中国における地方債務問題

塩島　晋

要　約

1. 近年、中国の地方債務問題が深刻化している。背景としては、不動産市場の不調や、ゼロコロナ政策による費用負担の増加等が挙げられる。
2. 不動産市場の低迷を受けて、地方政府の土地使用権売却収入の減少が生じている。減少した歳入を充当するべく地方政府専項債の発行が増加しており、地方財政を一層圧迫している。
3. こうした債務問題に加えて、地方政府の予算会計上オフバランスとなる地方融資平台の隠れ債務問題も深刻化している。中央政府は、特殊再融資債（置換債）の発行等を通じた隠れ債務の解消を図っている。
4. 今後、個別地方政府の財政危機や債務不履行（デフォルト）はあり得るが、中央政府による救済が期待されるため、システミックな金融リスクに発展する可能性は低い。中央政府による財政政策等にも注目する必要があろう。

野村資本市場研究所　関連論文等

・塩島晋「中国不動産市場の現状と金融面の施策」『野村資本市場クォータリー』2024 年夏号。
・関根栄一「5 年ぶりに開催された中国・中央金融工作会議の概要と金融リスクの発生防止・解消に向けた動き」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号。
・関根栄一「中国の地方債務をどのように捉えるべきなのか」『野村資本市場クォータリー』2013 年秋号（ウェブサイト版）。

Ⅰ　深刻化する中国の地方債務問題

近年、中国の地方債務問題が深刻化している。地方政府における債務残高の対 GDP 比は 2018 年の 58%から 2023 年の 80%に上昇し、6 年の間に約 3 割増加している。その背景としては、中国の不動産不況による不動産関連収入の減少やゼロコロナ政策による PCR 検査の費用負担の増加等が挙げられる。

深刻化する地方債務問題を解決するために、2023 年 10 月に中国政府は、中央金融工作会議で地方債務リスクの発生防止と解消に向けた長期的かつ有効なメカニズムを構築することなどの方針を発表している。また、2024 年 3 月には国務院常務会議で、地方債務リスクの持続的な解消に向けて、2023 年に国務院が策定した包括的な地方債務リスク解消に向けた計画（詳細は後述）の実施をさらに加速することを発表している。

日本の市場関係者の間では、恒大集団の経営危機をはじめとする中国不動産セクターの問題と並んで、中国地方政府の隠れ債務問題など、中国が抱える地方債務問題の先行きも懸念されている。

本稿では、不動産市場の影響を受ける地方財政、地方政府専項債の発行増、地方融資平台の隠れ債務問題について紹介したうえで、中国の地方債務の国際比較や中国地方債務問題に対する今後の見通し、注目点について論考する。

Ⅱ　不動産市場の影響を受ける地方財政

１．不動産市場の概況

近年、中国の不動産市場は低調な動きを見せている。需要側をみると、2024 年 3 月時点の住宅不動産の価格、販売額、販売面積はいずれも対前年同月比でマイナスを記録しており、2022 年のゼロコロナ政策による行動制限時と同水準の低迷が続いている。そうした中、住宅購入者のマンション群の建設がストップして未完成のまま放置されるゴーストタウン化が進み、住宅の引き渡しが行われないことに住宅購入者の不満が募り、住宅ローンにおける返済ボイコット運動が中国全土で発生した[1]。

また、供給側では、多くの民営不動産開発業者が経営危機に陥った。最大手の恒大集団は米国で連邦破産法第 15 条の適用を申請し、現在でも債権者との債務整理の交渉をしているが、先行きは不透明なままである。碧桂園は住宅の引き渡しが済んでいない顧客への契約負債が債務総額のうち約 47%を占め、米ドル建て社債の利払いの不履行に陥るなど、こちらも回復の兆しが見いだせない状況にある。

[1] 中国では住宅の売買契約後、住宅購入者は物件の引き渡し前に代金の全額を入金することが慣行化している。不動産開発業者側の事情で物件が完成せずに引き渡しがされない事態が発生しうる仕組みとなっている。

２．地方財政における不動産売却収入の減少

中国における不動産市場の低迷により、不動産開発業者による新規住宅建設が減少し、2024 年 1～5 月の不動産開発投資は前年同期比でマイナス 10.1％となった。また、2024 年 1 月の中国政府による保交楼政策[2]のさらなる推進を受けて、不動産開発業者が建設中の住宅の完成に注力するようになり、新たな土地使用権の購入が減少した結果、2024 年 4 月の地方政府の土地使用権売却収入（土地使用権譲渡金）は前年同月比 21％の減少となった。

地方政府の会計においては、地方政府が直接執行する開発プロジェクトの特別会計である政府性基金会計に影響が生じている。地方政府性基金会計の財源には、一般公共会計[3]の税収とは別に、土地使用権譲渡金収入[4]と地方政府専項債（詳細は後述）がある。2022 年末決算の地方政府性基金会計の歳入 11.1 兆元[5]の過半にあたる 6.5 兆元が土地使用権譲渡金であったが、これは、前年比でマイナス 23.1％であった。地方政府は、2022 年政府性基金予算において、歳入の 8 割を土地使用権譲渡金が占めることを見込んでいたが、経済基盤の脆弱な地域を中心に売却収入は低迷し、実際には 6 割にとどまった。

31 の地方政府の負債率[6]および財政自給率[7]を見てみると、負債率、財政自給率の平均は 40.86％、44.34％に達している。特に厳しいのは内陸と東北部で、不動産市況が特に低迷している地域とおおよそ重複している。このように、新規住宅建設の需要が減少し、開発した土地使用権譲渡金が減少したため、財政収入も減少し、地方財政が圧迫されることになった（図表 1）。

---

2 地方政府が主導して救済基金を設立し、問題が生じている不動産プロジェクトに資金支援を行うことで、住宅の購入者への引き渡しを確保する。

3 一般公共会計は、日本の「一般会計」に該当し、一般行政経費全般を扱う会計区分になる。

4 土地使用権譲渡金は、地方政府が主体となって開発した不動産の売却収入である。これは、中国の都市部の土地が原則国有のため、地方政府が国有地を開発した土地の所有権の売却ではなく、土地利用権を不動産販売業者等に売却して得た収入になる。地方政府は、土地使用権譲渡金を主な原資として、次の開発プロジェクトを進めることになる。

5 2024 年 7 月 17 日時点の為替レートは 1 元=21.78 円。

6 地方政府の負債率とは、地方政府一般債残高と地方政府専項債残高を足して、GDP 地域経済規模（都市別 GDP）で除したもの。

7 地方政府の財政自給率とは、地方政府一般公共予算の歳入を地方政府一般公共予算の歳出で除したもの。中国では、地方政府の発展の健全性を判断する指標として用いられている。

図表 1　地方政府の負債率と財政自給率（2023 年末時点）

省級・自治区・直轄市	地域	地方政府の負債率(%)	財政自給率(%)
青海省	内陸部	87.85	17.42
貴州省	内陸部	72.32	33.50
天津市	東北部	66.42	61.80
吉林省	東北部	65.56	24.39
甘粛省	内陸部	59.90	22.21
海南省	沿岸部	54.38	39.90
黒竜江省	東北部	53.50	24.17
雲南省	内陸部	48.10	31.94
新疆ウイグル自治区	内陸部	46.83	36.03
内モンゴル自治区	内陸部	44.95	45.23
遼寧省	東北部	42.60	41.94
広西チワン族自治区	内陸部	42.47	29.23
寧夏回族自治区	内陸部	42.21	28.68
河北省	東北部	41.93	44.62
重慶市	内陸部	40.66	46.01
江西省	沿岸部	39.47	40.76
湖南省	内陸部	36.42	35.06
四川省	内陸部	33.71	43.43
安徽省	内陸部	33.40	45.60
陝西省	内陸部	32.13	47.87
河南省	内陸部	30.26	40.79
山東省	沿岸部	29.89	59.33
チベット自治区	内陸部	28.49	8.42
湖北省	内陸部	28.00	39.72
浙江省	沿岸部	27.72	66.90
山西省	内陸部	27.56	54.78
北京市	沿岸部	26.00	77.54
福建省	沿岸部	25.41	61.21
広東省	沿岸部	22.03	74.83
上海市	沿岸部	18.71	86.24
江蘇省	沿岸部	17.73	65.15
中国	全体	40.86	44.34

（出所）中国国家統計局、Wind より野村資本市場研究所作成

Ⅲ　地方政府専項債の発行増

前述の通り、中国では不動産市場の低迷により、地方政府の土地使用権譲渡金が減少したことが、地方政府の歳入減少の一因となっている。その結果、不動産開発プロジェクトの原資が不足するようになり、特に専項債による資金調達の増加で、地方財政に深刻な影響が生じている。

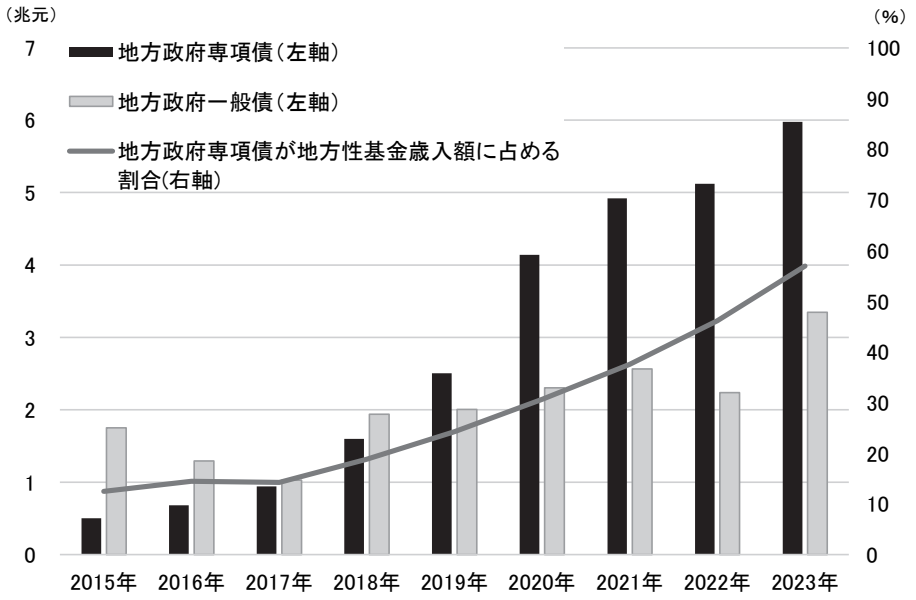
１．地方政府専項債とは

地方政府専項債とは、地方政府が収益性のあるインフラプロジェクト等の資金調達を目的に発行する地方債である。インフラプロジェクトの収入を償還原資とし、地方政府の特別会計に当たる政府性基金会計で管理されている。

中国では、2014 年に初めて一部の都市で地方政府専項債を含む地方債の発行が認められ、2015 年に予算法が改正されたことにより全国の地方政府で発行されるようになった。中国における地方債としては、地方政府専項債及び地方政府一般債[8]の 2 種類があるが、2019 年に地方政府専項債が地方政府一般債の発行額を超え、2023 年の地方政府専項債の発行額は 5.98 兆元に達している（図表 2）。

[8] 収益を目的としないインフラプロジェクト等の資金調達を目的に発行する債券で、地方政府の一般公共会計で管理される。

図表 2　地方債発行額及び地方政府専項債が地方性基金歳入額に占める割合の推移



（出所）Wind、中国財政部「中央・地方予算執行状況」より野村資本市場研究所作成

２．地方政府専項債の発行増の要因とその影響

地方政府専項債の発行が増加した要因として、中央政府が地方政府に対して、土地使用権譲渡金の減少及び不動産不況による経済下支えのためのインフラ建設、コロナ対応等を指示したことが挙げられる。その影響もあり、2023 年の地方予算執行状況報告では、土地使用権譲渡金の減少により地方性基金歳入額が 2019 年以来の減少となる中、地方政府専項債の発行枠は 3.8 兆元に増加し、地方性基金歳入における地方政府専項債の占める割合は 57%まで上昇した（前掲図表 2 参照）。また、2024 年の発行枠は、全国人民代表大会で李強首相が地方政府専項債の発行枠を 3.9 兆元に設定することを発表したことにより、過去最高となった。

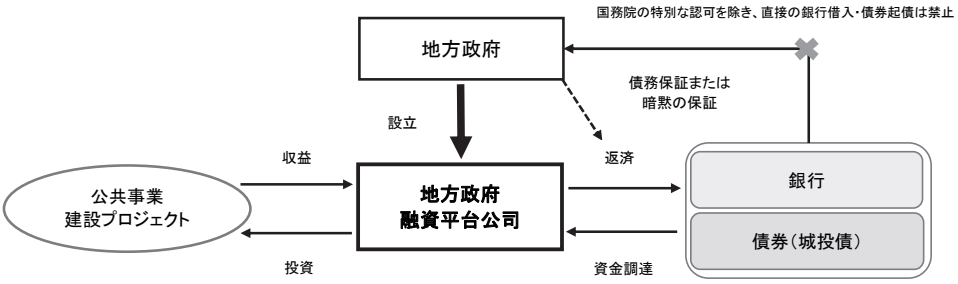
Ⅳ　地方融資平台の隠れ債務問題

１．地方融資平台とは

地方融資平台[9]とは、中国の地方政府が設立した官民の投資会社であり、正式名称は地方政府融資平台公司（Local Government Financing Vehicles、以下 LGFV）である。本来、地方政府は国務院の認可がない限り、銀行借入及び債券発行は禁止されている（図表 3）。

9　「平台」とは、プラットフォームを意味する。

図表 3　LGFV の資金調達及び投資のスキーム



（出所）国務院、国家金融監督管理総局、中国財政部より野村資本市場研究所作成

そうした規制を回避し、地方政府が間接的に資金調達することを目的に、LGFV が設立された。LGFV は中国において第 3 セクターとも呼ばれ、銀行借入、城投債と呼ばれる債券の発行で資金調達を行い、インフラや都市開発等の公共事業と住宅、ショッピングモール、工業団地等の建設プロジェクトに地方政府に代わって投資する。

２．隠れ債務のメカニズム

中国の地方財政において、地方政府が設立した官民投資会社は企業として取り扱われ、LGFV も官民投資会社と位置付けられる。結果、LGFV が抱える債務は、予算会計上の地方政府債務には計上されない、オフバランスの債務となる。故に、LGFV で発生する債務は隠れ債務と言われており、また、地方政府による暗黙の保証があるとされている。

前掲図表 1 の地方政府の負債率と LGFV を含む地方政府の負債率を並べると、図表 4 のようになる。両者の差分である LGFV の負債率が高い地域は、浙江省、天津市、江蘇省、貴州省、重慶市となっており、隠れ債務のリスクが高い地域と言える。

中央政府は 2024 年 3 月、隠れ債務の解消に向けて、2023 年の包括的な地方債務リスク解消に向けた計画の実施をさらに加速していくことを発表している。計画の主な内容として、地方政府の財政局による特殊再融資債（置換債）の発行がある。特殊再融資債は、地方政府の裁量により中国財政部が決定した限度額内で LGFV の債務を地方政府債務に置き換えることを可能とするものであり、調達資金を LGFV の債務返済に充当し、LGFV の債務不履行（デフォルト）リスクを回避することを目的とする。

置換債の発行をこのタイミングで加速させる理由としては、2024 年に満期を迎える LGFV の城投債が 6.5 兆元と、過去最高となることが挙げられる。2024 年の全国人民代表大会の政府活動報告における 2024 年の経済・社会発展の政策の方向性の中で、中央財政は地方財政力の均等化を図ることを目的に、財政力の弱い地方政府に対して積極的に財政移転を推進するとしている。特殊再融資債による隠れ債務の解消と中央政府の財政支援による地方政府の債務問題の軽減が期待されている。

加えて、中国人民銀行の潘功勝総裁は 2023 年 12 月、地方債務リスクの解消方針を示している。具体的には、人民銀行が必要に応じて債務負担が大きい地域に対して緊急流動性支援（ELA）を提供することや、地方政府による LGFV の合併・再編、資本注入を通じて、LGFV を段階的に地方政府から切り離し、地方政府の財政に依存しない、自主的に運営され持続可能な LGFV に転換することを支持すると発言している。法令化はされていないが、実現すれば地方政府の債務問題の軽減が期待される。

また、地方財政がひっ迫する中、インフラ建設における官民連携事業（PPP）の活用も模索されている。2023 年 11 月に中国政府は地方政府に対して、問題のある PPP を中止するように命じたが、同時期に中国財政部から PPP 新規定が発表された。すなわち、従前の PPP では、地方政府との関係が強い国有企業が民間企業を装うケースや、プロジェクトの赤字を地方政府が補填するなどのケースがあったが、今後は、民間企業の PPP 参加を優先させ、地方政府の財政資金での建設、運営コストの補填を禁止することとした。民間資本を導入することで、地方財政からの支出を抑えることが期待される。

図表 4　LGFV を含む地方政府の負債率（2023 年末時点）

省級・自治区・直轄市	LGFVを含む地方政府の負債率(%)	地方政府の負債率(%)	LGFVの負債率(%)
浙江省	103.98	27.72	76.25
天津市	138.20	66.42	71.78
江蘇省	79.65	17.73	61.92
貴州省	125.87	72.32	53.55
重慶市	93.37	40.66	52.71
江西省	83.58	39.47	44.11
広西チワン族自治区	86.48	42.47	44.02
四川省	74.44	33.71	40.74
湖南省	75.01	36.42	38.59
安徽省	70.57	33.40	37.17
湖北省	63.07	28.00	35.07
山東省	58.57	29.89	28.67
チベット自治区	56.30	28.49	27.81
甘粛省	84.42	59.90	24.52
陝西省	56.27	32.13	24.14
河南省	53.62	30.26	23.37
吉林省	83.49	65.56	17.93
新疆ウイグル自治区	64.45	46.83	17.62
雲南省	60.97	48.10	12.87
福建省	37.99	25.41	12.58
河北省	53.32	41.93	11.39
山西省	38.78	27.56	11.21
上海市	28.51	18.71	9.81
青海省	95.71	87.85	7.87
黒竜江省	60.75	53.50	7.26
北京市	33.19	26.00	7.20
広東省	27.74	22.03	5.71
寧夏回族自治区	47.14	42.21	4.93
遼寧省	44.87	42.60	2.27
内モンゴル自治区	47.03	44.95	2.07
海南省	55.03	54.38	0.65

（出所）中国国家統計局、Wind より野村資本市場研究所作成

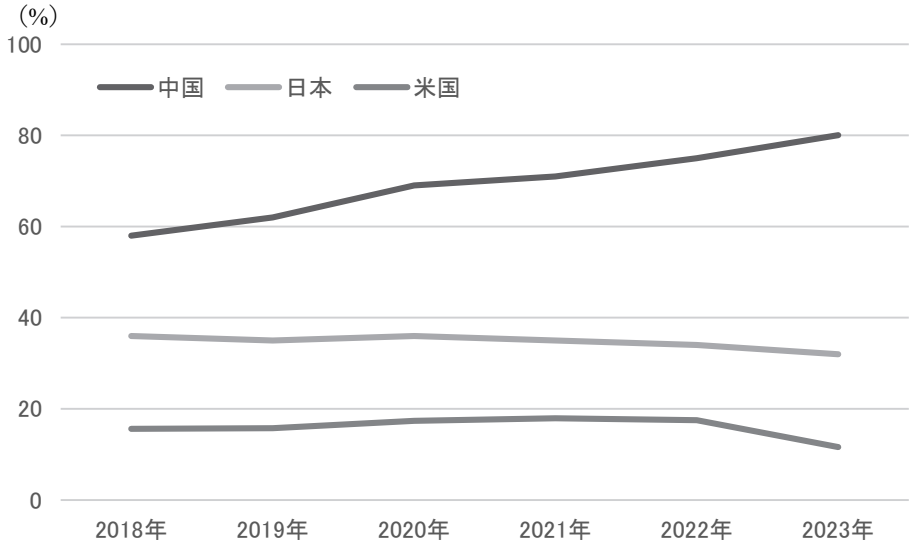
V おわりに

中国の地方政府における債務問題は深刻化の一途をたどっている。日本、米国、中国の地方政府債務を比較すると、2023 年において、日本の地方政府債務は対 GDP 比で 32%、米国は 12%となっている（図表 5）。中国は不動産不況とゼロコロナ政策により、2023 年の地方政府債務（LGFV の隠れ債務含む）は対 GDP 比で 80%と日本、米国に比べ高く、2018 年から毎年 3～7%のペースで増加している。

中国の地方債務は短期的に解消する問題ではない。置換債を活用した施策、人民銀行による ELA の提供、LGFV の合併・再編や資本注入は、あくまで当面の地方政府及び LGFV のデフォルト等の危機回避を主眼とした資金繰り対策であり、地方債務自体の抜本的削減を図るものではない。

それでもなお、不動産問題と地方債務問題がシステミックな金融リスクに発展する可能性は低いと考える。個別の地方政府の財政危機やデフォルト等が発生する可能性は考えられるが、社会経済の混乱回避の観点から、中央政府が救済に乗り出す可能性は高い。地方政府の取り組みと併せて、中央政府の財政政策にも注目していく必要があろう。

図表 5　日米中の地方政府債務の対 GDP 比の推移



（注）　1. 日本地方政府債務は財務省、中国政府債務は国際通貨基金（IMF）より取得。
　　2. 米国地方債務の 2023 年は連邦準備制度理事会（FRB）、2022 年以前は IMF より取得。
（出所）財務省、IMF、FRB より野村資本市場研究所作成