

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—

調査部

主任研究員 佐野 淳也

(sano.junya@jri.co.jp)

要 旨

1. 習近平政権は2020年末頃から、「隠れ債務」を含む地方政府債務の増大を経済の安定性を左右する問題と見なし、解決に向けた方針を示すようになった。隠れ債務とは、地方政府がインフラ整備の資金調達目的で設立した地方融資平台（以下、LGFV）の債務を指す。国際通貨基金（IMF）は、LGFV債務を独自に試算し、LGFV債務の急増が政府債務全体の増加の主因と指摘している。
2. LGFVの債務が急増した理由としては、急速な都市化を背景にした資金調達ニーズの高まりが挙げられる。地方政府は、債務の増加よりも地方経済の活性化を優先し、LGFVを使って調達した膨大な資金を都市インフラ整備事業に投じた。これにより、地方では都市インフラ整備が成長をけん引し、新たなインフラ需要を生むという好循環が働いた。
3. 2010年代半ばに、習近平政権は地方財政改革を実施した。改革では、地方債の発行容認で地方政府が抱える正味の債務残高を中央政府が掌握出来る「債務の可視化」やLGFV債務の借り換えによる負担軽減を行った。にもかかわらず、LGFV債務の増加に歯止めはかからなかった。
4. 中央政府は、地方政府がLGFVの資金調達の際に付与する「暗黙の保証」を黙認し続けた。LGFVに対しても、地方政府に代わって資金を調達することは禁止したが、都市インフラ整備事業に携わることは認めた。その結果、地方政府とLGFVの曖昧な関係が温存され、地方財政改革は失敗に終わった。
5. 習近平政権は、LGFV債務の処理や歳入基盤の強化といった政策を通じて地方政府債務の抑制を図る方針である。支払い能力のないLGFVについて「破産か清算」を打ち出した点は、これまでにない積極的な姿勢と評価出来る。もっとも、実際にはLGFVを起点とする金融危機を回避する観点から、破産や清算は最小限に抑えらるため、地方政府債務は引き続き増加する見通しである。
6. 現在の中国経済は、不動産価格の急落によって深刻な打撃を受けかねないという潜在的なリスクを抱えている。一部の大都市の住宅価格が平均年収の40倍を超えるなど、中国の住宅市場はバブルの様相を強めつつあり、何らかのきっかけで大幅な価格の調整が起こりかねない状況にある。不動産価格が急落した場合、LGFVや住宅購入者、金融機関などが得ていた利益は損失に転じ、経済成長の大幅な鈍化を招く引き金となる。
7. LGFVは都市インフラ整備事業を通じて地方経済の発展に貢献したものの、その結果として債務の増大に伴う金融システムの不安定化など、いまやマイナスの影響が懸念される存在になっている。習近平政権は、LGFVの在り方そのものの見直しに取り組む必要がある。

目次

はじめに

1. 地方政府債務の現状

- (1) 地方が政府債務問題の中心に
- (2) LGFV債務の増加が顕著

2. 地方政府債務が累増した理由

- (1) 都市化に伴う資金調達ニーズの高まり
- (2) 2010年代半ばの地方財政改革の失敗

3. LGFV債務の見通しと今後必要な政策

- (1) 債務の増大が続く見通し
- (2) 不動産価格の急落で経済に深刻な影響も
- (3) LGFVの存在そのものを見直す時期に

おわりに

はじめに

中国経済はコロナ禍による落ち込みから回復し、安定成長の持続が中期的な課題として浮上している。こうしたなか、習近平政権は2020年末頃から、地方政府債務の増大を経済の安定性に影響を与える問題と位置付け、解決に向けた方針を示すようになった。

中央政府債務の対GDP比が低水準にとどまっていることから、習近平政権は従来、政府債務の問題は制御可能であり、企業債務など、他の深刻な経済課題に比べれば安定成長を阻害する可能性は低いとみていた。ところが、地方政府債務については、地方債の発行容認などにより債務の管理を強化する改革を2010年代半ばに実施したにもかかわらず、債務残高が増え続けている。結果、習近平政権は従来の認識を転換し、地方政府債務の抑制に取り組まざるを得なくなった。

本稿では、地方融資平台の債務を含む地方政府債務の増加傾向を確認したうえで(1.)、なぜ、改革を行ったにもかかわらず債務の増加が続いたのか(2.)、どのような取り組みが債務の抑制に必要なかについて考察する(3.)。

1. 地方政府債務の現状

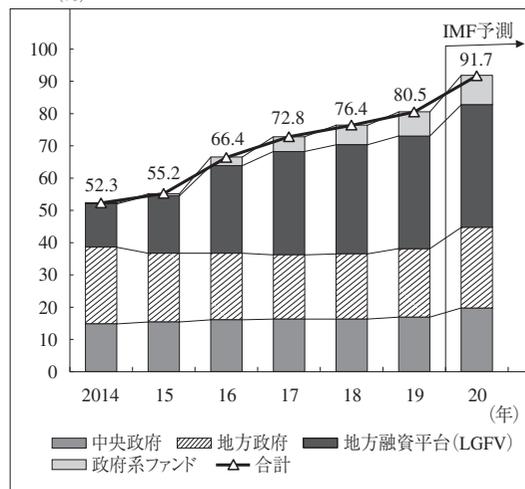
(1) 地方が政府債務問題の中心に

2021年1月、国際通貨基金（IMF）は「対中4条協議報告書」（以下、対中4条報告）を発表した。同報告書は、中央政府と地方政府の両債務（中国の公式発表）に加え、中国政府が明らかにしていない地方融資平台の債務も推計して示している。以下では、これを基に、習近平政権が財政改革に着手した2014年以降、政府債務（注1）がどのように推移したのかを確認する。

政府債務全体をみると、2010年代後半にかけて規模が拡大し、2020年の残高は94.9兆元と、6年間で2.8倍になった。対GDP比では、2020年に91.7%と、2014年の52.3%から39.4%ポイント上昇した（図表1）。年平均+6%超の経済成長が続いたため、中国の政府債務残高の対GDP比は、国際的にみれば突出して高い水準とはいえない。しかしながら、財政改革を実施したにもかかわらず、その比率が大幅に上昇したことは習近平政権にとって想定外であったはずである。

部門別にみると、中央政府債務は増加の一途をたどり、2020年の残高は20.4兆元になったとみられる。対GDP比も2014年の14.8%から2020年は19.7%へ、4.9%ポイント上昇したが、上昇幅が緩やかであるため、全体に与えるインパクトは限定的であった。

図表1 中国の政府債務残高（広義、対GDP比）
（%）



（注）LGFV、政府系ファンドの債務は、IMFの推計。
（資料）IMF「対中4条協議報告書」（2019年8月、2021年1月公表）

一方、地方政府債務（公式発表）は、2016年までわずかながら規模の縮小が続いたものの、2017年以降増加に転じ、2020年の残高は25.8兆元に拡大した。対GDP比は2018年から上昇に転じ、2020年には25.0%と、中央政府債務を上回った見通しである。規模と増加ペースにおいて、中国の政府債務問題の中心は中央から地方へ移りつつある。

(2) LGFV債務の増加が顕著

地方政府の債務は、政府が公表するデータだけみてもその全容を把握したことにはならない。地方融資平台の債務が漏れているからである。地方融資平台とは、地方政府の資金調達事業体（Local Government Financing

Vehicles：以下、本稿では地方融資平台をLGFVと表記）であり、設立時に地方政府が出資し、有限責任会社の企業形態をとることが多い。業務内容は、資金調達に加え、都市インフラ関連の建設に携わる場合もある。IMFはLGFVが抱える債務を地方政府が返済に責任を負うにもかかわらず、中国政府が公表する債務残高には反映されない「隠れ債務」と見なしている。

IMFは、LGFVが銀行借入れや債券発行などで調達した金額を独自に推計（注2）し、対中4条報告にLGFV債務として掲載している。

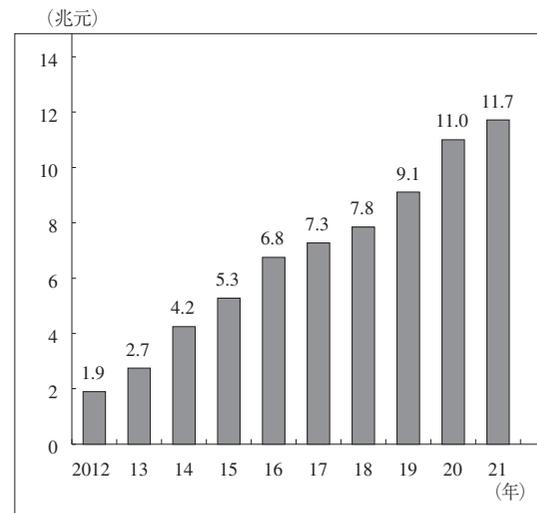
それによると、2014年のLGFV債務残高は8.7兆元と、同年の中央政府債務よりも少なかった。しかし、実態をみると、当時、地方債の発行を原則禁止（注3）されていた地方政府はLGFVを使って調達した資金で公共投資などを進めた（注4）ことから、LGFV債務が急速に拡大しており、誰が最終的に元利返済の責任を持つかわからない透明性の低さも相まって、政府債務の持続可能性を損ねる要因として浮上していた。この問題に対し、習近平政権は2015年から、地方政府の資金調達手段をLGFVに比べて透明性の高い地方債の発行に一本化し、LGFV債務の抑制につなげようとした。

ところが、この抑制策の実施後もLGFV債務の増加に歯止めがかからず、2016年以降は政府債務のなかで最大となってしまった。

2020年のLGFV債務残高は39.3兆元と見込まれ、政府債務の41.4%を占める。対GDP比は、2014年（13.4%）から上昇を続け、2020年には38.0%に達した。期間中の上昇幅は24.6%ポイントと、政府債務の増加の6割がLGFVに起因するものであった。

LGFVが発行した城投債（注5）をみても、債務の急速な拡大がわかる。中国地場のデータベース会社Wind資訊が集計したデータ（LGFV約3,000社）によると、債券発行による積極的な資金調達を背景に、城投債の残高は年々増加し、2020年には過去最高の11.0兆元となった（図表2）。これは、データベースで遡及可能な2012年の5.8倍の規模である。なお、最新（2021年5月末）時点の残高は12

図表2 城投債の残高



(注1) 城投債は、LGFVが発行した債券の通称。
 (注2) 2021年は、5月末時点。
 (資料) Windデータベース

兆元に迫り、増加ペースに衰えはみられない。

(注1) 本稿では特に断りが無い限り、中国の(地方)政府債務はLGFVを含む広義を指す。

(注2) このLGFV債務には、地方債の発行で狭義の地方政府債務に繰り入れられたものは含まない。2015年以降の新規債務を推計する際、IMFは一定割合(3分の1)を控除したうえでLGFV債務残高に計上している。

(注3) 1995年施行の予算法上の規定。

(注4) 2011年と2013年に公表された会計検査には、LGFVが地方政府に代わって財政資金を調達していた状況が示されている。

(注5) 城投債の「城」は、中国語で「都市」を意味する。

2. 地方政府債務が累増した理由

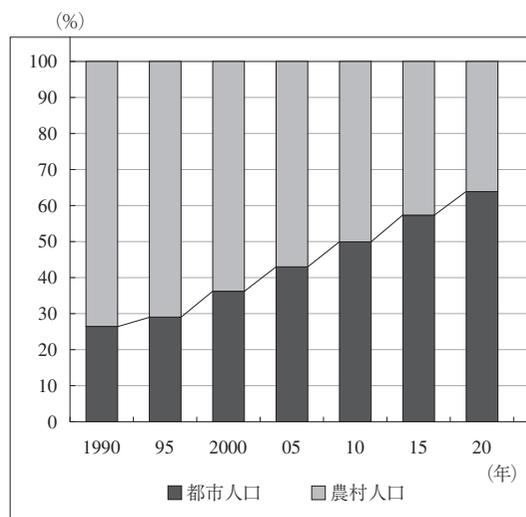
地方政府債務、とりわけLGFV債務が累増した主な要因は、①都市化に伴う資金調達ニーズの高まり、②2010年代半ばに実施された地方財政改革の失敗、の二つが挙げられる。

(1) 都市化に伴う資金調達ニーズの高まり

まず、LGFVの資金調達ニーズはなぜ都市化に伴って高まったのか。経済発展に連動して中国でも都市化が進んでおり、都市人口の比率は全人口の3分の2近くに達している(図表3)。都市化は、住宅を含む都市インフラおよび関連サービスへの需要を喚起する。こうした需要を満たすため、地方政府は、都市インフラの整備に必要な資金の調達をLGFVに請け負わせた。この繰り返しが債務の急増をもたらしたと考えられる。

一方、地方政府は、都市インフラ整備事業を増やして地方経済の活性化を目指した。これが最も顕著に表れたのはリーマン・ショッ

図表3 中国の都市と農村の人口の割合

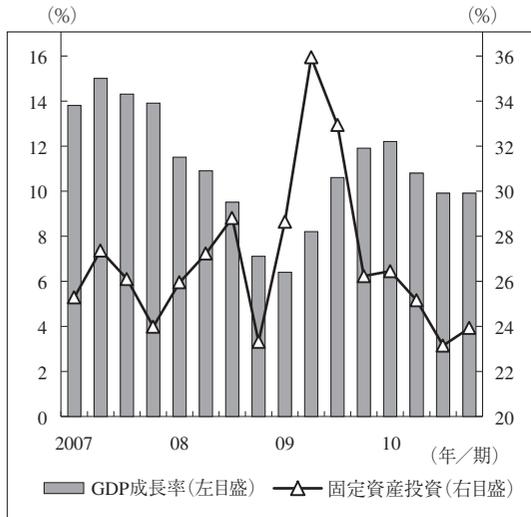


(資料) 国家統計局、CEIC

ク後の2008年末から2009年にかけてであった。

2008年11月、国務院(中央政府)は4兆元規模の景気刺激策を発表したが、そのうち中央政府の執行分は1兆1,800億元にとどまり、残りは地方政府が執行することになった。中央からの財政支援もないまま、投資の拡大を求められた地方政府は、LGFVを通じて金融市場から調達した資金を活用し、都市インフラ整備事業を実施した。結果、中国経済は、リーマン・ショックの影響が最も深刻化した2009年1~3月期においても、投資の拡大により、外需の減少を相殺することに成功し、+6%台の成長を確保した(図表4)。そして同年4~6月期以降は投資主導で急回復を遂げ、10~12月期にはリーマン・ショック

図表4 中国の実質GDP成長率と固定資産投資
(リーマン・ショック前後、前年同期比)



(注) 年初からの累計投資額や伸び率から、四半期ごとの投資額を推計。
(資料) 国家統計局、CEIC

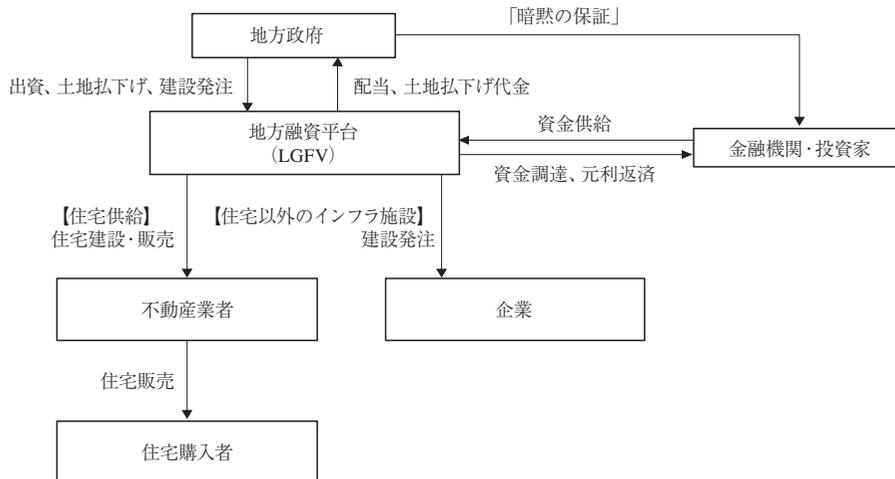
前の成長ペース（+11%台）に戻った。LGFVなし（注6）には、こうした急回復は到底見込めなかったであろう。

中国では、リーマン・ショック後も、地方政府がLGFVを使って都市インフラ整備事業を実施することで高成長が実現し、それが新たな都市インフラ需要を誘発するという好循環が働いた。さらに、次の要因により、好循環は一段と強固なものとなった。

それは、都市インフラ整備事業が地方政府、LGFV、金融機関、企業、住宅購入者、それぞれにもたらす経済的利益である。

図表5は、LGFVを利用した地方政府の都市インフラ整備事業により、どのような取引

図表5 LGFVを利用した地方政府の都市インフラ整備事業

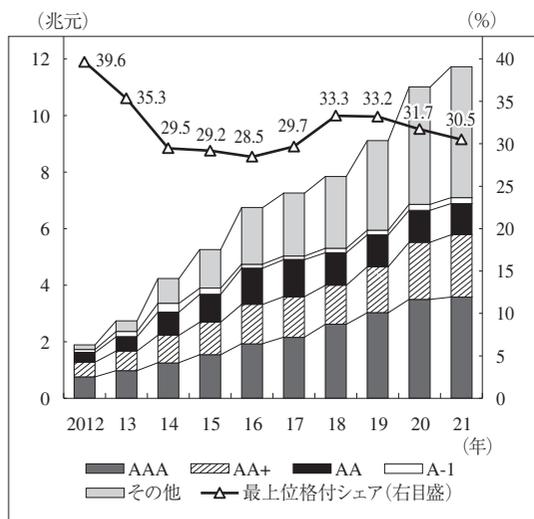


(注1) 配当は、LGFVへの出資に対するもの。
(注2) 土地払下げは所有権ではなく、使用权。住宅販売価格に土地使用権も含まれる。
(注3) 図表中の不動産業者、企業はLGFV本体か関連企業の場合もある。
(資料) 梶谷 [2018] P.81、梶谷 [2011] P.215、Jin, and Rial [2016] P.5~P.6、各種報道を基に、日本総合研究所作成

関係が生じるのか示したものである。最初に、地方政府は、LGFVに住宅、高速道路や上下水道といったインフラ施設の建設工事を発注し、開発に必要な土地の使用権を払い下げる。

発注を受けたLGFVは、金融機関からの借り入れや城投債の発行で建設に必要な資金の調達をする。その際、債権者側には、LGFVが支払い不能に陥っても地方政府が最終的に救済するという期待、いわゆる「暗黙の保証」に対する期待が生じる。地方政府は「暗黙の保証」をあえて否定せず、債権者の期待を損ねない曖昧な態度をとる。このため、地場の格付会社は城投債に高い格付けを付与する(図表6)。

図表6 城投債の残高(信用格付別)



(注1) 最上位格付シェアは、最上位の格付(AAA)残高が残高全体に占める割合。
 (注2) 2021年は、5月末時点。
 (資料) Windデータベース

「暗黙の保証」の下、必要な資金を確保したLGFVは、企業に建設工事を発注、場合によっては自ら建設を行い、完成後に売却する。住宅の場合は、直接あるいは企業(不動産業者)経由で販売(土地所有権+建物所有権)する。

このような取引関係から、次のような経済的利益が生じる(図表7)。

地方政府は、払い下げた土地所有権の譲渡益、LGFVへの出資に対する配当が、そしてLGFVには、インフラ施設や住宅の売却益(土地所有権の転売益も含む)が入ってくる。LGFVの資金調達に応じた金融機関・投資家には、その運用に伴う金利収入が入る。都市インフラ整備事業に伴う工事の受注は企業の大きな収益となる。最後に、LGFVが建設した住宅を購入した人には、資産価値の上昇や第三者への賃貸による家賃収入がもたらされる。

図表7 LGFVの都市整備と想定される経済的利益

	主に想定される経済的利益
地方政府	土地所有権の譲渡益、LGFVからの配当
LGFV	住宅・インフラ施設の売却益
金融機関・投資家	LGFVへの運用に伴う金利収入
企業	工事受注に伴う収益、住宅転売益(不動産業者)
住宅購入者	資産価値の上昇、家賃収入

(注) 住宅売却価格には、土地所有権も含まれる。
 (資料) 梶谷[2018]P.81、梶谷[2011]P.215、Jin, and Rial [2016] P.5~P.6、各種報道を基に、日本総合研究所作成

(2) 2010年代半ばの地方財政改革の失敗

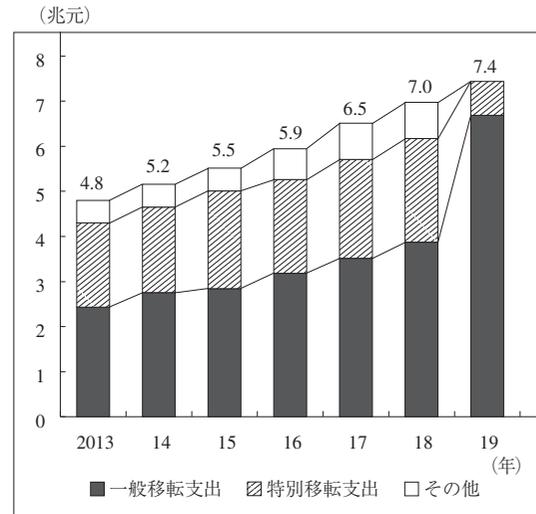
地方財政改革が2010年代半ばに行われたにもかかわらず、LGFV債務はなぜ増加したのか。最大の理由は、改革が不徹底であったためである。

LGFVによる資金調達、中央政府の予算管理が及ばないところで行われたため、習近平政権は、規模やデフォルトリスクの大きさなど、LGFV債務の実態を把握出来なかった。こうした事情から、2010年代半ばの地方財政改革は、LGFV債務を把握し、それをいかに削減するかに重点を置き、三本柱で構成された。

第1の柱は、LGFVに依存しない財政基盤づくりである。その切り札として、習近平政権は予算法（注7）を改正し、地方債の発行を「原則禁止」から「容認」へと転換した。地方債の発行容認には、地方政府が抱える正味の債務残高を中央政府が把握出来るようにすること、すなわち「債務の可視化」を進める狙いもあった。同時に、一般移転支出（一般性転移支出、日本の地方交付税に相当）および特別移転支出（特別性転移支出、日本の補助金に相当）の支出額を増やし、地方の歳入不足を補った（図表8）。

第2の柱は、既存のLGFV債務の処理である。中央政府は、実態の把握と返済責任の明確化を目的として、2014年末までの累積債務を財政部に報告し、財政部で償還責任あり、

図表8 中央から地方への財政移転
(一般会計決算ベース)



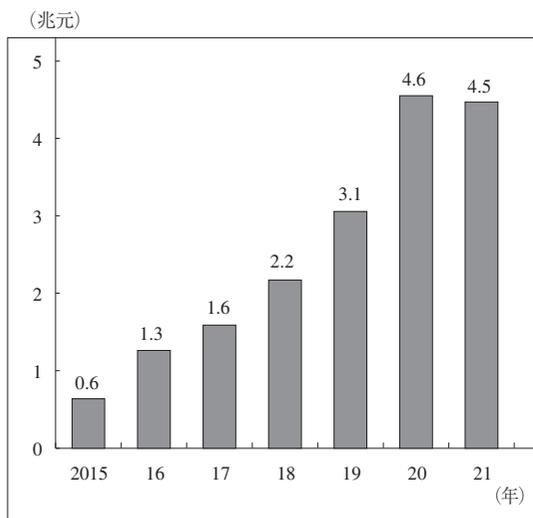
(注) その他は、税収返還を指す。2019年決算には計上なし。
(資料) 財政部

もしくは偶発債務と判定された債務は、地方政府が責任をもって返済するよう指示した（注8）。その原資として、借換債の発行や資産の売却を認めた。

第3の柱は、LGFVに対する規制強化である。規制強化策の第1弾（注9）として、LGFVが地方政府に代わって資金を借り入れることを禁止した。その後、LGFVの資金調達に対して「暗黙の保証」を行わないよう地方政府に命じるとともに、金融機関にも担保の提供や元本保証を地方政府に求めることを禁止した（注10）。

三本柱のうち、LGFVに依存しない財政基盤づくりについては、地方債が地方政府にとって大きな独自財源になる（図表9）など、

図表9 地方債新規発行額（実績）



(注) 2021年は、当初予算ベース。
 (資料)「中国政府網」(中央政府のウェブサイト)、財政部、各種報道などを基に、日本総合研究所作成

一定の成果があった。しかし、LGFVが都市インフラ整備のための資金調達を続け、債務残高の増加に歯止めがかからなかったことから、財源確保の面で脱LGFVに成功したとはいえない。

地方財政改革が失敗した理由は、地方政府とLGFVの曖昧な関係が温存されたことである。例えば、2015年以降に生じたLGFV債務に地方政府が責任を負うことを認めず、違反した場合は「暗黙の保証」と同様、その責任を厳しく追及するとしたが、この問題で地方政府の幹部が処分を受けた事例は報じられていない。また、規制強化後も、中央政府はLGFVが資金調達を行うこと自体は認め、都市インフラ整備に携わる事業会社として存続

することを容認した。さらに、債務問題への対応を地方に一任（注11）したことも改革を後退させた。

- (注6) 董 [2015] は、LGFVがリーマン・ショック後の景気の急回復に大きな役割を果たしたことを受け、各地で数多くのLGFVが設立された（～2012年まで）と指摘している。
- (注7) 「予算法」中国人大網（国会のウェブサイト、http://www.npc.gov.cn/wxzl/gongbao/2014-11/02/content_1892137.htm）。
- (注8) 「關於印發〈地方政府存量債務納入預算管理清理甄別弁法〉的通知」中国政府網（中央政府のウェブサイト、財預〔2014〕351号、http://www.gov.cn/xinwen/2014-10/28/content_2771498.htm）。
- (注9) 「國務院關於加強地方政府性債務管理的意見」中国政府網（国発〔2014〕43号、http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm）。
- (注10) 「關於進一步規範地方政府舉債融資行為的通知」中国政府網（財預〔2017〕50号、http://www.gov.cn/xinwen/2017-05/03/content_5190675.htm）。
- (注11) 「國務院弁公庁關於印發地方政府性債務風險應急處置預案的通知」中国政府網（国弁函〔2016〕88号、http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-11/14/content_5132244.htm）。

3. LGFV 債務の見通しと今後必要な政策

2020年末の中央経済工作会議（注12）を境に、習近平政権は、地方政府が抱える債務の解決に向けた方針を示すようになってきている。以下では、習近平政権が目論む債務抑制策およびそれに伴う債務の見通しを明らかにしたうえで、不動産価格の半永久的な上昇を前提としたビジネスモデルに立っているLGFVは中国経済に与えるリスクが非常に大きく、解体が不可避であることを指摘する。

(1) 債務の増大が続く見通し

まず、習近平政権が進めようとしている債務抑制策を確認したい。2021年からの「第14次5カ年計画」（注13）は、「地方政府の隠れ債務の着実な解消」を掲げた。中国の中期経済プランである5カ年計画において、隠れ債務、すなわちLGFV債務の解消を明記したのは今回が初めてである。国内から上がってくる情報やIMFとの経済・金融政策に関する定期協議（注14）を踏まえ、LGFV債務の増加に歯止めがかからないことへの危機感を強めたためとみられる。習近平政権は四つの政策を通じて、地方政府債務の抑制を目指している（図表10）。

一つ目は、LGFVの債務処理であり、習近平政権が最も重視している政策である。中央政府は、2021年4月に公表した意見（注15）のなかで、「暗黙の保証」の禁止を徹底するよう地方政府に再度指示した。「暗黙

の保証」の具体例として、地方政府が金融機関に何らかの救済を約束した文書を出す行為を挙げている。支払い能力のないLGFVについては、法律に則り「破産か清算」することも求めている。破産や清算を強調した点から、LGFV債務に対する習近平政権の姿勢が厳格化したことがうかがえる。

二つ目は、LGFV以外の地方政府債務に対する管理強化である。2021年の当初予算で中央政府が認めた（注16）地方債の新規発行は4.5兆元と、前年の当初予算より約3,000億元減少した。景気の持ち直しを機に、習近平政権は地方債の発行（前掲図表9）を抑える方向に舵を切り、債務残高の増加ペースを鈍化させようとしている。

残る二つは、長期的な債務抑制策であり、歳入基盤の強化および歳出抑制である。歳入基盤の強化では、財政移転の拡充に加え、不動産税（日本の固定資産税に相当）の全面実施により地方の税収増に注力する構えである。歳出抑制では、不要不急の支出の見直しという方針の下、庁舎の建設費用や職員の基本報酬を縮減するよう求めている。

しかし、この四つの債務抑制策はLGFVの債務残高を劇的に減少させるには至らないであろう。その理由として、以下の3点が考えられる。

第1は、投資下押し懸念である。固定資産投資を所管別にみると、地方が全体の96.3%（2017年）（注17）を占め、伸び率でも中央を

図表10 地方政府債務の抑制策

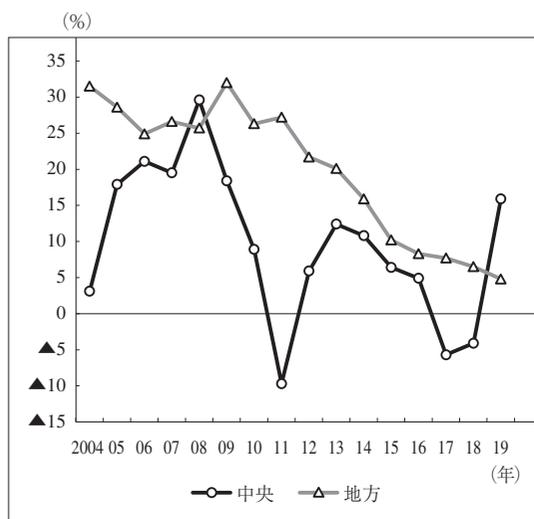
政策	取り組み事項
LGFV債務の処理	・ 地方政府による「暗黙の保証」禁止の徹底 ・ 支払い能力のないLGFVは、法律に則り破産か清算
債務管理の強化	・ 2021年の地方債新規発行規模の抑制
歳入基盤の強化	・ 財政移転の拡充 ・ 地方税収増加策の実施
歳出抑制	・ 不要不急の支出の見直し

（資料）「中国政府網」、各種報道を基に、日本総合研究所作成

上回る傾向にある（図表11）。このような構造の下、「暗黙の保証」の禁止など、LGFVへの規制強化に本腰を入れた場合、地方に資

金が回らなくなり、中国全体の投資も減速する恐れがある。習近平政権としては、投資の大幅減による成長鈍化は避けたいところであり、LGFVへの規制強化は慎重に行わざるを得ない。

図表11 固定資産投資（前年比、所管別）



（資料）国家統計局、CEIC

第2は、金融政策とのバランスである。習近平政権は、システミック・リスクの防止を最優先課題と位置付け、経営難に陥った企業や金融機関を救済してきた。この2、3年、LGFVや大手国有企業のデフォルト危機が話題になっているが、デフォルトを起こした後も事業を継続している企業は少なくない（図表12）。破産・清算は進めるものの、市場全体に不安が広がることは回避する必要があるため、LGFVの整理が短期間で進むとは考えにくい。

第3は、歳入基盤の強化や歳出抑制の遅れ

図表12 デフォルトの可能性が報じられた主なLGFV、国有企業（2018年以降）

企業名	報道内容	その後の展開
遵義道橋建設（集団）有限公司	信託商品の一つでデフォルト	上海の企業が信託商品を買取り、期限から5日遅れでデフォルトは解消
營口沿海開發建設集団有限公司	手持ちの現預金では、満期を迎える城投債を償還出来ない恐れ	出所不明な資金により、デフォルトは回避
フフホト経済技術開發区投資開發集団有限公司	城投債の一つが期限に償還出来ず	3日後に償還を開始し、事業継続
紫光集团有限公司	社債でデフォルト相次ぐ	一部の債権者が破産申し立てを行うが、半導体などの事業は継続
中国華融資産管理股份有限公司	決算発表延期を機に、信用問題が表面化、デフォルトの可能性も	経営再建を模索中、直近の社債は償還
永城煤電斯控集団有限公司	社債の一つが実質的にデフォルト	債務再編で合意

（注1）二重線より上にある企業は、LGFV。

（注2）信託商品とは、信託会社が組成し、企業や富裕層が購入する投資商品。

（資料）各種報道を基に、日本総合研究所作成

である。成長鈍化トレンドや相次ぐ減税の実施を背景に、税収増は期待しにくい状況となっている（図表13）。地方債の年間発行総額の上限（注18）や財政移転の大枠は中央主導で決めるため、地方政府が望む規模の歳入を確保出来るとは限らない。こうした状況から、多くの地方政府は、自らの判断で増やせる土地所有権の売却を進める可能性がある。

事実、都市インフラ整備の推進やPPP（注19）の普及、地方経済の下支えなど、様々な要因により、土地所有権譲渡収入額は大幅に増え、地方財政に占める割合も上昇傾向にある（図表14）。また、歳出抑制では、支出を切り詰めることが可能な項目は限られる一方、民生重視という方針の下、社会保障や教

育関連支出は抑えられない。

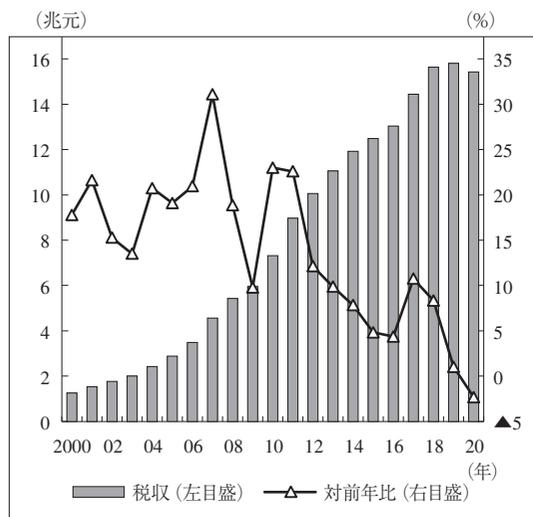
債務抑制策が期待ほど機能しないことから、LGFVの債務は増加が続く見通しである。IMFは対中4条報告で、2026年のLGFV債務残高は2020年の1.9倍に相当する75.6兆元に増加すると予想する。対GDP比をみると、2026年は2020年比7.9%ポイント増の45.9%になる見通しである（図表15）。

(2) 不動産価格の急落で経済に深刻な影響も

LGFVは、不動産価格の半永久的な上昇を前提としたビジネスモデルに立っており、これが先行き中国経済に深刻な打撃を与える可能性がある。

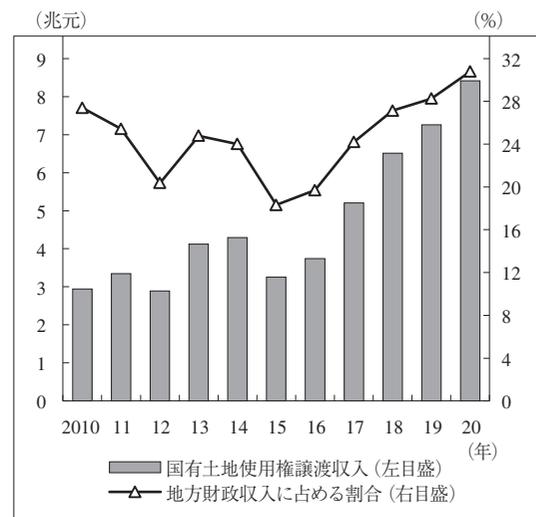
中国の不動産価格は長い間上昇を続けてお

図表13 税収（中央+地方）



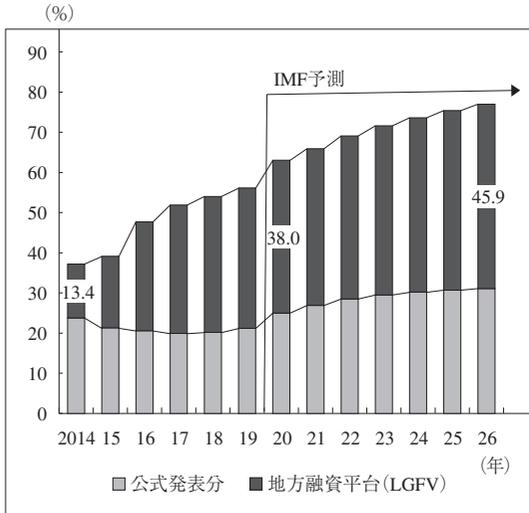
(注) 中央・地方の決算ベースの税収総額（2020年は、速報値）。
(資料) 財政部、CEIC

図表14 地方政府が土地所有権譲渡で得た収入



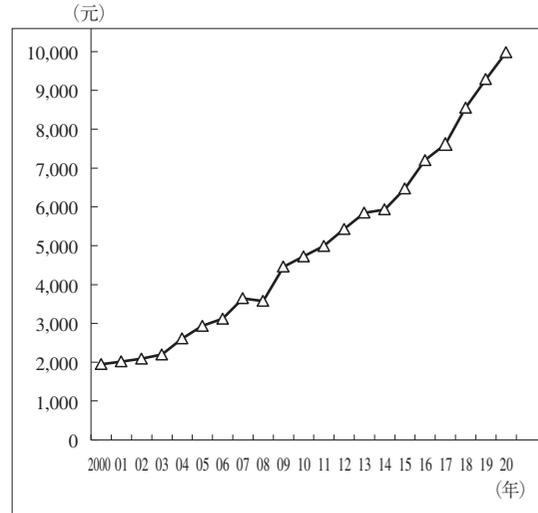
(注) 一般会計および特別会計の合計に占める割合。
(資料) 財政部、CEICを基に日本総合研究所作成

図表15 地方政府債務残高（対GDP比）



(注) LGFV債務は、IMFの推計。
 (資料) IMF「対中4条協議報告書」(2019年8月、2021年1月公表)

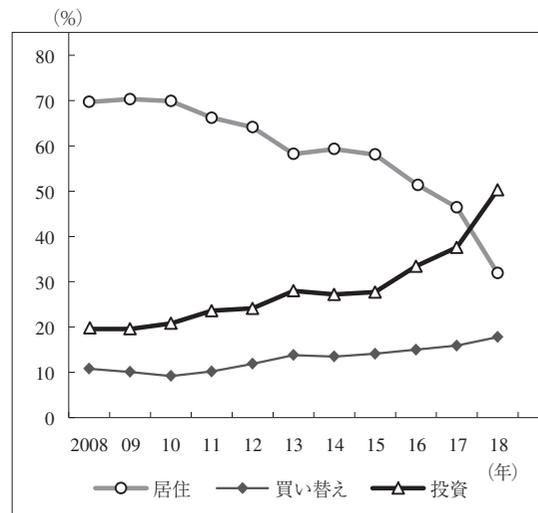
図表16 住宅販売価格の推移



(注) 1㎡当たりの平均価格。
 (資料) 国家統計局

り（図表16）、今までこのリスクが顕在化することはなかった。しかし、不動産価格の上昇が続いたことで、住宅市場はバブルの様相を強めつつある。例えば、Rogoff, and Yang [2020]（注20）は、北京、上海、深センの住宅価格（2018年）が平均年収の40倍以上に達し、他国の主要都市の10～20倍と比べて突出した水準にあると指摘した。転売目的の住宅購入も増えている。中国の西南財経大学の調査によると、住宅購入目的に占める「居住」の割合が低下する一方、「投資」の割合は全体の半分以上を超えた（図表17）。習近平政権は「住宅は住むためのものであり、投機対象ではない（房子是用来住的、不是用来炒的）」（注21）というスローガンを掲げるものの、

図表17 住宅購入目的



(注) 2018年は、1～3月期。
 (資料) 西南財経大学調査（2018年4月公表）

住宅購入者や不動産業者にはほとんど浸透していない。不動産バブルの様相が強まるほど、価格が急落するリスクも高まる。

不動産価格が急落した場合、地方政府やLGFV、金融機関、住宅購入者などが得ていた利益は損失に転じる。さらに、次の三つの経路を通じて、経済成長の大幅な鈍化を招く引き金となる。

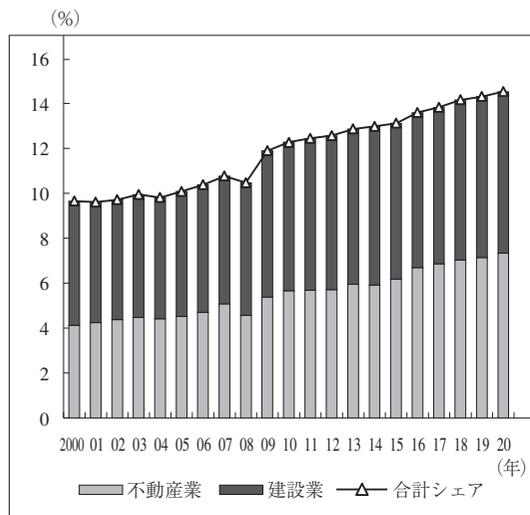
一つ目の経路は、不動産業・建設業の業績落ち込みである。不動産価格の急落に伴い、不動産会社や建設会社の収益悪化は避けられそうにない。GDPに占める不動産業と建設業の割合は、2020年に14.5%と、過去最高の水準に達した（図表18）。不動産価格の急落によって関連業種が打撃を被れば、成長率は

習近平政権の許容範囲を下回る水準に落ち込む恐れがある。

二つ目の経路は、消費の冷え込みである。不動産価格の急落を背景に、所有する不動産の資産価値が下落し、消費を手控える逆資産効果が広がる。不動産購入時にローンを組んだ家計の場合、売却益を見込めない一方、返済負担が重石となり、消費支出は大幅に削減されることになる。

三つ目の経路は、金融機関の経営悪化である。企業向け融資や住宅ローンの支払いが滞った場合、金融機関は担保を回収して損失の最小化を図る。しかし、担保を売却しても損失が残る可能性がある。その場合、金融機関は、貸出態度を極めて厳しくするため、金融危機を招来する危険性も出てくる。

図表18 中国のGDPに占める不動産業と建設業の割合



(資料) 国家統計局、CEIC

(3) LGFVの存在そのものを見直す時期に

LGFVは、都市インフラ整備を通じて地方経済の発展に貢献する重要な役割を担ってきたが、債務の増大により経済成長の持続、さらには金融システムを損なう側面が目立つようになった。習近平政権は、LGFVの存在そのものを見直す時期に差し掛かっていることを認識する必要がある。

都市インフラ整備事業のうち、住宅供給については、都市部の持ち家率が70～90%台に達した（注22）とされている。これは、日本（61.2%、2018年）を上回る水準であり、住宅供給に政府が関与する必要性は低下し

た。格差是正や少子化対策といった政策上の理由から、低所得者層向け住宅の建設が必要な場合は、政府直轄の事業として行うのが適切であろう。高速道路や上下水道といったインフラ整備については、国有あるいは民間の建設会社が地方政府から直接受注することで支障はないため、LGFVは不要と考えられる。

資金調達も概ね代替可能である。その方法として、インフラ整備目的の特別地方債が挙げられる。現在、その年に新規発行される地方債総額の60%以内であれば、翌年以降の地方債も前倒し発行することを認める権限が中央政府に付与されている。これは2022年末までの時限措置であるが、特別地方債に限り(注23)恒久化すれば、財政規律を維持しつつ、景気対策としてインフラ整備支出を増やすことが可能となる。また、2021年6月に始動したばかりだが、インフラ施設の運営収益を投資家に分配するREIT(不動産投資信託)(注24)は、LGFVに代わる資金調達手段になる可能性を秘めている。

LGFVは、地方債の発行が認められない状況下では地方経済の活性化に欠かせない存在であった。しかし、有限責任公司という民営企業に近い形態をとりながら、経営への地方政府の介入が恒常化しているLGFVは、いまや中国経済の大幅な減速、そして、金融システムの不安定化を招きかねない存在になっている。これらのリスクに対処するには、「暗黙の保証」の継続よりも、LGFVの存在その

ものを見直す必要がある。

- (注12)「中央経済工作会議在北京举行 习近平李克强作重要讲话 栗战书汪洋王滬寧趙樂際韓正出席會議」2020年12月18日 新華網 (http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-12/18/c_1126879325.htm)。
- (注13)「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四箇五年規劃和2035年遠景目標綱要」中國政府網(「第14次5カ年計画」、http://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm)。
- (注14)金融危機を防止する観点から、IMFは担当者を派遣し、加盟国の当局者と経済・金融政策に関する協議を定期的(通常、年1回)に行っている。対中4条報告は、この定期協議を基に作成された政策提言である。
- (注15)「國務院關於進一步深化預算管理制度改革的意見」中國政府網(國發[2021]5号、http://www.gov.cn/zhengce/content/2021-04/13/content_5599346.htm)。
- (注16)中央政府は、中央および地方政府の債務残高に毎年上限を設定している。そのため、地方債の新規発行は上限を超えない規模に抑えるよう地方政府に求めている。
- (注17)2018年以降の所管別名目投資額は公表されていないが、伸び率から逆算すると、地方の占める割合は96%台で高止まりしている。
- (注18)「全國人民代表大會常務委員會關於授權國務院提前下達部分新增地方政府債務限額的決定」2018年12月30日 中國政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2018-12/30/content_5353507.htm)。
- (注19)PPP(Public Private Partnership、官民連携)とは、政府が実施する公共サービスやインフラ整備の企画段階から企業を参画させ、当該企業に施設の運営・投資を任せる手法である。
- (注20) Rogoff, and Yang [2020]. P.9~P.10。
- (注21)「韓正在省部級幹部建立現代財稅金融體制專題研討班座談會上強調 科學分析經濟形勢 抓好財稅重點工作 推動建立現代財稅體制」2021年4月15日 新華網 (http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2021-04/15/c_1127335070.htm)。
- (注22)「中國城鎮住房自有率達96% 戶均資產超300萬」2020年4月27日 新華網 (http://www.xinhuanet.com/fortune/2020-04/27/c_1125910537.htm) など。紹介されたサンプル調査によって、持ち家率に幅がみられる。
- (注23)インフラ整備以外の財政支出に充てる目的で、地方政府は一般地方債を発行している。
- (注24)「中國にREIT市場誕生 インフラ整備へ資金誘導」2021年6月29日 日経電子版 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB201V50Q1A620C2000000/>)。

おわりに

2021年6月、中央政府は、土地使用権譲渡収入を中央所管の税務局が徴収した後、地方政府に渡す方式を全国で2022年1月から実施すると発表（注25）した。

土地使用権譲渡収入は、もともと地方の主要財源であり、2007年以降全額が地方政府の特別会計に繰り入れられている。中央政府は、税務局が一旦徴収する以外は、これまで通りとしているが、現地報道では「地方政府による土地使用権の乱売監視」（注26）が真の狙いとされている。

土地使用権の売却は、LGFVによる都市インフラ整備の起点となり、不動産取引がどれほど活発かを示すバロメーターにもなる。中央政府がこの動きをコントロールし、地方政府がなお追求する投資主導型成長からの脱却を実現出来るようになるのか、習近平政権の力量が試される。

(注25) 「關於將國有土地使用權出讓收入、礦產資源專項收入、海域使用金、無居民海島使用金 四項政府非稅收入劃轉稅務部門征收有關問題的通知」財政部總司（財政部總局ウェブサイト、財綜〔2021〕19号、http://zhs.mof.gov.cn/zhengcefabu/202106/t20210604_3714865.htm）。

(注26) 「【政策短評】 国有土地使用權出讓收入劃轉政策解讀及對房企的影響分析」2021年6月11日 東方財富網（<http://finance.eastmoney.com/a/202106111959011439.html>）。

参考文献 (日本語)

- 岡崎久美子 [2021]. 「中国の金融・財政構造の変化と将来展望」国際貿易投資研究所『グローバルガバナンスにおける中国の戦略とその影響力—2020年の中国経済政策及

- び今後の展望』ITI調査研究シリーズNo.111 (http://www.iti.or.jp/report_111.pdf)
- 黄盛凱、白須光樹 [2020]. 「中国のインフラ投資、景気減速の一因に—地方政府の2つの財源に制約—」日本経済研究センター『経済百葉箱』第144号 (https://www.jcer.or.jp/jcer_download_log.php?f=eyJwb3N0X2lkLjoiNzg2MiwiZmlsZV9wb3N0X2lkLjoiNzg2Nn0=&post_id=57862&file_post_id=57866)
- 梶谷懐 [2011]. 『現代中国の財政金融システム—グローバル化と中央—地方関係の経済学—』名古屋大学出版会
- [2018]. 『中国経済講義—統計の信頼性から成長のゆくえまで—』中公新書（中央公論新社）
- 佐野淳也 [2012]. 「中国の地方財政が抱える脆弱性—不動産への高依存と「地方融資平台」方式の弊害—」日本総合研究所『Business & Economic Review』2012 Vol.22, No.3
- [2014a]. 「三中全会から読み解く中国構造改革の方向性—権限見直しによる「小さな政府」への転換—」日本総合研究所『JRILレビュー』2014 Vol.3, No.13 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/7278.pdf>)
- [2014b]. 「中国・地方財政の債務構造と政府の対応策」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2014 Vol.14 No.53 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/7394.pdf>)
- [2015]. 「中国における地方財政改革の進展と課題—債券発行と財政移転による基盤強化—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015 Vol.15 No.59 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/8501.pdf>)
- [2018]. 「習近平政権下での中国の地方財政改革の推進」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2018 Vol.18, No.70. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/10628.pdf>)
- 朱寧著 森山文那生訳 [2017]. 『中国バブルはなぜつぶれないのか』日本経済新聞出版社
- 徐一睿 [2011]. 「中国の不動産バブルと土地財政」霞山会『東亞』2011年5月号 No.527
- [2014]. 『中国の経済成長と土地・債務問題—政府間財政システムにおける「競争」と「調整」—』慶應義塾大学出版会
- 関辰一 [2018]. 『中国 経済成長の罠—金融危機とバランスシート不況—』日本経済新聞出版社
- 三浦有史 [2019]. 「中国が直面する家計債務増加のリスクとジレンマ」日本総合研究所『JRILレビュー』2019 Vol.4, No.65 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10925.pdf>)
- ラインハートカーメンM、ロゴフケネスS 著 村井章子訳 [2011]. 『国家は破綻する—金融危機の800年—』日経BP社

(英語)

16. Barry Naughton [2011]. "China's Economic Policy Today: The New State Activism" Eurasian Geography and Economics Vol.52, No.3.
17. Hui Jin and Isabel Rial [2016]. "Regulating Local Government Financing Vehicles and Public-Private Partnerships in China" IMF Working Paper WP/16/187
18. IMF [2019]. "People's Republic of China: Staff Report for the 2019 Article IV Consultation" IMF Country Report No.19/266 (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/08/Peoples-Republic-of-China-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-48576>)
19. ——— [2021]. "People's Republic of China: Staff Report for the 2020 Article IV Consultation" IMF Country Report No.2021/006 (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/01/06/Peoples-Republic-of-China-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-49992>)

Issues/2021/01/06/Peoples-Republic-of-China-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-49992)

20. Kenneth S. Rogoff, Yuanchen Yang [2020]. "Peak China Housing" NBER Working Paper No. 27697

(中国語)

21. 董仕軍 [2015]. 『中国地方政府：投融资平台公司改革与債務風險防控』 經濟管理出版社
22. 張国彪 李曉鵬 傅師雄 [2021]. 『從投融资平台到国有資本投資運營公司—地方投融资平台轉型發展戰略研究—』 經濟科学出版社
23. 張振国他主編 [2020]. 『中国城投行業發展報告（2020）』 社会科学文献出版社

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。