

地方政府の債務問題と金融リスク

田中 修

はじめに

項懐誠元財政部長がボアオ・フォーラムで「地方政府の債務が 20 兆元を超えている可能性がある」と発言したことにより、再び地方政府の債務問題が脚光を浴びている。本稿では関連記事を紹介する。

またこれに関連し、証券日報 2013 年 4 月 19 日は、5 人の銀行等チーフエコノミストに、社会資金調達規模と GDP の乖離についてインタビューしている。この中の、農業銀行の向松作チーフエコノミストの発言に気にかかる部分があるので、当該箇所を紹介しておく。

1. 項懐誠元財政部長の発言関連（中新社ボアオ電 2013 年 4 月 6 日）

中国地方政府の債務規模が、ボアオ・アジアフォーラム 2013 年大会において、再度関心を引き起こした。元財政部長の項懐誠は、6 日、「現在、中国地方政府の債務は、20 兆元を超えている可能性がある。ただし、中国政府の債務は決して『非常に危険』とまでは言えない」との見通しを述べた。

報道によれば、今年の「两会」（全国政協・全人代）期間、全国政協委員・審計署副審計長の董大勝は、「2010 年末までは、中国の中央債務の規模は 7.7 兆元前後、地方の債務は 10.71 兆元であったが、一部の地方政府債務に一定の変動があったことを考慮すると、現在、各レベル政府の総債務規模は 15 兆元から 18 兆元の間と推計される」と述べた。

中国の新任財政部長楼繼偉は、就任後最初の公開講演において、「債務対策」の考え方を披露した。彼は、「財政部は、明らかなもの、隠れたもの、直接的なもの、可能性のあるものに債務リスクを区分して分析し、個別に政策を採用して、地方政府の債務拡張傾向をしっかりと制止する。同時に、財政部は更に制度を検討・整備して、『地方政府に正しい道を示し、歪みを正す』」と述べた。

これについて、項懐誠は「中国の新任部長が述べたことは、中国が政府債務、とりわけ地方の債務を重視しているというシグナルを示している」と分析する。しかし、政府債務の具体的な数値については、項懐誠は統計が過小の可能性があり、債務率は公開された数値

より更に高いとする¹。彼が把握した資料では、2011年の中国中央・地方政府債務は30兆元余りであり、大体の債務率は37.8%である。2012年の政策債務規模はある程度増加しており、債務の対GDP比率はなお40%前後を維持している。

「現在、中国中央政府の債務は比較的明朗であり、主要なものは地方政府の債務である」と項懐誠は指摘する。なぜなら、地方政府の債務は透明度が高くなく、正確な統計データを得るのが決して容易ではないからである。

近年、中国の地方債務リスクは、ずっと西側が中国を見かけ倒しだとする理由となってきた。しかし、項懐誠は「中国政府の債務は、決して当面の急務ではなく、まだ『非常に危険』な段階には至っていない」と述べる。彼は主として3つの理由から、上述の判断をしている。

- ①40%の債務率は、もともと決して高くはない。
- ②政府債務総量の95-85%は基本的に国内債務である。
- ③中国の債務は、総体としてまだ効率が極端に悪い事案が出現しているわけではない。

彼は同時に、「中国政府は債務問題において、『持続可能性』の原則を常に堅持しなければならぬ」と強調する。「政府の債券発行以外にも、政策性銀行の貸出も一定程度政府債務の性質を帯びている。その貸出の資金源は、インターバンクでの債券発行だからであり、これにも注意しなければならない」と彼は指摘している。

2. 中国地方債務はコントロール不能になりうるか（人民日報海外版 2013年4月19日）

（1）復旦大学経済学院 孫立堅副院長の見解

地方債務のリスクは確かに存在するが、経済のハードランディングに至るようなシステムリスクは決して存在しない。

地方債務のリスクは、その資金調達状況がずさんなことにある。一面では、地方政府は銀行から大量に借金しており、銀行に大量の不良債権をもたらしている。他方で、もし地方政府に違約が出現したなら、銀行は民営企業や財産権がはっきりとしている企業に対してと同様には対処できなくなり、地方政府が担保に入れている固定資産で、このリスクを相殺しようとすることになる。しかし地方政府が担保にしている資産の大多数は国有財産であるから、国有財産を銀行に引き渡すことにより不良債権を相殺することは不可能な事情にある。

中国が地方政府債務から脱することができるか否かは、2つのカギがある。

- ①我々が有している地方政府債務問題は、新しい方法で解決し、新しい収益の増加をもたらす市場環境により解消する必要がある。

新しい勘定を設けて旧勘定に返済する問題の深刻さを認識したうえで、当面この方法に

¹ ゴチックは筆者。

より時間を稼ぎ、市場メカニズムを調整し、現地の経済を活性化して、経済の収益の改善を通じて将来の債務償還の余地を勝ち取らなければならない。

イノベーションによる駆動・発展の転換を重視し、都市化の進展と組み合わせ、現地の特色に基づき、イノベーションによる駆動の源泉を見つけ出さなければならない。

②将来の都市化建設は、以前のような銀行からの借金の方法を用いてはならず、地方政府は銀行からの借金を断固として途絶ししなければならない。債券市場を大いに発展させ、債券市場を通じて地方政府が資金調達を行う、市場の制約メカニズムを形成しなければならない。

もし借金だけを考え収益を重視しなければ、債券価格は非常に低くなり、最後には債券を発行しても金が手に入らないところまで下がってしまうことになる。市場化の道を進んでこそ、銀行の不良債権増加を回避できるのである。

(2) 清華大学中国・世界経済研究センター 袁鋼明研究員の見解

地方政府の債務の規模が日増しに拡大するにつれて、これがもたらすマイナスの影響は、既に中国の持続可能な発展を制約する一大障害となっている。経済成長は、既に地方政府債務の問題と密接に関係している。今年 1-3 月期の GDP 成長率は昨年 10-12 月期より低下したが、これは債務負担と関係がある。このため、地方政府の債務リスクの処理を重要なものと位置付けることが非常に必要となっている。

(3) 財政部財政科学研究所 賈康所長の見解

地方政府の債務問題のカギは、わが国の地方政府の資金調達体制の不足にある。したがって、考え方としては、オープンな資金調達に向かうことを強調したい。具体的には、「ストックを処理し、前門を開き、後門を閉ざして、塀を修繕する」のである。つまり、地方政府の債務を処理し解消すると同時に、オープンな資金調達と、透明で、予測可能な、大衆の監督を受ける、規範を重視した、リスクコントロールに資する地方債の運用によって、これまでの不規範で、リスクがコントロールし難く、不健全な地方融資プラットフォーム等の形式による隠れた債務負担を代替するのである。

今後起債の形式からすれば、公開で目に見える「オープンな資金調達」が、公共リスクを防止する制度建設と根本的な対策の道である。

3. 都市化は過度な負債の口実ではない (人民日報 2013 年 4 月 19 日)

債券による資金調達は、地方の負債の顕在化に資するものであり、市場による地方政府債務の制約強化に資するものである、しかし速すぎる成長のリスクも軽視できず、都市化の推進が、決して一部地方の盲目的投資・過度な負債の口実・ベールとなってはならない。

2012年以降、城投債の発行が明らかに強化されている。2012年で、インターバンク債券市場で発行された城投類債券の累計は既に6367.9億元に達しており、2011年と比べて3805.9億円増加し、前年同期比148%の伸びとなっている。

地方融資プラットフォームが公开发行する一種の企業債あるいは中期手形として、募集された資金の大多数が地方のインフラ建設あるいは公共プロジェクトに向けられる債券として、城投債の発行は噴出状態となっている。

その主要な原因は、政権交代効果の牽引の下、地方政府のインフラ投資の情熱が高揚していることにある。加えて、新タイプの都市化戦略の「バックアップ」により、地方政府の資金需要が大幅に増加している。

これと同時に、土地財政は継続し難く、地方融資プラットフォームへの銀行貸出は引き続き引き締められているため、地方政府はやむを得ず新たな資金調達ルートを探し求めているのである。

このほか、城投債の監督管理の規範化も、その投資リスクをある程度緩和し、銀行等の機関投資家の熱い支持を獲得している。

城投債による資金調達は、従来の借入を主とした資金調達より明白な優位性がある。債券による資金調達は期間が比較的長く、インフラ建設の資金需要サイクルと適合している。債券による資金調達のコストは更に低く、現在城投債発行の年金利は一般的に7%以下であり、銀行からの借入金利に比べ一定の優位性がある。債券による資金調達は、また地方の負債の顕在化に資するものであり、市場による地方政府債務の制約強化に資するものでもある。

城投債の規模の猛烈な拡大には合理性・必要性があるものの、速すぎる伸びのリスクも軽視できない。

- ①不動産市場に対するコントロールが引き続き強化されている背景の下、発行体が提供する土地等の資産担保価値が収縮するリスクに直面しており、しかも地方財政という隠れた担保も財政の逼迫により失効する可能性がある。
- ②わが国のインフラが急速に整備されるにつれて、将来支線交通等の分野の建設は、限界収益逓減の問題に直面し、投資収益がコストをカバーできなくなる可能性がある。
- ③債券による資金調達の期限が相対的にかなり長いことが、地方政府のモラルハザードを激化させる可能性がある。

債券償還のノルマは、必然的に次期政府の肩にのしかかることになるため、前借りで食いつなぎ、前倒しで債務を負うという方法が必然的に一層際立つことになるのである。

城投債の噴出による隠れた弊害を回避するには、地域的・システミックなリスクを防止

しなければならない。

- ① 地方政府が債券で募集した資金を財政予算管理に組み入れ、各レベルの人代の審査・監督を強化し、地方政府が主導する投資行為と債務の担保に対する大衆の制約を強化する必要がある。
- ② 機関投資家は城投債の投資リスクを十分理解する必要があり、政府の隠れた担保について盲目的に楽観してはならない。
事実この前、雲南城投等の城投債の違約リスクが既に露見しており、市場では一時パニックによる投げ売りが出現している。

当然、根本的に言えば、やはり**地方政府の投資衝動に歯止めをかける必要がある**。新タイプの都市化は人間を核心とした都市化であり、希望する農民を段階的に都市に受け込ませなければならない。カギは、就業支援と公共サービスの保障である。

都市化は「不動産化」であってはならないし、パイを大きく引き伸ばすような都市拡張であってもならない。地方政府自身が10兆元を超える債務を負う背景の下、都市化の推進は、決して一部地方の盲目的投資・過度な負債の口実・ベールとなってはならない。

4. 農業銀行の向松作チーフエコノミストの発言（証券日報2013年4月19日）

（問1）今年1-3月期の社会資金調達規模は前年同期比で58%増と大幅に伸びている。同時に、人民元貸出のウエイトは18.6ポイント減少している、1-3月期の数値の異常変動をどう見るか？

（答）

1-3月期の社会資金調達規模の大幅な伸びと重大な構造的変化は、**わが国の社会資金調達システム・金融機関の経営環境に革命的な変化が発生した²**ことを証明するものである。

直接金融は既にわが国の社会資金調達総額で半分程度を占めており、相応に、銀行貸出を主とする間接金融のウエイトは継続的に低下し、相対的に次点の地位に後退を開始している。

この重大な変化は、喜ばしくもあり、恐ろしくもある。喜ばしい点は、社会の資金調達のルート・市場・商品・機関が日増しに多元化していることである。これはわが国の金融改革の深化と発展の基本方向に符合しており、金利市場化とその他各金融改革のために良好な条件を創造するものである。

憂うべき点は、急激に伸びた直接金融商品の中に、相当なリスクが内包されており、多くの商品のリスク・収益構造が不明瞭であり、責任が不明瞭であり、リスク開示が不十分であり、約束しているリターンが高すぎることである。これらの下にはいずれも、将来の金融リスクさらには金融危機への隠れた災いが埋まっている。

² ゴチックは筆者。

1-3月期の社会資金調達規模の急速な伸びの主要な原因は、以下のものが含まれる。

- ①**城投債**等の債券が引き続き急速に伸びている。
- ②**信託貸出**³が超高速の伸びを維持している。
- ③銀行の**理財市場**が引き続き伸びている。
- ④**委託貸出**⁴と**投資的な不動産**の伸びが、かなり速い。
- ⑤**銀行貸出**の伸びが、なおかなり速い。

総体として見ると、1-3月期の社会資金調達規模の伸びと経済成長率の鈍化とは鮮明な対照をなしている。重要な側面からこれを説明すると、**わが国のマネー・金融・貸出システム（バーチャル経済システム）と実体経済システムは背離が続いており、マネー・金融システムは相互に投資し、内部で循環し、信用資源が空転し、実体経済に流入できなくなっている。**この問題は高度に重視しなければならない。

（問2）1-3月期のGDP成長率は予想を下回り、社会の資金調達規模は予想を超えている。このような背離をどう見るのか？

（答）

昨年とりわけ今年1-3月期の経済データを詳細に分析し、金融の観点から観察すると、わが国の経済システムの3大アンバランスが日増しに深刻になっている。

（1）**バーチャル経済（マネー・金融・貸出）と実体経済の背離傾向が日増しに激化している**

我々は、M2、銀行貸出、社会資金調達規模等の金融・マネー指標が急速に伸びつづけ、その伸びが実体経済の各指標（GDP、工業付加価値、企業利潤、1人平均所得、財政収入等等）をはるかに超えていることを見て取っている。同時に、資産価格（不動産が代表）が引き続き上昇しており、どんなに調節しても調節できないことを見取っている。

バーチャル経済と実体経済の背離傾向が激化した原因は複雑である。私は主要な原因として、①**金融政策と為替レート政策**、②**実体経済の生産能力の深刻な過剰**が、多くの実体経済の資金を**金融市場・バーチャル経済に転じさせている**、と考えている。

（2）**金融システムの内部のアンバランス**

一面において、我々は各マネー総量の金融指標が急速に伸びていることを見て取っており、他方で中小・零細企業の資金調達がますます困難・高コストになっていることも見て

³ 企業が委託者として信託貸出の方式で、別の企業に資金を貸し付けるもの。貸出先は受託者が決定する。

⁴ 銀行を仲介した資金の出し手と借り手との間の資金貸借。貸出先は委託者が決定する。

取っている。では、金はどこにいったのか？新規貸出増はどこにいったのか？

客観的にみて、確かに相当部分のマネー・貸出資源が、金融システム内部で「空転」している。貸出が預金を派生し、預金がまた貸出を派生し、相互に短期資金を貸し借りし、相互に自分が発行した債券・理財商品を売買する等等、多くの金融機関がリスク金利・規制金利の裁定取引に熱中しており、大型国有企業がその中に参加している。

このため、金融・マネーは表面的に見ると繁栄しているが、実際は金融機関が「独りで楽しんでいる」のであり、実体経済の温度上昇にはつながっていないのである。マネー・信用資源の「空転」がいったいどれくらい深刻なのか、私は確かなデータを持っていないが、(マネーの増大と中小・零細企業の資金調達難という)現象があることからして、空転は必然的に存在している。そうでなければ、この奇怪な現象は説明できない。

(3) 国家経済システム全体の負債率がますます高まっている

「頭が重く、足元が軽く、底が浅く」、レバレッジ率がますます高まっており、いつの日か横転してしまうだろう。

過去数年、多くの業種・企業の負債率が大幅に上昇し、生産能力が過剰となり、収益能力は低下し、負債の圧力は重くなっている。地方政府は懸命に債券を発行し、昨年の城投債の発行量は倍増してもなお止まらず、収益率は7%を超えている。これらはいずれも金融リスクであり、将来誰かが全部清算しなければならない。

(5月9日記)