

# 中国のインフラ投資拡大と地方政府債務問題

## Topics

- ▶ 景気減速のなか、当局はインフラ投資拡大による雇用の安定化、景気の下支えに動いている
- ▶ ここ数年、当局はインフラ投資の拡大を経済政策の主軸に置いており、資金調達に利用される地方政府特別債の発行は急増、地方政府債務が拡大している
- ▶ 巨額の資金調達の裏で地方政府の信用評価が歪んでいる可能性があり、財政悪化時に債務懸念が強まる場合、地方債の大半を保有する商業銀行部門に影響が波及する可能性も

エコノミスト 須賀田 進成

### 景気急減速の中でインフラ投資が浮上

4-6月期の中国実質GDP成長率は前年比+0.4%、前期比では▲2.6%と、感染拡大抑制のために行動制限が厳格化されたことで、2020年1-3月期以来の景気の急減速に直面しました。

4月から5月にかけての景気の減速局面では、都市部での失業者が急増しました。5月の都市部調査失業率は5.9%と、2020年前半の水準まで上昇したほか、16-24歳の若年層の失業率は18%超に達しました。経済活動の再開を受けて、6月には都市部失業率はやや低下したものの、若年層についてはさらに上昇し19%を超えており、雇用の減少が依然として問題視されています。

こうした状況下、当局は広範な経済政策パッケージを公表し、家計や中小企業の支援に乗り出しています。自動車の消費刺激策や企業向けの減税が行われていますが、支出額の面で支えとなったのはインフラ投資の拡大でした。

例年、インフラ投資用の資金調達として地方政府特別債の発行が許可されます。3月の全人代で設定された新規発行枠は3.65兆元と昨年と同額でしたが、景気の減速を受けて、6月までに枠の大半を発行し、実際のプロジェクトが動き始めているもようです。

1~6月のインフラ投資は前年同期比+7.1%と伸び率を前月から加速させています(図表1)。これは同期の不動産開発投資が急減速しているのとは対照的です。地方政府特別債の発行が加速したことが一因となり、景気に先行する信用の伸び(クレジットインパルス)が加速しています(図表2)。

インフラ投資は、一般に経済全体への波及効果が大きく、雇用の吸収にも有効と考えられます。当局は足元の景気の減速に際して、即時性の高い政策対応として大規模な消費刺激や不動産規制の緩和よりもインフラ投資によるものを選好していると考えられます。

### インフラ投資拡大の裏で育つリスクの芽

2022年後半の中国経済は、感染の再拡大がなければ、経済活動の正常化が進むことやインフラ投資のプロジェクトが実行に移されることで回復基調が続く見通しです。しかし、地方政府がインフラ投資資金の多くを特別債の発行による資金調達に依存しているため、地方政府の債務増加懸念も高まっています。

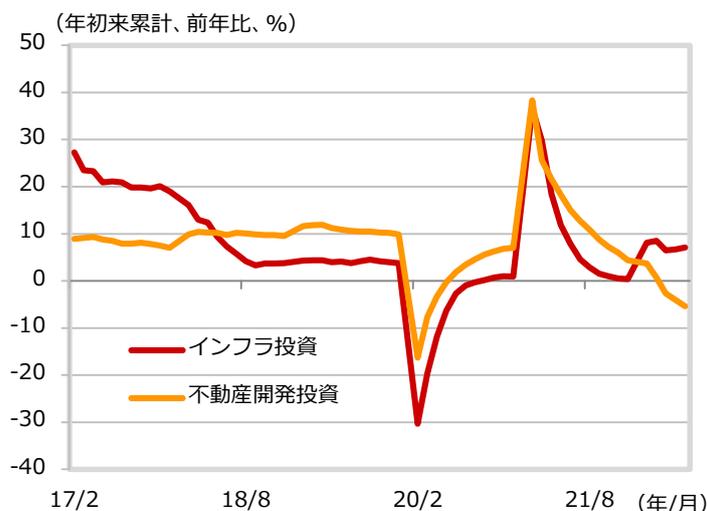
本稿では、インフラ投資拡大の裏で進行している地方政府債務増加とそのリスクについて考察します。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 インフラ投資と不動産投資の推移



期間：2017年2月~2022年6月(月次)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 クレジットインパルスと地方政府特別債発行額の推移



期間：2019年1月~2022年6月(月次)

※クレジットインパルスはGDP比でみた与信の伸びの前年同月差

出所：ブルームバークのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 地方政府債務の積み上がり

通常、インフラ投資はインフラ整備を通じ、地域経済が活性化して得られる将来の税収といった間接的な歳入増、もしくは高速道路や鉄道などから直接的に収益を得て、調達した資金を返済、償還していきます。中国の地方政府特別債については、原則的に収益性のあるプロジェクト向けの資金として利用されることになっています。

地方政府債務の残高は、2022年6月時点で約35兆元、名目GDP比（2021年）約30%となっています（図表3）。内、特別債によるものは約20兆元と全体の58%を占めます。特に、2018年以降は毎年1兆元以上の特別債の発行が常態化し、巨額の発行が続き債務が積みあがりやすい状況となっています。家計と企業部門がデレバレッジで債務を縮小するなかで、政府部門が債務を拡大して景気を支えたという背景もあります。

## 特別債が抱える問題点

地方政府特別債の巨額の発行が続くなか、当局は発行年限の長期化と利回りを低下させ、地方政府の債務負担の軽減に取り組んでいます（図表4）。こうした取り組みの一方で、地方政府特別債の価格（利回り）に各地方政府の信用力が適切に反映されていないという指摘もあります。

中国では過去、長年にわたり政府や国有企業関連の投資プロジェクトは失敗した場合でも中央政府により救済されるため、政府が関与するプロジェクトへの投資は安全という暗黙の保証が根強くありました。当局は当初、こうした暗黙の保証の存在が、野放図な債務の拡大につながり、債務リスクの温床となることを懸念し、市場での評価をベースとした資金調達を行うことを目指していました。しかし、景気の鈍化に対処するためにインフラ投資が多用され、資金調達を円滑に進めるために、当初の意図とは裏腹に、市場機能が制限された状況となっている可能性があります。

この状況は経済規模の異なる省の特別債の利回り差が小さいことから窺えます。2022年6月に発行された特別債の発行利回りを省別に比べてみます。1人当たりGDPが2019年時点で最低であった甘粛省の15年物特別債利回りは3.356%であった一方、省としては1人当たりGDPが最大の江蘇省では3.351%と、差は約0.005%ptでした。一般に、経済規模の小さい省の地方債は、経済規模が大きな省によるものと比べて、投資収益の不透明性や信用力の差などからプレミアムが付き、利回りは高くなりやすいと考えられます。発行額や用途の差もあり、単純比較はできないものの、信用力に差のあるとみられる発行体がほぼ同水準の利回りで資金調達が可能となっている状況と言えます。

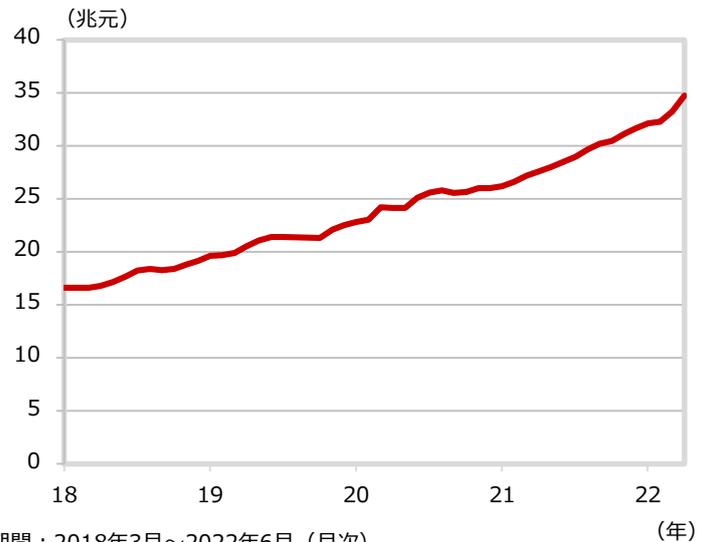
重要な点は、地方債の投資家が適切にリスクを評価できていない可能性があるという点です。現状、地方債の大半は商業銀行が保有しており、地方政府の財務リスクが顕在化した場合、銀行部門に影響が波及する可能性があると考えます（図表5）。

## 地方政府債務リスクの高まりに注意

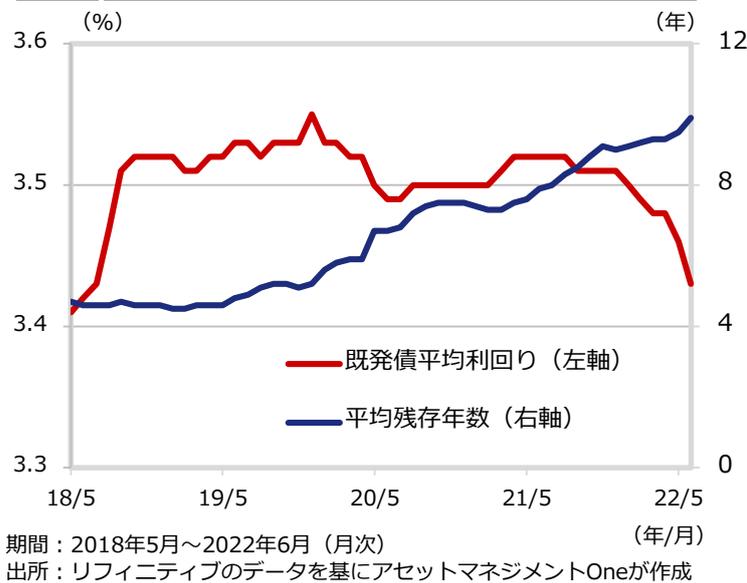
中国は発展途上であり、潜在的なインフラ需要は強いと思われる。しかし、人口減が目前に迫る中、インフラ投資に依存した景気刺激策の継続性は、限界的な効果面でも財務面でも低下している可能性があります。

また、不動産投資の急減速により地方政府の土地譲渡収入が細り、財務的に脆弱な地方政府が増えている可能性があります。こうした状況下で、地方政府の財務問題が取りざたされる可能性は高まっていると考えています。

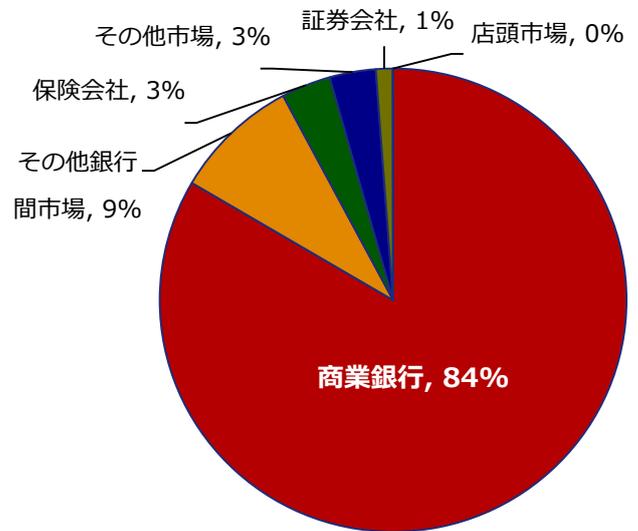
図表3 地方政府債務残高の推移



図表4 地方政府特別債の平均利回りと残存年数の推移



図表5 地方債の投資家別保有構造（2022年5月時点）



※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。