

中国企業の過剰債務とその生産性への影響

国際局 飯田智之、中澤崇、米山俊一、西岡慎一

Bank of Japan Review

2017年4月

中国では企業債務が急速に増加している。この背景としては、国有企業を中心とした旺盛な資金需要、潤沢な資金供給のもとでの高利回り追求の動き、規制や経営規律が十分に機能していない可能性が指摘されている。上場企業のデータをみると、近年、債務の利払いが収益を上回る「過剰債務企業」が国有企業を中心に増加している。また、そうした先の債務残高が増加傾向にある点は気掛かりである。さらに、相対的に生産性が低い過剰債務企業が増加すると、経済全体の生産性の伸びに悪影響を及ぼすことになる。中国政府は企業の過剰債務問題に対して企業合併の推進、業績不振企業の整理、債務株式転換といった施策を打ち出しているが、成長目標との両立を図るもと、思い切った取り組みが実現できるかが注目される。

はじめに

中国では、近年、企業の債務が急速に増加している。名目 GDP との対比でみた企業部門の債務残高は、2006年3月末の約110%から2016年9月末には約170%と大幅に増加している(図表1)。諸外国と比較しても、日本や欧米を大きく上回っている(図表2)。

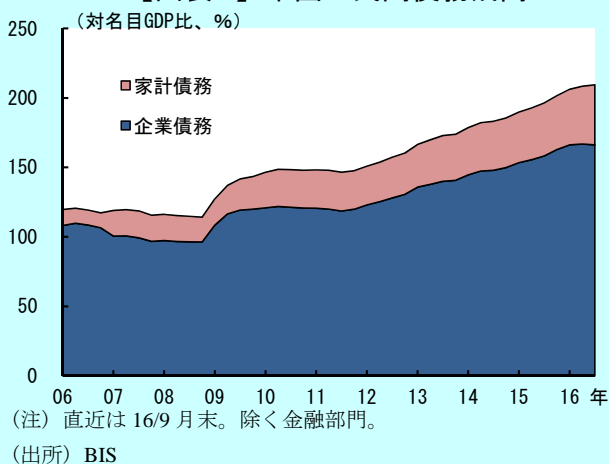
一般に企業の債務は、元利の返済負担と事業の収益性が見合えば、投資活動や生産活動を活発にし、経済成長を促す。しかし、事業の収益性に見合わない過剰な債務は、元利の返済を困難にし、事業の継続に支障をきたす。また、過剰な債務が

経済全体に拡がると、貸し手のバランスシートを毀損し、金融システムの安定性を損なうおそれがある。さらに、債務を増やすことで本来は淘汰されるべき企業が生き延びることになれば、経済全体の生産要素の配分が非効率になってしまう。

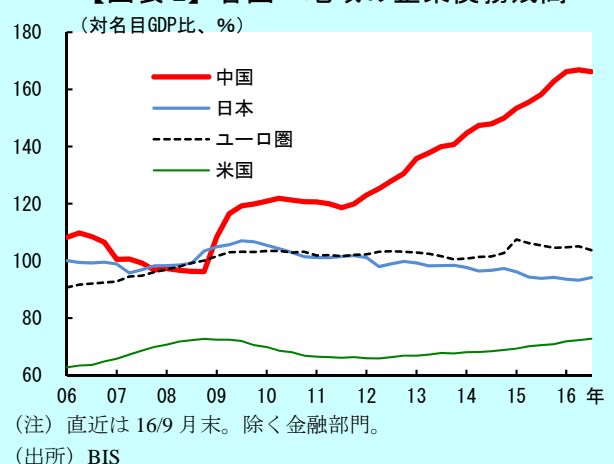
こうした観点から、IMFは企業債務の増加を中国の経済成長や金融システムに影響を及ぼすリスクとして挙げている<sup>1</sup>。また、中国政府も企業が抱える過剰債務を主要な政策課題と位置づけ、解消に向けた取り組みを進めている。

以下では、中国における企業債務の現状を概観したうえで、企業の生産性との関係を検証する。また、過剰債務問題の解消に向けた近年の政府の取り組みについて整理する。

【図表1】中国の民間債務残高



【図表2】各国・地域の企業債務残高



## 中国企業が抱える債務の現状

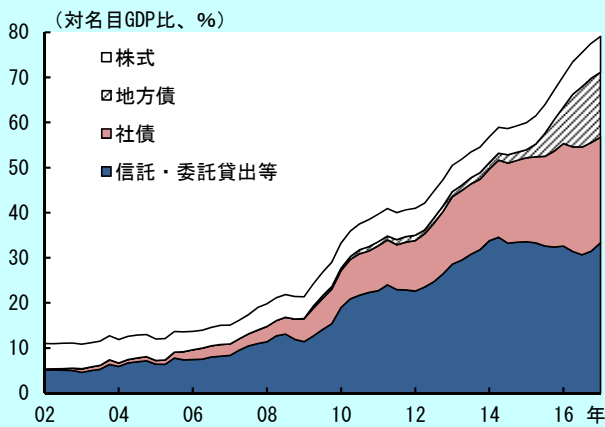
### （企業債務の増加の背景）

中国における企業債務増加の背景として、次の3点が挙げられる。第1に、企業の資金需要はきわめて旺盛である。2000年代後半以降、いわゆる「4兆元対策」をはじめ、経済の安定成長に向けた経済対策が繰り返し実施される中、政府との関連が深い国有企業から、前向き、後ろ向きを問わず資金需要が増加している<sup>2</sup>。また、景気刺激的な政策が実施されるも、不動産関連企業の資金需要も旺盛である。

第2に、潤沢に資金が供給される中、高利回りを追求する動き（search for yield）が活発である。中国では、社会保障制度が未整備であることもあって、家計貯蓄率が高い。国外への投資が必ずしも自由ではない中、国内では緩和的な金融環境が維持されており、少しでも高い利回りを求める資金の動きが活発となっている。

最近では、銀行以外の金融機関（証券会社や信託会社など）が金融商品を組成し、個人や企業、機関投資家の資金を集めて与信する形態が増えている。これは、「シャドー金融商品」と呼ばれており、「委託貸出」、「信託貸出」といった与信が増加傾向にある<sup>3,4</sup>（図表3）。また、「シャドー金融商品」を通じた社債投資が増加しているほか、社債投資の資金調達源として債券レポの残高が急拡大するなど、社債市場の過熱感を懸念する声も聞かれている（図表4）。

【図表3】銀行貸出以外の与信残高

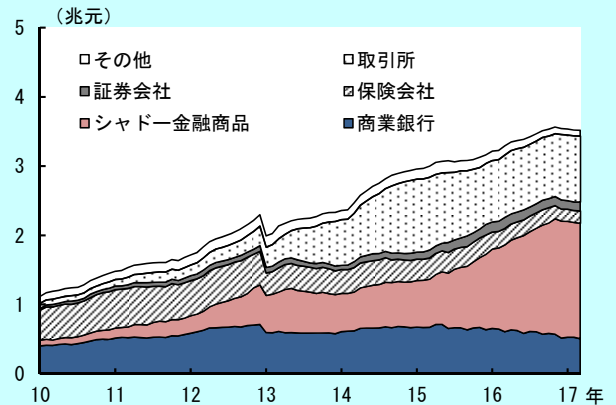


(注1) 直近は17/3月末。

(注2) 一部欠損値は、新規増加額を用いて試算。

(出所) CEIC、HAVER

【図表4】社債残高（保有主体別）



(注1) 直近は17/3月末。

(注2) 中国で発行されている社債のうち、企業債について集計したもの。

(出所) CEIC

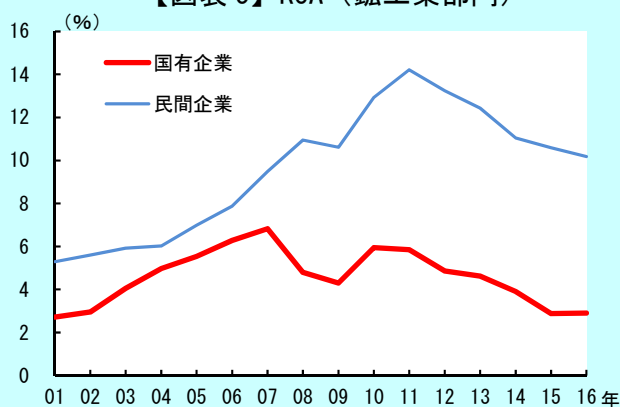
第3に、中国では金融規制や経営規律が十分に機能していない可能性がある。監督当局は企業債務の過度な拡大を警戒し、銀行部門に対して窓口指導を強化しているが、その裏側で指導の効果が及びにくい「シャドー金融商品」に投資資金が集まっているといわれている。また、銀行部門など貸し手の借り手に対する規律も必ずしも強くはないとの指摘も聞かれる。

### （国有企業のレバレッジ拡大）

企業債務が増加する中、企業の収益性は低下している。鉱工業部門の収益性とレバレッジ比率を国有・民間企業別にみると、収益性が相対的に高い民間企業のレバレッジ比率が低下している一方、国有企業では、2000年代後半以降、収益性が低下する中でレバレッジ比率は上昇傾向にある<sup>5</sup>（図表5、6）。

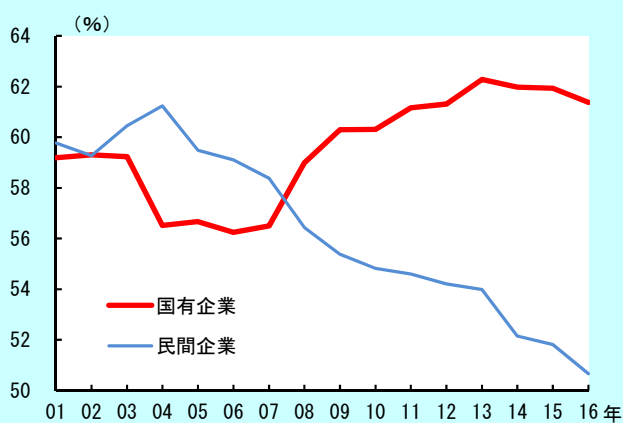
国有企業は中央政府や地方政府との関連が深いため、政府が経済対策を実施する場合、時には事業の収益性が低くても、外部調達を通じて投資を増加させる傾向がある。金融機関からみると、暗黙の政府保証を期待できる分、国有企業は相対的にリスクの低い借り手であり、与信を増加させやすい。また、国有企業は民間企業と比べて格付けが高く、社債発行体の8割を占める。これらの要素が重なるかたちで、国有企業のレバレッジ比率が上昇してきたと考えられる。

【図表 5】ROA（鉱工業部門）



(注) ROA=純利益/総資産。  
(出所) CEIC

【図表 6】レバレッジ比率（鉱工業部門）



(注) レバレッジ比率=総負債/総資産。  
(出所) CEIC

### （過剰債務企業の増加）

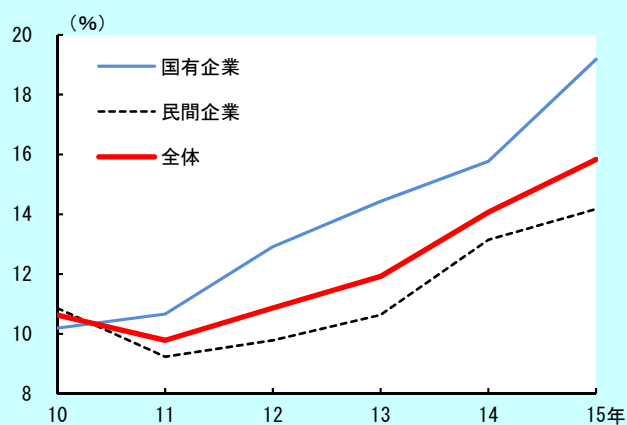
収益力の低下とレバレッジの拡大がともに生じる場合、事業の収益性との見合いで債務が過剰となっている可能性がある。過剰債務の測定方法やその背後にある考え方には必ずしも定見があるわけではないが、ここでは計測の容易さと直観的な理解のしやすさを考慮し、インタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）を基準に過剰債務か否かを評価する<sup>6</sup>。

ICR は、企業の収益額（EBITDA）を利払い額で割ったものである<sup>7</sup>。ICR が 1 を下回る企業は、利払い負担を収益で賄えないほどの過剰な債務を抱えていると評価し、以下では、そうした企業を「過剰債務企業」と呼ぶ。

上場企業を対象に決算情報から ICR を計測すると、ICR が 1 を下回る過剰債務企業は増加傾向に

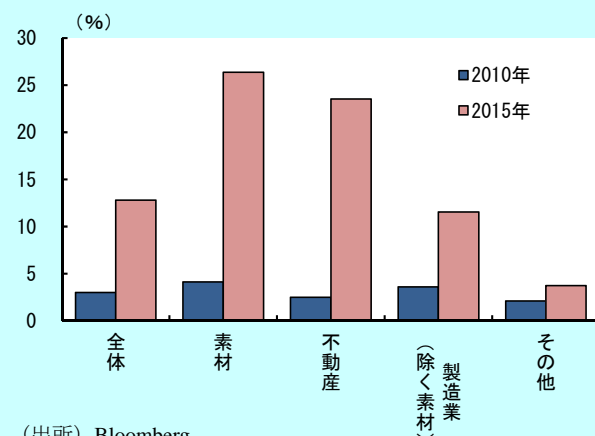
ある。過剰債務企業が上場企業全体に占める割合は、2011 年には 10%であったが、2015 年には 16%に達している<sup>8</sup>（図表 7）。国有・民間企業別にみると、2011 年以降、国有企業は、民間企業を上回るかたちで過剰債務企業の割合が高まっている。また、過剰債務比率（過剰債務企業の有利子負債額/全上場企業の有利子負債額）をみると、2015 年時点で 13%と 2010 年の 3%から大幅に増加している<sup>9</sup>（図表 8）。業種別では、素材業種（鉄鋼や石炭など）や不動産業で過剰債務比率が高い。

【図表 7】過剰債務企業の割合



(注 1) 上場企業全体に占める過剰債務企業（ICR が 1 を下回る企業）の割合。  
(注 2) 国有企業は国（財務省）または地方政府が実質支配株主に含まれる企業と定義し、その他を民間企業とした。  
(出所) Bloomberg、Wind

【図表 8】過剰債務比率（業種別）

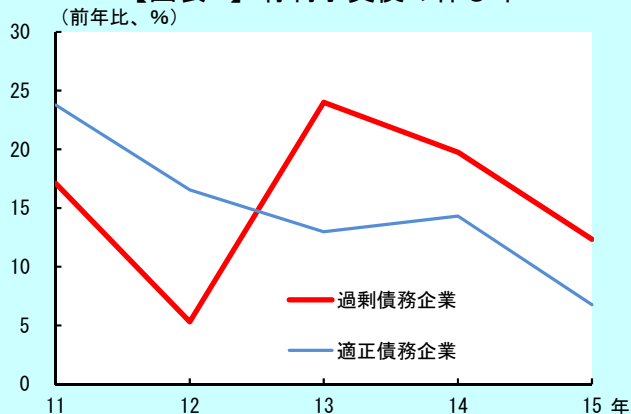


(出所) Bloomberg

こうした動きの背景には、先にも述べたとおり、政府の経済対策に連動した国有企業のバランスシート拡大が考えられる。その過程で、経営が悪化している先への与信が増加し、過剰債務企業の増加につながった可能性が高い<sup>10</sup>。ICR が 1 を上

回る「適正債務企業」と過剰債務企業を比べると、前者の債務残高は 2011 年以降増勢が鈍化傾向にある一方、後者の債務は 2013～2015 年に前者を上回る年率 16%で増加している（図表 9）。

【図表 9】有利子負債の伸び率

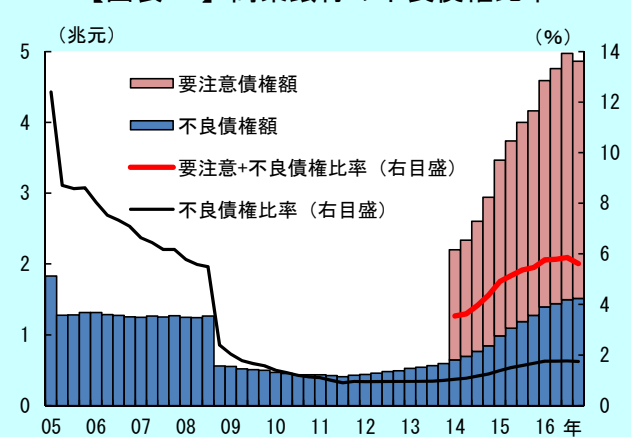


(注) 過剰債務企業は、2010 年時点で ICR が 1 を下回る企業。  
(出所) Bloomberg

### （銀行の不良債権との関係）

過剰債務企業の債務は、元利金の返済遅延などが生じれば、金融機関の不良債権に分類される。しかし、中国では、商業銀行の不良債権比率は 1.7%（2016 年 12 月末時点）と低い。不良債権にカウントされない要注意債権を加えても 5.6%にとどまっている（図表 10）。

【図表 10】商業銀行の不良債権比率



(注) 直近は 16/12 月末。  
(出所) CEIC

前述の過剰債務比率と商業銀行の不良・要注意債権比率を直接的に比較することは難しい。この理由としては、例えば、カバレッジの違いなどが考えられる。商業銀行の不良債権比率は商業銀行の貸出を対象とする。一方、過剰債務比率の試算

では、商業銀行からの借入に加え、「シャドー金融商品」を通じた借入も含め企業債務の全てを対象とする。こうしたカバレッジの違いにより、過剰債務比率は商業銀行の不良債権比率と乖離しうる<sup>11</sup>。

先にも述べたとおり、企業部門は、「シャドー金融商品」を通じた借入を大きく増加させている。「シャドー金融商品」は、当局の規制が十分に効かない分、与信の質が劣るほか、当局がリスクの所在を把握しにくいという問題がある。したがって、銀行部門以外の投資家にも企業債務の信用リスクが蓄積されている可能性がある。

### 過剰債務と生産性との関係

#### （過剰債務が経済へ及ぼす影響）

企業部門の債務が過剰になると、種々の経路を通じて経済成長が阻害される<sup>12</sup>。例えば、過剰債務を抱えた企業は、一般に収益性、生産性が見劣りする。そうした企業が増加していけば、労働力や資本など生産要素の適切な配分が阻害され、中長期的には経済成長率の下振れにつながりかねない。また、企業の過剰債務が銀行の不良債権となった場合、不良債権処理の影響で銀行の融資姿勢が慎重になるおそれもある。

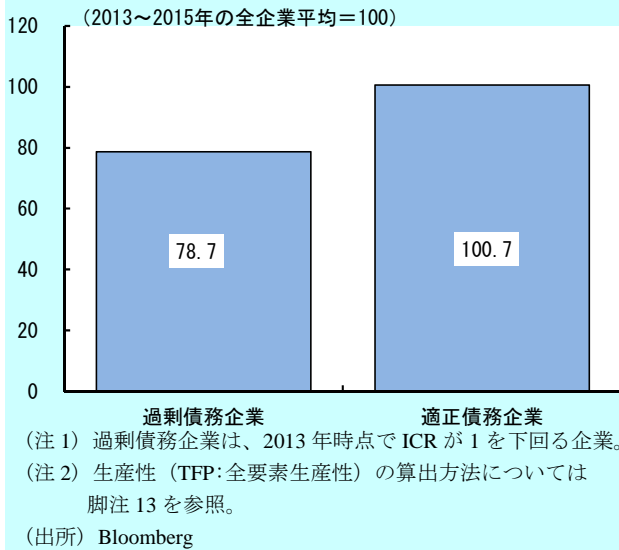
#### （過剰債務企業の生産性）

中国の上場企業では、ICR が 1 を下回る過剰債務企業の生産性（TFP：全要素生産性）は、ICR が 1 を上回る「適正債務企業」と比べて 2 割程度低い<sup>13,14</sup>（図表 11）。このため、経済全体に占める過剰債務企業の割合が高まると、経済全体の生産性は低下することになる。中国の上場企業全体で計測すると、全企業の生産性は 2013～2015 年に年率+1.2%上昇したが、過剰債務企業のシェア上昇により伸び率が▲0.2%ポイント押し下げられている<sup>15</sup>（図表 12）。

経済全体の生産性への影響は、過剰債務企業の割合の上昇を通じたものだけではない。過剰債務企業が存続すると、健全な企業の生産性が低下するおそれがある。これは、経済全体の生産要素の配分が非効率になり、健全な企業が労働力や資本を十分に活用できなくなることなどによる。また、過剰債務企業が市場から退出しないと、その企業が生産する財の市場は供給過剰となり、同業の健

全な企業の収益性、ひいては生産性を毀損するおそれもある。

【図表 11】 過剰債務企業と適正債務企業の生産性の比較



【図表 12】 過剰債務企業への資源配分が生産性に与える影響 (2013~2015年)

	生産性成長率への寄与度 (%)
個別企業の生産性成長要因	1.4
企業間の資源配分の非効率性要因	-0.2
生産性成長率	1.2

(注1) 企業間の資源配分の非効率性要因は、過剰債務企業と適正債務企業の生産要素ウェイトの変化による要因を表す。  
(注2) 過剰債務企業は、2013年時点でICRが1を下回る企業。  
(出所) Bloomberg

こうした観点から、上場企業を対象に過剰債務企業の存在が「適正債務企業」の生産性に及ぼす影響を試算すると、過剰債務企業の割合が高い業種ほど、「適正債務企業」の生産性が低下するとの結果となる<sup>16</sup> (図表 13)。試算に基づくと、過剰債務企業の割合が1%増加すると、同業種内の「適正債務企業」の生産性が▲0.3%ポイント程度下押しされる。

これらの分析から明らかなおとおり、過剰債務企業の存在が、中国経済の生産性を下押ししている可能性が高い。この点を踏まえると、中長期的に安定した経済成長を維持するためにも、過剰債務問題への対処が求められている。

【図表 13】 過剰債務企業による他の企業の生産性への影響 (推計)

被説明変数: TFP	
定数項	-0.199 ***
過剰債務企業ダミー	-0.084 ***
(1-過剰債務企業ダミー) × 同業種の過剰債務企業の割合	-0.299 ***
自由度修正済R2	0.66

(注1) データが利用可能な上場企業について、パネル分析 (固定効果モデル) を実施。対象期間は2010~2015年。  
(注2) 被説明変数は、各企業のTFPを各年の各業種平均値で除して対数化。  
(注3) \*\*\*は1%有意を表す。  
(出所) Bloomberg

## 過剰債務問題の解消に向けた取り組み

中国政府は、企業の過剰債務問題を経済の重要課題として位置づけ、主に国有企業を対象に、その解消に向けた取り組みを進めている。2015年12月の中央経済工作会議では、「過剰生産能力の解消」や「レバレッジの引き下げ」が主要な政策課題として位置づけられた。さらに2016年10月には過剰債務の解消に関する通達が国务院から発表され、政策はより具体化している<sup>17</sup>。

### ① 企業合併の推進

中国政府は、国有企業を中心に合併を推進している。政府による合併案件の審査プロセスを簡素にしたほか、中国人民銀行はM&Aに対する貸出をサポートする方針を示すなど、制度面や金融面の優遇措置を設けている。その成果もあり、最近、素材業種の国有企業をはじめ大型企業の合併が相次いでいる。

企業の合併は、企業規模の拡大によるスケールメリットや競争緩和などを通じて、収益性の改善、ひいては企業の債務返済能力の向上につながる。ただし、合併したとしても、生産性の改善に取り組まなければ、経済全体の効率性向上に資さない点には注意が必要である。

### ② 業績不振企業の整理

中国政府は、業況が悪化した国有企業の整理に

も着手している。国有資産監督管理委員会は、2016年5月、業績不振に陥っている国有企業を対象に、再編・統合を通じて整理する方針を示し、2017年にかけて赤字企業数を30%減らすという具体的な数値目標を掲げた。

事実、2016年入り後、造船や鉄鋼など大手国有企業の破産手続きが開始された。今後、どの程度市場原理に即して業績不振企業を整理していくか、また、企業整理と安定成長をどのように両立していくかがポイントである。

### ③ 債務株式転換 (DES)

企業が抱える債務を株式に転換する DES の法整備も進められている。2016年10月、国務院は通達(「市場原理に基づく銀行債権の株式化に関する指導意見」)を発出し、DESの活用を推進する姿勢を明らかにした。

ここでは、どのように DES の対象となる将来性のある優良企業を選別するのか、また、債務の実質的価値を株式への転換価格にどの程度反映させるのかといった点が注目される。

## おわりに

中国では、2000年代後半以降、企業債務が急速に増加している。その背景には、経済対策に連動するかたちで国有企業が債務と投資を増やしたことや、暗黙の政府保証を見込み、金融機関が国有企業への貸出を積極的に行ったことなどがある。企業債務の増加につれて利払い負担が収益を上回る過剰債務企業が不動産業や素材業種を中心に増加している。こうした企業の信用リスクは、銀行部門だけではなく、「シャドー金融商品」を通じて個人や機関投資家など銀行部門以外にも蓄積されている可能性がある。また、過剰債務企業の存在は、中国経済全体の生産性上昇を下押ししていると考えられる。

現在、中国政府は安定成長と金融市場や金融システムの安定性を維持しつつ、過剰債務の解消を図るという難しい課題に直面している。安定成長の確保に向けた経済対策の中心は依然として公共投資であり、国有企業が中心的な担い手である基本的な構図に大きな変化はない。このため、政府は経済対策を進めると国有企業の債務を押し

上げバランスシート調整を遅延させるというジレンマを抱えている。これを踏まえると、いかに政府が公共投資に頼らない自律的な成長を促すよう民間需要を喚起することができるかが今後のひとつのポイントとなる。

<sup>1</sup> たとえば、2016年のIMF4条協議では、中国企業の債務問題が主要なリスクとして強調されている。

International Monetary Fund (2016) "The People's Republic of China Article IV Consultation," *IMF Country Report No.16/270*.

<sup>2</sup> 「4兆元対策」とは、中国政府がリーマン・ショックを受けて2008年11月に発表した事業総額4兆元にのぼる経済対策を指す。

<sup>3</sup> IMFは下記文献の中で、信託会社や証券会社などが組成する金融商品を「シャドー金融商品(Shadow Credit Products)」と総称し、その規模が拡大していることを指摘している。

International Monetary Fund (2016) "The People's Republic of China Selected Issues," *IMF Country Report No.16/271*.

<sup>4</sup> 委託貸出とは、企業が、銀行を通じて他の企業へ貸し出す与信形態を指す。信託貸出は、信託会社により組成された金融商品を銀行が投資家に販売して資金を集め、これを原資に企業などへ与信する与信形態を指す。

<sup>5</sup> マクロ統計の整備が不十分な非製造業については、国有企業と民間企業のバランスシートの実態が必ずしも明らかではないが、上場企業の決算情報などを踏まえると、不動産業を中心に、国有企業と民間企業の双方でレバレッジ比率が拡大しているとみられる。

<sup>6</sup> 過剰債務に関する代表的な考え方として「最適資本構成」理論が挙げられる。これは、法人税と企業のデフォルトリスクに着目し、企業価値が最大となるような最適な債務比率が存在することを示した理論であるが、計測が容易でない点に難がある。このほか、下記文献では、過剰債務企業(ゾンビ企業)を「債務減免等、金融上の優遇措置を受けている企業」とし、債務の利払い金利がプライムレートを下回っている企業と定義している。

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap (2008) "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, Vol.98 (5), pp.1943-1977.

<sup>7</sup> EBITDAとは、Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortizationの略で、利払前・税引前・償却前利益のことを指す。EBITDAは単年の振れが大きいため、ICRを算出するには当年と前年の平均値を用いた。

<sup>8</sup> 上海証券取引所と深圳証券取引所に上場する企業のうちBloombergで財務データを入手できる先を対象とした(金融機関を除く)。企業数は2,811社(2015年時点)。

<sup>9</sup> IMFも同様の方法で中国の「潜在的リスク債権比率」を試算しており、2015年時点で14%となっている。下記文献を参照。

International Monetary Fund (2016) *Global Financial Stability Report*, April 2016.

<sup>10</sup> 中国人民大学の国家発展・戦略研究院は、脚注6の文献と同様の手法で中国の上場企業や一定規模以上の鉱工業企業の中からゾンビ企業を識別。ゾンビ企業の淘汰が進まない理由として、①地方政府が雇用確保などを目的に補助金を支給するといった支援を実施していること、②銀行がいわゆる"too big to fail"(大きすぎて潰せない)問題を背景に国有企業を優遇していることなどを指摘している。下記文献を参照。

中国人民大学国家発展・戦略研究院(2016)「中国ゾンビ企業研究報告—現状、原因と対策」(年度研究報告総第9期)

<sup>11</sup> 過剰債務比率と不良債権比率の違いとして、過剰債務比率は上場企業のみを対象としているのに対し、不良債権比率は非上場企業や家計の債務も対象としている点も挙げられる。

<sup>12</sup> 脚注1で挙げた2016年のIMF4条協議では、過剰債務の整理が進捗しない場合、中国のGDP成長率は2021年時点で標準シナリオ対比▲1%ポイント以上押し下げられると主張している。

<sup>13</sup> 企業の全要素生産性（TFP）は、コブ・ダグラス型の生産関数を前提に、 $TFP = Y/(L^\alpha K^{1-\alpha})$  とした。ここで、 $Y$  は付加価値、 $L$  は従業員数、 $K$  は固定資産残高、 $\alpha$  は労働分配率を示す。付加価値は営業利益、人件費、減価償却費の和として、労働分配率は人件費を付加価値で割ったものとして算出した。なお、データの制約から、固定資産の稼働率は調整していない。

<sup>14</sup> この試算結果のメカニズムとしては、生産性の低さが原因となって、企業が過剰債務を抱えた可能性と、過剰債務が重石となって経営の効率性、ひいては生産性が低下した可能性の双方が考えられる。

<sup>15</sup> 上場企業全体の TFP の変化は、過剰債務企業群全体の TFP の変化要因、適正債務企業群全体の TFP の変化要因、各企業群の上場企業全体に占めるシェアの変化要因、クロス項に分解できる。具体的には以下のとおり。

$\Delta TFP$  上場企業全体

$$= \sum_{i=\text{過剰債務企業群, 適正債務企業群}} (w_i \Delta TFP_i + \Delta w_i TFP_i + \Delta w_i \Delta TFP_i)$$

$w_i$  は企業群  $i$  の付加価値シェアを表す。ここでは、上式右辺の第 1 項を「個別企業の生産性成長要因」、第 2 項と第 3 項を「企業間の資源配分の非効率性要因」に分類している。

<sup>16</sup> 図表 13 は、被説明変数を TFP（各年の各業種平均値からの乖離率）、説明変数を定数項、過剰債務企業ダミー（過剰債務企業であれば 1、そうでなければ 0）、 $(1 - \text{過剰債務企業ダミー}) \times \text{同業種の過剰債務企業の割合}$  として、企業パネルデータを用いた推計結果。パネルデータは、企業数を TFP の産出に必要な財務データを利用できる 2,693 社、標本期間を 2010～2015 年（年度データ）としている。推計には固定効果を入れている。 $(1 - \text{過剰債務企業ダミー}) \times \text{同業種の過剰債務企業の割合}$  の係数は、業種内で過剰債務企業が多いほど健全な企業の生産性が低いと解釈される。

<sup>17</sup> 中国国务院（2016）「企業債務比率を積極的かつ穏当に引き下げることに関する国务院の意見」を参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局国際調査課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。