



## 中国上場企業の純利益に停滞の兆し —赤字企業が増え、先行きも楽観できず—

2024/10

三井物産戦略研究所  
国際情報部米州室  
鈴木雄介

### Summary

- 中国の非金融部門の上場企業の純利益合計額は2023年に前年比2%増の3.2兆元（約63.5兆円）になった。2019年比では23%増加しており、コロナ禍や不動産市場の低迷にもかかわらず落ち込んでいない。
- 一方で、赤字の企業数の割合は2019年の12%に比べ2023年は24%に上昇した。黒字だが純利益額が減少した企業も多く、赤字企業と合わせると過半を占めた。上場企業全体の純利益合計額を一部の企業の大幅な増加が押し上げたが、多くの企業の純利益額は伸び悩んでいると見られる。
- 家計消費が回復すれば、コロナ禍による落ち込みから持ち直した関連企業の利益が一段と増加しよう。ただし、脱炭素関連製品をめぐる競争の激化や米中対立の影響を考えると、先行きは楽観できない。

### 1. 中国上場企業の純利益合計額は減っていない

#### 1-1. エネルギーが純利益合計額の増加をけん引

中国の上場企業約6,300社（2023年）の純利益額<sup>1</sup>を金融情報端末であるBloombergを使い集計すると<sup>2</sup>、2023年は前年比横ばいの5.8兆元になった（図表1）。このうち銀行等の金融部門<sup>3</sup>が2.5兆元を占め、金融部門を除く（以下同様）と前年比2%増の3.2兆元になり、2019年に比べ4年間で23%増加<sup>4</sup>した。

<sup>1</sup> 税引き後純利益額（少数株主持分を除く）。中国の財務諸表における浄利潤から少数株主持分を除いたもの。

<sup>2</sup> Bloombergにより本社が中国にあり財務諸表が中国元に基づくとされる企業を中国の上場企業と見なした。従い、香港や米国で株式を公開する該当企業も含まれる。なお、国家統計局によると、2023年の工業企業（製造業、鉱業、電気・ガス・水道業）の利潤総額（税引き前純利益額）は前年比2%減の7.7兆元になり、2019年と比べると34%増加した。この他、建設業、卸売業、小売業、飲食業、不動産業の利潤総額を国家統計局は公表しているが、サービス部門の複数の業種が欠け、また、工業企業と建設業を除く2023年の利潤総額はまだ公表していない。

<sup>3</sup> 業種分類は世界産業分類基準（GICS）の産業グループによる。金融部門は、銀行、金融サービス、保険、エクイティ不動産投資信託（REIT）の4業種とした。なお、業種名の記述は一部簡略にしている。

<sup>4</sup> 企業の利益額や投資額等の複数年にわたる分析では、対象になる企業数が変化するため、比較可能な企業のデータの前年比変化率を使い、基準年を設けて複数年にわたる金額を推計することが多い。本稿の上場企業全体あるいは業種別純利益合計額（図表1等）はこのような推計に基づく。なお、2023年の対象企業数は6,309社、単純な合計では2019年は6,030社が対象に含まれ、また、2019年から2023年まで共通して純利益額が入手できる企業は5,803社あった。

図表1： 中国の上場企業の純利益

| (億元)                  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2019年比<br>増減額(変化率) |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|--------|
| 合計                    | 48,733 | 48,767 | 53,630 | 57,510 | 57,581 | 8,848              | (18%)  |
| 同(金融部門を除く)            | 26,250 | 27,229 | 28,582 | 31,766 | 32,261 | 6,011              | (23%)  |
| ① 不動産管理・開発            | 2,732  | 2,583  | -2,149 | -1,640 | -2,214 | -4,947             | 赤転     |
| ② 素材                  | 2,829  | 4,061  | 7,091  | 5,756  | 3,726  | 896                | (32%)  |
| ③ 資本財                 | 4,445  | 4,978  | 5,519  | 6,053  | 6,102  | 1,657              | (37%)  |
| ④ 商業・専門サービス           | 192    | 202    | 102    | 125    | 236    | 44                 | (23%)  |
| ⑤ 運輸                  | 1,283  | -284   | 1,029  | 560    | 1,561  | 278                | (22%)  |
| ⑥ 自動車・同部品             | 504    | 649    | 247    | 541    | 915    | 411                | (81%)  |
| ⑦ 耐久消費財・アパレル          | 1,197  | 1,244  | 1,410  | 1,385  | 1,592  | 395                | (33%)  |
| ⑧ 消費者サービス             | 284    | -146   | -484   | -77    | 516    | 232                | (82%)  |
| ⑨ 一般消費財・サービス流通        | 2,243  | 2,229  | 651    | 296    | 1,504  | -739               | (-33%) |
| ⑩ 生活必需品流通             | -555   | -210   | -191   | -36    | 33     | 589                | 黒転     |
| ⑪ 食品・飲料・タバコ           | 2,062  | 2,498  | 1,535  | 2,178  | 2,282  | 220                | (11%)  |
| ⑫ 家庭・パーソナル用品          | 133    | 86     | 140    | 105    | 143    | 10                 | (8%)   |
| ⑬ ヘルスケア機器・サービス        | 457    | 767    | 792    | 982    | 725    | 268                | (59%)  |
| ⑭ 医薬品・バイオテクノロジー       | 525    | 453    | 1,063  | 1,083  | 1,033  | 508                | (97%)  |
| ⑮ ソフトウェア・サービス         | -82    | 9      | -163   | -104   | -148   | -67                | 赤字拡大   |
| ⑯ テクノロジー機器            | 1,410  | 1,697  | 2,327  | 1,623  | 1,440  | 29                 | (2%)   |
| ⑰ 半導体・同製造装置           | 269    | 461    | 969    | 1,461  | 1,112  | 843                | (313%) |
| ⑱ 電気通信サービス            | 1,316  | 1,414  | 1,546  | 1,691  | 1,795  | 479                | (36%)  |
| ⑲ メディア・娯楽             | 1,034  | 1,028  | 1,978  | 1,964  | 2,190  | 1,156              | (112%) |
| ⑳ エネルギー               | 2,731  | 1,724  | 4,118  | 6,412  | 5,667  | 2,936              | (108%) |
| ㉑ 公益事業                | 1,124  | 1,654  | 885    | 1,224  | 1,912  | 788                | (70%)  |
| ㉒ その他                 | 116    | 131    | 168    | 182    | 140    | 23                 | (20%)  |
| A 銀行                  | 17,600 | 17,614 | 19,740 | 21,216 | 21,467 | 3,867              | (22%)  |
| B 金融サービス              | 1,786  | 1,068  | 2,808  | 1,577  | 1,811  | 25                 | (1%)   |
| C 保険                  | 3,088  | 2,852  | 2,500  | 2,951  | 2,036  | -1,051             | (-34%) |
| D エクイティ不動産投資信託 (REIT) | 9      | 6      | 0      | 1      | 4      | -4                 | (-50%) |

注： 金融部門は、銀行、金融サービス、保険、エクイティ不動産投資信託（REIT）の合計。2019年から2022年までは2023年の純利益合計額を基準にした前年比変化率に基づく推計額

出所： Bloombergのデータから三井物産戦略研究所作成

業種別に見ると、金融部門を除く22業種のうち、2023年は①不動産管理・開発と⑮ソフトウェア・サービスを除く20業種で純利益合計額が黒字になり、さらに⑨一般消費財・サービス流通を除く19業種で2019年に比べ増加した。

①不動産管理・開発の純利益合計額は2021年から赤字が続き、2023年は2,214億元の赤字だった。2019年の2,732億元の黒字に比べ4,947億元の減少になり、上場企業全体の4年間の純利益合計額の増加率23%に対する寄与度はマイナス19%ポイントだった。

一方で、最も純利益合計額が増加した業種は②エネルギーで、4年間で2,936億元増加した。中国石油天然気（PetroChina）と中国海洋石油が2019年比の純利益増加額第1位と第2位になり（図表2）、また、2023年の純利益額上位企業10社のうち②エネルギーに属する企業が4社を占めた（図表3）。

（図表2）純利益増加額上位10社と下位10社（2023年と2019年の比較、億元）

| 上位10社                            | 業種        | 純利益増加額 | 下位10社                      | 業種           | 純利益減少額 |
|----------------------------------|-----------|--------|----------------------------|--------------|--------|
| 中国石油天然気(PetroChina)              | エネルギー     | 1,155  | 碧桂園(Country Garden)        | 不動産管理・開発     | -867   |
| 中国海洋石油                           | エネルギー     | 628    | 阿里巴巴(Alibaba)              | 一般消費財・サービス流通 | -718   |
| 青海塩湖工業(Qinghai Salt Lake Potash) | 素材        | 538    | 融創中国                       | 不動産管理・開発     | -343   |
| 寧徳時代新能源科技(CATL)                  | 資本財       | 396    | 広州富力地産                     | 不動産管理・開発     | -298   |
| 貴州茅台酒                            | 食品・飲料・タバコ | 335    | 合景泰富                       | 不動産管理・開発     | -285   |
| 比亞迪汽車工業(BYD)                     | 自動車・同部品   | 284    | 万科                         | 不動産管理・開発     | -267   |
| 快手科技                             | メディア・娯楽   | 260    | 佳兆業                        | 不動産管理・開発     | -245   |
| 中国移动通信                           | 電気通信サービス  | 254    | 綠地                         | 不動産管理・開発     | -243   |
| 中国神華能源                           | エネルギー     | 229    | 遠洋                         | 不動産管理・開発     | -238   |
| 騰訊(Tencent)                      | メディア・娯楽   | 219    | 安徽海螺水泥(Anhui Conch Cement) | 素材           | -232   |

出所： Bloombergのデータから三井物産戦略研究所作成

（図表3）純利益額上位10社と下位10社（2023年、億元）

| 上位10社               | 業種           | 純利益額  | 下位10社                      | 業種       | 純利益額 |
|---------------------|--------------|-------|----------------------------|----------|------|
| 中国石油天然気(PetroChina) | エネルギー        | 1,611 | 碧桂園(Country Garden)        | 不動産管理・開発 | -472 |
| 中国移动通信              | 電気通信サービス     | 1,318 | 遠洋                         | 不動産管理・開発 | -211 |
| 中国海洋石油              | エネルギー        | 1,238 | 上海蔚来汽車(NIO)                | 自動車・同部品  | -208 |
| 騰訊 (Tencent)        | メディア・娯楽      | 1,152 | 広州富力地産                     | 不動産管理・開発 | -202 |
| 阿里巴巴(Alibaba)       | 一般消費財・サービス流通 | 1,003 | 佳兆業                        | 不動産管理・開発 | -199 |
| 貴州茅台酒               | 食品・飲料・タバコ    | 747   | 合景泰富                       | 不動産管理・開発 | -187 |
| 中国神華能源              | エネルギー        | 646   | 雅居樂                        | 不動産管理・開発 | -128 |
| 中国石油化工              | エネルギー        | 583   | 合力泰科技(Holitech Technology) | テクノロジー機器 | -120 |
| 中信(CITIC Limited)   | 資本財          | 576   | 中国恒大新能源汽车                  | 自動車・同部品  | -119 |
| 中国建築                | 資本財          | 543   | 禹洲                         | 不動産管理・開発 | -105 |

出所： Bloombergのデータから三井物産戦略研究所作成

## 1-2. 「新三様」のインパクト

リチウムイオン電池、太陽電池、電気自動車（EV）の3品目は「新三様」と呼ばれ、中国の輸出の新たな牽引役とされる。これらの製品にかかわる企業を見ると、まず、寧徳時代新能源科技（CATL）の純利益増加額が396億元と③資本財で第1位、上場企業全体では第4位になった。③資本財に分類される企業は1,141社（2023年）と22業種で最も多く、純利益額の上位に中信（CITIC Limited）や中国建築等の国有企業が並ぶが、純利益増加額の上位には太陽光発電で使うインバーターを製造する阳光电源（Sungrow Power Supply）や太陽電池向け多結晶シリコン生産の新特能源（Xinte Energy）等の企業が加わった。③資本財の純利益合



計額が4年間で1,657億元増え、④エネルギーに次ぎ増加額第2位になる一因になった。

⑰半導体・同製造装置は2019年と比べた純利益合計額の増加率が313%と22業種中第1位になった。通威（Tongwei）、晶科能源（Jinko Solar）、JA Solar Technology（晶澳太陽能科技）等の太陽光発電に関連する企業の純利益額が伸びた。

また、②素材では、青海塩湖工業（Qinghai Salt Lake Potash）の純利益額が4年間で538億元増え、上場企業全体で増加額第3位になった。ロシアのウクライナ侵攻後のカリウム肥料の価格上昇に加えて、塩湖からリチウムを抽出する事業の伸長が寄与した。さらに、⑥自動車・同部品では、比亞迪汽車工業（BYD）の純利益額が4年間で284億元増え、上場企業全体で増加額第6位になり、また、新興EV御三家の1社とされる理想汽車（Li Auto）<sup>5</sup>の純利益額が141億元増え⑥自動車・同部品でBYDに次ぐ増加額第2位になった。

### 1-3. 「中国版GAFA」の純利益額は伸び悩む

⑲メディア・娯楽の純利益合計額は4年間で1,156億元増え、増加額が22業種で第3位、増加率も112%と第2位になった。騰訊（Tencent）の純利益増加額が上場企業全体で第10位、百度（Baidu）は第11位だった。

TencentとBaiduに加えて、⑨一般消費財・サービス流通に属する阿里巴巴（Alibaba）、そして非上場企業の華為技術（Huawei Technologies）からなる4社は、「中国版GAFA」、あるいは、その頭文字から「BATH」と呼ばれる。このうち2019年のAlibabaの純利益額は第2位の中国移動通信の1,063億元を大きく上回る1,721億元だった。しかし、2023年の純利益額は1,003億元と2019年の6割にとどまり、また、Tencentの純利益額も1,152億元と2021年の2,248億元に届いていない。Baiduの純利益額は203億元になり、広告収入が伸び悩んだ2019年の21億元に比べ大きく増えたが、2018年の276億元と比べると見劣りがする<sup>6</sup>。TencentやAlibabaの存在感は引き続き大きいですが、純利益額が同期間にほぼ2倍に拡大した米国のGAFAと比べると、伸び悩んでいるように見える。

### 1-4. コロナ禍からの回復

2023年の純利益合計額が前年に比べ最も増加した業種は⑨一般消費財・サービス流通だった。Alibabaの純利益額が330億元から1,003億元に持ち直しただけでなく、Alibabaを除いても35億元の赤字から501億元の黒字に転化した。

次いで、⑤運輸の純利益合計額が前年比1,001億元増えた。中国国際航空、中国東方航空、中国南方航空の赤字額が大きく減り、配車サービスの滴滴出行（DiDi）は黒字に転化した。

また、⑧消費者サービスと⑩生活必需品流通が、2022年の赤字から2023年は黒字に転化した。これらの業種は、コロナ禍で大きな打撃を被ったが、2022年12月のゼロ・コロナ政策の転換以降は経営環境が改善したためと考えられる。

<sup>5</sup> なお、Li Autoは、発電専用のエンジンを積む、プラグ・イン・ハイブリッド車に近いモデルを中心に展開している。

<sup>6</sup> なお、非上場企業であるHuaweiの純利益額は2019年の627億元に比べ2023年は869億元に増加した。

## 2. 赤字企業の割合は上昇

### 2-1. 過半の企業の純利益額は伸び悩む

純利益合計額は減っていないにもかかわらず、上場企業に占める赤字企業の割合は2019年の12%に比べ2023年は24%に上昇した（図表4）。純利益合計額が赤字だった①不動産管理・開発と⑮ソフトウェア・サービスで4割を超えただけでなく、金融部門を除く22業種のうち、⑫家庭・パーソナル用品を除く21業種で上昇した。

図表4： 上場企業に占める赤字企業の割合

|                      | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| 合計                   | 12%  | 14%  | 17%  | 23%  | 24%  |
| 同(金融部門を除く)           | 12%  | 14%  | 17%  | 23%  | 24%  |
| ① 不動産管理・開発           | 8%   | 10%  | 21%  | 36%  | 42%  |
| ② 素材                 | 8%   | 8%   | 8%   | 15%  | 21%  |
| ③ 資本財                | 10%  | 11%  | 14%  | 18%  | 20%  |
| ④ 商業・専門サービス          | 5%   | 11%  | 15%  | 24%  | 27%  |
| ⑤ 運輸                 | 10%  | 22%  | 18%  | 25%  | 18%  |
| ⑥ 自動車・同部品            | 15%  | 14%  | 14%  | 19%  | 16%  |
| ⑦ 耐久消費財・アパレル         | 10%  | 17%  | 18%  | 26%  | 22%  |
| ⑧ 消費者サービス            | 17%  | 39%  | 47%  | 49%  | 30%  |
| ⑨ 一般消費財・サービス流通       | 23%  | 28%  | 26%  | 43%  | 32%  |
| ⑩ 生活必需品流通            | 26%  | 32%  | 44%  | 35%  | 37%  |
| ⑪ 食品・飲料・タバコ          | 11%  | 13%  | 24%  | 22%  | 29%  |
| ⑫ 家庭・パーソナル用品         | 16%  | 15%  | 13%  | 23%  | 11%  |
| ⑬ ヘルスケア機器・サービス       | 16%  | 18%  | 19%  | 24%  | 22%  |
| ⑭ 医薬品・バイオテクノロジー      | 21%  | 22%  | 24%  | 30%  | 32%  |
| ⑮ ソフトウェア・サービス        | 16%  | 20%  | 25%  | 38%  | 40%  |
| ⑯ テクノロジー機器           | 8%   | 12%  | 14%  | 20%  | 27%  |
| ⑰ 半導体・同製造装置          | 21%  | 14%  | 11%  | 16%  | 25%  |
| ⑱ 電気通信サービス           | 27%  | 7%   | 27%  | 7%   | 33%  |
| ⑲ メディア・娯楽            | 22%  | 33%  | 33%  | 41%  | 36%  |
| ⑳ エネルギー              | 13%  | 23%  | 16%  | 15%  | 20%  |
| ㉑ 公益事業               | 6%   | 7%   | 21%  | 18%  | 14%  |
| ㉒ その他                | 3%   | 6%   | 3%   | 8%   | 10%  |
| Ⓐ 銀行                 | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| Ⓑ 金融サービス             | 11%  | 18%  | 14%  | 24%  | 15%  |
| Ⓒ 保険                 | 15%  | 15%  | 15%  | 23%  | 8%   |
| Ⓓ エクイティ不動産投資信託（REIT） | 14%  | 14%  | 0%   | 29%  | 14%  |

出所： Bloombergのデータから三井物産戦略研究所作成

純利益合計額に占める上位30社の黒字額の割合は2019年の37%に比べ2023年は45%に拡大した。下位30社の赤字額の割合もマイナス7%に比べマイナス11%に増加したが、相対的に増加幅は小さかった。2019年と2023年の共通企業5,753社を黒字企業と赤字企業に分けると、黒字かつ増益の企業が2,439社、赤字から黒字に転化した企業は270社あり、合計で2,709社と5割に満たない。一方で、黒字だが減益の企業は1,630社あり、2023年に赤字だった企業が1,414社と、合計で3,044社に達した<sup>7</sup>。一部の企業の大幅な黒字額の増加が上場企業全体の純利益合計額を押し上げたが、過半の企業の純利益額は伸び悩み、赤字に転落した企業も多かった。

## 2-2. 過剰債務企業が増加

赤字企業が増えたことで、利払い能力が低下し相対的に債務負担が過剰になった企業が増えている恐れがある。そこで、国際通貨基金（IMF）や日本銀行の分析<sup>8</sup>に倣い、上場企業の純利益額に替えて、利払い前・税引き前・償却前利益額（EBITDA）を利払い額で割った、インタレスト・カバレッジ・レシオが1を下回る企業を過剰債務企業と定義すると<sup>9</sup>、上場企業に占める過剰債務企業の割合は2019年の12%に比べ2023年は21%に上昇した。

さらに、このような過剰債務企業の有利子負債の合計額が、上場企業の有利子負債総額に占める割合は、2019年の5%に比べ2022年に17%に上昇した後、2023年は13%になった。中国政府が2017年にデレバレッジ政策を本格化してから、非金融企業部門の債務残高の名目GDP比率は上昇が止まっているが、赤字企業が増えたことで個々の企業レベルでは過剰債務問題が悪化している恐れがある。

## 3. 先行きを考えるポイント

不動産市場の低迷が表面化して3年ほどたつが、まだその影響が①不動産管理・開発を超えて多くの業種に広がる兆しはない。Bloombergが推計した2023年の異常損失額<sup>10</sup>の合計は4,617億元、売上高の0.6%と小さく、2021年の6,826億元に比べ減少した。資産売却損、固定資産の減損、事業売却・買収損といったさまざまな項目を含むため、異常損失の原因の特定は難しいが、いずれにせよ多くの企業で異常損失が膨らみ利益を棄損するといった事態はまだ起きていない。

<sup>7</sup> この他に、2019年のみ純利益額が入手可能な企業が39社あり、うち、黒字企業が27社、赤字企業は12社だった。また、2023年のみ入手可能な企業は349社あり、うち、黒字企業が301社、赤字企業は48社だった。

<sup>8</sup> International Monetary Fund (2016), “Annex 1.1. China: Corporate Loans Potentially at Risk.” Global Financial Stability Report, April 2016. 日本銀行 (2017) 「中国企業の過剰債務とその生産性への影響」日銀レビュー、2017-J-6。

<sup>9</sup> 過剰債務企業の判定にあたり、本稿では、Bloombergが営業利益に償却費等を加えて算出したEBITDAおよびインタレスト・カバレッジ・レシオのデータをもちいた。2023年のデータがそろった非金融部門6,048社の純利益合計額は3.2兆元、営業利益合計額は4.9兆元、EBITDA合計額は8.7兆元だった。

<sup>10</sup> 日本の特別損失に近い概念だが、Bloomberg社が判断する、非継続事業からの損失等も含まれる。また、中国の損益計算書では、日本の経常利益にあたる、営業利潤までに一部特別損益にあたる項目が含まれており、日本の特別損失にあたる金額を算出することは難しい。



この先の上場企業の純利益合計額を考えるポイントは、まず、家計消費の動向だろう。コロナ禍からの回復が順調に進めば、⑨一般消費財・サービス流通を筆頭に、複数の家計消費関連業種の利益が増える可能性がある。しかし、不動産市場の低迷を背景に、家計消費の回復が鈍いまとなれば、利益の伸びを抑えることになるだろう。

また、新三様のような、脱炭素関連製品にかかわる企業の行方も楽観はできない。⑥自動車・同部品では、新興EV御三家の残る2社である、上海蔚来汽車（NI0）の2023年の純利益額が208億元の赤字、小鹏汽車（Xpeng）も104億元の赤字だった。⑩半導体・同製造装置は、2019年と比べた2023年の純利益合計額の増加率が非金融部門22業種で最も大きかったが、2022年と比べた前年比変化率は24%の減少だった。すでに多くの企業がEVや太陽電池といった脱炭素関連の事業に参入しており、需要が順調に伸びなければ利益が圧迫される恐れは無視できない。

さらに、米中対立が一段と激しくなれば、輸出の減少を通じてさまざまな業種の利益が減るだけでなく、投資規制やサービスの利用制限等によりBATHのようなインターネット関連企業の中国国外における成長がそがれる恐れもあろう。今のところ、上場企業の純利益額が大きく落ち込む恐れは小さいが、先行きはあまり楽観できないように思われる。

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できると思われる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社および三井物産グループの統一的な見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社および三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。