

低調から脱する中国インフラ投資 緩やかに回復を続け、2020年の景気を下支え

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部中国室

03-3591-1385

- 2019年、中国政府はインフラ整備用の地方レベニュー債の発行を増やしたが、インフラ投資は低調に推移。地方の隠れ債務圧縮による資金制約と、レベニュー債の土地・不動産への利用傾斜が主因
- 中国政府は、6月以降相次いで対策を公表し、レベニュー債や銀行貸出等によるインフラ向け資金供給の強化を図るとともに、資金の土地・不動産分野への利用を禁じ、インフラ分野へと誘導
- 隠れ債務抑制への配慮は続くものの、これら対策の効果により、2020年中インフラ投資は緩やかに回復し、景気安定を支えることに。質を軽視したインフラ投資拡大による財政負担の増大がリスク

1. 低調が続いた2019年のインフラ投資

中国では、2018年後半以降、米中摩擦激化等の景気への下押し圧力が強まるなか、政府が経済下支えの姿勢を強めてきた。2019年には、3月開催の全人代で財政政策強化の方針を示し、インフラ投資の財源となる地方政府専項債(以下、レベニュー債)の発行額を昨年1.35兆元から2.15兆元に増やすことで、インフラ投資による内需拡大の姿勢を鮮明にした。その後、2019年9月までの間に、各地方政府は、予定通りレベニュー債の発行を済ませたが、インフラ投資の動向をみると、年初来低調な推移が長らく続いている(次頁図表1)。

インフラ投資は、2018年時点で15兆元と固定資産投資の23%を占めており、減速基調にある中国経済が安定を保つうえで、2020年の経済政策においても重要なツールとなることが予想される。仮に2019年と同様、政府方針に見合った拡大がみられなければ、経済不安定化の一因ともなりかねない。そこで本稿では、2019年中にインフラ投資が力強さを欠いた要因を、その財源の観点から分析したうえで、政府の対応策を踏まえて今後を展望する。

2. インフラ財源の観点からみた要因分析：調達・使途の両面でボトルネックが存在

(1) 隠れ債務問題を背景に、レベニュー債以外のインフラ財源の供給が抑制

インフラ投資低調の要因を財源の観点からみると、調達と使途の両面でボトルネックが存在していたことがわかる。1点目は、調達に関する問題だ。具体的にはレベニュー債以外の財源の抑制が指摘できる。

例えば、レベニュー債およびそれ以外の外部調達資金の総残高(推計)¹の伸びをみると、レベニュー債の残高は、2018年から2019年にかけて拡大している一方、それ以外の調達資金については、2018年から圧縮され始め、2019年に入っても拡大に歯止めがかかっている。その結果、全体の伸びが、過去に比べて低い水準で推移している(次頁図表2)。

この背景にあるのは、地方政府の隠れ債務問題だ。暗黙の政府保証を背景に拡大してきた隠れ債務は、

返済責任が曖昧なことから金融リスクの火種としてくすぶっており、2017年以降、中国政府は対策を強化した。例えば、代表的な政策である「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」（2017年4月）や、これに続き公表された「地方政府隠れ債務リスクの防止に関する意見」・「地方政府隠れ債務問責規則」（2018年7月）では、規定に反して隠れ債務を増やした場合、関係者の責任を厳しく追及するとされた。これに地方政府や金融機関が委縮し、インフラ投資向けの資金調達・供給に消極的になった結果、レベニュー債以外の財源が細ったと考えられる。

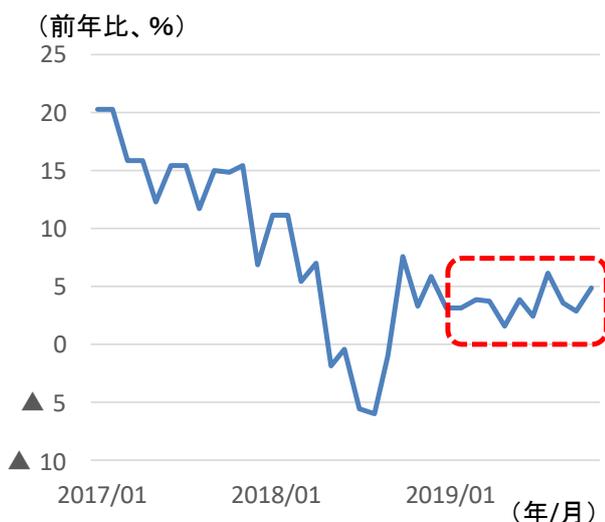
（２）レベニュー債の多くがインフラ以外の分野に利用

2点目は、使途に関する問題だ。中国政府は、隠れ債務の規制を強化する一方で、それを代替する財源として地方債、とくにインフラ等の経営収入を償還原資とするレベニュー債の発行を強化した。2015年に発行を開始して以降、段階的に発行を増やしており、冒頭で述べたように2019年には2.15兆元まで拡大している。図表2からも、レベニュー債の発行拡大が隠れ債務の縮小を補っている様子が確認できる。

だが、レベニュー債により調達した資金のうち、インフラ投資に用いられているのは一部に過ぎないのが実態だ。例えば、2018年と2019年に新たに発行されたレベニュー債の使途の内訳をみると、いずれの年においても、全体の6割強の資金が、GDPにカウントされない土地備蓄や、計画規模の縮小によって不動産開発への寄与が弱まりつつあるバラック再開発（老朽化した家屋の密集地の再開発）に用いられており²、有料道路や軌道交通といったインフラ分野での利用に充てられた資金は限定的だ（次頁図表3）³。

こうした事態が発生した要因として考えられるのは、インフラの収益性に関する問題だ。有料道路や鉄道等のインフラ事業は、公共サービスの一種であり、他の産業に比べて収益性が低いとみられる。加えて、これまでの旺盛な投資を経てインフラ資本の蓄積が進んだ結果、地域や分野の別を考慮しなければ、インフラ資本の生産性上昇はピークアウトしつつあるとみられ、収益を見込める事業の組成が以前に比べ難しくなっている可能性がある。例えば、インフラ資本ストック1単位当たりのGDP（推計値⁴）をみると、2000年代に急速に上昇した後、2010年代に入り伸び悩み始めている（次頁図表4）。

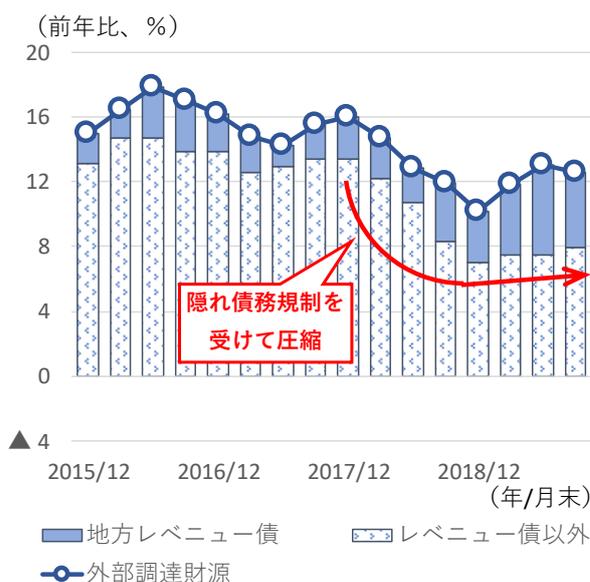
図表1 インフラ投資（名目）



(注)ユーティリティ、水利・環境・公共施設、交通運輸・倉庫・郵政の3業種の合計。

(資料)中国国家统计局、CEIC data より、みずほ総合研究所作成

図表2 レベニュー債およびその他財源の残高



(注)「レベニュー債以外」の推計方法は、脚注1 参照。

(資料)中国人民銀行、中国財政部、中国信託業協会、CEIC data、wind より、みずほ総合研究所作成

これに対して、土地備蓄やバラック再開発に対するレベニュー債の場合、土地所有権の売却によって比較的高い収益を見込むことができ、容易に償還原資を確保できるため、これらを使途とするレベニュー債の発行に偏ったと考えられる。

3. 政府は2019年中、インフラ投資の回復に向けて相次いで対策を強化

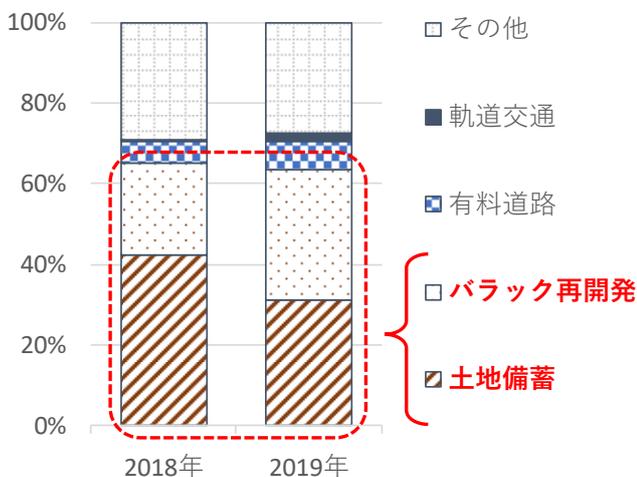
上述のボトルネックを背景とする意図せざるインフラ投資の低調を受け、中国政府は、2019年6月、9月、11月に、インフラ投資の対策を相次いで打ち出した。(次頁図表5)。

第1に、調達面のボトルネックに対しては、レベニュー債の活用を軸に対策が進められた。6月にレベニュー債等をインフラ事業の資本金に充当することを認め、銀行借入等、その他の外部調達資金によりレバレッジをかけることを可能にした。11月には、港湾や河川舟運、必要性の高い道路や鉄道等を対象に、事業費に占める資本金のシェアを引き下げ、より多くのレバレッジをかけることができるようにしている。また、切れ目なく資金を供給できるよう、9月に、2020年発行分のレベニュー債の前倒し発行を行う方針を示した。

加えて、6月の政策では、レベニュー債以外の方法での財源の調達についても方策が示されている。例えば、規制強化による資金途絶の影響で停止している融資平台のインフラ事業に対しては、必要に応じて継続融資について金融機関と協議することが認められ、合法的な形式による地方政府の信用補完も奨励された。これと併せて「各方面が問責を心配することで不作為（インフラ投資を行わない）となることを避ける」考えを強調し、レベニュー債以外の財源であっても、対策の方針に則り、隠れ債務増加につながらない場合は、問責とは認定しない方針を示している。

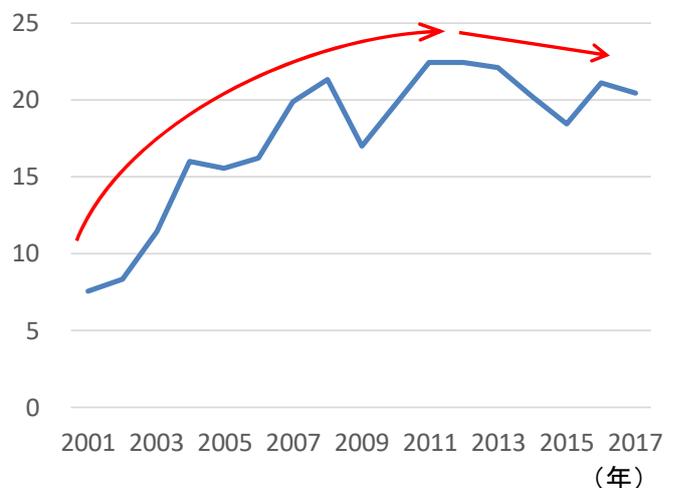
第2に、使途面のボトルネックに対しては、土地備蓄や不動産関連(バラック再開発を含む)へのレベニュー債利用を禁じるという直接的な対策が9月に打ち出された一方、インフラ分野への利用を促す方針も示されている。例えば、6月には、国家レベルの地域開発計画や一帯一路関連事業、貧困対策、自然災害対策等の分野が、9月には、交通、エネルギー、農林業用水利、環境保護、民生、市政・産業関連といった分野が重点分野として挙げられた⁵。また、優先対象として「今年の冬および来年の春に施工する条件が整っている地域」

図表3 レベニュー債の使途



(資料)wind より、みずほ総合研究所作成

図表4 インフラ資本の生産性 (推計)



(注)GDP÷インフラ資本ストック額。推計方法は、脚注3参照。
(資料)中国国家统计局、CEIC data 等より、みずほ総合研究所作成

や「経済・社会へのベネフィットが明らかで(中略)早晩実施しなければならない事業」が挙げられている。総じてインフラ資本の蓄積が進んでいるとみられるなか、国家プロジェクト関連の事業や今後の発展において必要性の高いインフラを念頭に、インフラ事業の掘り起こしと早期着工を図ろうとしていることがうかがえる。

4. 2020年、インフラ投資は緩やかに回復。中身によっては将来の財政リスクが増大

以上の対策が効果を表すことで、2020年は、より多くの財源を調達する余地が生まれるとともに、それがインフラ事業に用いられる割合が高まることで、インフラ投資の回復が進むことが見込まれる。足元では、11月末に1兆元規模のレベニュー債前倒し発行が認められる等、対策を受けた動きが本格化し始めている。春節休暇が終わった2月以降、インフラ分野への利用を目的としたレベニュー債発行が本格化し、春先から回復の基調が鮮明となるだろう。今後のインフラ投資回復のテンポについては、デレバレッジや地方政府の隠れ債務処理の圧力が依然残存することから、野放図な資金供給には消極的な姿勢を堅持する可能性が高く、緩やかなものにとどまることが予想される⁷⁾。それでも、景気下支えの役割を果たすことはできるとみられる。2020年には、米国の対中制裁第1～3弾の影響はく落や第4弾による下押しの軽減、ITサイクルの底入れ、乗用車販売の最悪期からの脱却等、景気への追い風が期待できるため、インフラ投資は、景気の刺激というよりは、自律的回復力が確かなものとなるまでの微調整という位置づけになると考えられる。

リスクとしては、インフラ投資の過度な拡張が指摘できる。当面の景気という観点では、アップサイドリスクとなるため必ずしも悪材料とはならないが、中長期的な経済の健全性という観点では、隠れ債務問題の再燃やインフラの過剰化が、将来の財政リスクを高める要因となりかねない。実際、これまでにはインフラ投資に力を入れる局面で資金供給を緩和したことで、隠れ債務が増大した経緯がある。中国政府は、そのたびに制度を改善させてはいるものの、今回、インフラ投資向けの資金供給を緩和することで、再び同様の問題が発生しないとも限らない。また、今回の対策は、中長期的なインフラ需要の先食いを招き、今後の財政政策の余地を狭めることになる。経済発展に資するインフラ事業が適切に実施されれば、財政政策に依存しない経済発展への道筋を描くことができる一方、質を軽視したインフラの蓄積が進めば、財政依存の経済成長から脱却できないまま、インフラの維持負担が財源を圧迫する等、将来の財政リスクが高まるだろう。

図表5 インフラ投資の促進に向けて2019年に中国政府が打ち出した対策

時期	主な内容
6月	<p>■ 地方政府専項債発行および事業支援融資施策の履行に関する通知(6/10)</p> <p>✓レベニュー債: 発行ペース加速、事業資本金への充当を許容</p> <p>✓その他資金: 一時停止中のインフラ事業へのつなぎ融資に関する協議の許可、地方政府による合法的な信用補完の奨励、隠れ債務に関する問責による関係者の委縮の解消</p> <p>✓用途: レベニュー債およびその他資金の重点利用分野を明示(地域開発計画、一帯一路建設、バラック再開発、貧困対策、自然災害対策、鉄道、有料道路、飛行場、水利事業、生態環境、医療・健康、ユーティリティ、都市インフラ等)</p>
9月	<p>■ 国務院常務会議(9/4)</p> <p>✓レベニュー債: 2020年発行分の前倒し発行の許可</p> <p>✓用途: レベニュー債の土地備蓄・不動産関連分野への利用禁止。調達資金の利用分野の拡大(交通(鉄道・軌道交通・都市部駐車場)、エネルギー(都市-農村間電線、天然ガスパイプラインおよび備蓄施設)、農林業用水利、環境保護(汚水・ごみ処理施設)、民生(職業教育、託児・医療・養老)、市政・産業関連(コールドチェーン物流施設、ユーティリティ)</p>
11月	<p>■ 国務院常務会議(11/13)、固定資産投資事業資本金管理の強化に関する通知(11/27)</p> <p>✓港湾、沿海・河川舟運事業の資本金の最低比率引き下げ(25%→20%)、弱点補強に係る道路・鉄道・都市建設・物流・生態環境保護・社会民生等のインフラ事業の資本金の最低比率引き下げを条件付きで許可(最大5%pt)</p>

(資料) 中国政府網より、みずほ総合研究所作成

¹ ここでは、インフラ業種(ユーティリティ、水利・環境・公共施設、交通運輸・倉庫・郵政)向け銀行貸出、城投債(地方政府融資平台が発行する債券の総称)、信託貸出(うちインフラ向け)、国家開発銀行貸出、委託貸出を対象に集計した。このうち、インフラ業種向け銀行貸出は、業種別の貸出実績が公表されている大陸または香港上場の主要商業銀行 13 行の貸出実績から推計。国家開発銀行貸出は、同行発行の金融債残高で代替し、同行の財務報告を参考に、うち 43%がインフラ向けと仮定。委託貸出は、马军伟「委托贷款资金来源及运用」(『中国金融』2013 年第 23 期)を参考に、全体の 15%がインフラ向けと仮定。

² 2018~2020 年にかけて合計 1,500 万戸の再開発を行う計画で、2018 年には 580 万戸が開発済みとなっているため、2019 年および 2020 年の計画分は、平均 460 万戸と減少する見込みである。それにもかかわらず、バラック再開発向けのレベニュー債発行が拡大した要因としては、隠れ債務抑制の影響が指摘できる。バラック再開発の財源は、従来、銀行借入等が主であったが、隠れ債務抑制の一環で資金調達手段をレベニュー債へと切り替える動きが進んだ。

³ レベニュー債以外の財源についても、インフラ事業以外の用途で調達されているケースが少なくない。例えば、2019 年 11 月 15 日時点で残存している城投債のうち、運転資金または利払い費の調達を目的に発行されているものは、2018 年中発行分については 41.5%、2019 年中(11 月 15 日まで)発行分については 37.2%となっている(wind のデータに基づく)。

⁴ GDP は、1993 年価格の実質系列。インフラ資本のストック額は、胡立鹏・樊綱・徐建国「中国基础设施存量的在测算」(『经济研究』2016 年第 8 期)の手法を参考にし、ユーティリティ、交通運輸・倉庫・郵政、水利・環境・公共施設の 3 業種に、電信・その他情報伝送サービス業と地質調査業を加え、1953 年を基準としてベンチマーク・イヤー法で推計。推計に用いた①各年の投資額、②基準年のストック額、③除却率は、以下の通り。①は、土地購入による過大評価や、使用に供されていない未竣工分を除去するため、固定資産投資(土地購入額を含む)全体に占めるインフラ業種のシェアを SNA 統計の総固定資本形成(土地購入額を含まない)に乗じたうえで、固定資産交付率を乗じて算出した。実質化には、固定資産投資価格指数を用い、1993 年価格の実質系列とした(1991~2017 年は公表値、1990 年以前は上記先行研究に基づく推計値)。なお、固定資産交付率は、長期の系列が取得不能なため、1978~1994 年は北京・全産業の交付率(1977 年以前は 1978 年の値を使用)、1995~2017 年は全国・全産業の交付率(インフラ業種と全産業の交付率は概ね同じ傾向で変化)で代替した。②および③は、上記先行研究に基づき、それぞれ 1953 年の投資額÷10%、6.9%と仮定した。

⁵ 2019 年 12 月に閉幕した中央経済工作会議では、国家の長期的発展に着目し、戦略的・ネットワーク型のインフラ整備を強化する方針が示された。具体的には、川蔵(四川ーチベット間)鉄路や通信ネットワーク、自然災害防止プロジェクト、都市インフラ(都市内のパイプライン、駐車場、コールドチェーン物流)、農村インフラ(道路、情報、水利)が挙げられている。

⁶ 2020 年は、1 月 24 日~30 日。

⁷ 中央経済工作会議では、2020 年の財政政策について「積極的な財政政策は、質と効率性の向上に力を入れる」とされ、規模拡大を示唆する表現が盛り込まれなかったほか、2018 年開催の同会議でみられた「地方政府レベニュー債の発行規模を比較的大幅に拡大する」といった言及もなかった。

【共同執筆者】

アジア調査部中国室主任研究員	三浦 祐介	yusuke.miura@mizuho-ri.co.jp
アジア調査部中国室主任研究員	佐藤 直昭	naoaki.sato@mizuho-ri.co.jp

●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。