



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

中国地方政府債券の発行市場における 市場メカニズム

西村友作*

xicun_youzuo@uibe.edu.cn

東善明**

yoshiaki.azuma@boj.or.jp

坂下栄人***

hideto.sakashita@boj.or.jp

No.21-J-14
2021年11月

日本銀行
〒103-8660 日本郵便（株）日本橋郵便局私書箱30号

* 対外経済貿易大学国際経済研究院（中華人民共和国北京市）

** 日本銀行北京事務所（現・新潟支店）

*** 日本銀行北京事務所

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局 (post.prd8@boj.or.jp) までご相談下さい。転載・複製を行う場合は、出所を明記して下さい。

中国地方政府債券の発行市場における市場メカニズム*

西村 友作† 東 善明‡ 坂下 栄人§

2021年11月

【要旨】

本稿では、中国で2017年～19年に発行された地方債の発行利回り（対国債スプレッド）を用い、地方政府のリスクがどのように評価されているのか、中央政府による発行総額の管理と地方政府の債務管理の間で、市場メカニズムがどこまで働いているのか、について分析した。分析の結果、地方債の発行利回りは、情報開示が不十分なこともあり個々のプロジェクトのリスクを反映しているとまでは言えないが、2018年8月頃までは、市場が意識する信用リスク（返済の安全性）を一定程度反映しており、これが地方政府間でのスプレッド格差に顕れていた。しかしながら、2018年9月以降は、地方債の発行が拡大するもて中央政府が関与する形で発行利回りが抑制され、結果的にスプレッド格差が消失してしまったことが観察できた。これは、中央政府が地方債の総量をコントロールしつつ、個々のプライシングを市場メカニズムに任せるといった当初の狙いが、地方債の発行規模が拡大するにつれて実現困難になってきたことを示唆している。今後、景気刺激策としての財政支出ニーズが更に強まる場合に、地方債の円滑な消化が優先され、中央政府によるプライシングへの関与が続くことで、市場メカニズムの回復が遅れる可能性もある。

キーワード：中国、地方債、発行利回り、信用リスク、暗黙の保証

JEL分類番号：E61; G18; H72

* 本稿の作成に当たり、大阪経済大学の福本智之氏、日本銀行の上田達史氏、宇野洋輔氏、竹内淳氏、長野哲平氏、中村康治氏、濱田秀夫氏の各氏を始めとするスタッフから有益なコメントを頂いた。ただし、あり得べき誤りは筆者個人に属する。本稿で示されている見解は、日本銀行の公式見解を示すものではない。

† 対外経済貿易大学国際経済研究院（中華人民共和国北京市）（xicun_youzuo@uibe.edu.cn）

‡ 日本銀行北京事務所（現・新潟支店）（yoshiaki.azuma@boj.or.jp）

§ 日本銀行北京事務所（hideto.sakashita@boj.or.jp）

1. はじめに

中国における地方債の発行は、2009年に中央政府（財政部）による代理発行という形で開始された後、2014年には『中華人民共和国予算法』が改正され⁵、直接発行が可能となった。

地方政府は、自らが銀行借入や保証行為を行うことを禁じられている⁶。このため、地方債の発行が認められる以前は、国有地の売却や民間資金の活用に加えて、地方融資平台（以下「融資平台」）を通じて資金調達を行っていた。融資平台とは、地方政府がインフラ経営や公共事業投資の主体として設立した国有企業であり、銀行借入や起債等による資金調達を行うことが可能であった。1990年代以降、地方政府のインフラ投資の財源確保の手段として、全国の省や市に広まり、その後、2008年世界金融危機後の景気対策として積極的な投資促進が行われ、金融当局が2009年、地方政府に対して融資平台の活用を含む資金調達の多様化を促した⁷こともあり、融資平台が爆発的に増加した⁸。地方政府は、こうした融資平台を通じた資金調達をその後も積極的に行い、債務を大幅に拡大させていった。中央政府（審計署）の調査結果⁹によれば、地方政府が負担すると見込まれる債務は2010年末の10.7兆元から、わずか2年半後の2013年6月末には約67%増となる17.9兆元¹⁰にまで拡大した。これは同年名目GDPの30%程度に相当する規模であった。

地方政府が債務を拡大してきた背景には、管轄地域の経済発展に対するイン

⁵ 2014年8月の全国人民代表大会常務委員会が改正案を批准し、2015年1月より施行。旧法第28条は地方政府による財政赤字の発生や起債を原則禁じていたが、改正後（第35条）は「國務院の批准を経た省・自治区・直轄市の予算中の建設投資に必要な一部の資金については、國務院が取り決めた限度額の範囲において、地方政府債券を発行し債務を負う方式により調達することができる」とされた。

⁶ 地方政府による銀行借入は『貸款通則』の第17条で、保証行為は『担保法』の第8条でそれぞれ禁止されている。

⁷ 中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会が2009年3月に連名で公表した「关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见」で多様化が促された。

⁸ 『华夏时报』（2010年3月26日）によれば、融資平台の数は、一説には、同年末に8,200を超えたとされる。

⁹ 2010年末、2013年6月末のデータはそれぞれ、審計署が公表した2011年第35号公告、2013年第32号公告から得た。

¹⁰ 17.9兆元には、地方政府が直接返済義務を負う債務が10.9兆元、債務者の返済が滞ったときに債務者に代わって地方政府が返済義務を負うと考えられる債務が7兆元（保証2.7兆元、法的な責任はないが一定の返済義務を負うと見なすことができる潜在的な債務4.3兆元）含まれる。

センチブが強まっていく中、1994年の財政改革による地方政府の財源の減少¹¹が、融資平台の活用を活発化させたという事情もある¹²。融資平台が比較的容易に資金を調達できたのは、その設立主体である地方政府に対する漠とした、しかし強力な信用——政府部門の手掛けるインフラ経営が失敗する可能性は極めて低く、仮に失敗しても融資平台の債務不履行を回避するため政府部門が支援するだろうという「暗黙の保証」——が存在していたためである¹³。これはまた、地方政府自身によるプロジェクトへの一部出資や、法的根拠のない保証行為等によってしばしば強化される。こうした構造は、融資平台のみならず理財商品など透明性の低いシャドバンク商品を通じたインフラ投資等にも共通するものだが、結局のところ地方政府が法的な返済義務を負う範囲が不明確であるにも拘らず、適切なリスク評価がなされないまま資金が貸し出されることに繋がった。

この点について改善を図っていく方向性が明確となったのは、2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議(三中全会)である。習近平政権の経済改革方針を決定する本会議では、「市場が資源配分において『決定的な役割』を果たす」といった方針と多様な改革メニューが掲げられた。このうち、インフラ建設や産業発展のための資金調達メカニズムの改革の中では、透明性の高い地方債の発行が謳われ、2014年に法改正がなされ、地方債の発行が正式に開始されることとなった。その最終的な目的は、投資家がリスクと投資収益を評価できる地方債市場を形成し、市場メカニズムを活用して地方政府の債務管理をより適正に行えるようにすることである。

もっとも、地方債についても、予算の承認や省別発行額の割り当てなどに関し、中央政府が強い権限を有しており、信用リスクが地方政府だけにあると断言

¹¹ 1994年の財政制度改革では、それまでの財政請負制が廃止され、税の種類別に中央政府に帰属する税、地方政府に帰属する税、中央政府と地方政府との共有税に分類する分税制が導入された。この改革により、地方政府の財政収入が減少したが、財政支出の多くは地方政府が負担することとなった。クローバー(2018)は、不足分は中央政府からの財政移転によってカバーされ、表面的には予算の均衡はとれていたものの、実際には中央から地方への資金の移転は不十分で、地方政府はその場しのぎの資金調達や借り入れに頼ることになった、と指摘している。

¹² Huang(2017)は、これらの点を地方政府債務の長期的な脆弱性として指摘している。

¹³ 融資平台が発行する債券(「城投債」)を対象に分析を行った羅・刘(2016)は、無担保城投債と担保付城投債の発行利回りに有意な差が確認されないことから、市場は無担保城投債の価格(発行利回り)に政府による「暗黙の保証」を織り込んでいると報告している。

できない。このような中央政府の「暗黙の保証」の下で、市場メカニズムの機能が十分に果たされていないといった指摘がある。例えば、Lam and Wang (2019) は、地方債は決してデフォルトしないという「暗黙の保証」が根強く存在する下で、地方の商業銀行が当地政府の債券を直接引き受け、そのまま満期保有するという運用実態には、不十分なリスク評価、投資家構造の偏りといった問題があると指摘している。

前述のように、地方政府の過剰債務が実際に深刻な問題となったため、その債務管理を強化する手段の一つとして地方債が導入された経緯、そして地方債市場が今や債券市場全体の 2 割強にまで急速に拡大しているという実情に照らせば、市場メカニズムが十分に発揮されているかという問いは重要である。とりわけ、地方債の価格（利回り）が、強力な「暗黙の保証」のもとで、様々なリスク——プロジェクトのリスク、地方政府の信用リスクなど——を覆い隠すような形で形成されているとすれば、市場メカニズムを通じた債務管理には実効性が乏しいと言わざるを得ない。

地方債がそうした市場メカニズムの機能を果たしているかを評価するうえで、発行利回りの分析は一つの有益な視点となる。このため、本稿では、主として、地方債の発行利回りに焦点を当てて、主に地方政府のリスクがどのように評価されているのか、中央政府による発行総額の管理と地方政府の債務管理の間で、市場メカニズムがどこまで働いているのかについて分析を行った。

本稿の構成は以下のとおりである。2 章では、中国の地方債発行の現状について整理する。3 章では、地方債の発行利回りのデータを用いて分析を行う。4 章ではその分析から得られた結論を中心に説明する。

2. 地方債市場の現状

地方債の発行利回りの分析に移る前に、直接発行が解禁された 2015 年から 19 年末の 5 年間における市場規模や構造的特徴について簡単にレビューを行う。

(1) 市場規模

地方債の発行残高は 2015 年以降、地方政府の銀行債務の借り換え¹⁴需要を背

¹⁴ Naughton (2018) によれば、地方政府が地方債を市場で発行し、その資金を銀行債務の返済に充てたのではなく、国有銀行が有する地方政府向け貸出債権を直接、地方債に置き換え

景に急拡大した¹⁵。2015年初に1.16兆元だった発行残高は右肩上がりで見られ、2017年5月に国債を超え、2019年末には21.12兆元にまで拡大している（図1）。近年では、地方債（一般債）のほか、景気刺激策としての地方債（専項債。後述）の発行も増加しており、それらを合わせた地方債の合計額は債券市場全体の2割強を占めるまでに成長した（図2）。

2015年から2019年における31省級政府（省・自治区・直轄市）の地方債発行額を償還期間別にみると、最も多いのが5年債（37.1%）で、次いで7年債（26.0%）、10年債（23.5%）の順となっている（図3）¹⁶。2018年以降に発行が解禁された2年債と10年超の超長期債の発行額は限定的である。

（2）一般債と専項債

地方債には、一般債と専項債の区別がある。一般債とは、一般公共予算に組み入れられる、収益性のない公共事業を対象とした債券を指す。一方、専項債は、収益性のあるプロジェクト等の資金調達のために発行され、その収益が償還資金に充当される債券であると定義されている¹⁷。ただし、2019年における専項債の発行目的をみると、バラック地区再開発（35.9%）や土地取得（34%）といった用途が多く、実際には、償還に充てる収益の有無がはっきりしないケースもある¹⁸（図4）。

31省級政府による一般債と専項債の年間発行額の推移をみると、このところ

るといった取引が行われた。このような単純なコンバートが行われた背景には、江蘇省政府が地方債を市場で発行しようとした際、その利回りを巡って地方政府と投資家の意見が折り合わなかったといった事情があった。

¹⁵ Chen *et al* (2020)は、2009年に地方政府が融資プラットフォームを通じて銀行から借り受けた融資が3～5年後に満期を迎え、その借り換え資金を賄うため（stimulus-loan hangover effect）に地方債を発行したことが、地方債残高が急拡大した背景にあると指摘し、債券市場の発展を促進したプラスの面もあると主張している。

¹⁶ 本稿の分析では、Windから得た個別の地方債発行データを独自に集計したものを使用している。なお、独立予算を認められている計画単列市（大連・青島・寧波・厦門・深圳）も発行できるが、発行数が比較的に少ないため本稿の分析から除外した。また、「置換債（借換債）」についても発行数が少ない上、発行利回りが高くなる傾向にあるため、分析対象から除いた。

¹⁷ 正確には「プロジェクトに対応する政府の税外収入とプロジェクトの収益を元利償還に充当する」とされている。政府の税外収入とプロジェクトとの関係が明確ではないため、必ずしもノンリコース型の債券ではない。

¹⁸ 地方債で調達した資金の一部が使われず放置されていたり、プロジェクトとは異なる用途に流用されたりと言った問題も指摘されている（『第一财经』2019年8月14日）。

専項債が増加してきていることが分かる（図 5）。地方債の発行開始後の 2015～16 年は、銀行債務の借り換え等のため一般債の発行が高水準であった。もともと、一般債の発行はその後に幾分減少し、近年では 1.8 兆元前後で安定している。一方、景気刺激策として地方のインフラ投資を促進するための専項債の発行は増加しており、2019 年には初めて一般債の発行額を超えた。

2015 年から 2019 年末の 5 年間ににおける一般債と専項債の累計発行額は 17.1 兆元に上る（一般債：9.5 兆元、専項債：7.6 兆元）。これを発行主体別（31 省級政府別）にみると、1.34 兆元に上る江蘇省から 248 億元に止まる西藏（チベット）自治区まで比較的大きな差があるが、これには各省の経済規模を反映した面がある（図 6）。そのうえで、累計発行額に占める専項債の割合を省別にみると、約 15～65%の範囲でばらつきがある（図 7）。50%を超えるのは、北京・重慶・江蘇・広東・福建・浙江・上海など直轄市や沿海部が殆どであり、西藏（15.3%）、内蒙古（18.6%）、青海（19.3%）など経済発展が比較的遅れた地方では、専項債の比率は相対的に低い。

以上のことから、経済規模が大きいほど地方債の発行規模は大きく、経済発展の進んだ地方ほど専項債の発行比率が高いと言えそうである。一般的には、経済発展の遅れた地域でこそインフラ整備の需要は強く、このため地方債とりわけ専項債の発行が多いようにも思われるが、そうなのではない。この一つの背景として、中央政府が専項債を含む地方債の省別発行額を割り当て、地方政府がその範囲内で具体的な案件を組成するといった役割分担の存在が挙げられる。すなわち、中央政府は、各省の経済・財政規模に見合わない盲目的な地方債発行を回避しており、経済発展の遅れた地域だからといって、専項債の大量な発行を認めている訳ではない。また、専項債は、地方政府の裁量により当地の公共案件に用いられることが主で、省を跨る重大プロジェクトや投資効率の高い案件には中央財政や民間資本の参画余地も比較的大きく、専項債だけがインフラ整備資金を賄う手段ではないことにも留意が必要である。

3. 地方債の発行利回り分析

本節では地方債の発行利回りに焦点を当てて、主に地方政府のリスクがどのように評価されているのか、中央政府による発行総額の管理と地方政府の債務管理の間で、市場メカニズムがどこまで働いているのかについて分析する。

サンプル期間は2017年から2019年の3年間とし、地方債の国債に対する上乗せ金利（スプレッド）の変化を比較する。具体的には、地方債の発行利回りから、同発行日の過去5日間における国債平均利回りを差し引いてスプレッドを算出した。なお、地方債データは最も発行量が多い5年物の一般債・専項債を、国債データは中央国債登記結算有限責任会社が公表している5年国債利回りをを用いた¹⁹。本稿の分析期間に発行された全ての地方債から31省級政府の5年債を抽出し、合計3,006のサンプルを得た。

ところで、地方債は、一般債・専項債を問わず「公募入札」か「銀行引受」により発行される。前述のように、専項債は収益性のあるプロジェクトに振り向けられる決まりであるが、発行時点で、具体的な案件（及びその投資収益やリスク）の情報が十分に開示されている訳ではない²⁰。一つの債券による資金調達が複数のプロジェクトを賄っている可能性もある。専項債は必ずしもノンリコース型ではないため、専項債の発行利回りを決定するプロセスにおいては、個別の案件のリスクや投資収益ではなく、一般債と同様、発行（償還）主体である地方政府の信用が大きな役割を果たしていると考えられる。実際に、一般債と専項債の発行利回りの間に明確な差は認められない²¹。こうした点を踏まえ、以下の分析では、一般債と専項債をともに「地方債」として同様に扱うこととする。

（1）利回りの「格差」

全期間における省別の平均スプレッドをみると、格付は全て同じ（AAA）ではあるが、相応に大きな差があることが分かる（図8）。このサンプル期間（2017～2019年）では、対国債スプレッドが最小であったのは経済発展の進んでいる上海市（20.1bp）で、最大であったのが近年、経済不振に陥っている黒龍江省（44.5bp）という結果となった。例外はあるが、全体としては、北京・浙江・広東・江蘇といった東部沿海地域に位置する経済規模の大きい省で対国債スプレ

¹⁹ 10年債を用いて同様の分析を行ったが、結果に大きな差は認められなかった。

²⁰ 専項債の情報開示について、サンプル期間では、例えば「2018年北京市政府专项债券信息披露文件」をみると、債券の発行条件、格付け、発行体の債務の状況程度の情報しか開示されていなかったとみられ、少なくとも専項債の流通市場では、個別プロジェクトのリスクや投資収益を推し量ることは出来なかったと考えられる。

²¹ 2015年～2019年において同一都市が同日に一般債と専項債を同時に発行したケースは212例あるが、そのうち97例（45.8%）において一般債と専項債の発行利回りが同じであった。また、残りの115例においても、発行利回りの差の絶対値の平均は0.078%と小さく、一般債と専項債それぞれの平均値も統計的な有意差は確認されなかった。

ッドが小さく、青海・貴州・新疆・内蒙古など経済発展の比較的遅れた中西部の内陸都市でスプレッドが大きい傾向がみられる。

こうした省別の「格差」は、地方政府の債務に「暗黙の保証」が存在しているとしても、地方債のプライシングに当たっては、それ以外の要因が考慮されない訳ではないことを示唆している。

こうした地方債発行利回りの決定要因については、近年中国国内でも幾つかの研究がなされている。王・方（2018）は、本稿と同じ31省級政府が2015年～17年に発行した地方債を対象に分析を行い、一人当たりGDPや固定資産投資といった経済規模や経済発展の状況²²、更には負債残高などの財務状況が有意な影響を与えると報告している。一方で、巴ら（2019）は、地方政府の財務状況と地方債の利回りには有意な関係性は確認できないと指摘しており、地方債の利回りと財務状況の関係についてのコンセンサスは得られていない。このほか、中国特有の要因としては、潘ら（2019）は政府による会計監査が、巴ら（2019）は銀行と地方政府の関係（緊密度）が、それぞれ地方債の利回りに影響を与えているという分析結果を示している。

これらの研究によれば、地方政府の信用リスクは、中央政府の「暗黙の保証」だけで完全に打ち消されるものではなく、市場は経済規模や財政状況、その他の要因を踏まえ、返済の安全性について地方政府による差異を意識していると言える。地方債の発行利回りに省間の格差が存在するということは、資金調達コストの相対的な差を通じて、返済不能な債務を負い難くなる——金融リスクは削減される——という意味で、市場メカニズムによる債務管理は一定程度、働いていると考えることは可能である。

ただし、地方政府の経済規模や財政状況、すなわち返済の安全性の観点のみで地方債の利回りが決まるとすれば、経済発展が進んだ沿海部では投資効率の低い案件にも資金が集まり易い一方、財政基盤が脆弱な中西部では投資効率の高い案件であっても資金が集まり難いという状況に繋がりがかねない。この点、専項債は、収益性のあるプロジェクトに紐付けて発行することで地方政府の信用から一定程度切り離し、地方政府の債務管理の強化と効率的な資金配分の両立を

²² 汪・陈（2015）は、経済発展が芳しくない地方政府が発行する債券の利回りは「暗黙の保証」の影響を受けないことを理論的、実証的に示し、「暗黙の保証」は地方の経済状況に左右されると報告している。

期待した取り組みであるが、前述のように、制度設計や情報開示の問題もあって、十分に機能しているとは言い難い。近年、中央政府が景気刺激策の一環として専項債の発行金額を決定し、その割り当て分を各省が消化せねばならない中では、専項債に期待された役割は、むしろ発揮し難くなっているとも言える。こうしたもとの、中央政府は専項債の情報開示の促進に取り組んでいる²³が、市場メカニズムを通じたミクロな資金配分の効率化を徹底するのであれば、同時に政府の信用から完全に切り離すノンリコース型の制度設計も求められよう。

（２）地方債の発行増と利回り格差の消失

先ほど確認した通り、全期間でみた平均スプレッドには省別の格差があり、総じてみれば、「暗黙の保証」では打ち消せない各種のリスクが反映されていると考えられる。しかし、各省のスプレッドを時系列で確認すると、2018年9月以降、省間の格差に大きな変化が生じている。具体的には、全期間でみた平均スプレッドが小さく、信用力が比較的高位にあるとみられる省（上位10省）と、同スプレッドが大きく、信用力が比較的低位にあるとみられる省（下位10省）の月間平均値の推移をみると、2018年9月以降、それまでは平均20.8bpであった両者の差が消失してしまっている（図9）。

何が起こったのかを正確に見極めることは難しいが、中央政府が景気刺激策として地方債（専項債）の発行拡大を推進するもとの、その消化が円滑に進むよう、財政部がプライシングに関与したのではないかとみられている。すなわち、2018年の『政府工作报告』では、既存プロジェクトを優先的にサポートしつつ、専項債による投資分野を合理的に拡大させるため、専項債の発行枠を前年比5,500億元増となる1.35兆元にまで引き上げた。しかし、18年7月までの新規発行が順調に進んでいなかったことを受け²⁴、財政部は同年8月14日に「关于做好地方政府专项债券发行工作的意见」を公表し、専項債の発行を加速するよう指示を行った。これと同時に地方債の引受金融機関に対し、国債の利回りを少なくとも40bp上回るスプレッドを確保して引き受けてよいとの「指導」を行った

²³ 財政部から発出された「关于启用地方政府新增专项债券项目信息披露模板的通知」により、2020年4月より専項債の情報開示が強化され、発行の対象である複数プロジェクトのそれぞれの収益見通し、債務返済計画などが開示されるようになった。

²⁴ 2018年における専項債の新規発行額のみ統計データは存在しないが、「置換債（借換債）」を含めた専項債全体では、18年7月までの発行額は年間総額の28.3%に過ぎなかった。また、同期間に発行された専項債の多くが「置換債」で、新規専項債発行額は1,503億元に過ぎなかった、との指摘もある（『21世纪经济报道』2018年8月24日）。

とされる²⁵。

これにより、それまで 10～30bp 程度の範囲で動いていた北京・上海・広東など上位都市のスプレッドが、「指導」で指定された 40bp 程度で安定し、地方債消化の円滑化に寄与したとみられる。ただし、その一方で、従来から 40bp 以上のスプレッドが必要であった地方政府の債券も、北京や上海などと同じ水準で安定することとなり、省間の格差は消失することとなった。

続いて、財政部は 2019 年 1 月 29 日に、地方政府の債務返済にも配慮して、国債利回りとのスプレッドを 25～40bp の範囲とするよう、再度「指導」を行ったと言われている²⁶。この結果、平均スプレッドは同 2 月以降、その下限である 25bp 前後で推移している。

その後も、中国政府は地方債の発行を加速させている。2018 年 12 月の全人代常務委員会を経て、次年度の地方債の発行枠から一部を前倒して発行できるようになった²⁷。実際、2019 年発行分の専項債は 9 月末までに発行をほぼ終え、それ以降は翌年分の発行枠から前倒しで割り当てられた。そして 2020 年には、新型コロナウイルス感染症の拡大もあり、地方債の発行は拡大が続いている²⁸。

4. 結びに代えて

地方債は、市場メカニズムを通じて地方政府の債務管理を行うことを最終的な目的として導入されたものである。本稿では、2017 年～19 年に発行された地方債の発行利回り（対国債スプレッド）を対象に考察を行い、市場メカニズムの発揮の状況を確認した。

分析によれば、地方債の発行利回りは、情報開示が不十分なこともあり個々のプロジェクトのリスクを反映しているとまでは言えないが、2018 年 8 月頃まで

²⁵ この「指導」に関する正式な公文書は存在しないが、いくつかのメディアで指摘されている。例えば、『鳳凰财经網』は「中国財政部は、専項債の発行加速を指示したのに続き、地方債の引受金融機関に対して、同じ償還期限の国債の 5 日間平均利回りよりも少なくとも 40bp 高い発行利回りで引き受けるように求めた（2018 年 8 月 15 日）」と報じている。

²⁶ 例えば、ロイターや第一财经などのメディアが報じている。

²⁷ 期間は 2019 年 1 月 1 日から 2022 年 12 月 31 日で、その年の発行枠の最大 60% を上限に前倒し発行が可能となっている。

²⁸ 2020 年 5 月に開催された全国人民代表大会（全人代）の『政府工作报告』では、インフラ投資拡大の原資として、専項債を前年から 1.6 兆元増やし 3.75 兆元発行するとした。

は、市場が意識する信用リスク（返済の安全性）を一定程度反映しており、これが省間のスプレッド格差に顕れていたことが分かった。

しかしながら、2018年9月以降は、地方債（特に専項債）の発行が拡大するもとで発行利回りが抑制され、結果的に省間のスプレッド格差が消失してしまったことが観察できた。

これは、中央政府が地方債の総量をコントロールしつつ、個々のプライシングを市場メカニズムに任せるという当初の狙いが、地方債の発行規模が拡大するにつれて実現困難になってきたことを示唆している。省間のスプレッド格差が消失してしまった今、発行利回りの決定要因として残されたものが「暗黙の保証」と財政部による指導だけであるとすれば、部分的ながらも発揮されつつあった市場メカニズムが後退したとの評価が可能である。今後、景気刺激策としての財政支出ニーズが更に強まる場合に、地方債の円滑な消化が優先され、プライシングへの関与が続くことで、市場メカニズムの回復が遅れる可能性もある。

こうしたもとで留意すべきは、2019年3月以降、地方債の個人投資家向けの販売が解禁された²⁹ことである。国債を確実に上回る収益性やモバイル経由で100元から購入できるという利便性などを背景に、地方債は個人投資家の人気を博している（表1）。しかしながら、情報開示が不十分なまま、発行利回りが均一化したような状態で個人投資家に地方債を保有させることで、市場メカニズムの回復が一段と遅れる可能性がある³⁰。Chen *et al* (2020) は、地方債の投資家は未熟な投資家からファンドマネージャーまで政府による潜在的救済を期待していると指摘しているが、前者の保有量が増加した場合、地方債に対する「暗黙の保証」期待を取り除いていくことが、ますます困難になるとも考えられる。

なお、2020年の新型コロナウイルス感染症拡大を経て、地方債の発行構造が大きく変化している。償還期間別の発行額をみると、2019年以前は、5年債

²⁹ 2018年11月10日、中国人民銀行、財政部、中国銀行保険監督管理委員会が連名で「关于在全国银行间债券市场开展地方政府债券柜台业务的通知」を公布した。これにより、一部の機関投資家に限っていた投資規制を緩和し、一般投資家が地方債を購入できる環境が整った。2019年3月以降、個人向け地方債の商業銀行による店頭販売が徐々に始まっている。

³⁰ また、一般投資家の市場参入は、長期の機関投資家不在という投資家構造の問題を解決するものではない。この点においては、金融の対外開放で謳われている、外資系の格付け会社や機関投資家の動向に着目していく必要がある。

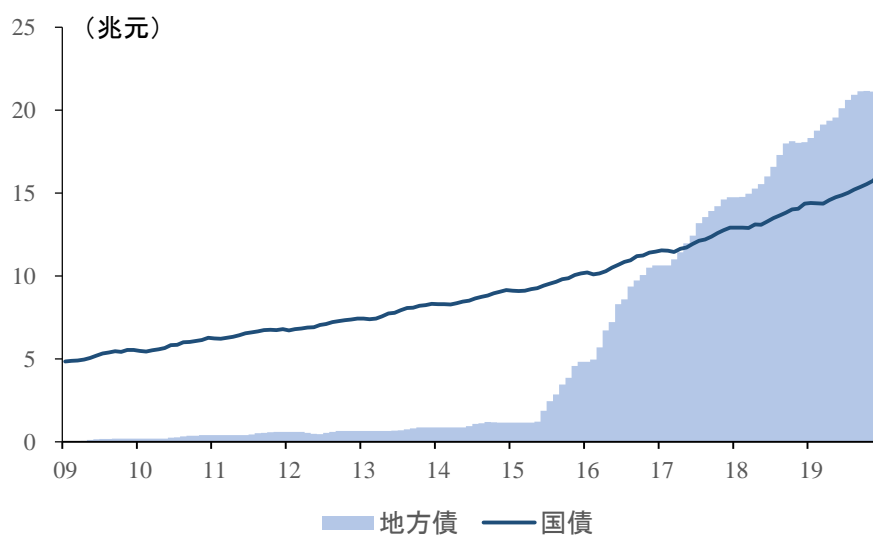
(37.1%)の発行額が最も多く、10年以上の発行額は限定的だった(第2章第1節参照)が、2020年になって5年債(10.5%)の発行が激減し、代わりに10年債(30.5%)が最多となったほか、超長期債の発行も増え、償還期間10年以上が全体に占める割合は76.5%にまで高まった。加えて、専項債の発行目的も変化がみられ、2019年は、バラック地区再開発や土地取得といった土地関連投資が約7割を占めていたが(第2章第2節参照)、有効投資に直接つながらずインフラ投資が低迷していた要因と考えられており、これらを名義とした専項債の発行は一旦、原則禁止とされた。その結果、2020年の土地取得関連プロジェクトを目的とした発行額はゼロとなり、バラック地区再開発も13.2%まで減少した³¹。今回の分析では2020年に発行された地方債はサンプルの対象に含めていないが、こうした構造変化が利回り格差にどのような影響をもたらすかの分析については今後の課題としたい。

³¹ 未完成のまま中断されるプロジェクトが相次いだため、2020年5月に「关于梳理新增专项债券棚户区改造项目资金需求的通知」が公布され、申請を経て7月から新規発行が再開された。

参考文献

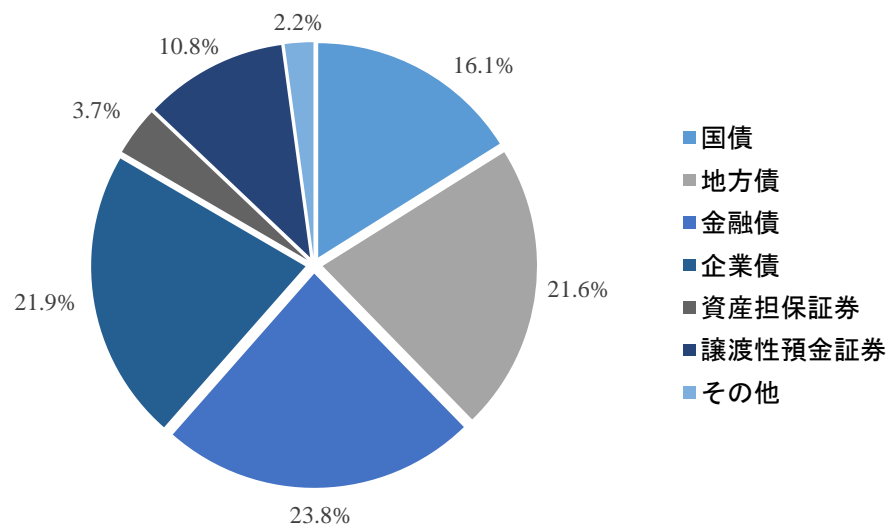
- Chen, Z, Z. He and C. Liu (2020) “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes,” *Journal of Financial Economics*, 137(1), pp. 42-71.
- Huang, Y. (2017) *Cracking the China Conundrum: Why Conventional Economic Wisdom Is Wrong*. Oxford.
- Lam, W. R., and J. Wang (2019) “Local Government Bonds”, *The Future of China’s Bond Market*, Chapter 5, pp. 123-138. International Monetary Fund.
- Naughton, B. (2018) *The Chinese Economy Adaption and Growth Second Edition*. Massachusetts Institute of Technology.
- 巴曙松·李羽翔·张搏《地方政府债券发行定价影响因素研究——基于银政关系的视角》，《国际金融研究》2019年第7期，第76-86页。
- 罗荣华·刘劲劲《地方政府的隐性担保真的有效吗？——基于城投债发行定价的检验》，《金融研究》2016年第4期，第83-98页。
- 潘俊·王禹·景雪峰·余一品《政府审计与地方政府债券发行定价》，《审计研究》2019年第3期，第44-50页。
- 汪莉·陈诗一《政府隐性担保、债务违约与利率决定》，《金融研究》2015年第9期，第66-81页。
- 王敏·方铸《我国地方政府债券发行成本的影响因素分析——基于2015—2017年3194只债券的实证证据》，《财政研究》2018年第12期，第35-47页。
- クローバー・R・アーサー (2018)、『チャイナ・エコノミー』(東方雅美訳)、白桃書房

図1 国債・地方債残高の推移



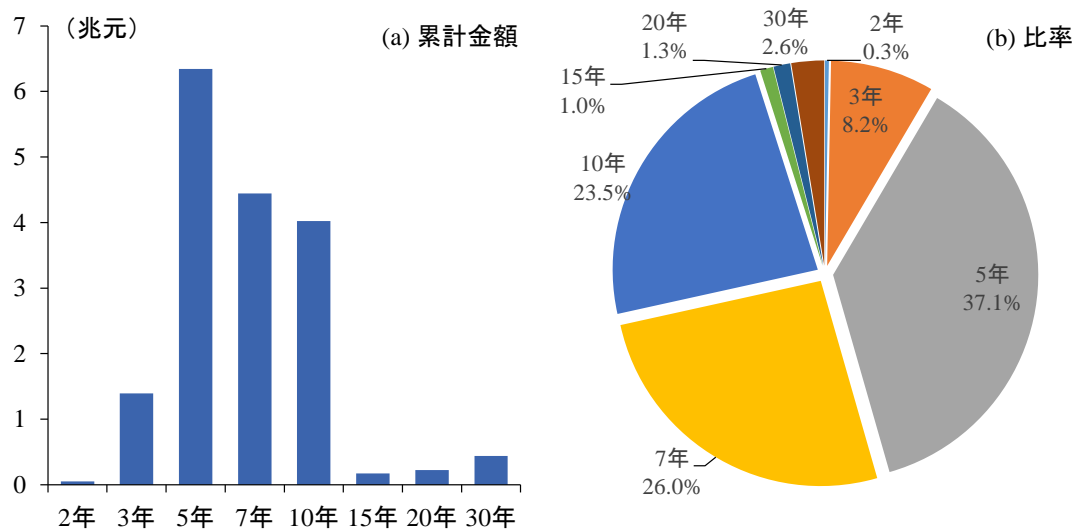
(出所) CEIC

図2 債券残高比率 (2019年末)



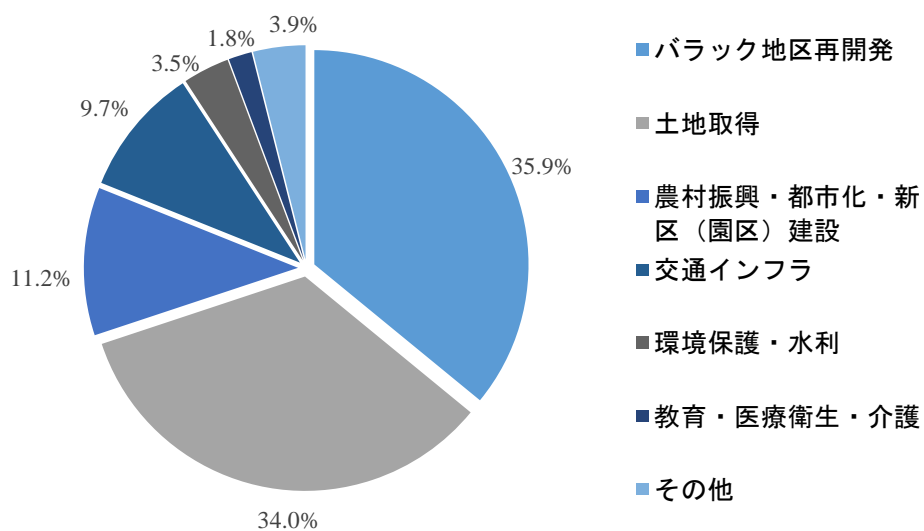
(出所) Wind

図3 償還期間別発行状況（2015～2019年）



(出所) Wind

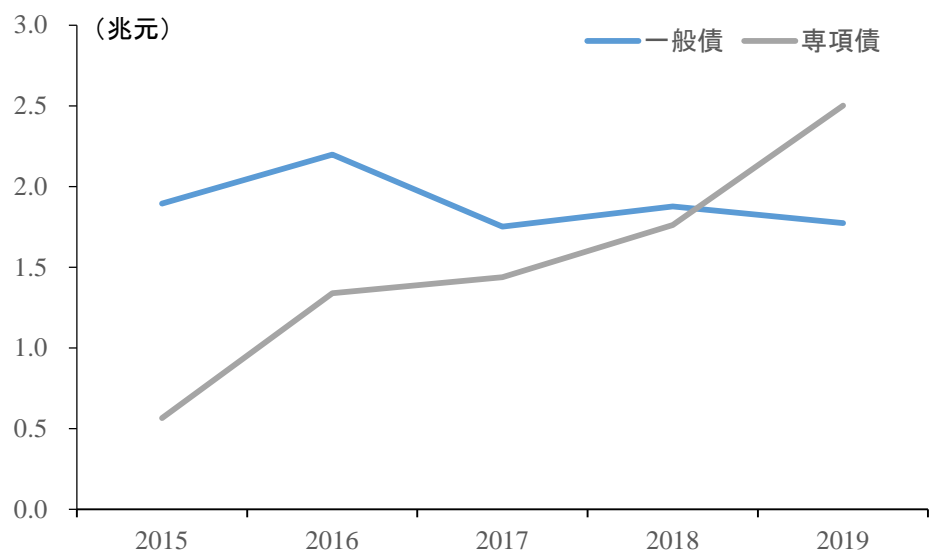
図4 プロジェクト別発行比率 (2019年)



(注) プロジェクト分類は証券名に基づき集計した。期間中に発行された専項債のうち77.1%において証券名に用途が記載されている(それ以外は「専項債」とのみ表記)。

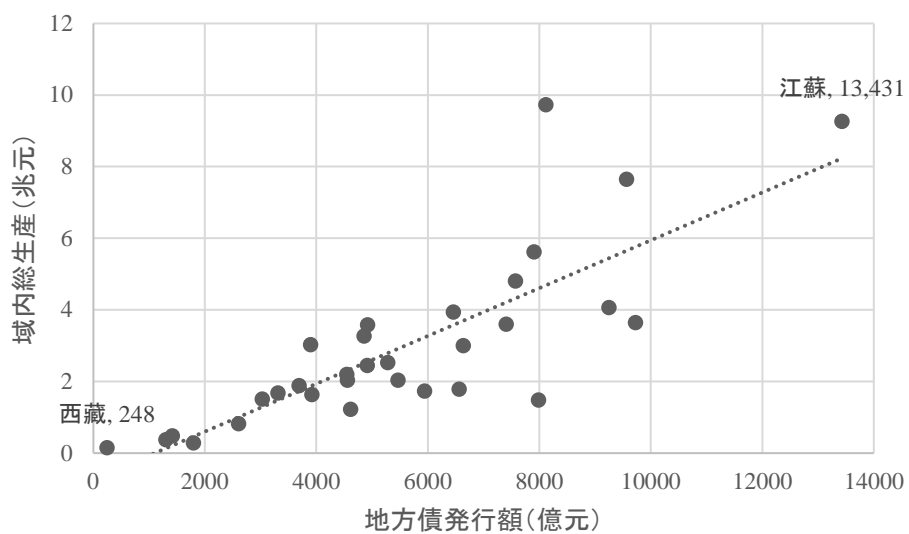
(出所) Wind

図5 一般債・専項債の発行額の推移



(出所) Wind

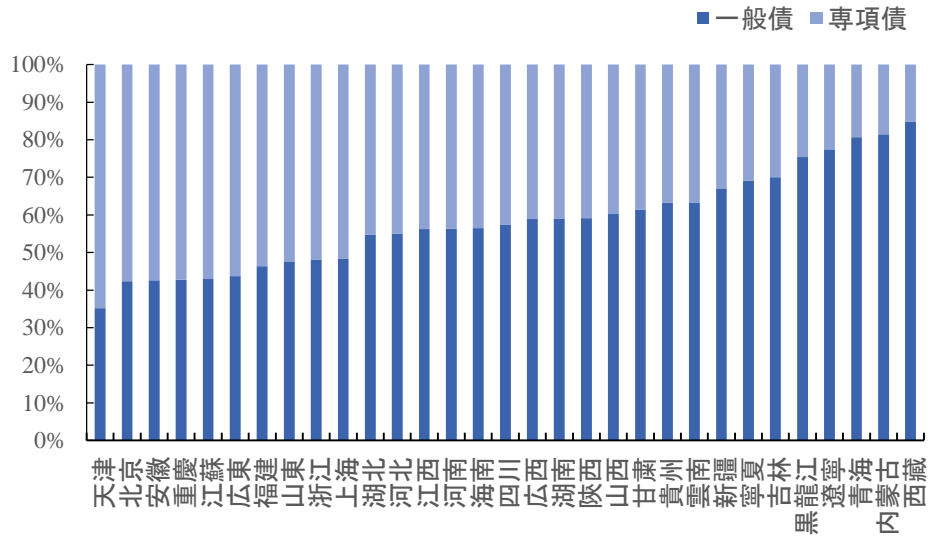
図6 省級政府別の地方債発行額と域内総生産



(注) 地方債発行額は2015～2019年の累計値、域内総生産は2018年の名目値を用いた。

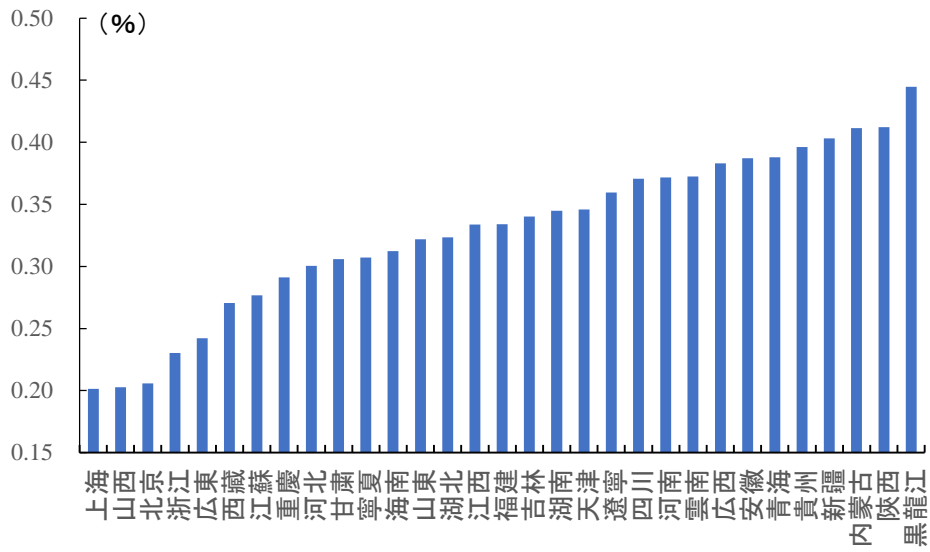
(出所) Wind、国家統計局

図7 一般債と専項債の比率



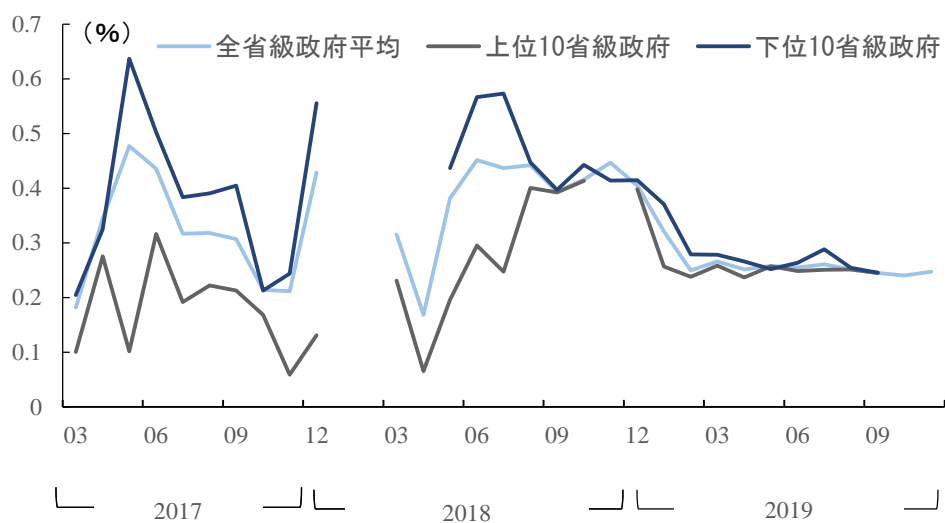
(出所) Wind

図8 省級政府別の平均スプレッド



(出所) Wind

図9 上位・下位10省級政府の月間平均スプレッドの推移



(注) 上位10省級政府は、上海、山西、北京、浙江、広東、西藏、江蘇、重慶、河北、甘肅、下位10省級政府は、河南、雲南、広西、安徽、青海、貴州、新疆、内モンゴ、陝西、黒龍江。2018年の1、2月および2019年12月においては未発行であった。

(出所) Wind

表 1 個人向け地方債の販売状況

第一期（2019年3月25日～4月3日）	
対象地域	北京、山東、陝西、四川、浙江、寧波
販売状況	寧波、浙江の合計14億元の債券が販売開始10分で完売、北京債も初日に半分以上を売り上げた。 第一期の販売総額は68億元、発行利回りは3.01%～3.33%。
第二期（2019年6月14日～20日）	
対象地域	上海、広東、海南、広西
販売状況	6月18日に販売した広東債は、中国農業銀行が6.5億元分を販売開始1分で完売したほか、中国工商・建設銀行も初日で売り切れ。 第二期の販売総額は34億元、発行利回りは3.22%～3.43%。

（出所）各種報道を基に筆者作成