

17年下期は加速が予想される地方政府の債券発行

～固定資産投資改善で下期の景気を下支え～

王 雷軒

要旨

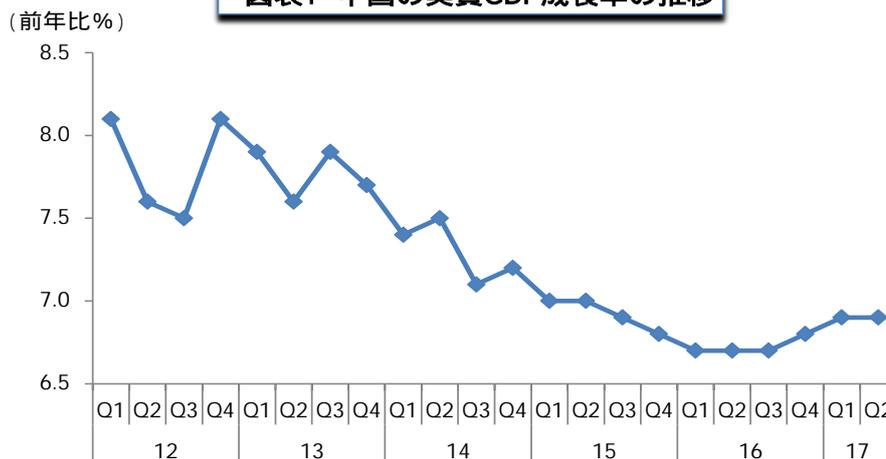
2017年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と、1～3月期と同水準であった。先行きについては、個人消費および輸出の底堅さが継続するほか、地方政府による債券発行の加速を受けて固定資産投資も小幅に改善すると想定されることなどから、景気は現状水準を維持する可能性が高まった。

4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.9%

輸出の持ち直しが進んだほか、個人消費も堅調に推移したことを受けて、17年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と、1～3月期から横ばいであった(図表1)。このように、16年後半からの成長率回復の動きは一旦止まったものの、市場予想(同6.8%)とは異なり減速は回避された。

主要経済指標を確認すると、4月・5月の固定資産投資が鈍化したことから景気の持ち直しには一服感が現れていたものの、6月には、その固定資産投資鈍化に歯止めがかかったほか、鉱工業生産や個人消費も予想を上回って堅調に推移したことも、成長率水準が維持された要因であろう(図表2)。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移



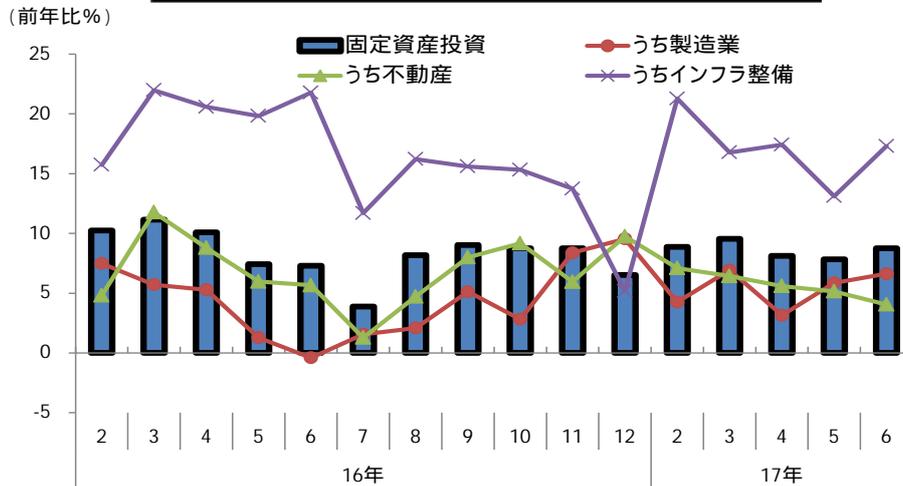
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

先行きも現状維持の可能性は高い

先行きについては、個人消費は堅調さを維持するほか、海外経済の持ち直し基調を背景に、輸出も底堅さが継続するほか、後述のように、地方政府による債券発行の加速を受けて固定資産投資

も小幅ながらも改善すると想定されるため、景気実勢は現状程度での推移となる可能性が高まった。

図表2 中国の固定資産投資（農村家計を除く）の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

地方債発行の遅れが固定資産投資鈍化の一因

さて、17年上期の地方債発行額は1.86兆元と16年上期の3.58兆元から大きく減少した。この遅れにより、地方政府による道路や水利施設などのインフラ整備向けの投資が進まず、このところの固定資産投資全体の鈍化につながったと考えられる。

そのため、以下では、景気の先行きを占う上でも重要なファクターの一つとなる地方債発行について現状や取り巻く環境を分析し、17年下期の発行動向を予測してみたい。

なお、以下で触れる「地方政府」とは、31の省レベルの政府および指定都市（厦門・大連・青島・深せんなど）政府のことを指す。

地方債の種類等

中国の地方債は、次の3つに分けられる。一般債券、専項債券、置換債券の3つである。一般債券は、地方政府の一般予算の赤字ファイナンスに用いられるものである。専項債券は、地方政府の特別予算（地方政府基金）における収益性のある公共事業の投資に用いられるものである。置換債券は、融資平台などが15年以前に発行した、年限が短く、高いクーポンの債券を中長期・低金利の地方債に置き換えたものである。

地方債は、市場公募型と商業銀行等引受型の2つがあるが、9割以上は商業銀行によって引き受けられている。主に3年物、5年物、7年物、10年物が発行されている。

急増した置換債

近年の地方政府の債券発行の動き（図表3）を確認すると、14

券の発行

年まで地方政府はそれほど債券を発行しなかったが、15年に3.2兆元、16年に4.88兆元という大規模の置換債券を発行し、地方債残高は急増した。

この置換債券発行では、地方政府の債務規模を減らすことはできないが、地方政府利払い負担を軽減することができる。17年の中央政府の「予算報告」によると、これまでの8.08兆元の置換債券発行により地方政府の利払い負担が4,000億元軽減されたという。このように、地方政府の負担軽減につながれば、インフラ整備向けの投資が増加すると見込まれるほか、融資平台発行の債券と比べ地方債の発行は中央政府によって管理されるため、地方政府債務の透明性も高まったと考えられる。

図表3 中国地方政府の債券発行の推移(月次)



(資料) 中央国債登記結算有限公司、CEICデータより作成 (注) 直近は17年6月。

強まる地方債発行への規制

その一方、地方債発行で得た資金はその発行根拠に基づいた支出に充てられなければならない。例えば、置換債券は債務の返済に専ら使われ、経常支出や新規公共事業などに転用することが禁止されている。しかし、実際はそうではなかった模様だ。16年末時点で1,351件が実施され、投資総額は2.2兆元にのぼったPPP (Public Private Partnership、官民協力事業) においても、地方政府が違法な債券を増発し、公共事業の建設資金に充てたり、事業に資本参加している投資ファンドなどに対して、政府の一般予算からの支出として事業の買戻し・収益保証・分割払いを承認したりすることが散見された。

このため、16年以降、中央政府(主に財政部)は地方政府債務管理業務の規範化を図る対策に取り組んできた(図表4)。

加えて国債利回りの上昇で 17 年上期の地方債発行は小規模

こうした規制強化に加え、中国人民銀行（中央銀行）がターム物金利の高め誘導を行い、5 月末まで国債利回りが上昇したこともあり、17 年上期の地方債発行は、一般債券 0.2 兆元、専項債券 0.22 兆元、置換債券 1.44 兆元と 16 年上期に比べて小規模にとどまった（図表 3・図表 5）。

図表4 進む地方政府債務管理業務の規範化

2016年1月11日	「地方政府債務に関わる上限額の設定・実施に関する意見」
2016年1月25日	「2016年の地方政府の債券発行に関する通知」
2016年10月27日	「地方政府性債務のリスク対応・処置方案」
2016年11月3日	「地方政府性債務のリスク対応・処置に関するガイドブック」
2016年11月24日	「財政部地方駐在員による地方政府の債務監督に関する実施方法」
2016年11月30日	「地方政府専項債務の予算管理に関する方法」
2016年11月30日	「地方政府一般債務の予算管理に関する方法」
2017年2月22日	「2017年の地方政府の債券発行に関する通知」
2017年4月26日	「地方政府の債券発行のさらなる規範化を促すための通知」
2017年5月28日	「地方政府のサービス購入名目の資金調達を禁止する通知」
2017年6月26日	「地方政府の道路建設関連の専項債券発行に関する管理方法（試行）」

（資料）財政部が公表した資料をもとに作成

17 年下期の地方債発行は加速される公算が大きい

しかし、17 年通年の一般債券発行予定額は 0.83 兆元分であるほか、専項債券も 0.8 兆元を発行する予定である。加えて、18 年 8 月末までに債務の置換（総額 14.3 兆元）を完了させるため、6.22 兆元の置換債券（14.3 - 8.08）の発行も必要である。

財政部の記者会見（7 月 14 日）によれば、17 年は 16 年より置換債券の発行規模が縮小するとしていることから、17 年通年では置換債券が 3 兆元発行されると仮定すると、17 年下期の地方債発行額合計は 2.79 兆元と上期より加速することになる（図表 5）。

こうしてみると、下期に地方債発行の加速は確実と思われ、それが地方政府の債務返済の中長期化（先延ばし）や利払い負担の軽減を通じて、地方政府の資金繰りが改善することにより、先行きのインフラ整備向けの投資回復は下支えされる可能性が高い。

図表5 17年下期に加速と予想される地方政府の債券発行

	一般債券	専項債券	置換債券	地方債発行額合計
15年実績	0.50	0.10	3.20	3.84
16年実績	1.17		4.88	6.05
17年上期実績	0.20	0.22	1.44	1.86
17年通年発行予定・予測	0.83	0.80	3.00	4.63
17年下期予測	0.63	0.60	1.56	2.79

（資料）『中国債券市場概覧』各年版、財政部などをもとに作成

（17.7.20 現在）