

中国のインフラ投資は加速するか 資金不足問題への対応が進むも、残る先行き不安

アジア調査部中国室エコノミスト

玉井芳野

03-3591-1367

yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

- 中国経済が内外需ともに弱含む中、中国経済が腰折れを回避できるかどうかは、発動しやすく即効性の高いインフラ投資にかかっていると見える。中国政府もこのような認識を強めている模様
- その証拠に、今年5月以降、インフラ投資計画の承認が増加している。地方政府債務の借り換え促進やPPP（官民連携）推進などインフラ投資資金の確保に資する政策の発表も相次いでいる
- こうした政策によりインフラ投資が加速し、中国経済の腰折れが回避されたとしても、非効率な投資の積み上がりや金融の健全性の低下など、政策の副作用が生じないかには注視が必要だ

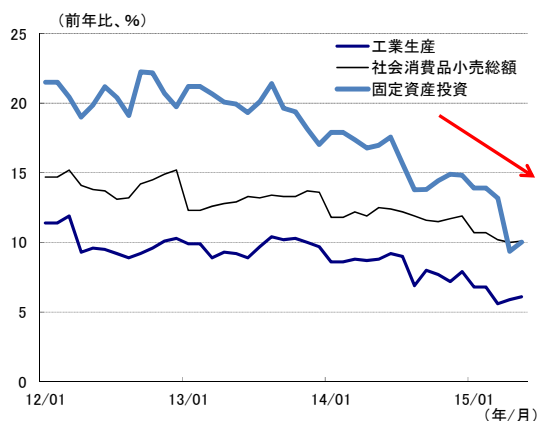
1. 中国経済の腰折れ回避に必要とされるインフラ投資

(1) 内外需ともに弱含む中国経済

中国経済の減速感が強まっている。2015年1～3月期の実質GDP成長率が前年比+7.0%と前期の同+7.3%から減速した後も、内需、外需ともに弱含みが続いている。

5月の主要指標の前年比伸び率はわずかに下げ止まりの兆しを示したが、その水準は低く、景気の下振れが続いている（図表1）。工業生産の伸びは先月から小幅に加速したものの、前年比+6.1%と低めにとどまった。投資もわずかに伸びが高まった程度で、不動産開発投資や鉄鋼など過剰生産能力業

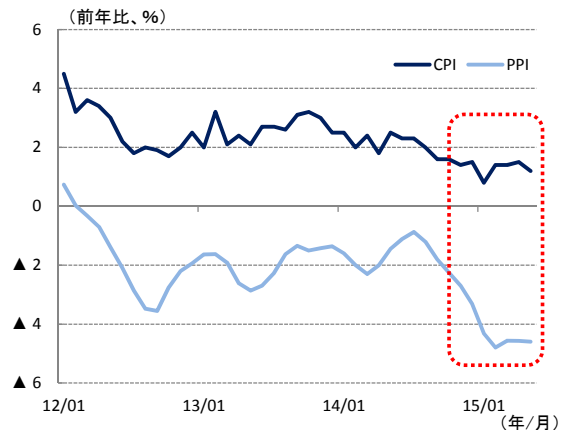
図表1 主要経済指標



- (注) 1. 工業生産、社会消費品小売総額の1～2月は1～2月累計の前年同月比。
2. 固定資産投資は年初来累計を単月に変換。
3. 工業生産は実質値。社会消費品小売総額、固定資産投資は名目値。

(資料) 中国国家统计局

図表2 CPI、PPI



(資料) 中国国家统计局

種の弱さが続いている。物価についても、消費者物価指数（CPI）が前年比+1.2%、生産者物価指数（PPI）が前年比▲4.6%と、いずれも低水準のままである（前頁図表2）。

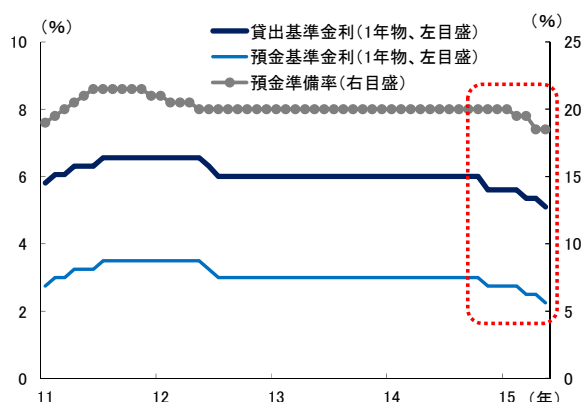
輸出に至っては、3月以降3カ月連続でマイナスの伸びとなった。米国向けは回復がみられるが、それ以外の国・地域向けが総じて弱い。欧州経済や日本経済の回復の緩慢さ、原油価格下落を受けた資源国経済の減速、人民元の実質実効レートの上昇、などが影響しているものと考えられる。

（2）発動しやすく即効性も高いインフラ投資が鍵に

景気の減速を受けて、中国政府も危機感を強めている。その証拠に、昨年11月以降、貸出・預金基準金利を3回、預金準備率を2回引き下げるなど、近年まれにみる速いペースで人民銀行が金融緩和を実施している（図表3）。ただし、製造業の生産能力が過剰であることなどから、利下げによる投資誘発効果は弱く、財政政策によるてこ入れに頼らざるをえない状況だ¹。実際に、今年4月末以降、政府はインフラ投資に力点を置く方針を示し、相次いで関連政策を発表している。その背後には、金融政策による内需のてこ入れの効果が限定的で、外需にも頼れない中、景気腰折れ回避のためには財政政策によるインフラ投資の加速が不可避との認識があるものと推察される。

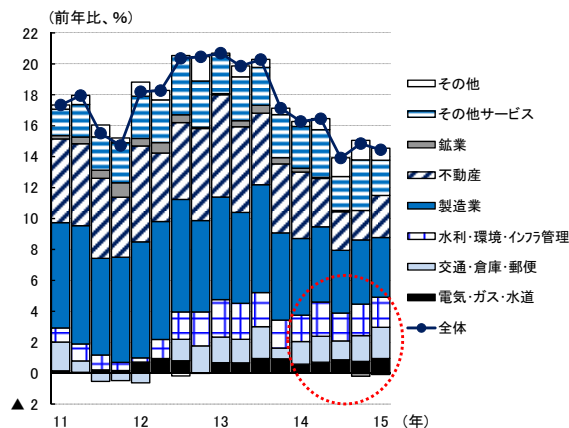
以下、具体的に中国指導部の認識をうかがい知ることができる要人発言をみてみよう。まず4月30日に習近平総書記が主催した中国共産党中央政治局会議では、「積極的財政政策については公共支出を増加させる」「投資の鍵となる役割を發揮させることに力を入れる」という方針が示された上、「重要なインフラ事業や都市事業などで一部資金循環がスムーズでない問題を解決する」と、インフラ投資資金の供給問題への配慮も示された²。その後、5月12日に行われた行政権限の委譲に関する会議でも、李克強首相が「現在投資は減速基調にある」「投資プロジェクトの認可の遅れや手続きの多さが、投資の進捗に影響している」と発言し、投資の遅れに対する懸念を示した³。こうした懸念に対応するかのよう、翌13日の国務院常務会議で、地方の実地監察調査を行い、「重要プロジェクトのできるだけ早い着工を促し（中略）、通年の経済社会発展の主要目標の達成を目指す」ことが発表された⁴。例えば、バラック地区（粗末な住宅が立ち並ぶ地区）の改修や交通インフラなど、インフラプロジェクトの執行状況のモニタリングが行われる。さらに、6月17日の国務院常務会議では、「有効な投資を拡大させる」として、水利や中西部の鉄道などに重点的に投資を行う方針などが示された。

図表3 貸出・預金基準金利、預金準備率



(注) 預金準備率は大型金融機関向け。
(資料) 中国人民銀行

図表4 固定資産投資 (業種別寄与度)



(注) 固定資産価格指数を用いて実質化。
(資料) 中国国家統計局

2. インフラ投資加速に向けた政策の中身

(1) インフラ投資計画の承認加速

このようにインフラ投資によるこ入れで景気を下支えするという政策方針自体は、決して新しいものではない。実際、2014年後半から2015年1~3月期も固定資産投資全体の伸びに対するインフラ投資（「電気・ガス・水道」「交通・倉庫・郵便」「水利・環境・インフラ管理」の合計）の寄与度が高まっている（前頁図表4）。

ただし、自律的な投資回復力の弱さが以前に増して明らかになっているだけに、インフラ投資による下支えの重要性が増している。そうしたことから、前述したインフラプロジェクトのモニタリング強化などに加え、国家発展改革委員会による個別のインフラ投資計画の承認が5月に入ってから急ピッチで行われている。5月18日以降、高速鉄道、軌道交通、道路など交通インフラ関連を中心に投資計画の承認が相次いでおり、7,000億元超（2014年名目GDP対比1.1%）に達している（図表5）。

個別の計画承認とは異なるが、交通インフラの建設加速に関連するものとして、5月27日に交通運輸業の発展促進に関する国家発展改革委員会の意見が発表されている⁵。具体的には、「三大戦略」とよばれる、一帯一路戦略（「シルクロード経済ベルト」と「21世紀の海のシルクロード」）、北京・天津・河北協同発展戦略、長江経済ベルト戦略に沿った重要インフラ建設計画の執行加速が盛り込まれた。

(2) 投資資金の確保への配慮

上述のとおり、インフラ投資による景気てこ入れ自体は昨年も見られたものだが、今年のインフラ投資に関する政策を特徴づけるのは、インフラ投資資金を確保するための施策が多く発表されていることだ。

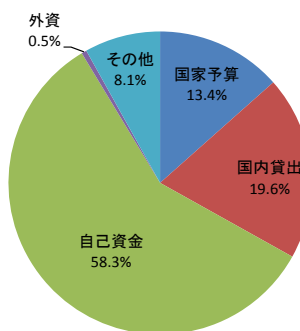
インフラ投資資金の確保が必要とされている背景には、地方政府債務問題の解消に向けた改革の進展や財政収入の減少がある。中国のインフラ投資を資金源別にみると、2013年時点で「事業単位の自己資金」が約6割と最も大きな割合を占めているが（図表6）、この「事業単位」には、地方政府が公共事業の実施を目的として、財政資金などを出資して設立した地方政府融資平台（以下、融資平台）と呼ばれる法人も含まれる。地方政府はかつて、融資平台に暗黙の政府保証を与え、銀行借入などを野放図に拡大させた結果、多額の債務を抱えることとなった。このことが問題視され、昨年後半以降、

図表5 認可されたプロジェクト

発表日	対象	件数	金額
5月18日	高速道路	4	2,436億元
	軌道交通	2	
5月20日	軌道交通	3	2,152億元
5月26日	道路	1	83億元
	橋	1	
6月10日	鉄道	2	1,267億元
	空港	4	
	航空機用実験基地	1	
6月23日	空港	1	1,303億元
	軌道交通	2	
合計		21	7,241億元

(資料) 国家発展改革委員会

図表6 インフラ投資の資金源(2013年)



(注) インフラ投資は、「電気・ガス・水道」「交通・倉庫・郵便」「水利・環境・インフラ管理」の合計。

(資料) Wind

地方政府債務問題の解消に向けた改革が本格化している。融資平台の進行中のプロジェクトに対する融資まで急激に絞ると景気腰折れを招くため、銀行にロールオーバーを促しはするが、融資平台を通じた資金調達原則として禁止されることとなった⁶。それゆえ、融資平台を利用せずにインフラ投資資金を確保する必要性が生じているのだ。

さらに、土地権利譲渡収入の大幅減を主因とした財政収入の減少も、インフラ投資資金の確保の必要性を高める要因となっている。財政収入は、一般公共予算収入と政府性基金収入から成るが、このうち政府性基金収入の約8割を占める土地権利譲渡収入が、不動産市況の調整の影響などを受けて2014年後半から大幅に減少している（図表7）。

このような地方政府債務問題の解消に向けた改革や財政収入の減少を受け、インフラ投資資金を確保する代替措置として発表および実施されているのが、①地方政府債務の借り換え用の地方債発行、②PPP（官民連携）の促進、③企業債券発行基準の緩和による資金調達の促進、④保険会社出資のインフラ投資基金の設立、などである（次頁図表8）。

a. 地方政府債務の借り換え

2015年3月の全国人民代表大会で、6,000億元の地方債の新規発行に加え、地方政府債務の借り換えのため、1兆元の借換債の発行が認められた。借り換えの対象となるのは、2013年6月30日までに政府が償還責任を負った債務のうち2015年に期限が到来する債務の元本で、財政部によるとその残高は約1.9兆元とされた⁷。当措置の狙いは、①進行中のプロジェクト向けの資金の断絶を防ぐこと、②地方政府の既存債務の返済負担を緩和し、重要プロジェクトの投資に回す資金を捻出すること、にある。

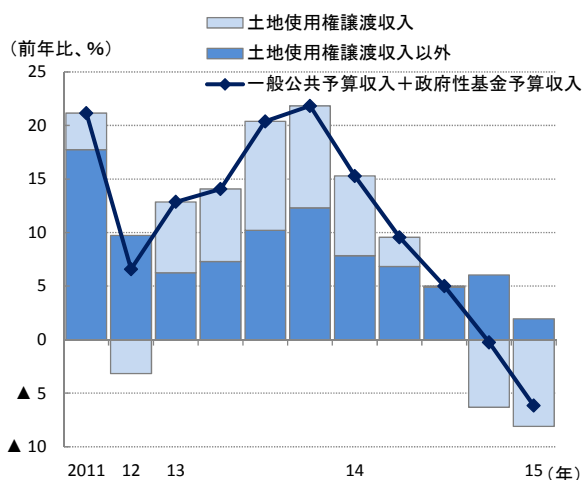
ただし、初めて借換債を発行することとなった江蘇省では、借換債の流動性が低くリターンも低いため、引き受け手が不足し、発行が延期される事態となった。それを受け、5月15日に財政部・人民銀行・銀行業監督管理委員会が合同で対応策を発表した⁸。地方債の一部は特定の引き受け先に対する割当引き受け方式で発行する、銀行が地方債を担保に人民銀行から資金調達できるようになる、といった方針が示され、その後ようやく借換債の発行が実現した。江蘇省に続いて、多くの地方政府も借換債を発行している。

さらに6月10日、財政部は借換債発行枠を1兆元から2兆元に拡大すると発表した⁹。これは、先述の1.9兆元の債務残高をカバーできる規模である。

b. PPP（官民連携）の促進

民間資本の活用によるインフラ投資資金確保のため、中国政府はPPP（官民連携）の推進にも積極的な姿勢をみせている。2014年12月に発表されたPPPに関する国家発展改革委員会の指導意見によると、PPPとは、政府が供給責任を負うべき分野で、かつ市場メカニズムの活用に適した公共サービスやインフラ事業において、民間資本を活用し、官

図表7 財政収入と土地権利譲渡収入



(注) 2011年、2012年は年次。2013年以降は四半期。
(資料) 中国財政部

民間で収益やリスクを共有する長期的な協力関係のことを指す¹⁰。PPPの推進は、「新型都市化」や政府の権限委譲といった中国が取り組むべき改革課題にも寄与するものと位置付けられている。

今年5月25日には、国家発展改革委員会のホームページ上で、合計1,043項目、総額1.97兆元となるPPPプロジェクトのリストが一举に公開され、水利、交通インフラ、行政施設、環境保護など多岐にわたる分野のプロジェクトについて、所在地や規模、適用するPPPのモデル¹¹などが詳細に示された。また、PPPプロジェクトの円滑な推進を図るため、汚水処理、有料道路、公共サービス、公共賃貸住宅といったプロジェクト分野別の政策も4月末以降相次いで発表されている¹²。

c. 企業債券発行基準の緩和

5月27日には、企業の債券発行による重要プロジェクトの資金確保を狙いとした政策も発表された¹³。具体的には、7大投資プロジェクト（電力・天然ガスネットワーク、エコ環境、クリーンエネルギー、食糧・水利、交通、健康・介護サービス、鉱物資源保障）など重点分野への投資資金を調達するための債券発行に対して発行枠を緩和することや、債券を発行する企業の資産負債率の水準を緩和することなどが含まれる。

d. 保険会社出資のインフラ投資基金の設立

6月24日の国務院常務会議では、保険会社の出資による3,000億元の基金を設立し、長期の安定資金をインフラ建設に投資する方針が発表された¹⁴。主な投資先は、バラック地区の改修、都市インフラ設備、重要水利プロジェクト、中西部の交通インフラなどとされている。この政策は、保険会社の資金運用方法の多様化にも資する内容となっている。

3. 腰折れは回避されても、景気でこ入れの副作用には要注視

前章で挙げたインフラ投資資金の確保措置に関しては、不透明な部分も大きい。例えば、PPPは、投資収益率が低い、回収期間が長いなどの理由から、民間資金が集まらない可能性もある。先進国においてもPPPの実施に伴う課題が多い中、制度整備から日が浅い中国において、円滑にPPPを推進しイン

図表 8 2015年5月以降に発表されたインフラ投資資金の確保に資する政策

発表日	発表機関	概要
5月11日	財政部、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会	地方政府融資平台の既存プロジェクトに対する融資の継続を銀行に要請
5月15日	財政部、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会	地方政府債務の借り換え用に発行される地方債について、一部は特定の引き受け先に対する割当引き受け方式とすること、地方債を人民銀行からの借り入れ時の担保と認めること、などを発表。低利の地方債による借り換えを促すことで、地方政府の財政余力を拡大
5月25日	国家発展改革委員会	合計1,043項目、総額1.97兆元のPPP(官民連携)プロジェクトのリストを公表
5月27日	国家発展改革委員会	企業債券発行基準の緩和による重要プロジェクトの資金調達促進
6月10日	財政部	地方政府債務の借り換え用に発行される地方債の枠を1兆元から2兆元に拡大すると発表
6月24日	国務院常務会議	保険会社による基金(3,000億元)を設立し、インフラ建設に投資すると発表

(資料) 中国財政部、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会、国家発展改革委員会よりみずほ総合研究所作成

フラ投資を支えることは難易度が高いと考えられる。

そのため、前章で挙げた措置に加えて、政策性銀行を含む金融機関の貸出拡大などによるインフラ投資資金の確保が図られるだろう。実際に、中国人民銀行は昨年以來、PSL（担保付き補完貸出）と呼ばれる仕組みを通じて、バラック地区の改修事業向けの長期資金を政策性銀行である国家開發銀行に供給しており、その残高は今年5月末時点で6,459億元に達する¹⁵。今年1～5月にも2,628億元の資金供給を行った。

このような対応で資金繰りに目処がついたとしても、残るリスクがある。その一つとして、非効率あるいは過剰な投資の積み上がりがある。景気でこ入れの度がすぎれば、非効率な投資が積み増されたり、重点分野での過剰投資が起きかねない。実際に、2008年の世界金融危機後に打ち出された大規模景気対策を契機に、資本ストックが積み上がり、その調整のために中国経済は減速を余儀なくされた。また、國務院發展研究中心の調査によると、インフラ投資の収益率も大規模景気対策後に大きく低下している¹⁶。今回は、過去と同じ轍を踏まぬようにする必要がある。

もう一つのリスクは、金融の健全性が阻害されうることだ。例えば、地方政府債務の借り換えのために発行されている地方債は、現在銀行が主たる引き受け手となっているが、流動性もリターンも低い地方債を銀行が多額に引き受ければ、地方債のデフォルト懸念がくすぶった際などに銀行経営にも悪影響が及びうる。現時点で借換債の発行枠は2兆元となっているが、2013年6月30日以降新たに増えた債務のうち今年償還を迎える債務なども今後借り換えの対象となり、発行枠がさらに拡大するとの見方もあるため¹⁷、その動向には引き続き注視が必要だ。また、融資平台の既存プロジェクトに対する融資の継続についても、銀行が慎重なリスク判断を行わないまま安易に融資を継続すれば、不良債権が拡大しうる。このように、インフラ投資資金の供給を一般の金融機関に過度に頼った場合には、金融の健全性に悪影響が及ぶことになる。

中国政府は「2020年までにGDPを2010年対比で倍増させる」という中長期的な目標の達成を視野に、インフラ投資の加速を通じて今年の実質GDP成長率を+7.0%前後に着地させようとしているが、上述の副作用にも配慮しながら慎重な舵取りを行わなければ、中長期的な発展そのものが危ぶまれる事態にもなりかねない。

¹ 2014年11月以降の金融緩和の効果や今後の見通しについては、玉井芳野「1. トピック：中国の金融緩和の効果と今後の見通し」（みずほ総合研究所『みずほ中国経済情報』2015年5月号、2015年5月28日）参照。

² 「中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作」（『中国政府網』2015年4月30日、http://www.gov.cn/xinwen/2015-04/30/content_2855846.htm）。

³ 「李克强在全国推进简政放权放管结合职能转变工作电视电话会议上的讲话」（『中国政府網』2015年5月12日、http://www.gov.cn/guowuyuan/2015-05/15/content_2862198.htm）。

⁴ 「李克强主持召开国务院常务会议 部署推广政府和社会资本合作模式 汇聚社会力量增加公共产品和服务供给 确定加快建设高速宽带网络促进提速降费措施 助力创业创新和民生改善 决定进一步推进信贷资产证券化 以改革创新盘活存量资金 部署对部门和地方开展督查 狠抓各项政策措施落实」（『中国政府網』2015年5月13日、http://www.gov.cn/guowuyuan/2015-05/13/content_2861461.htm）。

⁵ 中国国家发展和改革委员会「国家发展改革委关于当前更好发挥交通运输支撑引领经济社会发展作用的意见」2015年5月27日、http://www.ndrc.gov.cn/fzgggz/nyjt/zhdt/201505/t20150527_693747.html。

⁶ 地方政府債務問題の解消に向けた改革については、三浦祐介「対策進む中国の地方政府債務問題」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年3月31日）参照。

⁷ 「财政部有关负责人就发行地方政府债券置换存量债务有关问题答记者问」（『财政部网站』2015年3月12日、http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201503/t20150312_1201705.html）。

⁸ 「财政部 中国人民银行 银监会联合印发通知 明确2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜」（『财政部网站』2015

-
- 年5月15日、http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201505/t20150515_1232661.html）。
- ⁹ 「财政部有关负责人就下达第二批置换债券额度有关问题答记者问」（『财政部网站』2015年6月10日、http://yss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/gongzuodongtai/201506/t20150610_1255836.html）。
- ¹⁰ 劉家敏「官民連携（PPP）の展開に関する国家發展改革委員会の指導意見」（みずほ総合研究所『みずほ中国政策ブリーフィング』2015年1月30日）参照。
- ¹¹ BOT（建設—経営—移管）、BOOT（建設—所有一—経営—移管）、BOO（建設—所有一—経営）など。脚注10の国家發展改革委員会の指導意見によると、営利性事業はBOTやBOOT、準営利性事業はBOTやBOO、非営利性事業はBOOで行うことが基本方針とされている。
- ¹² PPPに関する政策は、財政部の特設ページに掲載されている（「政府和社会资本合作（PPP）」（『财政部网站』<http://jrs.mof.gov.cn/ppp/>））。
- ¹³ 国家发展和改革委员会「国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知」2015年5月27日、http://www.sdpc.gov.cn/gzdt/201505/t20150527_693622.html。
- ¹⁴ 「李克强主持召开国务院常务会议 部署推进“互联网+”行动 促进形成经济发展新动能 决定降低工伤和生育保险费率 进一步减轻企业负担 确定设立中国保险投资基金 以金融创新更好服务实体经济 通过《中华人民共和国商业银行法修正案（草案）》」（『中国政府网』2015年6月24日、http://www.gov.cn/guowuyuan/2015-06/24/content_2883516.htm）
- ¹⁵ 中国人民銀行「2014年4月-2015年5月抵押补充贷款开展情况」2015年6月2日、http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/4381/2015/20150602185027605926617/20150602185027605926617_.html。
- ¹⁶ 刘世锦主编『中国经济增长十年展望（2015-2024）攀登效率高地』中信出版集团、2015年。
- ¹⁷ 「第二批1万亿置换债券下达地方 或有第三批」（『一财网』2015年6月10日、<http://www.yicai.com/news/2015/06/4630689.html>）。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。