

## 第769回：隠れ債務と暗黙の政府保証

筆者が華東師範大学への留学を終え帰国した頃だから 1982 年のことだったか、当時中国の趙紫陽首相は第 6 次 5 年計画に関連し「今後 3 年間における経済改革の目玉は、国営企業の『利潤上納制』を徐々に『納税制』に移行し、国家と企業との関係を正常化することだ」と明言した。そして翌年より利潤上納制と納税制が一時的に並存する「利改税」制度がスタートした。この新制度は徐々に浸透し、企業所得税や増値税などの税収が予算収入の多くを占めるように動き出した一方、諸問題も生じるようになった。

- ① 当時の中国には国税の徴収機関がなく、地方政府が徴収した税の内、国税として請け負った部分を中央政府に納めるシステムであった。
- ② 地方政府の請け負う税額は、中央政府と地方政府との交渉やコネクションによって決められていた。
- ③ そこで地方政府の役人たちが、国に納める税額を減額しようと良からぬことを企むようになり、中央財政収入が国家財政に占める比重は徐々に低下し、93 年には 22%にまで下がった。

そんな問題を解決すべく 94 年には、朱鎔基首相の指示で「分税制改革」と呼ぶ大規模な財政制度改革が断行された。その目的は中央財政収入の増加とマクロ統制力強化にあり、従来の財政請負制は廃止されて、税の種類別に国税、地方税、国と地方の共有税収入に分類し、国・地方それぞれの税務機構を設置して別々に歳入を確保する分税制が導入された。

これにより、中央政府は財政の過半数確保に成功したが、貧乏籤を引かされた地方政府は、減らされた財源の中から地元のインフラ整備や、医療、教育、社会保障支出などを負担すると云う困難な任務を背負うことになった。分税制施行で四苦八苦の地方政府が着目した「錬金術」が住宅プロジェクトだった。

時あたかも中国では「住宅の私有化(正確には使用权)」が認められることになり、都市部の市民が従来のように官舎に(ほぼタダで)住む時代は終わり、今後はマイホームを買うか、それとも(市場価格で)賃貸アパートを借りるかのいずれかを選択することになり、ここで個人による住宅購入制度が確立した。

市民たちに有償で提供される住宅(=マンション)建設とは、①地方政府が管理下にある遊休土地などを不動産デベロッパーに市場価格で払い下げ、②デベロッパーや地方政府等が資本金や借入金を調達し、③マンションを完成させ、④市民に販売し、⑤開発資金を回収するという比較的単純な仕組みであった。

このスキーム自体に問題はなかったが、その運用を巡って地方政府と開発業者との間に癒着や汚職が水面下で進み、金脈の分捕り合戦がプロジェクトのフィージビリティ・スタディや資金管理などよりも優先され、現場の管理が乱脈化するような事件が多発するようになった。

「欲に頂無し」と云うとおり、地方政府も「土地の払い下げ収入」だけで満足せず、自ら建設プロジェクトの当事者としてキャピタルゲインまで狙い出したから、問題は更に複雑化することに。

地方政府は住宅プロジェクト資金を調達するために「融資平台(以下 LGFV)」なる政府関連企業(つまりダミー会社)を設立し、社債を発行するなどして資金を調達し、レバレッジを掛けてプロジェクトをフル回転させてきた。ところが、嘗ての日本の不動産バブル崩壊と同じ現象だが、習近平政権が突如、不動産の開発規制や、資金調達規制を始めたことからバブルが一気に破裂することに。

21 年 8 月、習近平党総書記(兼国家主席)は党の重要会議で「いまこそ、着実に共同富裕を推進する歴史的な段階である」と宣言し、所得格差など経済発展とともに生じた不公平の是正のためにさまざまな施策を

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

実施し始めた。格差是正に向けた改革や「プラットフォーム規制」と共に、「住宅は住むものであって投機対象ではない」として厳しい不動産バブル抑制策も敷かれた。その結果、22年以降(中国恒大集団のような)中国大手を含む不動産デベロッパーの中に、資金繰り悪化や債務不履行の懸念などが顕在化し始めているが、習政権は公的資金投入などの支援策は行わず、不動産不況は深刻化しつつある。

中国不動産業界の苦境については中国恒大集団の破綻危機に加え、「碧桂園控股(02007/HK)」の大幅赤字、社債デフォルトの可能性など、国内外でも数多くの報道が見られるようになり、たしかに事態は深刻だ。だが、一民間企業の問題とも云えなくもない。もっと気掛かりなのがLGFVの資金繰り問題だ。

これは地方政府の過剰債務に絡む厄介事で、懸念されるのはマンションや工場等の不動産開発に充当された「LGFV債」の償還能力。2022年末のLGFV債務残高は19年より5割増の66兆元(1元≒20円)に達しているようで、IMFは27年までに100兆元の大台に乗ると予測している。中国の非金融部門の債務残高は、今後も増加を辿り、27年にGDP比311%に達するという。

この負債は「隠れたる債務」の疑いが濃厚で、もしデフォルトとなった場合、これが地方政府の負債として認定されるか否か曖昧なままとなっている。これが問題だ。不動産プロジェクトの関係当事者たちが、地方政府の「黙契」を最大限拡張PRし、債務を膨張させ、レバレッジを効かせた不動産投資を謳歌してきたツケがバブルの崩壊により危機に瀕している。もし一つのLGFV破綻が契機となり、Event of defaultが全国的に連鎖し、もし当局が対応を誤ると、これがSovereign級の金融リスクに飛び火する危険がある

LGFVを保有するのは「省」だけではない。省傘下の「市」、そのまた下の「県」や「郷」までもが持っており、その企業総数は1万社に近いとまで云われている。このLGFV債には「地方政府保証」がついていないので、デフォルトしても地方政府は法的責任を負わない可能性が高い。

だが、LGFV債を保有する企業や富裕層、地銀などは地方政府の指導者たちとの面談や交流などを通じ、これを「暗黙の政府保証付き債券」と見做してきた。その思いは今も変わらないはずだが、LGFVの資金難が喧伝され、償還時期が近づいてくると、その安全性に対する懸念が表面化してきているようだ。

減速が続く中国経済において、地方政府が税収の中からLGFV償還資金を捻出するのは不可能であり、地方政府がこれまで「打ち出の小槌」だった税外収入(=土地売却益)を期待するのは当然だが、そのためには地価が上昇軌道に戻る必要がある。それには政治的決断が不可欠だ。習政権が「共同富裕」に逆行する政策を避けたい気持ちは理解するが、かといって事態を放置すれば五星紅旗がデフォルトする。野党が存在せず「習一強」の中国で、主席が決断すれば政治は一気に出動可能なのだが。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2023年(令和5年)9月7日

## 筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号

日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入  
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

## ご投資にあたっての注意事項

### 外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

### 手数料等およびリスクについて

#### ①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650% (税込み) に相当する額が 3,300 円 (税込み) に満たない場合は 3,300 円 (税込み)、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式等は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、売買金額(現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対して最大 1.1000% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・国内店頭取引については、お客さまに提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50% となるように設定したものです。

・外国株式等は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ③債券の手数料等およびリスクについて

・非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスクおよび為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

#### ④投資信託の手数料等およびリスクについて

・投資信託のお取引にあたっては、申込(一部の投資信託は換金)手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ⑤株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

・株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0880% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.400% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 4.400% (税込み) に相当する額が 2,750 円 (税込み) に満たない場合は 2,750 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をご覧ください。

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。