

2013年8月15日

Mizuho Industry Focus Vol. 134

中国政府の債務問題について ～「隠れ債務」から見る中国政府の課題と展望～

藤田 裕典

要旨

中国の政府債務は、公式には GDP 対比 15%程度と抑制的であり、国際水準に照らしても安全圏とされる水準に位置している。但し、昨今巷間を賑わしている通り、これ以外にも政府が暗に償還責任を負うと考えられる、所謂「隠れ債務」が無視できない規模で存在している。

「隠れ債務」のなかには、例えば地方政府債務、鉄道部債務、政策性金融債、といった要素が含まれるが、これらと国債を合算して中国政府の債務合計を試算すると国内総生産の6割程度と推計される。債務水準の国際比較、経常収支の状況、資本規制等に鑑みれば、一概に危機的な水準と結論付けるのは性急に過ぎよう。

とは言え、その背景には資源配分の非効率、投資に依存せざるを得ない経済構造、成長を支えざるを得ない政治体制、略確実視される少子高齢化の進展、それに伴う潜在成長率の下押し、といった構造的要因が存在しており、看過して良い問題ではない。

加えて、地方国有企業や個別プロジェクトの債務がシャドーバンキング部門を通じてリスク負担能力の低い経済主体に分散されていることは、債務不履行が発生した際に予期せぬ混乱を生む可能性を秘めていることにも留意する必要がある。

こうした問題の解消には国有企業、金融システム、地方政府財政、年金システムといった広範な分野で改革を進める必要があるものと思われるが、漸進的改革によって蓄積した既得権益層による改革への抵抗は頑強であり、重大な改革の実行に掛かる政治的コストは高い。

総括すれば、足許の中国は「人口ボーナス」と「中国模式」という高度成長期を支えた二つの歯車が、「少子・高齢化」と「既得権益化」という形で同時に逆回転に向かう時期に差し掛かっているであり、その解決には強力な政治的リーダーシップが必要と思われる。

翻ってわが国産業の目線から見れば、中国の濃密な産業集積、巨大な消費市場は未だ健在であり、海外展開において依然として重要な位置付けを占めている。ただ内政・外交ともに突発的事象が起きるリスクが低いとは言えない状況下、如何にリスクをヘッジしつつ中国の強みを活用するか、という点において、戦略の巧拙が問われる局面にある。

目次中国政府の債務問題について
～「隠れ債務」から見る中国政府の課題と展望～

I.	はじめに.....	2
II.	概況.....	3
II.1	種類・規模.....	3
II.2	国際比較.....	6
III.	背景.....	8
III.1	投資と成長に関わる諸論点.....	8
III.2	金融システムと地方政府債務.....	12
III.3	人口動態.....	15
IV.	対応.....	18
IV.1	政府債務問題への処方箋.....	18
IV.2	改革を阻害するもの.....	20
V.	まとめ.....	23
	【参考文献】.....	24
	【中国政府文書等】.....	25

I. はじめに

中国中央政府の抱える債務残高は、2012 年末時点で 7.8 兆元と、同年の国内総生産対比で 15%に留まる。一部の地方政府も債券発行による資金調達を開始しているものの、金額は僅少であることから、中国中央・地方政府の債務は国際的な比較に照らして特段の懸念のある状況にないと解釈してよいと思われる。

「四兆元」の後、国債以外の公的債務が拡大

一方で、金融危機後の「四兆元」と言われる未曾有の財政出動に前後して、上述以外の経路を通じた公的債務が肥大化している。例えば、財政余力がないにも関わらず「四兆元」の相応部分の負担を迫られた地方政府は、「融資平台」に代表される迂回スキームで資金調達を行い、後の調査では 2010 年末時点で 10.7 兆元、同年の国内総生産対比で 27%にまで債務を積み上げていたことが判明している。また政府の一部門ながらも独立した債券の発行を行ってきた鉄道部や、政策投資の資金導管としての役割を果たしてきた政策性銀行なども相当規模の債務を抱えている。これらは必ずしも一般政府が租税を財源として償還を行うものではないが、暗黙または明示的に中央・地方政府が最終的な償還責任を負っていると認識されており、従って中国政府が抱える「隠れ債務」である、と理解されている。

「隠れ債務」の動向は将来の中国マクロ環境を左右する可能性

こうした「隠れ債務」の拡大は、中国政府の信用力に疑問符を付けるばかりか、万一の場合に金融システム全体へ悪影響を及ぼす懸念がある。実際、金融当局の統制が弱い経路(シャドーバンキング部門)を通じ、必ずしもリスク負担能力の高くない個人・法人が直接的に地方政府傘下企業・個別プロジェクトのリスクを取っていることが、金融システムの脆弱性を高めるとの指摘もなされている。また中国政府からみても、経済成長の減速や高齢化、社会不安といった数多くの課題に直面するなかで、財政基盤が揺らぐことになれば時宜に合った打ち手が困難となるケースも出てこよう。畢竟、「隠れ債務」の問題は中国の政策やマクロ経済を大きく左右する要因と成りえ、当地における事業環境を占う上で欠かすことの出来ない論点であると思われる。

本稿では斯かる問題意識を背景に、中国政府の債務問題についての考察を行った。その際、金額の多寡や迫り来る危機について論じるよりも、これを中国が直面する課題を映す鏡と捉え、将来を見るうえでの一つの視座を与えることを心掛けた。以下、先ず第 2 章で「隠れ債務」を中心とした政府債務について、個別の要因ごとにその背景と規模を概観する。次いで第 3 章では、こうした債務を生み、リスクを高めていると思われる構造的要因を 3 点抽出し、それぞれについて詳述する。最後に第 4 章で、課題解決に向けて採りえる選択肢と、それが何故これまで取られなかったか、今後の見通しはどうか、といった諸点について分析を行う。

II. 概況

本章ではまず、中国政府の「隠れ債務」と呼ばれるものの所在と発生の経緯などについて整理する。項目としては地方政府債務、鉄道部債務、政策性金融債、資産管理会社債務、そして年金について取り上げ、各々の現状を概観したのち、国際比較等に照らしながら債務の安全性について簡単に検討を行う。尚、詳しい背景や要因の解釈については次章に譲ることとし、ここでは端的に事実を述べるに留めることとする。

II.1 種類・規模

II.1.1 地方政府

地方政府債務は合計 2010 年末で 10.7 兆元の水準

中国政府の「隠れ債務」とされるもののなかでも、地方政府債務問題はその規模や不透明性から多くの推測と議論を集めてきた。「四兆元」の財政出動後、地方政府が融資平台¹と呼ばれる資金導管を用いて大規模な公的投資をファイナンスしていることは周知の事実となったが、本来は赤字予算の策定や独自資金調達²が禁じられている²地方政府によるこうした動きを問題視した中央政府は、その実態把握と制御に乗り出すこととなった。その先駆けとなる指令が 2010 年 6 月に発出された(国務院(2010b))が、これは融資平台会社及びその債務の整理や、融資平台への貸出管理の厳格化を求めるものであった。次いで翌 2011 年 6 月、審計署が全国の省・市・県三級の地方政府について広汎な調査(以下「2011 年調査」と略)を実施³し、2010 年末時点における地方政府の債務が約 10.7 兆元にのぼることを明らかにするとともに、その多くが「四兆元」以降に形成されたものであること、その半量弱となる約 5.0 兆元が融資平台に対する与信であることなどが白日の下に晒された。同年国内総生産の 27%という地方政府債務の規模は必ずしも危機的な水準とは捉えられないものの、調査の完全性に疑問を呈する声もあり、一部過小評価の可能性も指摘されている⁴。直近、2013 年 6 月に一部地方政府をサンプルとした追跡再調査(以下「2013 年調査」と略)の結果が公表された⁵が、集計対象となった地方政府における 2012 年末時点の債務は 2010 年末比 12.9%の増加となっており、増加速度は鈍化しているものの、依然として拡大傾向にあることが報告されている。2011 年調査における債務残高をベースに、サンプル地域における増加

¹ 国務院(2010b)によれば、「融資平台」は「地方政府及び傘下の部門・機構が、財政資金の投入や土地・株式の注入を通じて設立し、政府投資への資金供給を行い、独立した法人格を有する経済実体」として定義されている。一般に「〇〇市投資開発公司」や「〇〇市水利公司」といった名前の下で設立されるケースが多い。

² 中華人民共和国予算法第 28 条の規定に拠る。現在では財政部による代理発行、或いは一部地方政府における独自債券の発行が認められているが、金額は限定的なものに留まっている。因みに、代理発行のスキームでは 2009 年以降年間 2,000 億元規模、独自発行では 2011 年から上海市・広東省・浙江省・深圳市が年間 200-300 億元規模の調達を行っており、今年から山東省・江蘇省も独自発行の試行対象地点となることとなっている。

³ これは 2011 年 2 月に発出された別の指令(国務院弁公庁(2011))に基づく調査である。

⁴ 例えば平安証券による試算で、地方政府債務は銀行によるものが 10 兆元、シャドーバンキングを経由したものが 3-8 兆元、合計は 13-18 兆元にのぼる、という数字が報道されている。また元財政部長・項懐誠の発言として、発表された統計は過小であり、2011 年時点で中央・地方の負債は合計 30 兆元程度、との報道もなされている。

⁵ 審計署(2013)。2011 年調査が全 31 省、省・市・県三級、6,576 の融資平台を対象とした大規模なものだったのに対し、2013 年調査は省級政府 15 を含めた 36 の省・市級地方政府を対象とするに留まっている。

率 12.9%を当てはめて延長推計すると、2012 年末の地方政府債務は約 12 兆元、同年総生産比では 24%と試算される。

インフラ・交通網の整備等が主な用途

2011 年調査では、資金源や借入主体別の債務残高と併せて、その資金用途も公開されている。総額 10.7 兆元のうち、市政建設と呼ばれる各種都市インフラ・公共施設の整備に 3.5 兆元(37%)、交通運輸に 2.4 兆元(25%)と、この 2 項目で全体の 6 割以上を占めているのが目を引く。また、市政建設では全体の 7 割に当たる 2.5 兆元が、土地収用用途の資金では 9 割超に当たる 0.9 兆元について、地方政府に直接の償還責任がある格好となっている。これらの事実から、「四兆元」を含めた財政出動による経済底上げの一環として、融資プラットフォームを含めた広い意味での政府のバランスシートが使われていることが伺えよう。また調達面では、全体の約 8 割にあたる 8.5 兆元が銀行からの融資である一方、1 年以内に 25%、3 年以内に半量超、5 年以内に 7 割の返済を行う様な格好となっている。全体感としては都市インフラ建設・交通・土地整備といった足の長い使途に対し、多くは政府自身が償還責任を負う形で、3-5 年程度の資金を調達している、という構図が見て取れる。2013 年調査においても、2010 年末の残高 3.4 兆元についてその後 2 年間で 4 割に当たる 1.3 兆元を償還し、同時に 2011 年に 0.6 兆元、2012 年に 1.1 兆元の調達を行っていたことが示されており、引き続き平均的な償還ペースは 3-5 年程度と推測される。

II.1.2 政府部門等

収益が低迷する旧鉄道部は 2.7 兆元の債務を抱える

政府部門では、政府の一部でありながら独自の債券発行を行っていた鉄道部⁶が大きな債務を抱えていると指摘されている。同部は景気対策の一環として鉄道投資が活発化した 2009 年以降、急激なペースで債務を積み上げており、負債額は 2005 年に 0.5 兆元、2007 年に 0.7 兆元であったところから、2009 年には 1.3 兆元、2011 年末には 2.4 兆元に達し、2012 年末時点では 2.7 兆元に上っている⁷。過大な投資とそれを支える金融費用負担等を背景に、鉄道事業の収益力は著しく低迷している⁸うえ、企業体として見た同部の財務安全性指標は軒並み悪化の一途を辿っており、中長期的な健全性に疑義が生じる虞がある。鉄道部債券の償還原資は一義的には鉄道事業からの収入でもあり、一般政府から見て直接的な債務ではないものの、鉄道事業の規模や公益性から見ると、万一の際には財政による支援が行われる可能性は高いと思われる。換言すれば、鉄道部の抱える負債は偶発債務という位置付けで政府の「隠れ債務」と捉えることが出来る。

政策性銀行 3 行計で 8 兆元

同じく中央政府に近い債務主体として、政策性銀行と分類される国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行の 3 行が挙げられる。それぞれインフラ・基幹産業、農業、輸出入への政策融資を担うべく 1994 年に設立さ

⁶ 2013 年 3 月の两会期間中に同部の解体案が提示され、実行に移されている。政・企の分離を掲げ、行政部門は交通運輸部傘下の国家鉄路局となる一方、中国鉄路総公司として鉄道事業の運営を担う独立の企業体が設置された結果、政府組織としての鉄道部は消滅することになった。

⁷ 同部監査資料より。以下の数値についても同様。

⁸ 鉄道部の税後利益は 2010 年に 15 百万元、2011 年 31 百万元、2012 年も 196 百万元に留まっている。

れた 3 行は、何れも中国中央政府が完全な支配権を握る⁹ほか、政策性金融債と呼ばれる債券による資金調達が認められている。3 行の債券発行残高は、2000 年代半ば以降 20%前後の高い伸び率を示現し、2012 年末の時点では約 8 兆元¹⁰にのぼる。中央政府が略全ての権益を握ること、「戦略性・開発性・長期性融資を担う政策金融機関である」(岳(2006))という立ち位置¹¹、或いは政策性金融債が国債・中銀手形と併せて公開市場操作の対象となっていることなどから見ても、これら政策性銀行の負債は実質的に政府をバックとして発行されていると考えて差し支えないだろう。また、政策性銀行 3 行のうち最大手¹²の国家開発銀行についてその貸出先を見ると、インフラに 21%、道路に 17%、電力に 11%、鉄道に 7%という資金配分となっており、資金使途としては前節で見た地方政府債務と相似形を成すこともここで指摘しておきたい。

AMC 債務は 1 兆元強

最後に、90 年代の後半における不良債権問題の残滓として資産管理会社 (Asset Management Company、以下 AMC と略)債務の問題にも触れておきたい。当時、大規模な不良債権を抱えた国有四大銀行、即ち中国銀行、建設銀行、工商銀行、農業銀行は、国家主導のもとでそれぞれ東方、信達、華融、長城の 4 つの AMC へと不良債権を切り離すこととなったが、その原資は四大銀行自身と中国人民銀行、財政部などから供出されたものである¹³。既にこれら AMC における不良債権処理は一段落しており、各々が歴史的使命から離れ、総合金融機関として再出発するような構想も模索されている状況である。他方で、AMC の負債は依然として残存しており、実際に四大銀行のバランスシートには各社への貸出が Receivables の形で 0.4 兆元程度¹⁴残っていることが読み取れる。人民銀行や財政部向けの債券の金額は確認出来ないが、残高を総計 1.3 兆元とした分析¹⁵のほか、AMC の累損が依然として 1.4 兆元存在する¹⁶、とも言われている。

II.1.3 年金関連

中国の年金は賦課方式と積立方式の組み合わせで構成

中国の年金制度は、改革・開放以前の国営企業を主体としたシステムから徐々に社会保障制度へと変貌を遂げ、90 年代に数次に渡る改革を経て概ね現在の仕組みが出来上がった(片山(2012)、CLAIR(2003))。当時の年金改革の動機は、改革・開放に伴い保障主体だった国有企業の安定的地位が揺らいだこと、国有企業の競争力を高めるために政策的負担を除去する必要があ

⁹ 例えば国家開発銀行について言えば、株式のうち 50.2%を財政部が、47.6%を汇金が、残りは社保基金理事会という名目で保有されている(2012 年同行年報より)。

¹⁰ 3 行の内訳は、国家開発銀行が 5.3 兆元、農業発展銀行が 1.5 兆元、輸出入銀行が 1.2 兆元である。

¹¹ 特に開発銀行については株式会社化などを通じて商業化が進展しているが、中長期貸出等を主とし、インフラ・基幹産業に対する資金供給への注力、政府・企業との協力関係を継続する(桑原(2012a))、とされ、引き続き国有であることと併せ、その公的性格は失われていないと判断できる。

¹² 2012 年末時点の総資産ベースで見ると、国家開発銀行が 7.5 兆元、農業発展銀行が 2.3 兆元、輸出入銀行が 1.6 兆元である。

¹³ Walter and Howie(2011)、桑原(2012a)。

¹⁴ 各社の IR 資料によれば、2012 年時点で ICBC が華融向け債券を 1,751 億元、CCB が信達向け債券を 576 億元、中国銀行が東方向け債券を 1,600 億元保有している。

¹⁵ 21 世紀網「化解国家資産負債中長期風險」、http://www.21cbh.com/2012/caijing_611/152355.html。

¹⁶ 桑原(2012a) pp.120。

ったことなど、改革・開放を契機とした供給側の事情も大いに影響したものであった。結果として生まれた現行の年金制度¹⁷は、賦課方式で運用される1階部分と積立方式の2階部分とで構成され、1階部分は企業負担で賃金の20%を拠出、2階部分は従業員負担で賃金の8%を拠出し、15年以上の加入を経て受給資格が発生する、という仕組みとなっている。

旧世代の高給付や分権化によるモラルハザードが持続性を毀損

斯かる仕組みのもとで、年金基金の持続可能性についての議論が高まっている。背景の一つは、旧制度下で極めて高い水準の保証を受けてきた世代の保障内容を温存した一方、一部制度を積立方式に切り替えたため、積立を行っていない世代への給付原資が不足し、収支の不一致が生まれたことに起因する¹⁸。今ひとつの要因は、年金運営が地方政府へと分権化されていることにより、全国ベースで最適な制度設計・運営が行われないことである。地域によっては補助金を投入して低料率・高給付を志向する「モラルハザードに陥っている」(三浦(2007))可能性も指摘される。

2.2 兆元の「空帳」、10年で1兆元超の財政補填

年金純債務という観点では、各機関が多様な試算を行っている¹⁹ものの、前提によって結果は多様であるため、ここで数値について細かい議論を行うことは避けたい。但し、以下の様な統計数値が中国年金制度の問題点を暗示するものと思われる。即ち、1) 2階部分の積立方式で徴収された2.5兆元のうち、2.2兆元は現行受給者への支払原資として流用され、基金残高として残存しているのは0.3兆元に過ぎない²⁰。これは賦課・積立の2階建てで設計された年金システムが事実上賦課形式で運用されていることを意味しており、一般に「空帳」問題と称される。また、2)基本年金基金の残高は1.9兆元あるが、2002年から2011年までに行われた財政補填は1.2兆元に及んでおり、財政補填が恒常化している状況にある。現状のまま走り続ければ、将来的には肥大する「空帳」を財政資金と更なる「空帳」で埋め続ける負のスパイラルに陥ることになるものと見込まれる。

II.2 国際比較

GDP 対比 60%の債務は必ずしも危険とは言い切れない

以上、中国政府の「隠れ債務」と呼ばれる各項目を概観したが、少し性質の異なる年金債務を除いた部分を国債残高と合算すると、2012年時点での合計残高は概数で約30兆元強の水準であり、同年国内総生産対比約6割の水準となる(【図表1】)。これは国債のみを計上した場合の同15%、IMF統計による一般政府債務の同23%に比して大幅に高い数値ではあるが、他方で主要

¹⁷ 現下の年金制度は、都市部企業等での労働者を対象とする城鎮職工基本養老保険、左記保険対象外の都市住民をカバーする城鎮居民社会養老保険、何れにも該当しない農村住民をカバーする新型農村社会養老保険、という適用対象の異なる3つのシステムが並存している。年間収入規模では城鎮職工基本養老保険が他を圧倒しているため、本稿では主として同養老保険に議論の対象を絞って考察する。

¹⁸ 旧制度下で高水準の福祉を享受した世代は「老人」と称され、特に新中国建国時の就業者などは80-100%に及ぶ代替率を保障されるなど極めて優遇された環境にあった。また制度移行における積立不足について、中国政府は「移行過程における年金純債務については、…具体的な方策を打ち出さなかった。しかし実態は、…改革後の年金制度加入者に年金純債務を負担させている」(何(2006))状況にある。

¹⁹ Wan, Xu and Zhai(2001)、Worldbank(2005)で試算が行われているほか、《財経》誌に掲載された論文で18.3兆元という数値が提示された一方、それを否定する論調の記事も各所に散見される。

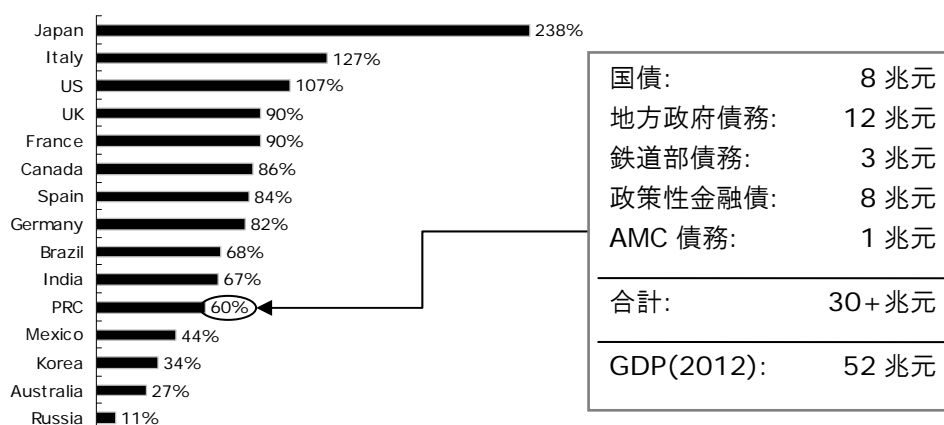
²⁰ 数値は鄭(2012)。

各国の政府債務規模との比較感で言えば依然として許容範囲内に留まっているものと思われる。例えば国内総生産が1兆米ドルを上回る国で言えば、日本を筆頭として欧米先進各国とも軒並み80%を超える水準にあり、中国の60%という数値を以って一概に危機と看做すことは出来ない。また、基本的には経常収支の黒字を維持している²¹こと、「隠れ債務」も含めて略全てが国内でファイナンスされていること、資本規制が敷かれていることから、アジア通貨危機や昨今の欧州で見られたような急激な資本の海外逃避が起こることも予想し難い状況にある。同時に年金純債務という観点でも、例えば日本は600兆円を超える年金純債務を抱えているとする試算²²もあり、中国の数字は必ずしも突出したものではないと思われる。

将来を占うためにはより本質に迫る必要

とは言え、以上の整理のみを以ってリスクが存在しないとする議論も正しくない。ここまで整理してきた潜在的政府債務は、「隠れ債務」の名の通り実態や見通しに不透明感が強いことから、中長期的な影響については注意深い観察が必要と思われる。実際、中国政府が昨今の景気減速に対して再度の財政出動に及び腰なのは、過去の「四兆元」の副作用として生じた債務問題の影響が強い、とする見方も多いが、これは少なくとも政府の「隠れ債務」問題が中国政府の政策オプションを狭めるだけの影響を及ぼしている²³、ということの意味しており、今後の中国経済の動向を左右する潜在力を秘めているという見方を裏付けるものである。斯かる観点から、「隠れ債務」問題を深掘りするにあたっては、目先の危機について論じるよりも、寧ろ債務発生の背景とその構図を整理したうえで、どういったリスクが存在しているのか、リスクが顕在化した時に何が起こるのか、そして問題解消に向けてどういう打ち手が有り得るのか、といった本質を理解することが肝要と考える。

【図表 1】 中国政府債務の概数と対 GDP 比で見た国際比較(2012 年)



(出所) IMF 等よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 中国のみ「隠れ債務」計上後。GDP1兆 USD 以上の国のみ

²¹ IMFによれば、中国の経常収支は2009年以降安定的に2,000億ドルを超える黒字を計上しており、目先の予測期間内でも対国内総生産比黒字が拡大する傾向が予想されている。

²² 日本の年金純債務についても、前提やモデルの異なる多様な試算が存在しているが、例えば厚労省の試算として690兆円、という数字がみられる。(http://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk081/zk081_05.htm)。また川瀬・木村(2009)では先行研究等も含め、もう少し低い試算結果を提示している。

²³ IMF(2013)は、土地売却益等による調達まで含めて政府債務を検討したうえで、“...fiscal space is considerably more limited than headline data suggest.”と指摘する。

III. 背景

政府の「隠れ債務」の大部分を占める地方政府債務と鉄道部債務、政策性金融債に見られる共通項として、何れも資金使途の主をインフラ開発に置き、特に地方政府債務と鉄道部債務については「四兆元」投資に前後して大幅な拡大を見せていることが挙げられる。その観点から、まずは投資についての分析を出発点に政府「隠れ債務」の考察を進めていきたい。

III.1 投資と成長に関わる諸論点

投資効率の低下が
大きな問題点

中国の固定資産投資に関して多く取り上げられる論点は投資効率の低下である。中国の投資効率については多くの先行研究が存在するが、近年の低下傾向を指摘する結果は多い²⁴。要因として考えられるのは、①資源配分の非効率と②優良な投資機会の減少にあると思われるが、前者については更に二つの背景が考えられ、一つは①(1)投資主体における最終投資判断が経済合理性によらず行われている可能性であり、今ひとつは①(2)経済合理性の高い投資案件に対して投資原資が供給されない可能性である。

国有企業が経済合理的行動から乖離している可能性

先ず①(1)に示した投資主体の経済合理性の欠如という観点では、国有企業の問題を避けては通れない。中国全体として見れば産業の民営化が相当程度に進展してはいるものの、一部のセクターにおいては依然として国有企業が圧倒的なシェアを維持しているうえ、重厚長大・基幹産業が多く含まれていることから投資に占めるシェアも無視できない水準にある²⁵。また地方政府も各々傘下の国有企業を抱え、市場におけるプレイヤーの一つとして積極的な活動を行っている。翻って中国国有企業のパフォーマンスについては、民営企業や改革された国有企業に比して経営効率が劣る、との実証分析²⁶が行われており、国有企業の存置が投資効率の低下を招来する原因の一つと考えることは妥当と思われる。勿論、国有企業のままでも市場で十分な競争が行われれば経営効率の改善が進展しようし、また中国政府も度々民間企業の参入・投資の促進を掲げる方針を打ち出してきたものの、その実効力については疑問符が付く状況にある²⁷。他方で、「四兆元」に代表される財政出動の際、

²⁴ 例えば Bai, Hsieh and Qian(2006)、三浦(2013)や、また Paul Krugman も”Hitting China’s Wall”と題したコラムで”Investment is now running into sharply diminishing returns and is going to drop drastically no matter what the government does.”と述べ、現下のリターン低下を論じつつ、その将来的な回復にも悲観的な見方を示す。

²⁵ Szamoszegi and Kyle (2011)によれば、2009年における国有企業の市場シェアは石炭で59%、航空で76%、電力で92%、石油で77%、海運で61%、通信で96%、自動車で74%、銀行で73%となっている。また2011年時点でも国有工業企業は1.7万社と全体32.6万社の5%を占めるに過ぎないが、固定資産投資では同年に8.2兆元と全体31.1兆元の26%を占める。因みに同じく Szamoszegi and Kyle (2011)では、2009年の数値として国有企業の都市部固定資産投資に占めるシェアが48%であることを報告している。

²⁶ 中兼(2010) pp. 203。著者は中国に限らず一般的に見ても、民営化は企業統治力の向上等によって(他の条件が一定であれば)パフォーマンスの改善をもたらす、と論じ、関(2013)も国有企業のコーポレート・ガバナンスの欠如を指摘し、「国有であることが企業経営の問題点」と喝破する。他方、林(2012)の様に、国有企業の利益率が低いのは経営能力の不足ではなく、政策的負担を負っているからである、との反論もある。

²⁷ 国務院(2005)、国務院(2010a)などが民間企業参入を促進する国務院文件の代表例である。これに対する実効力という観点では、例えば《財経》誌2012年7月16日号では、トップ記事として「石油硝子門」という論説が掲載された。これは民間企業への参入を促す方針が採られ、中に入れそうだが実際には入れない(=ガラス窓・ガラス扉)という状況を指したものである。

或いは地方政府の評価指標として経済成長率を重視する共産党の運営方針に呼応して、国有企業は政府の政策投資アームとしての役割を色濃く発揮する。実際、多くの国有企業の上層部は官僚・政治家・共産党員といったステータスを持っていることから、各社は必然的に党・政府の意向に沿った経営方針を採る傾向にある。こうした事情が乱開発などの不必要な投資を生むのであり、ゴースタウン化した新市街²⁸などはその最たる例であろう。

金融システムの問題で資金配分が効率的でないリスク

次いで①(2)の資金供給については、中国の金融システムのなかに一定の問題点を見出すことが可能である。中国の銀行システムは、規制金利が導入されている²⁹ことにより、金利を通じた需給バランスの調整や個別企業・案件リスクの反映が行われ難い構造にある。従って供給側から見れば、信用力の高い企業や優良案件に優先的な供給を行うのが合理的な行動となるが、信用力という観点では特に「央企³⁰」と呼ばれる国务院直属の企業を中心とした国有企業群が選好され、また優良案件という観点では投機対象として依然需要が根強い不動産開発、或いは国有企業が政府とのコネクションを活かして獲得した好条件なプロジェクトなどが主たる資金供給対象となる。預貸率規制で資金供給量に上限があることを踏まえれば、裏を返せば民間企業一般や優遇政策を受けられない案件などがクラウドアウトされることを意味するが、前述した様に国营企業に比して民間企業の運営効率が高いとすれば、この資金配分に効率低下の原因が潜んでいると解釈することが出来るだろう。シャドールバンキング部門が規制金利体制を補完しているとの見方もあるが、これについては次節及び次章で改めて検討を行うこととしたい。

魅力的な投資機会が減少している可能性

最後に②の投資機会の減少について検討しよう。先ず要因の一つとして、人件費等を含む操業費用の上昇やアジアの競合各国の台頭により、産業一般の立地優位性が失われつつある可能性が指摘できる。内陸の一次産業従事者を出稼ぎとして活用することで無尽蔵の労働供給が期待でき、輸出加工の捌け口に充分大きな海外市場が見込めた様な環境下においては、成長のボトルネックは資本にあり、投資原資さえ確保されれば相応のリターンを得ることが出来た。これに対し、足許で言えば低付加価値工程は特に中国沿海部に立地することが困難になりつつあり、成長のボトルネックは技術や新製品開発といった付加価値の向上、或いは現地市場の拡大等に移行しつつある。自主技術の涵養や独自ブランドの確立は政府としても注力方針に挙げており、実際に例えば研究開発費³¹は国内総生産の1.77%、直近5年の年平均伸び率は+17.9%と目覚ましい伸びを見せているが、他方で韓国の国内総生産比3.68%、日本の同3.2%、ドイツの同2.85%、米国の同2.77%に比べれば依然として見劣りする水準であり、膨大な投資機会を供給するほどの技術進歩が達成出来ていない可能性があるだろう。

²⁸ 例えば、内モンゴル自治区のオールドス市に出現したゴースタウンが新聞報道等で著名である。

²⁹ 長らく預金・貸出とも規制下にあったが、貸出については2013年7月に撤廃が発表されている。

³⁰ 中央の国务院国有資産監督管理委員会(SASAC)の傘下にある企業を指して中央企業、「央企」と称するが、本稿執筆時点でSASACの目録(<http://www.sasac.gov.cn/n1180/n1226/n2425/index.html>)では114社が存在する。これに対し、各地方政府もそれぞれ支配権を持つ国有企業を持ち、それらは一般に地方国有企業と呼ばれる。

³¹ “OECD Science, Technology and Industry Outlook 2012,” OECD。研究開発費は官民の合算。

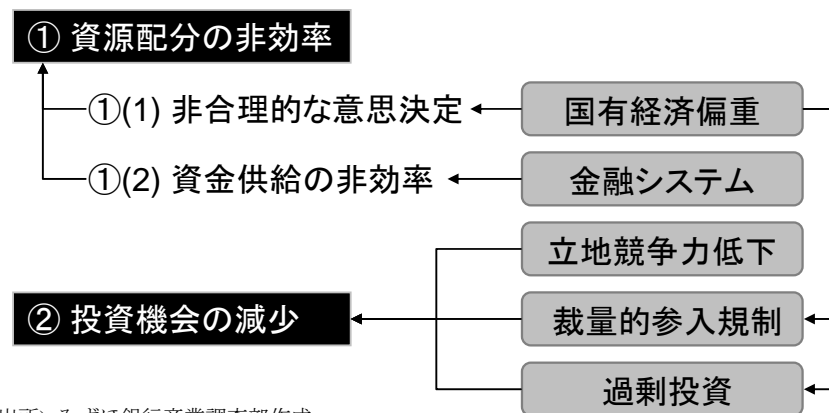
裁量的な参入規制で優良な投資機会が放置される虞

今ひとつの要因は、裁量的に運用される参入規制である。仮に国有企業の投資判断軸が経済合理性以外の方向に触れ、優良な投資機会への取組が行われないケースが起こったとしよう。この場合、前頁で指摘した通り、無視できない数のセクターで国有企業が独占的な支配権を握るなかで、間隙を縫って投資を目論む民間企業が規制の壁にぶつかり、結果としてその投資機会が放置されるリスクが想起される。

過剰投資も投資効率を下押す要因に

加えて三点目として、過剰投資による影響も指摘しておきたい。案件単体の収益性ではなく、目先の税収・雇用・経済成長その他の政治的スコア獲得を目論んだ投資が行われる場合、需給や市況が投資意思決定に反映されず、過剰投資が招来される危険性が高まる。特に、中央政府として注力を謳う産業や、一時的にしても高い利潤を生む事業、或いは単一の投資額が大きく容易に投資誘致実績を上げられるセクターでは、地方政府間の競争的關係も手伝って膨大な過剰投資が発生することが予想される。これは太陽光パネルや鉄鋼、セメント等の素材産業で実際に起こった通りである。過剰投資はよくても需要の先食い、悪ければ完全な無駄となり、供給過多による市況の押し下げは投資リターンを毀損する。同様に市況の低迷が研究開発投資等の中長期戦略を実行する体力を削ぐ結果、将来的な技術革新の芽までも摘み取られることになり、上述した付加価値向上への動きも鈍化することになる。

【図表 2】中国における投資効率の低下



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

(注) 「国有経済」は国有企業・その他政府部門を包含した概念

確固たる実証をすることが困難な仮説も含んではいるが、実態としてはこれらの複合的な働きが投資効率を低下させているものと考えられる。こうした問題を孕んでいるにも関わらず、では何故中国は国家主導・投資主体の成長を追求せざるを得ないのであろうか。

経済成長を支えざるを得ない統治体制

足許中国においては、「保八³²」を謳ってきた成長率目標を引き下げ、ある程度の減速を容認する動きが見られつつあるものの、引き続き経済成長は重要な政策目標と位置付けられている。直近の政府報告においても「発展は依

³² 実質成長率で8%の水準を達成する、という意味で使われた用語。

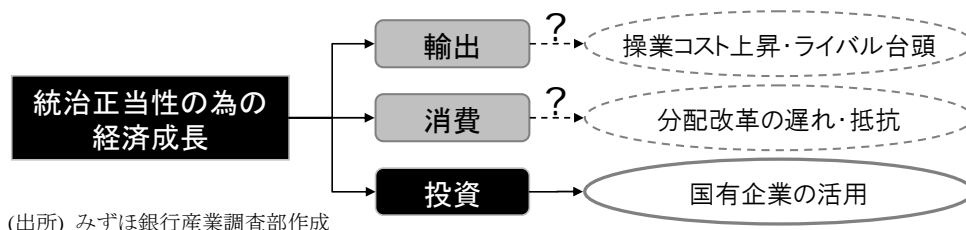
然として中国のあらゆる問題を解決する鍵である」(温(2013))と言及されるなど、経済成長は未だ変わらぬ「硬道理」であり続けている。中国共産党は改革開放を機に毛沢東体制のイデオロギーを核とした政党から経済発展を最優先とする方向性へと転換しており、従って現下の共産党の統治正当性を担保するものは矢張り経済発展の達成である、と見る事が出来る³³。

消費・純輸出による経済浮揚は短期的には実現困難

斯かるなか、経済成長を達成する道筋としては投資拡大のほかは消費、純輸出を増加させることも手段となりえるが、結論として言えばその二つを成長の源泉として期待することが困難であるが故に、投資に頼った成長が行われているものと考えられる。輸出については、前述の通り加工貿易基地としての圧倒的な立地競争力を喪失しつつあること、また現在の中国の経済規模から考えても、今後再び輸出を主たる牽引役として経済の大幅な浮揚を図るのは現実的ではないと思われる。他方、中国は一人当たり総生産で見ても既に相応の水準に達していることもあり、消費市場の潜在力は大きいと見られるが、その健全な成長を阻んでいる大きな要因の一つが富の不均衡と見られる。

富の不均衡を表すジニ係数³⁴については、近年、各機関により様々な数値が公表されており³⁵、調査によって数値が異なるために議論の余地は残るものの、概ね 0.5 から 0.6 の近傍にあるものと推測される。一般に 0.4 が警戒ラインであるとされていることに鑑みれば極めて高い数値と言え、著しい不均衡は社会不安を惹起するのみならず、消費支出に対しても負の影響を及ぼす。これは一般的に低所得世帯の方が高所得世帯よりも限界消費性向が高いことから説明され、マクロ的に見れば国民総所得が同じである場合、ジニ係数が低い経済の方が高い経済よりも全体の消費額が大きくなることを意味する。こうした状況に対して、胡錦濤政権では「和谐社会」を提唱して国内格差の縮小に努め、最低賃金の引き上げや社会保障体制の整備に注力してきたものの、未だに高いジニ係数と低迷を続ける総生産に占める民間消費のシェアを見れば、必ずしもそれが奏功したとは言いきれない。

【図表 3】 投資による成長を追求する構造



³³ 唐(2012)は、共産党の統治正当性について「歴史的功績や社会主義の魅力が色あせた今日では、共産党は新たな正当性の原理を模索している。第一は、政治的求心力による正当性…第二に、愛国主義を強調し…第三に、…発展の実績によって国民の支持を調達しようとする。結果から見ると、発展の実績がどの要素よりも支配の正統性を強化している」と述べている。

³⁴ 所得格差を示す数値であり、完全平等の場合は0、構成員の1名が全ての所得を得ている場合を1とし、1に近づくほど不均衡となる。

³⁵ 中国国家統計局によれば2012年の数値は0.474、世界銀行によれば2009年の数値は0.47(UN(2012) pp.60)であった。また非政府機関の調査結果としては西南経済大学による2010年0.61という数値が大きな注目を集めたことは記憶に新しい(西南财经大学(2013))。

分配改革に向けた国内の足並みは揃わない

無論、更なる分配の改革に向けた動きを進めんとする政府の思惑も強く見られ、今年2月には分配改革の深化を呼びかける国務院の意見書が発表されている(国務院(2013))。内容は35項目に渡って収入、税制から社会保障体制まで広範な改革意見が網羅されたものであるが、その策定に当たっては既得権益層からの抵抗も根強く、数次に渡る書き換えの末に骨抜きにされ、最終的には一般的な原理原則を列挙しただけとなった、という報告もなされている³⁶。斯様に国内の足並みが揃っていないものとするれば、収入改革の急速な進展、ひいては投資から消費への成長エンジンの転換が短期的に実現するかは不透明であって、結局は当面、政府が念頭に置く目標成長率と実態との乖離部分は、国有企業等を含めた広義の政府バランスシートを呼び水とした投資によって賄われていくと想定するのが妥当ではないだろうか。

他方、後述する様に人口動態が今後、成長の重石に転じていくことがほぼ確実視されるなか、潜在成長率は低下傾向を早め、成長維持のための投資が益々重要になる可能性もある。政策的投資主体としては国有企業等が大きな役割を果たすことになるが、投資案件が非効率化・低リターン化していけば、投資原資の調達が困難となることが容易に想定される。これを念頭に、次節で政策投資原資の調達を支える金融システムの動向について考察する。

III.2 金融システムと地方政府債務

本章第1節で少し触れたが、中国では基準金利という形で金利に規制が設けられており³⁷、これが資源配分の非効率を生む要因となり得ることは先に指摘した通りである。ここではもう一步踏み込み、銀行以外の経路も含めて資金がどの様に流れているのかを概観しつつ、それを基に地方政府債務との関連について考えてみたい。

資金運用側はリタ
ーンの高い理
財商品や不
動産を選好

先ず資金余剰主体の視点から中国の金融市場を見てみると、銀行での運用は普通預金が0.35%、1年の定期預金が3.0%となっている(何れも2013年6月時点。特記ない場合は以下同様)。これに対して消費者物価指数は2013年入り以来、対前年同月比+2%から+3%程度を推移していることから、定期預金でも実質金利ベースでは1%に満たない水準となる。これに対し、運用の手段として不動産を選択した場合、住宅価格³⁸は全国平均で前年同月比+6%となっており、依然として比較的高いリターンを生んでいる。また、財テク商品として金融機関で販売されている「理財商品」と呼ばれるものがあり、これは商品によってリターンやストラクチャー、期間等様々であるが、概ね銀行の定期預金金利より若干高い4-6%程度のリターンを謳って販売されているものが多

³⁶ Salidjanova(2013)。35項目のうち、「唯一の具体的な提案は国有企業から政府への配当増加のみであった」という辛辣な評価がなされている。

³⁷ 直近まで、預金では上限(基準金利の1.1倍)・貸出では下限(基準金利の0.7倍)を設ける運用がなされていたが、2013年7月に入って貸出下限が撤廃されている。尚、本章では債務が累積されてきた経緯・背景について論じるため、当該変更については考慮しない。

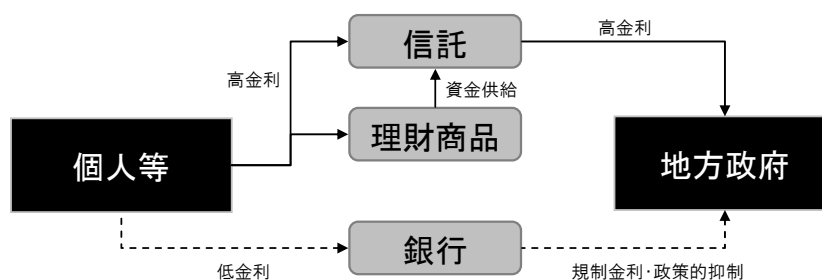
³⁸ 中国政府が公表する70都市の新築住宅販売価格を単純平均して算出。都市別には大きなバラつきがあり、7都市では10%を超える様な上昇が看取された。またReutersの試算では全国ベースで6.8%の上昇となる。他方、不動産取得には各種の規制が敷かれており、完全に自由な形で投資が出来るわけではないことを付言したい。

い³⁹。当然、不動産や理財商品は必ずしも元本が保証されているわけではないが、こうした高いリターンを実現出来る資産クラスへと余剰資金が流れ込むことは自然であろう。

信託による貸出が急拡大

さて、次に資金不足主体の目から見てみると、銀行での貸出金利は概ね6%程度であるのに対し、10%超⁴⁰の金利で貸出を行う信託貸出と呼ばれるスキームが存在する。信託といっても多様な方式が存在するが、一般には個人や法人、あるいは理財商品の形で募集された資金プールなどから資金を調達し、個別企業への貸出や株式を含めた金融資産投資を行い、得られたリターンから管理報酬を差し引いて出資者へと還元するものである。このうち、信託資産が融資によって運用されたものが信託貸出と呼ばれるものであるが、これは銀行に適用される金利規制を受けないため、委託者への高いリターンを実現することが可能となる。2010 年末に高々3 兆元に過ぎなかった信託資産は、2012 年末には7.5 兆元へと急拡大を遂げており、中国全体の資金フローにおける重要性を増している⁴¹。斯かる急増の背景には、前述した通り銀行からの融資を受けられない民間企業や高リスク案件の存在があるものと思料される。こうした信託貸出は、中国の所謂「シャドーバンキング⁴²」の一部を構成する要素となっている。

【図表 4】 シャドーバンキングと地方政府資金調達の相関



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

規制金利を補完するシャドーバンキング部門

シャドーバンキングについてももう少し詳しく見よう。2012 年末の時点で、銀行の理財商品の残高は7.1 兆元、信託資産は先に触れた通り7.5 兆元、併せて14.6 兆元という規模であり、主に個人の資産運用先として選好されていると見られる。理財商品は主に半年以内に償還されるような商品設計で資金調達が行われる一方、運用を比較的長期の信託商品や債券で行う特徴が見られ、

³⁹ 中国社会科学院(2013)に掲載されているグラフからは、1 年物の理財商品のリターンが足許ベースで4-5%の水準にあり、IMF(2013) pp.11 でも理財商品の利回りが預金金利比高いことが示されている。また和訊銀行による理財商品のリストでは、販売中の理財商品90件のうち期間1年以内の商品の予想利回りは殆どが4-6%のレンジにあり、2 年物では6%超から高いもので14%とするものも存在した。

⁴⁰ 2012 年第1四半期における不動産業向けの信託貸出の金利は12.88%と、銀行貸出金利を大幅に上回る水準であった。

⁴¹ 2013 年6 月時点での年内累計値で見ると、既に社会融資総量に占める銀行貸出は高々5割に過ぎず、信託・委託・企業債が各々1割超のシェアでこれを補完するような恰好となっている。

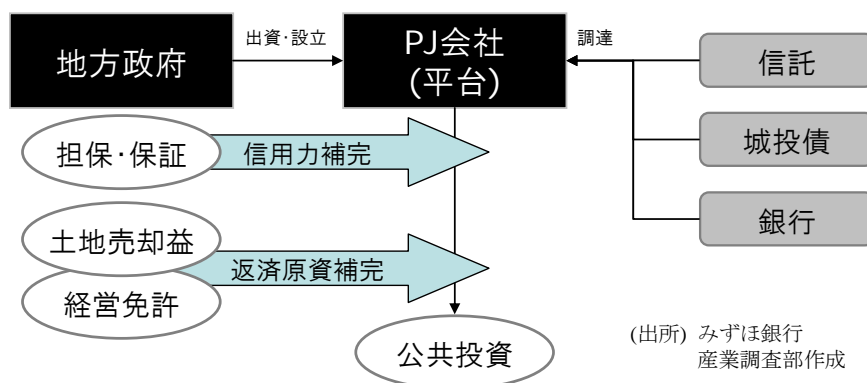
⁴² 中国社会科学院(2013)は、「シャドーバンキング」に対して正式な定義は存在しないことを指摘したうえで、議論の深まり度合いや規模・成長性の観点などから、銀行の理財商品と信託をシャドーバンキングとして定義し分析を行っている。本稿でも数値のアーベイラビリティを勘案し、特段の記載無い場合はその定義を用いて議論を行う。尚、その他の分析では委託貸出や民間金融を始め、より幅広い定義を前提とするものも存在する。

調達・運用間での期間ミスマッチが見受けられる。また信託についてはインフラ、不動産やその他企業への投融資が資産の相当量を占めているが、その運用利率の高さも勘案すれば、一定の債務不履行リスクは免れないものと思われる⁴³。簡単にまとめるならば、シャドールバンキングは個人投資家の資金を比較的高リスクの個別資産へと投資する導管となっており、また商品設計上も期間ミスマッチなど一定の問題が存在していると言えよう。他方で、こうしたシャドールバンキングの急拡大を促進したのは、規制金利によって満たされなくなった運用・調達側双方のニーズにあることも見逃せないポイントであり、シャドールバンキングが規制金利の歪みを補完する実質的な自由金利部門として機能している、と見る事が出来る。

融資を受けられない融資プラットフォームは、債券や信託など新たな調達手法へ

さて、話を少し戻して、地方政府債務との関連について考えてみたい。地方の融資プラットフォームに対する融資厳格化等の方針が発表されたことは先に述べた通りであるが、そこで銀行からの資金調達が困難になった一部の地方政府は必然的に信託等からの資金調達を行うこととなる。実際に信託・理財商品といったシャドールバンキング部門からどの程度が地方政府関連の案件に流入しているのかは定かではないが、その規模感を測る参考として、城投債というもう一つの調達スキームについて見てみたい。城投債とは地方政府の融資プラットフォームが発行する企業債を指すものであるが、抑制傾向にある銀行貸出に比して調達が容易であることから足許、利用が急増している。新規発行額は 2008 年まで 1,000 億元に満たない数量に留まっていたが、2009 年から概ね年間 2,000 億元程度まで水準が切り上がったのち、2012 年にはもう一段の伸びを見せ、対前年比 143% 増の 5,144 億元にまで達した⁴⁴。2013 年 1 月時点での発行残高は 1.8 兆元に及び、地方政府債務のなかでも無視できない割合を占めている。比較的長期での調達が多く最短でも 5 年、年限 5-8 年の債券が 83% を占め、平均残存期間は 5.7 年程度とされる。城投債は専ら機関投資家によって保有されていることから、投資者のリスク許容度は相応にあるものと思われるが、そもそも収益性の高くないインフラや公共施設が主たる資金使途であること、期間が長いことなども勘案、これ迄債務不履行に陥ったケースは存在しないとは言え、相応のリスクがあると考えらるべきであろう。

【図表 5】 地方政府債務の構造



⁴³ 2012 年末に華夏銀行が販売した理財商品がデフォルトを起こしたことも報じられている。

⁴⁴ 中国社会科学院(2013)。以下城投債に関する数値も出所同じ。

抱き合わせによる
不採算案件へのフ
ァイナンス

また地方政府による投資案件にはプロジェクト単体での収益では利払い・償還が困難なケースもあるため、例えば政府が高収益な案件(規制事業における免許など)を同時に付与して収益力を引き上げたり、地方政府が暗黙の担保を提供したりして信用力を補完することが行われている。同時に、地方政府が直接の償還責任を負う場合においては、無視できない部分について国有地使用权売却益が償還原資として充当されている模様である⁴⁵。

こうした城投債は、繰り返しになるが銀行融資を受けることが困難となった地方政府融資平台が調達の一手段として活用しているものであり、並行して信託商品や理財商品を経由した調達が行われていることは間違いないものと思われる。従って、償還期限や金利等には相違もあろうが、概ねの需要動向やリスクについてはここで指摘した事項がそのまま当てはまる可能性が高い。

多様な問題が存在

以上まとめると、地方政府債務問題とシャドーバンキングとの結節点で看取される問題は以下の通りである。第一に、地方政府債務は個別の融資平台・プロジェクトといった案件毎に仕立てられるものも多く、比較的高リスクなものを含む懸念があること。第二に、その負債がシャドーバンキングを通じてリスク負担能力が必ずしも高くない個人等に流れていること。第三に、政府投資の非効率を補うために、償還原資はプロジェクトの事業収益によらず、規制事業経営権や国有地売却による収入で賄われるケースもあること。そして第四に、所謂理財商品自体が調達・運用期間のミスマッチ等、商品設計に問題を抱える可能性があること、である。

III.3 人口動態

少子・高齢化による影響は甚大

最後に、中国の今後を占うもう一つの論点として少子・高齢化問題を取り上げたい。後述する様に、人口動態は労働者人口や社会保障費の変動を通じて経済に大きな影響を及ぼすことから、年金まで含めた政府債務問題の将来を見通すうえでも見逃せない視点である。議論の入り口として、中国では1980年代初頭より強制的な人口抑制策が導入⁴⁶されているが、これは人口動態に非常に大きな影響力を及ぼしていると思われることから、まずは人口抑制策の導入まで遡ってその経緯と影響について整理をしてみたい。

人口ボーナスをフル活用できたわけではないが、軽工業発展と高貯蓄に寄与

中国で人口抑制策が導入された裏には、マルサスの「人口論」を理論的背景に、ローマクラブによる「成長の限界」が途上国の人口爆発に対する警鐘を鳴らしていた1970年代にあって、1960年前後の「大躍進」に伴う死亡率の上昇⁴⁷に次ぐ出生率の一時的上昇が中国政府の危機感を煽ったものと見られている(大泉(2007))。他方、中国において生産年齢人口増加率が全人口増加率を上回る、所謂人口ボーナス期に入ったのは1960年代の半ばから70年に

⁴⁵ 36 地方政府を対象とした2013年調査では、21 地方政府で国有地売却益を償還財源とした地方政府債務が存在し、これは総額7,747 億元、該当21 地方政府が直接の償還責任を負う債務の55%に相当する規模であった。

⁴⁶ 1982 年の中華人民共和国婚姻法による、所謂「一人っ子政策」である。

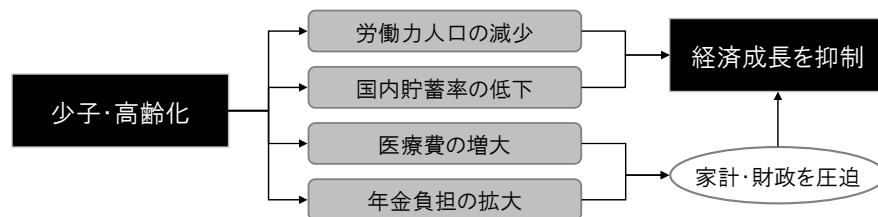
⁴⁷ 「大躍進」期の死者数には多様な試算が行われているが、飢餓等による直接的な死亡と混乱に伴う出生減少を合計して三千万から八千万という数値が提起されている(毛里(2012))。

掛けて⁴⁸であったが、中国が改革・開放を開始し本格的な成長局面へと移行するにはその後 10 年を待つ必要があった。また改革・開放始動当初は、労働集約的な軽工業は外資投資が特例的に認められた広東・福建両省の経済特区等に限られ、必ずしも労働集約型産業が中国発展の牽引役となっていたわけではなく、その意味で中国の人口ボーナスは、その初期条件の悪さとも相俟って必ずしもフル活用されたわけではない、という指摘も行われている(上同)。一方で、90 年代以降の農民工を労働力供給源とした輸出型軽工業の目覚ましい発展と、人口ボーナス期を通じた高い貯蓄率は、中国の成長に相当の寄与を果たしたと見てもいいだろう。因みに、中国の出生率の低下は既に「一人っ子政策」導入前から始まっていたのであり、政策の導入のみが出生率を押し下げたとの見方は不適當であるが、出生率低下を加速させたという意味において、人口抑制策の導入が人口ボーナス期を濃縮させる作用を果たした、という総括は可能と思われる。

人口ボーナス期は貯蓄下押し・財政圧迫リスク有

今後について言えば、この動きが急激な逆回転を迎える見通しである。国連の中位人口推計⁴⁹によれば、2011 年に中国の労働人口比率の伸びが全人口の伸びを下回るうえ、2015 年には生産年齢人口も減少に転じ、以降人口ボーナス局面を迎える⁵⁰ものと予測されている。一般論としては、労働投入の減少は潜在成長率の低下を招くことになり、高齢者が増加することで貯蓄率が低下に向かう可能性も想定される。また、当然ながら医療費や年金を始めとした社会保障負担が増すことになるため、社会保障制度への負荷や財政への影響は小さくない。これまでの議論との兼ね合いで言えば、潜在成長率への継続的な下押し圧力が予想されるなかで、成長を支えるための投資原資たる国内貯蓄と財政に負荷がかかることが課題となる。

【図表 6】 少子・高齢化問題が経済に影響を及ぼす経路



(出所) 大泉(2007)を一部加筆しみずほ銀行産業調査部作成

⁴⁸ その後 90 年代に掛けて生産人口比率の増加が一時的に減速する局面が看取されるが、これは「大躍進」期の人口減少世代の出産期に当たる。

⁴⁹ “World Population Prospects: The 2010 Revision,” United Nations Population Division, June 2011.

⁵⁰ 労働人口の増加速度低下と対比して経済成長の減速が緩慢な要因として、大泉(2007)は農村から都市へと若年労働者が移動することによる「都市の人口ボーナス」という概念を提示している。但し、国全体としての人口動態が少子・高齢化に向かう以上、都市もそれに遅れてボーナス期を迎えることは明らかであろう。

軒並み速い高齢化を遂げるアジア各国

これらの定量的な影響を見通すのは容易ではないが、その一助として国際比較を通じてインパクトの相対感を測ってみたい。まず、高齢化の速度を測るうえで一般的に用いられる、65歳以上人口が全人口の7%になってから14%になるまでの年数(倍化年数)を見てみよう。欧州先進国ではフランスが115年、英国が47年、ドイツが40年であるのに対し、日本では僅かに25年という短期間であった。これに対し、今後14%に到達が見込まれるアジア各国について見ると、タイでは23年(2001年→2024年)、シンガポールでは20年(1999年→2019年)、韓国では18年(1999年→2017年)と何れも日本より更に短期間で到達が見込まれるなか、中国でも日本と同じく25年(2000年→2025年)であり、アジア新興国のなかでは比較的緩やかな部類に属するものの、欧州各国に比べれば相当に早いペースでの高齢化が予想される状況にある。また、単年ベースの労働人口増加率と全人口増加率の差分を取ってみると、日本が00年代後半に▲1.3%、韓国では2020年前後に▲1.5%、シンガポールが2020年代にかけて▲1.5%程度でピークを記録するのにに対し、中国でも2030年前後と2050年前後にかけて最大▲1.1%程度のピークを迎える見通しである。以上を踏まえて今後の政策対応を考えるとすれば、高齢化率14%時代に突入する2030年前後に向け、加速度的に高齢化が進展していく様な環境を前提とすることが求められよう。

目先の少子・高齢化はほぼ回避不可能。所与として対策を講じる必要

因みに、今後の出生率⁵¹反転の可能性についても状況は容易ではない。急激な少子・高齢化の進展が確実視されるような状況のなかで「一人っ子政策」が堅持されている背景について、津上(2013)は①政府内で依然として人口増が悪とされ、抑制策に対する批判がタブー視されている可能性、及び②政策執行を担う計画生育委員会にとって「一人っ子政策」の堅持が既得権益化している⁵²可能性、の二点を指摘しており、短期的な制限撤廃に対しては不透明感が強い。また仮に人口抑制策が撤廃されたとしても、出生率が回復するかどうかはまた別の議論である。出生率決定の要因は完全に解明されているとは言えないが、所得の上昇、ジェンダー間の不均衡撤廃、高学歴化といった社会的発展も要因として指摘されており(河野(2007))、既に一人当たり総生産で相応の水準に到達している中国の低出生率の原因を産児制限のみに帰するのは無理があるものと思われる⁵³。加えて、既に人口抑制策が導入されて30年が経過していることや産み分けによる偏った男女比に伴う負の人口モメンタム⁵⁴の可能性、出生率が上昇した場合に予想される労働人口比率の更なる下押しなど、人口動態とそのマイナス影響への対処は極めて厳しい道りであると言わざるを得ず、短期・中期的な時間軸においてはこれを所与として受け入れる必要がある。

⁵¹ 津上(2013)によれば、中国の2010年における合計特殊出生率は1.18という低水準であった。

⁵² 特に財源が欠乏しがちな下級政府において、「一人っ子政策違反に課される罰金は貴重な収入源となって」(津上(2013))おり、それが既得権益化している、という指摘である。

⁵³ 出生率の低下が中国のみの問題ではなく、同等の発展を遂げている東南アジア各国においても共通の課題となっていることもその証左となろう。

⁵⁴ 全人口に占める生殖可能年齢の女性の数の多寡により、出生率が置き換え水準を達成しても一定期間人口増加(プラスのモメンタム)もしくは減少(マイナスのモメンタム)が続くことを指す。また、中国の男性/女性の比率は1.052と高水準であり、年齢分布で見ると女性比が小さいこともモメンタムをマイナスの方向に導く要因となる。

IV. 対応

前章で中国債務問題の構造を把握し、将来を見通すための材料を幾つか検討した。本章では、債務問題の背景を成す構造的要因の解消に向け、今後必要と思われる代表的な施策の方向性について列挙したあと、そうした改革が行われるための条件を探るべく、中国の意思決定システムの現状について簡単に分析する。

IV.1 政府債務問題への処方箋

国有企業改革。中国経済のなかで依然として高いウェイトを占める国有企業のガバナンス改善は、全体の投資効率を引き上げるための一丁目一番地である。国有企業が政府の意向に従って経済的合理性に欠ける資源配分を行うことに加え、城投債の項で触れた様に、国有企業に対して政府が優先的に事業認可を与えたり有利な条件で土地を売却したりといった行為によって市場が歪められることが、国有企業の経済活動による最大の弊害である。これを踏まえれば、資源配分の効率化をもたらす国有企業改革の本質とは、企業の意思決定を政府から独立させ、政策執行と企業運営を分離するとともに、政府も国有企業への利潤幹旋を行わない体制を構築することであると言える。そのためには、党が経営層人事権を手放すとともに、政策執行手段として国有企業を活用することを控え、他方で企業側では政府の優遇がなくとも生き残れる収益性を確保することなどが求められよう。これは林(2012)の言う企業の「自生能力⁵⁵」の確保と「政策的負担」の除去が民営化の前提である、という議論とも整合的と思われる。

昨今の動きで言えば、国家内の独立国とも言われた鉄道部の解体は大きなトピックではあるが、これは高速鉄道事故や汚職という失策への対処という側面もあったものと推測され、今後も改革が進むか否かは予断を許さない。

金融システム改革。資金面における資源配分の非効率を解消するためには、効率的な部門へと資本を分配するための金融システムの存在が必要となる。労働力余剰・資本不足な経済においては、金融部門を市場に任せず、将来的な波及効果が高い産業分野へと資本の重点投下を行うことは妥当されるが、中国の状況は既にそこから大きく乖離している。労働力人口が近々ピークを打つことは前節で触れた通りであるし、高い貯蓄率と膨大な外貨準備は十分な資本を供給するに足りるものであると思われる。さて、資源配分の効率改善を目的としたとき、金融システム改革のゴールは金利の自由化となるが、そこに向けて乗り越えるべき課題として、例えば銀行の利鞘の縮小や、信用リスクの増嵩が挙げられよう。

金利自由化により、当然ながら貸出金利・預金金利の両面で競争が起こることが予想されるが、これによって銀行の利鞘が縮小し、銀行の収益が圧迫さ

⁵⁵ 「自生能力」とは、「開放的で自由で競争的な市場の中で、正常に経営されている企業が、外部の支援と保護がなくても、社会的に許容される正常な利潤を得る能力」として定義されている。

れることとなる。反面、利鞘の縮小を嫌って高金利の融資に注力すれば、否応なく不良債権化のリスクを抱えることになる。これを防ぐための手段として、例えばガバナンスの強化を通じて過度のリスクテイク等に対する牽制機能を完備することや、調達・貸出の両面における商品差別化を図ることに加えて、審査能力の向上も非常に重要な役割を果たそう。リスクに見合った金利の設定が金利自由化の要諦であって、間接金融が重要な役割を果たしている中国の金融システムにおいては、マーケットメーカーとして銀行が担うべき責任は重い。審査能力の欠如によってリスクと金利が乖離することになれば、結局資金の効率的配分という目的は達成出来ず、金利自由化の意味が失われてしまうことになるだろう。既に貸出金利については規制の撤廃が発表されたが、金利自由化とともに上述の様な対応がなされなければ、金融システム効率化というゴールは画餅に終わるリスクがあると思われ、今後の動きを引き続き注視する必要がある。

勿論、目先の懸念としてはシャドーバンキング部門の拡大に伴う中国金融システムのリスクも無視出来ない問題である。本稿では政府債務を中心としながらその周辺要素の一つとしてシャドーバンキング部門に触れたに留まるが、中国の急激な信用拡大を支える同部門は中国金融システムにおける大きな脅威となっている。問題の根治には情報開示の不足や信託・理財商品運用者によるモラルハザード等への対処といった抜本的な制度設計が必要であり、当面はこちらが重要な政策課題となるものと見られる。

地方政府の土地財政。地方政府債務の発生は、過度の投資がその大きな要因となっていることは指摘した通りであるが、それと同等に重要な論点として地方政府の財源問題が存在する。現在の中国においては、地方政府の税収は支出に対して大幅に不足しており、中央からの資金分配に依存する構造にある。また、一部地方政府による限定的な債券発行を除いては独自の資金調達は認められていないものの、国有地の売却代金が地方政府の歳入として計上される仕組みが導入されている。この制度を背景に、地方政府は財政規模を拡大すべく土地の売却に邁進しており、近年は国有地売却収入が年間約3兆元、地方政府本級歳入の5割近くにもものぼる⁵⁶。これによる最大の弊害は効率を無視した土地の乱開発である。ゴースタウン発生の問題は前述した通りであるが、そこにはゴースタウンの開発であっても土地さえ売れば歳入が拡大出来る地方政府の思惑も働いている。加えて、中央政府が不動産価格の抑制に躍起となるなか、地方政府としては土地価格の上昇を図る誘因を持つ、という利益相反も発生するし、更には歳入が不安定な不動産価格に連動することによる財政リスクの上昇も懸念される。勿論、単純に土地売却益のみを取り上げれば歳入に大きな穴が開くのであるが、土地売却収入が失われた後の財源についてはここでは議論の対象とせず、以上の諸問題点を指摘するに留める。

⁵⁶ 2012年の地方財政は、本級収入が6.1兆元、中央からの補助が4.5兆元で一般予算は10.6兆元となり、これに基金予算収入として国有地売却収入2.9兆元が加わる。2011年の国有地売却益は3.3兆元であった。

年金システム改革。「空帳」問題に顕著に見られる通り、中国の年金システムは現行制度のままでは持続可能性に疑義が生じる虞がある。今後の少子・高齢化の進展を見据え、手遅れになる前に年金システムの改善を図る必要があるものと思われる。一般に、年金の持続可能性に疑義がある場合には、有効な対策は4つのみであり、即ち、①給付金額の削減、②給付開始時期の後ろ倒し、③徴収率の引き上げ、そして④経済総生産の拡大、である(Barr(2013))。加えて中国においては、地方政府による運営裁量の強さが問題を招いている側面もあることから、改革をスムーズに進めるためには中央への集権化も一つのメルクマールとなる。足許の動きとして、若年労働者の加入増加を通じた年金基金収支の改善を図る動きもある様に見受けられるが、これは未来の受給者増加という側面も持つことから弥縫に過ぎないものと思われる、より踏み込んだ改革が望まれる。

分配改革。中国が投資依存の成長を追求せざるを得ない背景には、経済規模に対する消費市場の不足が存在し、その要因の一つとして富の偏在があることは先に論じた通りである。消費の底上げに向けては、労働分配率の引き上げや税制・社会保障制度による再分配機能の再設計も必要であるが、それと並んで重要なものに「隠れ所得」・「灰色所得」と呼ばれる問題への対処が挙げられよう。これらは政府高官や富裕層等が主に不正な手段を通じて獲得し、統計上捕捉されない類いの収入を指す概念であり、実態として上位10%が統計の3倍にも及ぶ所得を得ている、との分析も存在する⁵⁷。こうした不法な配分の歪みを是正することは、消費主導経済への重要なステップとなる。

IV.2 改革を阻害するもの

今後の問題解決に向けて重要な施策を5点指摘したが、最後にそうした手立てが現状なぜ打たれていないのか、今後の見通しはどうか、という観点で考察を行いたい。ここでは本質的な要因が中国の統治システムに存在するという理解のもと、問題を生む構造について簡潔に論じる。

中国の経済発展は
漸進的な体制移行
が奏功

中国の統治モデルは、新中国建国以来の全体主義・社会主義的システムから、改革・開放という市場メカニズムの導入とそれを追う形での脱個人主義・集団指導体制の確立、脱イデオロギー化により、開発独裁的な色彩を持つものへと転換を遂げてきた⁵⁸。他方、体制移行の観点から見れば、旧ソ連・東欧のショック療法的な道筋とは一線を画した漸進的モデルを採用したと整理されており、後の対照的な経済的パフォーマンスから「ワシントン・コンセンサス」に対抗する「北京コンセンサス」、或いは「中国模式」として賞賛を受けることとなった。他の体制移行国に比した中国経済好調の要因についてはここでは議

⁵⁷ Wang and Woo(2010)は、独自標本とエンゲル係数を用いた灰色所得の推計を行い、2008年の試算値として上位10%が統計値の3.2倍に及ぶ所得を得、灰色所得は同じく上位10%層に60%超が集中している、としている。またその背景として、職権濫用、公共投資と腐敗、土地売却収入の横領、独占企業収益の配分、の4点を挙げる。

⁵⁸ 唐(2012)は権威主義政治体制・混合経済体制の組み合わせを開発独裁と定義し、中国や過去の台湾・韓国などを例示する。また毛里(2012)は、東南アジア開発独裁国家と中国の類似性を指摘するとともに、鄧小平後の中国を「もっぱら開発だけをめざす…『開発体制』」とする。中兼(2012)も同様に、「『資本主義経済体制+権威主義政治体制』を開発独裁体制と定義するなら、中国のいまの体制は十分開発独裁と呼ぶに値する」と述べている。

論の対象外とするが、何れにせよ統治体制の存置や緩やかな市場化・民営化、公有制の維持、といったあたりに中国における体制移行の独自性があると見られている。

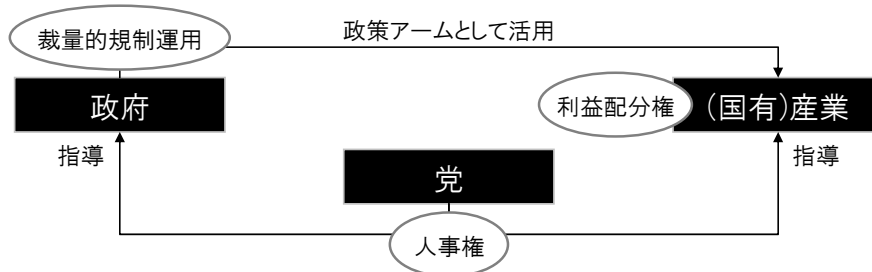
改革の停滞・逆行は漸進的移行のツケ

一方で、斯かる漸進的移行に伴う弊害が近年、散見される様になってきた。先に見たとおり温存された国有企業や市場化の遅れが、資源配分の非効率などで中国経済を蝕む結果となっているのはその好例と言えよう。中国が引き続き成長を続けるためには、市場・民間活力の活用や所有制等の領域で更なる改革を進めることが必要とされ、これは中国政府も十二分に認識しているものと思われる⁵⁹。しかしながら現実はその対照的に、「国進民退」に顕著な通り国有部門のプレゼンスが増し、改革が逆行している状況にある。

漸進的であるが故の既得権益層による抵抗

では何故、改革の動きが停滞乃至逆行しているのでしょうか？ 関(2013)はその要因を、「計画経済から市場経済への移行過程で作られ出された既得権益集団が、より一層の変革を阻止し、…自分の利益を最大化する」行動を取ることに求めている。同様に中兼(2012)も、「既存の制度とそれに密接に結びついた分厚い既得権益層がある」ことにより、「制度改革の積み重ねである体制移行が、…あるところで止まってしまっている」とする。移行が漸進的であったが故に、移行の途中で既得権益層が形成され、過渡期の制度が既成事実化し、その維持が自己目的化しているのである。

【図表 7】 国家資本主義の構造



(出所) 中兼(2012)等よりみずほ銀行産業調査部作成

抵抗の結果として残るやりにくい改革

現下の中国における既得権益層とは、党・政府の幹部と、それと表裏一体を成す国有企業、就中市場を独占するような企業であって、これら政府・官僚・企業が癒着して改革に抗しているのが現状と言える。実際、政府の上層部、国有企業の幹部、場合によっては民営企業の幹部も皆共産党員というステータスを持ち、特に大手国有企業では先に述べた通り党が人事権を握っているものであって、党の求心力のもとでこれらが一体となって官製資本主義、或いは国家資本主義と称される構造を形成している。官製資本主義においては、政策裁量を梃子とした経済的利潤が体制の求心力となり、政策立案は社会上層部の利益に重きを置きながら行われることになる。それ故、既得権益層の利

⁵⁹ 例えば 2030 年の中国を見据えて数多くの改革案を提示した IBRD(2013)は世界銀行と國務院發展研究センターとの共著であるし、中央政府が民間企業の参入を促す様な意見書を作成していることは前述した通りである。

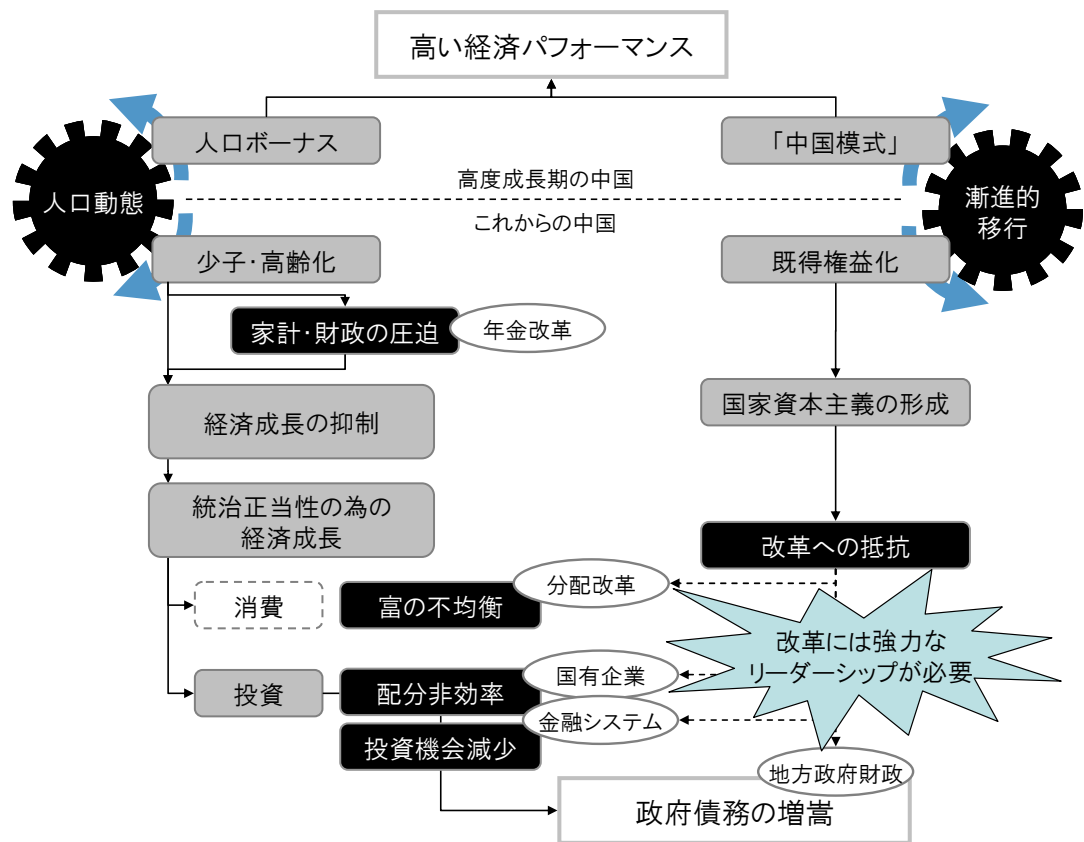
害を調整する必要が生じる困難な改革が後回しにされ、そうした「やりにくい部分が残ってしまう」(関(2013))傾向にある。

抵抗を打ち返す強力なリーダーシップが求められている

先に述べた改革の多くは、既に多くの分析において指摘されているものばかりであり、正しくこの「やりにくい部分」の本丸であると思われる。そうであるならば、今中国に求められているのは既得権層による抵抗を打ち返し、「やりにくい」改革を着実に実行していくための政治的リーダーシップであろう。従って改革の今後は、最高意思決定機関が7人の政治局常務委員による多数決であり、また旧世代の指導者の意向も無視できないなかで、改革を一気呵成に進められるだけの支持基盤を持った強力なリーダーが登場するかどうか、にかかっていると思われる。

以上の議論を踏まえれば、前節で述べた様な改革実行への道程は容易ではない。引き続き落としどころを探りながら漸進的な改革を積み上げていくことになるのか、或いは強力なリーダーシップが現れて大胆な変革が行われるのか、現時点で先を見通すことは困難であるが、何れにしても政府債務問題の解消、ひいては中国の持続的な成長のため、確固たる決意で改革の歩みを進める必要があるものと思われる。

【図表 8】 中国の抱える課題



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

V. まとめ

本稿では中国政府の債務問題を切り口として、中国が抱える課題と考えられる対策について論じ、先行きを占う上での視座を示した。結論として総括するならば以下の5点となる:

1. 中国政府の抱える債務は、「隠れ債務」と呼ばれる部分を含めて国内総生産の6割程度と推計されるが、これは債務水準の国際比較等に鑑みれば、必ずしも危険な水準とは思われない。
2. 但し、その発生要因は資源配分の非効率、投資に依存せざるを得ない経済構造、成長を支えざるを得ない政治体制、中長期的に略確実視される少子高齢化の進展、といった構造的要因に起因しており、また地方国有企業や個別プロジェクトの債務がリスク負担能力の低い経済主体に存在していることは予期せぬ混乱を生む可能性を秘めている。
3. 斯かる構造的要因の解消のためには、中国がこれまでの漸進的改革で積み残してきた「やりにくい」部分に手をつける必要がある。
4. 漸進的改革によって蓄積した既得権益層による抵抗は強力であり、斯かる重大な改革の実行には強力な政治的リーダーシップが求められる。
5. 中国における事業環境を見る上では、金融システム問題等に関連した短期的な混乱リスクに意を払う必要がある一方、政策の動静が中長期的な発展を左右することにも留意すべきと思われる。

中国の成長を支えた人口・漸進的移行という二つの歯車が逆回転

中国は改革・開放以来30年間に渡り、人口ボーナスと漸進的体制移行を通じて目覚ましい経済成長という果実を享受してきた。その二つの歯車が今、人口オナーナスと改革の停滞・逆行という形で逆回転を始めている。本稿で取り上げた政府債務問題はその一つの症状に過ぎず、同様の問題は既に各所で噴出を始めている状況にある。

繰り返しになるが、本稿で取り上げた政府債務問題について言えば、絶対水準等から見て徒に危機を煽るべきではないと思われるものの、多様な構造的問題を内在していることに鑑みれば看過して良い問題でもない。またわが国を始めとするアジア諸国を中心に対外問題をも抱えており、予期せぬ事態が発生するリスクが低いとは言えない状況にある。

しかしながら、事業を営む立地として中国を見れば、人件費を始めとした操業コスト等の上昇はあるものの、「世界の工場」と言われた重厚な産業集積は未だに健在である。また既に世界有数となった消費市場も更なる拡大を展望している状況にあり、海外展開を進めるわが国産業にとって、巨大な隣国は引き続き重要な位置を占め続けている。付き合い方が難しい局面ではあるが、各種リスク要因に目を配り、それらを如何にヘッジしつつ、中国の持つ強みをどう活用していくか、が問われている。

本稿に関する問い合わせ先:

産業調査部香港調査チーム 遠藤 宏(hiroshi.endo@mizuho-cb.com)

【参考文献】

- 大泉啓一郎(2007)「老いてゆくアジア」中央公論新社
- 片山ゆき(2012)「中国の年金制度」年金と経済、Vol. 31, No. 1 2012年4月
- 川瀬晃弘・木村真(2009)「年金債務から見た2004年年金改革の評価」経済分析 181号 2009年
- 桑田良望(2012a)「中国の金融制度と銀行取引 2012年版」みずほ総合研究所
- 桑田良望(2012b)「外資系企業に対する中国の外貨管理 2012年版」みずほ総合研究所
- 河野稔果(2007)「人口学への招待 少子・高齢化はどこまで解明されたか」中央公論新社 2007年8月
- 津上俊哉(2013)「中国台頭の終焉」日本経済新聞出版社
- 中兼和津次(2010)「体制移行の政治経済学」名古屋大学出版会
- 中兼和津次(2012)「開発経済学と現代中国」名古屋大学出版会
- 三浦有史(2007)「中国の年金制度 一分岐点を迎えた改革の行方」環太平洋ビジネス情報 RIM 2007 Vol.7 No.25
- 三浦有史(2013)「投資効率の低下が顕著な中国経済 ー習近平体制下で「発展方式の転換」は可能かー」JRIレビュー 2013 Vol.3, No.4
- 三浦祐介(2011)「中国における地方政府債務問題の現状と展望」みずほアジア・オセアニアインサイト、2011年9月
- みずほ総合研究所 (2009)「中国『4兆元』の経済対策の考察」みずほアジア・オセアニアインサイト、2009年1月
- 毛里和子(2012)「現代中国政治 第3版」名古屋大学出版会 2012年5月
- 西南財経大学(2013)「中国家庭収入差距報告」西南財経大学中国家庭金融調査与研究中心
- 関志雄(2013)「中国 二つの罍」日本経済新聞出版社
- 羅歆鎮(2011)「中国高度経済成長及びその制度的要因」東京経大会誌第271号、2011年11月
- 鍾仁耀(2002)「中国の公的年金保険制度の財政方式に対する検証」海外社会保障研究 Spring 2002, No. 138
- 唐亮(2012)「現代中国の政治 ー「開発独裁」とそのゆくえ」岩波書店 2012年6月
- 岳梁(2006)「経済成長と体制移行における中国の政策金融制度についての考察」三田商学研究 第49巻第2号 2006年6月
- 林毅夫(2012)「北京大学中国経済講義」(劉徳強訳) 東洋経済新報社
- 鄭秉文(2012)「中国養老金発展報告 2012」经济管理出版社
- 何立新(2006)「中国都市部における公的年金制度改革と所得移転」アジア経済 2006年8月
- 中国社会科学院(2013)「中国影子銀行体系発展状況研究」
- Bai C., Hsieh C. and Qian Y. (2006) "The Return to Capital in China," NBER Working Paper Series No. 12755
- Barr N. (2013) "The role of the public and private sectors in ensuring adequate pensions – theoretical considerations"
- CLAIR(2003)「中国の年金制度改革」CLAIRレポート第249号 2003年10月 自治体国際化協会
- CLAIR(2007)「中国の地方行財政制度」各国の地方自治シリーズ第26号 2007年7月 自治体国際

化協会

- Gao Q. and Ying Q. (2012) “How does Hidden Income Affect Income Distribution? Evidence from Guangzhou, China,” 2012 年 8 月
- IBRD (2013) “China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society,” The World Bank and Development Research Center of the State Council
- IMF (2013) “People’s Republic of China, Staff Report for the 2013 Article IV Consultation,” IMF Country Report No.13/211, June 2013
- Qin D., Song H. (2007) “Sources of Investment Inefficiency: The Case of Fixed-Asset Investment in China,” January 2007
- Solidjanova N. (2013) “China’s New Income Inequality Reform Plan and Implications for Rebalancing,” U.S.-China Economic and Security Review Commission Staff Research Backgrounder, 2013 年 3 月
- Szamosszegi A. and Kyle C. (2011) “An Analysis of State-owned Enterprises and State Capitalism in China,” U.S.-China Economic and Security Review Commission
- Sin Y. (2005) “Pension Liabilities and Reform Options for Old Age Insurance,” World Bank Working Paper Series No. 2005-1
- UN (2012) “Trade and Development Report, 2012 Chapter III Evolution of Income Inequality: Different Time Perspectives and Dimensions”, United Nations
- Walter, C. and Howie, F. (2011) “Red Capitalism” John Wiley & Sons (Asia)
- Wang X. and Woo W.T. (2010) “The Size and Distribution of Hidden Household Income in China,” 2010 年 10 月
- Wang Y., Xu D. and Zhai F. (2000) “Implicit Pension Debt, Transition Cost, Options and Impact of China’s Pension Reform – A Computable General Equilibrium Analysis,” World Bank Policy Research Working Paper series
- Zhang J. (2003) “Investment, Investment Efficiency and Economic Growth in China,” Journal of Asian Economics Vol. 14

【中国政府文書等】

- 温家宝(2013)「2013 年政府工作報告」
- 國務院(2005)「国务院鼓励支持非公有制经济发展的若干意见」(国发[2005]3 号)
- 國務院(2010a)「关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见」(国发[2010]13 号)
- 國務院(2010b)「国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知」(国发[2010]19 号)
- 國務院(2013)「国务院批转发展改革委等部门关于深化收入分配制度改革若干意见的通知」(国发[2013]6 号)
- 國務院办公厅(2011)「国务院办公厅关于做好地方政府性债务审计工作的通知」(国办发明电[2011]6 号)
- 財政部(2013)「关于印发《2013 年地方政府自行发债试点办法》的通知」(财库[2013]77 号)
- 審計署(2011)「全国地方性债务审计结果」(2011 年第 35 号)
- 審計署(2013)「36 个地方政府本级政府性债务审计结果」(2013 年第 24 号)

©2013 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、複製、写真複製、あるいはその他如何なる手段において複製すること、弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

MIZUHO



OneMIZUHO
未来へ。お客さまとともに

