



# 中国の地方債務をどのように 捉えるべきなのか

関根 栄一\*

## 要約

1. 中国版シャドーバンキング（影の銀行）を構成する銀行理財商品の問題が顕在化する中で、同商品の投資先の一つである地方政府融資平台公司（Local Government Financing Vehicles、略称 LGFV）の存在が話題となっている。
2. 1994 年に制定された中国の「予算法」の下では、地方財政は、①収支均衡の原則、②赤字計上の禁止、③法律及び国務院（内閣）の特別の規定がない限り起債禁止、と規制されている。この為、4 兆元の景気対策を執行していく過程で、こうした規制を回避するために地方政府融資平台会社が設立された。ところが、同会社を含む地方政府の債務規模は、中央政府の思惑を超えて増加してきている。
3. 一方、「予算法」に基づく中央政府の統制の下で、2009 年より財政部が地方政府に代わり統一して発行する地方代理発行債券、2011 年からは一部の地方政府で発行実務を地方財政に委譲する形で起債を行う地方自行発行債券が導入されている。
4. 地方債務の実態については、審計署（会計検査院）が、2010 年末時点での全面検査、2012 年末時点でのサンプル検査を行っている。①政府返済債務、②政府保証債務、③その他関連債務から成る地方政府性債務の資金源は銀行貸出が中心で、債務主体では地方政府融資平台会社が債務全体の約半数を占める実態が明らかとなっている。
5. 地方債務には、地方政府融資平台会社が起債する「城投債」も含まれる。こうした地方債務に対し、中国政府は 2010 年以降、管理を強化しており、2012 年 11 月の党大会で成立した新指導部も、総量規制を導入して管理強化を続けている。
6. 2013 年 6 月末の中国の不良債権比率は 0.96%であるが、不良債権金額は 5,395 億元で、2011 年 9 月末の 4,078 億元を底に増加傾向にある。金融当局は、地方政府融資平台公司向け貸付の不良債権化等のシナリオに基づくストレステストにも取り組んでいる。
7. 地方債務問題については、既存の債務の再編が必要であり、また 1998 年の広東国際信託投資公司（GITIC）の破たん等過去の教訓から読み取れることもあろう。今後、法令と実態の乖離を埋める為の地方政府の資金調達制度の改革や、その前提となる財政・税制改革も必要となろう。

\* 関根 栄一 榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

## I. 注目を集める中国の地方債務問題

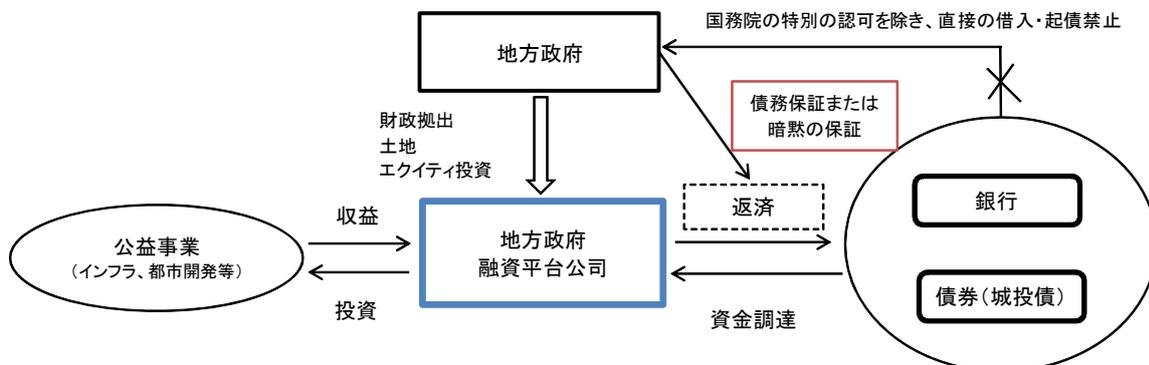
中国版シャドバンキング（影の銀行）を構成する銀行理財商品の問題が顕在化する中で、同商品の投資先の一つである地方政府融資平台公司（Local Government Financing Vehicles、略称LGFV）の存在が話題となっている。

地方政府融資平台公司については、中国政府による幾つかの定義がある。先ず2010年6月10日に国務院が公布した「地方政府融資平台公司の管理強化に関する問題についての通知」では、同公司を「地方政府及びその傘下部門・機関等が、財政拠出、土地提供、エクイティ等の資産を通じて設立し、政府投資プロジェクトの資金調達機能を担い、かつ独立した法人格を有する経済実体」と定義している。次に2013年4月9日に中国銀行業監督管理委員会（以下、銀监会）が公布した「2013年の地方政府融資平台向け貸付リスクの管理監督の強化に関する銀监会の指導意見」では、同公司を「地方政府が出資・設立し、かつ連帯で償還責任を負う機関・事業・企業の三法人」と定義している。いずれも共通しているのは、地方政府が設立した法人で、債務保証も含め、政府投資プロジェクトの資金調達機能を担っている窓口という点である（図表1）。

地方政府融資平台公司は、2008年の世界的金融危機に対応するために打ち出された中国の4兆元の景気対策で、地方政府が負担する政府投資プロジェクトの資金調達窓口としてその機能を果たした。本来、地方政府本体の借入・起債は特定の条件の下でしか認可されない為、4兆元の景気対策を執行していく過程で、同公司はそうした規制を回避するために設立された。ところが、地方政府融資平台公司を含む地方政府の債務規模は、中央政府の思惑を超えて増加してきており、後述の通り、数年前から何度も規制が強化されてきている。

銀监会の発表によれば、2013年3月末時点の地方政府融資平台公司向け貸付残高は9兆5,900億元で、不良債権比率は0.14%とされている<sup>1</sup>。同年6月末時点の同公司向け貸付残高は9兆7,000億元で、前年同期比では6.2%増であるものの、他の貸付よりも伸び率は9%低いとされている<sup>2</sup>。また、2012年末時点で同公司が発行する債券（いわゆる「城投債」、後述）の残高は、地場証券会社の集計では1兆7,870億元となっており、これまでのところ、デフォルトの事例は

図表1 地方政府融資平台公司の資金調達の仕組み



(出所) 国務院、中国銀行業監督管理委員会、財政部より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/BB6E98E73A6E408BA7F382047CE42879.html>

<sup>2</sup> <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/F974A65515094F6884A60330792192BA.html>

出していない。一方、これらの事実上の地方債務は、中国の新指導部が採用する構造改革と景気の鈍化の容認によって、今後、財政本体での償還を余儀なくされ、中国全体の政府のバランスシートを悪化させるシナリオが懸念されている。

次に、本稿では、中国の地方債務について、地方行政制度と地方財政制度を踏まえ、法令上の制約と起債条件、法令の隙間を縫って発生している地方債務の実態、近年の地方債務管理強化の動き、不良債権の実態、過去の事件からの教訓等について、順に分析していく。

## Ⅱ. 中国の地方行政制度と地方財政制度

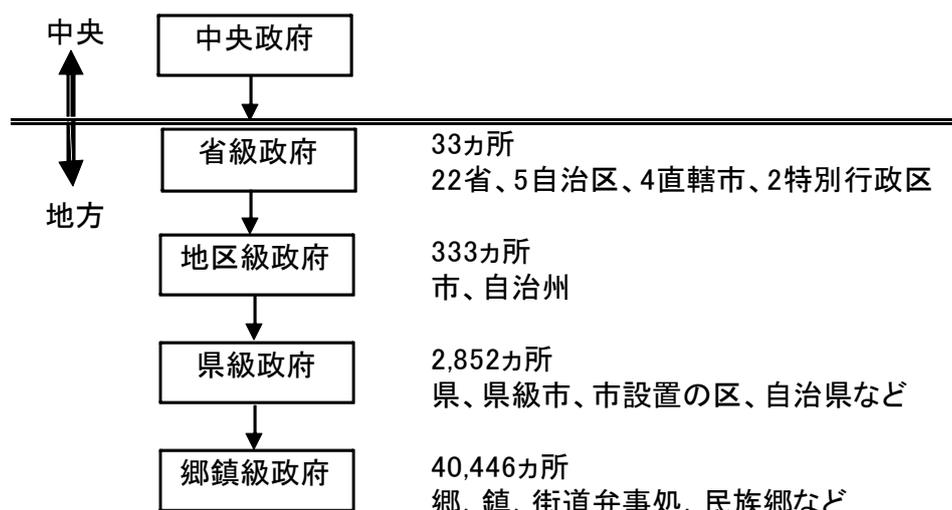
### 1. 中国の地方行政制度

中国の地方行政単位は、省級政府、地区級（市級）政府、県級政府、郷鎮級政府、自治組織の5つのレベル（階層）から構成されている（図表2）。先ず上位から見ると、省級政府で、2012年末時点で、中央政府の下に22省、5自治区、4直轄市、2特別行政区の計33カ所が置かれている（台湾を除く）。省級政府以下は、地区級（市級）政府が333カ所、次に県級政府が2,852カ所、郷鎮級政府が40,446カ所と続いている。中国の地方行政制度の下では、日本の地方自治制度とは異なり、上級政府が下級政府を指導する立場にある。

### 2. 中国の地方財政の仕組み

中国の国家予算は、1994年3月に制定・公布され、1995年1月に施行された「中華人民共和國予算法」（以下、予算法）と「予算法実施条例」（1995年11月2日制定、同年11月22日公布・施行）に基づき運営されている<sup>3</sup>。中国の会計年度は毎年1月から始まり、12月に終了する。予算もその例外ではなく、予算の会計年度は1～12月の一年間となる。

図表2 中国の地方行政単位（2012年末）



（注） 省級政府に台湾は含まれていない。

（出所） 『中国統計摘要 2012』より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 中国の財政制度については、大西靖「中国財政・税制の現状と展望」『PRI Discussion Paper Series』No.04A-26、財務省財務総合政策研究所、2004年を参照。

予算法に基づき、中国の国家予算は、中央政府予算と地方政府予算とに分かれ、地方政府予算は、さらに各級政府ごとに予算編成が行なわれる（図表 3）。政府予算の編成方針は、前年の 12 月までに開催される党中央・国務院（内閣）が開催する中央経済工作会议で決定される。

地方政府予算は、前述の各級政府ごとに、毎年 1 月から 3 月までに、地方の各級人民代表大会（地方議会に相当）で審議し可決される。財政部は、地方政府予算や中央省庁の要求を踏まえ、中央政府予算を編成する。その上で、中央政府予算及び地方政府予算は、毎年 3 月上旬に開催される全国人民代表大会（日本の国会に相当、以下、全人代）で審議し可決される。また、全人代は中央政府財政を、地方の各級人民代表大会は地方の各級政府の財政を監督する。

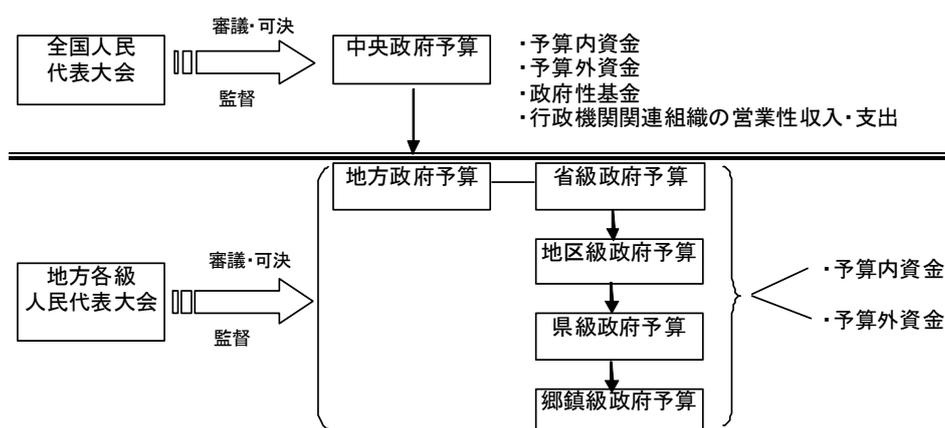
また、中国の予算は、「予算内資金」と「予算外資金」に大きく分類される<sup>4</sup>。前者の予算内資金とは、予算法に基づく政府予算であり、わが国の一般会計予算に相当するものである。後者の予算外資金とは、各国家機関（行政部門のみならず、議会、司法、党、軍関連の全てを含む）が、正式な手続きや認可を経て徴収する各種費用による資金である<sup>5</sup>。

### 3. 財政赤字に対する考え方・管理方法

予算法は、政府の債務負担行為については、中央政府および地方政府それぞれについて、以下のような規定を設けている。

中央政府予算の赤字については、予算法 27 条で、中央政府の公共予算では赤字を計上してはならないとの原則を示している。その上で、中央政府予算において必要な建設投資の一部の資金については、国内や海外での起債等を通じて資金調達を行なうことが可能であるとしている。但し、起債は、合理的な規模と構成を満たさなければならないとしている。同時に、中央政府の予算上、既に起債した元利償還のために必要な資金も、前項の規定に従って処理しなければならない

図表 3 中国財政の予算編成制度



（出所）財務省財務総合政策研究所、財政部より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 中国の予算には、ほかに「政府性基金」と「行政機関関連組織の営業性収入と支出」とがある。前者は日本の特別会計に相当し、一定の目的に応じて設立された収支完結型の予算とされる。後者は、日本の独立行政法人、公益法人、認可法人等の収入・支出に相当するとされる。

<sup>5</sup> 予算外資金は、予算内資金とは区別され、政府予算に対する補助的な資金を指す。予算外資金の起源は 1950 年代まで遡るが、機動的な財政能力を確保する観点から中央政府及び地方政府に認められてきたものである。また、予算外資金は、予算「外」であるからといって野放図にされている訳ではなく、予算外資金に関する法令に基づき財政制度の一部として、税への変更と予算内資金への組み入れが順次進められている。

図表 4 予算法上の地方財政に関する規定

名称	「中華人民共和国予算法」
制定機関	全国人民代表大会
公布日	1994年3月22日
施行日	1995年1月1日
28条	(1項) 各等級の地方政府予算は、収入に応じて支出を定め、 均衡の原則に基づいて作成し、赤字を計上しない。 (2項) 法律及び国務院の特別の規定が無い限り、地方政府 は政府債券を発行してはならない。

(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

いとしている。

地方政府予算の赤字については、予算法 28 条で、各等級の地方政府予算は、収入に応じて支出を定め、均衡の原則に基づいて作成し、赤字を計上しないとの原則を示している（図表 4）。また、法律及び国務院の特別の規定が無い限り、地方政府は政府債券を発行してはならないとしている。

最終的に、国務院は全人代の開催期間中に、中央及び地方の予算案を報告し、中央予算については全人代の審査・批准を、地方予算については各級人民代表大会の審査・批准を受けなければならないとし、財政赤字の承認権限を予算法は全人代に与えている。このように予算法そのものは、起債を想定した中央政府予算とは異なり、地方政府予算に対してはより厳格に財政赤字に対処しようとしているが、2008 年秋から深刻化した世界的金融危機を受け、2009 年からは予算法 28 条に定める「特別の規定」を用いて、地方代理発行債券を、2011 年からは地方自行発行債券の発行を認可している。

### Ⅲ. 中央政府の統制の下での地方債の発行

#### 1. 地方代理発行債券の解禁

中国では、2008 年 11 月に 4 兆元の景気対策が発表され、2010 年までの 2 年間で実行されていくこととなったが、財源は中央政府、地方政府、企業、銀行等で分担することとなった。

このような中で、2009 年 3 月に開催された第 11 期全人代第 2 回会議では、政府活動報告の中で、景気対策 4 兆元のうち、中央政府が 1 兆 1,800 億元を負担することが承認された（いわゆる「真水」に相当）。その上で更に、2009 年の積極的な財政政策を実施するために、中央政府の認可の下で、財政部が地方政府に代わり統一して発行する地方代理発行債券 2,000 億元を省級政府の財政予算に組み入れることも承認された。2009 年は、法律及び国務院の特別な規定を設けた上でということになるが、地方政府向けの起債が行なわれた画期的な年となった<sup>6</sup>。

#### 2. 関連法令の制定

地方代理発行債券の導入に当たり、財政部は、単年度限りの立法として、2009 年 2 月 18 日付で「2009 年地方政府債券予算管理弁法」（以下、管理弁法）を制定し、即日施行している。他

<sup>6</sup> 地方代理発行債券については、関根栄一「動き出した中国の地方債市場」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号を参照。

に、地方債の代理発行に関わる想定問答形式のプレスリリースや、財政上の予算・会計・計算ルール、入札・応札及び審査規則を制定している。

地方代理発行債券は、2010年以降も全人代の審議・可決を経た上で発行されているが、2009年の管理弁法が継続して発行根拠として使われている。

### 3. 地方代理発行債券の制度設計

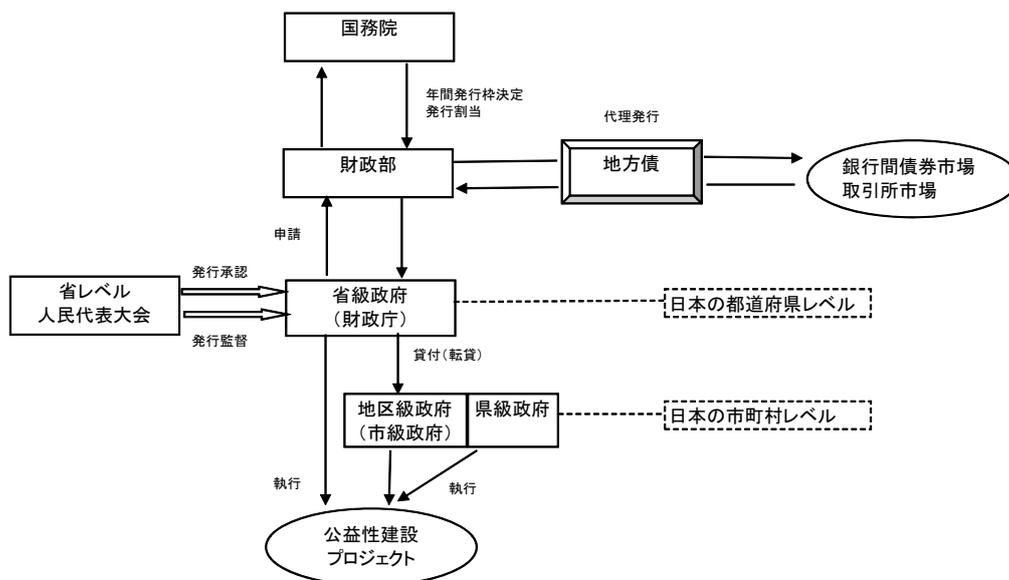
#### 1) 地方代理発行債券の定義

上述の管理弁法2条では、地方代理発行債券を、①国务院の同意を得て、②省級政府（自治区、直轄市、計画単列市<sup>7</sup>を含む）が発行と償還の主体で、③財政部が代理発行し、かつ元金や発行費用の支払いを代行するものと定義している（図表5）。財政部による統一した代理発行は、財政部が地方政府に代わって引受業者（後述）との発行条件の交渉を行い、地方政府間の信用力格差を顕在化させず、中央政府の信用力を以って国債と同等の発行コストで資金調達を行うことが最大の目的である。地方代理発行債券の発行業務は、財政部内の国庫司<sup>8</sup>が担当する。

#### 2) 予算としての管理

地方代理発行債券の発行に関わる収入・支出は、政府による予算としての管理の対象となる（管理弁法4条）。地方代理発行債券の発行資金は、省級政府が全額を管理する。また、発行資金は、省級政府が直接使用することも出来るし、省級政府から地区級（市級）政府や県級政府に貸し付けることもできるが（管理弁法3条）、この場合、各級政府財政の下でも管理される。予算としての管理は、財政部内の予算司が担当する。

図表5 地方代理発行債券の発行承認プロセス



(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> 省級政府と同等の権限を有する特別市。日本の政令指定都市に相当する。

<sup>8</sup> 「司」は日本の中央省庁内の「局」に相当。

### 3) 発行資金の対象経費

管理弁法5条で、発行資金の対象経費の基本的な考え方として、経済構造の調整と発展方式の転換を積極的に促進するものとしている。その上で、発行資金の対象経費としては、①中央政府が投資し地方政府も資金を配分する公益性建設プロジェクト、②その他政府以外からの投資資金の調達が困難な公益性プロジェクトに限定している。市場的手法で資金調達が可能な投資プロジェクトへの資金配分は厳格にコントロールされ、経常支出への資金配分は出来ない。

同時に、具体的な対象経費として、①低価格住宅保障プロジェクト、②農村の民生及び基礎インフラプロジェクト、③医療・衛生・教育・文化等社会事業基礎インフラ、④自然環境保護（生態建設工程）、⑤震災復興プロジェクト、⑥その他民生プロジェクトが挙げられている。

### 4) 発行承認プロセスと監視

地方代理発行債券の発行収入は、省級政府が国務院に報告を行い、国務院が批准・同意をした限度額で予算編成される（管理弁法5条）。2009年度の地方代理発行債券2,000億元は、①中央政府が投資する公益性建設プロジェクトの地方への配分規模、②プロジェクト建設資金の地方負担分、③償還能力等の要素を考慮し、一定の公式に従って合理的に各地区の地方債発行規模を決定するとした。上記要素は、中央政府が地方政府と共に行うプロジェクト数、総合財政力、債務比率、財政力増加率、財政困難水準から成るが、特に地方政府負担分の資金需要が重視されるとした。また、今回の景気対策の趣旨から、中西部地区に重点的に債券発行が割り当てられるとした。

中央政府からの2009年の地方代理発行債券の発行割当後、地方政府予算が同地方の人民代表大会で承認されていない場合は、あらためて地方政府予算を編成し、同人民代表大会の審査・批准を得る必要があるとした。既に地方政府予算が同地方の人民代表大会で承認されている場合は、あらためて地方債収入を予算に組み入れ調整案を作成し、同人民代表大会の審査・批准を得なければならないとした。2009年の地方債の発行資金は、地方政府の予算に組み入れられるとした。

### 5) 引受業者と投資家

地方代理発行債券は、記帳式国債の引受団（甲類）によるシンジケート団（シ団）引受方式で発行されるとした。シ団による発行引受後、地方代理発行債券は、銀行間債券市場（OTC市場）・証券取引所（上海、深圳）で取引、流通される。

投資家への元利払いは、省級政府が中央財政の専用口座に一旦払込み、同口座から投資家に支払われることとなる。2013年の地方代理発行債券については、「財政部が代理発行する2013年地方政府債券発行の支払弁法」がその根拠となっている。仮に省級政府が支払うべき元利金が適時に中央財政専用口座に入っていない場合は、中央財政が投資家に対して立替払いする仕組みとなっている。

## 4. 地方自行発行債券の導入

### 1) 地方自行発行債券の解禁

地方代理発行債券の発行のうち、2011年からは、一部の地方政府で、発行実務を地方财政厅

に委譲する形で起債が行なわれた。具体的には、財政部は、2011年10月17日付で「2011年地方政府自行発行債券試点弁法」を公布し（施行は2011年10月20日）、国务院の批准を経て、上海市、浙江省、広東省、深圳市を2011年の地方自行発行債券のテスト地域に指定した。

その後、2013年からはテスト地域として、上記4地域に加え、江蘇省と山東省を追加して計6地域とし、「2013年地方政府自行発行債券試点弁法」を同年6月25日に公布した（即日施行、以下、試点弁法）。

## 2) 地方自行発行債券の制度設計

試点弁法が定める地方自行発行債券の制度設計は以下の通りとなっている。

### (1) 地方自行発行債券の定義

「地方自行発行債券」とは、国务院が批准した起債規模の範囲内で、地方政府が自ら発行する省（市）政府債券を指す。テスト省（市）の債券は、財政部が元利払いを代行する。

また、テスト省（市）が発行する債券は、単年度の発行額管理を実行する。2013年度の発行規模は当年度限り有効で、翌年には持ち越せない。テスト省（市）が発行する債券は、記帳式固定利付債券とする。2013年の発行期間は3年、5年と7年で、それぞれ国务院が批准した当該地域の発行金額の50%を上限とする。

### (2) 地方自行発行債券の発行方法

第一に、テスト省（市）は、公開、公平、公正の原則で、引受シ団を組成する。引受シ団は、2012～2014年の記帳式国債の引受シ団とし、20社を超えない。

第二に、テスト省（市）の財政庁（局、委員会）が債券引受契約の当事者となる。

第三に、テスト省（市）は、新発国債の発行金利と市場金利をベンチマークとし、単利方式で発行金利を設定する。

第四に、発行価格の決定は、①シンジケートによる引受方式と②入札方式から成る。

### (3) 流通市場と監督方法

第一に、テスト省（市）政府債券は、発行後、適時に銀行間債券市場・証券取引所に上場され、取引される。

第二に、テスト省（市）自行発行債券の収支に関する予算管理は、（前述の）「2009年地方政府債券予算管理弁法」の関連規定に基づき実行される。同債券の会計・計算は、「財政部が地方政府債券を代理発行することに関する財政上の総予算・会計・計算弁法」に基づき行なわれる。

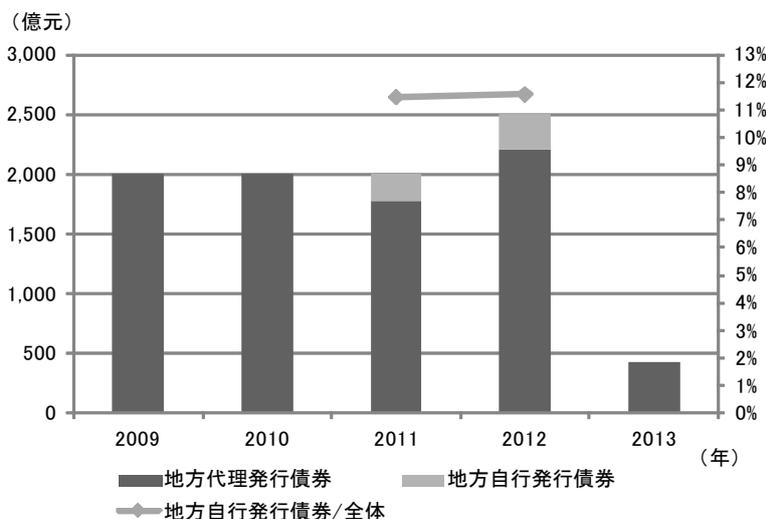
第三に、テスト省（市）は債券償還メカニズムを構築するとともに、財政部が代行する元利金額を中央財政専用口座に規定の期間内に納める。地方代理発行債券と同様、2013年については「財政部が代理発行する2013年地方政府債券発行の支払弁法」が準用され、投資家に対しては同口座経由元利金が支払われることとなっている。中央財政による立替払いも、地方代理発行債券と同様である。

## 5. 地方債の発行状況

2009年以降の地方代理発行債券・地方自行発行債券を合わせた地方債の発行金額は、図表6の通りとなっている。いずれも中央の統制の下で発行枠が決定され発行されるため、2009年から2011年の3年間はそれぞれ2,000億元、2012年は500億元追加され2,500億元の地方債が発行されている。2011年から導入された地方自行発行債券の発行金額は229億元（同年の地方債発行金額の11.5%）、2012年は289億元（同11.6%）となっている。

また、地方債の発行残高は、2012年末時点で6,500億元となっており（図表7）、発行残高も中央の統制の下で管理されていることが分かる。

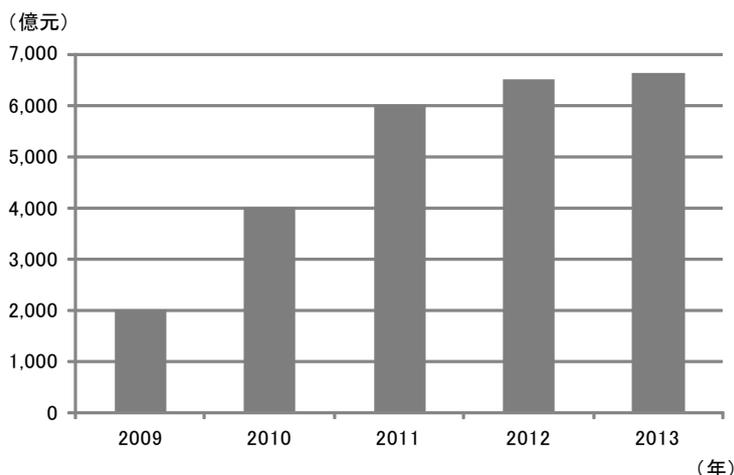
図表6 予算法の特別規定に基づく地方債の発行金額



(注) 2013年は6月までの数値。

(出所) Wind 資訊、チャイナボンドコムより野村資本市場研究所作成

図表7 予算法の特別規定に基づく地方債の発行残高



(注) 2013年は銀行間債券市場のみを対象とした6月末時点の数値。

(原データ) 中央国債登記決済有限責任公司、中国証券登記決済有限責任公司、上海清算所

(出所) 中国人民銀行上海総部編『中国金融市場發展報告2012』138頁、チャイナボンドコムより野村資本市場研究所作成

## IV. 地方債務の実態と規制強化

### 1. 審計署（会計検査院）による調査

#### 1) 中国政府による初の全面的な地方政府性債務調査

以上のように、予算法の特別規定に基づく地方債の発行は、発行金額・発行残高ともに中央の統制下にあるが、この規定を迂回した形で調達されている地方債務は、4兆元の景気対策を機に、膨張しつつある。このため、審計署（会計検査院）は、2011年3月から5月にかけて、①全国31省（直轄市、自治区）、②5つの計画単列市及び市、③県の三つのレベルの地方政府の債務について検査を行い、同年6月27日、「2011年第35号：全国地方政府性債務検査結果」として第11期全国人民代表大会常務委員会に2010年末の地方政府性債務残高を報告した（2010年審計署報告）。

この2010年審計署報告では、「政府返済債務」、「政府保証債務」、「その他関連債務」の三つを地方政府性債務と定義した。それぞれの定義は以下の通りとなる。

#### （1）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。

#### （2）政府保証債務

財政資金による返済でないが、地方政府が直接的また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。債務者が返済困難に陥った時、地方政府が連帯責任を負う。

#### （3）その他関連債務

公益事業に用いるため、関連企業や事業単位が借り入れ、債務者やプロジェクト自身の収入によって返済する債務。地方政府は保証を供与せず、法律上でも返済責任を負わないが、債務者が返済困難に陥った時、地方政府が一定の支援を提供する可能性のある債務。

この定義に基づく2010年末の地方政府性債務残高は10兆7,715億元で、うち「政府返済債務」が6兆7,110億元（全体の62.62%）、「政府保証債務」が2兆3,370億元（同21.81%）、「その他関連債務」が1兆6,696億元（同15.58%）となった（図表8）。

### 2) 審計署の2012年報告（サンプル調査）

続いて、2013年6月10日、審計署は、2012年11月から2013年2月にかけてサンプル調査を行った全国36の地方政府の債務に関する2012年末時点の結果を「2013年第24号：36地区の地方政府性債務検査結果」として公表した（2012年審計署報告）。サンプル調査の対象は、903の政府部門・機関、223の地方政府融資平台公司（LGFV）、1,249の経費補助事業単位、83の公益事業単位、273のその他単位、2万2,240のプロジェクトの計7万6千件に及んだ。

2012年審計署報告によれば、2012年末時点の36地区の地方政府性債務残高は、3兆8,475.81億元となり、うち政府返済債務が1兆8,437.10億元（全体の47.9%）、政府保証債務が9,079.02億元（同23.6%）、その他債務が1兆959.69億元（同28.5%）となった（図表8）。

図表 8 審計署報告に基づく地方政府性債務の変化（債務種類別）

(単位: 億元)

種類	定義	2010年末時点		2012年末時点		比較
		金額	割合①	金額	割合②	②-①
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。	67,110	62.62%	18,437	47.92%	-14.70%
政府保証債務	財政資金による返済でないが、地方政府が直接的また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。債務者が返済困難に陥った時、地方政府が連帯責任を負う。	23,370	21.81%	9,079	23.60%	1.79%
その他関連債務	公益事業に用いるため、関連企業や事業単位が借り入れ、債務者やプロジェクト自身の収入によって返済する債務。地方政府は保証を供与せず、法律上でも返済責任を負わないが、債務者が返済困難に陥った時、地方政府が一定の支援を提供する可能性のある債務。	16,696	15.58%	10,960	28.48%	12.91%
合計		107,175	100.00%	38,476	100.00%	-

(出所) 審計署より野村資本市場研究所作成

2010年審計署報告と2012年審計署報告の調査手法は異なるが、債務種類別内訳の割合の変化を見てみると、政府返済債務が62.6%から47.9%へと14.7%低下したのに対し、政府保証債務が21.8%から23.6%へと1.8%増加、その他関連債務が15.6%から28.5%へと12.9%増加した。地方政府が直接返済責任を負う債務が減少している可能性があることを示す一方で、借入人の信用力やプロジェクトのキャッシュフローに依存するその他関連債務の増加は、景気の悪化による債務返済能力の脆弱性が高まっている可能性がある。

### 3) 地方政府性債務の資金源別の比較

#### (1) 銀行貸出が中心

2012年審計署報告によれば、36地区の地方政府性債務残高を債務資金源別に見てみると、銀行貸出（日本の「銀行等引受」に相当）が3兆38億元（全体の78.07%）、債券発行が4,640億元（同12.06%）で、銀行貸出が最大の資金調達源となっている（図表9）。

加えて、2012年審計署報告によれば、2012年末時点の銀行貸出残高は、2010年に比べ1,533.96億元増加したものの、その全体に占める割合は5.60ポイント減少したとされる。一方、2010年審計署報告からの債務種類別内訳の割合の変化を見てみると、銀行貸出は79.01%から

図表 9 審計署報告に基づく地方政府性債務の変化（債務資金源別）

(単位: 億元)

債務資金源	2010年末時点		2012年末時点		比較
	金額	割合①	金額	割合②	②-①
銀行貸出	84,680	79.01%	30,038	78.07%	-0.94%
上級財政	4,478	4.18%	—	—	—
債券発行	7,567	7.06%	4,640	12.06%	5.00%
その他・個人貸出	10,450	9.75%	3,798	9.87%	0.12%
合計	107,175	100.00%	38,476	100.00%	-

(出所) 審計署より野村資本市場研究所作成

78.07%へと 0.94%減少している（前掲図表 9）。2012 年審計署報告はサンプル調査の為、地方政府全体の傾向を表している訳ではないが、銀行貸出の割合が依然として大きい状況に変わりはない。

## （2）銀行以外の資金調達の実態

2012 年審計署報告は、（後述の通り）地方政府性債務に対する管理が強化され、地方政府及び地方政府融資平台公司に対する銀行貸出が引き締められるにつれて、一部の地方政府は、信託貸付、リース（ファイナンスリース、リース・バック）、理財商品の発行<sup>9</sup>、建設・譲渡（BT、Build-Transfer の略称）方式、前払金保証施工、違法な資金調達等の方法を使って、形を変えた資金調達を行う現象が突出している問題を指摘している。

具体的には、2011 年から 2012 年にかけて、一部の地方政府で、①信託貸付、リース、理財商品の発行等を通じて 1,090.10 億元が調達された事例、②BT 方式及び施工貸付を通じて 1,060.18 億元が調達された事例、③違法な資金調達が 30.59 億元行われ、これらの計 2,180.87 億元の資金調達が、当該地方政府の 2 年間の新規資金調達額の 15.82%を占めたと指摘している。

これらの資金調達方法は、隠蔽性が高く、管理監督も容易ではないと指摘している。また、資金調達コストも一般に同期間の貸付金利より高く、最高金利は、BT 方式の場合 20%、違法な資金調達の場合 17.5%で、新たなリスクが内在しているとその弊害を指摘している。

## （3）延滞率の上昇

2012 年審計署報告は、債務負担の変化についても指摘している。例えば、36 地区の地方政府の延滞債務率（債務残高に占める延滞債務額の割合）は、2010 年から 2012 年にかけて、政府保証債務が 0.43%から 0.59%に、その他関連債務が 0.27%から 0.75%に若干上昇しており、債務不履行状況が少し増えている。

## 2. 地方政府融資平台公司の債務の実態

### 1) 地方政府性債務の主体別の比較

2012 年審計署報告によれば、36 地区の地方政府性債務残高を債務主体別に見てみると、地方政府融資平台公司が 1 兆 7,572 億元（全体の 45.67%）、地方政府部門・機関が 9,761 億元（同 25.37%）、その他が 1 兆 1,143 億元（同 28.96%）で、2010 年審計署報告と同様に、地方政府融資平台公司が全体の約半数を占めている（図表 10）。

### 2) 問題のある地方政府融資平台公司の「退出」状況

2012 年審計署報告は、31 地区の地方政府融資平台公司の「退出」の管理が不十分であるとの問題を指摘している。「退出」とは、銀监会の規定に基づき、資産・負債比率や、元利金支払のキャッシュフロー比率が改善した地方政府融資平台公司については、通常の企業向け貸出と同様の扱いとなり、地方政府からの優遇条件（保証提供など）が解除される公司を指している。

<sup>9</sup> 中国の銀行理財商品の問題については、関根栄一「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」『季刊中国資本市場研究』2013 年夏号参照。

図表 10 審計署報告に基づく地方政府性債務の変化（債務主体別）

(単位: 億元)

債務主体	2010年末時点		2012年末時点		比較
	金額	割合①	金額	割合②	②-①
地方政府融資平台公司	49,711	46.38%	17,572	45.67%	-0.71%
地方政府部門・機関	24,976	23.30%	9,761	25.37%	2.07%
経費補助事業単位	17,190	16.04%			
公益事業	2,498	2.33%	11,143	28.96%	-1.35%
その他	12,800	11.94%			
合計	107,175	100.00%	38,476	100.00%	-

(出所) 審計署より野村資本市場研究所作成

第一に、2011年以降、地方政府の関係部門、地方政府融資平台公司、債権保有銀行の三者間の取り決めにより、計61社の同会社が銀監会の規定に基づき「退出型平台」とされたが、うち55社がまだ元の政府債務が同公司から完全に分離されていなかったり、あるいは同会社が公益事業の資金調達機能を引続き担っていた。

第二に、地方政府融資平台公司18社が、「退出型平台」とされたことを理由に、同会社が元々負っていた政府債務を過少報告し、債務の管理監督を免れていた。

### 3) 地方政府融資平台会社の返済状況

また、2012年審計署報告は、一部の地方政府融資平台会社の資産の質がかなりひどく、債務返済能力が脆弱であると指摘している。

第一に、2012年末時点での地方政府融資平台会社の債務返済状況を見てみると(36地区、223社、複数回答)、2012年期限到来の元利支払総額が当年の収入を超過した会社が151社(全体の67.71%)、資産の現金化不能あるいは困難な会社が94社(同42.15%)、負債が資産の70%以上の会社が68社(同30.49%)と続いている(図表11)。

第二に、2012年に36地区の地方政府融資平台会社が返済した元利金3,618.85億元のうち、①財政資金による返済が1,205.75億元(返済元利金の33.32%)、②新規借入による返済が738.93億元(同20.42%)で、計53.74%と半数以上を占めた。この比率は、2010年より15.81ポイント低下したとはいえ、地方政府融資平台会社の債務返済能力が不十分であることは明確である。

図表 11 地方政府融資平台会社の債務返済状況（2012年末時点）

順位	返済状況	会社数(社) (複数回答)	割合(%)
①	2012年期限到来の元利支払総額が当年の収入を超過	151	67.71%
②	資産の現金化不能あるいは困難	94	42.15%
③	負債が資産の70%以上	68	30.49%
④	2012年度は赤字	37	16.59%
⑤	資産の水増し	6	2.69%
⑥	登録資本の不足	5	2.24%
	36地区合計	223	-

(出所) 審計署より野村資本市場研究所作成

### 3. その他国家審計署が指摘する問題

#### 1) 債務負担の問題

2012年審計署報告は、一部の地方・業種の債務負担がかなり重い問題を指摘している。

第一に、一部の地方の債務規模の増加がかなり早く、一部の省都（日本の県庁所在地に相当）の債務リスクが際立っている。

第二に、一部の地方の土地譲渡収入を返済原資とする債務残高が増加している一方で、土地譲渡収入の伸び率が低下しており、債務返済圧力が増している。

第三に、一部の地方の高速道路の債務規模の増加がかなり早く、債務返済圧力もかなり大きい。特に、経済成長の鈍化、貨物車通行量の減少、小型車の祝日の料金免除等の影響で、高速道路料金収入が減少している。

#### 2) 債務管理制度の不備

2012年審計署報告は、地方政府の債務制度の整備が不十分であり、債務資金の管理・使用が十分にルール化されていない問題を指摘している。

第一に、地方政府性債務管理制度の整備が不十分である。現在、国家は、統一的な地方政府性債務管理制度をまだ打ち出していない。また、一部の地方政府は債務管理制度を打ち出しているものの、地方政府性債務の規模のコントロール、予算管理、リスク事前警告等の管理は、今なお明らかに脆弱である。具体的には、2012年末時点の債務管理制度の実態を今回のサンプル調査によって区分・集計すると（複数回答）、36地区のうち、「債務リスクの事前警告制度なし」が24地区（全体の66.67%）、「債務予算または債務収支計画が未編成」が19地区（同52.78%）、「政府返済債務の借入に対する審査・認可制度の未確立」が13地区（同36.11%）の順となっている（図表12）。

第二に、一部の地方が、債務資金を違法に取得・使用しており、また一部の債務資金がまだまだ適時に手配・使用されていない。担保物件の過大評価、虚偽または違法な担保設定、約条違反による資金の流用等が行われている。

### 4. 地方債務に対する管理強化

#### 1) 2010年の国務院による通知

以上のような地方政府性債務の問題について、中国政府も傍観していたわけではない。最初に中国政府が地方政府融資平台会社の債務問題に真正面から取り組んだのは、2010年6月10

図表12 地方政府の債務管理制度の実態（2012年末時点）

順位	実態	地区数(複数回答)	割合(%)
①	債務リスクの事前警告制度なし	24	66.67%
②	債務予算または債務収支計画が未編成	19	52.78%
③	政府返済債務の借入に対する審査・認可制度の未確立	13	36.11%
④	政府性債務の管理規定なし	8	22.22%
	36地区合計	36	—

(出所) 審計署より野村資本市場研究所作成

日に国務院が公布した「地方政府融資平台公司の管理強化に関する問題についての通知」(2010年19号通知)であり(図表13)、審計署による一連の検査も同通知の方針・考え方に沿って行われている。

2010年19号通知では、①地方政府融資平台公司の債務を速やかに整理・確認し適切に処理すること、②地方政府融資平台公司の整理・規範化(制度化)を進めること、③地方政府融資平台公司の資金調達及び同公司に対する銀行等の与信管理を強化すること、④地方政府の違法な保証・承諾行為を断固として防止すること、⑤指導を強化し確実に実行すること、という地方政府融資平台公司の債務処理に関する方針を各地方政府に求め、同年12月末までに国務院に報告することを義務付けている。

その後、地方政府融資平台公司向け貸付については中国人民銀行と銀監会が、同公司の発行する企業債券(「城投債」、後述)については国家發展改革委員会がそれぞれ中心となって、財政部とともに規制強化に向けた取り組みを続けてきている。

## 2) 新指導部による地方政府性債務の管理強化

中国では、2012年11月の中国共産党第18回党大会で党の新指導部が、2013年3月の全人代で国家機関・国務院の新指導部が成立しているが、新指導部になってからも、地方政府性債務の管理強化の動きが続いている。具体的には、前述の2010年19号通知に基づき、2012年12月24日、財政部、国家發展改革委員会、中国人民銀行、銀監会は共同で「地方政府の違法資金調達行為の防止に関する通知」(2012年463号通知)を公布した。

2012年463号通知では、前述の2012年審計署報告にあるような銀行融資以外の地方債務の資金調達方法を問題視している。

第一に、直接または間接に一般大衆の資金を違法に集めることを厳禁している。具体例とし

図表13 地方政府性債務問題の規制強化の流れ

	時期	関係当局	規制の内容	
前指導部	2010年6月10日	国務院	「地方政府融資平台公司の管理強化に関する問題についての通知」を公布。	
	2010年7月30日	財政部、国家發展改革委員会、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会	「地方政府融資平台公司の管理強化に関する問題についての通知」に関連する事項についての通知」を公布。	
	2010年8月19日	財政部、中国銀行業監督管理委員会	「地方政府融資平台公司管理強化に関するQ&A」を公表。	
	2010年10月28日	財政部	「地方政府融資平台公司の公益性プロジェクト債務計算暫定弁法」を公布。	
	2010年11月20日	国家發展改革委員会并公庁	「地方政府投融資平台公司の債券発行行為をさらに規範化することに関する問題についての通知」を公布。	
	2010年12月16日	中国銀行業監督管理委員会	「融資平台向け貸付リスク管理強化に関する指導意見」を公布。	
	2011年2月13日	国務院并公庁	「地方政府性債務の検査業務実行に関する通知」を公布。	
	2011年3月31日	中国銀行業監督管理委員会	「2011年地方政府融資平台向け貸付リスク管理監督の強化に関する指導意見」を公布。	
	2011年6月1日	中国人民銀行	「2010年中国区域金融運営報告」を公表。	
	2011年6月9日	国家發展改革委員会并公庁	「債券発行による資金調達を利用した保障性住宅の建設を支援することに関する問題についての通知」を公布。	
	2011年6月27日	審計署	「2011年第35号:全国地方政府性債務検査結果」を公表。	
	2011年7月11日	中国人民銀行	「地方政府融資平台向け貸付に関する問題についての記者問答」を公表。	
	2011年7月30日	国家發展改革委員会	「企業債券の残存償還期間の管理監督業務をさらに強化する問題に関する通知」を公表。	
	2011年8月16日	財政部、中国銀行業監督管理委員会	「財政部・中国銀監会の責任者による地方債三大問題に解答する」を公表。	
	2011年8月29日	国家發展改革委員会	「財政金融司長による地方政府債務および城投債の問題に関するQ&A」を公表。	
	2012年1月4日	審計署并公庁	2010年度中央予算執行およびその他財政収支に対する検査の結果指摘した問題の改善結果を公表。	
	2012年2月14日	中国銀行業監督管理委員会	「地方政府融資平台向け貸付台帳統計調査表」を公布。	
	2012年3月1日	中国銀行業監督管理委員会	「地方政府融資平台貸付リスク管理監督工作会議」を開催したことを公表。	
	2012年3月13日	中国銀行業監督管理委員会	「2012年地方政府融資平台向け貸付リスク管理監督の強化に関する指導意見」を公布。	
	2012年11月5日	国土資源部、財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会	「土地備蓄及び融資の管理強化に関する通知」を公布。	
	新指導部	2012年12月11日	国家發展改革委員会	「企業債券のリスク防止管理の更なる強化に関する問題についての通知」を公布。
		2012年12月24日	財政部、国家發展改革委員会、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会	「地方政府の違法資金調達行為の防止に関する通知」を公布。
		2013年4月9日	中国銀行業監督管理委員会	「2013年地方政府融資平台向け貸付リスク管理監督の強化に関する指導意見」を公布。
2013年4月19日		国家發展改革委員会	「企業債券発行の審査・認可業務の更なる改善に関する通知」を公布。	
2013年5月23日		国家發展改革委員会	「企業債券発行申請の一部企業に対する専門検査業務の実行に関する通知」を公布。	
2013年7月28日		審計署	「2013年第24号:36地区の地方政府性債務検査結果」を公表。 国務院の要求に基づき、全国の審計機関を組織し、政府性債務の全面検査を行うと発表。	

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

て、法に基づく管理監督部門による認可の無いまま、地方政府や傘下の事業単位が、政府部門や事業単位の職員に資金調達や、銀行理財商品・信託貸付商品の組織的購入の割当を行うことを禁じている。

第二に、地方政府が BT 方式で政府性債務を起債する行為を本格的に規範化すべきとしている。BT 方式が認められるのは、法令または国务院の規定に基づき起債可能な公共賃貸住宅、公共道路等のみで、合理的に建設規模を設定し、年度ごとの返済計画を実行すべきとしている。

第三に、地方政府融資平台公司への資産注入の管理を強化すべきとしている。これは、政府施設、学校、病院、公園等の公益性資産や、土地または土地譲渡収入を同公司に資産として注入する行為を制限させるための規定である。

第四に、地方政府融資平台公司の資金調達行為を更に規範化すべきとしている。土地担保融資を制限するとともに、財政資金で償還すべき公益事業のノンバンク等からの借入・返済を禁止している。

第五に、地方政府の違法な保証・承諾行為を断固として防止するとしている。これは、前述の 2010 年 19 号通知にも規定された内容で、サポートレターの発出等の形での違法な地方債務の発生を防止するというものである。

### 3) 10 号文の公布・施行

以上のような地方政府の起債行為の強化に加えて、新指導部は貸し手である銀行に対する規制強化も進めている。2013 年 4 月 9 日、銀監会は、「2013 年地方政府融資平台向け貸付リスク管理監督の強化に関する指導意見」（2013 年 10 号文）を公布した。

地方政府融資平台公司向け貸付の管理監督の強化については、2010 年 12 月 16 日及び 2012 年 3 月 13 日にも公布されているが、2013 年 10 号文の特徴は、以下のような総量規制を導入したことにある。

第一に、銀監会は、各銀行に対し、地方政府融資平台公司向け貸出規模を管理するとともに、2013 年は新規貸出規模を拡大してはならないと明示した。また、新規貸出は、所用の条件を満たす省級の地方政府融資平台公司や、保障性住宅・建設中の国家重点プロジェクト向けの合理的な資金調達需要を支援することとしている。

第二に、銀監会は、各銀行に対し、キャッシュフロー比率が 100%以下あるいは資産・負債比率が 80%を上回る地方融資平台公司向け貸出の割合（地方政府融資平台向け貸出総額に占める比率）は、2012 年の水準を超えてはならないことや、貸出規模の縮小措置をとり不良債権処理に一層努めるべきことを要求している。

第三に、銀監会は、各銀行・地方政府融資平台公司・各地方政府に対し、返済期限が本年到来する貸出に関し、返済期日・返済金額、返済原資の明記等を含む詳細な返済計画を制定し、2013 年 5 月 31 日までに各銀監局（銀監会の出先機関）と各銀行の本店に提出することを求めている。

## V. 「城投債」発行の実態

### 1. 「城投債」とは？

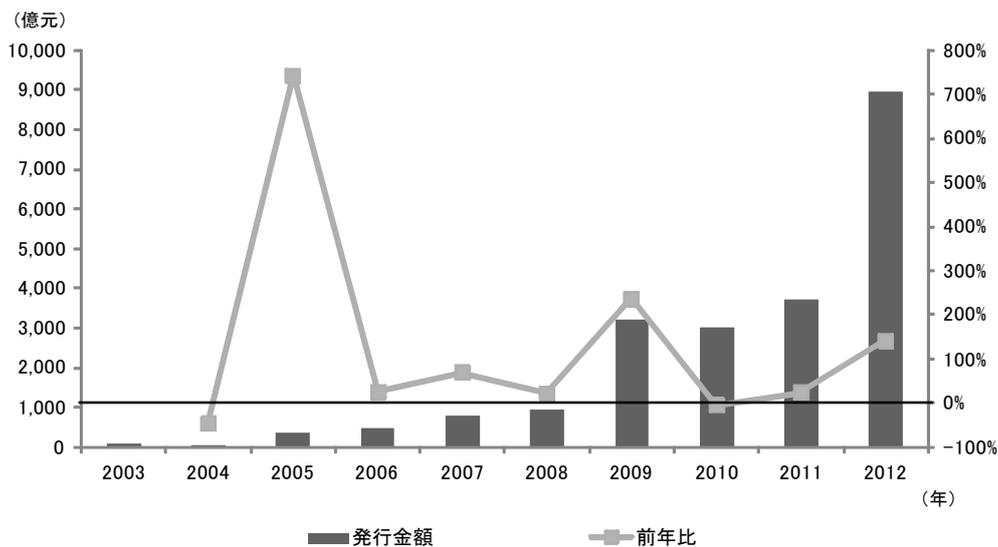
地方政府融資平台会社は、銀行借入だけでなく、前述の通り、債券を発行することによっても資金を調達している。同会社が発行する「都市投資債券」は、都市を中国語で「城市」と呼ぶことから、「城投債」との名称がつけられている。

中国の債券市場は、Ⅲ. の地方代理発行債券の説明で触れた通り、銀行間債券市場（OTC 市場）・証券取引所（上海、深圳）に分かれている関係で、「城投債」もそれぞれの市場で発行され、取引、流通される。銀行間債券市場の場合は、非金融企業の債務の調達手段という位置づけで、自主規制機関に発行体と銘柄を登録した上で、中期手形（MTN）として発行されることが多い。また、証券取引所の場合は、国家発展改革委員会が認可する企業債（Enterprise Bond）として発行される。なお、企業債の場合は、銀行間債券市場で同時に取引・流通させることも可能である。

### 2. 「城投債」の発行状況

2013年6月21日付上海証券報では、中国の大手証券会社の一つである海通証券が集計した「城投債」の発行実績を紹介している。当該集計によれば、「城投債」の発行金額は、2003年の83億元から、2012年には8,938.90億元に達している（図表14）。特に、2008年から2009年にかけての発行金額は約3.4倍、同じく2011年から2012年にかけては約2.4倍となっている。伸び率では、銀行間債券市場での債券発行制度改革が行われた2005年は前年比743%増を記録している<sup>10</sup>。

図表14 「城投債」の発行金額



(原データ) Wind 資訊、海通証券研究所

(出所) 2013年6月21日付上海証券報より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 中国の銀行間債券市場での債券発行制度改革については、関根栄一「中国の社債発行制度改革—中国版 MTN の登場—」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

また、「城投債」の発行残高は、2003年末時点の99億元から2012年末には1兆7,870億元に達している（図表15）。発行金額同様、発行残高も、2008年末から2009年末にかけて約2.5倍、2011年末から2012年末にかけて約1.8倍に増加している。

### 3. 「城投債」の課題

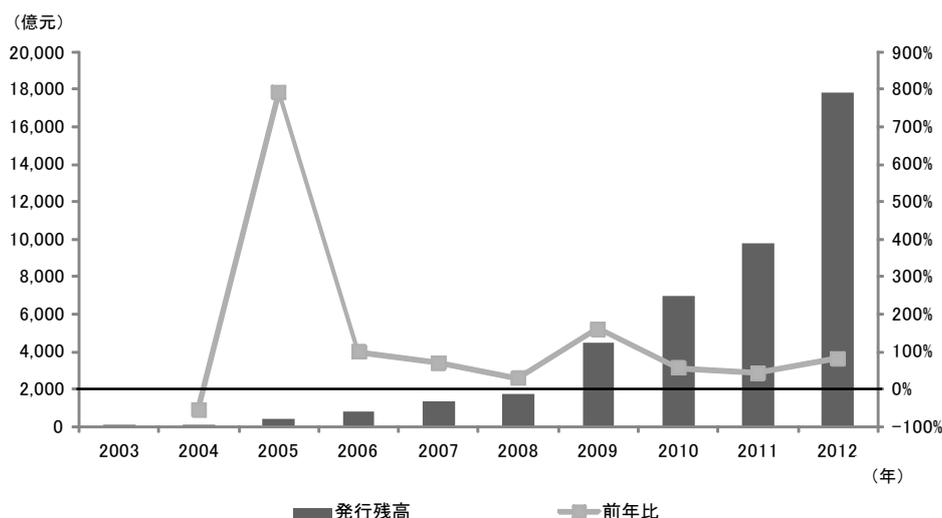
上記のうち、銀行間債券市場における債券の保管決済機関である中央国債登記決済有限責任会社の「2012年度債券市場統計分析報告」（2013年1月6日公表、以下、2012年報告）は、「城投債」の定義を、①「城市建设投资公司」等の名称の発行体で、②募集説明書の資金使途が公共サービスプロジェクト、地方の基礎インフラや公益事業等の建設に用いられるものと定義した上で、2012年は6,379.9億元が発行され（前年比3,805.9億元増）、同年末時点の発行残高は1兆4,365.68億元に達した（前年末比6,150.99億元増）と紹介している。

銀行間債券市場での債券保有者は銀行が中心である為、銀行による地方政府融資平台公司向け貸付と同様のリスクを抱えていることとなる。上記の2012年報告でも、地方政府が「城投債」に対し隠れた保証を提供していることが市場の暗黙のルールになっていることを指摘している。これまで「城投債」のデフォルト事例は出ていないものの、これは政府資金でデフォルトを未遂に終わらせているからで、投資家は、地方政府の情報が不透明であるが故に、当該地方政府の財政収支状況は理解していないし、発行体の（経営・資産の）質を判断することも困難であるとしている。

### 4. 「城投債」の発行規制の強化

新指導部になってから、地方政府融資平台向け貸付と同様、「城投債」に関する発行規制も強化されている。

図表15 「城投債」の発行残高



（原データ）Wind 資訊、海通証券研究所

（出所）2013年6月21日付上海証券報より野村資本市場研究所作成

### 1) 発行体の審査基準の強化

先ず、2012年12月11日、企業債の発行審査・認可機関である国家発展改革委員会は、「企業債券のリスク防止管理の更なる強化に関する問題についての通知」を公布した。同通知に基づく発行体の審査基準の強化は、以下の通りとなる。

第一に、資産負債比率（負債の対資産比を指す）による審査基準の強化である。基準の内容としては、資産負債比率が65~80%の場合は要注意銘柄、同比率が80~90%の場合は保証取得の義務付け、同比率が90%超の場合は発行を認めないこととした。但し、①鉄道・地下鉄・電力（特に水力発電）分野や、②物流貿易・建設施工分野の場合は、資産負債比率が85%を超える場合に保証取得が必要と緩和する一方で、90%超の場合は上記同様発行不可とした。

第二に、（中国国内の格付け会社の）格付けによる審査基準の強化である。基準の内容としては、「城投債」の場合、発行体格付けがAAマイナスまたはそれ以下の場合、地方政府による買戻し契約等の保証措置や担保が必要とした。

その他、保証に関しては、もし地方政府融資平台会社が他の発行企業に保証を提供する場合、当該保証の3分の1の金額を同会社の債券発行残高に加えるとした。

### 2) 発行審査・認可プロセスの見直し

次に、2013年4月19日、国家発展改革委員会は、「企業債券発行の審査・認可業務の更なる改善に関する通知」を公布した。同通知に基づく発行審査・認可プロセスの見直しは、以下の通りとなる。

第一に、発行審査の加速・簡素化類を設定した。①資金使途が国の重点支援分野となっているものや、②格付けが比較的高かったり、信用評価のテストに指定されている発行体が、発行審査の加速・簡素化の対象となる。特に②については、地方政府の総負債規模がモニタリングされている信用評価テスト対象の地方政府融資平台会社の発行債券や、当該地方政府の融資平台会社が発行する唯一かつ資産負債比率が50%以下の債券も発行審査の加速・簡素化の対象とされた。

第二に、発行審査の厳格型を設定した。①資金使途が生産過剰・高汚染・高消耗等の国の産業政策の制限分野となっているものや、②格付けが比較的低く、資産負債比率が高く、債券発行残高も多額に上る等の発行体が厳格な発行審査の対象となる。特に後者については、連続2回以上発行し、かつ資産負債比率が65%以上の地方政府融資平台会社が発行審査の厳格型の対象とされた。

このように「城投債」でも、発行体の選別が進められている。

## VI. 不良債権の実態とその増加に対するシナリオ

### 1. 中国の不良債権動向

中国の債権は、2001年のWTO（世界貿易機関）加盟後、国際慣行に沿った新しい不良債権分類が導入されている。具体的には、「正常」、「関注」（especially）、「（以下、不良債権）「次級」（substandard）、「可疑」（doubtful）、「損失」（loss）の5分類から構成され、四半期ごとに開示されている。

2013年6月末の不良債権額は5,395億元で、2013年3月末の5,265億元と比べ130億元増加し

ている（図表 16）。中国農業銀行の不良債権処理が一段落した 2008 年末以降では、2011 年 9 月末の 4,078 億元を底に増加傾向にある。

また、2013 年 6 月末の不良債権比率は 0.96% で、2013 年 3 月末からは横ばいとなっている（図表 16）。やはり、2008 年末以降では、2011 年 9 月末の 0.90% が最も小さく、その後は一進一退を繰り返しながらも、少しずつ上昇し始めているように見える。

## 2. 不良債権の業種別動向

地方政府融資平台公司や城投債発行資金の投資先は、中国国内の公益事業とされる中で、中国全体の統計にはなるが、地方に関連の深い不良債権の業種別動向を見てみる（図表 17）。

第一に、電力・ガス・水道の不良債権額は、2011 年末の 273.9 億元から、2012 年末には 192.8 億元と、81.1 億元減少している。同じく不良債権比率は、2011 年末の 1.03% から、2012 年末には 0.72% と、0.31% 低下している。

第二に、不動産業の不良債権額は、2011 年末の 353.2 億元から、2012 年末には 279.1 億元と、74.1 億元減少している。同じく不良債権比率は、2011 年末の 0.97% から、2012 年末には 0.71% と、0.26% 低下している。

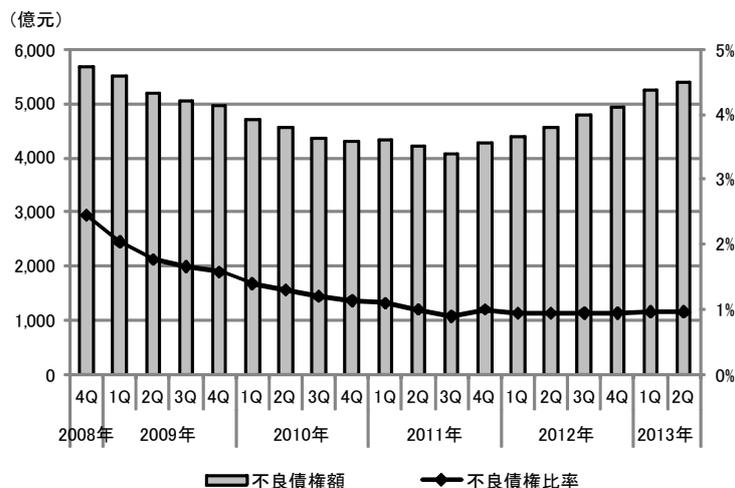
第三に、水利・環境・公共施設管理の不良債権額は、2011 年末の 72.1 億元から、2012 年末には 39.0 億元と、33.1 億元減少している。同じく不良債権比率は、2011 年末の 0.33% から、2012 年末には 0.19% と、0.14% 低下している。

全体的には、製造業、卸売・小売業の不良債権額及び不良債権比率が、前年比で増加していることが分かる。

## 3. ストレステストの結果

それでは、今後、地方政府融資平台公司向け貸付の不良債権化に伴う銀行の自己資本比率の変化は、どのように想定されているのであろうか。中国人民銀行が 2013 年 5 月に刊行した『中国

図表 16 中国の不良債権額と不良債権比率の推移



(出所) 中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

図表 17 中国の業種別不良債権額と比率

業種	不良債権残高(億元)			不良債権比率(%)		
	2011年	2012年	(11年比)	2011年	2012年	(11年比)
農林牧漁業	128.5	205.9	77.4	2.35	2.35	0.00
鉱業	31.1	31.1	0.0	0.27	0.22	-0.05
製造業	1,453.9	1,770.7	316.8	1.54	1.60	0.06
電力、ガス、水道	273.9	192.8	-81.1	1.03	0.72	-0.31
建設業	109.4	120.4	11.0	0.66	0.57	-0.09
交通運輸業等	435.8	361.4	-74.4	1.09	0.82	-0.27
情報産業	29.7	34.0	4.3	1.44	1.44	0.00
卸売・小売業	564.1	1,071.4	507.3	1.16	1.61	0.45
ホテル・レストラン	89.9	86.5	-3.4	2.56	1.89	-0.67
金融	3.6	3.5	-0.1	0.21	0.21	0.00
不動産	353.2	279.1	-74.1	0.97	0.71	-0.26
リース・ビジネスサービス	128.6	105.4	-23.2	0.60	0.47	-0.13
科学研究・技術サービス・地質調査	7.8	10.6	2.8	0.93	1.05	0.12
水利・環境・公共施設管理	72.1	39.0	-33.1	0.33	0.19	-0.14
個人向けサービス・その他サービス	31.1	41.2	10.1	0.98	0.87	-0.11
教育	47.8	29.0	-18.8	1.62	1.20	-0.42
保健・社会保障・社会福祉	12.9	10.0	-2.9	0.73	0.46	-0.27
文化・スポーツ・娯楽	14.5	12.7	-1.8	1.19	0.91	-0.28
公共管理・社会組織	19.0	10.2	-8.8	0.70	0.43	-0.27
国際組織	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
個人向け貸出	432.4	487.3	54.9	0.50	0.49	-0.01

(出所) 中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

『金融安定報告 2013』では、2012 年末の財務諸表に基づく中国政府の認定する「システム上重要な銀行」(D-SIBs) に対するストレステスト結果を示している。

まず、ストレステストの前提は以下の通りとなっている。第一に、テストの対象行は大型商業銀行及び株式制商業銀行計 17 行で、2012 年末の銀行業金融機関の総資産の 63% を占めている。第二に、テスト方法は、中国人民銀行による外部テストと各行が実施する内部テストから成る。第三に、テストのリスク分類は、信用リスク、市場リスク、流動性リスクの三つから構成されている。

次にストレステストの結果であるが、信用リスクについては以下の通りとなっている。

### 1) 不良債権比率の上昇

信用リスクのセンシティブリティ・ストレステストのうち、不良債権比率の上昇について、①不良債権比率が現在の水準の 2 倍になった場合の軽度のストレスシナリオ、②同じく 3.5 倍になった場合の中程度のストレスシナリオ、③同じく 5 倍になった場合の深刻なストレスシナリオに分けて計測している。うち、不良債権比率の初期状態の自己資本比率は 12.92% であるが、①軽度のストレスシナリオでは 12.54%、②中程度のストレスシナリオでは 11.92%、③深刻なストレスシナリオでは 11.37% にまで低下することが確認されている。

### 2) 景気の悪化

信用リスクのマクロストレステストのうち、GDP 成長率について、①GDP 成長率が 7% に低下した場合の軽度のストレスシナリオ、②同じく 5.5% に低下した場合の中程度のストレスシナリオ、③同じく 4% に低下した場合の深刻なストレスシナリオに分けて計測している。う

ち、自己資本比率は、①軽度のストレスシナリオでは 12.40%、②中程度のストレスシナリオでは 11.33%、③深刻なストレスシナリオでは 9.77%にまで低下することが確認されている。

うち、大型商業銀行の場合、初期状態の自己資本比率は 13.42%であるが、①軽度のストレスシナリオでは 12.98%、②中程度のストレスシナリオでは 12.33%、③深刻なストレスシナリオでは 11.66%にまで低下することが確認されている。また、株式制商業銀行の場合、初期状態の自己資本比率は 11.74%であるが、①軽度のストレスシナリオでは 11.48%、②中程度のストレスシナリオでは 11.08%、③深刻なストレスシナリオでは 10.67%にまで低下することが確認されている。

17 行のうち、自己資本比率 11.5%を超える銀行は初期状態では 11 行あるが、①軽度のストレスシナリオでは 11 行、②中程度のストレスシナリオでは 9 行、③深刻なストレスシナリオでは 3 行にまで減少する結果となっている。

### 3) 地方政府融資平台公司向け貸付

信用リスクのセンシティブティ・ストレステストのうち、特定業種向けの貸付の不良債権比率について、①現在の不良債権比率の水準に 5%追加された場合の軽度のストレスシナリオ、②同じく 10%追加された場合の中程度のストレスシナリオ、③同じく 15%追加された場合の深刻なストレスシナリオに分けて計測している。

うち、地方政府融資平台公司向け貸付に関する深刻なシナリオの場合の自己資本比率は、11.5%以上が 8 行、10.5%以上 11.5%未満が 7 行、8%以上 10.5%未満が 2 行という結果となっている。

2013 年 1 月から施行された中国版バーゼルⅢでは、中国国内の「システム上重要な銀行」に対し、2013 年までに 11.5%の自己資本比率を達成するよう求めている。銀监会としても、景気の悪化に伴う株式制商業銀行の自己資本比率の低下や、地方政府融資平台公司向け貸付の不良債権比率の悪化に伴うリスクシナリオを懸念していくものと想像される。

## VII. 今後の展望

### 1. 既存の地方政府性債務の再編の必要性

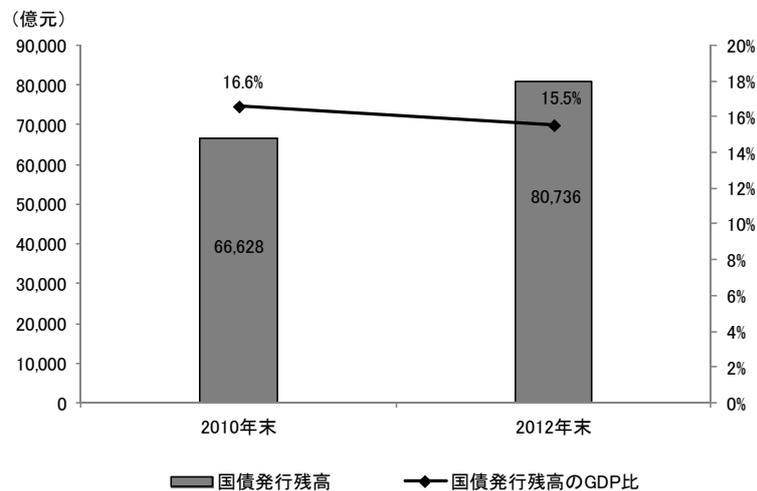
景気の悪化に伴うリスクシナリオや地方政府融資平台公司向け貸付の不良債権比率の上昇は、銀行の金融仲介機能を低下させ、実体経済に対する悪影響を増幅させることが予想される。その為には、まずは、4 兆元の景気対策を機に急増した既存の地方政府性債務のこれ以上の増加を防ぐことが重要である。

中国の政府債務の経済規模に対する割合を見てみると、2010 年末時点の国債発行残高は、6 兆 6,628 億元で、GDP 比で 16.6%となっているのに対し、2012 年末時点では 8 兆 736 億元で GDP 比で 15.5%に低下し、4 兆元の景気対策後の出口戦略を取り始めていることが分かる（図表 18）。

一方、前述の通り、2010 年末時点の地方政府性債務残高は 10 兆 7,715 億元となっているが、同年の GDP 比で 26.8%となっている。同様に、2012 年末時点での同債務残高は、2013 年ボアオアジアフォーラムでの項懐誠・元財政部長の発言によれば 20 兆元となっており、GDP 比で 38.5%と 2010 年末時点より急増している（図表 19）。このため、新指導部も、地方政府性債務の実態の全面的な把握に乗り出している。2013 年 7 月 28 日、この日は日曜日にも関わらず、審

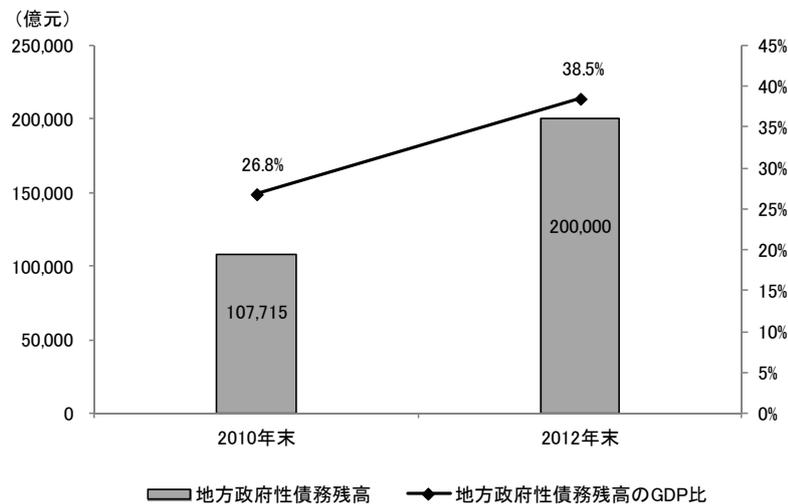
計署はサイトを通じ、政府性債務の全面検査に入ることを明らかにした<sup>11</sup>。地方政府性債務については 2010 年審計署報告以来の 2 回目の全面的な検査になることが予想される。また、中央の政府性債務に対する全面的な検査も、今回が初めてとなる。

図表 18 国債発行残高と対 GDP 比



(注) 国債発行残高は、銀行間債券市場での発行残高を指す。記帳式国債、貯蓄国債（電子式）に加え、地方債（代理発行債券、自行発行債券）も含まれる。  
 (出所) 国家統計局、チャイナボンドコムより野村資本市場研究所作成

図表 19 地方政府性債務残高と対 GDP 比



(注) 2010 年の地方政府性債務残高は、中華人民共和国審計署『2011 年第 35 号：全国地方政府性債務検査結果』に基づく。2012 年は、2013 年ボアオアジアフォーラムでの項懷誠・元財政部長の発言に基づく数字。  
 (出所) 国家統計局、審計署、各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> <http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992379/3315364.html>

項・元財政部長の発言をベースにした 2012 年末時点の中央・地方債務残高の GDP 比率は 54%であり、国際的な警戒ラインを下回ってはいる。但し、今後の景気の悪化により、一部の地方政府融資平台会社の経営の悪化や、破綻などのイベント・リスクに備えておく必要もあろう。

## 2. 過去の事件からの教訓

### 1) 「企業破産法」の規定

実際、1998 年には、当時の地方政府の代表的な窓口会社であった広東国際信託投資公司 (GITIC) が破たんした事例もある。当時、海外を中心とした地方政府の窓口会社への投資家は、債権カットを余儀なくされた。

今回の地方債務の問題を巡っては、当時とは異なり、中国では 2001 年の WTO (世界貿易機関) 加盟後、2006 年 1 月から「新会社法」「新証券法」が施行されたり、2007 年 6 月からは旧法を改正し新たに制定された「企業破産法」が施行され、資本市場法制も徐々に整えられてきている。この企業破産法に基づく破産清算手続きは、以下の通りとなる<sup>12</sup>。

第一に、破産清算の申立権者を債権者と債務者としている。債権者が申し立てる場合には、債務者が期限が到来した債務を弁済することができないことが要件となる。債務者が申し立てる場合には、これに加え、債務超過または明らかに弁済能力を欠いていることが要件となる。

第二に、破産清算手続きは、債務者の住所地の人民法院 (地方裁判所) が管轄し、破産清算の申立を受理すると、管財人を指定し、破産清算申立を受理した旨を債権者に通知する。また、申立の受理により、債務者の個別債権者に対する弁済が無効となるといった効果が発生する。

第三に、人民法院が破産清算の申立を受理した後、管財人による債務者の財産状況の調査や債権の届出等の審査を経て、破産宣告に至ることとなる。人民法院による破産宣告後、管財人が破産財産換価案を作成し、債権者集会にてこれを採択する。破産財産分配案についても、管財人が作成し、債権者集会で採択された後に、人民法院に認可を受けることとなる。

第四に、債権の弁済順位は、①特定財産に対する担保権が設定された債権、②破産費用 (人民法院の費用や管財人の報酬など) 及び共益債務 (破産清算手続きを進める上で必要な諸費用)、③未払い賃金や医療費、④未払い税金、⑤一般債権、となる。

仮に、地方政府融資平台会社の破産清算手続きに入った場合、担保については、1995 年 10 月から施行されている「担保法」及び 2007 年 10 月から施行されている「物権法」の関連規定も適用されていくこととなり、こうした一連の法的インフラが実務上どのように機能するかも問われていくこととなる<sup>13</sup>。海外の法令や判例を、中国があらためて参照していく機会も出てくるのではないかと。実際、個人名の論文ではあるが、中国人民銀行瀋陽分行 (支店) の陳喆氏は、「国際的な経験を参照して、地方政府債務の資金調達リスクのコントロール制度を整備すべき」と提唱している (2013 年 7 月 29 日付金融時報)<sup>14</sup>。

<sup>12</sup> 企業破産法では、破産清算手続き以外に、企業再生と和議の手続きも規定されている。

<sup>13</sup> 現在進行中で注目されている案件としては、2013 年 3 月 20 日、国内金融機関が、太陽電池世界最大手の中国のサンテックパワー (尚徳太陽能電力有限公司) の子会社の一つである (江蘇省の) 無錫サンテックパワーの破産清算の申立を無錫市中級人民法院に行い、受理されているケースがある。国際的にも注目されている。

<sup>14</sup> [http://www.financialnews.com.cn/yw/gd/201307/t20130729\\_37839.html](http://www.financialnews.com.cn/yw/gd/201307/t20130729_37839.html)

## 2) 金融機関の破産清算手続きは？

それでは、金融機関が破産清算した場合は、どのようになるのであろうか。企業破産法 134 条では以下のように規定している。

第一に、商業銀行、証券会社、保険会社等の金融機関が破産清算事由がある場合、国務院の金融管理監督機関は、人民法院に対し、当該金融機関に対する再生または破産申請の申立てを行うことができるとしている。

第二に、国務院金融管理監督機関が、法に従い、重大な経営リスクが発生した金融機関に対して接收・管理、委託管理等の措置を講じる場合は、人民法院に対し、当該金融機関を被告または被執行人とする民事訴訟手続きまたは執行手続きを中止するよう申し立てることができるとしている。

第三に、金融機関が破産する場合について、国務院は、企業破産法及びその他の関連する法律の規定に従い、実施細則を制定することができるとしている。

実施細則の前提となる預金保険制度については、2013 年 5 月 18 日付の同年の経済体制改革の深化に向けた重点業務に関する国務院の通知の中で、預金保険制度の実施案の制定を推進するとして、健全な金融機関の経営失敗リスクの補償・分担制度を構築し、有効なリスク処理及び退出制度を形成することを中国人民銀行、銀监会、財政部等に求めている<sup>15</sup>。預金保険制度や金融機関の破綻に関する実施細則が制定されるまでは、個別案件ごとの処理となろう。

## 3. 地方政府の開発資金調達方法の見直し

予算法上の地方財政の規定がある中で、事実上の地方政府性債務が急増してきたのは、法令と実態の間の乖離が大きくなってきているからに他ならない。従って、地方債務の解決のためには、実態に即したアプローチを取り、制度改革を行っていくのが第一の方法である。

第一段階として、地方政府が中央の統制の下で発行してきている地方代理発行債券及び地方自行発行債券の発行枠をそれぞれ段階的に増加させる。第二段階で、地方自行発行債券を、発行枠及び発行実務の両方の観点から規制緩和を行い、地方自主発行債券として発展的に制度改革を行っていく。いわゆる地方政府が発行する公債を導入し、そのための地方財政制度や中央からの財政移転制度を見直していく方向性である。地方自行発行債券から地方自主発行債券への転換については、中国社会科学院財経戦略研究院財政室・楊志勇主任も提唱している<sup>16</sup>。なお、中国の研究者の中には、米国の **Municipal Bond** をモデルにした「市政債券」を導入すべきとの論調もある。

もう一つのアプローチは、債券市場そのものの整備の流れの中で、現在の地方政府融資平台会社が発行する「城投債」を、地方財政から切り離し、一般社債、あるいはキャッシュフローそのものから収益と償還財源を生み出すプロジェクト・ボンド（例：米国のレベニュー債）の方向で発展させていくものである。公募、私募両方の形態が考えられるが、銀行以外の年金・保険や、外国人投資家といった機関投資家にも裾野を広げていく方向性である。

いずれも、債券市場改革の前提となる財政・税制改革や金融改革の一環として、系統的に順序立てて検討し導入していく必要があるように思われる。引続き、地方債務の制度改革や再編の行方が注目される。

<sup>15</sup> [http://www.gov.cn/zwgk/2013-05/24/content\\_2410444.htm](http://www.gov.cn/zwgk/2013-05/24/content_2410444.htm)

<sup>16</sup> 2013 年 7 月 30 日付上海證券報

## 著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1969 年生まれ。1991 年早稲田大学法学部卒業、1996 年北京大學漢語センター修了、2002 年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了（学術修士）。1991 年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006 年 5 月野村資本市場研究所に入社。2010 年 7 月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



*Chinese Capital Markets Research*