

# 中国大企業の債務問題を点検する

## —産業別債務残高と付加価値額に関するデータ分析—

### 調査部

主任研究員 関 辰一

(seki.shinichi@jri.co.jp)

### 要 旨

1. 中国企業の債務問題を議論するに当たり、約2,000万社ある中国企業を一括りに扱うべきではない。着実に実力を高め、付加価値額を伸ばすことで債務状況に改善がみられる企業は少なくない。一方で、不動産開発企業のみならず、債務状況が悪化し、先行き厳しい調整を余儀なくされる企業も数多く存在する。
2. 本稿は、中国大企業を31の産業に分類し、産業ごとの債務状況を点検する。債務状況が改善した産業と、債務状況が悪化した産業に分類する。代表的な産業を取り上げて、企業の取り組みや中国政府のデレバレッジ策（債務抑制策）による結果を、2013年から2023年までの債務残高と付加価値額のデータから検証する。
3. 各産業の動向から、以下のようなパターンを見出だすことが出来る。なお、大企業全体では、製造業の付加価値額の増加を主因に、債務残高の付加価値額に対する比率（債務比率）が低下し、債務状況に改善がみられる。
4. 債務状況が改善した産業をみると、まず、企業が債務を増やしたが、事業活動によって生み出された付加価値額がより速いペースで増加し、債務比率が改善したパターンである。例として、はん用・生産用・業務用機械製造業、情報通信機器・電子部品・デバイス、電気自動車（EV）を中心とした自動車産業がある。債務状況が改善した産業には、着実に実力を高めている企業が存在している。
5. また、企業が債務を増やすことを政府から制限される一方で、需給バランスの改善、そして市況の改善によって付加価値額が増加し、債務比率が改善したパターンもある。例として、鉄鋼業、石炭鉱業がある。一方で、中国政府による鉄鋼生産能力削減政策は、相対的に小規模な民間企業を淘汰し、国有企業を救済した。
6. 債務状況が悪化した産業をみると、住宅需要の減少が主因となったパターン、そして消費低迷が原因となったパターンがある。不動産業と建設業は前者、卸小売業は後者にあたる。こうした債務状況が悪化した産業には、今後、厳しい調整を余儀なくされる企業が存在していることに留意する必要がある。

## 目次

### はじめに

#### 1. 大企業の債務比率の全体像

#### 2. 債務比率が改善した産業

- (1) はん用・生産用・業務用機械製造業は販売急増
- (2) 情報通信機器・電子部品・デバイス製造業はデジタル化が追い風
- (3) 自動車産業はEVが牽引役
- (4) 鉄鋼業は生産能力の抑制が主因
- (5) 石炭鉱業は政府主導による改善

#### 3. 債務比率が悪化した産業

- (1) 不動産業は住宅需要の減少で悪化
- (2) 建設業は住宅建設工事の減少が重しに
- (3) 卸小売業は消費低迷に直面

### おわりに

### はじめに

このところ「中国企業の債務は過剰だ」という指摘をいたるところで聞く。債務が過剰な企業として、社債の債務不履行に陥っている大手不動産開発企業をまず思い浮かべる人がいるかもしれない。中国政府の補助金を受けた電気自動車（EV）メーカーを思い浮かべる人もいるだろう。

もっとも、中国に企業は数千万社も存在し、一括りに扱うわけにはいかない。中国の第4回経済センサスによると、2018年末時点で中国には企業が2,178万社ある。国家統計局は、それらの企業を大企業、中規模企業、小規模企業、零細企業の4つに分類している。業種別にみても、製造業、小売業、不動産業と多様である（注1）。

中国企業の債務の状況を仔細に把握することは、中国政府が的確に政策を講じるうえで欠かせない作業である。中国に進出している日本企業も、損失を抑制するに当たり丁寧に中国企業の債務状況を把握する必要がある。海外で中国企業の進出を待ち受ける日本企業も、中国企業の状況を把握し、競争力を強化すべきである。

しかしながら、中国の債務問題を議論するうえで、一般的に用いられるツールでは限界がある。2016年頃から国際決済銀行（BIS）や国際通貨基金（IMF）などの国際機関、および世界経済や中国経済の専門家は、主に

---

BISの債務統計を用いて中国の債務問題について議論してきた。BISの債務統計は、家計部門、企業部門、政府部門と各部門の間の債務の分布と債務の規模やその拡大ペースを把握し、国際比較するうえでは有益であるものの、それ以上の詳細を知ることは出来ない。

そこで、関 [2024a] では、BISの債務統計に加え、金融機関の貸出統計および上場企業の財務データを用いて、中国企業を大企業・中規模企業と小規模・零細企業の2つに大きく分けて、それぞれの債務問題について以下のことを指摘した。近年、小規模企業の債務急増が懸念される。コロナ禍で企業倒産や失業者が急増する事態を回避するために、中国政府が金融機関に対して小規模企業向け貸出を積極化するよう指導し始めた。これを受けて、小規模・零細企業の債務残高は急増しており、債務残高の対GDP比率も急上昇している。不動産開発企業の債務がこれまで注目されてきたが、小規模企業の債務が過剰債務問題をめぐる新たな争点になることが懸念される。他方、不動産と建設業を除く大企業・中規模企業の債務問題は、政府のデレバレッジ策（債務抑制策）などにより改善していることを指摘した。

本稿では、大企業の債務問題についてより詳しく分析する。非金融上場企業を大企業とみなし、非金融上場企業を31の産業に分類したうえで、どのような産業で政府のデレバレッジ策や企業の取り組みが奏功して債務問

題に改善がみられるのかを明らかにする。加えて、どのような産業で債務問題が悪化しているのかを明らかにし、その理由について分析する。

中国企業の債務問題が悪化していること、その理由を分析する先行研究は多く存在する（注2）。一方で、中国企業を大企業・中規模企業と小規模・零細企業に分けたうえで、大企業・中規模企業の債務問題に改善がみられること、その理由を分析した先行研究はほとんどみられない。

岡寄 [2019] は、2018年以降、中国企業の債務は全体として拡大に歯止めがかかったと指摘し、2016年と2017年の2年間に、政府が過去に急増した債務を持続可能なレベルに落ち着かせる取り組み（デレバレッジ策）を行ったことをその理由に挙げている。具体的なデレバレッジ政策を整理したほか、景気に配慮する政府の姿勢や、デレバレッジ策が金融市場に混乱を招いたことも指摘している。

しかしながら、大企業・中規模企業の債務問題が改善した理由は政府のデレバレッジ策だけではない。企業の取り組みによって改善した産業も少なくない。また、政府のデレバレッジ策がどのような産業に対して影響したのかなど、データによる検証が必要といえよう。

本稿の分析対象である非金融上場企業は計5,220社あり、その財務データは、産業ごとの中国大企業のトレンドを示す非常に価値の

あるサンプルである。5,220社の非金融上場企業全体の2023年末における債務残高は23兆3,152億元と、非金融企業部門全体の債務残高174兆元の13%、大企業・中規模企業の債務残高103兆元の22%に当たる（注3）。中国本土には上海、深圳、北京の3つの証券取引所がある。上場企業数は金融を含めると2024年3月末で5,370社、時価総額は77兆元（約1,650兆円）である。

本稿では、企業の債務残高を分子、付加価値額を分母とした債務比率が2013年から2023年の10年間で低下したのかそれとも上昇したのかに基づいて、債務問題が改善したあるいは悪化したと判断する（注4）。事業拡大を目指す企業が、金融機関からの借り入れといった債務を増やすことは自然なことである。企業の事業活動によって生み出された付加価値額がその分増加していれば、債務が増えることはそれほど問題がない。付加価値額の増加に伴い、借り入れの返済に回す原資も増える。債務残高が増えても、付加価値額がそれ以上のペースで増えれば、債務比率は低下する。その場合、企業の債務過剰感つまり債務問題は改善したと考える。

本稿では、もともと債務比率が低い産業と債務比率が高い産業が存在することを踏まえ、単年の債務比率を産業間で比較することよりも、10年という期間において各産業の債務比率が下がったのか、上がったのかに注目する。ほとんどの国・地域で自動車産業の債

務比率は電力・ガス・水道業より低いと推測される。この要因として、自動車メーカーの付加価値額はおおむね市場競争の結果を反映した出荷台数と製品の単価によって変動する一方で、電力・ガス・水道企業の付加価値額は低所得層の生活保護などに向けた政府の価格抑制策によって一定の水準に抑制されていることが挙げられる。

本稿の構成は、以下の通りである。1. では、大企業の債務比率の全体像を確認する。2. では、債務比率が改善した代表的な産業について考察する。3. では、債務比率が悪化した産業について考察する。

（注1）中国政府は、産業別に大企業、中規模企業、小規模企業、零細企業を分類している。それぞれの定義について詳しくは、関 [2024a] を参照のこと。

（注2）Maliszewski, et al. [2016] は、中国企業の債務が2008年以降の大規模な景気対策により急増していること、そして中国企業債務の急拡大が金融危機を招く危険性、中国企業の債務の状況を仔細に把握することの重要性を指摘している。

S&P Global Ratings [2021] は、中国企業では、特に国有企業が国内の銀行から多くの借り入れをしており、これに政府が「暗黙の政府保証」を与えていると指摘している。また、不動産関連企業等による社債発行の増加も企業の債務を大きくしている。中国の格付け機関による評価は信頼性に欠けることが社債市場の問題であると指摘している。

李、張、常ほか [2018] は、国有企業や上場企業のバランスシート、経済センサス、資金循環統計、金融機関の貸出統計を基に、1996年から2017年までの中国企業全体のバランスシートを推計したうえで、行き過ぎた与信の膨張と金融の多様化により中国企業の債務が急増しており、金融システムの安定に向けて、政府は金融機関に対して監督管理を強化すべきと指摘している。

李、田 [2018] は、中国企業部門の債務残高の対GDP比率が高い要因として、投資サイクルにおける拡大期にあること、国有企業が多い構造、国有企業が政府の役割を一部担っていること、暗黙の政府保証があることを指摘している。そして、中国非金融上場企業の財務データを基に2008年から2016年までの産業別

の負債総額の資産総額に対する比率を分析し、2008年のリーマンショック後の景気刺激策が鉄鋼業、石炭鉱業、不動産業の負債比率の上昇、すなわち債務状況の悪化を招いたと指摘している。

関〔2018〕は、中国では過剰な実物投資と金融資産投資が企業債務問題の悪化を招いたと指摘している。中国企業は、2008年以降の大規模な景気対策を受けて、効率性の低いインフラ建設や不動産開発投資を行い、鉄鋼やセメントの生産能力増強といった実物投資を増加させたほか、財テクにも力を入れるなど、バブル期の日本と似た様相がみられることを指摘している。

(注3) 2024年末までの非金融企業部門全体および大企業・中規模企業の債務残高の時系列の値は、関〔2024c〕を参照のこと。

(注4) 本稿における企業の債務残高は、借入金と社債発行残高の合計である。中国企業会計準則に則って詳細に示すと、債務残高は、短期借入金、1年以内返済予定の長期債務、長期借入金、社債発行残高の合計である。

企業の付加価値額は、営業純益（営業利益－支払利息）、給与総額、支払利息、動産・不動産賃貸料、租税公課を足し合わせて試算する。企業は事業活動により生み出した付加価値を基に、従業員、金融機関、他の企業、政府等に支払う諸経費を賄い、利益を得ていることを踏まえ、営業純益と諸経費の合計額を付加価値額とする。

この付加価値額は、企業が国内と海外で生み出している付加価値の合計値である。付加価値額に売上高の国内比率をかけて国内付加価値額とし、債務残高の国内付加価値額に対する比率も試算した。関〔2024a〕では、その比率を基に考察している。その比率と債務残高の付加価値額に対する比率の動きに大きな違いがないため、試算を容易にするために本稿では付加価値額を用いる。

付加価値額の試算方法について詳しくは、黒川ほか〔2020〕を参照のこと。

## 1. 大企業の債務比率の全体像

非金融上場企業の債務比率の全体像を把握するために、まず、全体の付加価値額、そして産業ごとの付加価値額を確認する。図表1が示すように、2023年の中国の非金融上場企業全体の付加価値額は10兆2,824億元であった。産業別にみると、製造業は4兆7,169億

元と全体の45.9%。非製造業は5兆5,655億元と全体の54.1%であった。

図表1では、産業が付加価値額の多い順に並んでいる。製造業の内訳をみると、情報通信機器・電子部品・デバイスの全体に占める割合が6.7%、電気機械が6.5%、化学工業が5.8%と付加価値額が多い。非製造業では、原油・天然ガス鉱業の全体に占める割合が13.7%、建設業が8.4%、情報通信業が6.1%の順となっている。

次に、債務残高についてみると、2023年の非金融上場企業全体の債務残高は23兆3,152億元であった（注5）。製造業は8兆1,209億元と全体の34.8%。非製造業は15兆1,943億元と全体の65.2%であった。製造業の内訳をみると、情報通信機器・電子部品・デバイスの全体に占める割合が5.6%、化学工業が4.5%、電気機械が4.4%と債務残高が多い。非製造業では、建設業が15.8%、電力・ガス・水道が15.4%、不動産業が11.9%と債務残高が多い。

図表2に示すように、2023年の非金融上場企業全体の債務比率は227%であった。製造業は172%、非製造業は273%であった。

非金融上場企業全体では、債務残高を上回るペースで付加価値額が増加しているため、債務比率が2013年の252%から2023年に227%へ改善している。10年間で非金融上場企業全体の債務比率は25ポイント低下した①（図表2内の番号、以下同様）。

図表1 産業別付加価値額と債務残高

	2013年				2023年			
	付加価値額		債務残高		付加価値額		債務残高	
	億元	%	億元	%	億元	%	億元	%
非金融上場企業	35,552	100.0	89,478	100.0	102,824	100.0	233,152	100.0
製造業	11,858	33.4	28,270	31.6	47,169	45.9	81,209	34.8
情報通信機器・電子部品・デバイス	1,220	3.4	2,418	2.7	6,854	6.7	12,992	5.6
電気機械	1,132	3.2	1,470	1.6	6,714	6.5	10,170	4.4
化学工業	1,620	4.6	4,328	4.8	5,978	5.8	10,521	4.5
自動車	1,639	4.6	1,535	1.7	5,229	5.1	5,002	2.1
はん用・生産用・業務用機械	1,283	3.6	2,557	2.9	5,075	4.9	6,790	2.9
飲料・動植物油脂・飼料	1,209	3.4	596	0.7	4,603	4.5	3,797	1.6
非鉄金属	404	1.1	3,363	3.8	2,244	2.2	5,261	2.3
鉄道車両・船舶・航空機	471	1.3	1,169	1.3	1,795	1.7	1,508	0.6
窯業・土石製品	596	1.7	2,045	2.3	1,688	1.6	4,990	2.1
繊維工業	451	1.3	1,072	1.2	1,652	1.6	7,631	3.3
鉄鋼業	656	1.8	4,653	5.2	1,364	1.3	5,015	2.2
食料品（除く動植物油脂）	240	0.7	309	0.3	1,004	1.0	1,200	0.5
金属製品	272	0.8	699	0.8	738	0.7	1,559	0.7
石油製品・石炭製品	194	0.5	529	0.6	302	0.3	541	0.2
その他製造業	470	1.3	1,529	1.7	1,929	1.9	4,232	1.8
非製造業	23,694	66.6	61,211	68.4	55,655	54.1	151,943	65.2
原油・天然ガス鉱業	7,991	22.5	8,147	9.1	14,119	13.7	7,256	3.1
建設業	3,576	10.1	10,938	12.2	8,631	8.4	36,921	15.8
情報通信業	1,420	4.0	2,102	2.3	6,307	6.1	2,711	1.2
石炭鉱業	2,202	6.2	3,249	3.6	5,514	5.4	3,995	1.7
電力・ガス・水道	1,876	5.3	15,308	17.1	4,920	4.8	35,845	15.4
運輸業・郵便業	1,767	5.0	7,026	7.9	4,902	4.8	15,355	6.6
卸小売業	1,247	3.5	2,547	2.8	2,687	2.6	8,398	3.6
不動産業	2,166	6.1	8,322	9.3	2,655	2.6	27,838	11.9
その他の鉱業	474	1.3	1,195	1.3	2,054	2.0	3,876	1.7
飲食・宿泊業	41	0.1	58	0.1	134	0.1	204	0.1
公共施設管理（観光地等）	44	0.1	74	0.1	128	0.1	151	0.1
その他非製造業	891	2.5	2,246	2.5	3,605	3.5	9,391	4.0
備考								
自動車（除く主要EV3社）	1,041	2.9	969	1.1	2,894	2.8	2,994	1.3
主要EVメーカー3社	598	1.7	565	0.6	2,335	2.3	2,008	0.9
情報通信機械・電子部品・デバイス（除く半導体）	1,177	3.3	2,336	2.6	6,169	6.0	11,127	4.8
半導体	43	0.1	82	0.1	685	0.7	1,864	0.8

(注) 2023年の付加価値額の大きい順。

(資料) 非金融上場企業5,220社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

図表2 産業別債務比率

	2013年の	2023年の	債務比率の	付加価値額	債務残高の	債務比率の
	債務比率	債務比率	変化率	の増加率へ	増加率への	変化率への
	%	%	ポイント	ポイント	ポイント	ポイント
非金融上場企業	252	227	① -25	② -189.2	③ 160.6	-28.7
製造業	238	172	-66	④ -99.3	59.2	⑤ -40.2
自動車	94	96	2	-10.1	3.9	-6.2
電気機械	130	151	22	-15.7	9.7	-6.0
飲料・動植物油脂・飼料	49	82	33	-9.5	3.6	-6.0
はん用・生産用・業務用機械	199	134	-65	-10.7	4.7	-5.9
化学工業	267	176	-91	-12.3	6.9	-5.3
情報通信機器・電子部品・デバイス	198	190	-9	-15.8	11.8	-4.0
鉄道車両・船舶・航空機	248	84	-164	-3.7	0.4	-3.3
非鉄金属	832	234	-597	-5.2	2.1	-3.1
鉄鋼業	709	368	-341	-2.0	0.4	-1.6
食料品（除く動植物油脂）	129	120	-9	-2.1	1.0	-1.2
金属製品	257	211	-46	-1.3	1.0	-0.4
石油製品・石炭製品	273	179	-93	-0.3	0.0	-0.3
窯業・土石製品	343	296	-47	-3.1	3.3	0.2
繊維工業	238	462	224	-3.4	7.3	4.0
その他製造業	325	219	-105	-4.1	3.0	-1.1
非製造業	258	273	15	-89.9	⑥ 101.4	⑦ 11.5
原油・天然ガス鉱業	102	51	-51	-17.2	-1.0	-18.2
情報通信業	148	43	-105	-13.7	0.7	-13.1
石炭鉱業	148	72	-75	-9.3	0.8	-8.5
その他の鉱業	252	189	-63	-4.4	3.0	-1.4
公共施設管理（観光地等）	166	118	-48	-0.2	0.1	-0.1
飲食・宿泊業	143	152	9	-0.3	0.2	-0.1
運輸業・郵便業	398	313	-84	-8.8	9.3	0.5
卸小売業	204	313	108	-4.1	6.5	2.5
電力・ガス・水道	816	729	-87	-8.6	23.0	14.4
建設業	306	428	122	-14.2	29.0	14.8
不動産業	384	1,049	664	-1.4	21.8	20.4
その他非製造業	252	260	8	-7.6	8.0	0.4
備考						
主要EVメーカー3社	95	86	-9	-4.9	1.6	-3.3
自動車（除く主要EV3社）	93	103	10	-5.2	2.3	-2.9
情報通信機械・電子部品・デバイス（除く半導体）	198	180	-18	-14.0	9.8	-4.2
半導体	192	272	81	-1.8	2.0	0.2

(注) 債務比率の変化率への寄与度の大きい順。債務比率の変化率への寄与度は、試算した近似値。  
(資料) 非金融上場企業5,220社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

全体の債務比率が過去10年間で低下した要因を分母と分子に分けてみると、付加価値額の増加が債務比率を189.2ポイント押し下げた②一方で、債務残高の増加が160.6ポイント押し上げた③。

産業別にみると、全体の過去10年の債務比率の改善は、主に製造業（自動車、電気機械など）の付加価値額の増加によるものである。図表2では、債務比率の変化率への寄与度が大きい産業の順に並んでいる。製造業の付加価値額の増加は、全体の債務比率を99.3ポイント押し下げた④。一方で、製造業の債務残高の増加は全体の債務比率を59.2ポイント押し上げた。合わせてみると、製造業の債務比率の改善が全体の債務比率を40.2ポイント押し下げしており、全体の債務問題の改善に寄与した⑤。

非製造業も、原油・天然ガス鉱業や情報通信業の付加価値額の増加が企業全体の債務比率の改善に一定程度寄与しているが、不動産業、建設業などの債務残高の増加により非製造業全体でみるとむしろ債務比率を押し上げた。非製造業の債務残高の増加は、全体の債務比率を101.4ポイント押し上げた⑥。非製造業の付加価値額の増加は、全体の債務比率を89.9ポイント押し下げた。合わせてみると、非製造業の債務比率の悪化は全体の債務比率を11.5ポイント押し上げており、全体の債務問題の重しとなった⑦。

以下では、8つの産業を取り上げて、債務

比率の推移とその背景について考察する（注6）。全体の過去10年の債務比率の改善は主に製造業の付加価値額の増加によるものであることを踏まえ、債務比率が改善した産業として製造業を中心に5つの産業を取り上げる。具体的には、はん用・生産用・業務用機械製造業、情報通信機器・電子部品・デバイス製造業、主要EVメーカー3社を中心とする自動車産業、鉄鋼業、石炭鉱業の5つである。これらの産業は、いずれも注目度が高い産業である。

債務比率が悪化した産業は、全体の債務問題の重しとなった非製造業の中から不動産業、建設業、卸小売業の3つを取り上げる。不動産業、建設業、卸小売業は、それぞれ20.4、14.8、2.5ポイント全体の債務比率を押し上げた。

（注5）2023年末に23兆元という非金融上場企業の債務残高は、非金融企業部門全体の債務残高174兆元の13%、大企業・中規模企業の債務残高103兆元の22%に相当する。2024年末までの非金融企業部門全体および大企業・中規模企業の債務残高の時系列の値は、関[2024c]を参照のこと。

（注6）全31の各産業および非金融上場企業全体における2013年から2023年までの債務比率の推移のグラフは、関[2024b]を参照のこと。

## 2. 債務比率が改善した産業

### (1) はん用・生産用・業務用機械製造業は販売急増

この10年間において、はん用・生産用・業

務用機械製造業では、事業拡大を目指す企業が積極的に債務を増やした。もともと、企業の事業活動によって生み出された付加価値額がその分増加しているため、債務比率は上昇しなかった。はん用・生産用・業務用機械の債務残高は、2013年の2,557億元から2023年に6,790億元へ増加した。付加価値額は、2013年の1,283億元から2023年に5,075億元へ増加した。その結果、債務比率は199%から134%へ改善した（図表3）。したがって、はん用・生産用・業務用機械製造業では、債務問題に改善がみられると判断出来る。

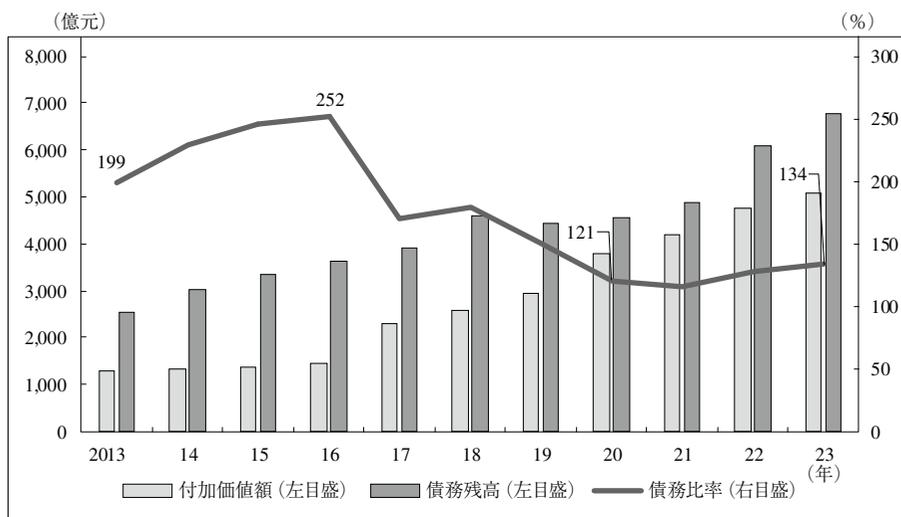
はん用・生産用・業務用機械製造業は、国内外の労働力不足を商機として生産・販売を大きく伸ばしている。中国では、2001年の

WTO加盟以降の20年間に輸出主導の工業化が進んだ一方で、農村の余剰労働力の数は大きく減少した。工場における労働力不足という社会的な課題が生じてから、はん用・生産用・業務用機械に対する投資が盛んとなった。

産業用ロボットを例にみると、中国の産業用ロボットの生産台数は2015年の2万台から2023年に43万台へ増加した（図表4）。

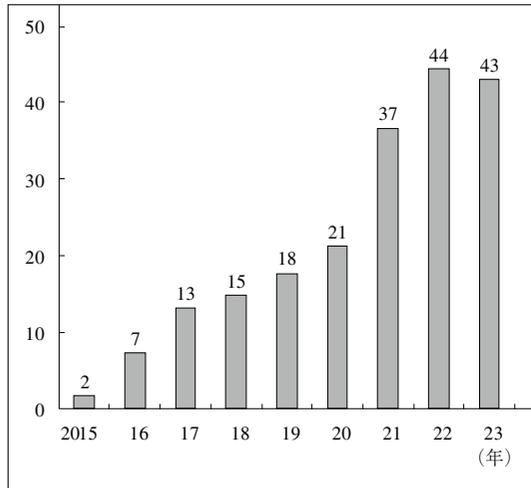
中国の産業用ロボットメーカーは、巨大な外資メーカーの陰に隠れてあまり目立たない。この分野では、ファナックなど世界的な大企業が高いシェアを保有する。たとえば、多関節ロボットの外資ブランドは2018年時点で80.6%に達する。高度なロボットの製造に不可欠な減速機やサーボシステム、コント

図表3 はん用・生産用・業務用機械の債務比率



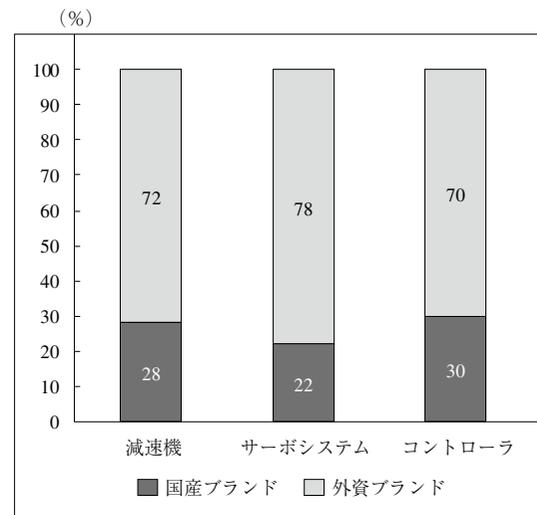
(資料) 713社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

図表4 中国の産業用ロボットの生産台数  
(万台)



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

図表5 中国のロボットのコア部品の国産・外資ブランドのシェア (2018年)



(資料) NEDO [2020] を基に日本総合研究所作成

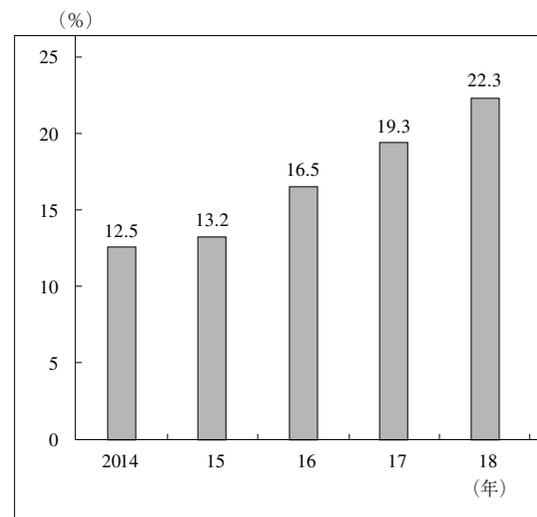
ローラなどのコア部品でも外資ブランドのシェアが高い (図表5) (注7)。

しかし、中国メーカーは技術を少しずつキャッチアップしており、そのシェアは着実に高まっている。サーボシステムでは、中国の国産ブランドのシェアは2014年の12.5%から2018年に22.3%へ上昇した (図表6)。

2000年に遼寧省瀋陽市で創業した新松機器人 (SIASUN) は、2023年時点で売上高が40億元にとどまるが、実力が着実に向上している注目企業の一つである。同社は、コア部材の多くを外資企業からの調達に頼っているが、一部を中国メーカーから調達し始めている。

今後を展望すると、中国の産業用ロボットの生産台数は一段と増加する可能性が高い。

図表6 中国のサーボシステムの国産ブランドのシェア



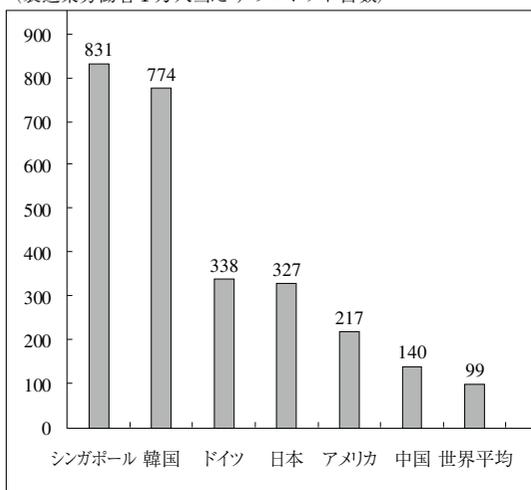
(資料) NEDO [2020] を基に日本総合研究所作成

各国のロボット装備率をみると、中国は製造業労働者1万人当たりのロボット台数が2018年時点で140台と338台のドイツや327台の日本を大きく下回る（図表7）。中国で、企業が産業用ロボットへの投資を拡大して、生産性を高める余地が大きい。加えて、中国企業の実力が向上することで、中国ブランドのシェアが上昇する可能性が高い。

はん用・生産用・業務用機械製造業は全体としても、国内外における機械設備への投資拡大の動きを追い風に付加価値額を一段と増やすと見込まれる。このように、はん用・生産用・業務用機械製造業では、債務問題は改善しており、過度な懸念は不要といえよう。

図表7 国別ロボット装備率（2018年）

（製造業労働者1万人当たりのロボット台数）



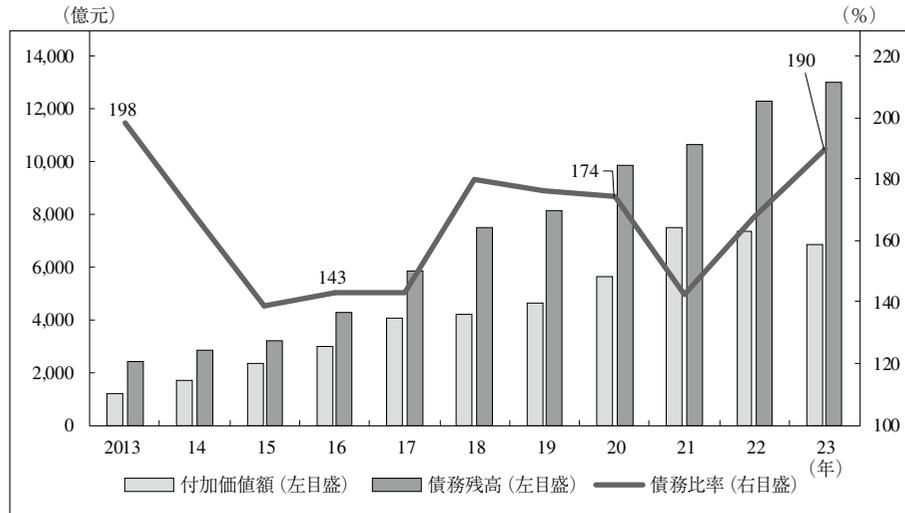
（資料）NEDO [2020] を基に日本総合研究所作成

## (2) 情報通信機器・電子部品・デバイス製造業はデジタル化が追い風

情報通信機器・電子部品・デバイス製造業においても、企業が積極的に生産能力を拡大するために債務を増やしたが、企業の付加価値額がそれに見合うペースで増加している。情報通信機器・電子部品・デバイス製造業の債務残高は、2013年の2,418億元から2023年に1兆2,992億元へ増加した。付加価値額は、2013年の1,220億元から2023年に6,854億元へ増加した。その結果、債務比率は198%から190%へ小幅に改善した（図表8）。

国内外のデジタル化という大きなトレンドがこの産業が付加価値額を伸ばすうえでの追い風となっている。通信規格が3Gから4G、5Gへグレードアップしたことで、14億人の人口を抱える中国で情報通信機器の需要が急速に拡大した。同時に、配車サービスやキャッシュレス決済など新しいビジネスも急速に普及した。こうしたなか、多くの企業が情報通信機器製造業に新規参入し、巨大な国内市場を激しく取り合いながらも、付加価値額を伸ばした。また、アメリカのトランプ政権が2019年にファーウェイに対してアメリカ製品の輸出を事実上禁じたことで、同社のスマートフォン販売は落ち込んだ。しかし、スマートフォンの産業集積における中国の国際競争力が高いことから、他の中国企業がファーウェイからシェアを奪い取る結果となり、全

図表8 情報通信機器・電子部品・デバイスの債務比率

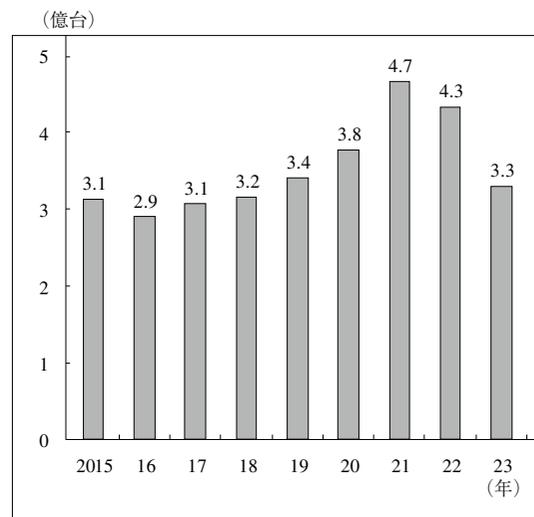


(資料) 618社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

体で見ると中国の情報通信機器製造業の事業はその後一段と拡大した。2020年から2021年にかけて、コロナ禍で世界的に情報通信機器の需要が急拡大した。米調査会社のIDCによると、世界のパソコン出荷台数は2020年と2021年にそれぞれ前年比+13.1%、+14.8%と大幅に増加した。その際、2021年の中国のパソコン生産台数は4.7億台とコロナ前の2019年の3.4億台から36.7%増加するなど、中国の情報通信機器製造業企業はフル稼働し、その付加価値額を一時的に大きく伸ばした(図表9)。

今後を展望すると、中国の情報通信機器・電子部品・デバイス製造業は、国内外におけるデジタル化に向けた投資拡大の動きを受け

図表9 中国のパソコンの生産台数



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

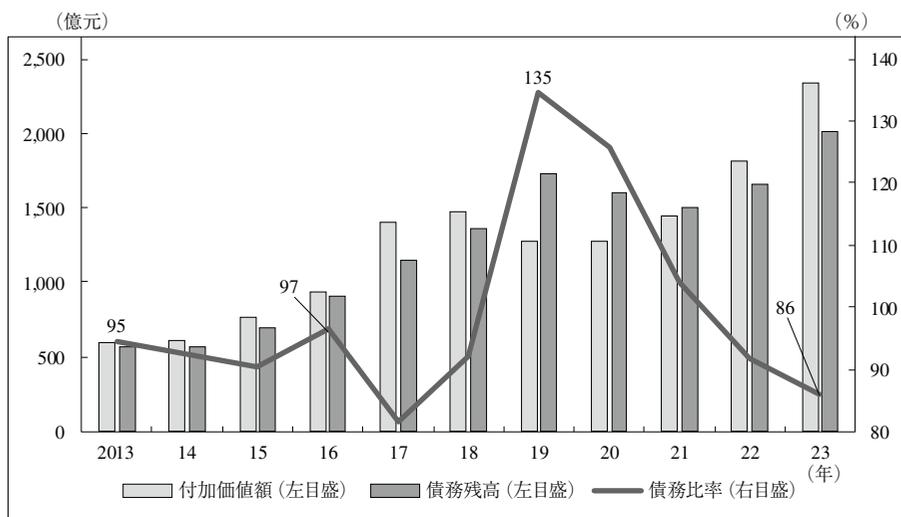
て、引き続き付加価値額を伸ばしていくと見込まれる。パソコンを例にみると、IDCによると2022年と2023年にそれぞれ前年比16.5%、13.9%減少した世界のパソコン出荷台数は、2024年に持ち直しに転じ、2023年から2027年までに年平均+3.1%で増加すると予測している。出社と在宅を組み合わせたハイブリッド勤務や、法人向け製品の買い替え、高価格帯機種への需要増などがその要因になると指摘する。デジタル経済を進めることは、各国の最も重要な政策課題の一つとなっている。中国についても、官民一体で5G、データセンター、AIなどの分野で大規模な投資を続ける構えである。

### (3) 自動車産業はEVが牽引役

自動車産業では、電気自動車が牽引役である。中国では、官民一体で電気自動車（EV）の生産能力を急激に増やしたものの、市場規模が伸び悩んだことで、債務過剰感が2019年から2020年にかけて急速に強まった。

これをBYD、広州汽車集団、上海汽車集団の3社の財務データで確認すると、この3社の債務残高は2013年の565億元から2019年に1,724億元へ大きく増加した。一方で、付加価値額は2013年の598億元から2019年に1,279億元へ増加したに過ぎない。この結果、債務比率は2013年の95%から2019年に135%へ跳ね上がった（図表10）。

図表10 主要EVメーカー3社の債務比率



(資料) BYD、広州汽車集団、上海汽車集団の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

EVの販売台数は、2013年の1万4,000台から2019年に97万1,000台へ増加したものの、97万台という水準は当初の期待を大きく下回るものであった（図表11）。たとえば、2019年1月時点で中国汽车工業協会は、EVとプラグインハイブリッド車（PHV）、それに水素を燃料とする燃料電池車を合わせた「新エネルギー車」の2019年の販売台数を160万台と予測していた（注8）。しかし、その年の新エネルギー車の販売台数は120万台と予測に対して25%下回った。

この時期に中国のEVの販売台数が伸び悩んだ背景として、EVのエンジン車に対する競争力が低かったことが指摘出来る。たとえ

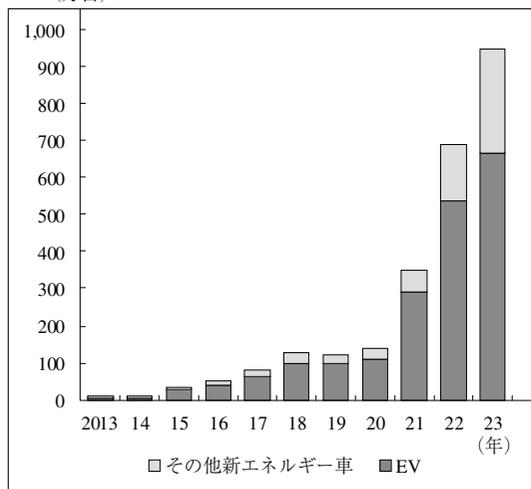
ば、航続可能な距離や充電に必要な時間を左右するバッテリーの性能に問題があり、かつ価格が高すぎた。多くの消費者は、遠出した際に電池切れで出張や家族旅行の計画が破綻することを心配した。バッテリー価格が高かったことは、EVのエンジン車に対する価格競争力の弱さに直結した。充電スタンドも大きな問題であった。EVに欠かせない充電スタンドの分布が不均衡であった。そもそも、個人が自宅で充電スタンドを新設するに当たり集合住宅のほかの住民の合意を得ることも困難であった。エンジン車ならば給油で不安を感じる事があまりない。また、自動車保険など関連サービスも黎明期であった。

もっとも、EVの様々な問題を一つ一つ改善していく一方で、エンジン車への規制が需給の両面にかかるなかで、2021年からEVの販売が急増し、EV企業の付加価値額も大きく増加している。その結果、債務比率は急低下した。

図表10が示すように、主要3社の債務残高は2023年に2,008億元へ増加した一方で、付加価値額は同年に2,335億元へ増加した。この結果、債務比率は86%へ低下した。図表11に示したように、EVの販売台数は、2020年から2023年にかけて、112万台、292万台、537万台、669万台へ急拡大した。

BYD、広州汽車集団、上海汽車集団の3社の付加価値額は、上場している中国の自動車メーカー全186社の4,338億元の4割に達す

図表11 中国の新エネルギー車の販売台数  
(万台)



(注) BYDの2023年の新エネルギー車の販売台数は302万台、上海汽車は112万台。

(資料) 中国汽车工業協会を基に日本総合研究所作成

る。2023年のBYD、広州汽車集団、上海汽車集団のEV販売台数は、それぞれ287万台、48万台、47万台であった。世界のブランド別EV販売台数をみると、BYDが全体の21.0%、テスラが13.2%、BMWが3.7%、広州汽車、フォルクスワーゲン、上海通用五菱汽車がともに3.5%であった（図表12）。

一方で、新エネルギー車への対応が遅れている企業もあるため、残りの183社の自動車メーカーの付加価値額の増加ペースは主要EV 3社を下回る。図表13に示したように、自動車産業（除く主要EV 3社）の債務残高は2019年の2,368億元から2023年に2,994億元へ増加した。付加価値額は、新エネルギー車を牽引役に同期間に1,962億元から2,894億元へ増加した。債務比率は131%から103%へ28ポイント低下した。主要EV 3社の債務比率

は同期間に135%から86%へと49ポイント低下したことを踏まえると、自動車産業（除く主要EV 3社）の債務比率の改善は小幅にとどまった。

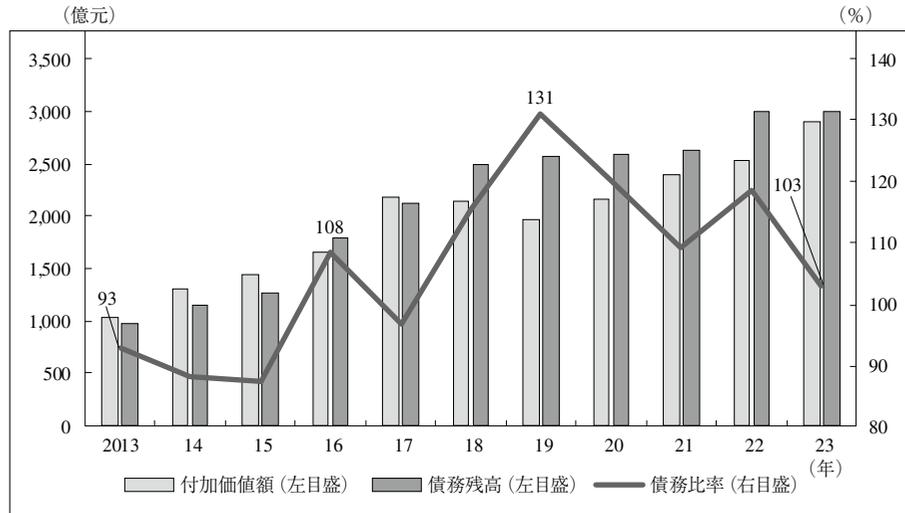
中国のエンジン車の販売台数は、新エネルギー車の競争力の高まりや、政府による需給の規制などにより減少傾向にある。中国汽車工業協会によると、エンジン車の販売台数は、2017年の2,810万台をピークに2023年に2,060万台へ減少した（図表14）（注9）。たとえば、北京市では抽選に当たらないとナンバープレートが得られないことから、エンジン車の需要が抑制されている一方で、EVならば容易にナンバープレートを得られる。また、政府は2019年より各自動車メーカーに対して新車の平均燃費と新車販売に占める新エネルギー車のシェアの目標を与えた。目標を達成

図表12 世界のEV販売台数上位10社（2023年）

順位	ブランド	国	台数（台）	シェア（%）
1	BYD	中国	2,876,748	21.0
2	テスラ	アメリカ	1,808,652	13.2
3	BMW	ドイツ	500,050	3.7
4	広州汽車	中国	483,941	3.5
5	フォルクスワーゲン	ドイツ	482,042	3.5
6	上海通用五菱汽車	中国	475,758	3.5
7	理想汽車	中国	376,038	2.7
8	メルセデス・ベンツ	ドイツ	373,303	2.7
9	長安汽車	中国	350,845	2.6
10	吉利	中国	331,623	2.4
	その他		5,630,291	41.1
	世界計		13,689,291	100.0

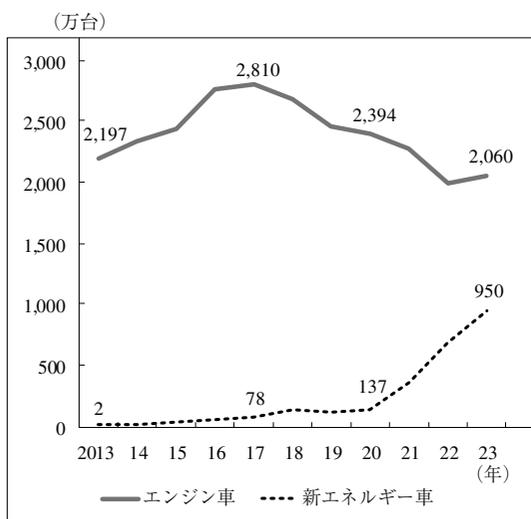
（資料）José [2024]、関志雄 [2023] を基に日本総合研究所作成

図表13 自動車産業（除く主要EV3社）の債務比率



(資料) 183社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

図表14 中国の自動車販売台数



(資料) 中国汽車工業協会を基に日本総合研究所作成

した企業は、目標を上回る分のポイントを他のメーカーに売ることが出来る。目標未達の企業はポイントを他のメーカーから購入しなければならない(注10)。

#### (4) 鉄鋼業は生産能力の抑制が主因

鉄鋼業では、企業が生産能力をさほど増やさなかったため、債務も抑制気味に推移した。一方で、付加価値額は2016年から2018年にかけて増加し、その後振れを伴いながら横ばいで推移した。債務残高は、2013年の4,653億元から2018年に4,375億元へ小幅に減少した後、2023年には5,105億元へと小幅に増加した。付加価値額は、2013年の656億元から2018年に2,166億元へ大幅に増加した後、

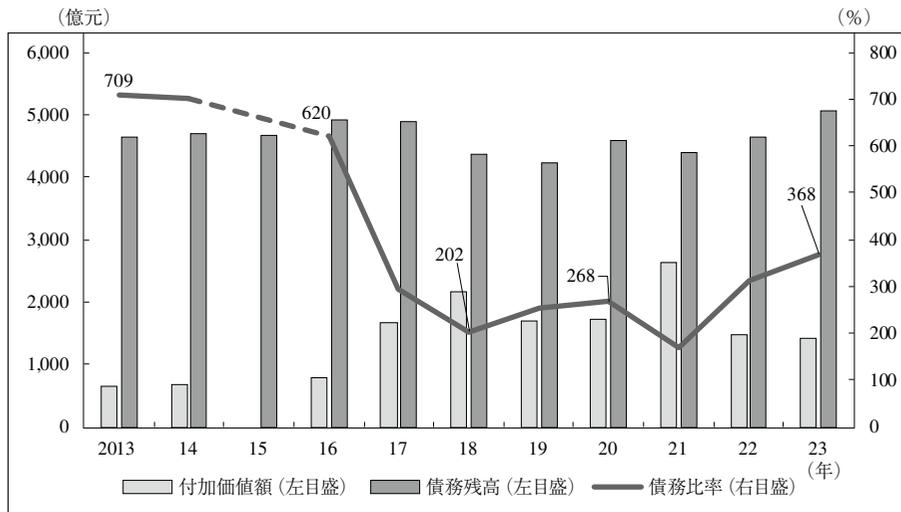
2023年に1,364億元へ減少した。その結果、債務比率は2013年の709%から2018年に202%へ大幅に改善し、2023年も368%と10年前を大きく下回る水準を維持した（図表15）。

鉄鋼業では、政府主導による生産能力の抑制が過剰債務の改善につながった。政府は2016年以降、粗鋼生産能力の削減目標を定めたほか、債務リストラを進めた。

具体的には、2016年に第13次5カ年計画（2016年から2020年まで）で、粗鋼生産能力を1～1.5億トン削減することを目標とした。400立方メートル以下の高炉（注11）、30トン以下の製鋼用転炉と電炉など小規模の生産設備や劣等な生産設備を全面的に除去すべきとされた。また誘導炉製鋼による「地条鋼」を

淘汰すべきとされた（注12）。実施手段としては、企業の判断による能力削減を促すほか、合併・買収などが強調された。生産能力削減目標を達成するために、省・直轄市と国务院所属の中央国有企業が、それぞれ個別の企業・設備名をリスト化し、削減を実施に移すことになった。また、当時の粗鋼生産第2位の宝鋼集団と第6位の武鋼集団の統合が2016年に実施された。さらに、東北特殊鋼集団や渤海鋼鉄集団の破綻処理が行われ、債務の一部減額返済や株式化（デット・エクイティ・スワップ：DES）の措置がとられた。そして、中国政府は2016年に6,500万トン、2017年に5,500万トン、2018年に3,500万トン、合計1億5,500万トンの粗鋼生産能力を削減したと発表した

図表15 鉄鋼業の債務比率



（注）2015年に鉄鋼業の付加価値額がマイナスとなったことで、債務比率がマイナスとなった。  
（資料）32社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

(川端、銀 [2021])。

DESは、債務を株式に転換することを意味し、債務が過剰な状態にある企業の再建策として用いられる。DESに合意した鉄鋼企業は、2017年9月時点で10社、金額は1,500億元であった(三浦 [2018])。

具体例をみると、華菱鋼鉄は2018年12月に3億元の債務を株式に転換した。3億元という金額は、2017年末の同社の債務残高274億元の1%に当たる(注13)。そして、1,500億元という鉄鋼業のDESの合意金額は、借入金と社債に買掛金などを加えた鉄鋼業の負債総額の4%に当たる(注14)。合意されたDESのうち実行されたのは、さらにその一部であった(注15)。

近年では、脱炭素政策の推進を理由に年間の粗鋼生産量や生産能力の拡大が制限されている。たとえば、習近平国家主席が、2020年9月の国連総会の演説で、2030年の二酸化炭素排出のピークアウト、2060年のカーボンニュートラルを目指すと言明した。この脱炭素「30・60目標」の達成に向けて、2020年末の全国工信部工作会議で肖亜慶部長は、2021年の粗鋼生産量を2020年比で減少させるよう鉄鋼業に求めた。2021年4月に、国家発展改革委員会と工信部が減産を改めて要請すると、6月からは江蘇省、安徽省、江西省などの地方政府が鉄鋼業に対して減産を書面で要求した(関 [2021])。

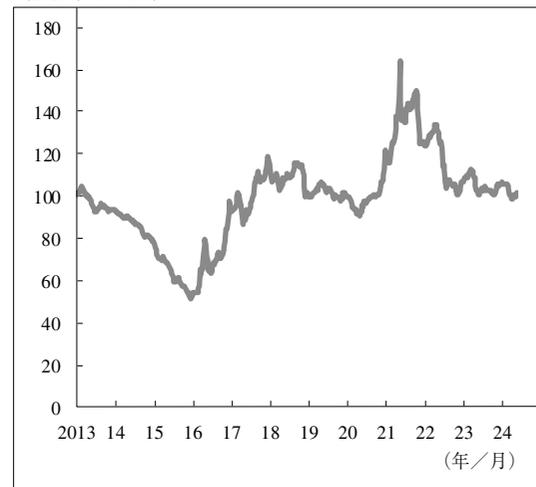
これらの結果、鋼材の需給バランスは改善

に向かい、中国鋼材総合価格指数は2016年以降持ち直した(図表16)。また、大手鉄鋼企業は、高い加工技術が必要とされる冷延鋼板や電磁鋼板など高級鋼材の生産設備に的を絞って投資を行った。鋼材価格の上昇と製品の高級化に伴って、大企業の付加価値額が増加し、ひいては過剰債務の改善につながった。もっとも、2023年に368%という鉄鋼業の債務比率は、産業補助金の見直しや国有銀行による貸出の厳格化などを通じて、改善余地が十分にあるといえよう。

一方で、こうした政府による鉄鋼生産能力の抑制は、民間企業の経営に甚大なマイナスの影響を与えた。川端、銀 [2021] によると、2016年から2020年の期間において、違法とさ

図表16 中国の鋼材総合価格指数

(2020年初=100)



(資料) 中国鋼鉄工業協会を基に日本総合研究所作成

れていた400立方メートル以下の高炉、30トン以下の製鋼用転炉と電炉を淘汰するだけでは、到底目標に達しない。この結果、各地で、民間企業の違法とは断じられないような設備についても淘汰の対象として目標を達成しようとした。したがって、生産能力削減政策は、相対的に小規模な民営企業を淘汰し、国有企業を救済する効果を持っていた。

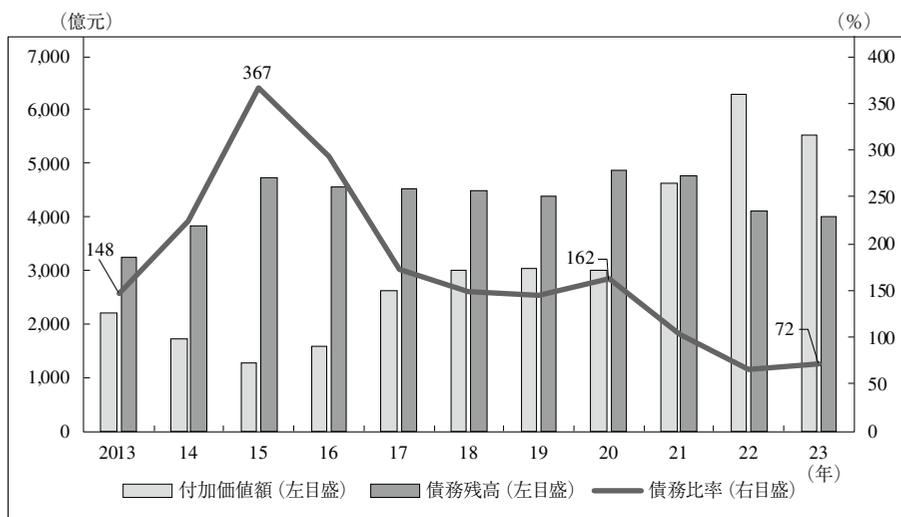
### (5) 石炭鉱業は政府主導による改善

石炭鉱業も、企業が債務の増加を伴う生産能力をさほど増やさなかった一方で、付加価値額は増加した。債務残高は、2013年の3,249億元から2015年に4,719億元へ増加した後、2023年に3,995億元へ減少した。付加価値額

は、2013年の2,202億元から2015年に1,285億元へ減少した後、2023年に5,514億元へ増加した。その結果、債務比率は2013年の148%から2015年の367%へ悪化した後、2023年に72%へ改善した（図表17）。

石炭鉱業も、鉄鋼業と似た構図といえよう。政府が2016年に石炭生産能力の削減目標を打ち出したことで、需給がひっ迫し、石炭価格は上昇した。政府は、2016年から3～5年で、石炭生産能力を10億トン削減することを目標とした。生産能力の新設禁止、基準に満たない生産設備の停止、危険な生産の厳格な管理、違法建設の厳格な管理などを実施した。その結果、代表的な発電用石炭価格である秦皇島港一般炭FOB価格は2015年末から2017年末に

図表17 石炭鉱業の債務比率

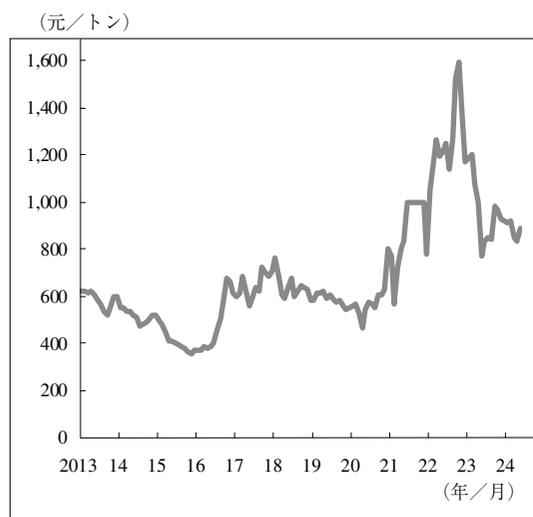


(資料) 25社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

かけて91%上昇した（図表18）。

秦皇島港一般炭FOB価格は2017年末から2023年末にかけてさらに31%上昇した。供給面の理由として、2017年以降の政府による国内生産量の抑制に加え、ロシアによるウクライナへの侵攻を契機に世界の資源価格が高騰したことや、政府による石炭輸入の抑制がある。豪州政府が、新型コロナウイルスの発生源に関する調査を要請したことで、中国政府が豪州産石炭の輸入を非公式に禁止した。中国は、他国からの輸入量を増やしたものの、豪州産の減少分を完全に補填するには至らず、2021年の全体の輸入量は減少した。需要面の理由として、コロナ禍による特需と猛暑による電力・石炭需要の拡大がある。コロナ

図表18 秦皇島港一般炭FOB価格



(資料) 中国石炭輸送販売協会、Wind を基に日本総合研究所作成

禍により世界的に財需要が拡大したことで、中国の輸出が大幅に拡大し、主要な石炭需要者である電力企業や鉄鋼業は生産と原材料の調達量を増やした。加えて、気候変動による猛暑が電力需要の大幅増加につながった。中国の石炭火力発電による発電量の割合は2007年の約8割から2022年に約6割へ低下したが、同期間に石炭による発電量は倍増した（注16）。石炭価格がさらに上昇したことで、石炭鉱業の付加価値額は増加し、債務比率は一段と低下した。

(注7) コントローラとは、ロボットに指示を出す部品である。サーボシステムとは、コントローラからの指令に基づき、ロボットの動作を制御するシステムであり、サーボモータやサーボアンプなどの部品を含む。

(注8) 「趨勢誤判 中汽协下调2019年新能源车销量预期至150万辆」 搜狐, 2019年7月25日。([https://www.sohu.com/a/329151992\\_229292](https://www.sohu.com/a/329151992_229292))

(注9) 中国汽車工業協会によると、2023年の中国の自動車販売台数（メーカー出荷ベース）は、3,009万台であった。うち国内販売台数は2,518万台、輸出台数は491万台であった。

(注10) 新車の平均燃費と新車販売に占める新エネルギー車のシェアに対する規制について詳しくは、久保 [2018] を参照のこと。

(注11) 厳密には、400立方メートル以下の高炉のうち、製鉄用高炉が淘汰の対象であり、銑鉄用高炉は対象ではない。30トン以下の電炉のうち高合金鋼用電炉は淘汰の対象ではない。

(注12) 地条鋼とは、無認可の粗鋼生産についての中国での呼称であり、鉄鋼の生産・能力統計には含まれていない。その多くは、鉄スクラップを小型の電炉である誘導炉によって溶解する。少額の投資で参入可能であるため、品質や環境への影響を管理せずに操業する企業が多数発生していた。詳しくは、川端 [2019] を参照のこと。

(注13) 中国の上場企業が実行したDESの一覧について、詳しくは「上市公司参与市场化债转股实践」 通力律师事务所, 2019年10月 ([http://www.llinkslaw.com/uploadfile/publication/29\\_1570600360.pdf](http://www.llinkslaw.com/uploadfile/publication/29_1570600360.pdf)) を参照のこと。

(注14) 鉄鋼業のDES合意金額が負債総額に占める割合について、詳しくは「“债转股” 仅占4% 钢铁行业去杠杆难在哪？」 中国金融信息网, 2017年9月18日 (<https://>

wap.icbc.com.cn/icbc/%E6%8A%95%E8%B5%84%E8%B5%84%E8%AE%AF/%E7%90%86%E8%B4%A2/%E5%80%BA%E8%BD%AC%E8%82%A1%E4%BB%85%E5%8D%A04%E9%92%A2%E9%93%81%E8%A1%8C%E4%B8%9A%E5%8E%BB%E6%9D%A0%E6%9D%86%E9%9A%BE%E5%9C%A8%E5%93%AA.htm)を参照のこと。

(注15) 2019年2月末時点で、全産業で合意されたDESの金額は2兆元であり、実行された金額は全体の約30%であった。詳しくは、「市場化債转股模式趋向成熟」新浪网、2019年5月13日 (<http://finance.sina.cn/zl/2019-05-13/zl-ihvhiwews1485183.d.html?from=wap>)を参照のこと。

(注16) 先進国の脱石炭火力発電の動き、中国やインドにおける石炭火力発電による発電量、豪州石炭業界の対応について詳しくは、熊谷 [2024]を参照のこと。

ここでは、その状況を2つのフェーズに分けてみていく。

まず、習近平政権一期目（2012～2017年）において、一時的な住宅市場の調整がみられたものの、総じてみれば不動産開発企業は販売の好調に伴い積極的に投資・債務を拡大し続けた（注17）。その結果、高い債務比率が続いた。図表19に示したように、不動産業の債務残高は2013年の8,322億元から2019年に2兆6,134億元へ増加した。一方、付加価値額は、2013年の2,166億元から2019年に6,535億元へ増加した。その結果、債務比率は384%から400%へと若干ではあるが上昇した。

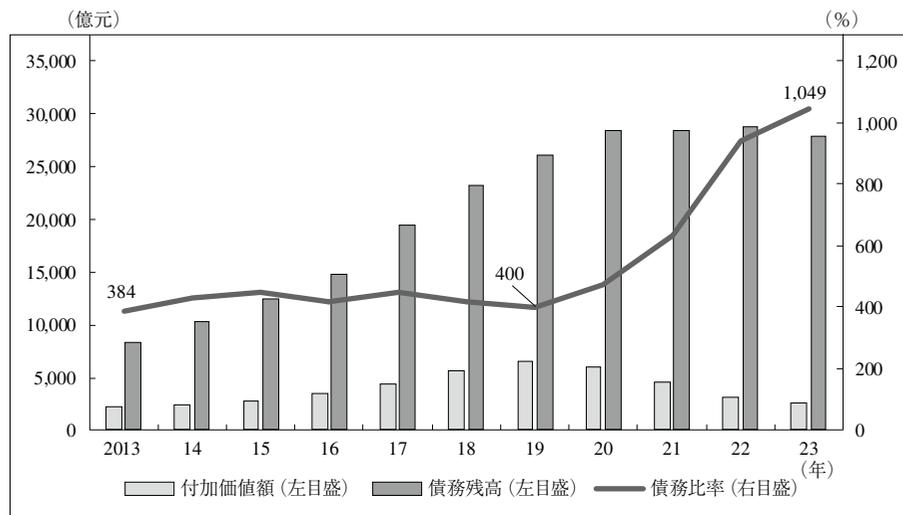
習近平政権一期目では、住宅需要と価格の

### 3. 債務比率が悪化した産業

#### (1) 不動産業は住宅需要の減少で悪化

不動産業では、債務比率が急上昇している。

図表19 不動産業の債務比率



(資料) 104社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

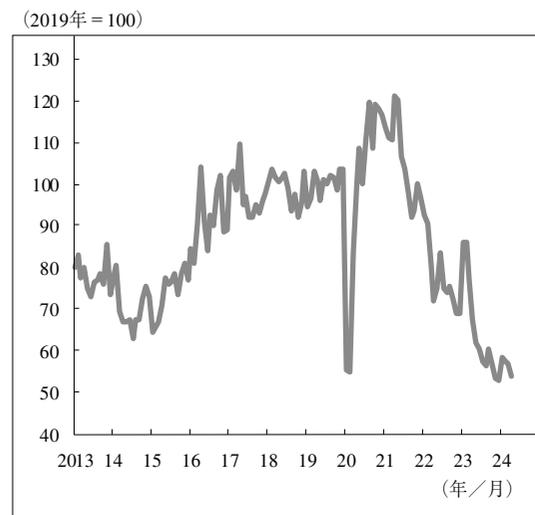
両面で不動産バブルの様相がみられた。マンション価格の値上がりが続くという見方が広く定着していた。このため、全国で住宅投資ブームがみられた。住宅購入者の強い購入意欲を反映して、2014年末から2019年末にかけて全国の住宅販売床面積は「予約販売」を中心に42%増加した（図表20）。予約販売とは、住宅購入者が開発途中の段階の物件を予約した時点で、少なくとも住宅価格の2割以上の頭金を支払うと同時に住宅ローンを組み、その支払いを始める販売方法である。

その間の住宅需要は実需を上回る規模であった。国家統計局によると、2019年の新築住宅販売床面積は15億144万平方メートルであった。1戸あたり92.17平方メートルと仮

定すれば、2019年の住宅販売戸数は1,600万戸に達する（注18）。一方で、日本ではバブル崩壊後の新設住宅着工戸数は約80万戸と横ばいで推移してきた。中国の人口は日本の約10倍であるので、中国の住宅の実需は約800万戸であり、2019年の住宅需要は実需を約800万戸上回る規模であったと、やや乱暴ではあるが試算することが出来る。

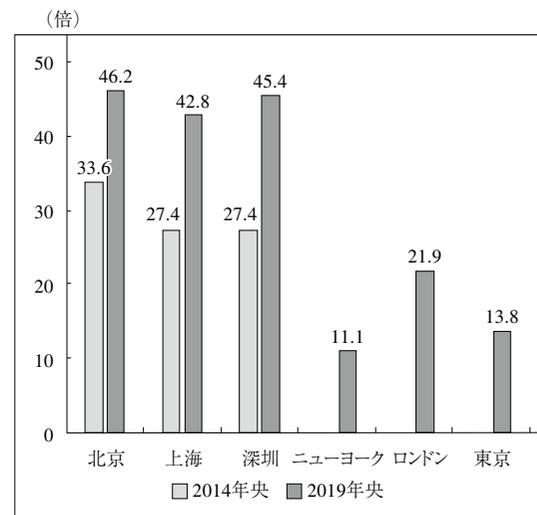
図表21で、その間の主要都市の住宅価格の所得倍率をみると、北京は2014年央の33.6倍から2019年央の46.2倍へ上昇した。上海、深圳もそれぞれ27.4倍から42.8倍へ、27.4倍から45.4倍へ上昇した。これらの都市の住宅価格所得倍率は、ニューヨーク、東京、ロンド

図表20 分譲住宅販売床面積



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

図表21 都市別住宅価格の所得倍率（2014年、2019年）



(注) 世帯当たり居住面積を90m<sup>2</sup>、世帯当たりの所得を一人当たり所得の1.5倍としてNUMBEOが試算。

(資料) NUMBEOを基に日本総合研究所作成

ン等の世界主要都市を大きく上回った。習近平政権一期目の不動産政策は、行き過ぎた住宅需要の拡大と住宅価格の高騰を容認したことにより、二期目に大きな問題を繰り越すことになった。

習近平政権二期目（2017～2022年）以降、政府の抑制策で債務残高は増加に歯止めがかか一方で、販売不振により債務比率が跳ね上がっている。2023年の不動産業の債務残高は2兆7,838億元と2019年からおおむね横ばいで推移した。付加価値額は、2,655億元と2019年の4割の水準へ減少した。その結果、債務比率は1,049%へ急上昇した。

習政権は二期目に抑制的な不動産政策を打ち出した。2020年の新型コロナウイルス流行後しばらくは、緩和的な金融政策が実施されたこともあって、不動産市場の過熱感が強まり、住宅販売が急増し、不動産価格が高騰した。そこで政府は、2020年夏頃から過熱抑制策として「3つのレッドライン」に代表される不動産業の債務抑制策を打ち出した（注19）。3つのレッドラインとは、①負債の対資産比率が70%、②純負債の対資本比率が100%、③手元資金の対短期負債比率が100%、というレッドラインに従って不動産開発企業を分類し、財務体質の健全性に応じて債務削減を促すものである。

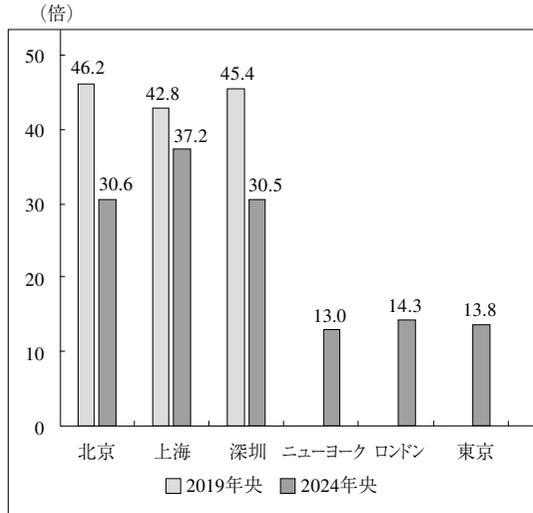
もっとも、不動産業の債務抑制策をきっかけとした不動産市場の調整は政府の想定以上に深刻なものとなった。2021年9月に恒大集

団の経営危機が表面化し、その後、碧桂园、融创中国、世茂集団など大手不動産開発企業が相次ぎ資金繰り難に陥った。中国の不動産開発企業の約7割は民間企業である。少なくともその半数は運転資金不足の問題に直面したことで、住宅建設工事が止まるという事態が頻発した。その結果、「予約販売」で頭金を支払い、ローンの返済を続けたとしても、物件が引き渡されないことへの不安から住宅販売が急減した。図表20が示すように、住宅販売床面積はピークの2021年4月から同年末にかけて▲20%減少した。その後も減少に歯止めがかからず、2023年末には2019年の5割の水準へと大きく落ち込んだ。主要都市の住宅価格も下落に転じた。北京の住宅価格所得倍率は2024年央に30.6倍へ低下した。上海は37.2倍、深圳は30.5倍へ低下した（図表22）。

他方、政府は、住宅需要の下支えと住宅価格の安定化に向けて、住宅ローン金利の引き下げや地方政府による住宅在庫の買い上げといった措置を講じている。しかし、住宅需要の回復は遅れており、住宅価格は依然として下落している。図表22が示すように、中国主要都市の住宅価格の割高感、いまだに諸外国よりも高いことを踏まえると、価格調整が長引く可能性がある。

このように不動産業では、債務問題が深刻化している。企業にとって2023年は、2022年よりも債務の過剰感が強まり、資金繰りがさらに苦しくなったといえよう。企業の統廃合

図表22 都市別住宅価格の所得倍率（2019年、2024年）



(注) 世帯当たり居住面積を90m<sup>2</sup>、世帯当たりの所得を一人当たり所得の1.5倍としてNUBBEOが試算。

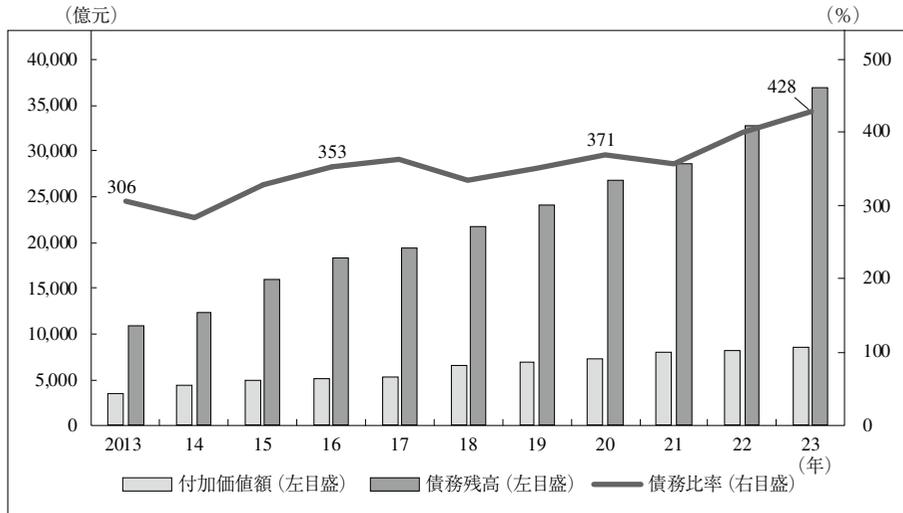
(資料) NUMBEOを基に日本総合研究所作成

や、厳しい債務削減を余儀なくされている。

## (2) 建設業は住宅建設工事の減少が重しに

建設業も債務過剰感が強まる方向にある。ここ10年間、建設業では、旺盛な住宅投資やインフラ投資、設備投資を受けて、企業が積極的に債務を増やしてきた。その結果、もともと高かった債務比率は上昇傾向を続けている。建設業の債務残高は2013年の1兆938億元から2023年に3兆6,921億元へ増加した。一方、付加価値額は、2013年の3,576億元から2023年に8,631億元へ増加した。その結果、債務比率は306%から428%へ上昇した(図表23)。

図表23 建設業の債務比率



(資料) 110社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

ここ2年では、住宅建設工事の減少が重石となり、企業の付加価値額の増勢が鈍化している。2021年までの5年間における建設業の付加価値額の年平均増加率は9.0%であったが、2022年から2023年までの2年間の年平均増加率は3.7%であった。建設業の生産活動が伸び悩んだ主因は、住宅建設の減少であった。国家統計局によると、2023年の建物建築の竣工面積は前年比▲4.9%と減少した(図表24)。内訳をみると、全体の61%を占める住宅の竣工面積が、不動産開発企業の資金繰り難や住宅販売の減少により同▲10.1%と大きく減少した。研究開発・教育・医療施設と事務所の竣工面積も、非製造業の投資抑制により前年を下回る水準となった。加えて、建設材料の価格上昇も企業収益悪化の一因となっている。一方で、全体の18%を占める工場・倉庫の竣工面積は製造業の投資拡大により同+11.9%増加した。建設業は製造業とインフラ関連の受注が下支えとなっている。

図表24 建物建築の竣工面積(2023年)

建築工事分類	竣工面積 (万㎡)	シェア (%)	前年比 (%)
建物計	385,588	100	-4.9
住宅	234,389	61	-10.1
工場・倉庫	69,695	18	11.9
研究開発・教育・医療施設	19,336	5	-5.4
事務所	13,618	4	-7.2
その他	48,550	13	2.6

(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

2023年の製造業の固定資産投資は、電気機械や自動車、情報通信機器を中心に前年比+6.5%増加した。インフラ投資は、鉄道や港湾、空港を中心に同+5.9%増加した。

今後を展望すると、住宅投資の低迷長期化により建設業の付加価値額も伸び悩むと見込まれる。住宅需要を展望するうえで、人口動態が重要になる。国連が2024年7月に公表した「世界人口推計2024」によると、中国の総人口は2024年央の14億1,932万人から2030年央に13億9,825万人、2035年央に13億7,343万人へ減少すると予測される。核家族化が世帯数そして住宅需要の下支えとなるものの、住宅需要の持続的な拡大を期待することは出来ない。

加えて、インフラ投資も地方政府の債務問題により減速する可能性が高い。中国では、地方政府の債務が大幅に増加しており、多くの地域の債務が財政部の定めた警戒ラインに達している(注20)。地方政府が自らの会計と切り離して設立した資金調達・運用のための独立組織である「地方政府融資平台」も、過剰債務により従来のようにインフラ投資の原資を調達出来なくなりつつある。今後、地方政府の債務不履行を回避するために、中国政府による地方への財政支援が拡充すると見込まれる一方で、地方政府の財政再建圧力は高まるであろう。今後、住宅投資の低迷やインフラ投資の減速を受けて、建設業で債務削減の動きが拡大するリスクに注意する必要がある。

ある。

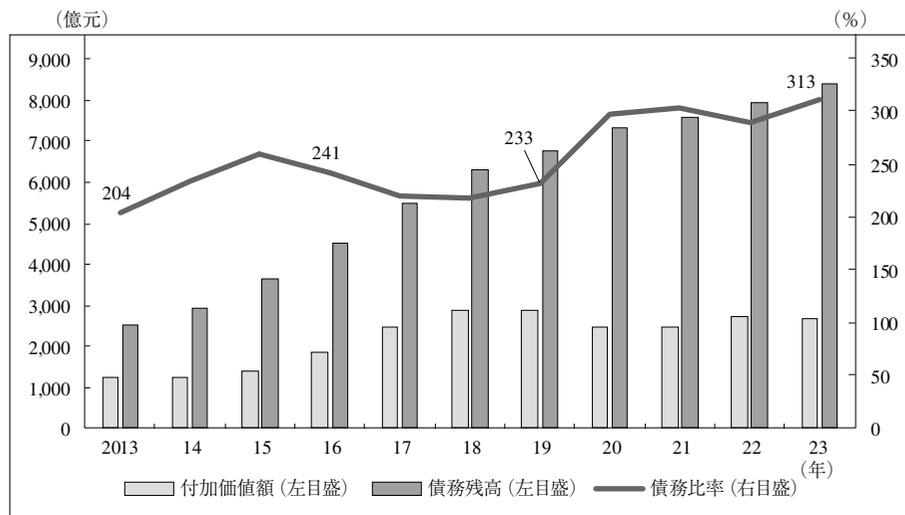
### (3) 卸小売業は消費低迷に直面

卸小売業では、事業拡大を目指す企業が積極的に債務を増やしたものの、付加価値額が伸び悩んだことで、債務比率は上昇した。卸売業の債務残高は、2013年の2,547億元から2019年に6,759億元へ増加し、その後にペースは緩やかになるものの2023年に8,398億元へ増加した。一方で、付加価値額は2013年の1,247億元から2019年の2,897億元へ増加した後、2023年に2,687億元へ減少した。債務比率は2013年の204%から2019年に233%、2023年に313%へ上昇した（図表25）。

卸売業の付加価値額が伸び悩んでいる背景

として、まず「ゼロコロナ政策」が個人消費を大きく下押ししたことが指摘出来る。政府は、2020年1月後半に新型コロナウイルス感染症を徹底的に封じ込める「ゼロコロナ政策」を採用した。感染症が発生した地域では、店舗の営業や公共交通機関の停止、幹線道路の閉鎖といった事実上のロックダウンが行われたほか、厳しい外出制限が実施された。2020年後半から2021年に行動制限はいったん緩和されたものの、2022年にオミクロン株が流行しだすと上海や北京などで再び厳しい行動制限が行われ、2022年12月まで続いた。国家統計局によると、2020年の百貨店売上高は前年比▲9.8%減少した。2022年の百貨店売上高もロックダウンが頻発したことから大きく落

図表25 卸小売業の債務比率



(資料) 194社の財務データ、Windを基に日本総合研究所作成

ち込んだ（図表26）。

加えて、所得の増勢鈍化と消費性向の低下も個人消費の重しとなっている。2019年まで年率7%以上のペースで増加していた都市部の一人当たり名目可処分所得は、企業が賃金の引き上げに慎重になったことで2023年に前年比+5.1%へ減速している（図表27）。加えて、家計部門で、厳しい所得環境や住宅価格の下落が今後も続くとの見方が強まったことで、収入を貯蓄に回す一方で消費を抑制する動きがみられる。

卸小売業の債務問題の行方は、個人消費の先行きと企業による取り組み次第といえよう。今後、個人消費が政策支援や所得増加、消費性向の上昇により持ち直せば、卸小売業

の付加価値額は増加トレンドに回復する可能性はある。そして、卸小売企業が、積極的に新たなサービスを打ち出し、需要を創造していくことが期待される。しかし、2024年入りに後に政府が打ち出した消費てこ入れ策の規模は限定的であり、所得増加や消費性向の改善を期待させる政策も乏しい。債務が増える一方で、付加価値額が伸び悩み、その結果、債務過剰感が強まっている現状が続くと、いずれ卸小売業で債務や人員のリストラを余儀なくされる恐れがある。

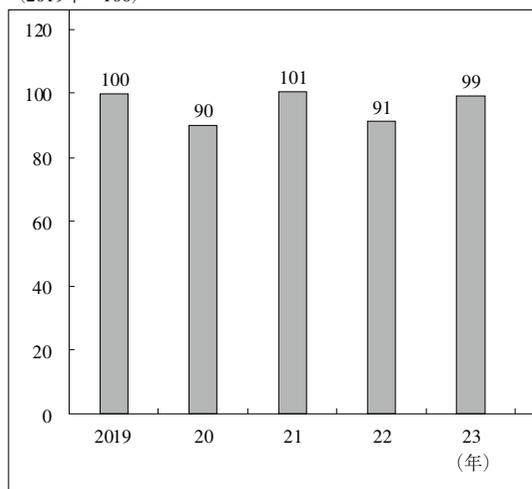
（注17）不動産業は、不動産開発企業と不動産管理企業を含む。

（注18）国家統計局「第7回人口センサス（2020）」によると全国都市部の1戸あたり面積は92.17平方メートル。

（注19）政府による不動産業の債務抑制策については、詳しくは関 [2023] を参照のこと。

図表26 百貨店売上高

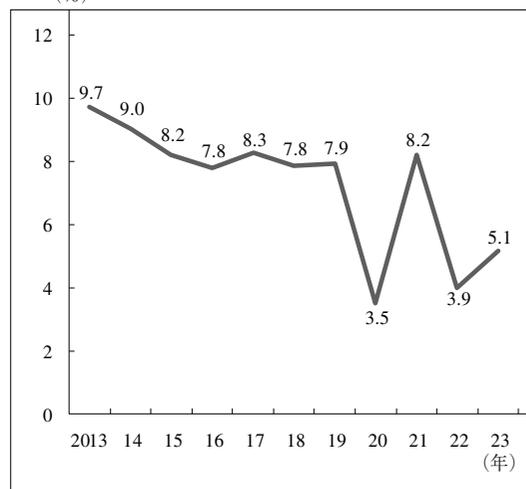
（2019年 = 100）



（資料）国家統計局、Windを基に日本総合研究所作成

図表27 名目可処分所得（前年比）

（%）



（注）一人当たり、都市部の値。

（資料）国家統計局を基に日本総合研究所作成

(注20) 財政部は、地方政府の債務比率の警戒ラインを100%と定めている。2020年末時点で統計がそろった29省・市・自治区のうち、19地域の債務比率は100%以上であった。詳しくは関 [2022] を参照のこと。

## おわりに

本稿では、中国の債務問題は産業別にみると一様ではなく、改善がみられている産業もあれば、悪化している産業もあることを指摘した。各産業の動向から、以下のようなパターンを見出だすことが出来る。

はん用・生産用・業務用機械、情報通信機器・電子部品・デバイス、EV産業の3つは、いずれも企業の取り組みが奏功している。企業は、債務を増やしたが、事業活動によって生み出された付加価値額がより速いペースで増加し、債務状況が改善したパターンとして捉えることが出来る。

鉄鋼業と石炭鉱業は、いずれも政府の取り組みが債務状況の改善において一定の成果を挙げている。企業は債務を増やすことを政府から制限される一方で、需給バランスの改善、そして市況の改善によって付加価値額が増加したパターンである。

他方、不動産業と建設業は、いずれも住宅需要の減少により債務問題が悪化したパターンである。卸小売業は、消費低迷が原因となって債務問題が悪化した。企業は、債務を増やしたが、付加価値額が減少あるいは伸び悩んだ。

本稿の分析結果のインプリケーションとして以下の3点が挙げられる。第1に、債務状況が改善した産業には強い中国企業が存在している。中国国内の厳しい競争のなかで多くの企業が市場から退出するものの、生き残った企業は高い競争力を有する。すでに中国に進出している日本企業のみならず、海外進出する中国企業を現地で待ち受ける日本企業もこうした中国企業をよく知り、負けないように競争力を強化すべきである。

第2に、債務状況が悪化した産業には、今後、厳しい調整を余儀なくされる企業が存在している。このところ、企業が投資と債務の拡大に慎重になる動きがみられるが、債務の返済に力を入れる動きが広がると、さらに投資抑制による景気下押し圧力がかかりかねない(注21)。また、不動産開発企業の債務不履行が各方面で注目されたが、建設業や卸小売業など債務状況が悪化した他の産業における債務不履行のリスクにも注視しなければならない。そして、地場企業の経営を支える地方政府の財政問題にも十分に注意を払う必要がある。

第3に、中国の産業政策は失敗もあれば成功もある。不動産政策は失敗であった。習近平政権一期目では、不動産市場に対して過度に緩和的な政策をとったことで、不動産バブルを招いた。習政権二期目に抑制的な政策を打ち出したが、結果的に不動産市場の調整は政府の想定以上に深刻なものとなった。

他方、EV政策は成功していると評価出来る。EVについては減税や補助金といった産業政策で大企業も一時的に過剰な債務と生産能力を抱えたものの、今では中国のEVは競争力が高く、大企業に限って言えば、過剰債務を懸念する必要はない状況である。

2024年3月の全国人民代表大会（全人代）で、政府は「新たな質の生産能力」というスローガンを打ち出した。同年6月の共産党機関紙「求是」で、「新たな質の生産能力」について、人工知能（AI）や人型ロボット、脳と機械を直接つなぐ技術であるブレイン・マシン・インターフェースなどの分野と具体的に提示した（注22）。

これらの分野は、企業が今後こぞって参入し、債務と生産能力が急速に拡大すると見込まれる。はたして不動産市場のパターンをたどるのか、あるいはEVのパターンとなるのか、丁寧に点検していく必要がある。

（注21）張、劉 [2024] は、2024年入り後に中国企業が投資と債務の拡大に慎重になっていると指摘している。関 [2018] は、中国企業が債務返済を最優先することで、設備投資が大きく落ち込み、その結果、中国経済が「バランスシート不況」に陥るリスクを指摘している。

（注22）詳しくは、金 [2024] を参照のこと。

#### 参考文献

（日本語）

1. 川端望 [2019] 「中国鉄鋼業の生産能力と能力削減実績の推計：公表発表の解釈と補正」、東北大学大学院経済学研究科『TOHOKU ECONOMICS RESEARCH GROUP Discussion Papers』No.414、11月
2. 川端望、銀迪 [2021] 「中国鉄鋼業における過剰能力削減政策：調整プロセスとしての産業政策」、アジア経営学会『アジア経営研究』No.27
3. 関志雄 [2023] 「EVシフトをテコに日本を追い上げる中国の自動車産業：注目すべき新興民営企業の台頭と生産の

モジュール化」、経済産業研究所、中国経済新論：実事求是、6月19日（<https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/230619ssqs.html>）

4. 久保哲夫 [2018] 「中国自動車産業、NEV規制導入前に予想される企業間提携の活性化」、海外投融資情報財団『海外投融資』、9月号
5. 熊谷章太郎 [2024] 「先進国の脱石炭火力発電に豪州の石炭業界はどう対応するのか」、日本総合研究所『Research Focus』No.2024-007、5月15日（<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/15007.pdf>）
6. 黒川ひろ、坂下翔也、佐藤栄一郎、佐藤真樹、末信尚史、田口琢巳、田村真平 [2020] 「法人企業統計調査からみる日本企業の特徴（2018年度まで）」財務総合政策研究所、5月
7. 新エネルギー・産業技術総合開発機構（NEDO）北京事務所 [2020] 「中国のロボット産業の動向」7月（<https://www.nedo.go.jp/content/100920459.pdf>）
8. 関辰一 [2018] 『中国経済成長の罫：金融危機とバランスシート不況』日本経済新聞出版社
9. —— [2021] 「中国の鉄鋼減産の要因と今後の見通し」、日本総合研究所『アジア・マンスリー』1月号
10. —— [2022] 「中国の地方政府が抱える債務、警戒ラインに」、日本総合研究所『アジア・マンスリー』8月号
11. —— [2023] 「上昇する中国の潜在不良債権比率：企業の財務データからみた不良債権問題の現状と展望」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.23, No.89、5月
12. —— [2024a] 「中国過剰債務問題の新たな動き：債務比率が改善する大企業、債務が急増する小規模企業」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.24, No.93、5月
13. —— [2024b] 「中国過剰債務問題の新たな動き：債務比率が悪化する小規模企業、改善する大企業」、日本総合研究所、6月5日（<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/other/pdf/15073.pdf>）
14. —— [2024c] 「中国企業の過剰債務問題の現在地：大企業は改善、小規模企業は悪化」、東京大学社会科学研究所、中国学イニシアティブ：中国学.com、7月24日（<https://sinology-initiative.com/economy/1597/>）
15. 三浦有史 [2018] 「着地点がみえない中国の過剰債務問題：債務の株式化が示す政策の矛盾」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.18, No.70、8月

（英語）

16. José Pontes [2024], “World EV Sales Report – December 2023”, Clean Technica, February 5（<https://cleantechnica.com/2024/02/05/byd-1-in-world-in-plugin-vehicle-sales-in-2023/>）
17. Maliszewski, Wojciech., Serkan Arslanalp, John Caparusso, José Garrido, Si Guo, Joong Shik Kang, W. Raphael Lam, T. Daniel Law, Wei Liao, Nadia Rendak, Philippe Wingender, Jiangyan Yu, and Longmei Zhang. [2016], “Resolving

- China's Corporate Debt Problem”, *IMF Working Papers*, Vol.16, No.203, October
18. S&P Global Ratings [2021], “Can China Escape Its Corporate Debt Trap?”, Standard & Poor’s Financial Services LLC., October ([https://www.spglobal.com/\\_assets/documents/ratings/research/100620188.pdf](https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/100620188.pdf))
- (中国語)
19. 金壮龙 [2024] 「加快发展新质生产力 深入推进新型工业化」, 中国共产党『求是』, 2024年11期
20. 李晚晴, 田野 [2018] 「我国企业部门杠杆率及其债务风险的辩证分析」, 国家金融监督管理总局『金融监督研究』, 2018年第2期
21. 李扬, 张晓晶, 常欣等 [2018] 『中国国家资产负债表 2018』, 中国社会科学出版社
22. 张晓晶, 刘磊 [2024] 「锚定物价目标 继续为“名义”而战」, 中国社会科学院国家金融与发展实验室『NIFD季报: 宏观杠杆率』, 4月

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本誌は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本誌の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。