

《中国の「新常态」への移行とアジア⑦》

2017年2月22日
No.2016-040

近づく中国金融危機の足音 —データで読み解く「ゾンビ企業」とレバレッジの実態—

調査部 上席主任研究員 三浦有史

《要 点》

- ◆ 中国企業の急速な債務拡大に警鐘をならす国際金融機関が増えている。企業部門の債務は2016年6月末に名目GDP比167.6%に達し、過去になんらかの危機に陥った国を上回る。
- ◆ 中国政府は、2015年末、業績低迷が続き、回復の見込みもないゾンビ企業を市場から退出させる方針を打ち出した。上場企業(A株)におけるゾンビ企業の割合は、製造業の業績が回復したことを受け、2016年6月末時点で16.4%と2015年の21.0%から低下した。
- ◆ 足元の企業業績の回復は、景気浮揚策によって過剰生産能力の問題が一時的に緩和された結果に過ぎない。過剰生産能力の問題が解消されない限り、ゾンビ企業はなくなることはない。
- ◆ 市場原理に基づく企業の参入、退出が一向に進まないことから、企業の財務体質は悪化する一方である。上場企業のレバレッジ比率は、ゾンビ企業が減少したにもかかわらず、2016年に入っても93.3%と高い水準で推移している。
- ◆ 政府は、2016年9月、企業のレバレッジ比率を引き下げる政策を打ち出した。しかし、上場企業全体の有利子負債の7割を占める負債規模の大きい企業がレバレッジ比率を上昇させているため、上場企業のレバレッジ比率は容易には低下しないであろう。負債額の大きい上位10%の企業のレバレッジ比率は173.2%に達する。
- ◆ 政府の出資を受けていない企業は、政府の出資を受けている企業よりレバレッジ比率が低い。レバレッジ比率を引き下げることができるか否かは、国有企業の経営者をどのように規律付けるかという企業統治の問題に帰結する。

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

はじめに一習近平政権の内憂外患

“中国製品に高関税を課す”と発言してきたトランプ氏が大統領に就任したことにより、中国を取り巻く環境は厳しさを増すと考えられる。対米経済関係をどのように再構築するか。習近平政権は難しい舵取りを迫られる。同政権は国内にも十分な目配りをしなければならない。1月に開催されたダボス会議に出席した習近平国家主席は、中国が成長減速圧力にさらされる一方で、過剰生産能力や金融リスクの増大といった困難に直面していることを認めた。

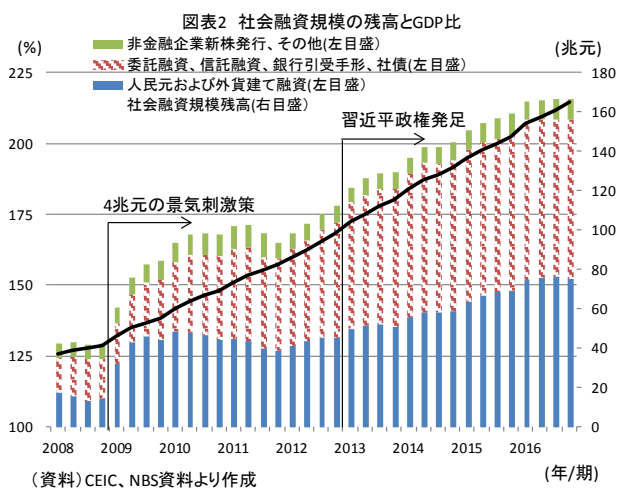
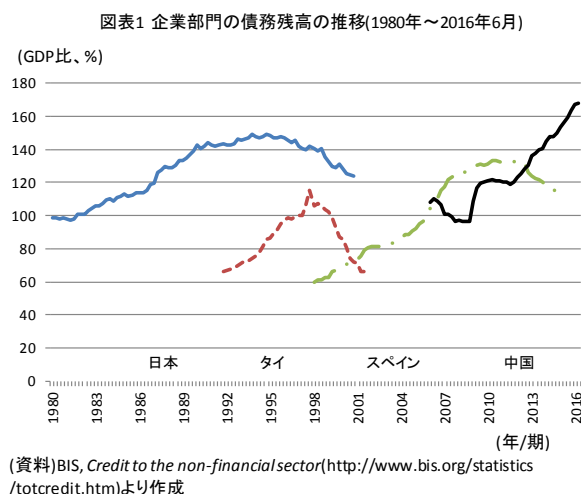
政府のシンクタンクである社会科学院や国際通貨基金(IMF)はいずれも2017年の実質GDP成長率を6.5%と見込むものの、その実現は容易ではない。喫緊の課題として浮上してきたのが債務問題である。企業の抱える債務は増加の一途にあり、いつ金融システムが不安定化してもおかしくない水準にある。本稿では、政府が打ち出したゾンビ企業を市場から退出させるという政策とレバレッジ比率を引き下げるといった政策がどの程度機能するかについて、上場企業の財務データから検証する。

1. ゾンビ企業を市場から退出させる

中国では企業債務が急速に増加している。政府はこれを抑制するため、業績低迷が続き、回復の見込みもないゾンビ企業を市場から退出させるという政策を打ち出した。ゾンビ企業は景気浮揚策の影響で減少したものの、過剰生産能力の削減は進んでおらず、先行き不安は収まらない。

(1) 危機のひっ迫度をどうみるか

国際金融機関は中国企業の抱える債務が金融危機の引き金になることに強い警戒感を示している。国際決済銀行(BIS)は、2016年9月、GDP比でみた与信額が急速に上昇していることから、3年以内に金融危機に陥る可能性があるとした(BIS[2016])。また、IMFは、10月、上場企業の財務体質が悪化していることから、債務削減に向け、早急に包括的な措置をとる必要があるとした(Maliszewski and others[2016])。中国の企業部門の債務は2016年6月末に名目GDP比167.6%に達し、過去になんらかの危機に陥った国を上回る(図表1)。

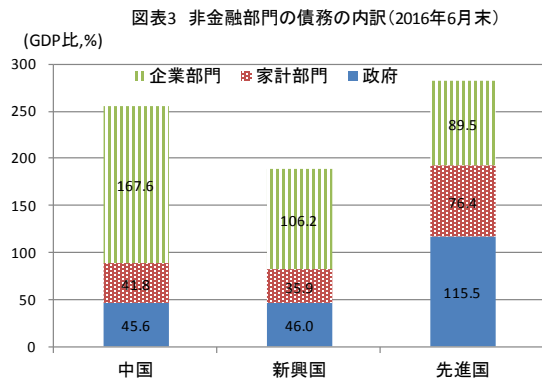


この問題に対する先行き懸念は高まる一方である。過剰債務が金融危機を引き起こしかねない状

況にあるにもかかわらず、政府は拡張的な金融政策を維持し、市場に供給する資金を増やし続けているからである。銀行融資とシャドールバンキングを通じて実体経済に供給される資金量を示す社会融資規模残高は2016年末に名目GDP比216.8%に達した(図表2)。債務は今後も増え続けるのか。いつ臨界点を迎えるのか。市場はこの問題に身構えざるを得ない。

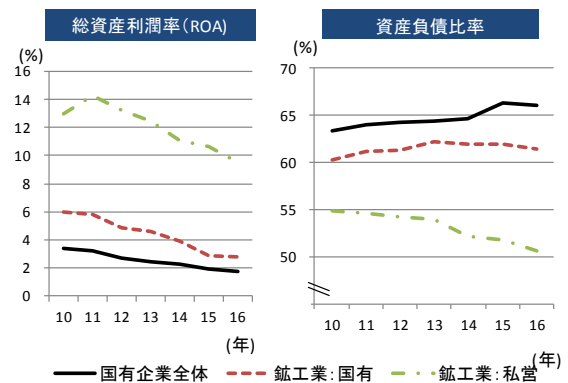
中国の非金融部門の抱える債務の3分の2は企業が占める(図表3)。主な貸し手と借り手はいずれも国有企业であること、また、政府債務が少ないことから、政府の介入によって金融危機を回避する余地はある。しかし、企業の財務体質は悪化の一途にあり、与えられた時間はそれほど多くない。国有企业は鉱工業だけでなくサービス業を含む全体で総資産利潤率(ROA)が低下しているうえ、資産負債比率も上昇している(図表4)。

ROAは保有する資産でどれだけの利潤を生みだしているかという資産の効率性を、資産負債比率は経営の健全性を表す。政府は拡張的な金融政策によって成長率目標を達成することに腐心するあまり、それによって企業の効率性や健全性が損なわれていることに無頓着であった。中国の国有企业は資産や売上規模という点では世界屈指の企業が多いものの、売上高や資産当たりの利益率は低く、インド、ブラジル、ロシアの国有企业の半分から3分の1に過ぎない(IMF[2016])。拡張的な金融政策を維持し続けると中国経済はジリ貧に陥りかねない。



(資料)図表1に同じ

図表4 国有企業の総資産利潤率と資産負債比率



(注)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。国有企業全体には金融業を含まない。
(資料)財政部、NBS資料より作成

(2)上場企業の16.4%がゾンビ企業、不動産では3割

企業の債務が増え続ければ、不良債権問題が深刻化し、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。その一方、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。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特定し、市場から退出させる方針を打ち出した。中国経済を侵食する効率の悪い企業を選別・排除することで成長の持続性を高めようという試みといえる。

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亘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¹。

¹ 「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)

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。しかし、その歩みは遅く、企業を特定する段階から躓いている。国务院傘下の大型国有企業を監督する国有資産管理監督委員会（国資委）は、2016年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たものの、11月には再調査の結果としてその数を2,041社に増やした²。ゾンビ企業はわずか半年で6倍に増えた。一方、地方政府もゾンビ企業の特定とリストラを進めているものの、その成果を公表しているのは2017年1月末時点でも3分の1にとどまり、一向に足並みが揃わない。

中国全体で果たしてどのくらいのゾンビ企業が存在するのか。どのような産業に多いのか。中国人民大学など一部の研究者はこれらの問題を明らかにしているものの、いずれもデータが古い（聶・江・張・方 [2016]、何・朱 [2016]）。このため、本稿では上場企業(A株)の財務データから改めてゾンビ企業の解明を試みた（図表5）。ゾンビ企業の割合は、製造業の業績が回復したことを受け、2016年6月末時点で16.4%と2015年の21.0%から低下した。過剰生産能力を抱えるアルミニウム、ガラス、化学製品、一般鋼における低下が顕著である。

図表5 上場企業(A株)におけるゾンビ企業

	有効データ(社)				うちゾンビ企業(社)				割合(%)			
	2013年	2014年	2015年	2016年	2013年	2014年	2015年	2016年	2013年	2014年	2015年	2016年
A.農業・林業・畜産業・漁業	36	37	39	39	12	15	19	14	33.3	40.5	48.7	35.9
B.鉱業	55	58	60	60	6	6	29	22	10.9	10.3	48.3	36.7
石炭採掘	20	20	21	21	2	4	15	10	10.0	20.0	71.4	47.6
C.製造業	1,279	1,417	1,547	1,495	246	210	323	233	19.2	14.8	20.9	15.6
アルミニウム	16	17	17	16	6	6	9	3	37.5	35.3	52.9	18.8
ガラス	7	7	7	7	2	2	4	2	28.6	28.6	57.1	28.6
セメント	38	16	15	15	3	5	8	6	7.9	31.3	53.3	40.0
化学製品	16	16	15	15	8	6	7	4	50.0	37.5	46.7	26.7
一般鋼	20	20	20	19	14	7	16	3	70.0	35.0	80.0	15.8
D.公益事業	78	80	84	82	12	11	12	9	15.4	13.8	14.3	11.0
E.建設	64	72	72	68	7	7	7	8	10.9	9.7	9.7	11.8
F.卸売・小売	113	121	123	124	19	21	29	21	16.8	17.4	23.6	16.9
G.運輸	55	57	60	57	7	8	9	5	12.7	14.0	15.0	8.8
H.ホテル・ケータリング	9	9	9	6	1	5	4	2	11.1	55.6	44.4	33.3
I.情報伝送・ソフトウェアおよびITサービス	105	115	131	129	10	10	14	16	9.5	8.7	10.7	12.4
J.金融	27	26	23	22	2	1	0	0	7.4	3.8	0.0	0.0
K.不動産	101	102	102	100	15	24	32	32	14.9	23.5	31.4	32.0
L.リース・商業サービス	25	25	23	29	7	2	4	4	28.0	8.0	17.4	13.8
M.科学研究・技術サービス	14	18	19	21	1	0	1	0	7.1	0.0	5.3	0.0
N.水資源保護・環境・公共施設管理	19	25	27	26	3	3	4	4	15.8	12.0	14.8	15.4
P.教育	2	2	2	2	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0
Q.医療・社会福祉	3	4	3	3	0	1	0	0	0.0	25.0	0.0	0.0
R.文化・スポーツ・娯楽	29	29	32	29	4	3	3	2	13.8	10.3	9.4	6.9
S.総合	23	22	23	23	4	10	9	7	17.4	45.5	39.1	30.4
合計	2,037	2,219	2,379	2,315	356	337	499	379	17.5	15.2	21.0	16.4

(注)2016年は6月末時点。濃い網掛け部分は全体を上回る産業、薄い網掛け部分は過剰生産能力を抱える産業。

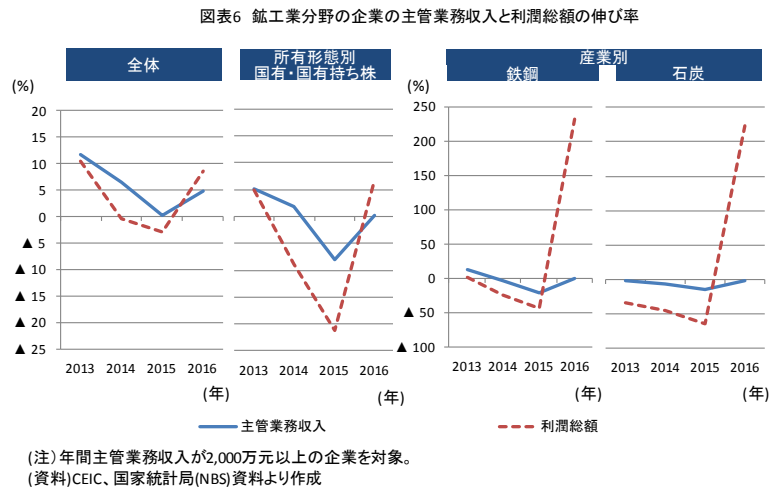
(資料)Bloomberg LP, Wind Infoより作成

一方、石炭やセメントではゾンビ企業数が減少したものの、その割合は依然として高く、4割を超える。また、不動産におけるゾンビ企業の割合は住宅価格の上昇が続いたにもかかわらず32.0%と2015年から上昇した。卸売・小売でもゾンビ企業の割合が高いことから、ゾンビ企業は製造業だけでなく、サービス業にも広く分布している。なお、ゾンビ企業の抽出にあたっては、わが国のゾンビ企業研究に倣い、借入残高に最低水準の金利をかけることで最も低い理論上の利息支払額を求め、それを利潤総額（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、ゾンビ企業に当たるか否かの判断材料にした（詳細は巻末BOX参照）。

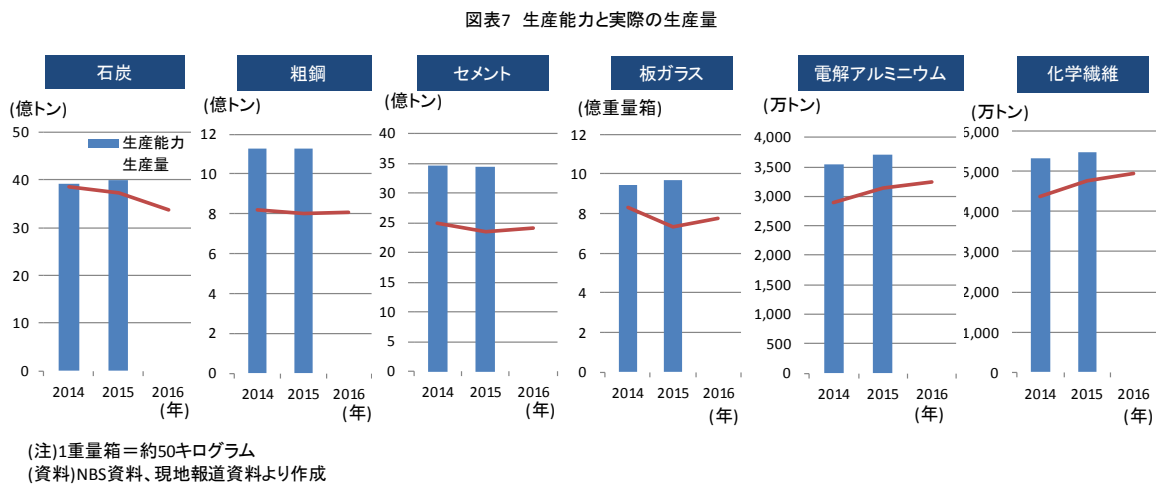
² 「国資委摸底僵尸企業：総数超2000家 資産3万億」中国視察網2016年11月19日 (<http://www.eeo.com.cn/2016/1119/294222.shtml>)

(3) ゾンビ企業は減少するのか

企業業績の回復に伴いゾンビ企業は今後も減少するのであろうか。国家統計局によれば、鉱工業分野の企業の利潤総額の伸び率は2016年に前年比+8.5%となり、2015年の同▲2.9%から回復した。これに貢献したのが国有・国有持ち株企業で、2016年は文字通りのV字回復を遂げた。産業別にみると、過剰生産能力の表面化に伴い業績が著しく悪化した鉄鋼と石炭の復調が目立つ(図表6)。



ただし、過剰生産能力の問題は手つかず状態にあるため、今後もこうした回復が続くとは考えにくい。政府は、2016年に粗鋼、石炭、アルミニウムについて数値目標を掲げ過剰生産能力の削減に取り組むとした。しかし、実際の生産量をみると、石炭こそ前年比9.4%減³となったものの、粗鋼とアルミニウムはいずれも増加した。また、設備稼働率が低く、生産能力が過剰とみられるセメント、板ガラス、化学繊維でも増産が続いている(図表7)。

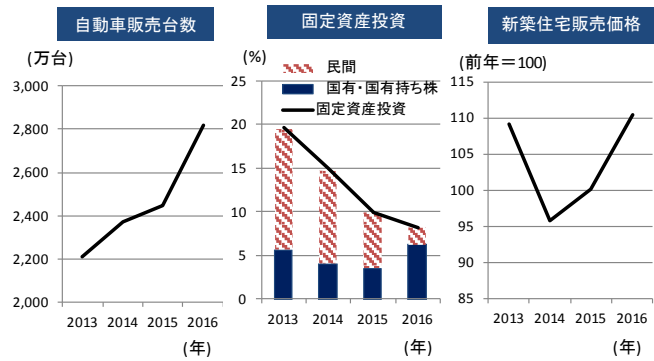


過剰生産能力の削減が進んでいないにもかかわらず、企業業績が回復したのは、次に指摘する景気浮揚策の効果が大きい。第一は投資拡大である。2016年の固定資産投資(農村を除く)の伸び率は前年比+8.1%と鈍化したものの、国有・国有持ち株投資が同+18.7%と好調で、不調の民間投資を補った。第二は自動車生産台数の増加である。2016年の自動車生産台数は小型車向け減税策が打ち出されたことを受け、同+13.1%と高い伸びとなった。第三は住宅市場の回復である。住宅市場はローン規制の緩和により新築住宅販売価格が同+10.5%と前年から大幅に上昇した(図表8)。

³ 「2016年煤炭去産能任務超額完成」2017年1月24日 国家石油和加工網 (<http://www.cpcia.org.cn/html/13/20171/160441.html>)

しかし、一連の景気浮揚策は修正を余儀なくされている。2016年12月の中央経済工作会議では、2017年の金融政策について、米国の利上げによる流動性の低下は回避するものの、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とされた。自動車販売台数は、減税幅の縮小によって、6%を下回る低い伸びにとどまると予想されている⁴。住宅市場は過熱に対する警戒感の高まりから、10月に入り主要都市で頭金比率の引き上げなどの規制が強化され、調整局面に入った。

図表8 主要指標の推移



(注)固定資産投資の棒グラフは寄与度。
(資料)NBS資料より作成

過剰生産能力の問題が再び頭をもたげてくるのは時間の問題である。中国の石炭、粗鋼、セメント、アルミニウムの生産量は世界の半分を占め、粗鋼の過剰分(3億トン)だけでわが国の生産量の3倍に相当するなど、過剰の規模がけた違いに大きい。2016年におけるゾンビ企業の減少は景気浮揚策によって過剰が一時的に緩和された結果にすぎない。潜在成長率の低下を加味すれば、過剰生産能力の問題が解消されない限り、ゾンビ企業がなくなることはないといえよう。

2. レバレッジ比率の引き下げ

ゾンビ企業の市場退出策が思惑通りに機能しないことから、政府は企業の自己資本に対する有利子負債の割合を示すレバレッジ比率を引き下げるという政策を打ち出した。しかし、債務が拡大しているのは政府が出資する国有企業であり、レバレッジ比率が直ちに低下する可能性はない。

(1) 高止まりが続くレバレッジ比率

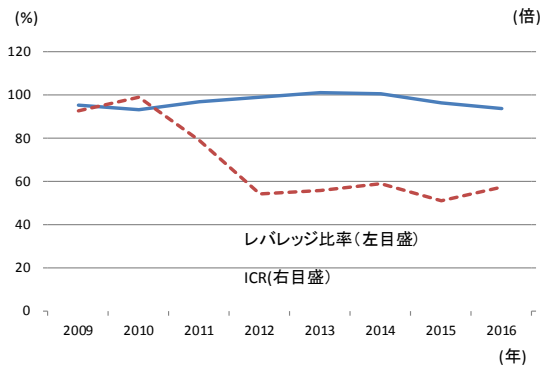
政府は、2016年は11月までに鉄鋼で4,500万トン、石炭で2.5億トンの生産能力を削減し、両産業で70万人を配置転換したとされる⁵。しかし、前出の図表6でみたように、2016年の粗鋼生産量は増えている。これは新しい設備の導入による新規生産量が旧式の生産設備の廃棄による減産量を上回ったためである。政府は過剰生産能力の削減を旧式の生産設備の廃棄による減産量で評価しており、産業全体での減産は一向に進まない。このことは他の産業にも当てはまり、過剰生産能力の削減は「もぐらたたき」の様相を呈している。

過剰生産能力を抱える産業では、多くの企業が政府やその意向を受けた銀行からの支援に依存した体力勝負の消耗戦を展開している(三浦[2016])。市場ルールによる参入、退出が一向に進まないことから、企業の財務体質は悪化する一方である。上場企業(A株)のレバレッジ比率は、ゾンビ企業が減少したにもかかわらず、2016年に入っても93.3%と高い水準で推移している(図表9)。その一方、利息支払い能力を示すインタレスト・カバレッジ比率(ICR)は2011年から低下し、2012年以降は、3倍を下回っている。

⁴ 「中国自動車工業協会予測：2017年乗用車増速将在2%-6.5%之間」2016年12月21日 南方財富網 (<http://www.southmoney.com/redianxinwen/201612/951554.html>)

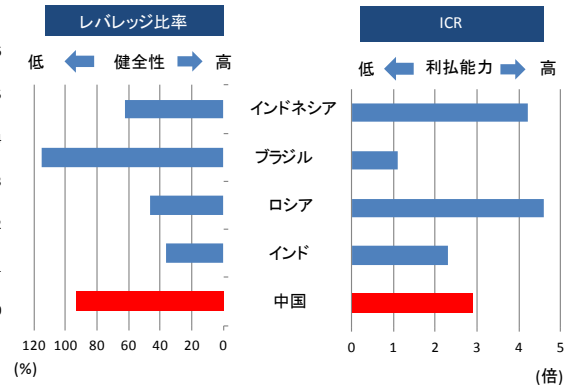
⁵ 「2017年供給側結構性改革：去旧産能与培育新産能将同步并举」2017年2月4日 中国金融新聞網 (http://www.financialnews.com.cn/hg/201702/t20170204_112070.html)

図表9 上場企業(A株)のレバレッジ比率とICR



(注)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。2016年は9月末値。インタレスト・カバレッジ・レシオ=支払利息額/利潤総額(EBIT)で算出。2016年6月末時点。いずれも金融業を除く。
(資料)Bloomberg LPより作成

図表10 新興国の上場企業の財務体質



(注)図表9に同じ
(資料)Bloomberg LPより作成

上場企業の財務内容を他の新興国と比較すると、中国が極端に悪いとはいえない(図表10)。特に、ブラジルはレバレッジ比率が中国を上回る一方、ICRが低いことから、中国より深刻といえる。しかし、ブラジルの2016年の実質GDP成長率は▲3.5%と前年(▲3.8%)から低迷が続いており、+6.7%となった中国とは全く異なる経済状況にある。他の新興国よりも高い経済成長を遂げているにもかかわらず、財務基盤が弱い中国企業は、成長の鈍化に脆弱で、経営破たんの可能性が高い。

(2)レバレッジ比率が低下しない理由

ゾンビ企業を市場から退出させる政策が思惑通りに機能しないことから、政府は、2016年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ことにに関する意見」⁶(以下、意見とする)を打ち出した。そこでは、①地域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⁷、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された。

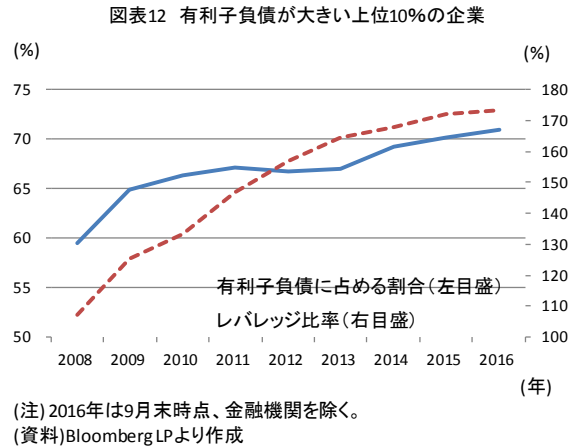
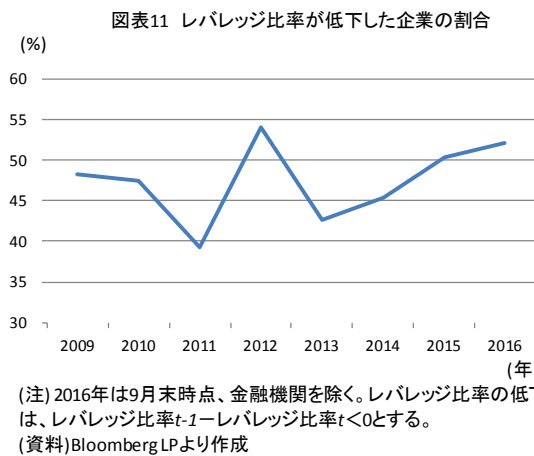
意見の最大の特徴は、成果が測りやすいレバレッジ比率を目標に据えた点にある。具体的な数値目標が示されているわけではないが、レバレッジ比率は数値化しやすいうえ、政府が国資委の人事考課にその進捗状況を組み込むとしたため、国資委は否応なく成果を数値で示す必要に迫られる。意見によってレバレッジ比率は今後低下するのであろうか。

中国企業は意見が打ち出される前からレバレッジ比率の引き下げに取り組んできた。2013年時点でレバレッジ比率が低下した企業は上場企業(A株)の42.6%であったが、2016年9月末には52.0%に増えた(図表11)。しかし、前出の図表9でみたように上場企業(A株)全体のレバレッジ比率は高い水準で推移している。これは債務の規模が大きい企業の同比率が上昇しているためである。有利子負債の規模が大きい企業上位10%(169社)の負債額は、2016年9月時点で上場企業(A株)

⁶ 「国務院關於積極穩妥降低企業槓桿率的意見」(国発〔2016〕54号)2016年9月22日 中国政府網 (http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5124355.htm)

⁷ 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 中国政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2016-12/06/content_5143881.htm)で細則が示された。

全体の70.9%を占め、そのレバレッジ比率は173.2%に達する（図表12）。



上位10%はどのような企業なのか。産業別に有利子負債とレバレッジ比率を計算し、上場企業全体と比較したのが図表13である。上位10%の企業が抱える有利子負債は、総合を除く全ての産業で全上場企業の半分以上を占め、一般鋼、石炭採掘、不動産、建設、リース・商業サービスでは8割を超える。また、上位10%の企業のレバレッジ比率は、全ての産業で上場企業全体のレバレッジ比率を上回る。

こうしたことから、負債規模の大きい上位10%の企業が債務削減に取り組めば、上場企業のレバレッジ比率は劇的に低下する。しかし、そこには「央企」と呼ばれる中央政府管轄の国有企業や中国を代表する大規模国有企業の子会社が含まれている。これらは中国の競争力を体現する象徴的な存在であるため、過酷なリストラを要求されることは少ない。このことは、製造業のレバレッジ比率が、上場企業全体で2009年の84.0%をピークに低下し、2016年に67.5%となったのに対し、上位10%の企業では2010年の109.6%をボトムに2016年に127.8%に上昇した

図表13 有利子負債の産業別分布とレバレッジ比率(2016年9月末)

	全体			上位10%			割合 (B/A)
	金額(A)	構成	レバレッジ比率	金額(B)	構成	レバレッジ比率	
A.農業・林業・畜産業・漁業	51	0.6	44.6	-	-	-	-
B.鉱業	370	4.2	105.3	301	4.8	155.1	81.5
石炭採掘	221	2.5	114.1	208	3.3	141.5	94.0
C.製造業	3,352	38.0	67.5	1,859	29.7	127.8	55.5
アルミニウム	93	1.1	126.6	64	1.0	377.9	69.1
ガラス	13	0.1	69.8	-	-	-	-
セメント	85	1.0	142.8	61	1.0	226.6	71.8
化学製品	24	0.3	30.5	-	-	-	-
一般鋼	513	5.8	137.1	487	7.8	139.6	95.0
D.公益事業	899	10.2	127.8	752	12.0	165.7	83.7
E.建設	1,026	11.6	183.8	897	14.3	240.9	87.4
F.卸売・小売	644	7.3	109.6	454	7.3	171.0	70.5
G.運輸	229	2.6	50.7	128	2.0	74.5	55.8
H.ホテル・ケータリング	15	0.2	168.4	10	0.2	785.0	65.2
I.情報伝送・ソフトウェアおよびITサービス	207	2.3	43.6	130	2.1	167.0	62.9
K.不動産	1,655	18.8	217.7	1,474	23.6	278.7	89.1
L.リース・商業サービス	238	2.7	171.4	202	3.2	463.7	84.7
M.科学研究・技術サービス	5	0.1	28.3	-	-	-	-
N.水資源保護・環境・公共施設管理	61	0.7	66.6	36	0.6	91.4	59.6
P.教育	0	0.0	5.6	-	-	-	-
Q.医療・社会福祉	5	0.1	50.7	-	-	-	-
R.文化・スポーツ・娯楽	22	0.3	14.4	-	-	-	-
S.総合	41	0.5	67.9	9	0.1	195.8	21.8
合計	8,819	100.0	93.3	6,252	100.0	173.2	70.9

(注) 2016年は6月末時点。濃い網掛け部分は合計を上回る産業。金融業は除く。
(資料)Bloomberg LPより作成

ことから裏付けられる。大規模国有企業は「治外法権」に置かれているといっても過言ではない。

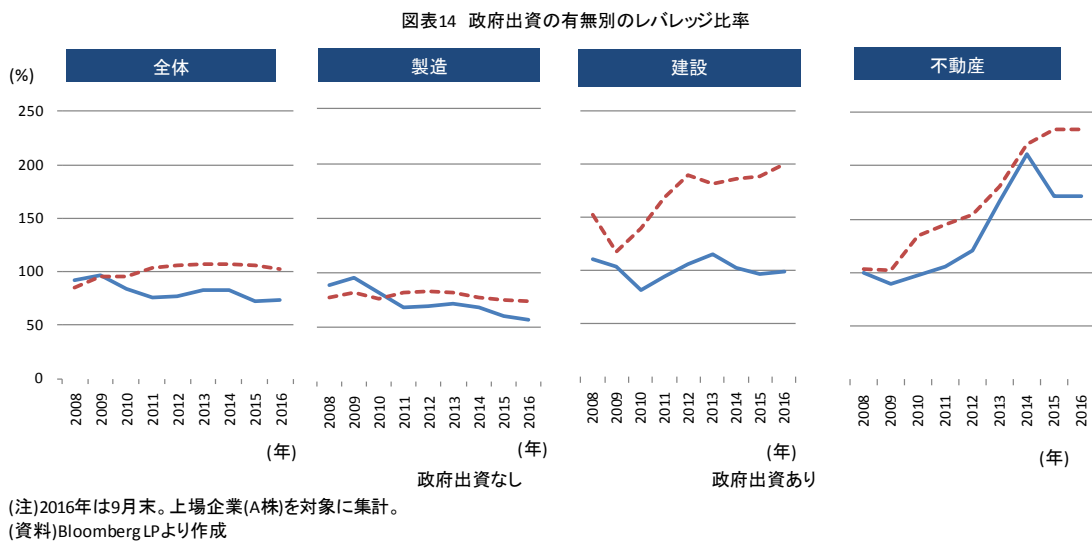
また、図表13からは、財務体質が悪化している企業は製造業だけでなく、サービス業にも多いことがわかる。なかでも、不動産はレバレッジ比率だけでなく、有利子負債全体に占める割合が高く、金融危機の引き金を引きかねない危うさを孕んでいる。同様のことは建設にもいえる。不動産と建設の上位10%の企業の有利子負債は合わせて2,391億元に達し、製造業の1,859億元を上回る。住

宅市場の調整が長期化することにより、これら企業の財務体質の悪化に拍車がかかることが懸念される。

(3)企業、銀行、政府の「もたれ合い」

レバレッジ比率が高い水準で推移している原因は、「央企」に代表される大規模国有企業が債務を一方的に拡大させてきたことにある。しかし、彼らを「悪者」と決めつけるだけでは問題は解決しない。中国には、国有企業に優先的に融資をする銀行、さらには、融資を仕向ける政府が存在するからである。ゾンビ企業やその増加に伴う企業の財務体質の悪化は、国有企業、銀行、政府の「もたれ合い」によって生じた根の深い問題といえる。

中国の上場企業には、政府出資を受けている企業と受けていない企業でレバレッジ比率に顕著な差がある。上場企業は純粋な民間企業であるようにみえるが、金融機関を除く 2,533 社のなかで政府出資を受けている企業は 1,108 社と、43.7%を占める。図表 14 は上場企業全体と有利子負債の規模が大きく、レバレッジ比率の高い製造、建設、不動産について、それぞれのレバレッジ比率をみたものである。



政府の出資を受けている企業は、政府の出資を受けていない企業よりレバレッジ比率が高い。両者のレバレッジ比率は対照的である。製造業では、政府の出資を受けていない企業のレバレッジ比率が 2009 年の 94.6%から低下し、2016 年に 56.8%となったのに対し、政府出資を受けている企業のレバレッジ比率はほとんど変化していない。建設業では、政府出資を受けていない企業がレバレッジ比率を 100%前後で維持しているのに対し、政府出資を受けている企業は 2009 年の 117.3%から上昇し、2016 年には 200.1%となった。不動産業については、2015 年から両者の差が鮮明になっている。

こうしたことから、レバレッジ比率を引き下げることができるか否かは、政府出資を受けている企業の経営者をどのように規律付けるか、より広い意味では国有企業⁸の企業統治の問題に帰結す

⁸ 中国には、政府の出資比率を基準に企業を「国有」か「非国有」かに分類する明示的な規定はない。国家統計局によれば、国有企業は政府の出資比率の高低によって、①政府出資比率が 100%の

る。習近平政権は「前代未聞」とされる腐敗追放運動を展開し、汚職によって企業に損害を与える行動を抑制することには成功したかもしれないが、経営者に市場の発する信号を的確に読み取り、企業を効率化するという行動規範を植え付けることに成功したとは言い難い。レバレッジ比率が容易に下がらないのは国有企業改革をおざなりにしてきた結果といえる。

おわりに

習近平政権は潜在成長率の趨勢的な低下に見舞われる中国の経済運営を任された初めての政権である。この難局を打開するためには、経済政策においても「前代未聞」の改革が求められる。政権発足後から「新常态」を掲げ、投資主導の高成長経済と決別する必要があるとした習近平政権には、その覚悟が備わっているかのようにみえた。しかし、一期目5年が終わろうとしているにもかかわらず、「新常态」を実現する政策は乏しく、中国経済が安定的な成長軌道に乗る様子はない。債務問題は中国経済の行き詰まりを象徴する問題といえる。

ゾンビ企業の市場からの退出やレバレッジ比率の引き下げがどの程度進むかについては、依然として不透明である。政府は金融政策を引き締めを転じることでこれらの問題を一举に解決しようとしている。中央銀行は、2017年に入り短期および中期貸出金利を高め誘導すると同時に、リバース・レポを見送り、短期金融市場への資金供給を減らしている。金利上昇により1月の譲渡性預金(CD)の発行額は1兆元と12月に比べ35%も減少したとされる⁹。

金融政策は最後の手段である。しかし、それも期待通りの効果があるかどうかはわからない。2017年1月の人民元融資は前年同月比8.9%減となったものの、銀行引受手形が同362.0%増となった結果、実体経済に供給される資金は増え続けている。シャドーバンキングを通じて資金が供給される限り、金融引き締めの効果は減殺されてしまう。また、金融引き締めは成長減速を加速するリスクを伴う。シャドーバンキングに対する規制を強化し、資金供給量を減らすことができたとしても、資金繰りに窮するのは健全な民間企業で、ゾンビ企業やレバレッジ比率が高い国有企業は影響を受けない可能性がある。低調な民間投資がさらに停滞することになれば中国経済は失速する。

習近平政権は金融危機を回避する有効な政策を欠いており、危機の足音が遠ざかる様子はない。この閉塞感を打破するには、やはり負債を一方向的に拡大させる大規模国有企業のリストラが不可欠である。これは過剰生産能力や債務の削減に絶大な効果を発揮するだけでなく、民間投資にもプラスの影響を与える。大規模国有企業のリストラは産業政策や公有制に抵触するものの、中国経済は既に「背に腹は代えられぬ」ところまで追い込まれている。債務問題は潜在成長率が低下する中国の経済運営を任された習近平政権の覚悟を改めて問うている。

「純粋国有企業」、②政府出資比率が100%未満の「国有持ち株企業」（うち政府出資比率が50%以上は「国有絶対持ち株企業」、政府出資比率は50%未満であるが、経営を実質的に支配する「国有相対持ち株企業」）、③政府が出資するものの経営にかかわらない「国有資本参加企業」の3つに分かれ、狭義の国有企業は①、広義の国有企業は①と②が該当するとされる。詳細は、「關於対国有公司企業認定意見の函」（国統函[2003]44号）2003年4月18日 国家統計局（http://www.stats.gov.cn/statsinfo/auto2072/201311/t20131101_451646.html）

⁹ 「中国人民銀のレバレッジ抑制策、資金繰りを圧迫—CD発行33%減少」2017年2月9日 ブルームバーグ



BOX：ゾンビ企業の定義

ゾンビ企業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、次の2つの基準を満たす企業とした。

第一基準：収益性基準

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。

第二基準：金融支援基準

① 実際の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。

なお、「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])。

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

rs : 短期プライムレート

BS : 1年未満の短期借入残高

rl : 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 : 1年超の長期借入残高

rcb : 社債の表面利率で、 $\min \text{ over last 5 years}$ は過去5年間の最低水準のもの

$Bonds$: 社債発行残高

参考文献

(日本語)

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 [2016] . 「中国を長期停滞に追い込む過剰生産能力—市場を支配するルールなき消耗戦の行方—」 日本総合研究所 *Research Focus* <中国の「新常态」への移行とアジア⑤> 2016年5月20日 No.2016-005.(<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/8819.pdf>)

(英語)

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>)

Bank for International Settlements. [2016] . BIS Quarterly Review, September 2016, International banking and financial market development (www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609.pdf)

IMF [2016]. The people's republic of China Selected Issues, IMF Country Report No.16/271.(www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16271.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、原因と対策」 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] . 「【財智研究】 嘿，我發現了一隻僵尸企業——僵尸企業系列研究之一」 2016年1月11日 財新網 (<http://pmi.caixin.com/2016-01-11/100898020.html>)