

中国の地方政府が発行する「再融資債」をめぐる動向

王 雷 軒

要旨

20 年 12 月以降、中国の地方債のうち、満期が到来した既発債の借り換えのために発行する「再融資債」の発行額が急増したほか、再融資債券の目論見書に明示された用途についての記述も変更された。再融資債発行で調達された資金は、①満期債券の償還、②非債券形式の法定債務への償還、③認可された一部の県政府・市政府管轄区で隠れ債務の処理に利用されていると考えられる。

再融資債発行による隠れ債務の処理は長期的に考えれば適切な措置であるが、短期的には財政・金融市場への悪影響を及ぼすだけでなく、地方財政の健全性悪化の可能性もありうると考えられる。さらに、再融資債券発行の急増により、景気への下押し圧力が顕在化する懸念もある。そのため、今後の動向に引き続き注目していきたい。

はじめに

ここ数年、中国では地方債の発行規模が拡大傾向にあり、足元では地方債のうち、満期が到来した既発債の借り換えのために発行する「再融資債」の発行額が急増しているほか、再融資債券の目論見書に明示された用途についての記述も変更され、金融資本市場からの注目度が高まっている。

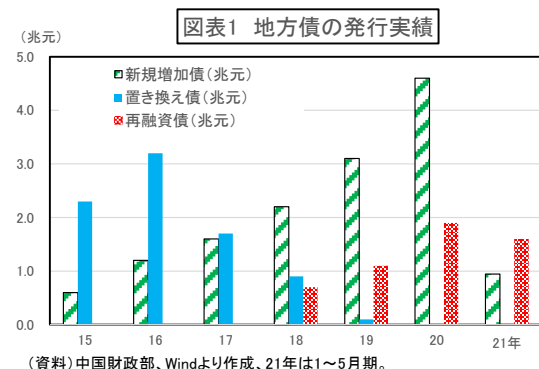
中央政府は、14 年に地方政府融資平台等を通じた資金調達で積みあがった地方政府債務に対し、18 年以降、借り換え債（以下、置き換え債）とは別に、冒頭の再融資債発行も正式に認めており、償還を繰り延べることが可能となっている。

そこで、このレポートでは、地方債の分類や発行経緯を概観したうえで、再融資債の発行動向や用途の変化を確認し、財政・金融市場、経済に及ぼす影響などについて考察する。

地方財政と地方債発行の経緯等

地方政府の財源は、主に①国有土地使

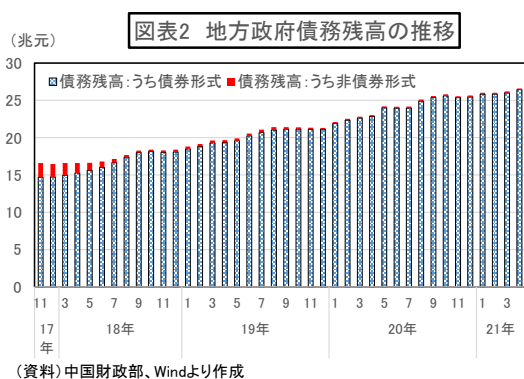
用権譲渡収入、②税収、③地方債がある。地方債は地方政府が収益性のあるプロジェクトの資金調達のために発行する特別債（専項債、レベニュー債に相当する）と一般公共预算赤字を補填するための一般債の 2 種類に分けられる。



また、18 年の置き換え債発行の終了に伴い、最近の用途別では、新規増加債（一般債＋特別債）と再融資債（一般債＋特別債）に分けられており、それぞれの発行実績は図表 1 の通りである。

実は、14 年まで中国では地方債の発行は旧予算法（95 年施行）で禁じられていた。そのため、地方政府は国有土地使用権

譲渡収入と税収に依存していたが、旺盛なインフラ整備向け投資需要を満たすため、地方政府融資平台（LGFV: local Government Financing Vehicles）と呼ばれる法人を設立し、資金調達を行った。しかし、地方政府のLGFVが発行する「城投債」による資金調達規模は急拡大し、その実態が不透明であったほか、資金調達コストの高さもあり、地方政府の財政リスクの一つとなった。



そのため、中央政府は14年に予算法を改正し、省政府に対して全人代が決定する年間限度枠を上限として地方政府独自の債券発行を認めた。同時に、地方政府が抱える債務の透明化を高め、LGFV債等の借り換えを目的とした置き換え債の発行（債券化）を15年に開始、18年にその発行をほぼ終了した（図表1）。

しかし、一部の地方政府が債務の過小申告（隠れ債務とも呼ばれる）を行ったほか、15年以降にもLGFV債の新たな発行に加えて地方政府の資金調達の新たな手段として活用されたPPP（官民連携）による債務の増加も発生したため、地方政府債務をめぐるリスクは蓄積され続けてきた。

そのため、19年5月からは、債務返済圧力が高く、税収が少なくかつ、土地使用権譲渡収入もあまりない一部の県レベルの政府を対象に、14年末以前の未認定の

隠れ債務や以降のLGFVやPPPによる債務を借り換えるため、地方債の発行が認められるようになった。

財政部によれば、19年は、湖南省などの6つの省の一部の県政府が1,639億元の地方債を発行した。20年入り後、他の省も「積極的」に申請を行い、財政部によって認定された県レベル政府の数が拡大したほか、市レベル政府の管轄区も申請できるようになった。

隠れ債務の規模は制度上認められる正式な地方政府債務（法定債務）の規模を超えるとの推計もあり、金融リスク防止の観点から無視できない問題となっていると指摘されている。これに加えて、14年に地方政府の法定債務として認められたものの、個別の地方政府は置き換え債の発行で対処せず、21年4月末時点、未だに統計上、非債券形式の債務残高として1,751億元が債券形式より小額ながら残っており、その消化も必要であろう。（図表2）。

以上の内容を踏まえると、再融資債の資金用途については、①満期債券の償還、②非債券形式（1,751億元）の法定債務の償還、③認可された一部の県政府・市政府管轄区での隠れ債務の処理、に利用されていると考えられる。ただし、実際の用途別の利用額は不明であるものの、発行された再融資債券の大半が①に利用されていると見られるため、償還に伴う債務残高の急増が実際に発生しているわけではない（図表2）。

再融資債券発行の急増と用途の変化

このように、満期債を償還するだけでなく、「隠れ債務」や非債券形式の法定債務への対応も必要となっていたため、20

年 12 月以後、再融資債券の発行額は急増したほか、個別の地方政府が発行した再融資債券の目論見書に明示された用途についての記述も変わったと考えられる。

図表3 地方政府債券発行額の推移(月次)

		地方政府債券発行額	用途別:新規増加債券	うち一般債券	うち特別債券	用途別:再融資債券	うち一般債券	うち特別債券
19年	1月	4,180	3,688	2,276	1,412	492	359	133
	2月	3,642	3,274	1,607	1,667	368	318	50
	3月	6,245	4,886	1,304	3,582	1,359	1,031	328
	4月	2,267	1,093	456	637	1,174	866	308
	5月	3,043	1,657	355	1,302	1,386	1,109	277
	小計	19,377	14,598	5,998	8,600	4,779	3,683	1,096
20年	1月	7,851	7,851	702	7,148	0	0	0
	2月	4,379	4,379	2,029	2,350	0	0	0
	3月	3,875	3,194	1,863	1,331	681	470	211
	4月	2,868	1,202	509	693	1,666	1,158	507
	5月	13,025	10,398	418	9,980	2,627	2,297	329
	小計	31,997	27,023	5,521	21,502	4,974	3,926	1,048
21年	1月	3,623	0	0	0	3,623	2,128	1,496
	2月	557	0	0	0	557	295	262
	3月	4,771	364	100	264	4,407	2,688	1,718
	4月	7,758	3,399	1,343	2,056	4,359	2,976	1,383
	5月	8,753	5,701	2,181	3,520	3,052	2,048	1,004
	小計	25,462	9,464	3,624	5,840	15,998	10,135	5,864

(資料) 中国財政部、Windより作成

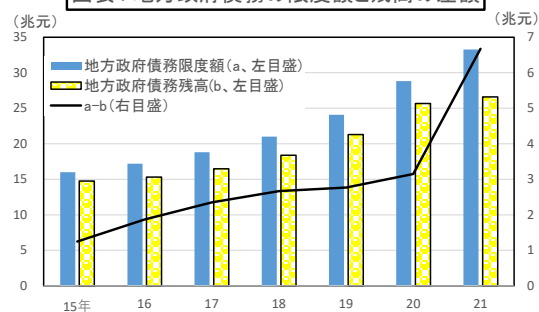
まず、地方債の発行動向を確認してみよう(図表3)。足元の新規増加債券の発行は進まず遅れていることは明らかである。21年1~5月期の新規増加債券の発行額は9,464億元にとどまり、19年同期の1兆4,598億元、20年同期の2兆7,023億元に比べて少なかった。一方、再融資債券は1兆5,998億元と、19年同期の4,779億元、20年同期の4,974億元から大きく増加した。

また、20年12月4日に発行された江蘇省の再融資債券の目論見書をみると、資金用途は「管理されている地方政府債務を償還するため」と、償還される債券の名称や元金などの既存債に関する情報についての記述はなかった。これを皮切りに、12月下旬以降も既発債の情報を明示せず、単なる「債務を償還するため」とした発行は、広西チワン族自治区、甘肅省、寧夏回族自治区、山東省、天津市、河北省、貴州省においても行われた。

財政・金融市場、経済に及ぼす影響

さて、図表4に示した通り、20年末の地方政府の債務残高は25.66兆元であり、全人代が批准した限度額28.81兆元に収まった。これに予算管理に組み入れた中央政府の債務残高20.89兆元を加えると、中国政府全体の債務残高の対GDP比は45.8%となり、国際的なコンセンサスの60%警戒ラインより低く、リスクは総じてコントロール可能であるとされている。

図表4 地方政府債務の限度額と残高の差額



(資料) 中国財政部、Windより作成、21年の債務残高は4月末時点。

こうしたなか、地方政府の隠れ債務の増加を抑制する中央政府の基本姿勢は変わっていないが、隠れ債務の扱い方次第では、中国政府の財政余力が変わりうることになる。

他方、隠れ債務の返済が順調に進まなければ、LGFVなどで資金繰りが悪化し、デフォルト発生や金融機関の不良債権増加などの金融市場の混乱をもたらす恐れも懸念される。債務が徐々に処理されていけば問題とはならないが、深刻化すれば、金融システムの不安定化を招くことさえもありうる。

さらに、地方財政の負担が重くなるなか、今回の政府による措置により隠れ債務の再発生の恐れもあり、財政健全性の悪化に拍車がかかるリスクがあることに留意しておく必要がある。

このように、再融資債発行による隠れ

債務の処理は短期的には財政・金融市場への悪影響を及ぼすだけでなく、地方財政の健全性悪化の可能性も考えられる。ただ、再融資債発行による隠れ債務の処理は長期的にみる場合、債務の透明化を高めることで、適切な措置とも言えよう。

加えて、再融資債券発行の急増により、景気への下押し圧力が顕在化すると懸念もある。実際、再融資債券発行の急増もあって、21年入り後の新規増加債券発行が遅れ、インフラ整備向け投資の進捗に影響を及ぼしていたと考えられる。そのため、5月には新規増加債券の発行ペースを加速させたと見られるが、引き続きインフラ整備向け投資の拡大を後押しできるかを注視したい。

おわりに

以上、地方債発行の経緯や再融資債の発行動向を整理、経済、財政・金融市場に及ぼす影響等について考察した。

再融資債発行で債務償還に伴う地方府の債務残高の急増は見られないが、マクロレバレッジを低下させる観点から見れば、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。

もっとも、地方政府債務が積みあがってきた主因として、中央政府と地方政府の財政収入と徴税責任を明確に割合分担する仕組み、いわゆる94年に導入された「分税制」による影響が挙げられる。財源の分担の在り方を見直す改革をさらに推進していくことが求められる。

最後に地方政府の債務リスクに関して中央政府（財政部）の取り組み等を述べておこう。21年4月7日、財政部は第14次5カ年計画期間における現代財政制度・税制の確立について記者会見を行った。そ

れによると、今後、我々は「表口をしっかりと開け、裏口を厳しく塞ぐ」という考え方に基づき、地方政府の債務リスクの解消にしっかりと取り組むとしている。

具体的には、まず、法定債務管理を引き続き整備し、成長の安定とリスクの防止の必要性を併せて考慮し、新たに増やす債券の分配メカニズムを整備し、ハイリスク地域で新たに増やす債券の規模を厳しく抑制し、リスクの積み上がりを回避する。

また、潜在債務リスクを常に防止・解消する。隠れ債務の増大に断固歯止めをかけ、各種の隠れ債務を新たに増やす行為について発見するごとに調査・処分し、問責する。既存の隠れ債務を適切に解消し、常態化したモニタリング・調査・監督のメカニズムを整備し、各種の潜在債務リスクを早期に発見し、早期に処理し、システムリスクを発生させない最低ラインをしっかりと守る、ことが挙げられた。

以上のような取り組みが確実に実施できれば、前述の財政・金融市場への影響は限定的であろうが、引き続き中国の地方債の動向に注目していきたい。

<参考文献・資料>

- アルフレッド・シプケほか編、金森俊樹監訳（2020）『中国債券市場の未来』第5章、日本証券経済研究所・国際通貨基金
- 王君（2020）「中国の地方債市場の新展開」『証券経済研究』第111号
- 陳健恒（2021）「再融資地方債新变化剖析」中金固定收益研究レポート