.html>)。(注11) “Fitch: China Banks Face Multi-Year Resolution of Problem Credit” 27 July 2016, Fitch Rating (<https://www.fitchratings.com/site/pr/1009581>)。

(注12) Wind infoより算出 (2016年11月24日アクセス)。

(注13) 2016年9月時点。ADB, *Asian Bonds Online* (<https://asianbondsonline.adb.org/china/data.php>) より (2016年12月22日アクセス)。(注14) 「李克強主持召開國務院常務會議」2015年12月9日 中央政府門戸網 (http://www.gov.cn/guowuyuan/2015-12/09/content_5021935.htm)。(注15) 「央企名録」2016年8月3日 中国国有資産監督管理委員会 (<http://www.sasac.gov.cn/n86114/index.html>)。(注16) 「央企子公司超4万家 国资委提三年処置345家“僵尸企業”」2016年5月23日 毎日経済新聞 (<http://www.mrjxw.com/shtml/mrjxw/20160523/84824.shtml>)。(注17) 「国资委摸底僵尸企業：総数超2000家 資産3万億」中国視察網2016年11月19日 (<http://www.eeo.com.cn/2016/1119/294222.shtml>)。(注18) 「死不了的僵尸企業：虧損19億 地方政府給補20億」2016年1月18日 経済網 (<http://www.ceweekly.cn/2016/0118/139417.shtml>)。

(注19) 対象は上場企業のなかでも上海および深圳市場に上場するA株企業に限定している。中国本土の市場にはA株とB株があり、後者は外貨で取引される。

(注20) 「三部門關於個人住房貸款政策有關問題的通知」2015年3月30日、中国政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2015-03/30/content_2840354.htm)、「人民銀行 銀監会關於進一步完善差別化住房信貸政策有關問題的通知」2015年9月30日、中国政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/30/content_2941510.htm)。

(注21) 例えば、A株市場ではデータの無い企業を加えても一般鋼メーカーは20社にすぎない。ここに特殊鋼5社を加えても、鉄鋼メーカーは25社であり、図表12の有効データ数である35社に満たない。中国では同一企業がA株とB株市場に上場しているケースがあるため、本稿では調査対象をA株企業に限定した。

3. 2017年の展望—危機は回避できるか

ゾンビ企業を市場から退出させることができるか。政府はスピード感を持ってこの問題に取り組む必

要がある。企業の抱える債務は銀行の経営破たんといった金融危機がいつ表面化してもおかしくない水準にあるうえ、レバレッジ比率も高水準で推移していることから、これ以上問題を先送りすることは許されない。

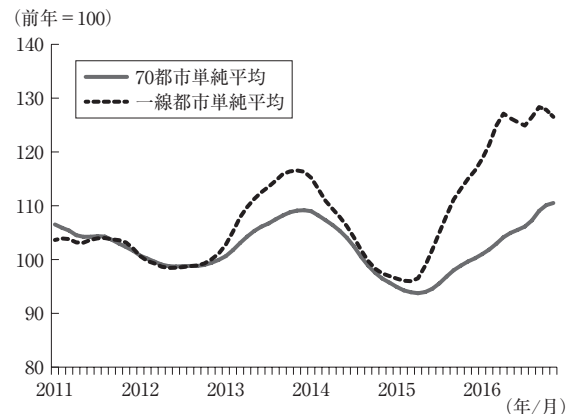
(1) 危機は絵空事ではない

2016年は企業業績の回復を受け、ゾンビ企業の割合が低下すると見込まれる。図表1でみたように、鉱工業分野の企業業績は回復に転じた。上場企業の1～9月期の業績をみても、利潤幅が拡大した企業の割合は52.2%と、前年の47.2%から上昇した。こうした変化は過剰生産能力が問題視されてきた石炭や鉄鋼産業にも及んでいる。価格の上昇によって家計が圧迫されることを懸念した政府は、11月、石炭の増産を認めた(注22)。鉄鋼についても、生産能力は2020年も2015年と同様に8億トンの水準を維持できるという見方が登場するなど(注23)、過剰生産能力の問題はすっかり忘れ去られたかのようにみえる。

しかし、こうした企業業績の回復は住宅ローンの規制緩和や公共投資の拡大によってもたらされた一時的な現象であり、その持続可能性は低いとみられる。一線都市の新築住宅販売価格は、現行統計下で最も高い水準にあり(図表16)、国内でも「バブル」とする見方がある(注24)。上海市など一部の都市は、住宅ローンの規制強化に乗り出した(注25)。11月末には、人民銀行が住宅ローンの抑制を指示したという噂が広がり、同行が慌ててこれを否定する(注26)など、市場には疑心暗鬼が広がっている。

中国は国内だけでなく、対米関係など国際関係の変化も視野に入れる必要がある。中国に対し高関税を課し、為替操作国に認定すると発言してきたトランプ政権の発足は中国经济に大きなダメージを与える可能性がある。政府は、内外で発生しうるショックに備え、これまで以上に改革の手綱を引き締める必要がある。早急な取り組みが求められる課題として、前述した第3基準の見直しをあげることができる。第3基準は、健全な企業がゾンビ企業に分類されないようにするために設けられたものであるが、中国が重視すべきは、それによってゾンビ企業が非ゾンビに分類されてしまう「取りこぼし」のリスクである。

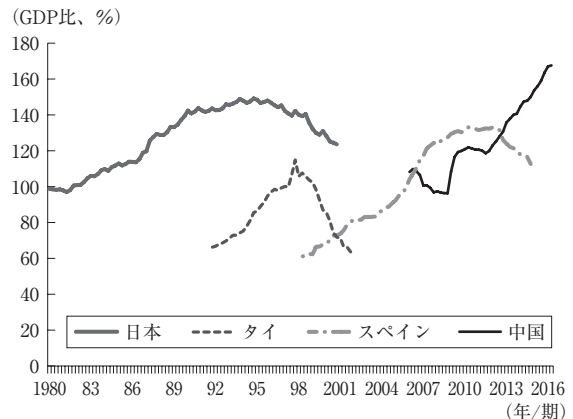
(図表16) 主要70都市の新築住宅販売価格指数の推移



(資料) NBS資料より作成

(注) 一線都市は、北京、天津、上海、広州、深圳の5都市。

(図表17) 企業部門の債務残高の推移



(資料) BIS, *Credit to the non-financial sector* (<http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>) より作成

第3基準の下では、2016年に業績が回復し、非ゾンビと認定された企業は2019年までゾンビ企業に指定されないことになる。これではゾンビ企業を市場から退出させることはできない。中国の企業部門の債務（GDP比）は、過去になんらかの経済危機に陥った国を上回っており（図表17）、危機が絵空事とはいえない状況にある。こうした状況下では、ゾンビ企業はその予備軍を含めて広く捉える必要があり、第3基準はない方が望ましい。何をもってゾンビ企業とするかは改革の出発点であると同時に、その成果も左右する問題である。ゾンビ企業の再定義は一刻の猶予もない課題といえる。

(2) 上昇続くレバレッジ比率

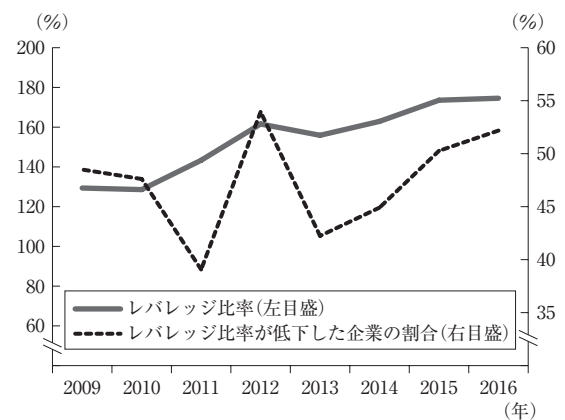
2017年秋には中国共産党第19回全国代表大会が開催される予定である。中国では党大会を円滑に進めるため、大会前の成長率が上昇する傾向があり、2017年も一定の成長率が維持されると見込まれる。国家统计局は、11月、足元の経済指標は軒並み良好で、2016年10～12月期はもちろん2017年についても悲観する材料はないとした（注27）。しかし、ここでは中国が直面する重要なリスク、つまり、債務問題が金融システムに飛び火する可能性が高まっていることについて全く言及されていない。このリスクをいかに管理するか。習近平政権はかつてない厳しい局面を迎える。

リスクの深刻さや逼迫度をどのように捉えるべきであろうか。国際決済銀行（BIS）は、2016年9月、「3年以内に危機が発生する可能性がある」との見方を示した（BIS [2016]）。また、国際通貨基金（IMF）は、10月、増加の一途にある企業債務の問題を解決するために早急に包括的な措置をとる必要があるとした（Maliszewski and others [2016]）。IMFが懸念材料としてあげたのは、上場企業の財務体質の悪化、具体的には①収益性を示す総資産利益率（ROA）が低下する一方で、資本（equity）に対する債務の比率で表されるレバレッジ比率が上昇していること、②利息支払能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）が低下する一方で、利払前・税引前損益に対する債務の比率が上昇していること、の二つである。

IMFの指摘は中国政府内におけるゾンビ企業を巡る議論の盲点を突いたものといえる。企業をベースにしたゾンビ企業論は個々の企業にリストラを促すうえで欠かせないものの、金融セクターが抱えるリスクを過小評価する可能性がある。不良債権比率の上昇やそれに伴う金融機関の破たんといった金融システム上のリスクは、債務や不良債権を総量（金額）ベースでみなければ把握できない。

IMFのデータは2015年までのものであるため、以下では、直近の状況を整理しながら、なぜ、総量ベースの議論が欠かせないかについて改めて確認しよう。図表18は上場企業（A株）のなかでレバレッジ比率が低下した企業の割合と上場企業全

(図表18) 上場企業（A株）のレバレッジ比率と
同比率が低下した企業の割合



(資料) Bloomberg LPより作成

(注) 2016年は9月末値。レバレッジ比率=有利子負債(短期債務+長期債務)/普通株式資本(株式資本金+払込剰余金+利益剰余金)で算出。レバレッジ比率が低下した企業は、レバレッジ比率 $t-1$ -レバレッジ比率 $t < 0$ として抽出。

体のレバレッジ比率をみたものである。2014年以降、レバレッジ比率が低下した企業の割合が増加する一方、レバレッジ比率は高い水準で推移し、9月末には174.6%に達した。

前者は企業数、後者は債務の集計値である。両者の間には負の相関がある、つまり、レバレッジ比率が低下した企業の割合が増えれば、レバレッジ比率が低下するようと思われるが、実際にはそうした相関はみられない。巨額の債務を抱える企業が債務削減に積極的でないためである。このことは、ゾンビ企業を特定し、それぞれにリストラを促すという政策に限界があることを示している。中国ではゾンビ企業が減っても、レバレッジ比率が上昇し、金融システムが不安定化する恐れがある。

高水準で推移する中国のレバレッジ比率は、政府の公表する不良債権比率よりも、IMFの推計した不良債権比率と整合的であることから、前者が信ぴょう性に欠けることは明らかである。レバレッジ比率は借り手の企業側から容易に算出できるはずであるが、政府の関心は低く、前出の図表9や10で代替するしかない状態にある。政府は債務を総量ベースでも把握し、金融危機のひっ迫度や政策の有効性を慎重にモニタリングしていく必要がある。それを拡張的な金融および財政政策の見直しや成長率目標の引き下げに繋げることができれば、ソフトランディングのシナリオが見えてくるはずである。

(3) 市場は機能するのか—「市場主導」と「市場化」

ゾンビ企業の多くは国有企業である（注28）。習近平政権が国有企業改革を着実に進めていけば、ゾンビ企業の増殖を抑制できたはずである。しかし、同政権は、規模の拡大を通じて企業の競争力を強化することに注力してきたため、国有企業改革は停滞し、結果的に国有企業のゾンビ化に拍車をかけることとなった。所有制改革が国有資産の私有化に繋がり、腐敗撲滅運動に抵触しかねないことも、大胆な国有企業改革を躊躇させる原因になったと考えられる。

国有企業改革に代わるものとして政府が目をつけたのがレバレッジ比率である。国務院は、9月、「企業のレバレッジ比率を積極的かつ確実に引き下げるに関する意見」（注29、以下、意見とする）によって、①地方や所有制の壁を取り払った合併の推進、②遊休資産の売却、③資産の証券化、④債務の株式化（debt equity swap: DES）、⑤投資ファンドを利用した金融支援、⑥税制上の優遇措置（注30）、⑦破産清算など、あらゆる手段を通じてレバレッジ比率を引き下げるとした。

意見の最大の特徴は、レバレッジ比率の引き下げという成果重視の姿勢を鮮明にしたことである。具体的な数値目標が示されているわけではないが、レバレッジ比率は数値化しやすいうえ、その進捗を人事考課に組み込むとされたため、国資委は成果を数値で示す必要に迫られる。企業単体ではなく、すべての国資委レベルでレバレッジ比率が引き下げられることになれば、中国全体のレバレッジ比率は低下する。

レバレッジ比率を引き下げるには、分子となる債務を削減するか、分母を増やす、つまり、利潤拡大によって内部留保を積み増す必要がある。成長鈍化が見込まれる中国では前者が現実的な方法といえる。債務削減を推し進める手段として、政府が最も期待を寄せるのが債務の株式化である。意見には、「市場化した銀行債権の株式化に関する指導意見」が付属しており、債務の株式化をどのように進めるかについて政府の基本的な考え方が示されている。

その一つは「市場主導」である。意見は債務の株式化を政府でなく、「市場主導」で進めるとしてい

る。市場主導は、①政府は企業が債務過剰に陥った原因を調査するようなことはしない、②どの企業を債務の株式化の対象とするかは企業と債権者の自主的な協議によって決められるべきで、政府は介入しない、③債権の取引価格は当事者が決めるもので、政府は介入しない、という3点に要約できる。

これは一見すると、過剰債務が発生したそもそもの原因が政府の介入にあるという反省に基づくもののように見えるが、実際は政府の介入によって企業や銀行がモラルハザードに陥ることを警戒した予防的措置に過ぎない。「市場主導」＝「政府非介入」という原則が表明されたことは評価に値するものの、政府が抜けることで市場が機能するようになるというのは、政府が果たしてきた役割を過小評価するもので、あまりにも楽観的である。

債務の株式化がどのように展開するのかについて、国内でも不安視する声が少ない。中国は、90年代末に行われた債務の株式化が「ただの昼飯」（中国語で「免費午餐」）に終わったという苦い経験がある（注31）。政府は、今回はゾンビ企業を対象としないことから、同じ轍は踏まないと強調するものの、債務の株式化を進める主体は前回と同じ国有企業と国営商業銀行である。彼らに任せれば機能するといえるほど市場が成熟しているといえるのか。債務の株式化には、その成否を左右する根本部分が不透明という欠点がある。

「市場主導」と同様に重視されているのが「市場化」である。意見は、資産管理会社、保険会社、国有資本投資運営会社だけでなく、個人投資家が債務の株式化に参加することを歓迎するとしている。「市場化」とはこれらの経済主体が自主的な判断によって債務の株式化に参加することを意味する。自主的な判断に基づいて各自が参加を決めることから、その責任についても各自が負う。つまり、前回のように財政負担を発生させないというのが「市場化」の狙いといえる。

個人投資家を参加させる試みはすでに始まっている。大手国有商業銀行の中国建設銀行は、10月、鉄鋼大手の武漢鉄鋼と個人投資家から資金を募り120億元の基金を設立した（注32）。うち100億元は建設銀行が武漢鉄鋼の転換社債を理財商品に組み込むかたちで調達した資金である。基金は240億元まで拡大し、武漢鉄鋼のレバレッジ比率は10%ポイント低下すると見込まれる。

問題は同社がこれを機にモデルチェンジとアップグレードを意味する「転型升級」を実現できるか、また、建設銀行がそうした努力を後押しする役割を果たすかである。仮に双方が期待される役割を果たさなければ、債務の株式化は銀行のリスクを小口化し、個人投資家に転嫁するだけに終わってしまう。

債務の株式化は、遊休資産の売却や資産の証券化より企業の負担が少ないことから、レバレッジ比率の引き下げに効果があると期待されている。社債市場は「バブル」が囁かれるほど好調で、理財商品に対する需要も高いことから、「市場化」によって債務削減が進む可能性は高い。しかし、先々、債券の質の劣悪さが露呈して好循環がとぎれるような場合、個人投資家が返金を求めて銀行に抗議に向かうリスクも高まることを忘れてはならない。

(注22)「煤価或将封顶？ 789座煤礦開始増産」中国煤炭信息网2016年11月11日（<http://www.coalcn.com/News/Detail,0165764d-aab3-45da-9ca2-69797a4b67c7.htm>）。

(注23)「鋼鉄形勢研判：中国粗鋼産量不会大幅下降」中国证券网2016年7月23日（http://news.cnstock.com/news/sns_bwxkx/201607/3852233.htm）。

(注24)「热点城市住宅投资价值合理性或需重估」証券時報2016年11月29日（<http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2016-11/>）。

29/node_2.htm)。

- (注25)「上海進一步完善差別化住房信貸政策 首套与二套房首付比例均有調整」東方財富網2016年11月28日 (<http://finance.eastmoney.com/news/1345.20161128688354367.html>)。
- (注26)「央行：未要求商業銀行停止發放個人住房貸款」每日經濟網 2016年11月29日 (<http://www.nbd.com.cn/articles/2016-11-29/1057298.html>)。
- (注27)「2016年10月分國民經濟運行情況新聞發布會答記者問」2016年11月14日、國家統計局 (http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201611/t20161114_1429163.html)、「國家統計局首次釋放2017經濟企穩信號」2016年12月26日、北京商報網 (<http://www.bbtnews.com.cn/2016/1226/175474.shtml>)。
- (注28) 現地報道としては、「清理僵屍企業成為國企改革重頭戲」新華網2016年4月5日 (http://news.xinhuanet.com/politics/2016-04/05/c_128862244.htm) や「為什麼“僵屍企業”基本上都是國有企業」2016年5月3日、鋼聯資訊 (<http://finance.glinfo.com/16/0503/06/3C748FD6DA291FC2.html>) を参照。また、こうした認識が形成された背景として、①民間企業は「多産多死」の状況にある、つまり、雨後の筍のように誕生するものの企業を取り巻く環境が厳しく、業績が悪化すれば自然と淘汰されると考えられていること (三浦 [2015a]) ②鉱工業分野における所有形態別のゾンビ企業の割合をみると国有企業における割合が民間企業や外資企業より高いこと (聶・江・張・方 [2016]) ③民間企業の多くは貸借対照表や損益計算書の開示が義務化されていないという実務上の問題があること、が指摘できる。
- (注29)「國務院關於積極穩妥降低企業槓桿率的意見」(國發〔2016〕54号) 2016年9月22日、中國政府網 (http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5124355.htm)。
- (注30) 税制面での支援策は、「關於落實降低企業槓桿率稅收支持政策的通知」(財稅〔2016〕125号2016年12月6日、中國政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2016-12/06/content_5143881.htm) で細則が示された。
- (注31)「李劍閣：債轉股的曆史經驗和政策要點」2016年4月13日、清華大學五道口金融學院 (http://www.pbcfs.tsinghua.edu.cn/content/details206_12163.html)。
- (注32)「理財資金參與“債轉股”路徑：成立基金是主要方式」2016年10月27日、21世紀經濟報道 (<http://www.21jingji.com/2016/10-27/4MMDEzNzhfMTM5Nzk4Mw.html>)。

おわりに—中長期的な視点から

企業の抱える債務が急増し、金融危機が絵空事とはいえなくなってきたことから、政府は2017年中にゾンビ企業退出で一定の成果をあげる必要がある。しかし、2017年中にすべてを解決できないことも事実である。中長期的な視点に立ってこの問題を展望する場合、次に指摘する点から評価していくことが重要である。

第1は、所有制改革を柱にした国有企業改革を進めなければ、ゾンビ企業を市場から退出させることは難しいという点である。わが国の中小企業金融円滑化法の経験はこの問題を理解する絶好の教材である。同法では債務返済条件を一時的に緩和し、中小企業を再生することが目指されたが、金融庁の調査では、4割の企業が経営改善しておらず、再建計画づくりを支援している銀行も5割にとどまることが明らかとなった(金融庁 [2016])。この背景には、信用保証協会の保証や担保により、銀行が貸し倒れリスクを負っていないため、企業は利払いが求められるだけで、元金返済が猶予されることがある。

政府の介入によって経営再建に対する意欲が低下するという図式は、中国の国有企業と国有商業銀行にも当てはまる。ただし、中国の場合、最終的に政府が解決に乗り出すという期待のもとで、企業は再建計画の先延ばしを、銀行は金利減免を繰り返してきたという点で、問題はより深刻である。ゾンビ企業の条件の一つである利息支払額が理論上の最低利息支払額を下回る企業は2015年時点で上場企業の27.8%に及ぶが、政府資本が入っている企業ではその割合が44.3%と政府資本の入っていない企業(28.0%)より高い。ゾンビ企業を市場から退出させるには、所有制改革によって企業と銀行が同じ「国有」である状態を解消することが避けて通れない。

第2は、ゾンビ企業のリストラやレバレッジ比率の引き下げの進捗をどのように判断するかという点

である。ゾンビ企業の数やどのようにリストラが進められたかは、現地報道を丹念に調べればある程度はわかる。しかし、それらは政府が公表する断片的な情報であり、網羅性や客観性に欠ける。一方、上場企業については財務データからレバレッジ比率が算出できるものの、それらのデータベースは誰でもアクセスできるわけではないし、集計にもかなりの手間がかかる。また、それはあくまで上場企業を対象としたものであるため、非上場企業とどの程度整合的かについても慎重に検証しなければならない。

政府が不良債権比率の見直しを行わず、企業の債務残高やレバレッジ比率についても公表しない場合、ゾンビ企業のリストラの進捗度を測る指標になると考えられるのが、図表10で指摘した社会融資規模である。銀行が追い貸しや金利減免を止め、企業がリストラを通じて債務削減を進めるならば、社会融資規模の伸び率は次第に低下するはずである。同残高の伸び率が名目GDPの伸び率を下回れば、GDP比でみた同残高の比率も低下し、中国全体でデレバレッジが進んだと評価できる。実際、ゾンビ企業のリストラで先行する浙江省の2016年1～6月の社会融資規模（フロー）は3,797億元と、前年同期の5,906億元から35.7%も減少した。

第3は、央企（中央政府管轄の国有企業）のリストラがどの程度進むかという点である。央企は2016年末時点で102社と2013年の193社からほぼ半減した。これは中央政府が央企のリストラに積極的に取り組んだ結果であるようにみえるが、実際はそうではない。央企の2015年の利潤総額は1兆6,149億元と2013年比504億元減少したにもかかわらず、負債総額は43.7兆元と2013年比11.9兆元増えた（注33）。これは央企の合併がリストラなき数合わせに終始してきたことの証左といえ、中央政府が打ち出す政策の実効性を低下させる要因になっている。央企のリストラが安易な方向に流れると、中央政府の仕振りを窺いながら落としどころを探る地方政府のリストラに悪影響が及ぶ。

（注33）「全国国有及国有控股企業経済運行情況」財政部より作成。

（2017. 1. 24）

参考文献

（日本語）

- ・金融庁 [2016]. 「抜本的な事業再生への課題について」金融仲介の改善に向けた検討会議（第5回）議事要旨及び配付資料（<http://www.fsa.go.jp/singi/kinyuchukai/siryuu/20160627/01.pdf>）
- ・星岳雄 [2006]. 「ゾンビの経済学」岩本康志・太田誠・二神孝一・松井彰彦編『現代経済学の潮流』東洋経済新報社
- ・中村純一・福田鎮一 [2008]. 「いわゆる『ゾンビ企業』はいかにして健全化したのか」日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』Vol.28 No.1（http://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_EconomicsToday_28_01.pdf）
- ・三浦有史 [2014]. 「発刊にあたって—『中国論』のリバランス」日本総合研究所『JRIレビュー』2014 Vol.3, No.13.（<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/7283.pdf>）
- ・三浦有史 [2015a]. 「中国における新規雇用はどこで誰が生み出しているか—経済政策を左右する新たな指標の読み方—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol.15, No.56.（www.jri.co.jp/）

file/report/rim/pdf/7962.pdf)

- ・三浦有史 [2015b]. 「中国の国有企業はどこに向かうのか—成長の持続性を左右する改革の暫定評価」 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』 Vol.15, No.58. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/8337.pdf>)
- ・三浦有史 [2016a]. 「過剰生産能力が問う中国習近平政権の力量—鍵は民間企業主導の産業再編—」 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』 Vol.16, No.62. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/9502.pdf>)
- ・三浦有史 [2016b]. 「過剰生産能力を抱える中国経済」 日経ヴェリタス 445, 446, 447各号

(英語)

- ・ Bank for International Settlements [2016]. BIS Quarterly Review, September 2016, International banking and financial market development (www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609.pdf).
- ・ Caballero, R. J., T. Hoshi, and A.K. Kashyap [2008]. 'Zombie lending and depressed restructuring in Japan', *American Economic Review*, Vol.98, No.5 (<http://economics.mit.edu/files/3770>).
- ・ Fukuda, S., and J. Nakamura [2011]. 'Why did 'zombie' firms recover in Japan', *World economy*, Vol.34, No.7 (<http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/pdf/workingpaper/fseries/234.pdf>).
- ・ Maliszewski, W., and S. Arslanalp, J. Caparusso, J. Garrido, S. Guo, J. Kang, W. Lam, T. Law, W. Liao, N. Rendak, P. Wingender, J. Yu, and L. Zhang [2016]. "Resolving China's Corporate Debt Problem" IMF Working Paper, WP/16/203 (www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16203.pdf).

(中国語)

- ・ 聶輝華・江艇・張雨瀟・方明月 [2016]. 「中国僵尸企業研究報告——現状、原因和対策」 国家發展与戰略研究院 人大国發院系列報告 年度研究報告 総期第9期2016年7月 (http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/20160727155621_848924_58213.pdf)
- ・ 何帆、朱鶴 [2016]. 「嘿我發現了一隻僵尸企業——僵尸企業系列研究之五」 2016年1月16日 財新網 (<http://pmi.caixin.com/2016-02-02/100906481.html>)