



動き出した中国の地方債市場

関根 栄一*

要約

1. 中国では、2008年11月に4兆元（約56兆円）の景気対策が発表され、2010年までの2年間で実行されていく計画であるが、財源の問題も並行して検討されていた。2009年3月の全人代（国会）では、中央政府による1兆1,800億元（約16.4兆円）の支出が承認されるとともに、中央政府の認可の下で、財政部が地方政府に代わって統一して発行する地方債2,000億元（約2.8兆円）も承認された。中国では、1994年に公布された予算法上、地方債発行が原則禁止されてきたため、今回の決定は画期的である。
2. 中国の地方行政単位は、省級、地区級（市級）、県級、郷鎮級、自治組織の五つのレベルから構成されている。予算は、中央政府予算と地方政府予算とに分かれ、地方政府予算は更に各級政府ごとに編成され、地方人民代表大会（地方議会）の審議や監督を受ける。また、1994年に導入された「分税制」と言われる財政制度改革で、中央政府から地方政府に対し財政移転が行われる仕組みも導入されている。
3. 2009年に財政部により統一して代理発行される地方債は、単年度の関連法令が制定されている。関連法令では、地方債の定義、予算上の管理方法、資金の使用対象、発行承認プロセス等についての規定が設けられ、地方人民代表大会が監視することとなっている。
4. 地方債は、2009年3月末の新疆債を第一号に、同年5月末までに計26本、1,118億元（約1兆5,540億円）が発行されている。地方債は、記帳式国債の引受シンジケート団（甲類）による入札方式で発行され、銀行間債券市場や取引所で取引される。
5. 中国の地方債発行は始まったばかりであるが、今回の財政部による代理発行という仕組みの下では、地方債の償還責任の所在が必ずしも明確にされていないという課題がある。また、地方債発行の問題は、地域間格差是正のための移転支出のあり方の問題にも直結している。引続き中国の地方債の今後の発展動向が注目される。

1. 地方債の導入

中国では、2008年11月に4兆元（約56兆円）¹の景気対策が発表され、2010年までの2年間で実行されていくこととなっているが、財源の問題も並行して中国政府内で検討され、中央政府、地方政府、企業、銀行等で分担することとなっている。

¹ 本文中の邦貨換算については、2009年5月27日付中間レートに基づき、1元=13.9元として計算した。

* 関根 栄一（榊野村資本市場研究所 主任研究員）

このような中で、2009年3月に開催された第十一期全国人民代表大会第二回会議（国会に相当、以下、全人代）では、政府活動報告の中で、景気対策4兆元のうち、中央政府が1兆1,800億元（約16.4兆円）を負担することが承認された（いわゆる「真水」に相当）。その上で更に、2009年の積極的な財政政策を実施するために、中央政府の認可の下で、財政部が地方政府に代わり統一して発行する地方債2,000億元（約2.8兆円）を省級政府（後述）の財政予算に組み入れることも承認された。

中国では、1994年に公布された「中華人民共和国予算法」の第28条で、①地方財政の収支均衡の確保、②地方財政の赤字予算策定の禁止、③地方債発行の原則禁止、がそれぞれ規定されている（図表1）。2009年は、法律及び国務院の特別な規定を設けた上でということになるが、地方債が発行される画期的な年となった。続く本稿では、まずは中国の地方財政の現状と、2008年度決算及び2009年度予算²を概観する。次に中国の地方債発行にかかる制度設計と実際の発行状況を取り上げる。最後に、中国の地方債の今後の課題と展望を整理する。

Ⅱ、中国の地方財政の現状と2009年度予算

1. 中国の地方行政制度と地方財政制度

1) 中国の地方行政制度

中国の地方行政単位は、省級政府、地区級（市級）政府、県級政府、郷鎮級政府、自治組織の五つのレベル（階層）から構成されている（図表2）。まず上位から見ると、省級政府で、2008年末時点で、中央政府の下に22省、5自治区、4直轄市の計31カ所が置かれている。省級政府以下は、地区級（市級）政府が333カ所、次に県級政府が2,859カ所、郷鎮級政府が40,828カ所、自治組織が687,698カ所と続いている。中国の地方行政制度の下では、上級政府が下級政府を指導する立場にある。

2) 地方財政の仕組み

中国の会計年度は1月から始まり12月に終了する。財政もその例外ではない。予算は、中央政府予算と地方政府予算とに分かれ、地方政府予算は更に各級政府ごとに編成される（図表3）。政府予算の編成方針は、前年の12月までに開催される党中央・国務院が開催する中央経

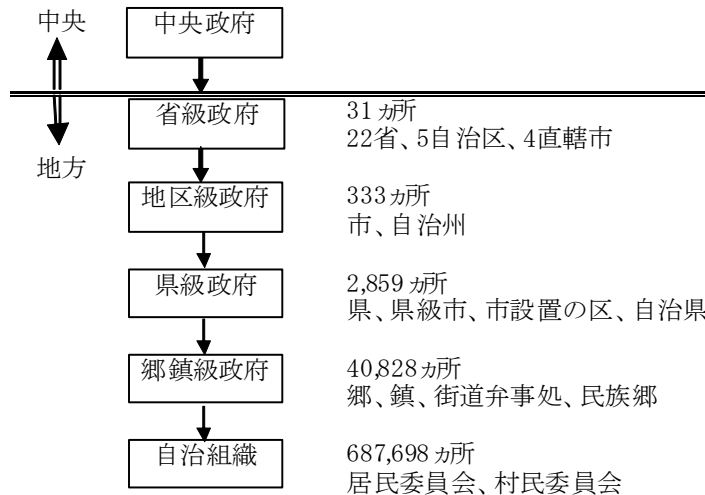
図表1 予算法上の地方財政に関する規定

名称	中華人民共和国予算法
制定機関	全国人民代表大会
公布日	1994年3月22日
施行日	1995年1月1日
第28条	<p>第一項) 各等級の地方政府予算は、収入に応じて支出を定め、均衡の原則に基づいて作成し、赤字を計上しない。</p> <p>第二項) 法律及び国務院の特別な規定が無い限り、地方政府は政府債券を発行してはならない。</p>

（出所）財政部より野村資本市場研究所作成

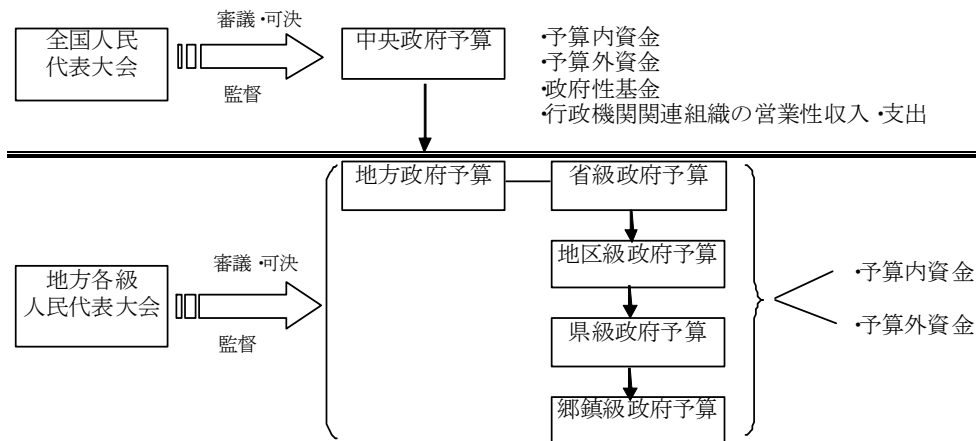
² 1～12月までの暦年。

図表2 中国の地方行政単位 (2008 年末)



(出所) 『中国統計摘要 2009』ほかより野村資本市場研究所作成

図表3 中国の地方財政制度



(出所) 財務省財務総合政策研究所、財政部より野村資本市場研究所作成

済工作会議で決定される。地方政府予算は、各級政府ごとに、毎年1月から3月の全人代開催前までに、地方の各級人民代表大会（地方議会に相当）で審議し可決される。財政部は、地方政府予算や中央省庁の要求を踏まえ、中央政府予算を編成する。その上で、中央政府予算及び地方政府予算は、毎年3月上旬に開催される全人代で審議し可決される。また、全人代は中央政府財政を、地方の各級人民代表大会は地方の各級政府の財政を監督する。

また、中国の予算は、「予算内資金」と「予算外資金」に大きく分類される³。前者の予算内資金とは、予算法に基づく政府予算であり、わが国の一般会計予算に相当するものである。

³ 中国の財政制度については、大西（2004）参照。中国の予算には、「予算内資金」及び「予算外資金」の他に、「政府性基金」と「行政機関関連組織の営業性収入と支出」とがある。「政府性基金」は、日本の特別会計に相当するとされる。「行政機関関連組織の営業性収入と支出」は、日本の独立行政法人、公益法人、認可法人等の収入・支出に相当するとされる。

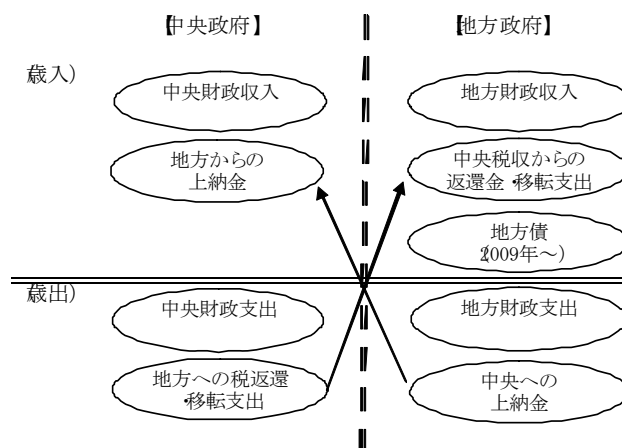
後者の予算外資金とは、各国家機関（行政部門のみならず、議会、司法、党、軍関連の全てを含む）が、正式な手続きや認可を経て徴収する各種費用徴収による資金である。予算外資金は、予算内資金とは区別され、政府予算に対する補助的な資金を指す。予算外資金の起源は 1950 年代までに遡るが、機動的な財政能力を確保する観点から中央政府及び地方政府に認められてきたものである。また、予算外資金は、予算「外」であるからといって野放図にされている訳ではなく、予算外資金に関する法令に基づき財政制度の一部として政府によって管理されている。

3) 分税制に基づく地方への財政移転

現在の中国の地方財政制度、特に中央からの財政移転の仕組みは、中央政府の財政力を強化し、地域間格差を是正することを目的に 1994 年に導入された「分税制」に拠っている⁴。分税制の下で財政収入は、税目毎に比率が定められ、中央固定収入、地方固定収入、中央・地方の共有収入に分けられている。同時に、中央政府の歳入から、「税収返還」や「移転支出」という形で、地方政府の歳入として財政移転がなされる仕組みが構築されている（図表 4）。

中央政府から地方政府への財政移転のうち、前者の「税収返還」は、分税制導入による不利益が生じないように、1993 年を基準に、中央政府の税収の一部を地方政府に返還する制度である。後者の「移転支出」は大きく二つに分類される。一つ目は、「財政力移転支出」で、そのうち代表的なものの一つが「一般性移転支出」である⁵。一般性移転支出は、客観的な因数に基づき標準化された公式により算出され、かつ用途を定めず移転されるもので、日本の地方交付税制度に該当するものである。二つ目は「専項移転支出」で、用途が特定されている補助金である。

図表 4 中国の地方財政収支概念図



(出所) 財政部、各種資料より野村資本市場研究所作成

⁴ 分税制導入に至る歴史的な経緯や分税制の詳細は、神宮・李（2007）参照。

⁵ なお、2009 年度予算から、従来の「財政力移転支出」は「一般性移転支出」に名称と定義が改められ、従来の「一般性移転支出」は「均衡性移転支出」に名称と定義が改められている。

2. 地方財政の現状

1) 中央の歳入及び歳出と地方への移転

中央の歳入及び歳出をしてみる（図表 5）。2009 年 3 月の全人代での発表によれば、2008 年の中央の歳入は、中央財政収入（中央政府自身の財源からの収入）が 3 兆 2,672 億元（約 45.4 兆円）、地方からの上納金が 940 億元（約 1.3 兆円）となっている。同じく中央の歳出は、中央財政支出（中央政府自身の支出）が 1 兆 3,374 億元（約 18.6 兆円）、地方への税込返還・移転支出が 2 兆 2,946 億元（約 31.9 兆円）となっている。

また、2009 年度予算では、歳入面では中央財政収入が約 3 兆 5,860 億元（約 49.8 兆円）、地方からの上納金が 982 億元（約 1.4 兆円）となっている。同じく歳出面では、中央財政支出が 1 兆 4,976 億元（約 20.8 兆円）、地方への税込返還・移転支出が地方上納控除前ベースで 2 兆 9,871 億元（約 41.5 兆円）となっている。

2) 地方の歳入及び歳出

今度は逆に、地方の歳入及び歳出をしてみる（前掲図表 5）。2008 年の地方の歳入は、地方財政収入（地方政府自身の財源からの収入）が 2 兆 8,645 億元（約 39.8 兆円）、中央税収からの返還金・移転支出が 2 兆 2,946 億元（約 31.9 兆円）となっている。同じく地方の歳出は、地方財政支出（地方政府自身の支出）が 4 兆 9,053 億元（約 68.2 兆円）、中央への上納金が 940 億元（約 1.3 兆円）となっている。

また、2009 年度予算では、歳入面では地方財政収入が約 3 兆 370 億元（約 42.2 兆円）、中央税収からの返還金・移転支出が地方上納控除前ベースで 2 兆 9,871 億元（約 41.5 兆円）、そして 2009 年度から組み込まれた地方債 2,000 億元（約 2.8 兆円）が計上されている。同じく歳出面では地方財政支出が 6 兆 1,259 億元（約 85.2 兆円）、中央への上納金が 982 億元（約 1.4 兆円）となっている。

3) 地方財政の役割の拡大

図表 5 2008 年度決算及び 2009 年度予算

(単位)億元

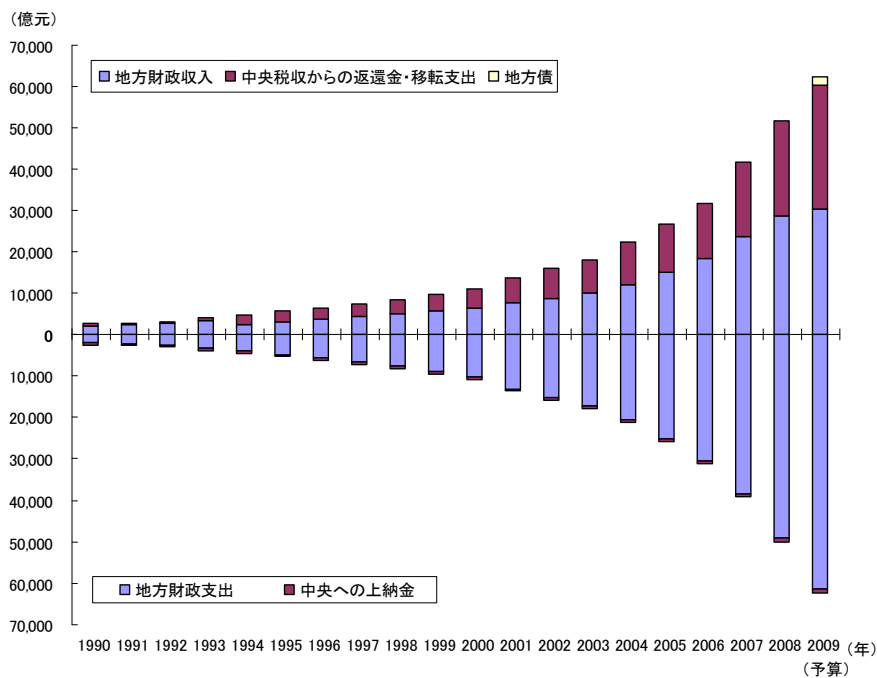
		歳入			歳出			
		2008年度決算	2009年度予算	(2009年度予算: 地方上納控除前)	2008年度決算	2009年度予算	(2009年度予算: 地方上納控除前)	
中央	中央財政収入(a)	32,671.99	35,860.00	35,860.00	中央財政支出(c)	13,374.31	14,976.00	14,976.00
	地方上納	939.93		982.00	地方への税込返還及び移転支出	22,945.61	28,889.00	29,871.00
	中央予算安定調節基金からの収入	1,100.00	505.00	505.00	中央予算安定調節基金への繰入	192.00		
	計	34,711.92	36,365.00	37,347.00	計	36,511.92	43,865.00	44,847.00
	中央財政赤字	-1,800.00	-7,500.00	-7,500.00			43,865.00	44,847.00
地方	地方財政収入(b)	28,644.91	30,370.00	30,370.00	地方財政支出(d)	49,052.72	61,259.00	61,259.00
	中央税収からの返還金・移転支出	22,945.61	28,889.00	29,871.00	中央への上納	939.93		982.00
	地方債収入		2,000.00	2,000.00	計	49,992.65	61,259.00	62,241.00
	計	51,590.52	61,259.00	62,241.00	剰余金・繰越金	1,597.87	61,259.00	62,241.00
全国	(a)+(b)	61,316.90	66,230.00	66,230.00	(c)+(d)	62,427.03	76,235.00	76,235.00

(注) 2009 年度予算からは、中央の歳入の地方上納（982 億元）が、中央の歳出の地方への税込返還及び移転支出の控除項目とされている。

(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

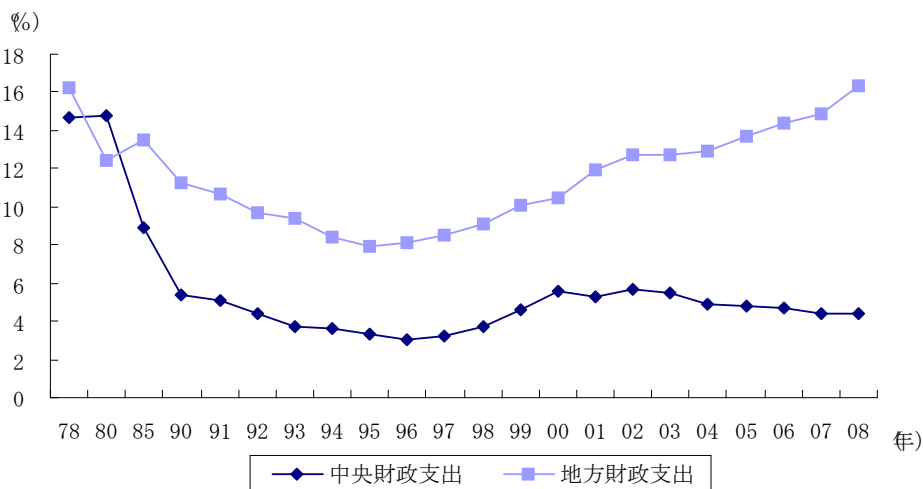
近年、地方財政支出は拡大してきている（図表 6）。同時に、地方財政支出の経済規模に対する割合も増加している。ここで、地方財政支出の GDP に対する比率を見てみると、1994 年の分税制以降、当該比率は拡大の傾向にあることが分かる（図表 7）。特に 2002 年から始動した胡錦濤・温家宝政権では、地域格差の是正を掲げており、これが地方財政支出の増加につながっている様子が伺える。

図表 6 地方の歳入及び歳出の動向



(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

図表 7 財政（歳出）の対 GDP 比率

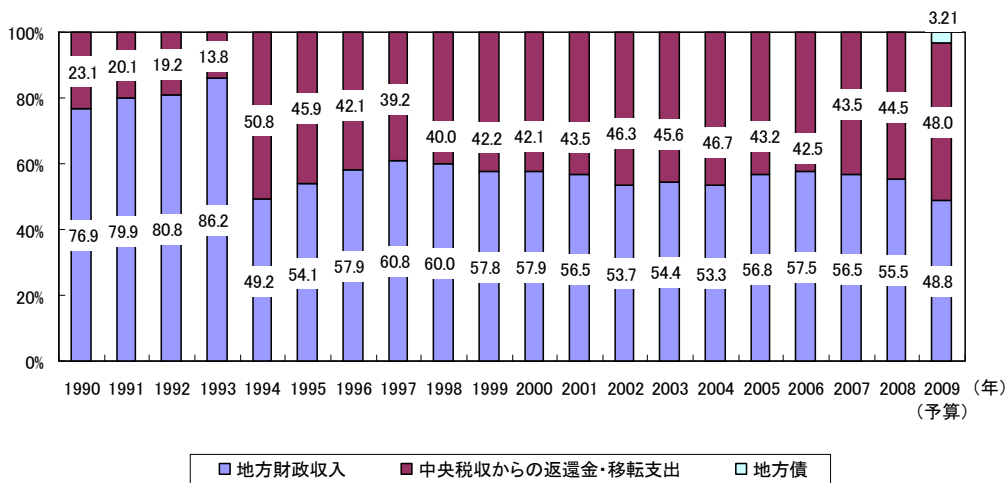


(出所) 財政部、国家統計局より野村資本市場研究所作成

その一方で、地方財政は中央への依存度を高めてきていることも事実である。地方の歳入面のうち、地方財政収入と中央税収からの返還金・移転支出（地方上納控除前ベース）の割合をしてみると（図表 8）、分税制の導入直後の 1994 年は前者が 49.2%、後者が 50.8%で、1997 年まで地方財政収入の割合は 60.8%まで拡大したが、その後減少に転じた。地方財政収入の割合は、一時的に 2006 年には 57.5%にまで拡大したが、その後再び減少に転じ、2009 年度予算では 48.8%にまで減少している。このため、地方政府自身の財源強化も引き続き重要であることに変わりはない。

ここで、地方政府自身の財源の内訳を見てみると、2007 年の場合、税収が 1 兆 9,252 億円で 81.7%、税外収入が 4,321 億円で 18.3%となっている（図表 9）。地方財源のうち、多い順に

図表 8 地方の歳入の割合



(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

図表 9 地方財政収入とその内訳

	単位) 億元	
	2007年	内訳%)
1. 税収	19,252.12	81.67
国内増値税	3,867.62	16.41
営業税	6,379.51	27.06
企業所得税	3,132.28	13.29
個人所得税	1,273.78	5.40
資源税	261.15	1.11
都市維持建設税	1,148.7	4.87
不動産税	575.46	2.44
印紙税	316.6	1.34
うち証券取引印紙税	60.16	0.26
都市土地使用税	385.49	1.64
土地増値税	403.1	1.71
車両・船舶税	68.16	0.29
耕地占有税	185.04	0.78
契約税	1,206.25	5.12
煙草税	47.8	0.20
その他税収入	1.18	0.01
2. 税外収入	4,320.5	18.33
特定項目収入	1,088.16	4.62
行政事業性手数料収入	1,543.69	6.55
罰金収入	812.01	3.44
その他収入	876.64	3.72
地方財政収入 (1+2)	23,572.62	100.00

(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

営業税（27.1%）、国内増値税（16.4%）、企業所得税（13.3%）となっており、この3つの税目で地方財源の全体の56.8%を占めている。営業税とはサービス業に対する売上税であり、国内増値税とは付加価値税の一種であるが、いずれも間接税である。中国の税収構造では、所得税といった直接税の比率の向上が課題でもあるが、当面の景気動向では所得税の大幅な増加は望みにくい。地方政府自身の財源確保という観点に加え、4兆元の景気対策の財源という観点からも、2009年度は地方の歳入面では3.21%に過ぎないとは言え、地方債の存在や役割が注目される所以となっている。

Ⅲ、地方債発行の制度設計と発行状況

1. 関連法令の制定

第一章で見たとおり、地方債の発行は、予算法上は原則禁止、例外として法律及び国务院の特別な規定を設けた上で発行可能とされてきたため、財政部は、単年度限りの立法とはなるが、2009年2月18日付で『2009年地方政府債券予算管理弁法』（以下、管理弁法）を制定し、即日施行している（図表10）。他に、地方債の代理発行に関わる想定問答形式のプレスリリースや、財政上の予算・会計・計算ルール、入札・応札及び審査規則を制定している。

また、代理発行される地方債2,000億元は、全人代の審議・可決を経た上で、2008年度の予算執行状況と2009年度予算案の中で開示されている。

2. 地方債の発行条件

1) 地方債の定義

上述の管理弁法第一条では、同管理弁法の制定目的を定めている。筆者の若干の補足を加えれば、政府が積極的な財政政策を実施するために、中央政府が地方政府への資金配分を強化し、中央及び地方政府の投資能力を拡大することが制定目的とされる。地方債の発行を4兆元の景気対策を実施するために制定したことがあらためて確認されている。

また、管理弁法第二条で、地方債を、①国务院の同意を得て、②省級政府（自治区、直轄市、計画単列市⁶を含む）が発行と償還の主体で、③財政部が代理発行し、かつ元利金や発行費用の支払を代行するものと定義している（図表11）。財政部による統一した代理発行は、財政

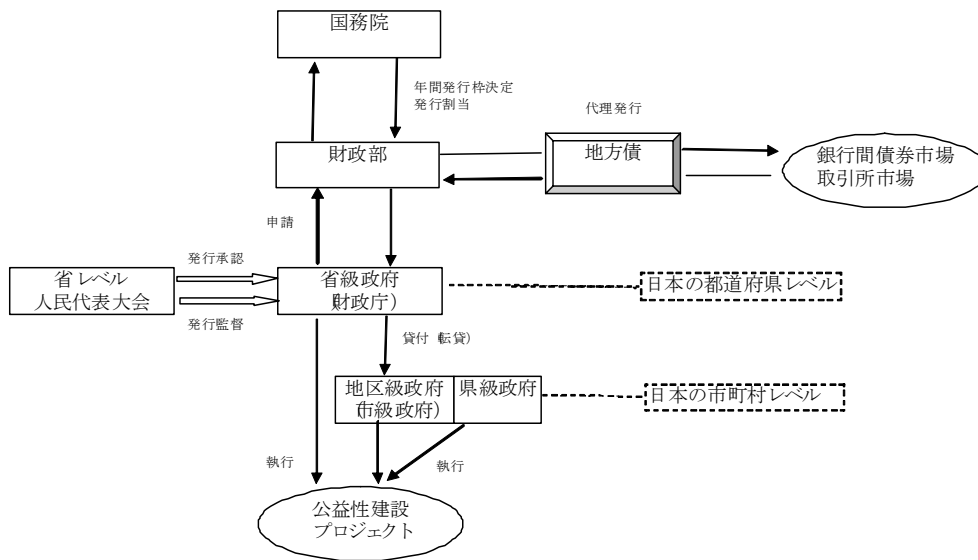
図表10 地方債関連法令と開示資料

名称	制定機関	公布	施行
『2008年中央・地方予算の執行状況及び2009年中央・地方予算案の報告』	財政部	2009年3月15日	-
『2009年地方政府債券予算管理弁法』	財政部	2009年2月18日	同左
『財政部が2009年地方政府債券を代理発行する問題に関する財政部責任者の記者問答』	財政部	2009年3月17日	-
『財政部が地方政府債券を代理発行することに関する財政上の総予算・会計・計算弁法』	財政部	2009年3月13日	同左
『財政部が2009年地方政府債券を代理発行することに関する入札・応札及び審査規則』	財政部	2009年3月23日	同左

（出所）財政部、中国国債協会より野村資本市場研究所作成

⁶ 省級政府と同等の権限を有する特別市。日本の政令指定都市に相当する。

図表 11 地方債の発行承認プロセス



(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

部が地方政府に代わって引受業者（後述）との発行条件の交渉を行い、地方政府間の信用力格差を顕在化させず、中央政府の信用力を以って国債と同等の発行コストで資金調達を行うことが最大の目的である。地方債の発行業務は、財政部内の国庫司⁷が担当する。

2) 予算としての管理

地方債発行に関わる収入・支出は、政府による予算としての管理の対象となる（管理弁法第四条）。地方債の発行資金は、省級政府が全額を管理する。また、発行資金は、省級政府が直接使用することも出来るし、省級政府から地区級（市級）政府や県級政府に貸し付けることもできるが（管理弁法第三条）、この場合、各級政府財政の下でも管理される。予算としての管理は、財政部内の予算司が担当する。

3) 発行資金の使用対象

管理弁法第五条で、発行資金の使用対象の基本的な考え方として、科学的発展観の要求を十分に体现し、経済構造の調整と発展方式の転換を積極的に促進するものとしている。経済成長の量から質への転換を重視し、民生向上を図ろうとする現政権の方針に沿った規定といえる。

発行資金の使用対象としては、①中央政府が投資し地方政府も資金を配分する公益性建設プロジェクト、②その他政府以外からの投資資金の調達が困難な公益性プロジェクトに限定している。市場的手法で資金調達が可能な投資プロジェクトへの資金配分は厳格にコントロールされ、経常支出への資金配分は出来ない。

同時に、具体的な使用対象として、①低価格住宅保障プロジェクト、②農村の民生及び基礎インフラプロジェクト、③医療・衛生・教育・文化等社会事業基礎インフラ、④自然環境保護（生態建設工程）、⑤震災復興プロジェクト、⑥その他民生プロジェクトが挙げられている。

⁷ 「司」は日本の中央省庁内の「局」に相当。

4) 発行承認プロセスと監視

地方債の発行収入は、省級政府が国務院に報告を行い、国務院が批准・同意をした限度額で予算編成される（管理弁法第五条）。2009年度の地方債2,000億元は、①中央政府が投資する公益性建設プロジェクトの地方への配分規模、②プロジェクト建設資金の地方負担分、③償還能力等の要素を考慮し、一定の公式に従って合理的に各地区ごとの地方債発行規模を決定する。上記要素は、中央政府が地方政府と共に行うプロジェクト数、総合財政力、債務比率、財政力増加率、財政困難水準から成るが、特に地方政府負担分の資金需要が重視される。また、今回の景気対策の趣旨から、中西部地区に重点的に債券発行が割り当てられる。

中央政府からの2009年の地方債の発行割当後、地方政府予算が同地方の人民代表大会で承認されていない場合は、あらためて地方政府予算を編成し、同人民代表大会の審査・批准を得る必要がある。既に地方政府予算が同地方の人民代表大会で承認されている場合は、あらためて地方債収入を予算に組み入れ調整案を作成し、同人民代表大会の審査・批准を得なければならない。2009年の地方債の発行資金は、地方政府の予算に組み入れられる（前掲図表5）。地方債の元利払いに対しては、中央政府による明示的な保証は無い。

3. 地方債の発行状況

1) 中西部が中心

地方債は、財政部が統一して地方政府を代理し、記帳式国債の発行方法に従って発行される。発行金利以外の発行条件は予め決まっている。

2009年3月以降、同年5月末までに計26本、1,118億元（約1兆5,540億円）が発行されている（図表12）。財政部の方針通り、最初は景気対策を着実に実行したいが財政難に直面している内陸部や少数民族自治区といった中西部を中心に地方債が発行され、その後沿海部での発行も行われている（図表13）。入札時点の発行金利は、3年物の記帳式国債の流通市場での収益率に最大9ベーシス・ポイント（=0.09%）を上乗せした水準となっている⁸。

発行期間は全ての銘柄について3年で統一されている。中国の銀行間債券市場では、2009年以降、3年物の中央銀行手形の発行が停止されている。統計によれば、2008年の銀行間債券市場での債券発行金額7兆727億元のうち、1年超3年以下の中央銀行手形の発行金額は9,680億元と約13.7%を占めており、この中央銀行手形の信用力に応じた3年物の銘柄を市場に供給する意味合いもあろう。財政部としても、発行期間3年という商品設計は、商業銀行のALM（資産負債管理）にも適しているとしている⁹。

また、発行資金の使用対象となる公益性建設プロジェクトの建設や運営期間を考えると、3年を越えるケースも十分に考えられる。今回発行された地方債の借り換えの方針については、現時点では特に明示はしていないが、2009年5月27日の国務院主催による景気対策の執行状況に関する記者会見の中で、「2010年も地方債の発行を継続するのか」という記者からの質問に対し、財政部・張少春副部長は「年度毎ではなくプロジェクトの状況に応じて2010年以降の地方債発行計画を検討する」旨答えている。

⁸ 2009年5月27日付財政部新聞弁公室。

⁹ 前述の2009年5月27日付財政部新聞弁公室による発表。

図表 12 地方債の発行実績

	名称	発行日	発行金額 (億元)	表面金利 (%)	期間 (年)
1	2009年新疆ウイグル自治区政府債券（一期）	2009年3月30日	30	1.61	3
2	2009年安徽省政府債券（一期）	2009年4月1日	40	1.6	3
3	2009年河南省政府債券（一期）	2009年4月7日	50	1.63	3
4	2009年四川省政府債券（一期）	2009年4月8日	90	1.65	3
5	2009年重慶市政府債券	2009年4月13日	58	1.7	3
6	2009年遼寧省政府債券（一期）	2009年4月14日	30	1.75	3
7	2009年天津市政府債券	2009年4月14日	26	1.78	3
8	2009年山東省政府債券（一期）	2009年4月16日	30	1.8	3
9	2009年江蘇省政府債券	2009年4月20日	84	1.82	3
10	2009年吉林省政府債券（一期）	2009年4月23日	30	1.82	3
11	2009年青海省政府債券	2009年4月23日	29	1.82	3
12	2009年青島市政府債券	2009年4月23日	11	1.82	3
13	2009年湖北省政府債券（一期）	2009年4月23日	50	1.82	3
14	2009年河北省政府債券（一期）	2009年4月30日	40	1.8	3
15	2009年陝西省政府債券（一期）	2009年4月30日	36	1.8	3
16	2009年内モンゴル自治区政府債券（一期）	2009年4月30日	30	1.8	3
17	2009年黒龍江省政府債券（一期）	2009年5月11日	30	1.77	3
18	2009年雲南省政府債券	2009年5月11日	84	1.77	3
19	2009年浙江省政府債券（一期）	2009年5月11日	40	1.77	3
20	2009年大連市政府債券	2009年5月14日	10	1.71	3
21	2009年四川省政府債券（二期）	2009年5月14日	90	1.71	3
22	2009年湖北省政府債券（二期）	2009年5月14日	31	1.71	3
23	2009年北京市政府債券	2009年5月25日	56	1.67	3
24	2009年上海市政府債券（一期）	2009年5月25日	40	1.67	3
25	2009年河南省政府債券（二期）	2009年5月25日	38	1.67	3
26	2009年広西チワン族自治区政府債券（一期）	2009年5月25日	35	1.67	3

(注) 北京債、上海債、河南債（二期）、広西債の4銘柄は、2009年5月25日に入札実施済。
(出所) 財政部、Wind 資訊、中国国債協会より野村資本市場研究所作成

図表 13 地方債の発行先（2009年5月末）



(注) 北京債、上海債、河南債（二期）、広西債の4銘柄は、2009年5月25日に入札実施済。
(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

2) 引受業者

地方債は、記帳式国債の引受シンジケート団（甲類）による入札方式で発行される（図表14）。この結果、地方債の引受シ団は、銀行が9、証券が6、保険が1、特別機関が1（全国社会保障基金）の計17社から構成されている。中銀国際証券を除き、全て中国国内の金融機関である。但し、中銀国際証券は外資系金融機関であるが、最終的な親会社が中国銀行と国内株主であることから、実質上は、地方債の引受シ団は国内金融機関から構成されていると言えることもできる。

3) 投資家層

引受シ団による地方債の発行引受後、地方債は、銀行間債券市場または取引所市場（上海、深圳）で取引、流通される。財政部によれば、既に発行された地方債26銘柄・計1,118億元のうち、銀行間債券市場で発行・管理されているのは1,117.3億元、取引所市場で発行・管理されているのは0.7億元（新疆債と安徽債の2銘柄のみ）となっている。同様に2009年5月22日までに市場で上場・取引されている22銘柄・計949億元では、売買金額は379.2億元に上っている。この売買金額のうち、378.61億元が銀行間債券市場で、0.59億元が取引所市場で取引された¹⁰。

なお、銀行間債券市場の国債の保有比率は、2009年4月末時点では商業銀行が50.3%、特殊清算会員¹¹が33.9%、保険が5.4%となっており、地方債についても、商業銀行を中心とした保有構造となっているものと思われる。

図表14 地方債の引受シンジケート団

記帳式国債引受シンジケート団(甲類)	
1	中国工商銀行
2	中国農業銀行
3	中国銀行
4	中国建設銀行
5	交通銀行
6	中信銀行
7	興業銀行
8	南京銀行
9	銀河証券
10	国泰君安証券
11	平安証券
12	中信証券
13	中銀国際証券
14	国海証券
15	中国人寿保險(集団)公司
16	中国郵政貯蓄銀行
特別機関(甲類と同等)	
	全国社会保障基金

(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

¹⁰ 2009年5月22日時点での地方債に関する発行・売買に関する情報も、2009年5月27日付財政部新聞弁公室による。

¹¹ 中国人民銀行、財政部、政策性銀行、取引所、中央国債登記結算公司等が含まれる。

4) 景気対策への貢献

審計署（日本の会計検査院に相当）による景気対策の執行状況に関する検査によれば¹²、2009年3月末時点で18省（直轄市、自治区を含む）の335の新規プロジェクトについて予算の執行状況を調べたところ、中央政府負担分の94%が既に執行されているのに対し、地方政府負担分の執行率は、48%に留まっていることが明らかにされた。この335件の投資計画は計248.59億元となるが、うち中央政府が86.69億元、地方政府が68.94億元、銀行融資と企業の自己資金等で92.96億元を負担することとなっている¹³。

中央政府としては、中央政府予算から配分した2008年第4四半期（10～12月）の1,000億元及び2009年第1四半期（1～3月）の1,300億元、計2,300億元に対し、地方政府の負担額は1,700億元と見込んでいる。2009年3月末からの断続的な地方債の発行により、地方政府負担分の資金手当てに貢献している様子が伺える。

IV. 課題と今後の展望

1. 地方債の償還責任

繰り返しになるが、1994年の予算法公布後、特別法令や国务院の承認により「地方債」が発行されたのは、中国の債券の発展史上画期的な出来事である。今から10年前に発生した1997年のアジア通貨危機後も、中国政府は1998年から2004年にかけて積極的な財政政策の一環として、中央政府が建設国債を発行し、発行資金を地方に貸付け、内需拡大のための国家的プロジェクトに使用したことがあった。しかしながら、この建設国債は中央政府が元利金の支払を負担するものの、地方政府への貸付資金は中央政府の予算にも地方政府の予算にも組み込まれることはなかった。従って、この建設国債発行による中央政府の債務負担は、財政赤字として計上されることもなかった。このため、財政部としては、10年前の建設国債の発行は、発行者と資金使用者が分離しているだけでなく、発行者と資金使用者の間の責任関係が不明確で、最終的に中央財政の負担とリスクを増加させたという問題意識を持っていた。

この結果、2009年地方債では、地方債発行の承認プロセスと予算組入れを明確にした上で財政部が統一して代理発行はするものの、全国と地方の人民代表大会がそれぞれ審議・批准と監督を行うこととした。しかしながら、資金の使用対象となっている公益性建設プロジェクトは、低価格住宅保障プロジェクトや農村の民生及び基礎インフラプロジェクトなど必ずしも収益性の高いものではないため、地方政府の償還財源が不足する事態も想定される。この場合、投資家に対する地方債の償還責任をあくまで地方政府が負うのか、あるいは中央政府が負うのかが、必ずしも明確になっているわけではない。特に、省級政府から下位の地方政府（地区級（市級）政府、県級政府）に対しては、貸付（転貸）という形で資金が交付されるため、公益性建設プロジェクトの金利負担も発生する。投資家としては、今回の地方債には財政部が統一して代理発行することで「暗黙の政府保証」が付されていると期待しているのかもしれないが、償還に何か支障のある事態が発生した場合には、投資家を含む市場関係者から償還責任の所在を明確にしていく必要に迫られることになろう。

¹² 2009年5月18日付審計署発表。

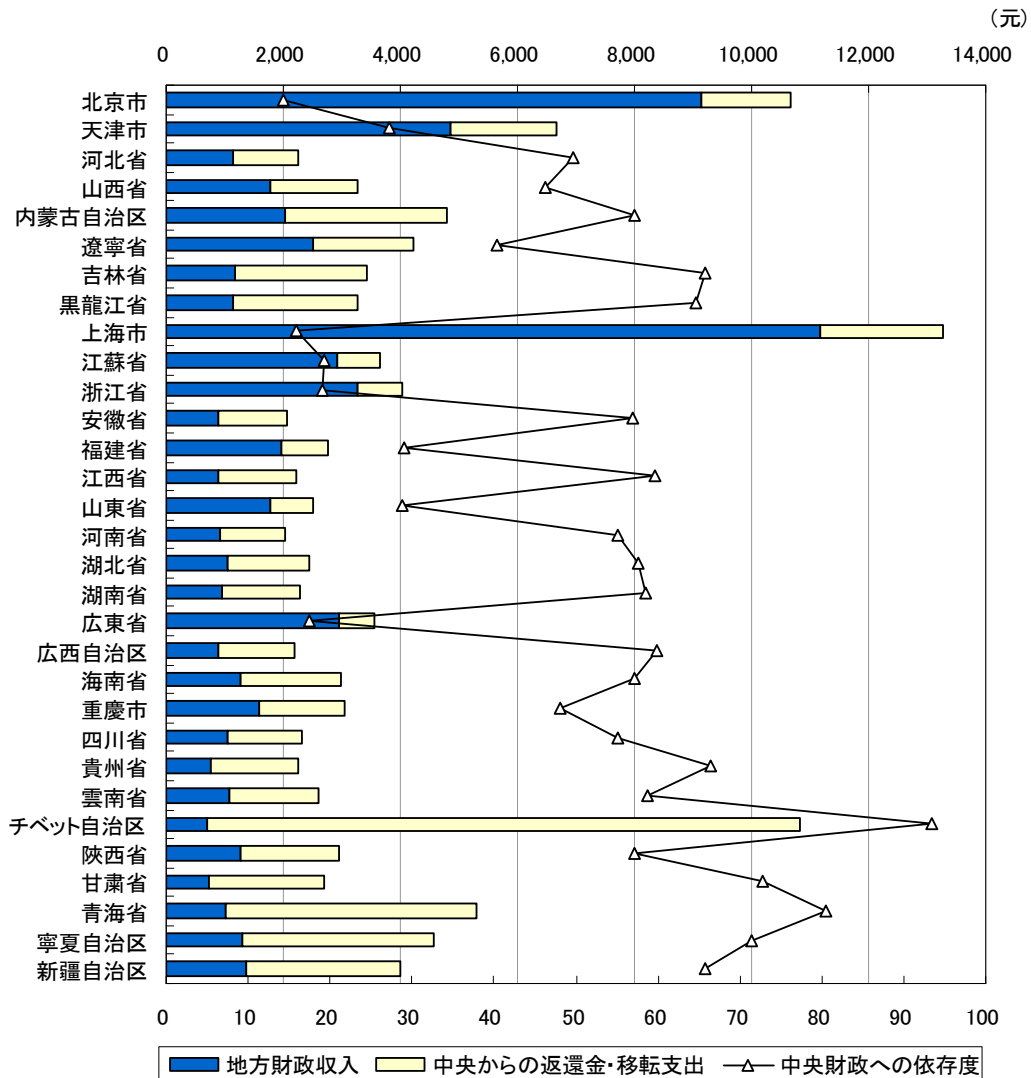
¹³ 2009年5月27日付国务院記者会見での審計署発表。

2. 移転支出のあり方

地方債発行の問題は、中央から地方への財政移転の問題とも関わるものである。前述の通り、地方の財政収入には、地方財政収入と中央税収からの返還金・移転支出があるが、地方の財政収入力は、地域格差を反映して、中西部に行けば行くほど弱いと見られるため、全国の均衡の取れた発展のためには、中央からの移転支出は不可欠である。

ここで、各省別に、一人当たりの地方財政収入と中央からの返還金・移転支出を見てみると、北京、天津、上海といった沿海部の直轄市は例外として、総じて、中西部や東北地方に移転支出が手厚く、沿海部には薄い傾向があることが分かる（図表 15）。中でもチベット自治区には突出して移転支出が行われている。中国では、チベット自治区に代表されるような少数民族自治区や

図表 15 一人当たりの地方財政収入（2007 年）



(出所) 『中国財政年鑑』、『中国統計摘要』より野村資本市場研究所作成

各省内の少数民族が多数居住する自治州、自治県の経済的安定は極めて重要な政策課題である一方で、これら少数民族自治地区は内陸部や沿海部でも交通の便が確保しにくい地域に集中している。このため、恒常的に自治地区独自の財源が不足しており、中央から手厚く財政移転が行われている状況にある（図表 16）。

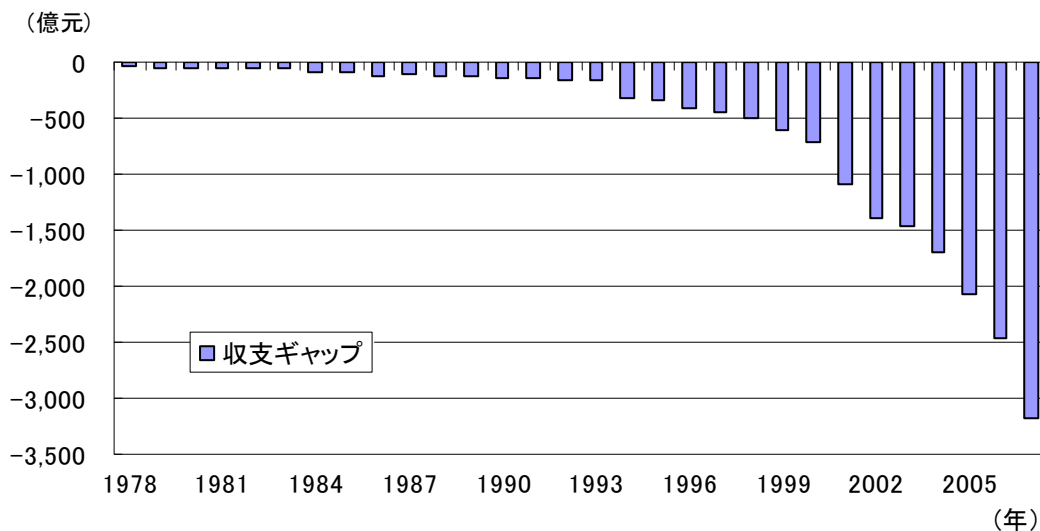
地域格差は、1978 年の改革開放以降 30 年間にわたって開いたものであり、当面は地方向けに移転支出を手厚く手配せざるを得ない状況が続くであろう。また、移転支出の問題は、地方政府間の格差のみならず、同一地方内の上級政府と下級政府間の財源配分のあり方にも関わるものである。中国の一般性移転支出制度では、対象地域の標準支出と標準収入の差額に対象地域の移転支出係数を乗ずることによって決められているが、この計算式に地方債に関わる収入・支出を組み込むのかも注目すべき論点である。

3. 外国人投資家の購入可能性

2009 年度から始まった地方債は、中国ではまだ黎明期にあるものの、投資家にとっては新たに出てきた債券市場の銘柄でもある。証券取引所で取引・流通される分については、証券監督管理委員会の認可を受ける必要はあるが、外国人投資家としての QFII（適格外国機関投資家）が購入できる可能性もある。その場合、外国人投資家としては、1980 年代以降、地方政府の海外での起債や銀行借入の窓口機関として設立され、1998 年以降に一部破綻し債務不履行を起こした ITIC¹⁴（国際信託投資公司）問題の記憶を想起せざるを得ないだろう。

中国の地方債の制度設計には、今後も様々な動きや改革も予想される。引続き中国の地方債の今後の発展動向が注目される。

図表 16 少数民族自治地区の財政収支ギャップ（単年度ベース）



（出所）『中国財政年鑑』より野村資本市場研究所作成

¹⁴ International Trust and Investment Company の略称。

【参考文献】

- 大西靖「中国財政・税制の現状と展望」『PRI Discussion Paper Series』No.04A - 26
自治体国際化協会『中国の地方行財政制度』2007年7月
神宮健・李粹蓉「中国財政の現状と課題」『季刊中国資本市場研究』2007年夏号
田中修『検証 現代中国の経済政策決定』（2007）日本経済新聞出版社

著者紹介

関根 栄一（せきね えいち）

1969年生まれ。1991年早稲田大学法学部卒業、1996年北京大學漢語センター修了、2002年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了（学術修士）。1991年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006年5月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research