

中国でくすぶる地方政府債務問題 「隠れ債務」増加によるリスクの動向と今後の展望

アジア調査部中国室主任研究員

三浦 祐介

03-3591-1378

yusuke.miura@mizuho-ri.co.jp

- 中国が進めるデレバレッジの取り組みにおいて地方政府債務の問題が重要な一角を占めている。とくに近年問題になっているのが、制度上は認められていない「隠れ債務」の増加だ
- 政府は、2017年以降、対応策を相次いで公表してリスクの拡大防止を図ったが、地方政府の資金調達が制約された結果、2018年に入りインフラ投資が減速し、必要な資金供給を促す緊急対策も実施
- 今後も、「隠れ債務」処理の財政・金融への影響や、高まると見込まれる地方債の返済負担、景気下支え強化に伴う財政の健全性悪化の可能性など、地方政府債務リスクを巡る動向には注視が必要

1. デレバレッジの取り組みの重要な一角を占める地方政府債務

中国では、非金融部門の債務拡大が金融リスクを増大させており、デレバレッジが重要な経済政策課題となっている。そのなかでも重要な一角を占めているのが、地方政府債務の問題だ。例えば、2017年7月に開催された中央政治局会議で「蓄積された地方政府債務リスクを積極的かつ安定的に緩和する」との考えが示された後、2018年4月に開催された中央財經委員会でも「地方政府と企業（とくに国有企業）のレバレッジを可能な限り早く引き下げる必要がある」と述べられており、地方政府債務にまつわるリスクが近年くすぶり続けていることが示唆されている。

そこで本稿では、地方政府債務問題を巡るこれまでの経緯を簡潔に振り返ったうえで、近年の問題の所在や中国政府の対応を整理し、今後の展望について考察する。

2. 4兆元の景気刺激策を契機に深刻化した地方政府債務問題

中国で地方政府債務の問題に対する注目が初めて集まったのは、2010年だ。2008年末から4兆元の景気刺激策が実施された際、当時起債等により債務を抱えることが法的に認められていなかった地方政府が、インフラ投資に必要な資金を調達するにあたり、傘下に融資プラットフォームと呼ばれる法人を設立するなどして銀行借り入れ等を行った。その一部の返済期限到来が近くなったことで、返済不能のリスクに対する懸念が高まったのだ。

これに対して中国政府は、2011年に実施された審計署（会計検査院に相当）による実態究明のための調査を経て、2014年には予算法改正やそれに付随する制度整備を進め、地方債の起債の限定して債務性資金の調達を行うことが地方政府に認められるようになった。既存の債務については、それまで取り沙汰されてきた中央政府による救済の可能性は否定され、地方政府が返済責任を明確に負う一方、融資プラットフォームの債務については、以後原則として融資プラットフォーム自身が返済責任を負うこととなった。ただ、そ

の一部についてはプロジェクトの収益の有無など債務の性質に応じて、地方財政も返済責任を負うこととなり、元利払い負担の軽減や返済期間の最適化など返済負担の緩和のため、銀行借り入れ等の借り換えを目的とした地方債の発行も暫定的に認められた¹。

3. 「隠れ債務」増加により近年再びリスク要因に

(1) 2015年の新制度適用後「隠れ債務」が増大

こうして、2015年に入ってから新たなルールのもとで地方政府の債務が管理されることになったが、その後も景気下支えの観点から高水準のインフラ投資が続けられた結果、地方政府は地方債起債以外の手段も用いて必要な資金調達を進めた。例えば、上述の融資平台に対して政府保証を与えて銀行借り入れを行ったり、資金調達の新たな手段として中央政府が活用を促し始めていたPPP（Public-Private-Partnership；官民連携）や公共サービスの民間調達（とくにバラック再開発分野）、公的な産業投資ファンド等のスキーム²を用いたりして資金調達を行ったのだ。この結果、制度上は認められていない「隠れ債務」の形で、地方政府の債務が引き続き増加を続けた。

その規模は、現時点では明確にはなっておらず、審計署が再び実態究明の調査を行っている模様だ³。ただ、中国国内の研究機関などによる推計等では、2017年末時点で20兆元強～50兆元弱とされている（図表1）。結果に幅はあるものの、いずれの推計値も、制度上認められている正式な地方政府債務の残高である16.5兆元を超える規模となっており、金融リスク防止の観点から無視し得ない問題になっているといえよう。なお、融資平台は、所有形態の観点からは地方の国有企業として分類されるほか、

図表1 地方政府の隠れ債務に関する中国の研究機関等による推計

機関	推計残高および時点	備考
IMF/BIS	8.9兆元（2017年末）	中国審計署が実施した2011年実施の地方政府債務に関する調査で判明した債務（順次償却）を含む
IMF4条協議レポート（2017年）	19.1兆元（2016年末）	偶発債務、融資平台が発行した債務（城投債）の一部、政府ファンドに関する債務
社会科学院世界経済・政治研究所	23.57兆元（2017年末）	偶発債務、城投債、PPPの一部
社会科学院国家金融・発展実験室	約30兆元（2016年末）	融資平台の総負債残高
海通証券①	30.6兆元（2017年末）	融資平台の有利子負債残高（財政予算に計上されている一部の城投債を除く）
海通証券②	32.9兆元（2017年末）	融資平台向け銀行貸出残高、城投債、シャドーバンキング、ファイナンスリース、政府ファンドに関する債務
太平洋証券	38.4兆元（2017年末）	インフラ投資額から、中央政府プロジェクトによる投資額、予算に計上されたインフラ投資額、インフラ投資による収入、地方政府債残高を除いた額
清華大学財税研究所	47兆元（2017年6月末）	城投債を発行したところのある企業の債務残高

（資料）IMF、BIS、「中国政府債務規模究竟几何？」（『财经网』2018年7月29日）、「地方政府隐性債務規模有多大？」（『华尔街见闻』2018年7月31日）、「从省级到市级：全国地方政府隐性債務測算」（『华尔街见闻』2018年8月31日）より、みずほ総合研究所作成

PPPについても、民間資本の導入を謳ってはいるものの、実際には国有企業のプレゼンスが大きいことから⁴、地方政府の債務は、デレバレッジのもうひとつの重点である国有企業の債務と不可分の問題であるといえる。

(2) 中国政府は対策を強化

地方政府債務を巡るリスクが蓄積され続けるなか、中国政府は、地方債の起債以外の手段での資金調達を禁じる基本方針に基づき、上述の問題への対策を強化してきた。例えば、2017年4月に「地方政府の借入れによるファイナンス行為の更なる規範化に関する通知」を公表し、地方政府による融資プラットフォームに対する様々な形式での政府保証の提供や公共資産の投入、PPPや投資ファンドの名目での実質的な借入行為などを禁じる旨を改めて示したことを皮切りに、公共サービスの民間調達やPPPといったスキームごとの対策や、保険資金や企業債など資金調達チャンネルごとの対策も段階的に打ち出し、地方政府による隠れ債務の野放図な拡大の抑制を図った⁵（図表2）。また、これらの対策のほか、金融リスク防止の一環として2016年後半から徐々に進められたシャドバンキング規制強化等の取り組みも、融資プラットフォームへの資金の流れを抑制したとみられる。

このように違法な資金調達を取り締まる一方、地方政府の唯一の資金調達手段として認められた地方債に関しては、限られた財源を効果的・効率的に活用できるよう制度の補完を進めた。具体的には、様々なインフラ事業等による収益を組み合わせる償還原資とできる専項債券について、償還原資を土地備蓄や有料道路など個別の事業収益に特定したレベニュー債の形式で発行する取り組みを2017年に入ってから始めている。

図表2 中国政府による主な隠れ債務対策

時期	主な政策とその公表日
2017年	地方政府の借入れによるファイナンス行為の更なる規範化に関する通知（4/26）
	政府によるサービス調達名義による地方の法律法規に反したファイナンスの断固とした阻止に関する通知（5/28）
	政府・社会資本協力（PPP）総合情報プラットフォームプロジェクトデータベース管理の規範化に関する通知（11/10）
	中央企業のPPP業務リスクの管理・コントロール強化に関する通知（11/17）
2018年	保険資金の運用管理強化による地方政府債務リスクの防止・解消の支援に関する指導意見（1/8）
	企業債券による実体経済へのサービス能力の更なる強化による地方政府債務リスクの厳格な防止に関する通知（2/8）
	金融機関による地方政府および国有企業への投融資行為に係る問題の規範化に関する通知（3/28）
	市場による制約メカニズムの整備による外債リスクおよび地方リスクの厳格な防止に関する通知（5/11）
	地方政府隠れ債務リスクの防止に関する意見（8月上旬以前）※
	地方政府隠れ債務問責規則（8月末）※
	国有企業の資産負債制約の強化に関する指導意見（9/13）

（注）※の政策については、報道がなされているのみで公にはなっていない。

（資料）財政部等より、みずほ総合研究所作成

4. 「隠れ債務」対策により景気への下押し圧力が顕在化

(1) 融資平台の資金繰り悪化が投資の抑制を招いた恐れ

これらの相次ぎ実施された地方政府の隠れ債務問題への対策は、インフラ投資に対して徐々に悪影響を及ぼすようになった。とくに2018年に入ると、インフラ投資が急減速し、景気への下押し圧力が強まった(図表3)。

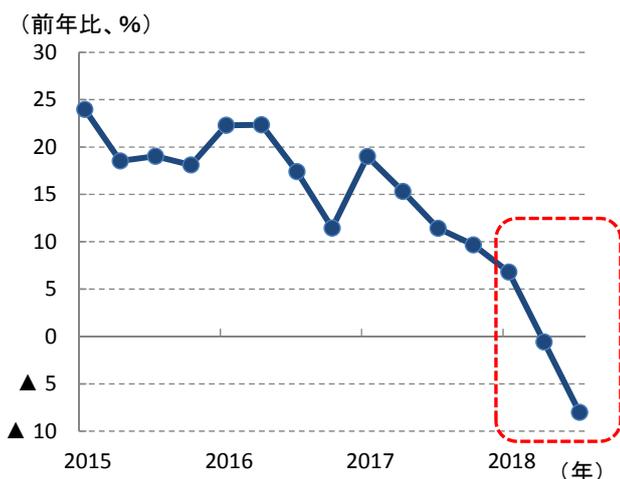
その具体的な経緯を、インフラ投資の主要な担い手である融資平台のキャッシュフロー(以下、CF)計算書から分析すると、以下の通りだ。融資平台は、インフラ事業による収益が不十分なため営業活動によるCFがマイナス続きとなっており、インタレストカバレッジレシオ(営業活動によるCF÷支払利息)も長らくマイナスの状態となっている(図表4)。このため、利払いや新たなインフラ投資などに必要な資金を、借入など外部からの調達に依存してきた。

こうしたなか、隠れ債務対策の強化により資金調達が従来に比べて難しくなったことで資金繰りが悪化し、インフラ投資が抑制された。例えば、借入や債券発行により調達したキャッシュの規模(前年比、以下同)が、2017年に鈍化した後、2018年に入ると固定資産等取得による支出の伸びが低下している⁶(次頁図表5)。なお、この動きと並行して、借入元本返済等に係る支出が高まり、現金及び現金同等物の伸びが鈍化していることから、資金繰り悪化に直面した融資平台が、投資を手控える一方で債務の返済を加速させ、デレバレッジを図った可能性がある(次頁図表6)。

(2) 2018年7月に入り、政府はインフラ投資への資金供給を促す方針を表明

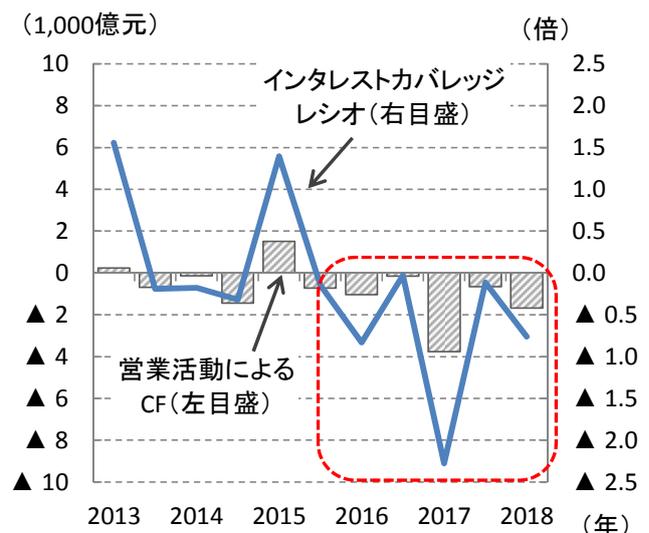
地方政府債務対策の悪影響の顕在化に加えて、年後半に入ると米国との貿易摩擦がエスカレートし、それによる輸出を中心とした下押し圧力への懸念が徐々に高まってきたことも背景に、中国政府は、2018年7月下旬に開催された国務院常務会議で、景気の安定維持のために必要なインフラ投資に係る資

図表3 インフラ投資の前年比(四半期毎)



(注) 固定資産投資価格指数により実質化。
(資料) 国家統計局、CEIC data より、みずほ総合研究所作成

図表4 融資平台の利払い能力



(注) 1. 2018年11月末時点で残存している城投債の発行主体となっている融資平台(2,083社)の集計値。
2. インタレストカバレッジレシオ=営業CF÷支払利息。
3. 2018年は、1~6月期の値。
(資料) Wind より、みずほ総合研究所作成

金供給を促す方針を示した。具体的には、2018年度予算で計画されているものの発行が遅れていた1.35兆円規模の専項債券の発行加速や、着工後に上述の規制強化の影響で停止していた融資平台によるインフラ事業への資金供給を進める考えが示されたのだ。同会議での決定を受けて財政部や銀行保険業監督管理委員会からも関連する通達が公表され、四半期毎の発行ペースに関する規定の緩和や金融機関の地方債引き受けに関する上限撤廃等の措置がとられた。その結果、同年8月以降に専項債券の発行が急速に進み、10月末までには大半の発行を終えている。こうした対策が功を奏し、同年9月以降、インフラ投資は復調の兆しをみせつつある⁷。

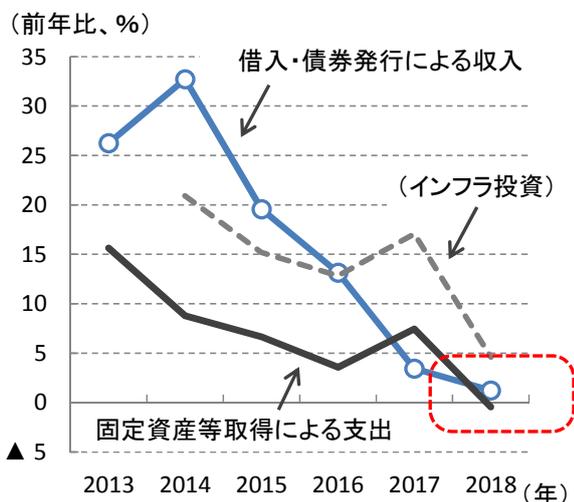
ただし、このように景気の安定維持の観点から緊急の対策がとられた一方で、同年8月には「地方政府隠れ債務リスクの防止に関する意見」が公表されたと報じられているほか、翌9月にも「国有企業の資産・負債の制約強化に関する指導意見」が公表され、融資平台を通じた地方政府の隠れ債務の増加抑制等の方針が改めて示されている。このため、引き続き地方政府債務に係る制度の運用徹底を図るという基本姿勢は変わっていないと考えられる。

5. 今後も地方政府債務リスクを巡る動向には注視が必要

(1) 「隠れ債務」の処理は財政または金融に悪影響を及ぼす恐れ

今後を展望すると、当面は、目下問題となっている隠れ債務をどのように処理するかが注目点となる。もし、以前と同様、融資平台などが抱える一部の債務の返済責任を地方政府が負うことになれば、財政への悪影響が懸念される。仮に、先に紹介した先行研究の推計値に基づき、これをすべて地方政府が負担することになった場合、中央および地方の債務残高の対GDP比は、2017年末時点で65~73%

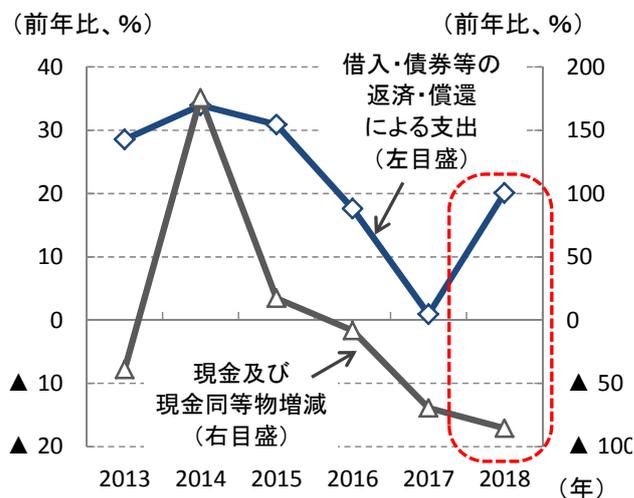
図表5 融資平台の資金調達投資動向



- (注) 1. 集計対象は図表4と同じ。
 2. 2018年は、1~6月期の値。
 3. インフラ投資は、名目伸び率。なお、固定資産投資統計の集計方法は現在見直しの途上にあり、従来の方法は企業の財務情報をベースとはしていないため、CF計算書の「固定資産等取得による支出」の伸びとの定義上の整合性はない。

(資料) 国家統計局、CEIC data、Windより、みずほ総合研究所作成

図表6 融資平台の資金返済・償還動向



- (注) 1. 集計対象は図表4と同じ。
 2. 2018年は、1~6月期の値。
 (資料) Windより、みずほ総合研究所作成

となる（図表7）。現状、同残高は政府の公表ベースでは36%と、中国政府が政府債務の多寡を判断する目安としている60%を下回っていることから、中国政府はこれを論拠に財政に余力がまだあることを強調しているが⁸、隠れ債務の扱いによっては、財政余力が大きく損なわれることになる。

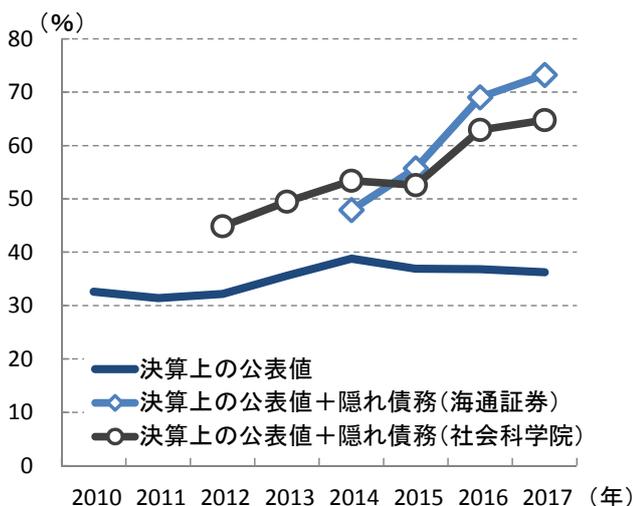
他方、中国政府が原則として掲げているように、政府が返済責任を負わず、市場メカニズムに則り処理されることになった場合には、金融システム改革の観点からは前進との評価ができる一方、金融市場の混乱という弊害も懸念される。融資平台などが資金を供給しているインフラ事業のキャッシュフローにより債務の返済が順調に行われれば、債務は徐々に消化されていくため問題とはならないが、上述の通り、融資平台のキャッシュフローは必ずしも十分とはいえない状況にある。今後、非効率なインフラ事業を抱える融資平台などで資金繰りがさらに悪化し、デフォルト発生や金融機関の不良債権増加が深刻化すれば、金融システムの不安定化を招く恐れもある⁹。

より根本的には、中国が現在取り組んでいる財政改革が進捗するかにも注視が必要だろう。地方政府が隠れ債務を発生させる背景には、行政事務の職責や支出責任に関する中央政府と地方政府の間での分担のあり方という財政構造に関わる問題が存在しているためだ。これまで地方政府は、財政収入が限られており、公共サービスの提供や地元経済の安定維持などに関して必要な財政支出に対して十分な財源がないために、本稿で紹介した隠れ債務の形式等での資金調達を迫られてきたのだ。この問題を解消するために、中国は現在、その分担のあり方を見直す改革を進めているが、その取り組みはまだ道半ばなのが現状である。

（2）地方債の返済負担は今後高まる見込み

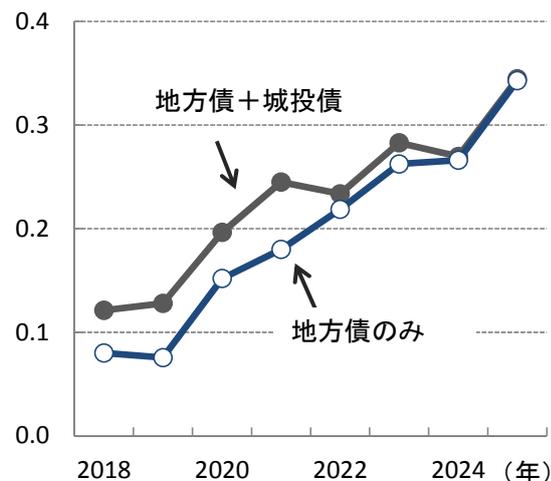
さらに数年先を展望すると、現行の制度の枠内で発行されている地方債が地方財政にもたらす負担も注目に値する。図表8は、今後の地方債の元利払いに係る負担の度合いについてのシミュレーションだ。金利を一定とするなどいくつかの単純な仮定に基づくシミュレーションであるため¹⁰、結果については幅をもってみる必要があるが、これによれば、地方政府債務に関する制度整備後の2015年以降

図表7 政府債務の対GDP比



(注) それぞれの隠れ債務の対象については、図表1参照。
 (資料) 「中国政府債務規模究竟几何？」(『财经网』2018年7月29日)、「地方政府隐性债务规模有多大？」(『华尔街见闻』2018年7月31日)より、みずほ総合研究所作成

図表8 地方政府の財政収入に対する債券元利払いの比率に関するシミュレーション



(注) シミュレーションの前提については、注10参照。
 (資料) 財政部、CEIC data、Windより、みずほ総合研究所作成

に急速に発行が進んだ地方債の満期到来に伴い、2020年代に入ってから、地方の財政収入に対する地方債の元利払いの比率が比較的速いペースで高まっていくことになる。仮に既発の城投債（融資平台が発行した債券）の償還に対して地方政府が責任を負うと仮定した場合でも、その趨勢に大きな変化はみられないことから、現存する隠れ債務の処理を地方政府がするか否かにかかわらず、債務を巡る地方政府の負担は高まっていくことになる。

なお、中国政府は、2014年に認められた銀行借り入れ等に関する借換債とは別に、既発地方債に関する借換債の発行も2018年に入ってから正式に認めており、償還を繰り延べるのが可能となっている¹¹。このため、上述のような償還に伴う負担の急増が実際に起こるとは限らない。ただ、デレバレッジの観点からみれば、これは根本的な解決方法ではなく、問題の先送りに過ぎない。

（3）景気下支え強化に伴う財政の健全性悪化の可能性にも留意が必要

このほか、米中貿易摩擦の悪化が財政に及ぼす悪影響も、地方政府債務に係るリスクを高める恐れがある。既に述べた通り、中国政府は現在、米国との貿易摩擦に伴う下押し圧力に対して、金融政策に加え、減税やインフラ投資等の財政政策により景気を下支えする構えだ。

ただ、上述の通り、中国の財政余力は、地方政府の隠れ債務の存在を考慮すると必ずしも十分ではない恐れがあり、隠れ債務発生の土壌である中央・地方間の財政構造もまだ従来のまま。また、正規の債務のみだけ考慮しても、地方財政の負担は将来的に高まっていくことが予想される。こうした状況下、今後貿易摩擦による下押し圧力が一層強まった場合、中央の方針に基づき地方政府が再び景気下支えの強化を迫られることで、隠れ債務の再発生や財政赤字の拡大など、長期的な財政の健全性の悪化に拍車がかかる恐れがあることにも留意しておく必要がある。

¹ 詳細は、三浦祐介「対策進む中国の地方政府債務問題」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年3月31日）参照。

² 普及の端緒となった主な政策としては、PPPについては、国务院「重点領域における投融资メカニズムの刷新による民間投資の奨励に関する指導意見」（2014年11月公表）や、国家发展改革委员会「政府・社会資本協力の展開に関する指導意見」（2014年12月公表）、公共サービスの民間調達については、国务院「政府による民間からのサービス購入に関する指導意見」（2013年9月公表）や財政部等「政府サービス購入管理規則（暫定版）」（2014年12月公表）、産業投資ファンドについては、財政部「政府投資ファンド暫定管理規則」（2015年11月公表）や財政部「財政資金の政府投資ファンドへの注入による産業発展支援に関する指導意見」（2015年12月公表）、发展改革委员会「政府出資による産業投資基金管理暫定規則」（2016年12月30日公表）が、それぞれ挙げられる。

³ 「国家审计署8月下旬全面开展地方政府隐性债务审计」（『21世纪经济报道』2018年9月25日）。

⁴ 2016年に契約されたPPPプロジェクトのうち、国有企業単独での落札または国有企業中心での落札となったプロジェクトの金額は、全体の74%となっている。なお、落札の件数ベースで見ると、国有企業と民間企業の間には大きな差はないことから、国有企業のほうが大規模なプロジェクトを落札していることが分かる（「通俗解读PPP模式」（『汇业律师事务所』2017年6月12日）、「多管齐下推动PPP健康发展」（『国务院发展研究中心』2017年12月12日））。

⁵ 必ずしも違法な資金調達であったとは限らないものの、地方政府が非効率なインフラ投資を行っていたケースは少なくないようだ。例えば、財政部が「政府・社会資本協力（PPP）総合情報プラットフォームプロジェクトデータベース管理の規範化に関する通知」に基づき、全国のPPPに関する案件管理リストに掲載されたプロジェクトを対象に、2017年末から2018年春先にかけて精査を行った結果、件数ベースで全体の18.9%にあたる1,695件（1.8兆円相当）のプロジェクトが規定違反等の理由でリストから除外されたほか、残った7,264件のうち同27.6%にあたる2,005件（3.1兆円相当）についても見直しが必要と報告されている（「27%PPP项目仍有出库风险」（『财经网』2018年5月15日））。

⁶ なお、2018年11月末時点で残存している城投債の発行目的をみると、既存債務の償還や利払いといった目的が増加傾向にあり、これも近年の融資平台の資金繰りの悪化を示唆している。

⁷ みずほ総合研究所『みずほ中国経済情報（2018年10月号）』。

⁸ 例えば、「財政部就“财税改革和财政工作”答问」（『中国政府网』2018年3月7日）。

⁹ 2018年8月には、融資平台に関しては初となるデフォルトが2件発生している。

¹⁰ 「地方債狂奔，方向在哪里」（『财新网』2018年11月5日）を参考に、以下の前提のもとシミュレーションを行った。①地方政府債務残高が地方政府の財政収入と同じ伸び率で増加を続ける、②地方政府の財政収入の伸びは、GDPの名目伸び率と連動する、③新たに発行される債券（①の前年差から、2017年末時点の既発地方債の償還を控除した分）の償還年限の分布は、2015年～2017

年の発行実績に基づく平均値と同じ、④地方債の金利は一律3.8%、⑤城投債は、2016年末時点で発行済みの分が順次償還されるのみで、(地方政府が返済責任を負う形では)新規発行は行われない。なお、地方政府債務は、一般債券と専項債券(ともに、新增債券と借換債券の両方を含む)を、地方政府の財政収入は、一般公共预算と政府性基金を対象としている。

¹¹ 財政部が毎月公表している地方政府の債券発行および債務残高に関する情報をみると、2018年3月までは用途区分が「新增(新たに発行した債券)」および「置換(銀行借入れ等を借り換えるために発行した債券)」となっていたのに対し、同年4月からは「新增」および「置換または再融資」とされており、新たに加わった「再融資」が既発地方債の借り換えの用途を指しているとみられている(「財政部首提地方“再融資債券”，地方债借新还旧显性化」(『第一财经』2018年5月18日))。

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。