

BTMU CHINA WEEKLY

トピックス: 36 地域の地方債務規模、2 年間で約 13%増 ～ 債務規模は継続拡大、潜在リスクに懸念～

世界金融危機後、4 兆元景気刺激策の実施により、各地方政府が投資拡大のため大量の資金を借り入れた結果、地方債務の規模は急増した。2011 年 6 月、国家審計署（日本の会計検査院に相当）は全国地方政府の債務に関する調査結果を公表し、2010 年末時点の地方債務総額は 10.7 兆元と、当期 GDP の 26.9% に相当する規模であることを明らかにしたが、これは、地方政府債務に関する初の公式統計として注目を浴びた。

その後、地方債務規模の増減や債務整理の進捗などに関する正式な統計の欠如に加え、不透明な事業内容や資金運用状況などを背景に、債務規模の拡大に伴う潜在リスクが懸念されている。先日、フィッチ・レーティングスやムーディーズなど大手格付会社は、地方債務の急増と不透明化に関するリスク懸念を理由に、中国の長期自国通貨建て発行体格下げ（フィッチ・レーティングス）と見通しの引き下げ（ムーディーズ）を発表した。

かかる中、6 月 10 日、審計署は 36 地方政府における債務状況に関する調査結果を公表した。同結果によると、2012 年末時点で調査対象となった 36 地方政府の債務残高は、2010 年末対比+12.9%の 3 兆 8,476 億元に増加し、債務規模が拡大していることが明らかとなった。調査対象地域は地方政府の 15 省と 3 直轄市（以下、「省政府」）及びその所属する 15 省都と 3 市轄区（以下は「省都政府」）の計 36 地域（図 1）で、調査時期は 2012 年 11 月～2013 年 2 月。本稿では、同調査結果の主要内容を材料に、2011～2012 年の 2 年間に於ける地方債務規模の変化状況、およびそれに伴う潜在リスクを分析した上で、解決策などにも触れてみたい。

・ 債務規模及び債務負担の変化

< 債務規模及び内訳 >

債務規模 2012 年末時点の対象地域の地方政府債務残高総額は 3 兆 8,476 億元で、10 年末比+12.9%となった。内訳は、政府返済債務¹ 1 兆 8,437 億元、政府保証債務 9,079 億元、その他関連債務 1 兆 960 億元（図 2）。年度別の借入額は、2010 年およびそれ以前の合計で 2 兆 749 億元（債務残高全体に占める割合は 53.93%）、2011 年は 6,307 億元（同 16.39%）、2012 年は 1 兆 1,420 億元（同 29.68%）となっている（図 3）。

起債主体 債務残高全体に占める地方政府融資プラットフォーム会社、地方政府部門による起債はそれぞれ 45.67%、25.37%。うち、地方政府融資プラットフォーム会社とその他の法人における債務残高は 2010 年末対比でそれぞれ +22.50%、+32.42%となり、増加額はそれぞれ 3,227 億元、1,296 億元となった。

債務の資金源 銀行貸出および債券発行が、それぞれ全体の 78.07%、12.06%を占めた。うち、銀行貸出は 2010 年末対比 1,534 億元増加したものの、債務

図 1: 36 対象地域の内訳

	省政府	省都政府
1	天津市	南開区
2	河北省	石家庄市
3	遼寧省	瀋陽市
4	吉林省	長春市
5	黒竜江省	ハルビン市
6	上海市	虹口区
7	江蘇省	南京市
8	安徽省	合肥市
9	福建省	福州市
10	山東省	済南市
11	湖北省	武漢市
12	湖南省	長沙市
13	広東省	広州市
14	重慶市	合川区
15	四川省	成都市
16	雲南省	昆明市
17	陝西省	西安市
18	甘肅省	蘭州市

1 国家審計署は地方政府の債務について以下の三種類に分類している。

政府返済債務：政府や政府部門が借入れ、財政資金によって返済する債務。

政府保証債務：財政資金による返済でないが、地方政府が直接、或いは間接的に保証を提供することによって形成された債務。債務人が返済困難となった際には、地方政府が連帯責任を負う。

その他関連債務：関連企業や事業単位が借入れ、公益プロジェクトに使い、単位やプロジェクト自身の収入で返済する債務。地方政府は保証を供与せず、法律上でも何らの返済責任は負っていないが、債務人が返済困難となった際には、政府が一定の救助を提供する可能性のある債務。

全体に占める割合は同 5.60%ポイント低下した。一方、債券発行は 2010 年対比+62.32%の 1,782 億円増となった。うち、短期融資債券・中期手形の同伸び率は 113.40%に達している。その他の法人および個人からの借り入れも同+125.26%の 1,308 億円増となり、伸びが顕著。

債務資金の投資先 交通運輸、インフラ建設、土地収用・備蓄、教育・科学・文化・医療、農林水利建設、エコ建設・環境保護および社会保障住宅建設などへの支出金額が、支出された債務額（計 3 兆 6,434 億円）の 92.14%を占めている。特に、交通運輸、社会保障住宅建設、土地収用・備蓄およびインフラ建設向け支出額は 2010 年末対比+30.29%（3,295 億円増）+141.47%（721 億円増）+21.15%（653 億円増）+4.15%（408 億円増）と、増加が顕著。

図2: 地方政府債務の種類別の内訳(2012年末)

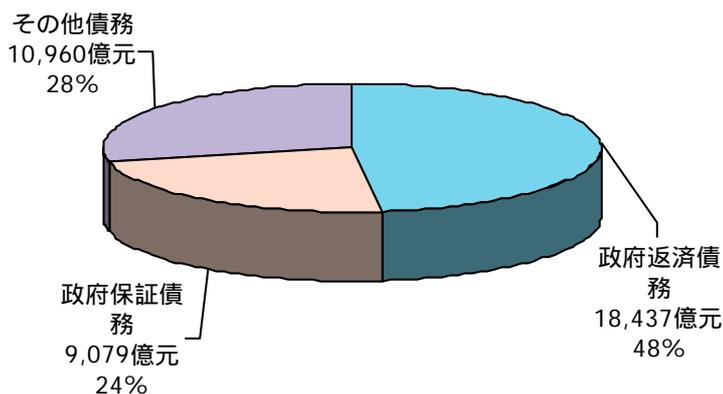


図3: 地方政府債務の年度別の借入額(2012年末)



< 債務負担状況の変化 >

負債比率² 2012 年末時点で、36 地方政府のうち政府返済債務の負債比率が 2010 年末時点を下回った地域は 24 地域で、政府保証債務を加えた場合では 31 地域となった。一方、政府返済債務の負債比率が国際警戒ラインの 100%を上回った地域数は 10 地域で、政府保証債務を加えた場合では 16 地域となっている。

債務返済比率³ 2012 年末時点で、36 地方政府のうち、政府返済債務の債務返済比率が 2010 年末時点を下回った地域数は 13 地域で、政府保証債務を加えた場合では 18 地域となった。一方、政府返済債務の債務返済比率が国際警戒ラインの 20%を上回った地域数は 14 地域で、政府保証債務を加えた場合では 20 地域となっている。

債務延滞比率⁴ 2012 年末時点の 36 地方政府の政府保証債務およびその他関連債務の債務延滞比率はそれぞれ 0.59%、0.75%となっており、2010 年末対比でそれぞれ 0.16 ポイント、0.48 ポイント上昇した。

指摘された問題

今回の調査結果を踏まえ、審計署は以下の問題を指摘している。

1. 一部地域・業種の債務負担が重い；

一部地域の債務規模の増加が顕著で、債務リスクが一部顕在化している

- ✓ 2012 年末時点で、36 地方政府のうち 11 省政府と 13 省都政府の債務規模が 2010 年末対比で増加。うち 4 省政府と 8 省都政府の債務規模の伸び率は 20%を超過している。
- ✓ 9 省都政府の政府返済債務の負債比率が 100%を超過しており、最も高い比率は 188.95%となっている。政府保証債務を加えた場合、最も高い比率は 219.57%となる。
- ✓ 13 省都政府で、政府返済債務の返済比率が 20%を超過しており、最も高い比率は 60.15%となっている、政府保証債務を加えた場合、最も高い比率は 67.69%の水準となっており、返済

2 債務残高の対地方政府総合財政力の比率。国際警戒ラインは 100%とされている。

3 当年度の元利返済額の対地方政府総合財政力の比率。国際警戒ラインは 20%。

4 延滞債務額の対債務残高の比率。

余力に乏しい一部地域では、債務の借り換え（新規で起債して既存債務を償還）というケースも出た。うち、5 省都政府の政府返済債務の借り換え率 20%を超過しており、最も高い比率は 38.01%の水準となっている。

- ✓ 14 省都政府で、政府返済債務の返済延滞額を 181.70 億円計上しており、うち 2 省都政府の債務延滞比率は 10%を超過し、最も高い比率は 16.36%の水準となっている。

一部地域は債務の返済原資を土地売却収入に依存しており、土地売却収入の減少に伴う債務返済圧力が增大している。

- ✓ 2012 年末時点で、4 省政府および 17 省都政府が、土地売却収入を原資とする債務償還をコミットしているが、その債務残高額は 2010 年末比 1,184 億円増の 7,747 億円に達しており、該当地域の政府返済債務残高総額の 54.64%(2010 年末の同比率は 51.03%)に相当している。
- ✓ 一方、上記 4 省政府および 17 省都政府の 2012 年の土地売却収入は 2010 年比 135 億円減少、コスト支出などを控除した可処分所得は同 180 億円の減少となっている。同地域で 2012 年に土地売却収入を償還原資とする債務の返済元利金は合計 2,316 億円となっており、土地売却収入可処分所得の 1.25 倍の規模となっている。

一部地域では、高速道路関連の債務拡大に伴う債務返済圧力が增大している。

- ✓ 2012 年末時点で、10 省政府の高速道路関連の債務残高が 2010 年末対比 2,157 億円増加し、伸び率は 36.88%となった。一方、経済減速に伴う貨物車交通量の減少や重要祝・休日の高速道路無料化を受け、高速道路の車両通行料の収入が減少した結果、2012 年に 8 省政府が新規起債して高速道路債務 454 億円を返済した。このうち、4 省政府の高速道路債務の借り換え率は 50%を超過しており、3 省政府では 17 億円の延滞債務が発生した。

2. 地方政府融資プラットフォーム向けの銀行貸出が厳格化される中、一部地域では信託、ファイナンス・リース、BT 方式（Build-Transfer/建設の譲渡を通じて大型プロジェクトを委託建設し、間接的に債務を抱える）及び違法な資金調達手段を利用している；

- ✓ 2011～2012 年に、6 省政府と 7 省都政府が信託、ファイナンス・リース及び理財商品の発行等の方式で計 1,090 億円を調達、1 省政府と 12 省都政府が BT および施工側立替方式で 196 件の建設プロジェクトを実施し、1,060 億円の債務を形成、3 省政府と 3 省都政府の一部傘下会社が違法に 31 億円を調達している。この三種類の債務の合計額は 2,181 億円にのぼり、同地域の 2 年間の新規起債総額の 15.82%を占めている。
- ✓ これらの調達方式には、高コストや不透明性などの潜在リスクが存在している。例えば、BT 方式の年利は最高 20%、資金調達の年利は最高 17.5%となっている。

3. 一部地方融資プラットフォーム会社の債務返済能力が不足している；

- ✓ 2012 年末時点の 36 地方政府の融資プラットフォーム会社 223 社の債務償還能力をみると、68 社で資産負債率が 70%を超過、151 社で 2012 年の収入では同年に満期を迎える債務元利金をカバーできない状況となっており、37 社は 2012 年に赤字を計上した。
- ✓ 2012 年に融資プラットフォーム会社が償還した債務元利金は 3,618.85 億で元あったが、うち、財政資金 1,206 億円（全体の 33.32%）新規起債による借り換え 739 億円（同 20.42%）が、償還した債務元利金全体の 53.74%を占めている。2010 年の同 69.55%からは低下したものの、依然として債務返済能力の不足を示している。

4. 一部地域の債務制度が不健全；

- ✓ 2012 年末時点で、36 地方政府のうち 8 地域で政府債務管理規定が未策定、13 地域で政府返済債務に関する起債審査・承認制度が未構築、19 地域で債務予算・債務収支計画が未策定、24 地域で債務リスクの事前警戒制度が未構築となっている。

コメント

同署の責任者が記者会見で公表したところによれば、36地域の地方債務が全国の地方債務総額に占める割合は31.79%という。36地域の地方債務規模3.85兆元から逆算すると、2012年末時点の全国ベースの地方債務は12.1兆元前後となるが、これは同年度GDP総額(51.93兆元)の23%に相当する規模で、全体としては安全範囲にあると見られている。しかしながら、一部地区の債務負担が重いことには注意が必要だろう。18省都政府(省会都市の市政府)のうち、9省都政府の負債比率が100%を超過しており、省政府に比べ、省都政府の財政事情がより厳しいことが窺われる。

また、地方政府融資プラットフォーム向けの銀行貸出が厳しく規制される中、地方政府は債券や信託融資、民間貸借など、所謂シャドウ・バンキングによる資金調達にシフトしている。中央結算会社の統計によると、2012年に銀行間債券市場で発行された「城投債」(都市インフラ建設向け準地方政府債券)は計6,368億元に上り、前年同期比+148%と大きく伸びた。中国信託業協会の最新データでは、1-3月の「政信合作商品」(信託会社が地方政府融資プラットフォームと協力して発行した信託商品)の残高は前年同期比+160.85%の6,548億元に急増し、ここ3年間の最高水準を更新している。しかしながら、情報開示の不透明さや監督管理等も含め各種リスクを有するシャドウ・バンキングへの依存度の高まりについては、注意が必要だろう。

1994年の「分税制」⁵改革以降、地方政府は財政収入と支出の不均衡に直面している。加えて中国では地方政府による債券発行が禁じられており、不足分を補填するには、地方政府融資プラットフォームを通じた銀行ローンの借入れや城投債発行、土地売却収入等に依存せざるをえない状況にある。地方債務リスクを根本的に解決するには、税制改革を通して地方財源を確保することが必要だろう。加えて、地方政府による起債についても、最近試行地域が上海、広東、浙江、深圳から山東省と江蘇省に拡大され、発行規模も昨年の289億元から700億元に増加するとの報道が出ているが、こうした地方政府による起債を承認し、債務の透明化を図りつつ、地方政府の機能を経済発展の主導役から公共サービスの提供者に転換していくことも必要であろう。

図表はすべて審計署の発表に基づき、三菱東京UFJ銀行(中国)中国調査室作成

三菱東京UFJ銀行(中国)
 トランザクションバンキング部
 中国調査室 胡柳

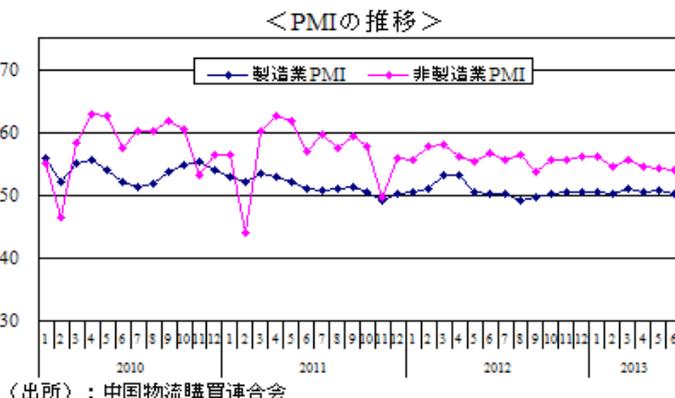
⁵ 分税制:税種を国税(=中央税)と地方税とに分けて、国税は国家税務総署、地方税は省政府の税務当局が徴税する制度。又、中央がまず徴税し、一部分(例えば増値税は75%)を中央税として留保し、残りを地方政府に還元するパターンもある。分税制は80年代に行われた財政請負制のもとで中央財政が弱体化し、一方、沿海都市の財政が強化されたアンバランスの是正を意図したもので、1994年から実施された。ちなみに、1993年の財政収入は中央22:地方78の割合であったが、翌94年には中央56:地方44と劇的に転換している。(《中国情報用語事典1999~2000年》)

CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

【経済】

6月の製造業PMI指数 50.1 前月比 0.7ポイント下落
 中国物流購買連合会の1日の発表によると、6月の製造業PMI指数は景況感の分岐点となる50を僅かに上回ったものの、前月比 0.7ポイントの50.1となった。主要項目のうち、新規受注指数は同 1.4ポイントの50.4、生産高指数は同 1.3ポイントの52.0と落ち込みが目立った。また、原材料在庫指数は同 0.2ポイントの47.4、購買価格指数は同 0.5ポイントの44.6と前月比下落した。同連合会は、6月のPMIの主要項目の下落は、今後の経済に下振れ圧力が掛かっていることの表れとしつつも、PMIは引き続き分岐点の50を超えていることに加え、1-5月の投資、消費の伸びが概ね安定していること、ホットマネーによる変動要因を除いても輸出の実際の伸びが大幅には下落していないこと等から総合的に判断して、景況感が今後さらに下落する余地は限られていると指摘している。なお、6月の非製造業PMI指数は前月比 0.4ポイントの53.9と、引き続き50を超えたものの、3ヶ月連続で前月比マイナスとなっている。



【貿易・投資】

2012年中国対内直接投資 前年に続き世界第2位

国連貿易開発会議（UNCTAD）が6月26日に発表した「世界投資報告2013年」によると、2012年の中国の対内直接投資額は1,211億米ドルと、2011年の1,240億米ドルから減少したものの、世界における順位は米国に次ぐ第2位と、前年と同順位を維持した。第1位の米国への投資額は1,676億米ドルで順位は前年と同じ。第3位は香港の746億米ドルで、前年より順位を1つ上げた。一方、中国の対外直接投資額は2011年の747億米ドルから842億米ドルに増加し、順位も前年の第6位から第3位に上昇した。また、UNCTADが多国籍企業を対象に別途行った調査では、2013年から2015年にかけての最も有望な投資先として、中国が前年に続きトップに選ばれた。以下、米国、インド、インドネシア、ブラジル、ドイツ、メキシコ、タイ、英国、日本の順で、上位10カ国には中国を含む6つの途上国がランクインしており、途上国の投資先としての魅力が高いことが窺われた。

<2012年の直接投資額/上位10カ国・地域>

(単位：億米ドル)

対内直接投資			対外直接投資		
順位	国・地域	金額	順位	国・地域	金額
1位(1)	米国	1,676	1位(1)	米国	3,289
2位(2)	中国	1,211	2位(2)	日本	1,226
3位(4)	香港	746	3位(6)	中国	842
4位(5)	ブラジル	653	4位(4)	香港	840
5位(7)	英領ヴァージン諸島	649	5位(3)	英国	714
6位(10)	英国	624	6位(11)	ドイツ	669
7位(6)	オーストラリア	570	7位(12)	カナダ	539
8位(8)	シンガポール	567	8位(7)	ロシア	511
9位(9)	ロシア	514	9位(13)	スイス	443
10位(12)	カナダ	454	10位(10)	英領ヴァージン諸島	424

(資料) UNCTAD「世界投資報告2013年」に基づき作成

(注) 順位欄の()内は2011年の順位

【金融・為替】

人民銀行「流動性を合理的に調整、金融市場の安定を維持」を声明

人民銀行は6月25日ホームページ上で、最近の短期金利の急騰と短期市場の流動性逼迫に対して、「流動性を合理的に調整し、金融市場の安定を維持する」との声明を発表した。短期金利の指標となる上海銀行間取引金利（SHIBOR）は、20日には翌日物で過去最高となる13.444%まで高騰した。人民銀行は、金利急騰の背景には、商業銀行の貸出の速い伸び、企業所得税の納税の集中、端午節（6月10日～12日）の連休後の資金需要の増加、資金流入の規制開始に伴う外為市場の変化等にあると指摘し、金融市場の安定維持の為、既に一部の金融機関に流動性支援を実施しており、金利の変動と流動性の逼迫は徐々に緩和に向かうとの見解を示した。今後の金融政策については、引き続き「穏健な金融政策」を実施すると同時に、流動性の実態に応じて様々な手段を通じて、適時、銀行システムの流動性を調整することで、短期金利の過度な変動を抑制し、金融市場の安定を維持するとの方針を示した。また、商業銀行に対し流動性と資産負債管理の強化を求めると共に、実体経済を支える金融機関が一時的に資金不足に陥った場合は、人民銀行が流動性支援を行うとも表明した。

3月末の外債残高 前期末の7,369.86億米ドルから7,649.68億米ドルに増加

国家外債管理局の6月28日の発表によると、2013年3月末の外債残高は、前期末の7,369.86億米ドルから7,649.68億米ドルに増加したことが明らかになった。内訳は、登記外債が4,613.68億米ドル、貿易信用が3,036.00億米ドル。期間別では、中長期外債が1,992.93億米ドル、短期外債が5,656.75億米ドルで、短期外債の構成を見ると、企業間の貿易と信（輸出前受、輸入延払等）によるものが53.67%、銀行の貿易融資によるものは19.48%と、貿易関連の外債が73.15%を占めている。同局は、短期外債は主に、輸出入貿易、貿易に係わる融資によるもので一般の外債とは異なり、また、輸出入額や外貨準備高に比べて規模が小さいことから、短期外債のリスクはほぼコントロール可能であるとしている。また、中長期外債を産業別内訳で見ると、製造業が30.77%、交通運輸・倉庫・郵便事業が13.85%、電力・ガス・水事業が7.61%を占めている。なお、登記外債残高を通貨別で見ると、米ドル建てが79.49%、ユーロ建て6.51%、日本円建て6.14%となっている。

RMB レビュー&アウトルック

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比		前日比	
2013.06.24	6.1347	6.1347~6.1451	6.1451	0.0109	6.2472	-0.0233	0.79230	0.0017	8.0477	-0.0595	7.5660	2054.62	-115.06
2013.06.25	6.1420	6.1410~6.1503	6.1453	0.0002	6.3088	0.0616	0.79230	0.0000	8.0634	0.0157	7.5000	2050.79	-3.83
2013.06.26	6.1460	6.1436~6.1489	6.1470	0.0017	6.3041	-0.0047	0.79244	0.0001	8.0359	-0.0275	5.8000	2042.13	-8.66
2013.06.27	6.1480	6.1480~6.1520	6.1490	0.0020	6.2634	-0.0407	0.79266	0.0002	8.0128	-0.0231	6.7500	2040.67	-1.46
2013.06.28	6.1467	6.1373~6.1485	6.1376	-0.0114	6.2076	-0.0558	0.79131	-0.0014	8.0068	-0.0060	5.7000	2071.26	30.59

(資料) 中国外債取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱東京UFJ銀行国際業務部作成

人民元の動き

~ 来週は小幅に軟化する展開を見込む ~

今週の中国人民元は6.1347で寄り付いた後、軟化する展開となった。中国人民銀行(PBOC)が設定する対ドル基準値は6.18付近でのほぼ横ばい推移であったが、人民元は月末に向けて徐々に値を下げ、約6週間ぶりとなる6.15台前半を示現した。5月に国家外債管理局(SAFE)が発表した資本流入規制の影響が浸透し始め、ドル需要が高まるなか、これまでよりも値幅を伴う推移となっている。ただ、基準値から見て元高水準での推移は不変であり、これまで同様人民元需要の根強さも窺えた。

6月上旬から金利の上昇が顕著となっていた短期金融市場は一旦落ち着きを見せている。PBOCが25日にウェブサイト上で発表した声明が市場の緊張を和らげたとみられる。20日には一時的ではあるものの28%での出合いもみられた7日物レポ金利は、27日時点で6%台まで低下している。PBOCは声明において、市場の安定のために「マクロ要請に合致する金融機関に流動性を提供した」と明らかにしたほか、「流動性に問題が発生した金融機関に対しては、状況により相応の対応を行う」としており、市場の安定を維持する方針を示している。

SAFEによる規制の影響を受けて人民元上昇圧力が和らいでいることから、来週の人民元はやや軟化する展開を見込む。なお、基準値と実勢レートの乖離幅が縮小してきたほか、一日の値幅が拡大してきたことなどを受け、人民元の変動許容幅拡大に再び注目が集まっている。前回の実施時には、温家宝前首相が人民元相場についての見解を示すなどの「地ならし」的な発言が聞かれた。政府、中銀の要人発言には注意が必要だろう。

(6月28日作成) (市場企画部市場ソリューション室 グローバルマーケットリサーチ)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませ、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。