

借換え地方債の追加発行

田中 修

はじめに

財政部は6月10日、従来の借換え地方債の発行枠1兆元に加え、追加で1兆元の借換え地方債発行枠を認める旨を発表した。

新予算法は省レベル政府にはじめて地方債発行を認め、2015年度予算では1兆円の借換え地方債の発行枠が設定された。しかし、2013年6月の会計検査では、地方政府債務は省レベルより下の政府の額が大きく、かつ急増している実態が明らかにされていた。しかも、地方政府の主要な償還財源である国有地使用权譲渡収入は、不動産開発の低迷により、1-5月期は前年同期比-40.1%となっている。この状況では、省レベル政府が地方債を発行し、自らの債務を借り換えても問題は解決せず、下位レベル地方政府でデフォルトが発生する危険があった。中央が借換え地方債の発行枠を大幅に追加し、省レベル政府が下位レベル政府の債務分まで肩代わりし、借換え地方債を発行するのは必然であったといえよう。

本稿では、財政部責任者の説明とメディアの反応を紹介する。

1. 財政部責任者の説明

(1) 発行枠追加の背景

地方債発行でストック債務を借り換えることは、地方政府債務を規範化するための既定の政策手配である。2014年8月31日、全人代常務委員会が審議・承認した「予算法」修正案の規定では、地方政府債務は地方債発行を通じて借り換えることとなっている。

地方政府のストック債務は、新予算法実施前に形成されたものであり、地方債発行を通じて借り換えることは、予算管理規範化の有効な方途である。このため、2014年9月11日、国务院が出した「地方政府債務官地位の強化に関する意見」(43号文件)では、予算管理に組み入れる地方政府ストック債務を、地方債発行で借り換えることができる旨を明確にしている。

地方債発行でストック債務を借り換えることは、安定成長・リスク防止のための重要措置でもある。現在、経済の下振れ圧力が増大し、地方財政収入の伸びは引き続き鈍化しており、地方債発行によりストック債務を借り換えることは、建設中のプロジェクトの資金調達と資金チェーンを断裂させないことを保障し、債務解消と安定成長の関係をうまく処理することに資するものである。また、債務構造を最適化し、利息負担を引き下げ、一部の地方の支出圧力を緩和し、より多くの資金を捻出して重点プロジェクトの建設に用いることに資するものでもある。

新「予算法」と43号文件関連規定を貫徹実施するため、国务院の批准を経て、財政部は2015年3月に第1次の1兆元借換え債券限度額を下達したが、近日第2次の1兆元借換え

債券限度額を下達した。

(2) 債券の発行方法

借換え債券は、公开发行と特定者による引受けの 2 種類の発行方式を採用できる。特定者による引受け方式を採用して借換え債券を発行する場合には、地方財政部門と銀行等特定債権者は市場化の原則に基づいて協議し、引受けを進める。特定者による引受け方式を採用しないで借換え債券を発行する場合には、公開入札等の方式を採用して発行する。

(3) ストック債務の償還方法

第 2 次借換え債による資金は、会計検査で確定された、2013 年 6 月 30 日までに政府が償還責任を負った債務のうち、2015 年に期限が到来する債務の元本償還に用いなければならない。地方政府が既にその他資金を手配して償還したものについては、会計検査で確定された、政府が償還責任を負うその他債務の元本償還に用いてよい。利息の高い債務を優先的に借り換える。企業・事業単位等自身の収益で償還すべき債務の償還に用いてはならない。利払いに用いてはならず、経常的な支出に用いてはならない。

(4) 建設中のプロジェクトのつなぎ融資

改革の平穏な過渡期を確保し、資金チェーンの断裂を防止するため、43 号文件は、債務資金を使用する建設中のプロジェクトについては、元の貸し手銀行等が新たに審査を進めなければならない、国家の関連規定に符合したプロジェクトであれば、引き続き協議し、貸出を提供しなければならない旨を明確にしている。

43 号文件の要求を全面実施するため、近日国务院は「地方政府融資プラットフォーム会社が建設中のプロジェクトのつなぎ融資問題を妥当に解決することに関する財政部・人民銀行・銀行業監督管理委員会の意見通知」を出し、次のことを明確にした。

融資プラットフォーム会社が建設中のプロジェクトについては、ストックとフローを区別して法に基づき合法的につなぎ融資を進める。ストックへの融資部分は、2014 年 12 月 31 日前に既に契約し貸し出した建設中のプロジェクトについて、期限が来ていない銀行は、契約に基づき引き続き貸出を行わなければならない、期限が来た銀行は、地方政府・融資プラットフォーム会社と協議して契約を改定し、貸出期限を合理的に確定しなければならない。フローへの融資部分は、政府・社会資本の協力モデルを優先的に採用し、政府・社会資本の協力モデルが採用できない場合には、地方政府が法に基づき政府債券を発行する。

上述の規定と 43 号文件は一脈相通じており、建設中のプロジェクトのつなぎ融資の総体要求・適用範囲・重点任務を厳格に画定した。このことは、融資プラットフォーム会社が建設中のプロジェクトのつなぎ融資を、法に基づき合法的・積極的に支援し、建設中のプロジェクトの秩序立った推進を確保し、实体经济の合理的な資金調達需要を確実に満足させ、財政・金融リスクを有効に防止・解消することに資するものである。

2. メディアの論調（証券時報 2015 年 6 月 11 日）

（1）中金公司研究部 辺泉水副総経理

今年期限が到来する地方政府債務は 2.9 兆元に達すると試算される。今年期限が到来する地方政府債務を全部借り換えることになれば、財政部の第 3 次債務借換えの限度額も 1 兆元に接近するものと判断される。

（2）海通証券 姜超則チーフマクロアナリスト

2014 年末における地方政府の第 1 類債務（償還の責任を負う債務）は約 16 兆元であり、うち 2015 年に期限が到来するのは 5 兆元以上となろう。もしこの 53%を借り換えると、借換え限度総額は 2.65 兆元以上に達することになり、第 2 次借換え限度額の下達は予想にかなっているし、第 3 次の借換え限度額の下達も排除できない。

新しい借換え限度額は、都市建設投資の資金再調達のプレッシャー緩和に資するものであり、ストックの城投債にとってプラスである。最近融資プラットフォーム政策が大幅に緩和されていることを考慮すると、城投債にとっての利点は際立っている。このほか、地方債の金利を国債にリンクさせると、国債金利の大幅上昇は、負債コストを引き下げるという目標の達成に不利となるので、中央銀行は必然的に金融緩和政策を継続させることになろう。

（3）民生証券研究院固定収益グループ責任者 李奇霖

現在まで、地方債の確定供給規模は既に 2.7 兆元に達しており、うち借換債が 2 兆元である。規模からみると、現在の借換え限度額は 2013 年 6 月の会計検査結果のうち、政府が償還責任を負う 1.86 兆元の期限到来債務を完全にカバーできるが、2014 年までの債務の期間延長、会計検査結果後に新たに増えた債務、及び偶発債務を弁別すれば、2 兆元の後、さらに第 3 次借換えの可能性がある。

PPP モデルが不断に深化されるに伴い、遊休となっているプロジェクトの転換が細分化され、要求にかなったプロジェクトが転換に成功した後は、債務借換えの規模は減少する可能性があり、試算では借換債の規模は 2.8 兆元以内になると推計される。

もし第 3 次を考慮しなければ、現在 2 兆元の地方債借換え限度額からすると、これは地方政府が続けて毎日 100 億元近くの地方債を発行して、ようやく借換え任務を達成できることを意味する。

1 兆元の借換債発行増は規模が小さいとはいえ、供給面での衝撃は避けられないので、中央銀行は政策をさらに緩和して、地方債に対するマイナスの影響の衝撃を緩和する必要がある。

①第 1 次発行の結果からみると、借換債の発行金利は国債金利にはりついている。

もし発行規模がさらに増えると、利付債に対して明らかなクラウディングアウトが生まれ、国債の収益率を推し上げることになる。しかも、地方債金利の基準は国債の収益率を

参考にしているので、これは地方の発行者の利益に符合しない。

②公開発行の借換債は、銀行の手元資金を直接占用する。

もしこの部分の比率がさらに上昇すれば、その他の融資対象主体に対する貸出能力に必然的に影響を及ぼすことになる。このため、連続する借換債供給の衝撃の下、非市場的な融資対象主体（地方政府）が市場的な融資対象（企業等）に対して、クラウディングアウト効果をもたらすことになる。これは、経済の内生的な回復・転換にとって明らかに不利となるものである。

③もし10年物の国債と国家開発銀行債が3.7%・4.2%にまで跳ね上がれば、自己資本比率・税制を考慮すると、基準金利の2割引きの5年物貸出より有利となる可能性があり、これは銀行の貸し惜しみを激化させ、資金調達コストを上昇させることになる。

総じていえば、金利に対する地方債による借換えの衝撃は確かに存在するが、上振れの余地には限りがあり、毎回の収益率の上昇は、買いの良いタイミングとなろう。

(6月19日記)