

中国・地方財政の債務構造と政府の対応策

調査部

主任研究員 佐野 淳也

要 旨

1. 中国の地方財政、とくに債務問題への懸念が高まっている。こうした情勢を踏まえ、習近平政権は全国規模の会計監査を実施した（「2013年会計監査」）。そのデータなどに基づき、2013年末及び2014年末の中央及び地方政府債務残高を予測したところ、規模は拡大しつつあるものの、対GDP比で見れば、他国に比べて必ずしも高水準とはいえない。
2. しかし、地方政府債務は、質の面で様々な根本的な問題を抱えている。審計署は、①土地販売に大きく依存した返済原資、②返済計画が頓挫するリスクの増大、③後を絶たない規定違反行為を問題点として指摘した。さらに、2011年に公表された第1回目の地方政府債務に関する会計監査との比較を通じて、地方財政にとってシャドバンキングが主要な資金調達手段であり、国有企業が主要な借り入れ主体となっていることが明らかになった。このことが、地方政府債務問題に対する懸念を高める原因となっている。
3. 中国政府は、地方財政及び金融機関の破たんリスクの回避（低減）に注力してきた。しかし、地方融資平台などに対する管理強化策は、地方政府の資金調達を困難にし、より高リスクな調達手段に向かわせた可能性がある。
4. 習近平政権は地方債発行の漸進的な拡大、一部地域での個人住宅所有者に対する試験的課税といった個別の措置をはじめ、地方財政・税制の改革を進めようとしている。改革では、地方政府に裁量拡大を認める一方、債務管理の強化等も求める方針を打ち出している。
5. 地方債発行規模の適度な拡大は、財政破たんリスクの低減とともに、債務の透明性向上にもプラスとなる。さらに、2014年に償還期限の最初のピークを迎えることから、地方債による「高金利短期債務」の借り換えは、緊急措置としても容認されよう。ただし、地方債の発行拡大は、地方幹部のモラルハザードを助長させかねない。地方債発行の安易な拡大にブレーキをかける法的枠組みの拡充が不可欠である。
6. 地方財政の健全化に向けて、政策間の整合性確保が重要課題の1つとなる。例えば、営業税を増徴税に転換する取り組みは、地方税収の減少をもたらす。地方財政の窮乏化を回避するため、税収配分の見直しや追加的な税収基盤強化策が必要となる。住宅所有に関する税制改革を不動産登記制度改革と一体的に進めていくことも、個人住宅保有者からの適切な徴税による税収確保には欠かせない。
7. 地方政府債務問題の解消には、中長期的な改革と短期的な対策を同時並行で進め、政策間の整合性確保や想定されるデメリットなどにも配慮しつつ取り組まなければならない。習近平政権のとり得る対応策の選択肢は少なく、難易度も増している。

目次

はじめに

1. 地方政府債務の規模と質的な問題点

- (1) 地方財政への懸念を高めた2つの要因
- (2) 中国の政府債務規模予測
- (3) 「2013年会計監査」が浮き彫りにした地方財政の問題点

2. 地方政府債務問題の解決に向けた中国政府の対応策

- (1) 地方融資平台などに対する管理強化
- (2) 地方財政・税制改革の推進
- (3) 直面する課題

3. 想定される短期の対応策

- (1) 既存の処理策とその特徴
- (2) 対応の選択肢と中国経済に与える影響

おわりに

はじめに

2013年に入り、中国の地方財政に対する注目度が一段と高まった。その契機となったのは、4月の博鳌（ボアオ）フォーラムにおける項懐誠元財政部長（大臣）の発言であった。項氏は個人的な見解としながらも、地方政府債務残高が20兆元を超えている可能性があるとして述べた。それ以降、いくつかの世界的な格付け会社や公的機関が相次いで地方財政の資金調達手法や債務問題を中国経済における主要なリスク要因と位置付け、懸念は内外で共有されるようになった。こうした情勢を踏まえ、習近平政権は、2011年以来2回目となる全国規模での会計監査を実施するなど、地方政府債務の管理強化に向けた取り組みを加速させている。

本稿の目的は、中央及び地方政府債務残高の規模を予測するとともに、最新の会計監査結果及び地方財政・税制改革の進展状況から指摘される問題点や対応策の実施に伴う影響を明らかにすることである。

本稿は3つの章から構成される。1. では、なぜ、2013年以降、中国の地方財政の持続可能性への懸念が高まったのか、その背景を改めて示す。そして、審計署（会計検査院）が実施した最新の会計監査結果などに基づき、2013年末と2014年末時点の政府債務規模を予測したうえで、量的に危険な状況か否かを確認する。2. では、中央政府が近年進めている

る①「地方融資平台」と呼ばれる地方政府系資金調達会社やシャドーバンキングに対する管理強化、②裁量拡大を認める一方、地方政府に債務管理の強化も求める財政・税制改革の動きについて整理したうえで、想定されるリスクと課題を指摘する。3. では、1990年代後半に生じた国際信託投資会社の破たん処理事例などを参考にしながら、実施が見込まれる短期的な対応策と中国経済への影響について考察する。

1. 地方政府債務の規模と質的な問題点

(1) 地方財政への懸念を高めた2つの要因

2013年以降、地方財政の持続可能性に対する懸念が中国の内外で高まっている。その背景として、以下の2つの要因を指摘出来る。

第1は、中国経済がこれまでのような高成長を望めなくなったことである。中国の実質GDP成長率は、2000年代に入り、総じて10%超で推移していたが、2011年から3年連続で1桁台にとどまっている。とくに、2012年、2013年はいずれも7.7%と、1999年（同7.6%）以来の低水準であった。

経済の高成長が続けば、増税を行わなくても、政府は税収の大幅な増加（自然増収）を期待出来る。半面、経済成長の減速局面においては、税収は伸び悩む。これまで、名目

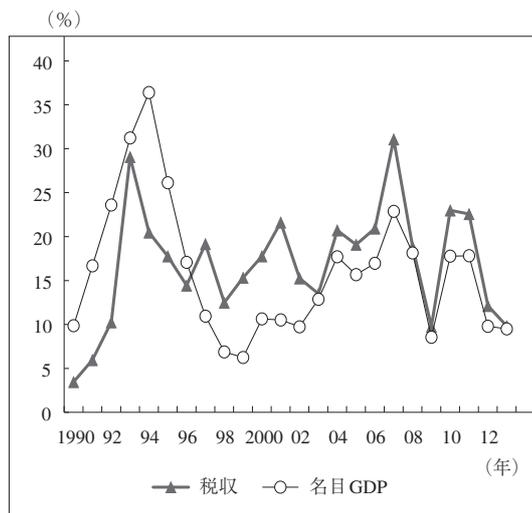
GDPの伸びを大幅に上回るペースで、中央及び地方の税収は増加していた（図表1）。しかし近年は、成長鈍化と軌を一にするように、税収は伸び悩んでいる。

加えて、成長率の鈍化により、地方政府が得る土地譲渡収入の伸び悩みが予想される（注1）。実際に、12年の特別会計決算によると、同年の国有土地使用権譲渡収入は2.7兆元弱にとどまり、前年比14.4%減少した。代替となる十分な財源を確保出来ない一方で、地方特別会計の大半を占める土地譲渡収入の減少が続けば、必然的に地方政府債務の償還に対する懸念が高まる。

第2は、地方単独の財政収支（一般会計ベース）が急速に悪化していることである。

中央政府債務に関しては、国債発行残高の

図表1 税収と名目GDP（前年比）



(注) 税収は中央と地方の合算値。
(資料) 国家統計局、CEIC

年データが2005年以降公表されている。これに対し、地方政府債務に関する情報公開は少ない。2011年6月、審計署（会計検査院）は、2010年末時点の地方政府債務残高が10.7兆元に達したことを明らかにした（以下、「2011年会計監査」）。しかしその後、全国規模の調査は実施されず、2011年以降の地方政府債務については憶測が飛び交う状況となった（注2）。

一方、地方財政赤字は、2000年代半ば頃まで年間数千億元程度の水準であったが、その後急拡大を続け、11年に4兆元、13年には5兆元を突破した。地方政府の高成長志向や「中央が担当すべき事項を地方に任せた」（楼継偉財政部長）ことに起因して、独自財源をはるかに上回る規模の財政支出が必要になったためと考えられる（注3）。地方政府債務

に関する情報開示の遅れと財政赤字の拡大によって、地方財政の持続可能性に対する懸念は高まり続けている。

こうしたことから、地方政府債務を中国経済の直面する深刻な課題と捉える見方が相次いで出されるようになった。2013年4月6日の博鳌（ボアオ）フォーラムにおける項懐誠元財政部長（大臣）の発言は、その発端となった（図表2）（注4）。地方政府債務問題について尋ねられた際、項氏は透明性が低く、統計データも正確ではないことを認めた。同時に、2012年末時点の地方政府債務残高は20兆元を上回り、中央と合計すれば30兆元余りに達する可能性もあると指摘した。項氏は、現役を退いた一個人の見方と強調したものの、財政部門の元トップの発言は大きく取り上げられ、地方財政の現状に対する疑念を内

図表2 中国の地方財政に対する懸念（2013年）

時期	機関／企業／人名	指摘事項
4月6日	項懐誠・元財政部長 (財政大臣)	・ 地方政府債務に関する透明度は高くなく、統計データも正確ではない ・ 2012年末時点における地方政府債務は20兆元を上回った可能性あり
4月9日	フィッチ・レーティングス (Fitch Ratings)	・ 地方政府の債務をめぐる透明性の欠如は、他国よりも劣っている点である ・ 地方政府は、関連する政府系企業の負債から生じた偶発債務を大量に抱え込むおそれあり
4月16日	ムーディーズ (Moody's Investors Service)	・ 地方財政における土地販売への依存度増大は、不動産市場に少なからぬ影響をもたらし、健全化に向けた中央政府の支援が一層必要に ・ 地方政府の偶発債務の透明化や急速な信用拡大の抑制は、思ったほど進んでいない
7月17日	IMF	・ 地方政府系企業による資金調達も含めた地方財政を中国経済における主要なリスク要因の1つと位置付け
10月7日	世界銀行	・ 地方政府債務の増加、資金調達の複雑さや不透明さは重大な懸念事項

（資料）プレスリリース、各種報道を基に、日本総合研究所作成

外に印象付けた。

項元財務部長の発言の3日後、フィッチ・レーティングスは地方政府債務の透明性の欠如を主な理由として、人民元建て長期国債格付けを1ランク引き下げた。さらに、ムーディーズは4月16日、格付けを据え置いたものの、その見直しについて「ポジティブ」から「安定的」に引き下げると発表した。ムーディーズも、地方財政の脆弱性や透明性の欠如を見直し引き下げの要因にあげた。

また、IMFは、「中国経済に関する年次審査報告書」（7月発表）において、独自推計に基づき、2012年末の政府債務残高を対GDP比45%と算定し、「制御可能（manageable）」と評価する一方、地方政府系企業による資金調達も含め、地方財政を中国経済における主要なリスク要因の1つと位置付けた（注5）。世界銀行も、「東アジア・大洋州地域経済報告書」（East Asia Pacific Economic Update）の2013年10月号において、地方政府債務の増加や資金調達の不透明性を重大な懸念事項（Special Concern）とした（注6）。

主要な格付け会社や公的機関が地方財政に対する懸念を相次いで表明したことで、地方財政破たんリスクの低減は、中国経済の健全な発展に不可欠な課題として認識されるようになった。

(2) 中国の政府債務規模予測

内外からの懸念表明に対し、習近平政権は

2013年8～9月にかけて、2回目となる全国規模の会計監査を実施（以下、「2013年会計監査」と表記）し、地方政府債務の実態解明への取り組みを強化している（注7）。

「2013年会計監査」には、2012年末及び2013年6月末時点の政府債務残高と内訳（中央政府債務、地方政府債務）が掲載された。この結果といくつかの前提条件を設定し、2013年末と2014年末時点の政府債務残高を予測出来る（コラム参照）。

政府債務を中央あるいは地方政府に返済責任がある分（政府返済責任）のみと定義した場合、2013年末時点での地方政府債務残高は11.7兆元、その対GDP比は20.5%となる（図表3）。中央政府分も含めた場合、政府債務残高は総額21.9兆元、対GDP比は38.5%となる。そして、2014年末時点における政府債務残高は25.9兆元（内訳は地方政府債務が11.8兆元、中央政府債務が14.0兆元）、政府債務残高の対GDP比は40.2%と見込まれる。

ただし、政府債務の実態を把握するためには、より厳しい条件を設定する必要がある。偶発債務（政府は担保責任のみ、あるいは一定の支援を行う可能性があると考えられた債務）を全額政府債務に算入した場合、2013年末の政府債務残高は総額32.4兆元（内、地方政府債務19.5兆元、中央政府債務12.9兆元）、対GDP比は57.0%に上昇する（図表4）（注8）。2014年末時点での政府債務残高は38.4兆元、

コラム：政府債務残高の予測に際し、本稿で設定した条件

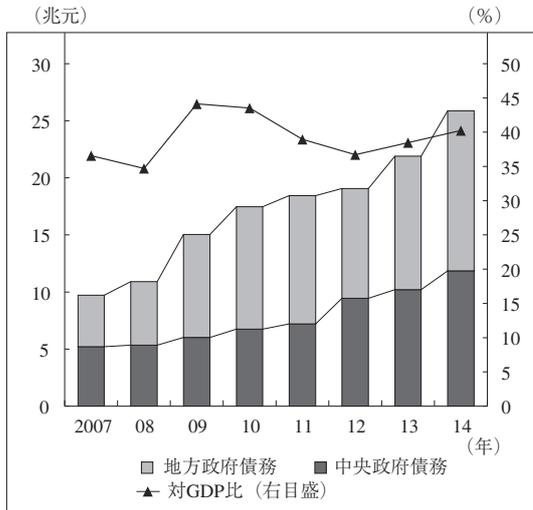
- ① 2014年の名目GDP
⇒3月の予算案で示された同年の国家財政赤字額（1.35兆元）と対GDP比（2.1%）を用いて算出。
- ② 中央政府債務残高の伸び率
⇒2012年末及び2013年6月末の実績値から算出された年平均伸び率（8.1%）を2013年の中央政府債務の対前年比伸び率とみなす。
⇒2014年は、予算案で示された国債発行残高限度額の対実績比を計算し、その値（16.1%）を中央政府債務残高の伸び率と想定。
- ③ 地方政府債務残高の伸び率
⇒「2011年会計監査」と「2013年会計監査」を用いて、同期間中の年平均伸び率（21.3%）を算出し、それを13年の伸び率とみなす。
⇒2014年は、習近平政権の債務管理強化策が奏功しはじめ、債務の新規増加ペースが若干鈍化すると判断し、前年比
- 20.0%増と設定。
- ④ 2011年の地方政府債務残高（審計署は非公表）
⇒36の地方政府（省級が中心）を対象とした監査結果（2013年6月公表）を使用して算出。まず、2011年の新規債務額が同年及び2012年の2年間の新規債務総額に占める割合（36%）を計算。2012年末時点の36地方政府の債務残高は2010年末時点より約4,400億元増加しており、この増加値と前述の割合を掛け合わせた後、2010年末の債務残高に加算して、2011年末時点の36地方政府の債務残高を推計。それを2010年時点の36地方政府の債務残高と再度比較して対前年比増加率（4.7%）を算出。これを11年の地方政府債務残高の対前年比伸び率と仮定し、2010年末の地方政府債務残高と掛け合わせ、2011年の地方政府債務残高を推計した。

対GDP比59.7%と見込まれる。

いずれの場合も、債務の規模は年々拡大し、対GDP比も上昇基調で推移する。しかしながら、主な先進国や発展途上国と比較した場合、中国の政府債務残高の対GDP比は総じて低い。さらに、中国社会科学院（政府の研究機

関）は、政府部門の資産と負債をそれぞれ算出して得られた純資産を2011年時点で総額21.6兆元と試算した（注9）。加えて、経常収支は黒字基調で推移し、家計の預金残高も拡大が続いている。これらの点から、中国の財政が破たんする可能性は低いと判断される。

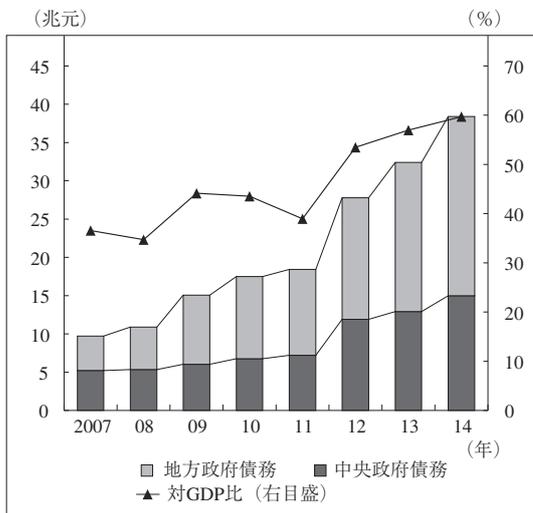
図表3 中国の政府債務残高予測
(政府返済責任分のみ)



(注) 2013、14年は、予算案の数字や審計署の2013年末の発表データなどを用い、前提条件を設定したうえで日本総合研究所予測。

(資料) 2014年予算案、審計署、CEIC

図表4 中国の政府債務残高予測
(偶発債務も全額算入した場合)



(注) 2013、14年は、予算案の数字や審計署の2013年末の発表データなどを用い、前提条件を設定したうえで日本総合研究所予測。

(資料) 2014年予算案、審計署、CEIC

(3) 「2013年会計監査」が浮き彫りにした 地方財政の問題点

むしろ、中国の地方政府債務のより根源的な問題は、債務構造に起因する不確実性にある。「2013年会計監査」では質的な問題点として、①土地販売に大きく依存した返済原資、②局所的ではあるものの、返済計画が頓挫するリスクの増大、③後を絶たない規定違反行為の3つをあげている(注10)。

土地販売への依存状況に関して、審計署は2012年末時点における11の省級(省・直轄市・自治区)、316の市、1,396の県の債務総額約9.4兆元の内、3.5兆元分が土地使用権譲渡収入(販売収入)による返済を前提としたものと指摘した。債務全体に占める割合は37.2%で、2011年実施の地方政府債務に関する全国規模調査(以下、「2011年会計監査」と比べて若干(0.8%ポイント)下がったものの、依然として高水準にある。景気の減速で土地販売収入が期待ほど伸びなければ、債務の償還に支障をきたしかねない。こうした懸念に基づき、審計署は返済手法の見直しを地方政府に示唆したと考えられる。市や県レベルに限れば、土地販売収入を債務の返済に充てる地方政府の数は「2011年会計監査」より増えており、事態は切迫している。

「2013年会計監査」によれば、既存債務の返済を新規の借り入れで賄う割合が2012年の償還総額の20%を超えた地方政府は、210カ

所（省級 2、31市、29県、148の郷及び鎮）にのぼる。説明の表現から、全般的な問題ではないことを強調しつつも、一部の地方政府はデフォルトの懸念があることを示唆している。行政階層別の債務残高をみると、市級政府の抱える債務が最も多く、それに県級が続く（図表5）。省級と比べて資金調達力の乏しい市級や県級政府のリスク管理強化が課題である。

規定違反行為の主なケースとして、違法な方式での資金調達、地方政府による担保提供に加え、借り入れて得た資金の資本市場や不動産市場などへの投資があげられた。

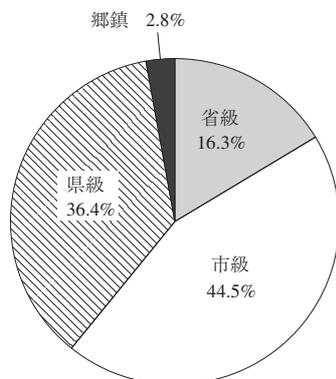
この他に、「2011年会計監査」とのデータ比較から、地方政府債務に2つの注目すべき変化が起こっていることを指摘出来る（注11）。

第1は、シャドーバンキングが地方政府や地方融資平台（地方政府系の資金調達会社）

の主要な資金調達手段となっていることである（注12）。「2013年会計監査」で示された資金調達手段別項目の内、銀行以外の金融機関からの融資及び集資（各種出資金募集）の2つをシャドーバンキングと定義すれば、2013年6月末時点の地方政府債務総額17.9兆元（偶発債務も含む。以下同様）に占めるシャドーバンキングの割合は10.3%と、銀行融資、債券発行に次いで大きい（図表6）。「2011年会計監査」では該当項目が存在せず、全体に占めるその他（銀行融資、債券発行、上級政府からの財政資金を除いたもの）の割合も9.8%に過ぎなかった。シャドーバンキングを通じた資金が急速に地方政府の主要な資金調達手段となりつつあることを示している。

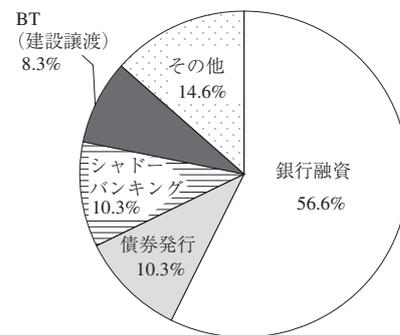
シャドーバンキングによって調達された資金は、銀行融資に比べて短期間で満期を迎えるうえ、高金利である。シャドーバンキング

図表5 行政階層別地方政府債務 (2013年6月末)



(資料) 審計署公表資料 (2013年12月30日)

図表6 資金調達手段別地方政府債務 (2013年6月末)



(注) シャドーバンキング=銀行以外の金融機関からの融資、各種出資金募集(集資)。

(資料) 審計署公表資料 (2013年12月30日)

の割合の上昇によって、地方財政の債務不履行リスクは高まる。また、関連規制の緩さから、シャドバンキングによって調達された資金は収益回収を見込めないプロジェクトへの投資に回され、債務支払いの最終責任を誰が負うべきかが曖昧である。

第2は、国有企業が第3の借り入れ主体に浮上したことである。「2013年会計監査」における国有企業の割合が従来よりも増えたのか、減ったのかは断定出来ないものの、2013年6月末時点で国有独资・持ち株企業の債務残高は地方政府債務全体の17.5%、3.1兆元に及ぶことが判明した。国有企業が地方融資プラットフォーム（地方融資プラットフォームに対する管理強化については、2. で言及）に代わって地方財政の資金調達ルートとなっている可能性がある。国有企業の統治能力は低く、国有企業経由の資金調達が拡大した場合、地方財政の破たんリスクはさらに高まる危険性がある。

(注1) 土地譲渡収入は、地方政府性基金（特別会計）に全額繰り入れられる。

(注2) 中国社会科学院は、2011年時点の地方政府債務残高を19.2兆元と試算している（李 [2013] P.168）。

(注3) 『日刊中国通信』2013年11月26日付記事。

(注4) 人民網「項懐誠：中国地方政府債務透明度不高 統計不準確」（<http://finance.people.com.cn/n/2013/0406/c1004-21034363.html>）。

(注5) IMF [2013] P.10～P.12。

(注6) World Bank [2013] P.35～P.37。

(注7) 「2013年会計監査」の全文は、審計署の下記URLに掲載（<http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992500/3432077.html>）。

(注8) 偶発債務を全額含めた場合、一部の年平均伸び率を政府返済責任のみから債務全体に変更した以外、コラムと同じ前提で算出している。

(注9) 李 [2013] P.5。

(注10) 通行料の徴収中止によって道路債務関連の償還圧力

が高まっていることも、別途言及された。

(注11) 「2011年会計監査」の全文は、中国政府の下記URLに掲載（http://www.gov.cn/zwqkj/2011-06/27/content_1893782.htm）。

(注12) 地方政府系の資金調達会社については、地方政府融資プラットフォームや（地方）融資プラットフォームと呼ばれることもあるが、本稿では通達名などを除き、地方融資プラットフォームで表記統一した。

2. 地方政府債務問題の解決に向けた中国政府の対応策

中国政府は地方政府債務の実態把握にとどまらず、様々な措置を講じて、地方財政及び金融機関の破たんリスクの解消に注力している。また、習近平政権は2013年11月の三中全会（中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議）において、財政・税制改革の推進を経済構造改革における重点項目の1つと位置付けた（注13）。以下では、①地方政府の資金調達ルートに対する管理強化、②財政・税制改革（地方財政関連）の推進の2点について、それぞれの進捗状況を確認するとともに、直面する課題を整理したい。

(1) 地方融資プラットフォームに対する管理強化

中央政府は破たんリスクの解消に向け、地方政府の資金調達に対する管理を強化している（注14）。その最初の対象は、地方融資プラットフォームである。

地方融資プラットフォームは、財政を補うかたちで大量の資金を短期間で調達し、各種プロジェクトに投入してきた。それがリーマン・ショック

後の大型景気対策の実施や都市インフラの整備に一定の貢献をしたことは間違いない。半面、業務内容や資金調達過程における不透明性は、地方財政の破たん懸念を増幅させる原因となった。

そこで、国務院（中央政府）は、景気の回復傾向が鮮明になった2010年6月、地方融資平台の債務処理や会社の整理、地方政府による違法な保証行為の防止といった管理強化方針を示した（図表7）（注15）。これ以降、地方融資平台の資金調達に対する管理強化措置

が相次いで打ち出された。とりわけ、国家發展改革委員会が2012年12月に発出した通知は、格付け基準の低い地方融資平台による「城投債（都市投資債券）」と呼ばれる社債の発行制限規定を明記した。これは、債務不履行回避に向けた対策と評価出来る（注16）。

また、金融監督当局を中心として、地方融資平台に対する貸し手側からの管理強化も進展している。例えば、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）は、新規貸付先の限定、経営状況の芳しくない地方融資平台への貸出抑制など

図表7 地方融資平台などに対する管理強化

時期	発出機関名	通知・意見名	主な内容
2010年6月	国務院	地方政府融資平台会社の管理強化に関する問題についての通知	・ 地方政府や中央省庁に対して、①地方政府融資平台会社の債務確認及び適切な処理、②地方融資平台会社の整理・制度化の推進、③地方融資平台会社に対する与信管理の強化、④地方政府による違法な保証・承諾行為の防止を柱とする方針の実施を要請
2012年12月	国家發展改革委員会	企業債券のリスク防止管理の一層の強化に関する問題についての通知	・ 資産負債比率が90%超の場合は債券発行を認めず、同比率が80～90%は原則として保証が必要といった基準で債券を発行する企業を審査 ・ 「城投債」（地方融資平台が発行する債券）発行体の格付けが設定基準（AAマイナス）以下の場合、政府あるいは高い信用格付けのある企業による買戻し契約などの保証もしくは担保を義務付ける
2012年12月	財政部、国家發展改革委員会、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会	地方政府による違法な資金調達行為の阻止に関する通知	・ 政府庁舎や学校、病院といった公的資産を用いた地方融資平台への資本注入を禁止 ・ 地方融資平台によるファイナンス会社、信託会社などからの資金調達を禁止（法律や国務院の規定で認められた場合を除く）
2013年3月	中国銀行業監督管理委員会	商業銀行の理財業務の投資運用に関する問題の通知	・ 信託貸付や委託貸付などへの量的規制、理財商品ごとの個別管理、情報開示などの方針を示す
2013年4月	中国銀行業監督管理委員会	2013年地方政府融資平台向け融資リスクの監督管理強化に関する指導意見	・ 新規貸付の限定（国務院が認可し、かつ自己資金払い込み済みのプロジェクト向けなどしか認めない）、経営状況の芳しくない地方政府融資平台への貸出抑制（貸出割合を前年以下に）などの方針を打ち出す

（資料）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」P.40や各種報道などを基に、日本総合研究所作成

の方針を具体的な基準と併せて示した（注17）。

「2011年会計監査」と「2013年会計監査」を比較すると、地方融資プラットフォームを通じて調達された資金は規模こそ拡大したものの、地方政府債務全体に占める割合は低下（2010年末46.4%→2013年6月末39.0%）している。貸し手側からの管理強化策も、一定の成果をあげたと解釈出来よう。

続いて管理強化の対象となったのは、シャドバンキングそのものである。まず、2012年12月、法律や国務院の規定で認められた場合を除き、地方融資プラットフォームによるファイナンス会社、信託会社からの資金調達（融資）を禁止する通達が発出された（注18）。さらに、シャドバンキングに関しては、投資家から集めた資金を1つの資金プールで一括管理しており、最終的にどの地方の投資案件や地方融資プラットフォームに融資したのかが分かりにくいと指摘されていた。こうした不透明性を是正するため、銀監会は、理財商品（資産運用商品）ごとの個別管理や情報開示を商業銀行に義務付けた。

(2) 地方財政・税制改革の推進

中央政府が近年実施した地方財政・税制改革、習近平政権が三中全会で示した地方政府の財政運営手法や財源などに関する改革方針について、以下で整理する。

中央政府による地方財政・税制改革の中で、

まず注目されるのは地方債発行の漸進的な拡大である。1995年施行の予算法第28条は、法律や国務院の規定で認められた場合を除き、地方政府による「地方政府債券」（地方債）の発行を禁止した（注19）。同規定は今も有効であるが、リーマン・ショック後に大規模な景気刺激策（公共事業）を地方政府主導で執行しなければならなくなったことから、中央政府は地方債の発行禁止を部分的に解除した（注20）。

具体的な措置として、2009年予算以降、財政部が地方債を代理発行し、元利返済も一括代行するいわゆる地方債代理発行方式が採られた（注21）。この方式では、地方（省級）政府からの申請に基づいて発行額が決定され、予算編成時には地元の人民代表大会（議会）の批准を必要としている（注22）。国債で調達した資金を地方政府に転貸する方式とは異なる。

さらに2011年、財政部は上海市、浙江省、広東省、深圳市（広東省）の4つの地方政府に限り、地方債の自主的な発行を許可した（図表8）。当初は、3年債と5年債しか認められなかったが、翌2012年には7年債の

図表8 地方債の試験的発行制度の拡充

	措置
2011年	上海市、浙江省、広東省、深圳市を地方債の発行試行地域に選定
12年	3年債、5年債に加え、7年債の発行も認める
13年	山東省と江蘇省を地方債の発行試行地域に追加選定

（資料）財政部

発行も認められるようになった。2013年には山東省及び江蘇省が試験的発行地域に追加された。

そして、2013年11月の三中全会において、習近平政権は地方政府による都市インフラ整備を目的とする債券発行を容認した。この新方針に基づき、地方債の自主的な試験発行対象地域や発行認可額が漸進的に拡大していくと見込まれる。

地方債の自主的な試験発行においても、国務院による発行規模の設定や発行枠の次年度繰越禁止といった制約があるうえ、財政部による代行返済という点では、従来の地方債代理発行と大差ない。しかし、地方債の自主的な発行は、地方政府が直接の起債者となっているため、地方債代理発行に比べて地方の裁量範囲は拡大することとなる。

その他に注目すべき取り組みとして、一部地域での個人住宅に対する試験的な税金の徴収があげられる。現在、中国における不動産関連の税目は、主として取引に派生している。保有に対しては、房産税という税金がかけられているものの、個人の所有する非営業用家屋は免税となっている（注23）。不動産市場の過熱を沈静化させるため、上海市と重慶市で個人所有家屋への課税が2011年1月より開始された。すべての個人住宅が徴税対象という訳ではなく、2軒目以上の購入や高級住宅などに限定されている。

政府は、この課税制度を上海市及び重慶市

以外に拡げる意向を示したものの、いまのところそれが実行される気配はない。個人所有家屋への継続的な課税は、地方政府の安定財源となり得る。少なくとも、土地販売や取引への依存度を低下させつつ、地方政府の財政収入水準を維持するためには、個人所有家屋に対する房産税の徴収を急ぐ必要がある。

個別の改革措置とは別に、習近平政権は三中全会において、財政・税制改革の深化を掲げた。地方の財政及び税制に関しても、以下のような方針が示されている。

財政面においては、財政収支の悪化を念頭に、①地方政府の支出責任の明確化、②中央及び地方の「職権と支出責任に応じた財政制度の確立」を打ち出した（図表9）。また、効率的なサービスの提供という観点から、市場のルール作りや管理は中央、一部の社会保

図表9 地方財政・税制改革

改革の対象	基本方針/主要措置
財政制度	・職権と支出責任に応じた財政制度を確立するとともに、中央政府の職権と支出責任を強化する
予算管理	・収支の均衡や赤字の規模よりも、支出目的や政策措置の内容を重視して審査 ・中央から地方への財政移転は一般移転支払い（地方交付税交付金）を原則とし、専項移転支払い（国庫支出金）の見直しを推進
政府債務	・都市インフラ整備の資金調達手段として、地方政府による債券発行を認める ・政府債務の管理及びリスク警戒制度の確立、債務の新規増加額の多寡を人事評価項目として重視
土地	・土地収用の適用範囲の縮小、土地を収用された農民に対する保障制度の拡充
税制	・地方税体系の改善と税収配分の見直し、地方独自の税制優遇措置に対する管理強化

（資料）新華網「中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定」を基に、日本総合研究所作成

障や地域をまたがる公共事業は中央と地方の共管、地元の公共サービスは地方といった具体例を提示し、中央及び地方政府の職権区分を見直そうとしている。

この基本方針を受け、地方政府に対しては、裁量の拡大や独自財源の強化を認める一方、債務管理の強化など、適正な財政運営を求め硬軟両面の改革措置が打ち出された。

地方政府の裁量拡大につながる措置として、前節で述べた都市インフラ整備資金を調達するための債券発行の容認があげられる。他にも、①中央から地方への財政移転では、一般移転支払い（地方交付税交付金）を原則とし、特定プロジェクトに対する中央からの補助金支払いは縮小方向で見直すこと、②単年度均衡よりも複数年度での均衡を重視するとともに、支出目的や政策内容を重視した予算審査を行うことし、財政運営面における地方政府の裁量範囲を拡大した。

税制面に関しては、地方税体系の整備が示された。具体的な取り組みとしては、地方独自の税制優遇措置に対する管理強化、不動産税制の立法化作業の加速、資源税改革の加速、消費税の課税強化をあげている。独自の優遇措置に対する管理強化以外は、地方政府の裁量拡大と税収基盤の強化を促す措置といえる。

その一方で、適正な財政運営を求めるという方針も明記された。例えば、新規債務増加額の多寡を業績評価の際の指標の1つとして重視することによって、党中央は地方政府が

債券の発行で財政支出を増やし、GDP成長率を押し上げようとする行動を制御する方針を示した。バランスシートの作成についても、同様の解釈が可能である。

また、土地収用の適用範囲の縮小、土地を収用された農民に対する保障制度の拡充も提唱されている。これは、安価で収用した土地を高い価格で販売し、低コストで莫大な収入を獲得してきた手法からの脱却を地方政府に促すものであり、その実現は容易ではないと思われる。

地方財政・税制改革関連の方針や措置に呼応する動きは、三中全会以降も続いている。とりわけ、地方政府債務管理に関する動きは活発である。例えば、2013年12月の中央経済工作会議は、地方政府債務リスクのコントロール及び問題解消を2014年の経済運営面における重点項目として掲げた。同じく12月に、共産党中央組織部（人事部）から地方の党や政府幹部の業績評価に関する新しい通達が発出された。そこにも、当該地方の政府債務状況の重視という方針が明記された（注24）。

(3) 直面する課題

地方政府債務問題の解決に向けた管理強化策、地方財政・税制改革の進展状況を整理することで、それら対応策の直面する課題が明確になる。主要課題として、以下の3点があげられる。

第1に、債務管理強化策は地方政府の資金

調達を困難にし、財政破たん懸念をかえって増幅させる可能性があることである。

中国全体の財政赤字や政府債務を抑制する目的で、地方政府による債券発行を厳しく制限することは正当である。しかしながら、地方政府は地方融資平台による債券発行や銀行からの借入を通じて、インフラ整備に必要な資金を調達し、公共事業への投資を続けた。結果的に、地方債を直接発行する場合に比べ、地方融資平台を使った資金調達が、債務の用途や返済見込みなどに関する情報の不透明性を高めたことは否めない。

その後、前述した通り、地方融資平台に対する管理強化が進められ、地方融資平台の抱える債務の急拡大にブレーキがかかりはじめた。銀行からすれば、一連の管理強化策は貸出債権の回収不能リスクの低減につながる。半面、銀行融資を見込めなくなった地方融資平台は、銀行からの借り入れよりもコスト(金利)の高いシャドーバンキングから資金調達する動きを強め、地方政府系企業の破たんリスクはかえって増大した。

今後、シャドーバンキングへの管理強化策が機能すれば、地方政府は地元の国有企業経由、あるいは別のルートからの資金調達を活発化させ、返済負担や不透明性をかえって増大させるおそれもある。債務に関する監視及び規制強化を通じて、地方政府のそうした動きを封じ込めることが不可欠と考えられる。同時に、低リスクで透明性の高い資金調達ルー

トの拡充も進めなければ、資金繰りにひっ迫した地方政府がより高リスクな資金調達手段に走る危険性は解消されないであろう。

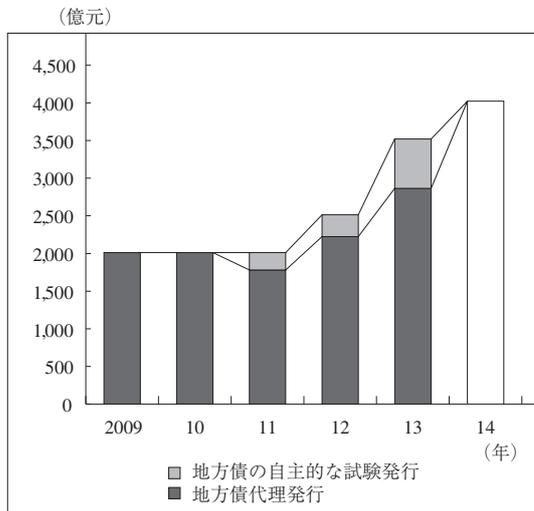
第2に、地方債発行の適度な拡大と適切な債務管理の維持である。

地方政府による債券発行は、シャドーバンキングからの資金調達や地方融資平台による債券発行に比べて長期かつ低金利で資金を調達出来る方法である。加えて、市場での信認を得るため、地方政府が情報開示や無駄な歳出の削減等に取り組むことも期待出来る。

現状では、地方債の発行額は、2013年の地方債代理発行額と地方債の自主的な試験発行額を合わせても3,500億元、2009年からの累計でも1.2兆元にとどまっている(図表10)。一方、地方政府債務残高は2013年6月末時点で17.9兆元に達し、その後も拡大を続けていると推計される。これらを総合すると、地方債の発行拡大の余地は十分ある。そして、地方政府による債券発行を拡大し、地方債を中心とする借り入れ構造に転換することは、リスク管理の面でも望ましい。

とはいえ、地方債の発行拡大を安易に容認すれば、地方幹部のモラルハザードを誘発し、財政破たんのリスクが増大する危険性もある。地方債務状況の重視という人事評価方針も、有形無実化しかねない。地方債発行の安易な拡大にブレーキをかける法的枠組みの拡充が不可欠といえる。予算法第28条(地方債の発行禁止原則)の修正が検討されている模

図表10 地方債の発行規模



(注) 2014年は予算案の数値、内訳は未定。
 (資料) 中国政府、中央国債登記決算有限責任公司ホームページ

様であるが、財政破たんリスクの防止という観点では、むしろ同条を維持すべきであろう。

地方債の試験発行地域の拡大についても少なからぬ問題を抱えている。歳入面で大きな格差が存在しているため、今後、債券の自主的な試験発行が他の地方政府に認められたとしても、これまでと同水準の低金利で債券を発行出来るとは限らない。全31の省レベルでさえ、地方政府が自らの裁量で起債出来るまでに相当の時間を要すると見込まれる。債務リスクの管理のしやすさという側面からは、地方債の自主的な試験発行地域を拙速に拡大するよりも、地方債代理発行方式によって発行規模を徐々に拡大していく方が望ましいと思われる。

第3に、政策間の整合性確保である。これは、①地方税収強化策の効果を損ねかねない税制改革措置との両立、②諸改革の一体的推進に二分出来る。

前者に分類されるのは、営業税を増値税へと順次転換させる「営改増」と呼ばれる税制改革である。この改革は、サービス業に携わる企業の税負担軽減を目的とし、第3次産業振興策の一環と位置付けられる。ただし、地方財政にとって、営業税が原則地方税であるのに対し、増値税では納税額の75%が中央に入り、地方には25%しか配分されない。現在、改革によって本来中央に配分される税収を従来通り地方政府収入とする暫定措置がとられているものの、転換完了後も暫定措置を継続するのか否か、結論はまだ出ていない。増値税の75%は中央財政収入という現行規定を維持するのであれば、他の税目の配分見直しや地方税収基盤強化の追加策が求められよう。

後者の事例として、房産税改革と不動産登記制度改革の一体的推進があげられる。すべての非営業用家屋所有者から房産税を徴収するためには、現在の所有者を確定させるだけでなく、権利移転後の新しい所有者も把握可能な不動産登記制度が不可欠である。しかし現状は、不動産登記制度の統一を目指すための関係省庁会議が2014年2月に発足したばかりであり、中国全土をカバーし、個人所有家屋への徴税に十分なレベルの不動産登記制度は構築出来ていない。個人所有の住宅に対し

て房産税を全面適用し、見込み通りの税収を得るためには、改革によって不動産登記制度を確立させる必要がある。

- (注13) 新華網「中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定」(http://news.xinhuanet.com/politics/2013-11/15/c_118164235.htm)。
- (注14) 地方融資平台などへの管理強化については、関根[2013] P.39～P.44を参照。
- (注15) 「國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知」(http://www.gov.cn/jwqk/2010-06/13/content_1627195.htm)。
- (注16) 「國家發展改革委員會弁公庁關於進一步強化企業債券風險防範管理有關問題的通知」(http://guoqing.china.com.cn/zwxx/2013-01/08/content_27622356.htm)。
- (注17) 関根[2013] P.41。
- (注18) 「關於制止地方政府違法違規融資行為的通知」(http://www.gov.cn/gzdt/2012-12/31/content_2302905.htm)。
- (注19) 予算法の全文は財政部のホームページ(http://www.mof.gov.cn/preview/jiangxi/lanmudaohang/zhengcefagui/200908/t20090817_194360.html)に掲載。
- (注20) 徐[2011] P.120。
- (注21) ただし、省級政府は代行返済分を財政部に支払わなければならない。
- (注22) 「2009年地方政府債券予算管理弁法」(http://jsz.mof.gov.cn/lanmudaohang/zhengcefagui/200904/t20090421_135300.html)。
- (注23) 「房産税暫定條例」第5条。同條例の全文は中国政府のホームページ(http://www.gov.cn/banshi/2005-08/19/content_24823.htm)に掲載。
- (注24) 中国共産党新聞網「關於改進地方黨政領導班子和領導幹部政績考核工作的通知」(<http://renshi.people.com.cn/n/2013/1210/c139617-23793409.html>)。

3. 想定される短期の対応策

中国の政府債務の対GDP比は上昇傾向を示しているものの、必ずしも高水準ではない。地方への財政移転前の中央財政は黒字を保っているうえ、国有資産も多く保有している。したがって、すぐに財政破たん危機が起きる

可能性は低いであろう(注25)。

ただ、前節で言及した債務管理や地方税制改革などは一朝一夕に克服出来るものではない。そこで以下では、局所的な地方政府債務問題、もしくは短期的な破たんリスクの回避に向け、今後どのような対応策が打ち出されるのか、それが中国経済にいかなる影響を及ぼすのかについて考察したい。

(1) 既存の処理策とその特徴

いまのところ、財政破たんに陥り、法的処理を進めている地方政府はない。そのため、以下では、1990年代末の国際信託投資公司(ITIC)の経営破たん処理や不良債権処理などの実例から、3つのパターンを抽出したい(図表11)。

1つ目のパターンは、法的な手続きを進め、残余資産で債務を返済する方法である。広東国際信託投資公司(GITIC)が代表例としてあげられる。

1998年10月にGITICの閉鎖が公告された直後、当局は債権者の内、海外の金融機関の有する債権を優先返済する方針を示していた(注26)。しかし、1999年1月、破産法の適用が決定され、返済において内外の債権者を同等に扱った。最終的に、債権者はGITICの残余資産分しか債権を回収出来ず、大きな損失を被った(注27)。この方針転換は、海外投資家の中国に対する信認低下を招いた。

2つ目のパターンは、不良債権処理機関(会

図表11 主な破たん処理、デフォルト回避策のケース

時期	事案	処理策
1998年10月	広東国際信託投資公司 (GITIC) の経営破たん	・閉鎖公告後、破産法が適用されることになり、債権者はGITICの残余資産分しか債権を回収できず
1998～1999年	中国4大国有商業銀行の不良債権処理	・長期特別国債の発行による資本注入 ・財政部全額出資の資産管理会社 (AMC) 4社が設立され、AMCは各銀行の不良債権を簿価で買い取り、その債権を株式に転換する方式で債務処理を推進
2012年12月	中信信託が販売したある理財商品 (武漢市にある鉄鋼メーカーに投資) での支払い遅延	・匿名筋 (鉄鋼メーカー所在地の地元政府との報道あり) が中信信託から債権を買い取り、投資家への支払いを実施
2013年～	ベトナムの不良債権処理	・ベトナム資産管理公社 (VAMC) を設置し、不良債権を簿価で買い取る作業を順次推進
2014年1月	山西省の某採炭会社に投資されていた理財商品の債務不履行危機	・当局の意向を受けたとみられる「第三者の投資家」が理財商品を買って、投資家に元本を返済

(資料) 南部稔「財政・金融」(霞山会『中国総覧2000年版』) P.331、渡邊真理子編『中国の不良債権問題』P.54～P.55、三浦有史「不良債権が銀行融資の足かせに」(日本総合研究所『アジア・マンスリー』2013年11月号)、各種報道などを基に、日本総合研究所作成

社) を設立し、金融機関から不良債権を分離する方法である。中国の4大国有商業銀行の不良債権処理 (1998～1999年) においては、財政部の全額出資による資産管理会社 (AMC) 4社が設立された。設立後、AMCは各行の不良債権を簿価で買い取り、その債権を株式に転換して、債務処理を行った。不良債権処理機関が簿価で買い取る手法は、ベトナムの不良債権処理でも用いられており、決して特殊な例ではない。簿価での買い取りにより、金融機関はバランスシートから不良債権を切り離すとともに、融資金の回収率も高まるというメリットを享受した。半面、AMCが買い取った債権を買い取り価格を上回る価格で売却し、収益をあげられたか否かは不明であり、最終的に財政負担となる可能性が残る。

3つ目のパターンは、何らかの形で資金が投入され、デフォルトを回避する方法である。例えば、当時の朱鎔基首相の反対で実現しなかったものの、広東省政府はGITICを「救済する意志のあること」を中央政府に打診していた (注28)。また、報道によると、地方政府が直接あるいは間接的に理財商品を買取り、投資家に元本を返済したとみられる事例がいくつか存在する (注29)。地方政府系企業の破たんによって地元経済・社会に与える影響が甚大と判断された場合、地方政府は公的資金を使って、デフォルトの回避を図る可能性がある。さらに、市や県政府の財政破たん危機に対しては省級、省級に対しては中央政府が救済に乗り出す可能性が高い。

(2) 対応の選択肢と中国経済に与える影響

このような状況を想定しながら、短期的な対応策について検討した場合、いくつかの方法は選択肢から排除される。

まず、不良債権処理機関による債権の買い取りは、金融機関が不良債権を抱えたままでは事業継続出来ないという切迫した事態に陥らない限り、実現が難しい。買い取り基準の設定などでも紆余曲折を伴うため、短期の対応策となりにくい。

他の対応策の内、一時的な増税による資金注入は、理論上あり得るものの、激しい反発が予想されるうえ、景気への影響も大きいことから、非現実的な選択肢といえよう。

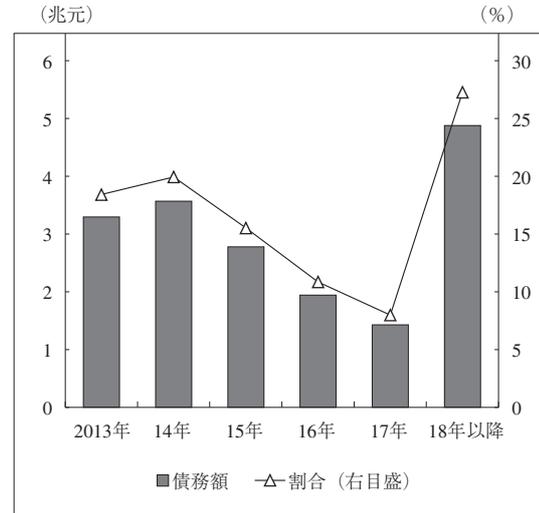
したがって、実施される可能性の最も高い方法は借り換えであろう。

地方政府債務の償還期限の最初のピークは2014年である(図表12)。しかも、「2013年会計監査」での指摘事項から、2013年下半期に期限を迎えた債務の償還に際して、短期かつ高金利の資金調達で賄ったケースは少なくないと推測出来る。

こうした事情を勘案すると、地方政府が長期債を発行し、調達した資金で償還期限の近い債務を返済することは、緊急避難的措置として容認されよう。地方政府債務の管理や透明性の向上にも、地方債による借り換えはプラスに作用する。

半面、借り換えには、「投資主導型経済を

図表12 地方政府債務償還期限
(偶発債務も全額算入した場合)



(注1) 2013年は下半期に期限を迎える分のみ、残りは年内。

(注2) 割合とは、当該年に償還期限を迎える債務残高が2013年6月末時点の地方政府債務残高の中でどの程度占めるのかを示したもの。

(資料) 審計署公表資料(2013年12月30日)

支える各経済主体のモラルハザードを増幅し、消費主導型経済への転換を難しくする」デメリットもある(注30)。地方政府がデフォルト回避に向け、何らかの行動を起こしたとみられるケースが続いていることもあって、「最後は(中央/地方)政府が何とかしてくれる」という「暗黙の前提」への信頼度はますます高まっている。

また、2. で指摘したように、地方債の自主的な試験発行額や地方債代理発行の規模は次第に拡大しているものの、合計しても年数千億元程度に過ぎない。発行規模の拡大を織り込む一方、2014年に償還すべき地方政府債務(3.6兆元)に限定した場合でも、地方債

の借り換えで債務を全額賄うことは困難である。実施すれば、地方財政に対する懸念をかえって高めよう。こうした状況を踏まえ、地方融資平台の債務不履行を回避する目的で低金利の債券を発行し、「高金利短期債務」と借り換えることを容認するという国家発展改革委員会の責任者の話が報じられた（注31）。報道の文面からは、地方政府が債券を発行する選択肢以外に、地方融資平台が借り換え目的で債券を発行する可能性も読み取れる。後者の場合、期待されるメリットは前者より小さくなるうえ、起債者のモラルハザードは、一段と深刻なものとなる。将来世代が支払うことになる負担を必要以上に増やすリスクも危惧される。経済へのデメリットを最小化するため、地方政府発行による長期債での借り換えを主とし、地方融資平台による借り換え目的の起債は必要最小限にとどめることが望ましい。

(注25) 2014年2月26日付『朝日新聞』掲載の「中国 成長の罫」と題された許成鋼・香港大学教授へのインタビュー記事参照。

(注26) 南部 [2000] P.331を参照。

(注27) 藪内 [2014] P.25を参照。

(注28) 南部 [2000] P.331。

(注29) 「アングル：中国地方政府が民間企業救済、「隠れ」債務のリスク露呈」2013年5月8日ロイター（<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTYE94702S20130508>）、『日本経済新聞』2014年2月14日付記事など。

(注30) 三浦 [2014a] P.7。

(注31) 『日刊中国通信』2014年1月8日付記事や21世紀網「発改委預警地方債風険 今年将有1000億城投債到期」（<http://www.21cbh.com/2014/1-2/yMMDA4NTJFMTAyMjAyMA.html>）。

おわりに

地方政府債務問題を解消し、地方財政の健全化を実現するためには、本稿で検討した中長期的な改革と短期的な対応策を並行して進めなければならず、先送りは許されない。政策間の整合性確保や想定されるデメリットなども考慮して取り組むべきであろう。習近平政権が地方政府債務問題でとり得る対応策の選択肢は少なく、難易度も増している。

参考文献

1. 梶谷懐 [2011]『現代中国の財政金融システム』名古屋大学出版会
2. 関志雄 [2009]「成功を収めた国有商業銀行改革」野村財団『季刊中国資本市場研究』2009年秋号
3. 佐野淳也 [2012]「中国の地方財政が抱える脆弱性」日本総合研究所『Business & Economic Review』2012年3月号
4. 徐一睿 [2011]「始動する中国の地方債一起債許可制度の構築に向けて」島根県立大学北東アジア地域研究センター編『北東アジア研究』第20号
5. 関根栄一 [2013]「中国の地方債務をどのように捉えるべきなのか」野村財団『季刊中国資本市場研究』2013年秋号
6. 津上俊哉 [2014]『中国停滞の核心』文藝春秋（文春新書）
7. 内藤二郎 [2014]「第4章 財政制度—改革の再検証と評価」中兼和津次編『中国経済はどう変わったか—改革開放以後の経済制度と政策を評価する』国際書院
8. 南部稔 [2000]「第10章 財政・金融」霞山会『中国総覧2000年版』
9. 三浦有史・佐野淳也 [2013]「シャドーバンキングが映し出す中国の構造問題—消費主導型経済への転換を阻害する地方の権益構造—」日本総合研究所Research Focus No.2013-024（<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/6996.pdf>）
10. 三浦有史 [2013]「ベトナム 不良債権が銀行融資の足かせに」日本総合研究所『アジア・マンスリー』2013年11月号 No.152
11. 三浦有史 [2014a]「習政権は地方政府の成長志向を変えられるか」霞山会『東亜』2014年3月号 No.561
12. 三浦有史 [2014b]「発刊にあたって—「中国論」のリバース」日本総合研究所『JRIレビュー』2014 Vol.3.No.13

13. 藪内正樹 [2014] 「第1章 中国経済の歩み」藪内正樹編『ビジネスのための中国経済論』ジェトロ
14. 渡邊真理子 [1999] 「企業と銀行—不良債権発生メカニズム—」渡邊真理子編『中国の不良債権問題』日本貿易振興会アジア経済研究所
15. IMF [2013] *People's Republic of China 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No.13/211 (中国経済に関する年次審査報告書)
16. World Bank [2013] *East Asia Pacific Economic Update, October 2013—Rebuilding policy buffers, reinvigorating growth*
17. Zhang, S, Y and Barnett, S [2014] *Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China*, IMF Working Paper WP/14/4
18. 李揚等 [2013] 『中国国家資産負債表2013—理論、方法と風險評価』中国社会科学出版社