

《中国の「新常态」への移行とアジア⑧》

2017年10月17日
No.2017-022

中国国有企業の総資産回転率が最低水準に —成長鈍化局面で求められる経済政策とは—

調査部 上席主任研究員 三浦有史

《要 点》

- ◆ 中国の2017年1～6月期の実質GDP成長率は6.9%と好調であった。企業業績などフローベースの経済指標は、2015～2016年を底に軒並み反発し、中国経済が好調であることを裏付けている。鉱工業分野では国有・国有持ち株企業の業績回復が顕著である。国家統計局はこれを「供給側改革」の成果としている。
- ◆ もっとも、企業の業績回復がどの程度の持続性を有するかについては、慎重に吟味する必要がある。企業が保有する資産をどのくらい有効に活用して売上や利益を生みだしているかという資本の効率性という点からみると、国有・国有持ち株企業は民間企業に劣り、2017年1～7月の総資産回転率と総資産利益率は遡及できる範囲で最も低い水準にある。
- ◆ 中国の上場企業を政府の出資比率によって分類すると、政府の出資比率が50%未満の企業の総資産回転率と総資産利益率は政府の出資のない企業より低く、50%以上の企業は下落幅が大きいなど、資本効率性は政府資本が入った企業によって押し下げられる傾向がある。
- ◆ 国有企業が総資産回転率をどこまで引き上げることができるかによって、中国経済の持続可能性は大きく左右される。国際通貨基金（IMF）が高水準にありながらなお拡大を続ける企業債務に警鐘を鳴らしたように、総資産を圧縮するには銀行から企業に流れる資金を抑制する必要がある。
- ◆ 企業が抱える過剰債務を解消するには、レバレッジ比率の引き下げの数値目標を課すとともに不良債権の査定基準を厳格化するなどして、企業と銀行の双方に債務（債権）の削減を進めるインセンティブを与える必要がある。政府には、資産証券化や債務の株式化により債務負担を軽減し、企業が事業再編に積極的に取り組むよう促していくことも求められる。

本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・三浦有史宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2459

Mail: hiraiwa.yuji@jri.co.jp

本資料は、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。本資料は、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ので、ご了承ください。

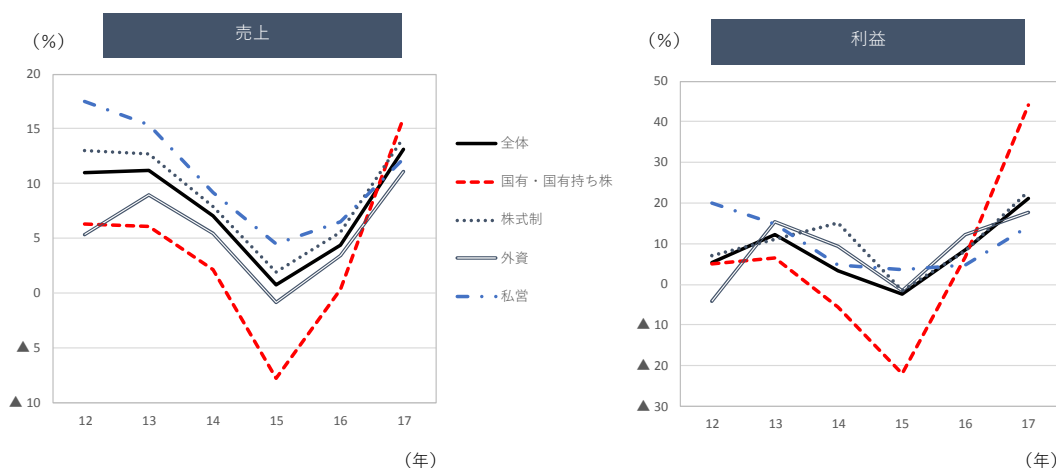
はじめに

中国共産党の党大会が10月18日から開催される。中国では経済政策が争点にならないよう、党大会前の成長率は高い水準に保たれるため、足許の経済指標は概ね好調といえる。その一方、投資、生産能力、債務という三つの過剰の解消に向けた道筋は依然としてみえていない。中国経済は景気過熱に対する懸念から、今後緩やかに減速すると見込まれる。習近平政権は改革を推進しながら、減速スピードを許容範囲内にとどめるといふ難しい舵取りを要求される。本稿は、企業の財務面のパフォーマンスに焦点を当てて、中国経済が抱える課題を明らかにする。

1. 企業業績は急回復

中国の2017年1~6月期の実質GDP成長率は6.9%と好調であった。フローベースの経済指標は、2015~2016年を底に軒並み反発し、中国経済が好調であることを裏付けている。なかでも、鉱工業分野の企業の売上（主管業務収入）と利益（利潤総額）はその傾向が顕著である。2015年に前年比+0.8%の伸びにとどまった売上の伸び率は2016年に同+4.4%、2017年1~7月は前年同期比+13.1%と急速に回復している（図表1左）。2015年に前年比▲2.3%まで落ち込んだ利益も2016年に同+8.8%、2017年1~7月は前年同期比+21.2%とV字回復を遂げている（図表1右）。

図表1 鉱工業分野の企業の売上と利益の伸び率（所有形態別）

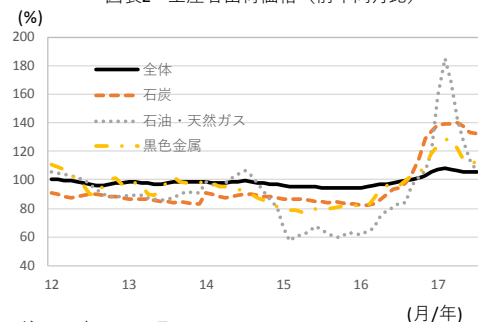


(注)2017年は1~7月値

(資料)国家統計局 (NBS)資料より作成

鉱工業分野の企業の好業績を支えているのは国有・国有持ち株企業である。国有・国有持ち株企業は、中国の成長率が7%台へ低下した2012年から景気の下押し圧力として働いてきたが、2017年に入り私営企業や外資企業を上回る伸びをみせている。これは資源価格の上昇により（図表2）、石炭、石油、鉄鉱石など鉱業分野の企業の業績が回復したことが大きい。インフラ投資の拡大や個人消費の回復により内需が堅調に推移する一方、欧米および新興国向け輸出が好調であったことから、企業業績の回復は通信・電子設備、化学原

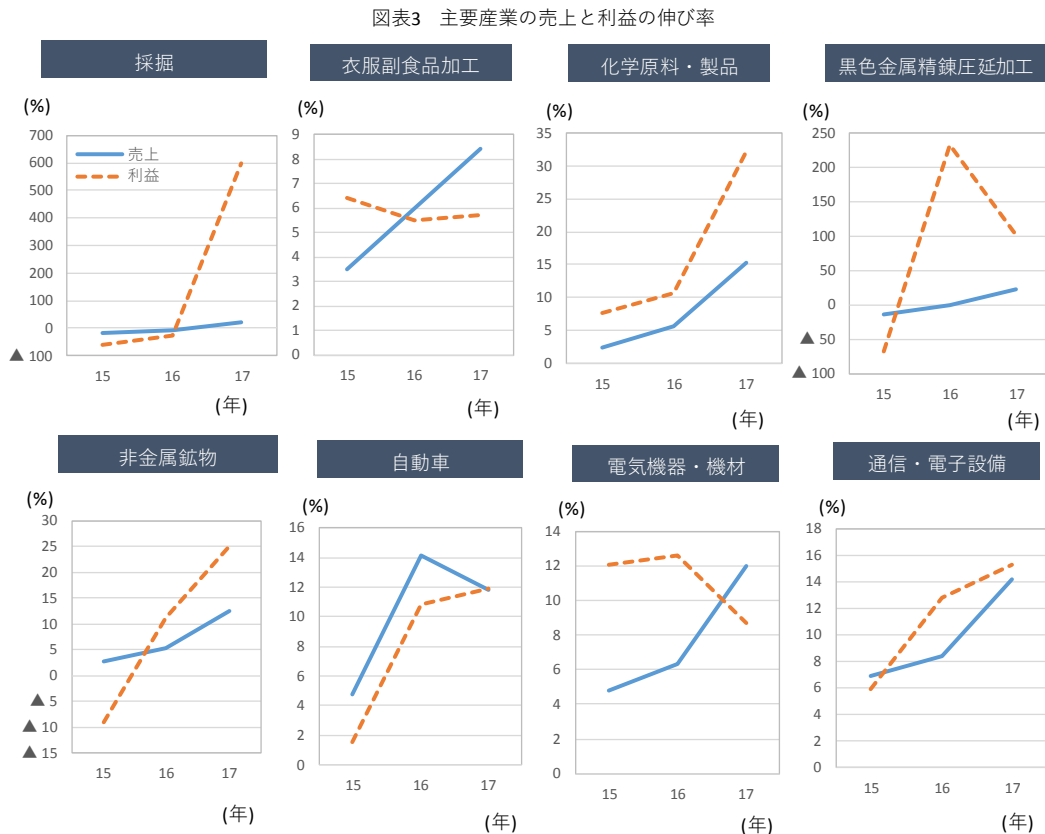
図表2 生産者出荷価格（前年同月比）



(注)2017年は1~7月

(資料)NBS資料より作成

料・製品、自動車などの主要産業全体に及んでいる（図表3）。



(注)2017年は1～7月値。2017年1～7月の売上上位8産業。ただし、採掘は石炭、石油・天然ガス、黑色金属、有色金属、非金属の合計。

(資料)NBS資料より作成

国家統計局はこれを「供給側改革」の成果としている¹。供給側改革は、2015年11月に習近平国家主席が提唱したもので、「三去一降一補」を柱とする。「三去」は、①過剰生産能力、②過剰不動産在庫、③高レバレッジの三つの解消を、「一降」は企業のコスト削減、「一補」はインフラや制度の弱点の補強を通じた経済社会の改善を意味する²。同局は、粗悪な鉄鋼・鋼材を意味する「地条鋼」の取り締まりに加え、石炭の過剰生産能力の削減（7月時点で1.28億トン削減、年間目標の85%に相当）、分譲住宅販売床面積の減少（同時点で前年同期比▲12.0%）、企業の資産負債比率³の低下（同時点で55.8%と前年同期より0.7%ポイント低下）、売り上げ100元当たりのコストの低下（同時点で85.72元と同0.04元低下）を改革の成果として強調する。

2. 低下が続く資本効率

中国企業の業績回復は、中国はもちろん世界経済にとっても好ましいことといえる。しかし、これがどの程度の持続性を有するかについては慎重に吟味する必要がある。注目すべきは企業が保有

¹ 「8月分国民経済保持穏中有進、稳中向好發展態勢」2017年9月14日 国家統計局 (http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201709/t20170914_1533803.html)

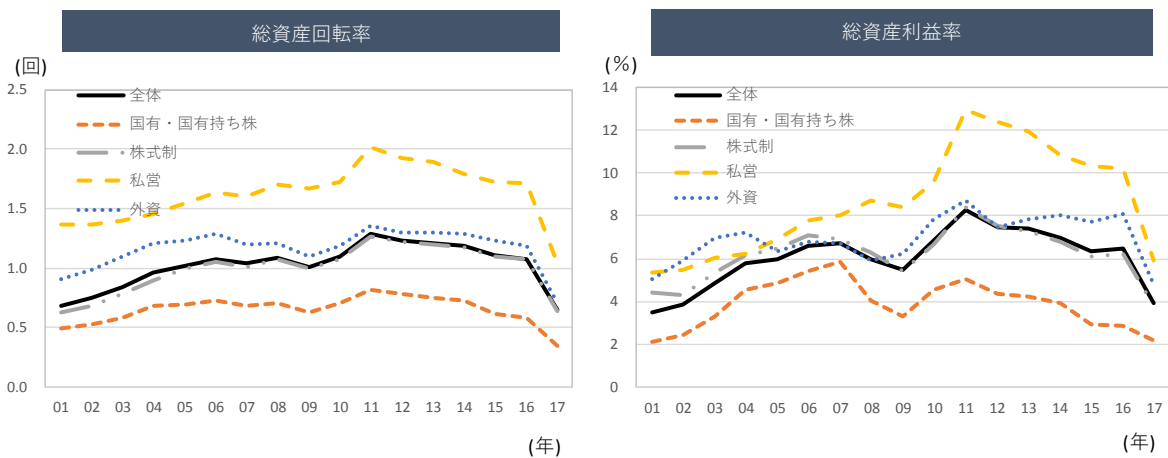
² 「推進“三去一降一補”有實質性進展」2017年2月20日 人民網 (<http://theory.people.com.cn/n1/2017/0220/c410789-29093939.html>)

³ 資産負債比率＝負債総額÷資産総額×100

する資産をどのくらい有効に活用して売上や利益を生みだしているかという資本の効率性である。業績回復が効率性の向上を伴っているのであれば、業績回復の持続性は高く、そうでない場合、業績回復の持続性は低いといえる。この問題は中国ではほとんど議論されないものの、二期目を迎える習近平政権の経済およびその運営を考えるうえで非常に重要な意味を持つ。

鉱工業統計から企業を所有形態別に分け、それぞれの総資産回転率と総資産利益率(ROA)の推移を表したものが図表4である。総資産回転率は2011年をピークに低下しており、なかでも国有・国有持ち株企業の水準が低いことがわかる。同様の傾向は総資産利益率においてもみられる。鉱工業を牽引しているようにみえる国有・国有持ち株企業は、資本効率という点からみると明らかに民間企業に劣る。しかも、2017年1~7月の総資産回転率は0.35回、総資産利益率は2.18%と遡及できる範囲で最も低い水準にある。

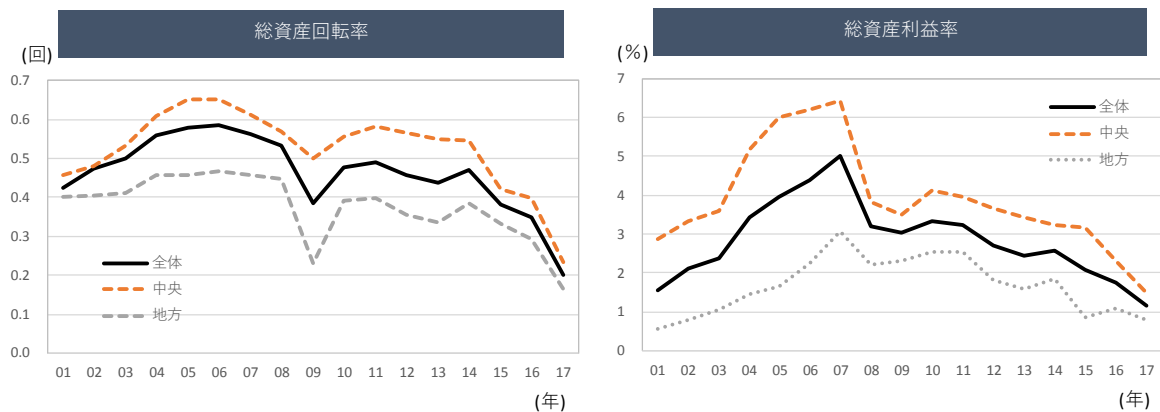
図表4 企業形態別にみた資本効率



(注)2017年は1~7月値。月別累計統計より作成。総資産回転率=売上÷総資本で算出。総資産利益率=利益÷総資本×100で算出。

(資料)NBS資料より作成

図表5 サービス業を含む国有・国有持ち株企業全体の資本効率



(注)2017年は1~7月。サービス業には金融業は含まれない。

(資料)財政部資料より作成

国有・国有持ち株企業はサービス業においても総資産回転率と総資産利益率の低下が顕著である。財政部の公表データからサービス業を含む(ただし、金融業を除く)国有・国有持ち株企業全体の

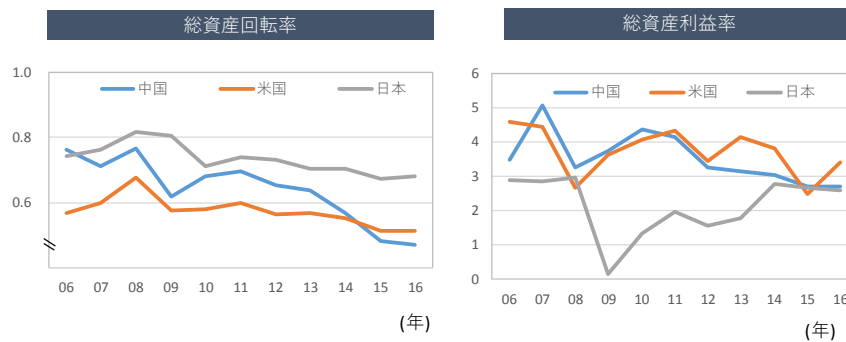
総資産回転率と総資産利益率を算出すると、やはり 2011 年から急速に低下し、2017 年 1~7 月はわずか 0.2 回と 1.1%と、いずれも鉱工業を下回り、2000 年代に入ってから最も低い水準となっている。

(図表 5)。国有・国有持ち株企業は、従来中央政府管轄の企業の業績が良好で、地方政府管轄の企業の不振を補う役割を果たしていたが、そうした構図が崩れてきていることもうかがえる。

3.問題の根源は国有企業

中国企業の資本効率性は国際的にみても低く、低下が著しいといえるのか。上場企業（銀行・保険業を除く）を対象に総資産回転率と総資産利益率を日米両国と比較すると、中国が極端に低いとはいえない（図表 6）。ただし、これらはいずれも政府資本が入らない民間企業によって支えられている。中国では、政府の出資比率が 50%未満の企業は、政府出資のない企業より総資本回転率と総資本利益率が低く、50%以上の企業は下落幅が大きいなど、資本効率は政府資本が入った企業によって下押しされている（図表 7）。

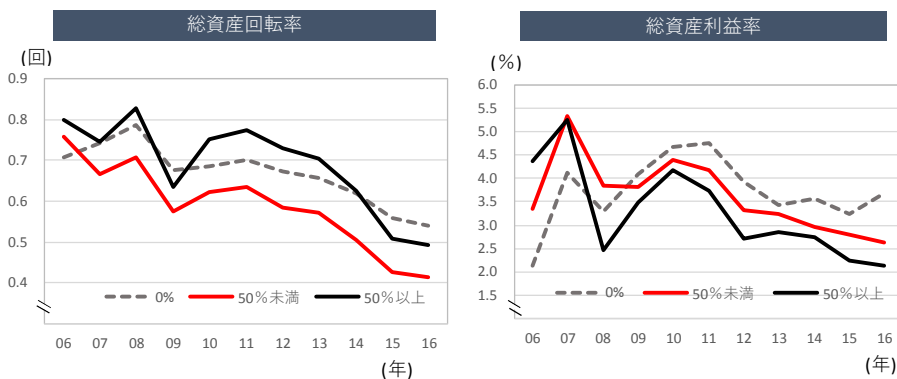
図表6 日米中の上場企業の資本効率



(注)日本は東証、米国はニューヨーク、中国は上海A株を対象に集計。日本の総資本利益率がなぜ低いかについては内閣府 [2013] を参照。

(資料)Bloomberg LPより作成

図表7 政府の出資比率別にみた資本効率



(注)金融・保険業を除く上海 (A株) 市場

(資料)Bloomberg LPより作成

また、中国の総資産利益率は米国並みの売上高利益率によって維持されていることにも留意する必要がある。総資産利益率は総資産回転率と売上高利益率に分解できる。中国企業は、リスクを積極的にとる投資によって高い売上高利益率を維持してきた。しかし、財政・金融政策が引締めに向

かうなかで従来通りのリスク選好型の経営を続けると、財務体質が悪化するリスクが高まる。

資産が生み出す売上が減少している国有企業の姿は、投資効率が低下した中国経済と重なる。成長を生み出すのに必要な投資単位を表す限界資本係数は 2011～2015 年で 5.9 となり、2006～2010 年の 3.6 を大幅に上回る。同係数は数値が高いほど効率が低いことを意味し、投資効率はわが国の高度成長期の半分の水準に低下したことになる（図表 8）。国有企業がどこまで総資産回転率を引き上げることができるかによって、中国経済の持続可能性は大きく左右される。

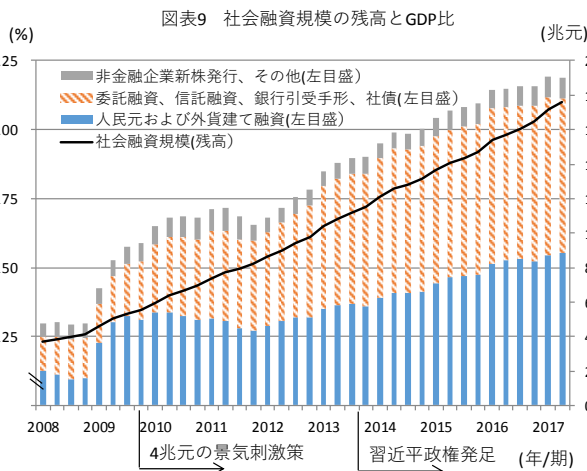
総資産回転率が低下した原因は、売上以上に資産を増やしたことにあり、その引き上げには分母の総資産の圧縮か、分子の売上の増加が必要である。潜在成長率が徐々に低下していくことを前提とすれば、総資産の圧縮によって総資産回転率を引き上げるといのが現実的である。総資産を圧縮する方法としては、遊休資産の処分、棚卸資産の削減、売掛金の圧縮が挙げられることが多いが、それだけでは不十分である。国際通貨基金（IMF）が 8 月に公表した年次審査報告で、高水準にありながらなお拡大を続ける企業債務に警鐘を鳴らしたように、総資産を圧縮するには銀行から企業に流れる資金、つまり負債の圧縮が欠かせない。

図表 8 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
		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
	2000-05	9.76	37.54	3.85
	2006-10	10.89	39.16	3.60
	2011-15	7.47	44.42	5.94

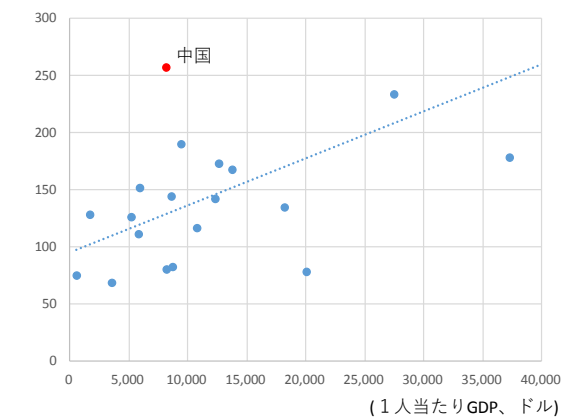
(注) 中国を除く各国の期間は5年平均で実質GDP成長率が最も高い期間。中国は期間中の年平均成長率。

(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



(資料)CEIC、NBS資料より作成

図表10 新興国の非金融部門の債務 (GDP比)



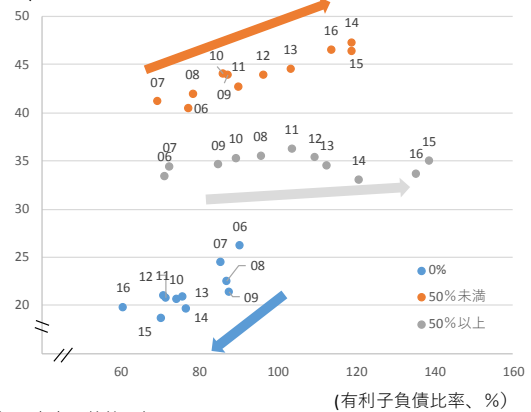
(注)1人当たりGDPは2016年、債務は2017年3月値。

(資料)BIS [2017]、世界銀行資料より作成

銀行融資とシャドバンキングを通じて实体经济に供給される資金量を示す社会融資規模残高は 2017 年 6 月末時点で名目 GDP 比 224.9%に達した（図表 9）。伸び率は鈍化しつつあるものの、前年同期比 4.3%ポイント上昇している。国際決済銀行（BIS）のデータをも、非金融部門の債務は 2017 年 3 月末時点で GDP 比 257.8%と、やはり前年同期を 7.4%ポイント上回り、新興国のなかでは突出した水準にある（図表 10）。

債務削減は、全ての企業に求められているわけではなく、国有企業あるいは国有資本が入っている企業の問題といえる。前出の図表7と同様に、上場企業を政府出資比率に応じて分類し、それぞれの有利子負債比率と有利子負債全体に占める割合がどのように変化してきたかをみると、国有資本の入った企業はいずれも上昇し、政府資本の入っていない企業と対照的な動きをみせている（図表11）。中国経済の下振れリスクとみなされる過剰債務問題は、安易な借入に依存する国有企業とそれに応じる銀行の関係を見直し、市場ルールによる規律付けが出来るか否かという問題に帰着する。

図表11 政府出資比率によって異なる債務削減に対する取り組み
(有利子負債に占める割合。%)



(注)図表中の数値は年
(資料)Bloomberg LPより作成

おわりに

良好に見える中国経済は、債務拡大という中期的なリスクを抱え込むことを引き換えに保たれている。指導部内にもこの問題に対する意識はあり、9月末に開催された全国金融工作会議では、リスクに対する認識を深め、そのコントロールに万全を期すことが確認された。問題は、金融・財政政策が引き締めへ転じた場合、国有企業の業績が予想以上に悪化することである。図表6でみたように、国有企業の総資産回転率はピーク時の3分の1に低下している。これは同じ売上を維持するのに3倍の資産を要し、金融・財政政策の引締め策に脆弱になったことを意味する。

国有企業は売上に結びつかない資産を処分すると同時に、債務を削減し、効率性を意識した経営に転換する必要がある。習近平政権は混合所有制改革を進めるにあたり「瘦身健体」(スリム化)が不可欠であるとして、国有企業に資産の圧縮を求めてきた。しかし、ここで強調されるのは教育、医療、住宅など従業員向けに提供してきた伝統的なサービス提供にかかわる資産であり、債務ではない。野放図な銀行融資によって債務が累増する状況を解消するには、レバレッジ比率の引き下げの数値目標を課す(三浦[2017])とともに不良債権の査定基準を厳格化するなどして、企業と銀行の双方に債務(債権)の削減を進めるインセンティブを与える必要がある。

これらの措置によって企業を取り巻く経営環境は悪化するため、企業の債務負担を軽減し事業再編を促す仕組みを整備していくことも重要である。その柱になると期待されるのが資産の証券化と債務の株式化である、資産証券化は規制緩和を受け急速に拡大し、2016年には8,421億元と、その規模は2014年の2.6倍に拡大した(中央国債登記結算有限責任公司[2017])。債務の株式化も再開が決まって1年しかたたないにもかかわらず、中央政府傘下の大規模国有企業16社だけで4,400億元を実施することが決定したという⁴。

ただし、いずれも万能薬とはいえず、資産証券化は流動性が低く、銀行が購入していることが多いため、実質的に銀行システムに与える影響が減るわけではない。また、債務の株式化は過去の経験から企業の経営再建に向けた努力を促すか否かが不透明という問題もある。構造改革を推進しな

⁴ 「国資委：已有14家央企簽署債轉股框架協議 資金規模達4400多億元」中国証券網 2017年10月12日 (<http://news.cnstock.com/news,bwqx-201710-4139081.htm>)

がら、減速スピードを許容範囲内にとどめるのは容易ではない。二期目を迎えた習近平政権には、中国経済が直面する課題に正面から向きあい抜本的な改革を進める大胆さだけでなく、実体経済に配慮しながら急速な景気悪化を回避する繊細さも求められる。

参考文献

(日本語)

- ・今井健一 [2003] . 「中国国有企業の所有制度再編 ー大企業民営化への途ー」 東京大学社会科学研究所『社会科学研究』 第 54 卷 第 3 号 (<http://hdl.handle.net/2261/15354>)
- ・内閣府[2013].『平成 25 年度 年次経済財政報告』(http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je13/h02_01.html)
- ・三浦有史 [2017] . 「近づく中国金融危機の足音ーデータで読み解く「ゾンビ企業」とレバレッジの実態ー」 日本総合研究所『Research Focus』 No.2016-040 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/9744.pdf>)

(英語)

- ・ IIMF [2017] . 2017 ARTICLE IV CONSULTATION—PRESS RELEASE; STAFF REPORT; AND STATEMENT BY THE EXECUTIVE DIRECTOR FOR THE PEOPLE’S REPUBLIC OF CHINA, IMF Country Report No. 17/247(<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/31/Japan-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-45149>)
- ・ BIS [2017] . BIS Statistical Bulletin, September 2017(<https://www.bis.org/statistics/bulletin1709.pdf>)

(中国語)

- ・中央国債登記結算有限責任公司[2017].「2016 年資産証券化発展報告」(<http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzfx/nb/20170109/146095561.shtml>)