

中国経済の新たなリスクに浮上した「地方融資平台」

—城投債の連鎖的デフォルトは起きるのか—

調査部

主席研究員 三浦 有史

(hiraiwa.yuji@jri.co.jp)

要 旨

1. リーマン・ショック後の4兆元の景気刺激策が終わり、その副作用に目が向けられるようになると、地方融資平台（LGFV）に対する評価は変わり、LGFVは中国国内でも地方政府の債務統計に反映されない隠れ債務を増やす元凶と目されるようになった。
2. 市場で取引されない資産を対象にした「非標」と称される負債性金融商品のデフォルトは過去最高の水準にある。今のところ、それらはいずれも不適切な資金管理によって返済がわずかに遅れた「技術的デフォルト」とされるが、「実質的なデフォルト」に移行することが懸念される。中国はLGFVの実質的デフォルトを経験したことがないため、それは中国経済を揺るがす新たなリスクといえる。
3. LGFVの債務を含む中国全体の債務を俯瞰すると、①LGFVが地方政府全体の債務残高を増やす主因となっている、②LGFVが隠れ債務増加の主因となっている、③隠れ債務がもはや「隠れ」という名前に相応しくない規模になっている、④LGFVが広義の企業債務残高を押し上げている、⑤中国経済が国家資本主義色を強めている、ことが分かる。
4. 国際通貨基金（IMF）によれば、中国の隠れ債務を含む広義の政府債務残高は、2027年にGDP比149%と、2008年から114%ポイント上昇し、G20のなかで日本に次ぐ水準となる。潜在成長率の低下に伴い、インフラ投資による景気底上げ効果に対する期待は今後一段と高まることから、隠れ債務が財政の健全性と金融の安定性を脅かす、経済成長の重しとなるのは間違いない。
5. LGFVは、城投債の新規発行によってデフォルトを回避することが可能である。城投債のデフォルトリスクを総合財政力に対する広義の地方政府債務残高の比率で評価し、その地理的分布を見ると、リスクが高いのは①天津市、②重慶市、③湖南省、④貴州省、⑤江西省の順となる。これらの地域は、2016年時点でLGFV有利子負債残高>総合財政力>地方政府債残高となっており、LGFVへの依存度が高い。また、2022年の土地使用権譲渡収入の急激な減少によって、広義の地方政府債務比率が急上昇した、という特徴がある。
6. 地方政府は、①LGFVが抱える債務があまりにも大きいこと、②LGFVのデフォルトは他のLGFVのデフォルトを引き起こす危険性があること、③LGFVは民間企業の投資を補完する機能を有していることから、格付け会社の予想に反し、何を置いてもLGFVのデフォルトを防ぐとみられる。
7. 中国の政府債務はLGFVが主因となり、今後も増え続けると見込まれる。リスクが堆積することでデフォルトが起きた際のマグニチュードは大きくなるばかりである。

目次

はじめに

1. LGFVの全体像とその特徴

- (1) LGFVとは何か
- (2) LGFVの行政レベル別・地域別分布
- (3) 隠れ債務の元凶
- (4) 高まるLGFVのリスク

2. 表面化するLGFVのリスク

- (1) 貴州省遵義市のLGFVの債務再編
- (2) 江蘇省揚州市のLGFVの債務が「制御不能」に
- (3) LGFVが土地権利入札へ

3. 急速に膨らむLGFV債務の位置づけ

- (1) 中国におけるLGFV債務の位置づけ
- (2) 政府債務の国際的位置づけ

4. LGFVが抱えるデフォルトリスク

- (1) 純調達額から見たリスク
- (2) もうひとつのリスク—地方政府債務
- (3) 城投債のリスク評価

5. LGFVの先行き展望

- (1) デフォルト回避を優先—天津城投集団の事例
- (2) LGFV問題の出口はどこに
- (3) リスクの堆積が意味するもの

おわりに—モラルハザードの帰結

はじめに

地方政府に代わって資金調達を担う「地方融資プラットフォーム」(Local Government Financing Vehicles : LGFV) が中国経済の新たなリスクとして浮上している。アメリカの大手格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)は、2023年2月、一部のLGFVは債務不履行(デフォルト)に陥るとの見方を示した(S&P Ratings [2023])。財政基盤が弱く、債務返済圧力が強い地域ほどそのリスクが高いという。

LGFVが過剰な債務を抱えていることは2010年頃に一度表面化し、政府は様々な対策を打ち出してきた。しかし、S&Pの指摘は見るべき成果が上がっていないことを示唆する。債務返済圧力が強い地域は広範囲にわたるため、野火が広がるようにデフォルトが連鎖し、金融の安定性を揺るがす事態に発展することが懸念される。

2021年に不動産大手恒大集団の社債のデフォルト懸念が高まり、中国経済の先行き不安が高まったことは記憶に新しい(三浦[2021])。中国の社債市場における主役は資金調達が制約された不動産開発企業からLGFVに移っているため、LGFVが連鎖的なデフォルトを起こせば、再び同じような状況に陥る可能性が高い。実際には、LGFVのデフォルトは地方政府の財政破綻を想起させることから、その影響は不動産開発企業より遙

かに深刻である。

不動産開発企業のデフォルト懸念は、債務削減を目的とした政策によって企業の資金繰りが悪化するとともに、住宅価格が低下したことを受けて高まった。その一方、LGFVのデフォルト懸念は、住宅価格の低下によって住宅市場が低迷し、土地使用権譲渡収入が大幅に減少したことが一因である。デフォルトを起こす主体は異なるものの、住宅価格の上昇を前提にした中国の成長モデルが行き詰まったという点は同じである。

本稿では、まず、LGFVとは何かについて概説し（1.）、LGFVを巡りどのような問題が起きているのかを整理する（2.）。次に、LGFVが抱える債務の規模を明らかにしたうえで、それを政府や企業の債務と比較することで、LGFVが中国経済に与えた影響を分析する（3.）。そして、LGFVが発行する債券である城投債に焦点を当て、デフォルトリスクの時間的および地理的分布を検証する（4.）。最後に、このデフォルトリスクはデフォルトに発展していくのか、LGFVは中国経済をどのように変えるのか、について考察する（5.）。

1. LGFVの全体像とその特徴

LGFVは、日本のメディアでも「地方融資平台」、あるいは、「地方政府系企業」として紹介されているものの（注1）、その存在と

役割が十分理解されているとは言い難い。まず、LGFVとは何かについて解説し、その行政レベル別および地理的分布を明らかにする。そして、LGFVは隠れ債務の元凶であり、デフォルトリスクが高まっていることを指摘する。

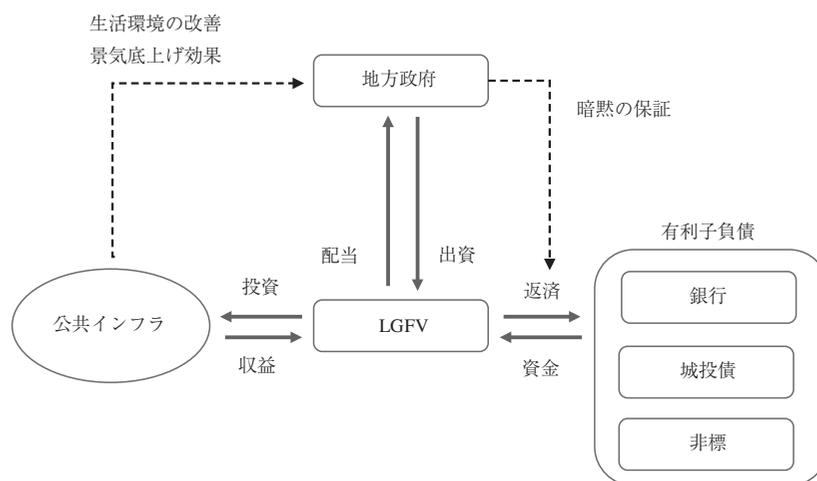
(1) LGFVとは何か

LGFVとは、道路、地下鉄、工業団地など公共性の高い都市インフラを整備する資金を調達するために、地方政府が出資・設立した投資会社である（注2）。この都市インフラには、「保障性住宅」と呼ばれる中低所得者向けの賃貸住宅の整備も含まれる（注3）。「平台」はプラットフォームを意味し、都市を意味する「城」への投資を行う企業という意味から「城投公司」あるいは「城投平台」とも称される。

LGFVは地方政府の意向を受け、①銀行借入、②「城投債」と呼ばれる債券の発行、③銀行間市場や証券取引所などの市場で取引されない資産を対象にした「非標」と称される負債性金融商品の発行を通じて資金を調達する（図表1）。これらはLGFVの有利子負債を構成する3要素である。地方政府は、この返済を保証する「暗黙の政府保証」を銀行などの債権者に与え、必要に応じてインフラ投資を拡大することで、景気の底上げを図り、安定的な経済成長を実現してきた。

銀行間市場や証券取引所などの市場で取引

図表1 LGFVの資金調達仕組み



(資料) 各種資料より日本総合研究所作成

されない資産は非標準化債権資産と称される。具体的には、貸付信託、受託債権、受取手形、信用状、売掛金、各種収益権などを指す(注4)。このため、非標は国債、中央銀行短期証券、地方政府債、社債などの標準化債権資産を対象にした債券が備えている要件-①十分な情報開示、②一元化された登録と独立した保管、③公正な価格設定と流動性の確保などを満たしていない(注5)。

金融情報を提供する財聯社は、2022年末のLGFVの有利子負債の構成について銀行借入が5割、城投債が3割、残り2割が非標としている(注6)。中国は間接金融が企業の資金調達の主体となっているため、LGFVは直接金融への依存度が高いといえる。なお、地

方政府は地方政府債を発行することで自ら資金を調達するが、国際通貨基金(IMF)によれば、2022年の地方政府の債務残高は35兆元と、LGFVの57兆元を下回り(後述の図表11参照)、LGFVを通じた資金調達への依存度が高い。

中国では、LGFVは国有企業であり、かつ公益性が高い業務を担っていることから、その債務は最終的に出資者である地方政府が保証すると認識されている。このことは、銀行業を監督する中国銀行業監督管理委員会(銀監会、現在の金融監督管理総局)が2013年にLGFVを「地方政府が連帯して返済責任を負う法人」と定義しているように、公的な文書でも明記されている(注7)。

LGFVは、地方政府の財政赤字拡大に対する中央政府による規制が強化された反動として生まれた。規制のひとつは予算法である。中国では、1995年に施行された改正予算法によって、地方政府は特段の定めのない限り、債券発行による資金調達を禁止された。このため、LGFVが地方政府に代わってインフラ整備に必要な資金を調達することとなった。当時のLGFVによる大規模な資金調達として有名なのは、上海市浦東新区を建設するために、1997年に上海市が設立したLGFV（上海市建設投資開発総公司）が発行した5億元の城投債である。

もうひとつの規制は、「分税制」と称される財政改革である。分税制は税収に占める中央政府の取り分を増やす一方で、地方政府の取り分を減らすもので、1994年の中央政府の一般公共予算収入は前年比203.5%増の2,907億元となる一方、地方政府は同31.8%減の2,312億元となった。この結果、同収入全体に占める中央の割合は55.7%と、前年の22.0%から大幅に上昇したのに対し、地方の割合は78.0%から44.3%に低下した。地方政府は、この穴を埋めるため、土地使用権譲渡収入とLGFVによる資金調達への依存を深めた。

一級行政区にあたる省、二級行政区にあたる地級市、三級行政区にあたる区・県それぞれが独自にLGFVを設立したため、LGFVの数は急速に増えた。しかし、どのくらいの

LGFVが存在するかを明らかにした政府統計はなく、LGFVの全容は分からない。民間シンクタンク中建政研集団は、2022年7月時点で1万1,477社のLGFVがあり、その内訳は省レベルが約2,500社、地級市レベルが約6,000社、区・県レベルが約2,700社とする（注8）。

(2) LGFVの行政レベル別・地域別分布

中国には1万社を超えるLGFVが存在するが、城投債を発行しているLGFVは限られる。中国の調査会社Windは、2023年4月時点で城投債を発行しているLGFVを3,719社、城投債発行残高を13兆9,497億元としている（注9）。なお、LGFVの有利子負債は前述したように銀行融資、城投債、非標の3つに分けられるが（前出の図表1参照）、Windは非標と城投債を合わせたものを城投債、つまり、城投債は非標を含むとしており、本稿もこれに従って議論を進める。

城投債を発行しているLGFVを行政レベル別に分けると、区・県レベル（開発区を含む）が最も多く全体の51.6%を占め、地級市レベル（同上）が40.6%とそれに次ぎ、省レベルと国家新区レベルは少ない（図表2）。国家新区とは、河北省の雄安新区などの中央政府が直接所管する開発区である。

行政レベル別に見たLGFVの数は概ね行政単位の数に対応している。中国には、省レベルの行政単位として31の省・市・自治区が、地級市レベルの行政単位として293の都市が、

図表2 行政レベル別に見たLGFVの数と城投債発行残高（2023年4月）

行政レベル		企業数 (社)	構成比 (%)	城投債残高 (億元)	構成比 (%)
区・県	区・県	1,860	50.0	49,302	35.3
	開発区	60	1.6	3,012	2.2
地級市	地級市	1,277	34.4	60,868	43.6
	開発区	232	6.2	8,620	6.2
省	省	190	5.1	12,374	8.9
	開発区	27	0.7	1,108	0.8
国家新区		71	1.9	4,191	3.0
合計		3,717	100.0	139,474	100.0

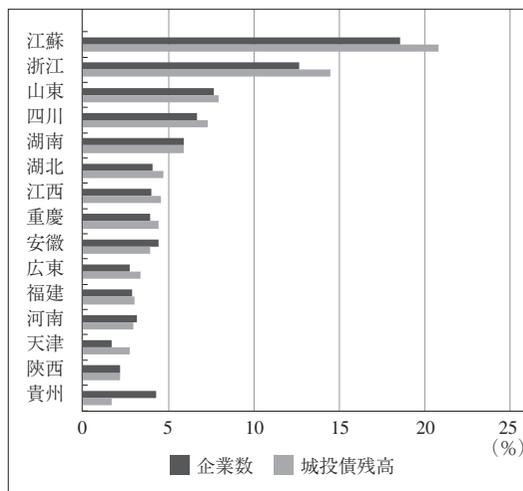
(注) 企業数は全体で3,719社、債務残高は13兆9,497億元であるが、分類不可能なものを除く。

(資料) Windより日本総合研究所作成

区・県レベルの行政単位として1,696の区・県・県級市がある（注10）。これをLGFVの数と照らし合わせると、省レベルで平均7、地級市レベルで同5.2、区・県レベルで同1.1のLGFVが存在する計算となる。一方、城投債発行残高で見ると地級市レベル（開発区を含む）が最も多く、全体の49.8%を占め、区・県レベルが37.5%とそれに次ぎ、やはり省レベルと国家新区レベルは少ない。

区・県レベルないし地級市レベルのLGFVがLGFVの主体であるという点は、ほぼ全ての省・市・自治区に見られる特徴である（注11）。これは、LGFVの債務は省レベルではなく、区・県ないし地級市レベルの行政単位の問題であり、デフォルトリスクも同様に区・県ないし地級市レベルの問題であるといえる。デフォルトリスクへの対応は基本的に当該行政単位の問題であるが、それが難しい

図表3 LGFVの数と城投債発行残高に占める割合が高い上位15省・市（2023年4月時点）



(注) 城投債残高によりソートしたもの。上位15省・市でLGFVの84.8%、城投債発行残高の89.8%を占める。

(資料) Windより日本総合研究所作成

場合は、後述する貴州省遵義市のLGFVの例で紹介するように、上級政府が介入するため、本稿は全ての行政レベルのLGFVを省単位にまとめた省レベルのデフォルトリスクに焦点を当てる。

城投債を発行しているLGFVの数と城投債発行残高を省別に整理すると、江蘇省と浙江省の2省が突出している（図表3）。ただし、上位15地域のなかには、四川省、安徽省、陝西省、貴州省などがあり、内陸部でも城投債を積極的に発行していることが分かる。中国では、城投債発行残高は「東多西少、南密北疎」（東部に多く、西部に少なく、南部は過

密で、北部は過疎)とされる。これは上場しているLGFVの数が影響しているとされる(注12)。内陸部の地域は上場LGFVが1社程度であるが、江蘇省は56社、浙江省は42社ある。

(3) 隠れ債務の元凶

LGFVは、資本および経営の両面で地方政府の影響下にある国有企業であるが、「有限責任公司」ないし「有限公司」として登記されるため、日本の「第三セクター」に似た存在と位置付けることが出来る。総務省の「第三セクター等の状況等に関する調査結果」によれば、日本には2021年時点で5,250の法人があるが、その4割が赤字であり、5割超が地方自治体から補助金を交付されている(総務省 [2021])。

中国のLGFVが直面する問題も基本的にこれと同じであるが、LGFVがインフラ投資の担い手として重用されてきたため、その債務は桁違いに大きい。中央政府が、LGFVによるインフラ投資を重用したのは、自身の財政赤字を拡大することなく、経済の底上げを図ることが出来たためである。特に2008年のリーマン・ショックに端を発する金融危機への対応として打ち出された4兆元の景気刺激策は、LGFVなしには実行しえなかったといえる。

4兆元は2008年のGDPの12.4%に相当し、その全てを財政で手当すると財政赤字が大幅

に拡大する。これを回避するため、4兆元のほとんどはLGFVが銀行から資金を借り入れることで賄われた。实体经济への資金供給量を示す社会融資規模統計を見ると、銀行融資は2009年に41兆円でGDP比146.9%と、前年の同119.0%から27.9%ポイントも上昇したのに対し、2009年の財政赤字はGDP比3.1%と前年の同0.4%から2.7%ポイントの小幅な上昇にとどまった。

4兆元の景気対策が打ち出される前は、1980～2008年の平均経済成長率が10%を超えていたように、中国経済は非常に力強い成長を続けており、LGFVはデフォルトと無縁で、中国経済を支える存在として高く評価されていた。ところが、4兆元の景気刺激策が終わり、その副作用に目が向けられるようになると、LGFVに対する評価は変わり、中国国内でもLGFVは地方政府の債務統計に反映されない隠れ債務(中国語「隱性債務」)を増やす元凶と目されるようになった。

日本の会計検査院にあたる審計署は、2013年6月の地方政府の債務残高が17.9兆元と、2010年からのわずか3年半で1.7倍に増加したことを明らかにした。同署は、地方政府債務を、まず地方政府債券など政府が返済責任を負うことを明示した直接的債務と隠れ債務の2つに分け、次に隠れ債務を地方政府が返済を保証した偶発的債務と「暗黙の政府保証」により地方政府が返済責任を負う可能性がある曖昧な債務の2つに分け、曖昧な債

務が最も顕著に増えていること、そして、それがLGFVによるものであることを明らかにした（図表4）。

地方政府が返済責任を負う可能性がある曖昧な債務とは、LGFVが返済に行き詰まった際に、政府がどこまで返済責任を負うかが明確ではない債務である。銀行借入における「暗黙の政府保証」とは、LGFVが返済に行き詰まった際に地方政府が介入し、返済を完了させるという地方政府、LGFV、銀行の3者間の暗黙の了解を指すが、それはあくまで「暗黙」であるため、実際にどこまで保証するかについての明確な合意はない。

債券における「暗黙の政府保証」とは、国有企業の債券はかならず償還される「剛性兑付」を意味する（注13）。中国では、社債の償還が出来なくなる国有企業が出現し始めて

いるが、「剛性兑付」が崩れる気配はない（三浦 [2021a]）。背景には、デフォルトを返済能力があるにもかかわらず、不適切な資金管理によって返済がわずかに遅れた「技術的デフォルト」と、返済能力がない「実質的なデフォルト」に分け、LGFVのデフォルトを前者に分類していることがある（注14）。S&Pも同様の理由からLGFVがデフォルトを起こした事例はないとしている（注15）。

しかし、財政資金に限りがある以上、「剛性兑付」が未来永劫続くということはありません。非標のデフォルトは、2023年1～4月に73件と過去最高の水準にあるとされるように（注16）、その予兆と見られている。その多くは技術的デフォルトとされており、今のところLGFVの信用力に悪影響を与えないとされているが（注17）、返済能力に見合わな

図表4 債務の性質と借入主体別に見た地方政府債務残高

年月	分類	直接的債務		隠れ債務				合計	
				偶発的債務		曖昧な債務			
		億元	%	億元	%	億元	%	億元	%
2010年	債務残高総額	67,110	100.0	23,370	100.0	16,696	100.0	107,175	100.0
	LGFV	31,375	46.8	8,144	34.8	10,192	61.0	49,711	46.4
	政府部門	15,818	23.6	9,158	39.2	0	0.0	24,976	23.3
	経費補助事業単位	11,234	16.7	1,552	6.6	4,404	26.4	17,190	16.0
	その他	8,682	12.9	4,516	19.3	2,100	12.6	15,298	14.3
2013年6月	債務残高総額	108,859	100.0	26,656	100.0	43,394	100.0	178,909	100.0
	LGFV	40,755	37.4	8,833	33.1	20,116	46.4	69,704	39.0
	政府部門	30,913	28.4	9,684	36.3	0	0.0	40,598	22.7
	経費補助事業単位	17,762	16.3	1,032	3.9	5,157	11.9	23,951	13.4
	その他	19,429	17.8	7,107	26.7	18,120	41.8	44,656	25.0

（資料）審計署 [2011, 2013] より日本総合研究所作成

い金額の非標を発行しているLGFVが多いため、技術的デフォルトから実質的デフォルトに移行するのではないかと懸念されている。

非標の実質的デフォルトが連鎖的に発生すると市場に認識されれば、その影響が城投債全体、そして、銀行借入に及び、LGFVが資金繰りに行き詰まるのは必至である。これがS&Pだけでなく、フィッチやムーディーズといった格付け会社が警戒するシナリオである(注18)。城投債の実質的デフォルトは社債市場、そして債券市場全体に悪影響を与えるであろう。

2023年4月の城投債発行残高は13兆7,243億元と、右肩上がり推移しており(図表5)、社債発行残高の4割強を占める(注19)。非

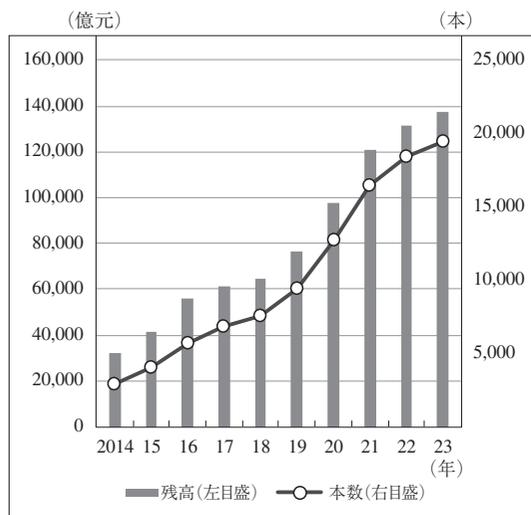
標を除く城投債のデフォルトは、1993年から2023年5月までの期間でわずか6件しかなく、その全てが技術的デフォルトとされる(注20)。つまり、中国は非標か城投債かにかかわらず、LGFVの実質的デフォルトを経験したことがない。それが「暗黙の政府保証」や「剛性兑付」というこれまでの常識を覆し、市場に大きな影響を与えるのは間違いない。財政基盤の弱い地域で実質的デフォルトが起これば、それが同様の問題を抱える地域に次々に伝播する、連鎖的デフォルトに発展すれば、金融の安定性が揺らぎ、中国は容易には回復出来ないダメージを被ることになる。LGFVの実質的デフォルトは中国経済を揺るがす新たなリスクとして浮上しているのである。

(4) 高まるLGFVのリスク

非標のデフォルト増加に象徴されるように、LGFVのデフォルトリスクは年を追って高まっている。以下では、Windのデータを利用し、非標を含む城投債の質の変化に着目し、LGFVのデフォルトリスクが高まっていることを明らかにする。

第1は、城投債の格付けが低下傾向にあることである。中国における格付けは理論的には21段階に分かれる仕組みとなっているが、実際にはほとんどの債券が「AAA」、「AA⁺」、「AA」、「AA⁻」、「A⁺」の上位5段階に入っている。このうち「AAA」と「AA⁺」という上位の格付けを与えられた城投債が全体に

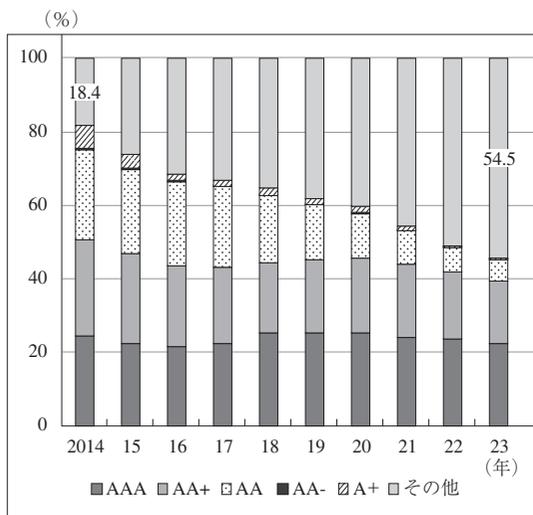
図表5 城投債発行残高



(注) 2023年は4月値。

(資料) Windより日本総合研究所作成

図表6 城投債発行残高の格付け別構成

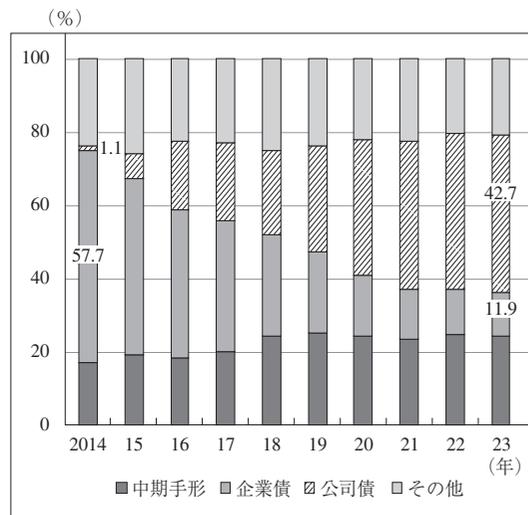


(注) 2023年は4月値。
(資料) Windより日本総合研究所作成

占める割合は、2023年4月に39.6%と2014年の46.7%から低下した(図表6)。最上級の「AAA」の社債がデフォルトを起こすなど(注21)、中国企業による格付けの信頼性が高いとはいえないが、高格付けの城投債が減少していることは、LGFVの業績が悪化していることを示している。

第2は、格付けのない城投債が増えたことである。これは図表6の「その他」に該当し、私募債が増えたことを意味する。私募債は、不特定多数の投資家を対象に市場を通じて募集される公募債とは異なり、少数の投資家が直接引き受けるため、格付けの付与が義務化されていない。公募債の代表的なものとして国家発展改革委員会の承認を得た国有企業が

図表7 城投債発行残高の種類別構成

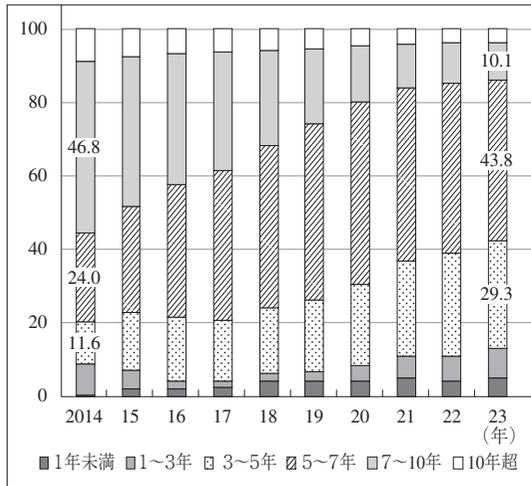


(注) 2023年は4月値。
(資料) Windより日本総合研究所作成

発行する「企業債」、私募債の代表的なものとして上場企業が発行する「公司債」があるが、城投債に占める前者の割合は2023年4月に11.9%と、2014年の57.7%から大幅に低下する一方、後者の割合は1.1%から42.7%に上昇した(図表7)。これは上場LGFVによる城投債の発行が増えたことを意味する。

第3は、城投債の償還期間が短くなっていることである。2023年4月における城投債の償還期間別の残高を見ると、5～7年が最も多く、全体の46.8%を占め、これに続くのは3～5年で29.3%である(図表8)。2014年は7～10年が46.8%を占めており、償還期間が短くなってきたことが分かる。インフラ投資が収益を生むまでにはかなりの時間を要す

図表8 城投債発行残高の償還期間別構成
(%)



(注) 2023年は4月値。
(資料) Windより日本総合研究所作成

るため、LGFVは長期資金を調達したいはずである。にもかかわらず、償還期間が短くなっていることは、資金繰りに窮するLGFVが増えていることを示唆する。

なお、城投債は海外でも販売されている。ドル建てオフショア城投債の発行残高は、2022年4月で846億ドルと、城投債発行残高の9.4%を占めるにすぎないことから、城投債のリスクは主に中国国内にある（注22）。ただし、2019年のドル建てオフショア城投債の発行残高は280億ドルで、全体の5.7%にすぎなかったことを踏まえれば、LGFVはオフショア城投債の発行に前向きで、その割合はさらに上昇する可能性がある。

もっとも、中央政府はこの動きをけん制し

始めている。国家発展改革委員会は、2022年8月に期間1年を超えるオフショア債の発行を認可制にする方針を明らかにし（注23）、国家外為管理局も2023年に入りオフショア城投債の発行を抑制し始めた（注24）。その一方、深圳市、広州市、成都市などの地方政府は、半導体、バイオテクノロジー、新エネルギー向けの資金をカタールやサウジアラビアなど中東諸国の政府系ファンドに求めている（注25）。LGFVがここに加わるか否か。中央と地方のどちらの思惑が優先されるかによってオフショア城投債の残高は変化することとなる。

- (注1) 「中国、地方政府系企業の土地購入禁止 『隠れ負債』警戒」2022年11月1日 日本経済新聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM27BF60X21C22A0000000/>)
- (注2) 中国政府によるLGFVの定義については、以下の2つの通知を参照。「國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知」2010年6月10日 中国政府網. (http://www.gov.cn/zhengce/content/2010-06/13/content_1942.htm?trs=1)
- (注3) 「國務院力挺銀行保障房貸款 融資平台或將開閘」2011年9月21日 房天下. (https://jh.news.fang.com/2011-09-21/5929734_all.htm)
- (注4) 市場を介さない非標のデータは入手が難しいが、中国の調査会社Windは信託会社などの債券目録見書や年報などからデータを拾うかたちで作成している。
- (注5) 「中国人民銀行 中国銀行保險監督管理委員會 中国証券監督管理委員會 国家外彙管理局公告」[2020] 第5号 2020年7月3日 中国政府網. (http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-07/04/content_5524110.htm)
- (注6) 「70万億有息債務結構幾何? 3000余家城投最新財報出爐, 部分省份広義債務率已超400%」2023年5月6日 財聯社. (<https://www.cls.cn/detail/1342946>)。なお、ここでは「非標」の内訳は示されていないが、有利子負債合計から銀行融資と城投債を引いたものを「非標」と見なした。
- (注7) 「到底什麼是地方政府融資平台?」2019年9月14日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/340548151_120265457)

- (注8) 「中建政研智库| 県級平台公司国企改革之路」2022年7月22日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/569566498_100119971)
- (注9) 図表2で示される城投債発行残高(13.9兆元)は、図表4で示される城投債発行残高(13.7兆元)と異なる。データはいずれもWindに依拠するが、その理由は不明である。
- (注10) 地級市レベルの行政単位には、その他に①自治州(30)、②盟(3)があり、区・県レベルの行政単位には、①自治県(117)、②旗(49)、③自治旗(3)、特区(1)、林区(1)があるが、これら地域で城投債を発行しているLGFVは少ないため、それらを除いて行政単位を算出した。
- (注11) 「粤開証券: 311個地市州政府債務全景(2022)」2023年2月27日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/646849493_114984)
- (注12) 「城投入股上市公司知多少?江蘇、浙江、山東、広東較多」2022年5月19日 雪球. (<https://xueqiu.com/4467173154/220363289>)
- (注13) 羅・劉 [2016] は、無担保城投債と担保付城投債の発行利回りに有意な差がないことから、市場は無担保城投債でも「暗黙の政府保証」があると見なしているとした。また、三浦 [2021a] では、社債発行主体のEBIT有利子負債倍率と社債の国債との金利差である信用スプレッドの間には何の相関もない、つまり、企業の債務返済能力が高いからといって低い金利で資金を調達出来ているわけではないことを示している。
- (注14) 「省心話固収| 城投債信用風險如何?」2023年5月26日 搜狐網. (http://news.sohu.com/a/679096333_121118715)
- (注15) “Record overseas debt raises risks at Chinese local government financiers – S&P”, 11 January, 2023, S&P Global. (<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/record-overseas-debt-raises-risks-at-chinese-local-government-financiers-8211-s-p-73769131>)
- (注16) 「城投解惑系列之五十七: 2023年以来的城投風險事件有所增加」2023年5月15日 新浪財經. (http://stock.finance.sina.com.cn/stock/go.php/vReport_Show/kind/10/rptid/737494716126/index.phtml)
- (注17) 「城投非標違約影響不到標債!」2023年2月7日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/638129769_121607902)
- (注18) “LGFV Loan Restructurings May Rise in China’s Weaker Regions” 18 January 2023, Fitch Ratings. (<https://www.fitchratings.com/research/banks/lgfvlloan-restructurings-may-rise-in-chinas-weaker-regions-18-01-2023>), “LGFV Bond Monitor: Local governments intensify efforts to curb LGFV debt risks”, 31 May 2023, Moody’s. (https://www.moody.com/research/Local-Government-Financing-Vehicles-LGFVs-China-LGFV-Bond-Monitor-Local-Sector-Depth-PBC_1365352?lang=ja&cy=jpn)
- (注19) “China’s cities are on the verge of a debt crisis”, 23 February 2023, The Economist. (<https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/02/27/chinas-cities-are-on-the-verge-of-a-debt-crisis>)
- (注20) 「省心話固収| 城投債信用風險如何?」2023年5月26日 搜狐網. (http://news.sohu.com/a/679096333_121118715)
- (注21) 「中国の石炭大手、格付け『AAA』の社債デフォルト 河南省の国有企業、債務連鎖で地域金融危機も」2020年11月30日 東洋経済Online. (<https://toyokeizai.net/articles/-/388987>)
- (注22) 「城投美元債」2022年11月14日 雪球. (<https://xueqiu.com/4461362041/235340788>)
- (注23) 「中国、オフショア債発行で企業に認可義務付けへー 期間1年超が対象」2022年8月30日 Bloomberg. (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-08-30/RHETBAT1UM0W01>)
- (注24) 「中国当局、融資平台による外債発行の監督強化= 関係筋」2023年3月18日 ロイター. (<https://jp.reuters.com/article/china-debt-lgfvlregulations-idJPKCN2LF0YG>)
- (注25) 「[FT] 資金難の中国の地方政府、中東ファンドに熱視線」2023年5月15日 日本経済新聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCB151LD0V10C23A5000000/>)

2. 表面化する LGFV のリスク

2022年後半に入り、貴州省や江蘇省の一部の都市で政府がLGFVの債務の再編や抑制に乗り出す事例が相次いだ。その一方、深圳市などの都市ではLGFVが不動産開発企業に代わり、土地使用権を入札するようになった。これらは、LGFVが中国経済の新たなリスクとして浮上してきたことを示唆する。

(1) 貴州省遵義市のLGFVの債務再編

貴州省トップの諶貽琴共産党委員会書記は、2022年7月、金融機関を集めた会合において、質の高い経済発展を支援することが金融機関の主要な政治的任務であるとしたうえ

で、①水利、交通、エネルギー、環境保護、新しいインフラ分野の主要プロジェクトへの融資を増やすこと、②中小企業や零細企業に対する元本と利息の繰延返済を認めること、③債務返済期限の延長、利下げ、借換えなどの様々な方法でデフォルトリスクを軽減し、金融危機を回避すること、の3つを要請した(注26)。

これを受け、2022年末、貴州省遵義市を代表するLGFVの遵義道橋建設集団が地元銀行と156億円の融資返済期限の延長で合意した。それは返済期限を20年延長し、最初の10年間は金利だけを、次の10年間で元本を返済し、金利も当初の7%から3~4.5%に引き下げるというもので、銀行側が一方的に譲歩する異例の内容であった(注27)。

遵義道橋建設集団は1993年に設立され、遵義市の高速道路、都市インフラ、工業団地などの開発、建設および運営を手掛ける有限責任会社であるが、遵義市の国有資産管理監督委員会が株式の100%を保有する「国有独資」企業でもある。債務再編に至った理由は、工業団地などのインフラ投資が期待された収益を上げることが出来なかったためとされる。同集団は、2020年に非標の一部がデフォルトに陥っていたため、今回の融資返済期限の延長は十分に予見されたものであった。

中国国内で遵義道橋建設集団の融資返済期限の延長が注目を集めたのは、銀行側が一方的に譲歩する異例の内容であったのと同時

に、融資返済期限の延長が同集団だけの特例措置にとどまらない可能性があったためである。遵義市政府は、2022年6月に銀行に債務の再編および金利引き下げに協力を要請する通知を出しているが(注28)、これは決して同市の独断ではなく、中央政府のお墨付きを得たうえで進められており、融資返済期限の延長は貴州省の他の都市のLGFVに広がる可能性がある。

「中央政府のお墨付き」とは、2022年1月、国務院(政府)の「新時代の西部開発の新しい道を切り開く貴州省を支持する意見」を受け(注29)、財政部が同年9月の「貴州省が財政統治能力の向上を加速し、質の高い発展の新たな道を切り開くことを支援する実施計画」によって(注30)、貴州省をLGFVと金融機関が協力して隠れ債務の問題を解決する試験地域に指定した事実を指す。

2018年から2022年7月までの期間で、160件に及ぶ非標のデフォルトのうち、半分の81件が貴州省の事案であり、同省が試験地域に指定されたのは決して偶然ではない(注31)。貴州省に次ぐのは、雲南省(17件)、河南省(12件)、四川省(11件)、内モンゴル自治区(9件)で、これらの地域も貴州省と同様に、政府がLGFV救済を銀行に要請する可能性がある。

(2) 江蘇省揚州市のLGFVの債務が「制御不能」に

ロイターは、2023年4月、江蘇省揚州市にある高郵経済開発区と宝応経済開発区という2つの経済開発区の債務が「制御不能」であると報じた（注32）。経済開発区は地方政府と同様にLGFVを設立する行政主体のひとつである。この問題は日本でほとんど報じられていないが、それを手がかりに江蘇省全体に視野を広げると、隠れ債務を増長させるLGFVの危うさが浮かび上がる。

第1は、LGFVが高コストの資金調達に依存していることである。宝応経済開発区の場合、非標の金利は7.37%で、債務全体の2割を占める（注33）。商業銀行の場合、2023年4月時点で貸付期間1年の金利が1.75～2.0%、5年ものが2.75～4.0%であることから、同開発区は高コストの資金調達に依存していたといえる。揚州市政府は、非標を銀行借入に切り替えるなど、資金調達構造の最適化を図り、債務全体の金利を6%以下に抑えるよう指示した。

高コストの資金調達方法として問題視されたのが「定融商品」である。同商品は非標のひとつで、「定向工具」とも称される。具体的には、LGFVが特定の投資家に元本と利息を一定期間内に返済することを約束した金融商品を指す。定融商品は、一般的に期間は1～2年、利回りは最低でも8～9%で、

10万元から購入可能であるため（注34）、高い利回りを求める個人投資家に広がったものの、2022年に入りデフォルトが頻発したため、揚州市政府は2つの開発区に定融商品の新規発行を禁止した。

また、融資仲介業者に支払う高い仲介手数料も問題視された。仲介手数料とは、資金の需要者であるLGFVと供給者を結びつける融資仲介業者に支払われる手数料を意味する。融資仲介業者には、商業銀行、証券会社、保険会社の他に、コンサルティング会社も含まれる。融資仲介業者のなかには、高額のコンサルティング料を取り、融資契約をまとめるブローカー（中国語「資金掮客」）も多い。

中国では仲介手数料について明確な規定があるわけではないが、2023年1月に湖南省人民検察院が公表した贈収賄事件を見ると、湖南省のある都市の融資仲介業者はLGFVに合計11億元を斡旋した手数料として3.3%に相当する3,600万元の手数を請求したとされる（注35）。揚州市のLGFVがどの程度の仲介手数料を支払ったかは明らかにされていないが、それに近い手数料を支払っていた可能性がある。揚州市は手数料を0.5%以内に抑制するよう指導した（注36）。

第2は、一連の問題は揚州市の2つの経済開発区にとどまらないことである。江蘇省は、揚州市の2つの経済開発区の問題が表面化する1年前の2022年3月、22の市と区・県のLGFVに対する監査の結果を明らかにしてい

る（注37）。そこでは、①海安市、②新沂市、③南通市通州区、④溧陽市、⑤常州新北区、⑥宿遷市宿城区、⑦揚州市江都区、⑧淮安市青江浦区、⑨淮安市洪沢区、⑩南京市浦口区、⑪南京市溧水区、⑫建湖県と、その他の地域でも、LGFVの債務が「制御不能」であるとされた。前出の図表3で見たように、江蘇省は城投債が最も盛んに発行されている地域であり、「制御不能」と評されるLGFVが江蘇省に出現したのは決して偶然ではない。

第3は、LGFVの資金調達汚職の温床になっていることである。上述した湖南省の事例では、高い手数料を支払ったLGFVの総経理が710万元の賄賂を融資仲介業者から受け取るという贈収賄が露見したため、手数料が明らかになった。揚州市の経済開発区では贈収賄の有無は明らかにされていないが、高い手数料には仲介を依頼したLGFV幹部への見返りが含まれている可能もある。

江蘇省淮安市規律検査委員会は2022年2月に、融資仲介業者の違法利益21億6,300万元を回収するとした（注38）。鎮江市は、前述した江蘇省のLGFVの監査に含まれていないが、2022年1月にLGFVの資金調達を調査した結果、県レベルの幹部3人を含む合計22人の幹部党員と10人の融資仲介業者が贈収賄にかかわり、16億元近くの被害を受けたことを明らかにした。融資仲介業者は競争入札ではなく、LGFVが任意の事業者を指名することが多いため、汚職が起こりやすい。

ここに非標が加わると問題は一段と悪化する。非標は全てが銀行や証券会社によって事前に精査されるわけではないため、LGFVの自由度が高い。2022年1～5月のわずか5カ月で、江蘇省だけでなく貴州、湖南、浙江、四川などの省で43人のLGFVの董事長が規律検査監督委員会の調査対象になっている。中国国内でさえ、LGFVが1万社を超えることを踏まえれば、明るみになっているのは「氷山の一角」とする見方がある（注39）。

(3) LGFVが土地使用权入札へ

2022年に入りLGFVが注目を集めた問題として、土地使用权を購入するLGFVが増えたことがあげられる。地方政府は、住宅開発を進めるため、保有する土地の長期使用权を入札によって不動産開発企業に販売してきた。土地使用权の販売収入は「土地使用权譲渡収入」とされ、地方政府の税収などからなる一般公共预算収入と特別会計に相当する政府性基金収入の2つを合わせた歳入全体の約4割を占める最大の財源となっている（図表9）。

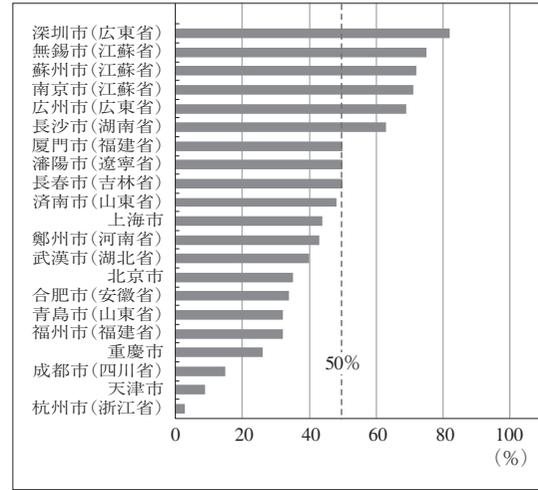
しかし、政府が2020年9月に債務削減を促すことを目的に導入した「三道紅線」によって（注40）、不動産開発企業は資金繰りが悪化し、土地使用权を購入する余裕がなくなった（三浦 [2021a]）。また、ゼロコロナ政策によって需要が低下し、住宅価格が低迷したことも、不動産開発企業の土地使用权購入意欲を引き下げる一因となった。2022年の土地

図表9 土地権利譲渡収入とその地方政府の歳入に占める割合



(注) 歳入は一般公共予算収入と政府性基金収入の合計。
(資料) 財政部資料より日本総合研究所作成

図表10 土地権利の落札に占めるLGFVの割合 (区画数ベース)



(注) 2022年11~12月。
(資料) Bloomberg 資料より日本総合研究所作成

土地権利譲渡収入は前年比23.3%減の6兆6,854億元と、2015年以來の大幅減となり、地方財政を直撃した。2022年の地方政府の歳入全体でも、前年比10.9%減の18兆2,574億元と、統計が遡れる2007年以降で最大の減少幅となった。

LGFVによる土地権利の購入は、財政がひっ迫した地方政府による窮余の策であったといえる。LGFVの主業務は公益性の高いインフラの整備であり、一般的な住宅開発は不動産開発企業が担ってきたため、LGFVは自らの意思ではなく、政府の依頼により土地権利を購入したと考えられる。ブルームバーグによれば、2022年11~12月に土地権利

の競売を実施した21の大都市のうち9都市で、半分以上の区画がLGFVによって落札された(図表10)。不動産専門のシンクタンク中指研究院は、2022年の土地権利取得面積が多い上位100社のうち73社がLGFVで、その数は前年の3倍以上に増えたとする(注41)。

購入した土地が収益を生まない場合、それはLGFVの不良資産となり、債務増大の要因となる。LGFVの債務は地方政府が保証しているため、LGFVによる土地権利の購入は、売り手と買い手が実質的に同じであることを意味する。中国の不動産開発企業は民営企業だけでなく国有企業もあり(三浦[2021])、

国有不動産開発企業が土地使用权を購入していることを踏まえれば、LGFVが購入することに大きな問題はないように見える。しかし、恒大集団に端を発する不動産開発企業の相次ぐデフォルトのなかに、華潤置地などの国有企業が含まれていたように（注42）、政府は国有不動産開発企業のデフォルトを容認することで、不動産開発企業と一定の距離を保ち、彼らの債務削減を促してきた。

一方、LGFVは地方政府に代わって公的インフラを整備する役割を担っていることから、不動産開発企業に比べ政府との距離が近い。そのデフォルトは地方政府の信用問題に直結するため、地方政府としてはLGFVのデフォルトを簡単に認めるわけにはいかない。「LGFVの債務」＝「地方政府の債務」である以上、LGFVによる土地使用权の購入は本来控えなければならない。LGFVが購入した土地が収益を生まなければ、購入代金は間違いなく地方政府の債務となる。

財政部はこれを懸念し、2022年10月に国有企業が土地使用权を購入することを禁じる通知を出し（注43）、隠れ債務の増大に歯止めをかけようとした（注44）。しかし、実際には図表10で見るとそれが順守されている様子はない。地方政府の財政難はひっ迫の度合いを増しており、彼らはもはや財政部の通知に従う余裕がないのである。

LGFVによる土地使用权の購入は地方財政を一時的に潤すものの、最終的に地方政府の

債務となるのは確実である。中国では住宅の主たる購買層である30代の人口が2030年代前半に8,500万人と、2022年の1億1,190万人から2,690万人も減少するため、住宅需要が往時の勢いを取り戻すことはない（三浦[2023a、2023c]）。都市化や高学歴化に伴う少子化の進展も住宅需要の減退に拍車をかける（三浦[2023c]）。住宅価格の大幅な上昇により、土地が莫大な収益を生み出すという成功方程式はもはや成立しなくなっている。

中指研究院は、2021年と2022年に購入された土地の着工率は、2022年末時点でそれぞれ67%と31%であるが、LGFVが購入した土地の着工率はそれを大きく下回り、38%と8%にすぎないとする（注45）。同院は、その理由をLGFVによる土地使用权の購入は地方政府の財政下支えが目的であるためとしている。

(注26) 「省委書記主持召开金融機構座談会，希望金融機構加大对水利等領域的信貸投放」2022年7月10日 商業新知. (<https://www.shangyexinzi.com/article/4998894.html>)

(注27) 「遵義道橋貸款重組後，還有哪些地區城投面臨償債壓力？」2023年1月23日 界面新聞. (<https://www.jiemian.com/article/8739581.html>)

(注28) 「貴州城投怎麼看？」2022年8月1日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/573429582_480400)

(注29) 「國務院關於支持貴州在新時代西部大開發上闖新路的意見」国發〔2022〕2号2022年1月26日 中国政府網. (http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-01/26/content_5670527.htm)

(注30) 「財政部關於印發《支持貴州加快提升財政治理能力奮力闖出高質量發展新路的實施方案》的通知」財預〔2022〕114号2022年8月25日 財政部. (http://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengwengao/wg2022/wg202211/202301/t20230111_3862828.htm)

(注31) 「城投企業非標風險事件實証分析」2022年11月22日 易網. (<https://www.163.com/dy/article/HMQO>)

- JO060519QIKK.html)
- (注32) 「中国、地方融資平台2社で『制御不能』債務発覚 是正措置講じる」2023年4月12日 ロイター. (<https://jp.reuters.com/article/china-debt-igfv-idJPKBN2W908C>)
- (注33) 「江蘇某地發文:要求城投融資成本壓降至6%以下,定融產品不再統發」2023年4月11日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/665544644_121123903)
- (注34) 「2022年,城投發了多定融?」2023年1月23日 財聯社. (<https://www.cls.cn/detail/1237418>)
- (注35) 「多地追繳融資中介領域違規獲利數十億 隱債化解仍為工作重點」2023年2月8日 同花順財經. (<http://stock.10jqka.com.cn/rzrq/20230208/c644709743.shtml>)
- (注36) 「高郵經濟開發區党工委揚州市委專項巡察整改進展情況的通報」2023年4月6日 揚州監督委員會. (<http://jjw.yangzhou.gov.cn/yzjw/xsxc/202304/49efc6ef261c440986541c3fe9987b1a.shtml>)
- (注37) 「江蘇多市縣被点名債務管控不到位,融資中介問題突出!」2023年4月4日 新浪網. (<https://finance.sina.com.cn/wm/2023-04-14/doc-imyqizvp0386997.shtml>)
- (注38) 「某地追繳融資中介領域違規獲利21.63億元」2023年2月8日 新浪財經. (<https://finance.sina.com.cn/money/bond/2023-02-08/doc-imyeyaiy3165254.shtml>)
- (注39) 「43家城投公司領導被抓附名錄」2022年7月24日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/571071572_121123772)
- (注40) 「三道紅線」とは3つのレッドラインを意味し、①前受金を除く負債資産比率70%以下、②純負債比率100%以下、③保有現金の短期債務比率100%以上という目標を設け、その達成度によって有利子負債をどこまで増やせるかが決まる仕組みである。詳しくは、三浦[2022b]を参照。
- (注41) 「一年超160家城投退出政府融資平台」2023年2月28日 商業新和. (<https://www.shangyexinzi.com/article/6740553.html>)
- (注42) 「央企華潤置地會發生商票違約,目前仍有逾1.5億元商票有待兌付」2022年12月15日 中華網. (<https://sd.china.com/bgt/20000939/20221215/25698115.html>)
- (注43) 「關於加強“三公”經費管理嚴控一般性支出的通知」2022年10月9日 財政部. (http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/202210/t20221008_3844654.htm)
- (注44) 「中国、地方政府系企業の土地購入禁止 『隠れ負債』警戒」2022年11月1日 日本経済新聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM27BF60X21C22A000000/>)
- (注45) 注41に同じ。

3. 急速に膨らむ LGFV 債務の位置づけ

IMFはLGFVの債務を含む中国全体の債務を独自に推計している。以下では、隠れ債務であるLGFVの債務がどのくらいの規模を有するのかを明らかにしたうえで、政府債務や企業債務など他の債務との比較を通じて、中国全体の債務構造の変化を振り返り、それが経済にどのような影響を与えたのかについて考察する。また、政府債務比率の国際比較により、LGFVが中国を債務大国に押し上げていることを指摘する。

(1) 中国におけるLGFV債務の位置づけ

IMFのデータ(注46)を整理すると(図表11)、次のことが指摘出来る。

第1は、LGFVが地方政府全体の債務残高を増やす主因となっていることである。2018年時点で35兆元、GDP比38%であったLGFVの債務残高は2023年に66兆元、同53%と、GDP比で15%ポイントの上昇となる見込みである。一方、地方政府債務残高は18兆元、GDP比20%から、40兆元、同32%へと増加し、GDP比で12%ポイントの上昇にとどまり、その増加幅はLGFVより小さい。LGFVと地方政府債務を合わせた地方政府全体の債務残高はLGFVによって押し上げられている。

第2は、LGFVが隠れ債務増加の主因となっていることである。隠れ債務は、LGFV

図表11 IMFによる中国の非金融セクターの債務残高の推計値

借入主体	分類	兆元							GDP比(%, %ポイント)						
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	23-18年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	23-18年
非金融セクター債務	a=b+i	227	252	285	315	348	380	153	248	254	278	277	291	306	58
広義の政府債務	b=c+f	74	85	101	115	132	151	77	80	86	98	101	112	121	41
政府債務	c=d+e	33	38	47	53	61	69	36	36	39	45	47	52	55	19
中央政府	d	15	17	21	23	26	29	14	16	17	20	20	22	23	7
地方政府	e	18	21	26	30	35	40	22	20	22	25	27	30	32	12
隠れ債務	f=g+h	41	47	54	62	71	82	41	44	47	53	54	60	66	22
LGFV	g	35	40	45	50	57	66	31	38	40	44	44	48	53	15
政府引導基金	h	6	7	9	12	14	16	10	6	7	9	10	12	13	7
民間セクター債務	i=j+k	153	166	184	199	215	228	75	167	168	180	175	180	184	17
家計	j	48	55	63	71	73	75	27	52	56	62	62	61	61	9
企業	k	105	111	121	128	142	153	48	115	112	118	113	119	123	8

(注1) 2021年以降は推計値。企業にはLGFVを含まない。小数点以下の四捨五入により合計は足し上げ値と一致しない。

(注2) LGFVの債務は有利子負債に相当する。

(資料) IMF [2023a] より日本総合研究所作成

と政府引導基金を合わせたものに相当する。政府引導基金の債務残高は2018年に6兆元(GDP比6%)とLGFVの6分の1の規模である。しかも、その残高は2023年に16兆元(同13%)と金額的には小幅な増加にとどまると見込まれるため、隠れ債務の増加はもっぱらLGFVによるものといえる。

第3は、隠れ債務がもはや「隠れ」という形容に相応しくない規模になっていることである。2018年の隠れ債務は41兆元(GDP比44%)で、中央政府と地方政府を合わせた政府債務33兆元(同36%)との差は8兆元(同8%ポイント)であったが、隠れ債務の増加ペースが政府債務を上回ったため、2023年の隠れ債務は82兆元(GDP比66%)となり、政府債務の69兆元(同55%)との差は13兆元

(同11%ポイント)へと、一段と拡大する見込みである。

第4は、LGFVが広義の企業債務残高を押し上げていることである。ここでいう広義の企業債務とは、企業債務にLGFV債務を加えたものを指す。経済主体別に見ると、債務残高そのものは企業が最も多い。しかし、2018~2023年の企業債務残高の増加幅はGDP比で見ると8%ポイントの上昇にとどまり、LGFVの15%ポイントを下回る見込みである。LGFVは国有企業であるため、このことは国有企業が興隆する一方で、民営企業が衰退する「国進民退」が進んでいることを表している。

第5は、中国経済が国家資本主義色を強めていることである。政府債務に隠れ債務を加

えた広義の政府債務残高は、2018年に74兆元（GDP比80%）で、家計と企業を合わせた民間セクターの債務残高153兆元（同167%）と、GDP比でまだ87%ポイントの差があった。しかし、その差は2023年に63%ポイントに縮小すると見込まれる。IMFは、広義の政府債務残高が2027年にGDP比149%に達する一方、民間セクターの債務残高は同163%に低下し、両者の差は一段と縮小すると見ている（IMF [2023a]）（注47）。これは習近平政権下で市場経済化が後退しているという指摘（注48）と符合する。

中国経済におけるLGFVの役割が強まるのに伴い、LGFVの資金繰り悪化が経済に与える影響も必然的に大きくなる。IMFは、S&PのCapital IQというデータベースから財務諸表が入手可能な1万4,000社の非金融中国企業（内訳はLGFVでない国有企業が2,200社、民営企業が8,300社、その他の所有形態の企業が1,500社）がLGFVとどのような資本関係にあるかを分析し、5,610社がLGFVからの出資を受けるなど、なんらかの資本関係にあるとしている（IMF [2022b]）。LGFVは民営企業の投資を補完する機能を有しており、その資金繰り悪化は地域全体の投資を下押しし、経済を停滞させる。

(2) 政府債務の国際的位置づけ

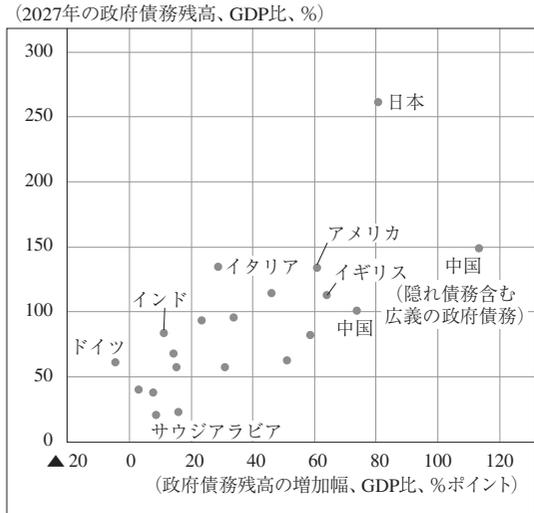
LGFVの債務残高の増加は、国際的に見た中国の政府債務の位置づけにも大きな影響を

与える。中国の政府債務については、地方政府債務の急拡大が懸念材料であるものの、中央政府の債務増加が抑制的であるため、全体としては深刻な水準にあるとはいえないとされてきた。IMFの世界経済見通し（2023年4月）によれば、2022年の中国の政府債務残高はGDP比77%と、データの採れる188カ国中57位で、日本（261%、1位）、イタリア（145%、5位）、アメリカ（122%、12位）、スペイン（112%、18位）、フランス（111%、19位）を大きく下回る。

しかし、4兆元の景気刺激策が実行される前の2008年からIMFが予想する2027年までの約20年間のGDP比で見た政府債務残高（図表11のc）の増加幅と、それに伴う2027年の国際社会における政府債務残高の位置づけを見ると、上の評価はもはや妥当ではないといえる。世界経済に与える影響が大きいG20を比較対象とすると、中国の政府債務残高の増加幅は74%ポイントと、日本の81%ポイントに次ぐ高さで、イギリス（64%ポイント）、アメリカ（61%ポイント）を上回る。2027年の政府債務残高はGDP比101%と、G20のなかで6位となる（図表12）。

ここで示した中国の値は上述したLGFVの債務を含まない。隠れ債務を含む広義の政府債務（図表11のb）の残高を図表12にプロットすると、中国の増加幅は113%ポイントと日本を上回り、G20のなかで最大となり、2027年の政府債務残高もGDP比149%と、日

図表12 G20の2008～2027年の政府債務残高の増加幅と2027年の政府債務残高



本に次ぐ水準となる。潜在成長率の低下に伴い、インフラ投資による景気底上げ効果に対する期待は今後一段と高まることから、隠れ債務が財政の健全性と金融の安定性を脅かす、経済成長の重しとなるのは間違いない。

少子高齢化という人口構造の変化によって社会保障関連支出が増えることも、財政圧迫要因となり、中国を図表12の右上に押し上げると見込まれる。人口高齢化により年金や医療などの支出が増えることから、財政がひっ迫の度合いを増すのは明白だ(三浦[2023c])。財政部が社会保険基金に交付している補助金は2022年に2.3兆元である。これはLGFVの債

務より規模が小さいものの、10年間で4.3倍と増加ペースが非常に速く、中央政府にとって最大の財政赤字要因になると見込まれる。

- (注46) 中国には国有企業のなかからLGFVを抽出することを可能にする明確な法的区分がないため、LGFVの債務についての政府統計は存在しない。IMFは、2013年の審計署のLGFVに対する検査結果に基づいて、中国のLGFV債務残高を推計してきた。2020年以降は中国の銀行間市場を監督する自主規制機関である中国銀行間市場交易商協会 (NAFMII) がLGFVと認定した債券発行企業の財務諸表に基づく推計方法を採用している (IMF [2022b])。
- (注47) 2018年と2023年の民間セクターの債務残高はオフショア社債を含むが、2027年の同残高はオフショア社債を含まないため、比較のペースが若干異なる。ただし、オフショア社債の残高は、2023年でGDP比6%である。詳しくは、IMF [2023a] を参照。
- (注48) 「中国『改革』後退、市場が懸念 共産党大会で習氏の言及減」2022年10月22日 日本経済新聞。 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM202PL0Q2A021C2000000/>)

4. LGFV が抱えるデフォルトリスク

隠れ債務の増加によって、LGFVのデフォルトリスクが高まっているものの、リスクの時間的・地理的分布は決して一様ではない。リスクはいつ、どの地域で顕在化する可能性が高いのか。この問題を城投債と地方政府債の発行額から償還額をひいた純調達額の推移、そして、財政力に対する債務残高の比率で測った債務比率の推移という視点から検証する。

(1) 純調達額から見たリスク

LGFVのデフォルトリスクは、城投債の償

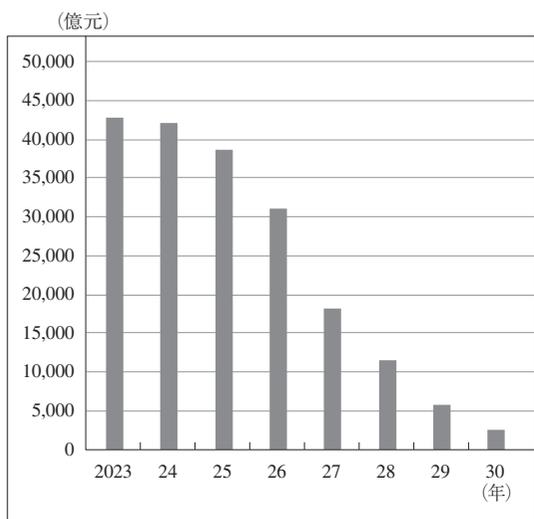
還額の多寡によって左右される。城投債の発行残高を増やしてきたLGFVにとって、償還の負担は年を追って重くなる。城投債の償還スケジュールを見ると、2023年の償還額が4兆2,883億元と最も多く、過去最高水準に達する（図表13）。2023年は3～4月に月の償還額が6,000億元を超え、償還のピークとなるとされたが、5月末時点で、城投債のデフォルトは起こっていないため、LGFVはひとまずピークを乗り切ったといえる。

しかし、それで安心するわけにはいかない。2024年以降の償還額は、LGFVが新たな城投債を発行すれば、当然ながら図表13より増える可能性がある。IMFは、LGFVは収入の8～9割を銀行借入や城投債の発行などの外部

からの資金調達に依存する一方で、支出に占める資本支出の割合は5割を下回る、つまり、支出はインフラ投資ではなく、利払いなどの運営費や金融資産への投資に向けられているとし（図表14）、LGFVの債務返済能力は低く、借入でかろうじて操業を続けている状態にあることを明らかにした。LGFVはデフォルトリスクが高まっているからといって、城投債の発行を止めるわけにはいかない。

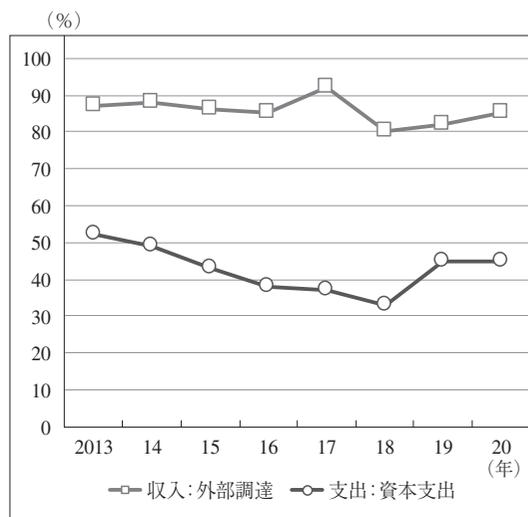
城投債は今後も順調に償還され続けるのであろうか。城投債のリスクが注目されるようになったことを受け、その発行額は従来にならぬ変化をみせるようになってきている。2022年の城投債の発行額は前年比13.1%減の4兆7,567億元と、2017年以来の減少となった。その一

図表13 城投債の償還額



(注) 2023年5月時点の集計。
(資料) Windより日本総合研究所作成

図表14 LGFVのキャッシュフローに占める外部資金と資本支出の割合



(資料) IMF [2022] より日本総合研究所作成

方、2022年の償還額は同16.1%増の3兆6,521億元であったことから、発行額から償還額を引いた純調達額は同52.5%減の1兆1,045億元であった（図表15左）。

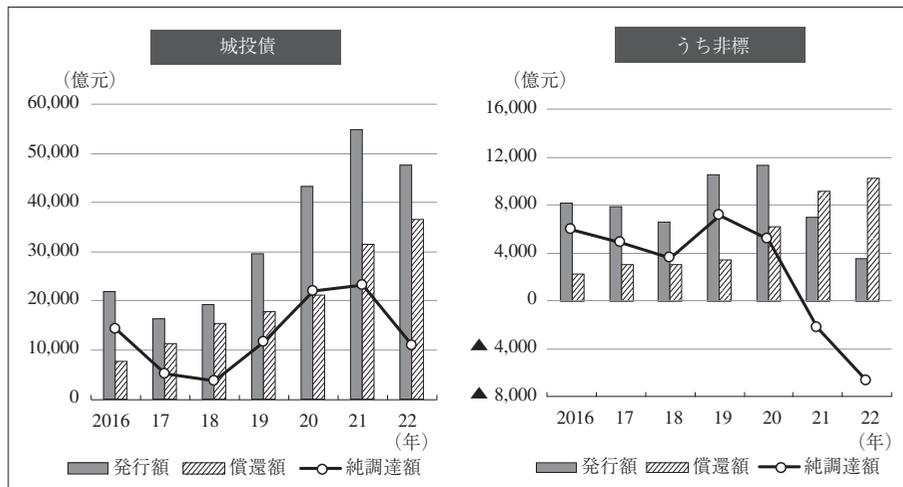
城投債の純調達額の減少には、非標の純調達額が2020年に減少し、2021年からマイナスになったことが影響している（図表15右）。2020年に1兆1,333億元に達した非標の発行額は、2021年に前年比38.5%減の6,975億元、2022年に同48.6%減の3,583億元と2年連続で減少する一方、償還額は右肩上がりが増え続けた。2020年に5,150億元であった償還額は、2021年に前年比48.9%増の9,203億元、2022年に同11.8%増の1兆296億元となった。

2021年以降に非標の発行額が減少したのは、国家発展改革委員会が2020年8月に「新

型都市化建設に対する特別企業債発行要綱に関する通知」を公布し（注49）、非標を都市化特別社債という標準化債権資産を対象にした債券に切り替えることを認めると同時に、中国人民銀行が「信託投資会社の信託基金管理に関する当面の措置」（注50）により、信託会社の業務の規範化を進めたことにより、非標による資金調達が難しくなったことがある。

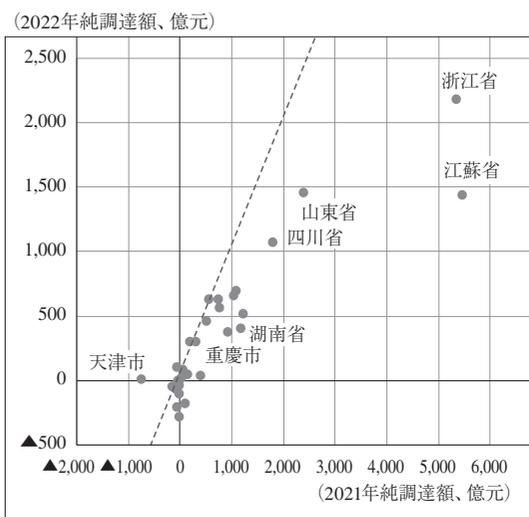
非標を含む城投債の2021年と2022年の純調達額をプロットしたのが図表16である。2022年の城投債の純調達額はほとんどの地域が依然としてプラスを維持している。純調達額が2021年からどのように変化したか、その減少幅（点線からの距離）に注目すると、大きい順に①江蘇省（4,030億元減）、②浙江省（3,162

図表15 城投債と非標の発行額、償還額、純調達額



(資料) Windより日本総合研究所作成

図表16 地域別に見た城投債の純調達額
(2021～2022年)



(注) データが有効な24省・市・特別区。
(資料) Windより日本総合研究所作成

億元減)、③山東省(946億元減)、④湖南省(771億元減)、⑤四川省(730億元減)となる。GDPとの対比で見ると、2022年の城投債の純調達額減少の影響は江蘇省と浙江省が大きい。

城投債の純調達額は、新規発行によって増やすことが出来るため、城投債が今後も安定的に発行出来るか否かがそのデフォルトリスクに大きな影響を与える。今後、城投債の発行が抑制されることになれば、デフォルトリスクはやはり2023年が最も高いといえる。しかし、デフォルトを回避するために、城投債の発行が促されることになれば、デフォルトリスクは2024年以降に繰り延べされることに

なる。

城投債の発行額がどのように推移するかは予断を許さない。財政部は、2023年3月の「2022年中央地方予算執行報告書および2023年中央地方予算案」において、2023年は隠れ債務を抑制するとした(注51)。その一方、ゼロコロナ政策の転換に伴い経済が上向くことを前提に、2023年の城投債の発行額は増加に転じるとする見方もある(注52)。資金繰りに窮するLGFVの新規城投債発行意欲が高まっているのは間違いない。

2023年1～5月の城投債発行額は前年同期比25.4%増の2兆5,299億元であった。ただし、償還額も同40.2%増の1兆8,537億元となったため、純調達額は同2.8%減の6,761億元となった。それでも、マイナスであった発行額の伸び率が大幅なプラスに転じたことは、デフォルトの回避という切実な状況に置かれた地方政府の行動により、財政部の意向が無視されていることを意味する。

(2) もうひとつのリスクー地方政府債務

城投債の連鎖的デフォルトが起きるか否かは、地方政府債の純調達額によっても左右される。地方政府債の発行は、原則として認められてこなかったが、地方政府の財源不足を補うとともに債務の透明性を高めることを目的に、2015年の改正予算法(注53)によって、上限付きで認められるようになった。地方政府債には、一般公共予算に組み入れられ、主

に赤字補填に用いられる「一般債」と、政府性基金予算に組み入れられ、公益性の高いインフラ整備の資金となる「特別債」(中国語「专项債」)の2つがある。

2023年3月の残高は、一般債が14.5兆元、特別債は22.2兆元である(図表17)。地方政府債残高は合計で36.7兆元と、城投債の2.7倍の規模となる(前出の図表5参照)。ただし、地方政府は銀行借入など債券発行以外の資金調達を認められていないので、地方政府債残高が城投債残高より多いからといって、地方政府がLGFVより多くの債務を抱えているわけではないことに留意が必要である(前出図表11参照)。

地方政府債は、中央政府によって発行限度

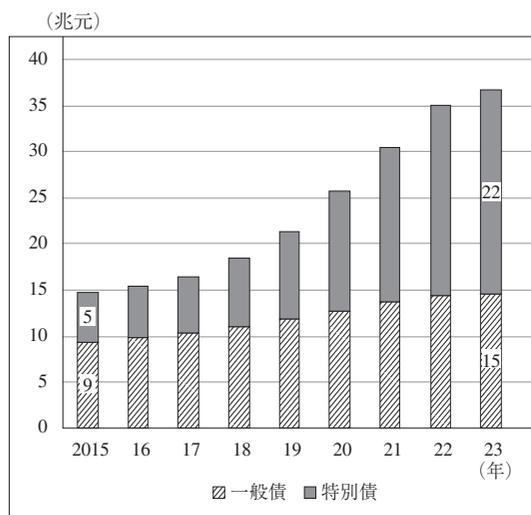
額が設定されていること、また、償還の原資が安定していることから、城投債に比べデフォルトリスクは低い。また、地方政府にとって地方政府債は城投債よりも返済の優先順位が高いことから、デフォルトが起こると想定されておらず、実際にデフォルトに陥った地方政府債はない。

地方政府債が城投債のデフォルトリスクに影響を与えるのは、その償還額が増えるのに伴い、地方政府の財政力が低下し、城投債の償還にまで手が回らなくなる可能性があるためである。地方政府債の返済負担が大きい地域ほど城投債の金利が高いことから(IMF [2022b])、市場もそうした認識を持っているといえる。

地方政府債の償還のピークは、城投債より3年遅い2026年で、償還額は3兆861億元となる(図表18)。しかし、2030年まで2兆5,000億元前後の償還が続くことから、LGFVのデフォルトリスクが高まっても、それを救済する余裕がなくなる地域が出現してもおかしくない。ここで重要になるのは、地方政府債も城投債と同様に、純調達額が減少するか否かである。2022年の地方政府債の発行額は前年比1.6%減の7.4兆元と、わずかではあるが減少したため、純調達額も同4.8%減の4.6兆元と、2019年以来の減少となった(図表19)。

地方政府債の純調達額も地域による差が大きい。2022年の同債の純調達額は全ての地域がプラスを維持しているため、2022年の純調

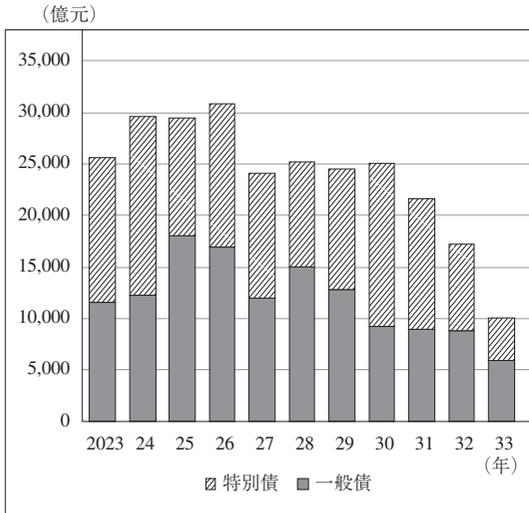
図表17 地方政府債の残高



(注) 2023年は3月値。

(資料) CEICおよび財政部資料より日本総合研究所作成

図表18 地方政府債の償還額

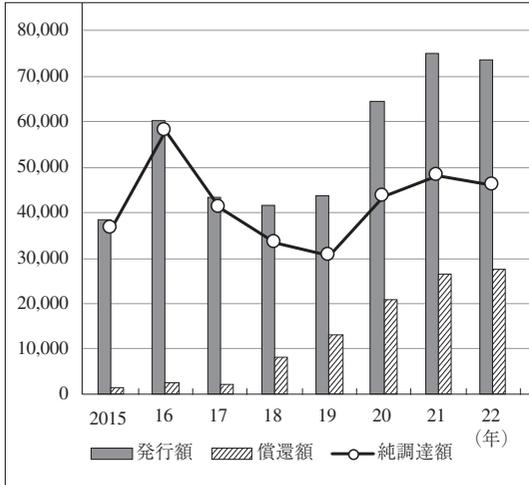


(注) 2023年5月時点の集計。
(資料) Windより日本総合研究所作成

達額が前年比でどのように変化したかに目を向けると、データが有効な24省・市・自治区のうち、純調達額が減少したのは13地域にとどまり、城投債に比べ減少地域は少ない(図表20)。純調達額の減少幅は、大きい順に①北京市(912億元減)②天津市(752億元減)、③広東省(548億元減)、④重慶市(352億元減)、⑤安徽省(253億元減)である。

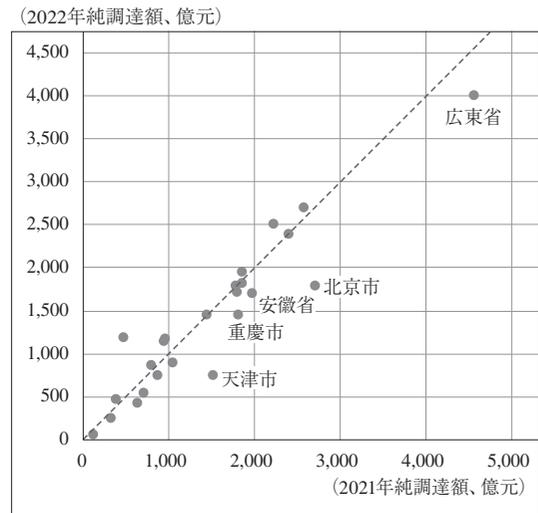
このうち北京市、天津市、広東省の純調達額の減少は発行額の大幅な減少を受けたものであり、今後も発行が抑制されれば、純調達額は一段と減少することとなる。しかし、地方政府債の純調達額の減少幅は城投債に比べ規模が小さいため(前出の図表16参照)、城

図表19 地方政府債の発行額、償還額、純調達額



(資料) CEICおよび財政部資料より日本総合研究所作成

図表20 地域別に見た地方政府債の純調達額(2021~2022年)



(注) データが有効な24省・市・特別区。
(資料) Windより日本総合研究所作成

投債のデフォルトリスクに影響を与えるのはやはり城投債の発行額の抑制に伴う純調達額の大幅な減少といえそうである。2023年1～3月の地方政府債の純調達額は前年同期比4.7%増の1兆7,473億元と、わずかながら伸び率がプラスに転じた。発行額の伸び率が前年同期比15.6%増と、前年実績の前年比1.6%減から反転したことが大きい。

(3) 城投債のリスク評価

城投債のデフォルトは、これまでもそうしてきたように債券の新規発行によって回避可能である。しかし、それはいずれかの時点で破綻する。中長期的な視点に立って城投債のデフォルトリスクを改めて評価すれば、リスクは地方政府の財政力に対する債務残高の比率、具体的には城投債に地方政府債を加えた広義の地方政府債務残高の比率によって左右される、と考えることが出来る。

Windでは、地方政府の総合財政力に対するLGFVの銀行融資と城投債からなる有利子負債残高に、一般債と特別債からなる地方政府債務残高を加えた債務の比率を広義の地方政府債務比率として、地方政府ごとの財政ひっ迫度を示す指標として公表している。総合財政力とは、地方政府独自の収入である、①一般公共予算収入、②政府性基金収入、③地方政府傘下の国有企業からの移転収入である国有資本経営収入の3つに、①一般公共予算移転収入、②政府性基金移転収入という中

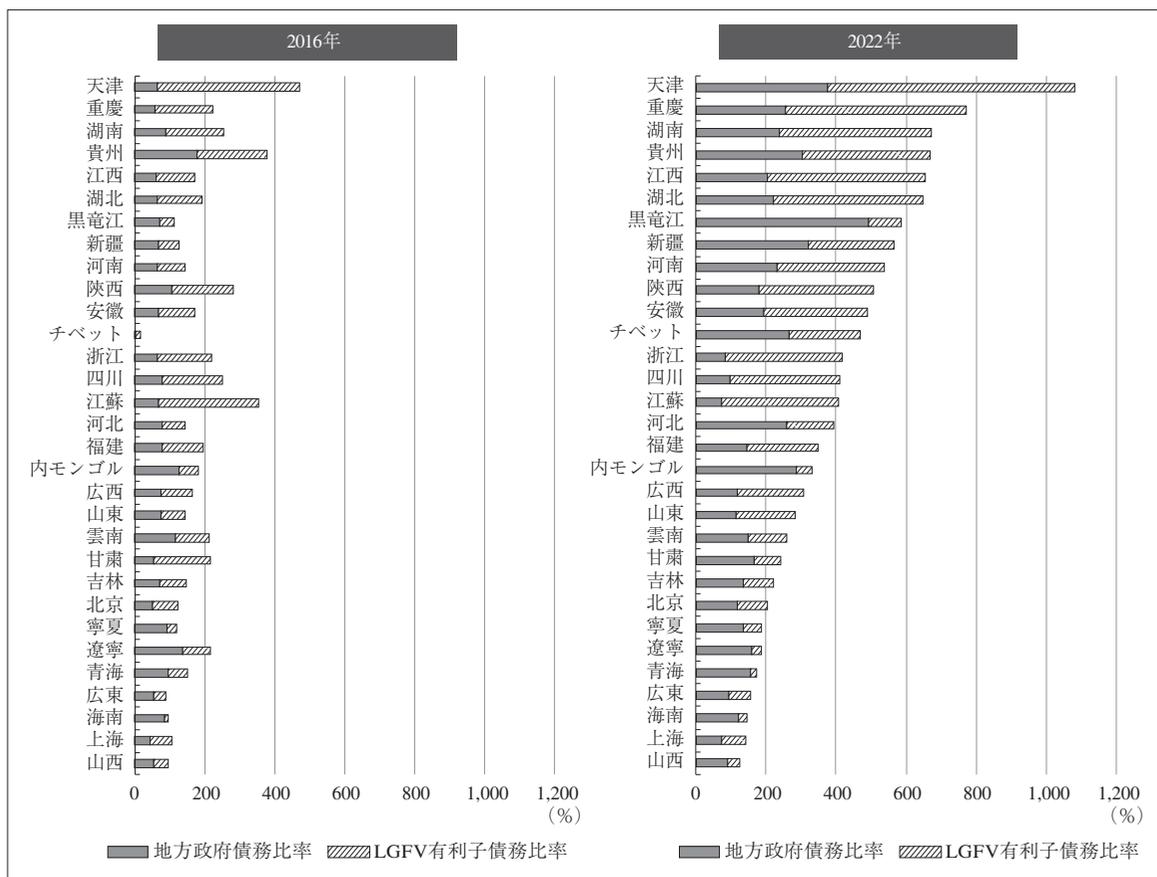
央政府からの2つの移転収入を加えたものである。

なお、広義の地方政府債務比率は分子に地方のGDPを用いることも出来るが、一部の地域では中央政府からの一般公共予算移転収入が独自収入である一般公共予算収入を上回ることから、GDPよりも総合財政力を用いた方が財政ひっ迫度を正確に捉えることが出来る。2022年の一般公共予算収入と一般公共予算移転収入を見ると、沿海部以外の地域では概ね後者が前者を上回る。

ここでは、広義の地方政府債務比率を地方政府債務比率とLGFVの有利子債務比率に分け、2022年とデータが遡れる2016年を比較してそれぞれがどのように変化したのかについて明らかにした(図表21)。なお、図表21は両年とも2022年の広義の地方政府債務比率の高い順に並べている。2016年から2022年に至る各年の具体的な数値については、巻末資料を参照されたい。

広義の地方政府債務比率は地域による差が非常に大きい。2022年の同比率を見ると、高い順に①天津市(1,081.0%)、②重慶市(777.1%)、③湖南省(672.1%)、④貴州省(667.3%)、⑤江西省(656.2%)となる。財政のひっ迫度を表す債務比率は分母となる地域の総合財政力によって左右されるため、前出の図表3で見た城投債の発行残高とは順番が全く異なる。なかでも、天津市の広義の地方政府債務比率は唯一1,000%を超え、突出

図表21 広義の地方政府債務比率（地方政府債務比率+LGFV有利子債務比率）の変化（2016年と2022年）



(注1) 地方政府債務比率=地方政府債残高(一般債+特別債)/総合財政力、LGFV有利子債務比率=LGFV有利子負債残高(銀行融資+非標を含む城投債)/総合財政力、広義債務比率=(地方政府債残高+LGFV有利子負債残高)/総合財政力。
 (注2) 総合財政力=一般公共予算収入+政府性基金収入+国有資本経営収入+中央政府からの移転収入。
 (資料) Windより日本総合研究所作成

している。

2016年との比較で広義の政府債務比率の上昇が著しいのは、①天津市(608.4%ポイント上昇)、②重慶市(549.1%ポイント上昇)、③江西省(484.7%ポイント上昇)、④黒竜江省(474.5%ポイント上昇)、⑤湖北省(453.4%

ポイント上昇)の順である。100%ポイント超の上昇を記録した地域は、31省・市・自治区のうち19省・市・自治区に及び、ほとんどの地域で広義の政府債務比率が大幅に上昇している。同比率が低下したのは遼寧省(30.4%ポイント低下)だけである。

広義の地方政府債比率の上昇を地方政府債務比率とLGFV有利子債務比率の2つに分けると、前者の上昇率が高いのは、①黒竜江省(420.3%ポイント上昇)、②天津市(314.0%ポイント上昇)、③チベット自治区(261.2%ポイント上昇)、④新疆ウイグル自治区(261.2%ポイント上昇)、⑤重慶市(198.1%ポイント上昇)の順となる。地方政府債は中央政府が承認した枠内で発行されることから、これらの地域は地域間経済格差の是正や産業振興などの点から重視されている地域、あるいは、中央政府が財政赤字を容認せざるを得なくなった地域と考えることができる。

一方、LGFV有利子債務比率の上昇率が高いのは、①湖北省(296.6%ポイント上昇)、②天津市(294.5%ポイント上昇)、③湖南省(265%ポイント上昇)、④河南省(227.8%ポイント上昇)、⑤安徽省(191.8%ポイント上昇)の順である。LGFV有利子債務比率が低下したのは、①甘粛省(86.3%ポイント低下)、②遼寧省(50.2%ポイント低下)、③青海省(39.0%ポイント低下)、④山西省(7.2%ポイント低下)、⑤内モンゴル自治区(6.2%ポイント低下)だけである。上位の地域は財源不足を補うためにLGFVが盛んに活動しているが、下位の地域は内陸部にあり、高成長が期待出来ないことから、LGFVによる資金調達に余地が限られる。

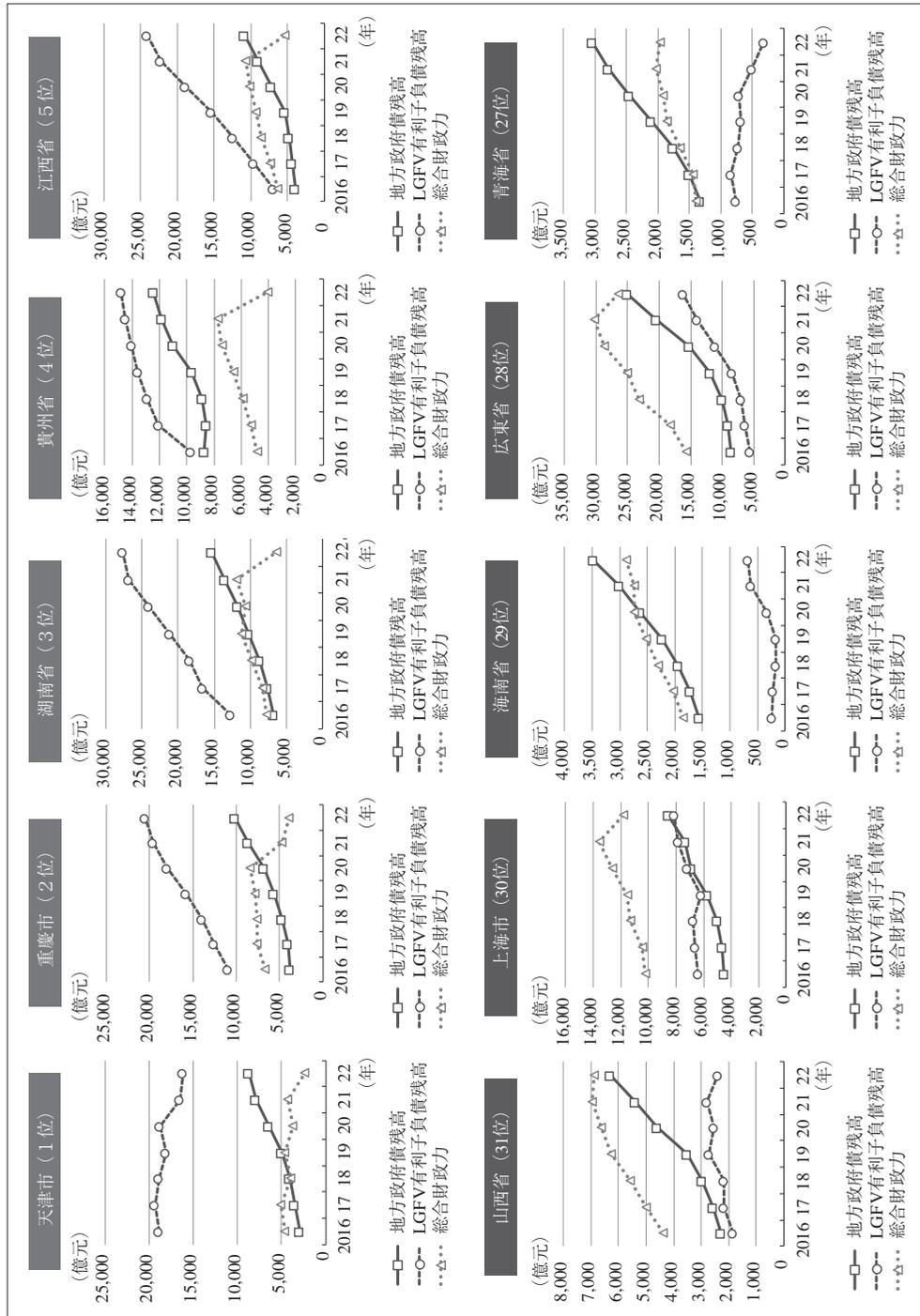
広義の地方政府債務比率が高い地域と低い地域を分けるものは何か。その理由を、同比

率を構成する3つの要素—①地方政府債務、②LGFV有利子負債、③総合財政力—の水準と2016～2022年の変化に求めると、広義の地方政府債務比率が高い地域は2016年時点でLGFV有利子負債残高>総合財政力>地方政府債残高となっており、LGFVへの依存度が高いのに対し、低い地域は、総合財政力>地方政府債残高>LGFV有利子負債残高と、LGFVへの依存度が低いことが分かる(図表22)。天津市の広義の地方政府債務比率が一貫して高いのは、LGFVへの依存度が極端に高いためである。

その一方、広義の地方政府債務比率、地方政府債務比率、LGFV有利子債務比率の高低と経済規模や地域属性との間に明確な相関関係は見当たらない。中国のラストベルトと称される東北部のなかでも、遼寧省と吉林省はいずれも下位に位置するが、黒竜江省は上位に入る。北京市や上海市といった沿海大都市、あるいは、広東省、江蘇省、山東省、浙江省といった産業集積があり、経済規模が大きい沿海部の地域は、総じて中位以下に位置し、債務残高を増やす動きが抑制されている。上位に入るのは天津市を除けば、重慶市、湖南省、貴州省、江西省、湖北省などの中部ないし西部にある中程度の経済規模の地域である。

上位にある地域は、総合財政力に見合わないかたちでLGFV有利子負債残高を膨らませてきたところに、2022年の土地使用権譲渡取

図表22 広義の地方政府債務比率が高い5省・市と低い5省・市と低い5省・市の地方政府債務残高、LGFV有利子負債残高、総合財政力の推移



(資料) Windより日本総合研究所作成

入の急激な減少によって、広義の地方政府債務比率が急上昇してしまった、という共通点もある。総合財政力の低下は、下位の上海市でも起こっているが、総合財政力がLGFV有利子負債と地方政府債残高を上回っているため、広義の地方政府債務比率の上昇幅が抑えられる。2022年の上海市の広義の地方政府債務比率は前年比29.1%ポイントの上昇にとどまった。

この対極にあるのが天津市である。同市の2022年の広義の地方政府債務比率は前年比505.4%ポイントの上昇となった。この背景には、同市の2022年の土地使用権譲渡収入が同65.1%減の379億元と、減少率では吉林省の65.7%減に次ぐ水準であったことがある(注54)。広義の地方政府債務比率が高い地域は、わずかな土地使用権譲渡収入の減少でも同比率が急激に上昇する。こうした地域では、住宅市場の低迷による土地使用権譲渡収入の減少は、もはや単なる財政の悪化ではなく、財政の持続可能性を根幹から揺るがす問題となっている。

LGFVへの依存度が極端に高い地域は、貴州省の遵義道橋建設集団の事例で紹介したように(前述の2.(1)参照)、城投債の新規発行を抑制するとともに、既存の城投債を金利の低い銀行借入などに切り替えなければ、LGFVがデフォルトを起こすことになる。天津市の2022年の広義の政府債務は2兆4,782億元に達し、それに伴う金利を2022年の

LGFVの資金調達における平均金利である5.4%と仮定すると(注55)、利払いは年間1,388億元となる。これは2022年の一般公共予算収入と政府性基金収入を合わせた歳入の61.1%にも相当する。

天津市は、中央政府の支援がなければ立ち行かないところに追い込まれており、重慶市、湖南省、貴州省、江西省もこれに近い状況にある。また、同じことは省レベルだけでなく、区・県および地級市といった下の行政レベルでも起きている。甘粛省の省都蘭州市では、LGFVが発行した城投債140億元が2023年に償還期限を迎えるが、これは同市の歳入の約半分に相当するという(注56)。

(注49) 「国家發展改革委弁公庁関于印髮/發鼎城新型城鎮化 建設專項企業債券髮/發行指引的通知」發改弁財金規[2020]613号 2020年8月11日 国家發展改革委員會。(https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/ghxwj/202008/t20200826_1236831_ext.html)

(注50) 「道可特研究 | 《信託公司資金信託管理暫行弁法(征求意见稿)》重点内容解讀」2020年8月24日 搜狐網。(https://www.sohu.com/a/414719187_528351)

(注51) 「関于2022年中央和地方預算執行情况与2023年中央和地方預算草案的報告」2023年3月15日 中国政府網。(http://www.gov.cn/xinwen/2023-03/15/content_5746960.htm)

(注52) 「2023年3月中国城投債市場運行報告: 城投債發行大幅增加 低等級城投債利差下行明顯」2023年4月24日 新浪財經。(http://stock.finance.sina.com.cn/stock/go.php/vReport_Show/kind/search/rptid/735674335766/index.phtml)

(注53) 「中華人民共和國預算法(2014年修正)」2016年6月1日 廣東省新聞出版局 (http://gbdj.gd.gov.cn/touch/zcfg/gifl/content/post_1761014.html)

(注54) 「1998-2021中国各省売地收入排行榜」2023年3月18日 易網。(https://www.163.com/dy/article/H2O14RB205158B67.html)

(注55) 「城投平均融資成本降至5.6%」2023年5月23日 搜狐網。(http://news.sohu.com/a/678143316_121503438)

(注56) 「中国、地方融資平台2社で『制御不能』債務覚

是正措置講じる」2023年4月12日 ロイター. (<https://jp.reuters.com/article/china-debt-lgfv-idJPKBN2W908C>)

5. LGFVの先行き展望

LGFVは今後どうなっていくのか。広義の政府債務比率が最も高い天津市のLGFVを取り上げ、先行きを展望する。政府はLGFVによる野放図な資金調達を抑制しようとしたものの、それらが効果を発揮することはなかったため、LGFVは今後も中国の経済成長の重しとなる。LGFVのデフォルトリスクはマグマのごとく堆積し、デフォルトが起きた際のマグニチュードは大きくなるばかりである。

(1) デフォルト回避を優先—天津城投集団の事例

S&Pなどの格付け会社は、LGFVが資金繰りに行き詰まり、デフォルトを起こすと予想する。しかし、①LGFVが抱える債務があまりにも大きいこと（前出図表11参照）、②LGFVのデフォルトは他のLGFVのデフォルトを引き起こす危険性があること、③LGFVは民営企業の投資を補完する機能を有することから（前出3.（1）参照）、地方政府は何を置いてもLGFVのデフォルトを防ぐと見られる。

このことは、広義の政府債務比率が最も高い天津市のLGFVである天津都市インフラ建設投資集团有限公司（以下、天津城投集団）

の事例を見ると分かりやすい。同集団の2022年の資産総額は8,946億元とLGFVとして中国最大であるが、負債総額も5,949億元と多く、負債比率は66.5%に達する。城投債発行残高は1,500億元を超え、2023年には元利を合わせ950億元の返済が必要となる。しかし、同集団の2022年の営業収入は213億元、純利益は24億元にすぎず、債務返済に充てられるキャッシュフロー残高は2022年末で175億元しかない（注57）。

天津城投集団は、明らかに城投債の償還が出来ない状況にあり、債券市場でも同社の城投債は価格が著しく低下（金利が上昇）した。そうしたなかで、同集団は城投債のデフォルトを回避している。それは、中国建設銀行、中国農業銀行、中国工商銀行などの大手国有銀行が天津銀行や渤海銀行などの地方銀行とともに、同集団の城投債を引き受けることで元利返済資金を融資しているためである。また、国家開発銀行などの政策金融機関が主導し銀行は同集団に対する融資枠を拡大している。2022年の融資枠は2021年から900億元増え、未使用の融資枠が2,588億元あるという（注58）。

天津城投集団の事例は、LGFVがもはや「暗黙の政府保証」ではなく、「公然の政府保証」によって守られていることを示す。天津市は地方政府債務比率が黒竜江省に次いで高く（前出図表22参照）、市政府にLGFVを救済する余力がないため、政策金融機関や大手国有

銀行に救済を仰いでいるかたちである。それら金融機関は中央政府の管轄であるため、天津城投集団は中央政府によって救済されているとって過言ではない。省レベルの城投債については、デフォルトは中央政府の介入により回避されるため、連鎖的デフォルトが起こる可能性は低いと見るのが妥当である。

地級市レベルやその下に位置する区・県レベルでも、城投債のデフォルトが起こる可能性はあるものの、あくまで散発的なものにとどまると見られる。城投債のデフォルトは、当該地方政府の財政が破綻したことを意味し、当該地方政府だけでなく、その地方を管轄する上級政府も資金繰りに困窮しているというメッセージを市場に発信しかねないため、区・県レベルのLGFVといえども、安易にデフォルトを起こすわけにはいかない。

黒竜江省の鶴岡市が2021年1月に実質的な財政破綻に陥ったように（三浦 [2023c]）、地方政府の財政破綻は先例がないわけではないことから、LGFVのデフォルトに端を発する財政破綻もそれほど深刻に捉える必要はないと見ることも出来る。しかし、鶴岡市の財政破綻は、石炭産業の衰退に伴い人口が減少しているにもかかわらず、支出の抜本的削減といった財政改革を先送りしてきた同市固有の要因によるもので、LGFVのデフォルトによるものではない。実際、同市の2020年の広義の政府債務比率は275.1%と、黒竜江省のなかでは低い部類に入る。

LGFVのデフォルトに端を発する財政破綻は、城投債への過度な依存が多く地方政府に共通する問題であること、また、上級政府や当該地方政府の管轄下にある隣接する他の地方政府の信用問題に波及しやすいことから、市場に与えるインパクトは鶴岡市とは比べものにならない大きさになると見ておく必要がある。このため、政府は省か区・県にかかわらず、城投債の連鎖的デフォルトにより、「暗黙の政府保証」が揺らいでいると捉えられるような事態に陥ることは是が非でも避けるはずである。

(2) LGFV問題の出口はどこに

城投債の発行が抑制されなければ、中国はLGFVが債務を返済するために銀行融資や城投債などによって新たな資金を調達するという「負のスパイラル」から抜け出すことが難しくなる。2027年の隠れ債務を含む広義の政府債務がGDP比149%と、日本に次ぐ水準になることを踏まれば（前出の図表12参照）、隠れ債務を削減する取り組みは出来るだけ早い時期に本格化させる必要がある。

その一環として進められているのが、「退平台」という市場退出によるLGFVの削減である。「退平台」とは、LGFVが政府の資金調達機能を引き受けないことで、地方政府から与えられていた「暗黙の政府保証」がなくなることを意味する。これは2010年6月の国務院の「地方融資平台の強化に関する通知」

(注59) によるもので、中央政府が隠れ債務の増加に強い危機感を示した政策と評価出来る。2010年から2023年2月までの間に「退平台」に至ったLGFVは3,366社に及ぶ。

しかし、単年ベースで見れば「退平台」はほとんど進んでいない。4割にあたる1,400社が、国務院の通知が出された翌年の2011年に「退平台」となったものの、その他の年は200社にも届かず、2022年は160社、2023年も2月時点で56社と低調で、通知の効果はわずか1年で消失したといえる。しかも、「退平台」の対象となっているのは城投債を発行していないLGFVとされ(注60)、「退平台」は多分に名目的なものであったといえる。財政部が禁止したにもかかわらず、LGFVが土地所有権を購入しているように、LGFVにかかわる政策は有名無実化したものが少なくない。

例えば、LGFVの野放図な資金調達に伴う隠れ債務の増加を抑制する政策は、2014年10月の「地方政府の債務管理を強化する国務院の意見」(注61)、2018年5月の「市場メカニズムの改善と対外債務および地方債務リスクの厳格な防止に関する国家発展改革委員会と財政部の通知」(注62)、2021年7月の「地方政府の隠れ債務リスクの防止と解決を改善するための銀保監会の意見」(注63)で繰り返し強調されてきたが、前出の図表11で見たようにLGFVの債務は増加の一途を辿ってきた。

2014年の「地方政府の債務管理を強化する

国務院の意見」においては、中央政府は隠れ債務を増やさないために、LGFVから資金調達機能をなく奪するという「ムチ」を用意し、それを使うために、2014年末までのLGFVの債務については地方政府債に移すことを認めるという「アメ」を提供したが、「アメ」を取られるだけに終わった。2015年は、前述した予算法の改正による地方政府債の発行容認と合わせ、地方政府債務の規範化を進める「改革元年」とされたが(注64)、見るべき成果は上がらなかった。

地方政府のモラルハザードが一向に是正されない背景には、やはりLGFVを通じたインフラ投資が中国経済を支えているという過去の成功体験から抜け出せないことがある。中国は、2000年代に3.5%であった全要素生産性(TFP)の年平均伸び率が2010年代に0.7%となる一方で(IMF [2020a])、人口減少により労働力の投入量が減少することから(三浦 [2023c])、経済の底上げは投資に頼るしかない。LGFVの規範化を進めようとする財政部の政策が機能しない背景には、LGFVを通じたインフラ投資の功罪を未だに客観的に判断することが出来ない中央政府の曖昧さが透けて見える。

こうしたことから、中国の政府債務はLGFVが主因となり、今後も増え続けると見込まれる。習近平政権が目先の経済成長よりも財政健全化を優先すると明言し、汚職の摘発を担う共産党中央規律検査委員会がLGFV

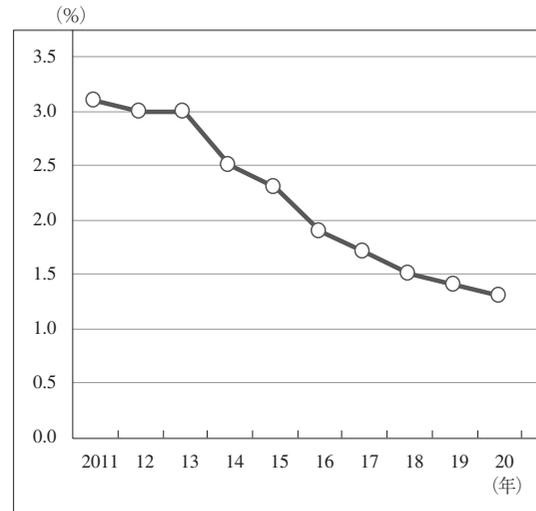
の一斉調査に乗り出すといった大胆な政策を打ち出さない限り、LGFVの債務が減少に転じることはないように見える。LGFVは、アメリカとの対立、不動産不況、人口減少と同様に明確な出口が見当たらない、中国経済の先行きに暗い影を落とす厄介な問題といえる。

(3) リスクの堆積が意味するもの

政府がLGFVのデフォルトを回避することが出来たとしても、LGFVの業績悪化に伴い、銀行のLGFV向け債権が不良債権化するのには確実である。中国の地場証券会社中泰証券研究所がLGFVの財務諸表を分析したところ、銀行などの債権者から調達した資金に対して、どれだけ効率的に利益を上げることが出来たかを表す投下資本利益率（Return On Invested Capital：ROIC）は2020年に1.3%と、2011年の3.1%から断続的に低下しているという（図表23）。これは、LGFVが発行する債券の平均利回り4.5%を大幅に下回り（注65）、LGFVの経営が行き詰まるのは明白である。

経済成長が鈍化し、人口減少も顕在化する中国では、インフラ・プロジェクトは以前のような収益を生み出さなくなっている。LGFVは一段と業績が悪化し、ますます債務の返済に窮することとなる。IMFは、利息の支払いを賄う収益を持たないLGFVが抱える債務は2020年で20.1兆元と、LGFV全体の

図表23 LGFVの投下資本利益率（ROIC）



(注) 中央値。

(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

債務の44%を占めるとし、LGFVのデフォルト率が5%に達しただけで、銀行の不良債権は75%増えると見る（IMF [2022b]）。サウスチャイナモーニングポスト紙は、LGFVが抱える債務は体力のない中小規模の地方銀行にとって「最後の藁」（last straw）であると評した（注66）。

政府はそうした事態に陥ることを回避するため、実際に銀行の不良債権比率が上昇することはないであろう。しかし、同比率が上昇しないからといって、LGFVの債務が金融の安定性を損なうというリスクがなくなるわけではない。貴州省の遵義道橋建設集団の事例で見たように、政府はLGFVの債務を肩代わりするわけではないことから、銀行の抱える

不良債権は実質的には変化しない。中国はLGFVのデフォルトをしばらく回避することが出来るかもしれないが、リスクが堆積することでデフォルトが起きた際のマグニチュードは大きくなるばかりである。

(注57) 「天津城投2022年負債合計5949.2億元、負債率為66.5%」2023年5月6日 樂居財經. (<http://m.lejucaijing.com/news-7060513931705760938.html>)

(注58) 「【城投策略專題|一】再定価の天津城投」2023年3月9日 新浪財經. (<https://finance.sina.com.cn/money/bond/2023-03-09/doc-imykfy9986527.shtml>)

(注59) 「國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知」国發〔2010〕19号 2010年6月13日 中國政府網. (https://www.gov.cn/zhengce/content/2010-06/13/content_1942.htm?ivk_sa=1024320u)

(注60) 「一年超160家城投退出政府融資平台」2023年2月28日 商業新和. (<https://www.shangyexinzi.com/article/6740553.html>)

(注61) 「國務院關於加強地方政府性債務管理的意見」国發〔2014〕43号 2014年10月21日 中國政府網. (https://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm)

(注62) 「國家發展改革委 財政部關於完善市場約束機制嚴格防範外債風險和地方政府債務風險的通知」2018年5月17日 國家發展改革委員會. (https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/201805/t20180517_962725_ext.html)

(注63) 「“15号文”及補充通知：城投生死劫」2022年1月12日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/516111819_577410)

(注64) 「2015：中國地方債務管理改革元年」2016年2月6日 財政部. (http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201602/t20160206_1680302.htm)

(注65) 「房地產業的困境和對策」2022年7月26日 第一財經. (<https://www.yicai.com/news/101485417.html>)

(注66) “How local governments’ debt crises will be the last straw for China’s small banks”, 27 February 2023, South China Morning Post. (<https://www.scmp.com/?module=masthead&pgtype=section>)

おわりに—モラルハザードの帰結

地方政府が管轄するLGFVの債務を返済出来ない場合は、上級政府が介入することから、

LGFVが抱える債務の返済責任は最終的に中央政府に転嫁される。これは、LGFVの債務が拡大する要因のひとつといえよう。LGFVの幹部が贈収賄で訴追されることはあっても、地方政府がLGFVの放漫経営を放置した責任を問われることはない。経済的にみても、デフォルトが起きない限り、LGFVの債務が地方経済に影響を与えることはなく、地方政府は、むしろ、責任転嫁の仕組みを利用して、LGFVの投資を一段と拡大するのが得策であるように見える。LGFVは明らかに地方政府のモラルハザードを誘発している。

しかし、債務比率の高い地方政府がその報いを全く受けないわけではない。このことは、広義の政府債務比率が最も高い天津市の予算支出を見ると分かりやすい。同市の、教育、社会保障・就業、衛生・健康という市民の生活に直結する生活関連分野の1人当たり支出は伸び悩みが著しく、2015～2018年に1.5%であった年平均伸び率は2019～2022年にマイナス0.1%と、減少に転じた。

一方、広義の政府債務比率が低い北京市における生活関連分野の支出の年平均伸び率は、それぞれ2.5%と0.8%である。天津市と同様に鈍化しているものの、伸び率はなんとかプラスを維持している。これは、北京市の広義の政府債務比率が天津市より低いことと決して無関係ではないはずである。天津城投集団が銀行の救済によりなんとか生き延びている状況下で、天津市政府はそれを無視して

予算支出を増やすわけにはいかない。

この問題は天津市の人口に影響を与えている。同市の人口は2016年の2,195万人をピークに減少に転じ、2022年には2016年比5.5%減の2,184万人となった。減少幅は小さいものの、黒竜江省の10.5%減、吉林省の8.5%減に次ぐ3番目の大きさで、遼寧省（3.4%減）、内モンゴル自治区（1.4%減）、甘粛省（1.1%減）を上回る。2022年の天津市の1人当たりGDPは11万9,235元と5番目の高さであることを踏まえれば、同市の人口減少はいかにも異様である。

人口減少は、住宅需要の減退を通じて土地使用権譲渡収入の減少を招来する。それにより必然的に広義の政府債務比率が上昇するため、生活関連分野の支出が減少する。それは出生率の低下や人口流出による人口減少を加速させ、経済は衰退に向かう。地方政府はLGFVの過剰債務を放置した責任から解放されているわけではなく、経済が徐々に衰退する「負のスパイラル」に陥ると見ておく必要があるだろう。そうした地域は今後ますます増えていくと見込まれる。

参考文献

(日本語)

1. 佐野淳也 [2021]. 「地方政府債務の増加が続く中国—地方融資平台が経済の不安定要因に—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2021 Vol.21 No.82. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/12813.pdf>)
2. 関辰一 [2022]. 「中国の地方政府が抱える債務、警戒ラインに」日本総合研究所『アジア・マンスリー』2022年9月号. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/asia/pdf/13655.pdf>)
3. 総務省 [2021]. 「第三セクター等の状況に関する調査結果の概要 (令和3年3月31日時点)」. (https://www.soumu.go.jp/main_content/000784201.pdf)
4. 津上俊哉 [2022]. 「3期日習近平政権は地方財政改革を急げ」公益財団法人日本国際問題研究所 研究レポート. (<https://www.jiia.or.jp/research-report/china-fy2022-04.html>)
5. 深澤映司 [2008]. 「第三セクターの破綻処理と地方財政」国立国会図書館調査及び立法考査局『レファレンス』平成20年6月号. (https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_999661_po_068902.pdf?contentNo=1)
6. 西村友作・東善明・坂下栄人 [2021]. 「中国地方政府債券の発行市場における市場メカニズム」日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.21-J-14. (https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2021/wp21j14.htm)
7. 三浦有史 [2013]. 「投資効率の低下が続く中国経済—金融・国有企業改革の実行が求められる習近平体制—」日本総合研究所『Research Focus』No.2012-19. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/6567.pdf>)
8. ——— [2014]. 「中国の成長鈍化は安定成長への序章か—金融と財政両面のリスクを検証する—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2014 Vol.14 No.54. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/7562.pdf>)
9. ——— [2021a]. 「過剰債務が映し出す中国の成長パターンの限界—国有企業と住宅投機が脅かす習近平政権の足元—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2021 Vol.21 No.83. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/12970.pdf>)
10. ——— [2021b]. 「恒大集団が示す中国成長パターンの行き詰まり—不動産税と相続税の本格導入が鍵に—」日本総合研究所『Research Report』No.2021-015. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchreport/pdf/12931.pdf>)
11. ——— [2022a]. 「習近平政権が掲げる「共同富裕」の実像」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2022 Vol.22 No.84. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/13190.pdf>)
12. ——— [2022b]. 「転換点を迎えた中国の住宅市場—経済腰折れ懸念によって遠のく共同富裕の実現—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2022 Vol.22

No.85. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/13400.pdf>)

13. ——— [2023a]. 『脱「中国依存」は可能か』中公選書
14. ——— [2023b]. 「ゼロコロナ政策の転換を巡る混乱と中国経済の中長期見通し」一般社団法人安全保障貿易情報センター『CISTEC Journal』2023年3月号
15. ——— [2023c]. 「人口減少が示す中国経済の近未来」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2023 Vol.23 No.88. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/13981.pdf>)

(英語)

16. IMF [2014]. “People’s Republic of China: Staff Report for the 2014 Article IV Consultation—Staff Report; Press Release; and Statement by the executive Director for The People’s Republic of China”, IMF Country Report No.14./235. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Peoples-Republic-of-China-Staff-Report-for-the-2014-Article-IV-Consultation-41799>)
17. ——— [2022a]. “2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for The People’s Republic of China”. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/01/26/Peoples-Republic-of-China-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-512248>)
18. ——— [2022b]. “People’s Republic of China: Selected Issues”, Volume 2022: Issue 022. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/01/26/Peoples-Republic-of-China-Selected-Issues-512253>)
19. ——— [2023a]. “People’s Republic of China: Staff Report for the 2022 Article IV Consultation— Staff Report; Press Release; and Statement by the executive Director for The People’s Republic of China”, IMF Country Report No.23./67. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/02/02/Peoples-Republic-of-China-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-529067>)
20. ——— [2023b]. “Financial stability risks have increased rapidly as the resilience of the global financial system has been tested by higher inflation and fragmentation risks.”. (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>)
21. S&P Ratings [2023]. “Weaker LGFVs Face Greater Pressure LGFV Credit Outlook 2023”. (https://www.spgchinaratings.cn/en/research/pdf/20230210_lgfv-outlook-2023_en.pdf)

(中国語)

22. 審計署 [2011]. 「2011年第35号：全国地方政府性債務審計結果」(http://www.gov.cn/zwqk/2011-06/27/content_1893782.htm)

-
23. ——— [2013]. 「全国政府性債務審計結果（2013年12月30日公告）」 (<https://www.audit.gov.cn/n5/n25/c63642/part/27403.pdf>)
24. 羅榮華・劉勁勁 [2016]. 「地方政府的隱性担保真的有效嗎?—基于城投債髮/發行定值的檢驗」 中国人民銀行『金融研究』2016年第4期. (<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract248.shtml#1>)

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本誌は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本誌の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。