

欧米政府債務問題の長期化と中国の財政リスク

China's Fiscal Risk under Lengthening of Western Countries' Sovereign Debt Crisis

甘 長青

Changqing Gan

【要 約】

この頃、中国経済の先行きに内需と輸出の両面で不安が広がっている。不公平な富の分配や、貧弱な社会保障による国民の将来不安が消費拡大を妨げる一方で、政府債務問題に起因する欧米経済の不振が中国の対外輸出にブレーキを掛けている。また無人島を巡る日本との緊張が続き、外資の生産拠点が東南アジアなどに移る動きが加速すれば、雇用や消費にも影響が出かねない。成長減速傾向が鮮明になったことを受け、中国当局は金融緩和やインフラ投資のスピード認可など景気の下支えに動き出したが、地方政府絡みの不良債務が再び増加に転じる恐れもある。長期化の様相を見せる欧米債務問題は中国経済に2、3次的な影響を及ぼした場合、かつて同国の新華社が皮肉するところの「財政赤字中毒症を患ったように見える」アメリカを始めとする西側諸国と一線を画することができるのか。本稿では、欧米の債務問題は長期化する中で、中国政府の財政リスクを考察してみる。

キーワード：欧米政府債務問題、中国の財政リスク、地方政府性債務、土地財政、社会保障

1 はじめに

中国政府は 2012 年予算において、中央と地方を合わせた国家財政支出を過去最大の 12 兆 4300 億元（1 元≒15 円）計上したものの、対前年比の伸び率は 14.1%増と 04 年以降では最も低い。中央と地方政府は計 8000 億元（国内総生産＝GDP 比は 1.5%）の財政赤字を見込んでいるが、前年予算に計上した額を 1000 億元分下回っている。

また、「積極的な」財政政策の継続を予算編成の基本方針と位置付けながらも、その中心は構造的な減税政策の推進¹⁾、支出構造の最適化（民生向上のための支出増を図りつつ、不要な支出は抑制）である。他方、公共投資関連については明確な言及がなく、従来の量的拡大から質の向上を目指すという政府の経済発展戦略の転換加速という表現も使われていることから、景気対策の観点で支出規模を膨張させたくない意向が看取される。

中国の財政政策を巡っては、かねてから国際通貨基金（IMF）や世界銀行などの国際機関が、社会保障支出の拡大を通じて国民の予防的貯蓄を減らして、消費を促す必要があると助言してきた。

IMF の世界経済見通し（WEO）データベース（2012 年 10 月）によれば、中国の中央と地方政府を合わせた一般政府全体の債務残高の対 GDP 比は、2012 年末に全世界の平均値（81.3%）を大幅に下回る 22.2%にとどまると見込まれている。

他方、野村資本市場研究所が 2012 年に行った調査²⁾によれば、11 年末時点で中国の国債や地方債を保有しているのは、主に中国国内の商業銀行と政府部門で、外国の中央銀行や機関投資家などによる引き受けは取るに足りないほど少ない。

では、中国経済が欧米の政府債務問題の長期化に悩まされながらも、政府当局は保守的なスタンスを貫く予算を編成したのは、なぜだろうか。世界第二位の経済大国にして、最大のモノの貿易大

¹⁾ 例えば、中小企業に対する企業所得税優遇策の継続と適用範囲の拡大、売上に課税する営業税から仕入額控除後に課税する増徴税（付加価値税）への転換等を含む。

²⁾ 詳しくは、日本の財務省の委嘱を受けて、野村資本市場研究所が、大量の文献調査に加え、現地出張も含めたインタビューを踏まえてまとめた労作「中国の国債・地方債制度及び取引市場に関する調査」をご参照ください。

国でもある中国の財政上のリスクは、どの程度のものかを考察するのは本稿の主な目的である。

2 欧米債務問題の長期化と中国の憂うつ

(1) 「世界の銀行」兼「世界の市場」の中国

米欧日先進国の今は、総じて言えば政府の信用リスクの増大、不安定な金融・為替市場、衰える成長の勢いというリスクな局面を迎えている。

そうした中、これまで「世界の工場」と形容されてきた中国は、巨額な外貨準備（中国人民銀行〔中央銀行〕によれば、2012年末時点で、世界最大規模の3兆3115億8900万米ドル）をバックに、「世界の銀行」という新たな役を引受け始めた。

米国財務省の発表によると、2012年末時点で中国の米国債保有残高は1兆2028億ドルで、米国の「最大スポンサー」としての立場は健在である。

欧州も中国に救済を求めてきた。ユーロ圏債務問題の広がりを受けて、IMFが2012年夏に拡大した総融資枠4560億ドルのうち、中国が出した430億ドルは欧州域外では日本に次ぐ規模を誇る。

確かに生産コスト高騰などで、中国は数年前から「世界の工場」としての使命に陰りが見え始めた。しかし、中国は「世界の市場」としての役割をとっくに見付けている。通貨人民元の切上げ³⁾もあって、中国の購買力は存在感を増してきている。今後、賃上げの流れが定着すれば、消費者の可処分所得も中・長期的には伸びていくだろう。

(2) 主要貿易相手の債務問題の意味するところ

とはいえ、昨今の中国は、金融システムや国際的なサプライチェーンなどを通じて海外との相互依存関係が強まりつつある。世界経済全体の見通しが益々不透明になるなか、かの中国も怯えながら、ユーロ圏の債務問題や米国の債務上限引き上げの成り行きを、固唾を呑んで見守るしかない。

目下、欧米では消費が停滞し、投資や輸出の不振を補い切れていない。日本も過剰な公的債務を抱えるがゆえに、低成長に陥りやすい。先進国の

ふがいなさを横目に、ここ数年、中国は目覚ましい経済パフォーマンスを見せてきた。今年1月に公開されたIMFのWEO改定版によると、最近の景気減速を考慮に入れても、中国の実質GDPは2007～12年の間に55.8%拡大している。この数字はもしかしたら、中国経済は先進国からのデカップリングが進んだことを示唆するだろうか。

もっとも、これからの中国は労働力減少、高齢化、社会的サービスの絶対不足、所得格差の拡大などごく普通の開発途上国が抱える様々な問題に真剣に取り組んでいかねばならない時代がやってくるに違いない。今後の経済発展の障害は、国内にいくらでもある。そうした中、仮に輸出相手国の多くが再び深刻な不景気に陥った場合、中国はかつてのように信用などで賄う公共投資の激増により、外部ショックを相殺できなくなるだろう。

もちろん、中国指導部も自国の課題を認識している。数年前から政府当局は、輸出の伸びに余り依存しない新たな経済成長モデルを模索すべく、内需の拡大を明確な政策目標として掲げている。

(3) 中央政府の笛に踊らされてきた地方政府

リーマン・ショック後の世界金融危機の時、中国政府が計4兆元の景気対策を打ち出し、経済の低迷を食い止めた。当時としては、成長失速防止には「背に腹はかえられない」というところか。しかし、その後遺症は今でも尾を引いている。

かの4兆元のうち、中央政府の財政支出は、1兆1800億円となっており、地方政府や国有銀行などが残りの分を負担した。中央政府に号令を掛けられた形で地方政府が競い合って発表した投資計画の総額は、計20兆元を超えるほど過熱していた。

近年、明るみになった地方政府絡みの債務問題（地方政府性債務）は、中央政府がかの景気対策の負担の一部を地方政府側に押し付けたことが主なきっかけだとのコンセンサスができています。

周知の通り、中国の地方政府は住民から強制収用した土地を独占支配しており、潮時を待って区画を少しずつ競売に付して利益の最大化に走ってきた。「如何に貧乏人からカネを効率的に巻き上げることにしか興味が無い」と酷評されるほど、地方政府幹部は、清廉潔白に程遠い存在である。

³⁾本部はスイスのバーゼル国際決済銀行（BIS）によると、中国は2005年7月の為替制度改革以来、通貨人民元の実質実効為替レートは既に30%以上も上昇している。

それでも、中国の地方政府は恒常的に財源の不足⁴⁾に悩まされながらも予算法上の規定により、直接の債券発行や銀行融資といった形での借金が原則上できない。リーマン・ショック後、中央政府が指示した各種の建設プロジェクト向けの資金を調達するために、多くの地方政府は上記制約の下で、迂回融資に依存するようになった。具体的には、融資プラットフォーム会社⁵⁾（「地方融資平台」）を設立し、地方政府に代わって銀行などから融資を受け、インフラ整備や住宅開発などを幅広く手掛けていた。実際、2009～10年頃の住宅上昇局面では、会社が営業利益と銀行融資を元手に事業を加速させることができ、地域経済の牽引役にもなった。この旨みの多い商売を知ると、地方政府は土地開発権を次々と融資の担保に差し出した。銀行側も何らかの原因で担保の価値が損なわれることは、想定していなかったようである。

その意味で、後に庶民が手を出せないほど高騰した不動産を引き下げるために、中央政府が2010年から逐次打ち出した住宅購入抑制策は地方政府と銀行の両方に不意打ちを食らわすことになる。

このように、中央政府は、地方側に十分な財源を与えずに事業の拡大を指示したことが地方政府性債務の病根である。言い換えれば、地方の支出の多くは本来なら中央が負担すべきものである。

無論、地方政府自身の問題もある。住民の意思が行政運営に反映されないばかりか、各種チェック機能の不在に起因する過剰投資衝動や、歳出の非効率性、経済成長一辺倒、いわゆる「箱物」への偏重など債務負担増の要因は数えきれない。

(4) 中央・地方政府間の歳入歳出ミスマッチ

中国財務省の今年1月の発表によると、2012年の地方税収は4兆7317億元（速報値。以下同）と

なった。前年実績より15.1%増えたが、伸び率自体は2011年の25.7%を大きく下回った（表1）。

表1：近年の地方政府歳入の伸び状況

年別	税収(億元) 伸び率 (%)	非税収入(億元) 伸び率(%)	土地使用権譲渡(億元) 伸び率(%)
2008	23,255.11 20.8	5,394.68 24.9	未詳
2009	26,157.44 12.5	6,445.15 19.5	未詳
2010	32,701.49 25.0	7,911.55 22.8	30,108.93 未詳
2011	41,106.74 25.7	11,440.37 44.6	33,172.90 10.2
2012	47,317 15.1	13,760 20.3	28,517.00 -14.0

出所：中国財務省公表データより筆者作成。

他方、地方レベルの罰金などの非税収入は、前年決算より20.3%増の1兆3760億元に上った。地方政府の各部門が違法行為などに対する取り締まり強化などで罰金収入を増やした結果、税収を上回る伸びを見せることができた。しかし、それでも伸び率は前年の44.6%から大きく落ちている。

地方政府にとって、税収や非税収入など正規財源のほか、土地使用権（定期借地権）の譲渡収入も重要な歳入である。中国財務省によると、地方財政に対する土地使用権譲渡収入の貢献度は10年ほど前から伸び始め、特にリーマン・ショックが起きた2008年秋以降の急増ぶりは目立っている。

中国財務省の「2010年地方政府基金収入決算」（11年7月）によれば、10年の土地使用権譲渡収入3兆108億9300万元が、新規建設用地有償使用費（全体の2.3%を占め、前年決算の1.13倍）、国有土地使用権譲渡金（同93.7%、同2.27倍）、国有地収益基金（3.4%、2.28倍）、および農用地開発資金（0.6%、1.33倍）の4項目の合計からなる。09年までの関係データが未公開だが、2010年では、土地使用権譲渡収入全体の9割以上を占める国有土地使用権譲渡金が前年の2.27倍に膨らんだことから、2010年の土地使用権譲渡収入が、全体として09年の2倍以上に急増したことが推定できよう。

また、2010年の土地使用権譲渡収入だけで、同年の税収3兆2701億4900万元（表1）の92%分にも

⁴⁾中国では、1994年に朱鎔基前首相（当時は副首相）の主導で、中央政府と地方政府の歳出入の範囲を画定する分税制が導入された。その後、地方では、経済成長と社会安定などを維持するための公共インフラ、福利厚生、教育、医療等の支出が急増し、財源不足問題が深刻化した。詳しくは甘 [2010] [2012] をご参照ください。

⁵⁾ 融資プラットフォーム会社を中心とする中国の地方政府の資金調達の仕組みについては、野村資本市場研究所 [2012] の25～27頁（PDF版）に詳しい説明がある。

相当する。この事からもわかるように、地方政府にとって、土地はまさに「金の生る木」である。2011年当初、大方の見解では中央政府の規制による地価下落などにより、地方政府の土地使用権譲渡収入が大幅に減るといったものであった。しかし蓋を開けてみれば、前の年より10.2%も増えた。

もっとも、政府規制が一層強化された2012年の土地使用権譲渡収入は前年より4455億9000万元、率にしては14%の大幅減少にとどまっている。

都市化を最重要課題に位置付けている今の共産党指導部の経済政策に従うためにも、地方政府はインフラ投資をはじめとする住民への公共サービスの拡大を続ける必要がある。ところが、自前の税収だけでは必要な財源を賄えないにもかかわらず、中央政府は必要なカネを拠出していない。結局、土地使用権譲渡収入に頼るか、又は土地を担保に金融機関からの借入れや債券発行等を軸とした民間からの資金調達に欠かせない。問題はいずれの方法も土地の価値向上が必要で、地方政府の懐具合の良し悪しは地価次第になっている⁶⁾。

(5) 地方政府性債務の増大に伴う金融リスク

また、地方政府は基本的に土地使用権の譲渡によって債務を返済するため、住宅価格が上がらなると銀行融資の不良債権化が進む可能性もある。

しかも、個々の地方政府が自らの債務の詳細を公にするのはごく稀である⁷⁾。地方全体の借金残高がどの程度か正確なところは分かっていない。

中国で政府機関と国有企業などの財務収支の監査を行う国家審計署（日本の会計検査院に相当）

⁶⁾ 地方政府の資金調達と地価との関係について、2012年12月27日付の日本経済新聞（電子版）記事「『過剰生産』と『土地神話』 ゆがむ中国成長路線」では、「中国の地方政府にとって大きな収入源は土地使用権の譲渡益だ。しかも、将来の土地収益を担保に、傘下の投資会社に債券を発行させ、外部資金を調達、インフラ投資などに充てている。前提は将来にわたり土地の価値が高まること。逆に言えば、『土地神話』が崩れると、資金調達スキームも回らなくなる」と仕組みを解説している。

⁷⁾ 中国共産党中央委員会の機関紙である人民日報の傘下の英字新聞・グローバル・タイムズの2012年12月27日付の報道によると、広東省広州市は、同市の債務残高は12年6月末時点で2414億元と明らかにした。地方政府が自ら債務の詳細を公にするのはこれが初めてという。

の2011年6月の発表によれば、10年末時点で全国の地方政府債務残高は10兆7200億元に上っていた。そのうち、銀行からの借入は計8兆4700億元と債務残高全体の79.0%を占めたという。

しかし、政府の統計数値にかかわらず、専門家の間では、隠された債務問題が中国の銀行システムの安定を崩す恐れがあると危惧する声が続出した。その後、経済成長が2011年に再び軌道に乗ったこともあって、中国政府は、一時国内の商業銀行による地方政府向けの融資を厳しく制限した。

だが、2012年に入ってから、経済の減速懸念が再び強まったことを受けて5月以降中央政府は成長促進に動き出し、地方の大型投資プロジェクトの承認件数を増やし始めた。それに伴って、地方政府の借入残高も押し上げられた可能性が高い。

実際、中国の証券保管振替機関である中央国債登記結算（CCDC）の今年1月の発表（以下、特記のないデータは全て同社より）によると、地方政府系融資プラットフォーム会社による昨年の起債総額は計6368億元となり、前の年の2倍以上にも達した。また、昨年1～9月のインフラ整備向け信託融資は3760億元増えた。ちなみに前年同期は170億元減であった。なお、信託融資は中国の信用システムの中で規制が緩いことで知られる。

中国政府は地方政府の債務関連の詳しい情報を定期的に発表しておらず、上記のデータは全容を示すものとする向きもほとんどいない。ただ、多くの地方政府が景気減速と既存債務の返済圧力に対応しなければならぬなか、借入れを再び強化したことを示唆しているようには思える。

地方政府の起債の急増を受け、謝旭人財務相は昨年12月に、新規の起債を厳しく制限する姿勢を表明した。2012年12月27日付の北京発ロイターによれば、同日の中国英字紙チャイナ・デリーは中国財務省系のシンクタンクの金融研究チームのトップの話として、政府当局が地方政府の債務に上限を設ける制度を検討し始めたと報じている。

前出の国家審計署によると、地方政府が昨年償還する必要がある債務は1兆3000億元であった。だが、金融当局の方針でその返済は1年間先延ばしされた。具体的には、商業銀行は地方向け融資の大部分をロールオーバー（返済繰り延べ）の形

で処理した。再度の繰り延べを行わない限り、もともと2013年中に償還期限が来る分と合わせておよそ3兆元を債主に返す必要が出てくる。しかも地方政府系融資会社は、通常大幅なプレミアムを支払って資金を調達しているため、時が経てば立つほど返済すべき総額が大幅に膨らむ。最終的には、債務の返済リスクが商業銀行のバランスシートや不良債権に反映される可能性があるだろう。

債務が膨らめば、中国政府が経済成長を支えるために公共支出を増やす余地が狭まるほか、地方向け融資の返済繰り延べは、金融機関が民間部門に提供できる資金が減ることをも意味する。その結果、民間の経済活動（投資のための資金調達や住宅購入などの消費行動）に抑制的な影響を与えてしまう可能性がある。「クラウドファンディングアウト効果」というのは、まさにそういうことだろう。

3 金融システムのリスクは制御可能か

(1) 地方政府の巨大債務がコントロール可能か

前節で述べた通り、中央政府が景気てこ入れのため地方に公共事業への支出を大幅に増やすよう指示した。これを受け、地方政府が借入れへの依存度を強め、債務が膨大な額に膨れ上がった。

前出の野村資本市場研究所報告によれば、中国財務省は2011年8月に「地方政府性債務は全体的にコントロール可能である」との見解を示した。

その理由として、債務の規模が比較的小さいことや、融資プラットフォーム会社の債務整理が進んでいることに加え、次の四点を挙げている。

まず、2010年末時点での地方政府の債権者のほとんどは国内の機関と個人である。第二に、地方政府は経済発展に伴う財政収入の増加で返済能力が向上し、これを反映して債務の返済の延滞や不履行率も低い水準を保っている。第三に、地方政府は財政収入以外にも公共施設、土地、自然資源など多くの資産を保有しており、これらを現金化して返済に充てることができる。最後に、インフラ建設が地方経済と政府収入の拡大にも寄与でき、返済能力の向上にも役立っているという。

ちなみに、野村資本市場研究所の見解は、「中国当局は地方政府性債務リスクへの懸念を払拭す

る十分な根拠を示している」とのことであった。

また、米格付け機関のムーディーズ・インベスターズ・サービスは、2012年3月19日に公開したレポート「ウイークリー・クレジット・アウトLOOK」の中で、中国政府の債務負担率と赤字率はいずれも低い水準にあるとし、仮に現在の地方政府債務水準を今後5年間にわたって維持できれば、中国は引き続き高い経済成長率を続けられるとの見方を示した。また、中国のGDPに占める債務残高の割合が2011年の33%から、16年には21%まで負担が抑えられるとの予測を示した。

(2) 禁止されはじめた「シャドーバンキング」

しかし、地方政府が昨年、再び借入れを強化したことを受け、2012年のまずまずの経済成長率（7.8%）は、金融システムの安定性を危険にさらしてまで入手したのではとの懸念が広がった。

実際、中国財務省、経済企画当局の国家発展改革委員会（発改委）、人民銀行、銀行業監督管理委員会（銀监会）の4部門は、2013年の初めに連名で発表した声明の中で、地方政府による無許可の資金調達が増えていることを明らかにした。

なお、声明の目的は「財政・金融のリスクを未然に防ぎ、持続的で健康な経済発展と社会安定」としている。主な内容は、「直接又は間接を問わず、許可なく個人から資金を集めて公共投資を行うことを厳禁すること」「各級地方政府などが国有資産を担保に提供することや、企業に信用保証を付けることを禁止する」といったものである。

事の背景には、世界金融危機の時に、銀行などの融資が急拡大した後に、一転してインフレ抑制のために金融引き締めを強めた結果、中央当局のコントロールがそう簡単に及ばない「影の銀行システム」が大きく膨張してしまったことがある。

この問題について、2012年12月22付の日本経済新聞（電子版）記事「中国『影の銀行』、リスク要因に急浮上」では、以下のように伝えている。

「中国経済のリスク要因として、『影の銀行』（シャドーバンキング）が急浮上してきた。銀行とは別ルートの資金仲介手段の総称だが、明確な定義はなく、信託やファンド、ベンチャーキャピタル投資などが含まれる。免許制の銀行と違って

当局の監視が緩い。正確な概要は不明だが、その規模は 28兆元にのぼるとの試算もある。銀行総資産の22%、GDPの55%に相当する大きさだ。もちろん全てが問題含みというわけではないが、このうちの多くを占めるとみられる『理財商品』(Wealth Management Products、WMP)で実際に破綻が明らかになり、関係者を震撼させた。」

「WMPは通常、運用会社が組成して銀行が個人などに販売する。調達資金は地方政府や不動産会社、銀行の融資対象から漏れた中小企業などにまわる。元本は保証されず、ハイリスク・ハイリターンの典型だ。オフバランスのため、銀行がグループ内で組成して迂回融資の手段として活用する例も多いとみられる。」

中国では、これまで通常の銀行は、主に資本構造の中で最も弁済順位が高い部分、つまりリスクが低く利幅が薄い事業を手掛けてきた。一方、利幅こそ厚いがより弁済順位が低い債務には、投資信託等「影の銀行」の資金が大量に流れ込んでいる。もし人民銀行が景気刺激のために利下げに踏み切れば、影の銀行の資金調達コストも下がるので、ハイリスク商品に一層勤しむ可能性がある。それゆえ、当局は規制したのかもしれない。

なお、中国国内の報道によると、一部の専門家は、多くの銀行は隠れた自己勘定取引などを通じて、あるいは金融当局の資本規制にうまく適応できるように、自行のポートフォリオ(資産構成)を操作することで、伝統的な融資の伸び悩みを補おうとしているのではないかと見ている。要は、従来型の融資を超えたビジネスチャンスは銀行側は模索した結果、WMPに辿りついたのだろう。

他方、国民の間でここ数年、影の銀行システムを利用したWMPに対する熱狂が蔓延している。その背景には、いくつかの理由が考えられる。

たとえば、①闇市場で稼げるカネの急増、②マネーロンダリング(資金洗浄)に群がる汚職官僚、そして③預金口座から貯蓄者が得られる利息の少なさなどである。このうち、③については、自由な金融システムが導入されていない中で、主に規制下に置かれている抑圧された金融システムと高いインフレ率を反映し、中国の実質金利は見た目ほど高くないことによるところが大きい。

(3) 規制金利で易々と収益を上げられる大手銀

これまで政府当局に守られて「わが世の春」を謳歌してきた中国の銀行は、2012年にマクロ経済の低迷や、貸出金利の自由化といった悪条件に見舞われた。にもかかわらず、「2012年の上場銀16行全体の利益成長率は、15~20%に達する見通しで、純利益が1兆元を突破する可能性がある」と2013年1月9日付の中国の専門紙・中国証券報(電子版)が伝えた。ちなみに、2012年1~9月期の上場銀行16行の税引き後の純利益額は、前年同期比17%増の8128億元に上った。中国の上場企業(約2500社)の合計の54%を占めたほどである。

目を引くほどの高い収益を確保できる中国の銀行の最大の「強み」は、なんとといっても預金者に対して十分な支払いをしなくてよいことだろう。

中国では、金融当局は貸出と預金の金利水準を規制してきた。たとえば、2013年2月12日現在の基準預金レートは3%(1年物)、上限はその1.1倍の3.3%である。他方、返済期限が1年の融資の場合、基準貸出レートは6%、下限は基準の0.7倍の4.2%となっており、預貸金利ざや金融機関の収益の中核を成している。無論、規制には銀行経営を健全にし、金融システムの安定化効果があるだろうが、成長性の高い民営企業などに低利の資金が回りにくいなどの問題点もあった。

国内の資金需要は豊富なため、中国の大手銀は海外に出ていなくても、全土に張り巡らした店舗網をテコに容易く利益を上げられる。結局、当局が決めた預金金利の上限は、銀行に貯蓄家が本来預金で得られるはずのリターンを奪っている。

ここ数年、貯蓄家はこの理不尽な金融抑圧から逃れるため、2007~08年中頃までは株式市場、そして2009~11年頃は住宅市場に次々逃げ込んだことがまだ記憶に新しい。どう考えても、早急に銀行などの金融機関が自ら商業的な基準で融資判断を下し、貸出や預金の金利が市場の需給関係で決まるような仕組みの整備が必要であるだろう。

その意味で、中国政府は今年1月末、香港に近い広東省深圳市の前海地区で企業への貸出金利の自由化を試験的にはじめ、サービス業など新興産業に資金が流れ易い仕組みを作るなど改革に乗り出したことは、1歩前進と言えるかもしれない。

(4) 不良債権増もそれほど高くない金融リスク

当局の金融政策は、結局のところ大銀行に味方する背景には、中国独特の貯蓄過剰問題もある。

足元では、中国の貯蓄率（政府と民間の合計）は恒常的に GDP比50%を超えている。その貯蓄を預かっている金融システムは、流動性は高く、預金の受け入れは融資実行を補って余りある。

しかも銀行は、預金総額の約20%を中銀に準備金として預けている。そのため、銀行は支払い遅延やデフォルトなどに対処する上で有利だろう。なぜなら、期日を遅らせれば回収できるだろう問題融資を繰り延べたり、都合のよいタイミングで減損処理をしたりする余地が大きいからである。

確かにリスクやルールに対する銀行の傲慢な態度が経済にブレーキをかけた面もある。世界金融危機後の住宅バブル期に、地方政府系企業や不動産会社、不動産購入者に気前よく融資した銀行は、ここ2年の景気減速と住宅市況悪化で打撃を受けたが、不良債権をほとんど計上していない。公式統計によれば、商業銀行全体の不良債権比率は1%程度にとどまっている。だが専門家の間では、実際の比率は2~3%との意見が散見される。

それでも、地方政府絡みの債務増とその返済能力の悪化などに伴う融資リスクは、現段階ではまだ低いレベルに止まっているように見える。

実際に、米格付け会社ムーディーズは2012年11月に中国の主要商業銀行17行の信用格付けを維持し、「安定的」の先行き見通しを示した。

ムーディーズは、シャドバンキングの問題について、引き続き注意が必要だとしながらも、中国の銀行システムが厳しく監督管理されており、引当率や資本金の水準ともに高い点を強調した。

(5) 政府は損失隠しに長ける大手銀の最大株主

なにより中国政府が同国の金融システムの最後の守りである。大手銀行の最大株主である中国政府の公式債務残高はGDPの2割前後にすぎない。地方の借金などを加えれば、この債務比率はたとえ3~4倍になるとしても、支払い不能に陥る銀行の自己資本を増強するだけの財政的余裕がある。

実際に、昨年10月以降、中国の国有投資会社である中央匯金投資有限責任会社は、流通市場にお

いて、通算4回目となる四大国有銀行（中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行）の株式の買い増しを始め、現在に至っている。

これまでのところ、中国の銀行には与信上の問題を示す兆候は見られない。銀行は不良債権の簿外処理によって資産の質の深刻な劣化を隠しているのではないかと考える向きも少なくないが、万が一、銀行全体にシステミックな問題が生じた場合、中国政府の支援を得られる可能性が大きい。

実際に中国政府は、2000年代の前半に四大国有銀行の不良債権処理を加速させるため、引当金の積み増し、公的資金注入、銀行の貸借対照表から不良債権を分離・管理するための資産管理会社の設立などの対策を矢継ぎ早に実施した例もある。

大抵の場合、政府債務と裏腹の関係にある金融不安の本質は、銀行の資本不足懸念である。中国では、1997年のアジア通貨危機後の厳格なルール作りによって自己資本比率が高まったが、例の4兆元景気対策を受け、2009年頃になると、商銀全体の自己資本比率の低下が目立つようになった。

ただ、有力行は今、2ケタの自己資本比率を維持している。これは主に大手銀は2010年以降、一貫して一定割合で資本に算入できる劣後債や転換社債の発行などを通じて資本増強を加速してきたためである。貸出残高が伸び過ぎ自己資本比率の低下等が背景にあるが、公共インフラ整備や不動産開発融資の不良債権化に備える狙いもある。

無論、各行は経営体質を改善し個人や小企業向けのリテールバンキングを強化する必要がある。だが自己資本を増強したり、流動性を確保したりすることができる限り金融リスクが高まらない。

4 財政リスクは、どの程度のものなのか

(1) 恒常的に財源不足に悩まされる地方政府

この頃、非効率な公的投資を繰り返してきたこともあって、地方政府むけのインフラ整備融資に不良債権化を恐れる銀行が消極的になっている。

そのため、影の銀行システムは地方政府の貴重な資金調達手段になってきた。2012年12月25日付の日本経済新聞（電子版）によれば、銀行からの借りに苦戦する一部の地方政府系融資プラッ

トフォームは、債券や信託等の調達方法に着目したという。同紙は「いったん事業の採算が悪化して資金の回収が滞れば、信用不安が金融システム全体に広がりかねない」と警鐘を鳴らしている。

中央政府だけでなく、地方の政治家たちも短期的な景気刺激策に走りがちだが、これまでの成長減速で正規の税収等が伸び悩んでいる。昨年の地方財政収入の伸び率は16.2%（速報値。以下同）と前年の29.2%を大幅に下回るほど勢いが鈍ったことを考えると、大掛りなインフラ開発を賄うだけの財力がないとみられる。また、「打ち出の小槌」のように使い勝手の良かった土地使用権譲渡収入についても、2012年は前の年より1割以上も減少したことは、本稿第2節において述べた通りである。こうして、これまでの土地転がし「錬金術」が中央政府に抑制されている中で、何か新たな裏技が出てきてもおかしくはないだろう。

現状のような、地方の収入と支出の間の持続可能なアンバランス構造を調整する対策を採らず、「シャドバンキング」の禁止策だけ打ち出す対症療法では問題は解決しない。本当に必要なのは地方政府の自前の税収と広範な歳出責任との間にある長期的なギャップを如何に埋めるかである。

しかも2009～10年頃に大規模な公共事業を行う時、多くの地方政府は傘下の融資プラットフォームを通して調達した資金の多くは短期の貸出（大抵は一年以内）であり、法的規制の抜け道などを使って処理されてきた。地方政府はこうやって入手した資金をインフラ事業などに投下した。

だが、たとえこれらの事業が有益であっても、実際に収益をあげるまでに数年かかるのに対し、償還するのが一年以内のため、借入期間と投資対象のミスマッチ問題が存在するだろう。常識で考えれば、地方の公共事業の財源として、このやり方は持続可能な歳入調達方法とは思えない。

(2) 誰もが返済責任を負わないのが懸念要因

大抵の場合、地方政府系融資会社の起債目論見書には、調達した資金を公営住宅・インフラプロジェクトの建設に充てると記載されている。関係者の多くは、地方政府が基本的に公益のための資金調達に駆り立てられており、銀行を始めとする

債権者もこれらの債務は最終的に中央政府が面倒を見るため、信用に問題ないと考えがちである。

たがこれまで地方政府の資金調達については、1990年代末に相次いで破綻した各省政府系の国際信託投資会社（ITIC）の破綻処理を巡る前例がある。当時では、まず、1998年10月に広東国際信託投資会社が「突然」破綻した。その後、政府系のITICの発行した債券の利払いが相次いで滞るなど地方信託投資のデフォルト事件が多発していた。

中国では、今も地方政府と同傘下企業のどちらも責任を負わないという無責任体制がみられる。地方政府を責任者とみて貸した債権が、当事者能力をどの程度まで持つのか曖昧な企業の責任とされ、しかもその企業に支払い能力がないといきなり宣言されても、債権者が納得しないのは当然だろう。放漫経営、汚職や賄賂に消えた借金をすべて中央政府に弁済をせよとまでは言わないが、最終責任が中央政府にある。万が一の場合、中央政府の財政余力は、トラブル解決のカギを握る。

(3) 直近の単年度財政赤字のGDP比は3%以下

周知の通り、先進国は世界金融危機に対し、巨額の財政出動によって景気を下支えした。その影響で各国の財政が軒並み悪化した。ユーロ圏周辺国に至っては、今も債務危機に苦しんでいる。

中国も例の4兆元の財政出動を機に、台所事情が懸念された。それでも、中国財務省によると、2008～12年の財政赤字のGDP比は、それぞれ0.6%、2.8%、2.5%、2.0%、1.5%（12年は見込み）となっており、全ての年は健全財政の基準の一つであるGDP比3%を下回っている（表2）。

表2：近年の中国の財政収支状況（億元）

年別	財政収支			財政収支のGDP比	全国財政収入
	中央	地方			
2007	-2000	-2000	0	-0.8%	51,321.78
2008	-1,800	-1,800	0	-0.6%	61,330.35
2009	-9,500	-7,500	-2,000	-2.8%	68,518.30
2010	-10,000	-8,000	-2,000	-2.5%	83,101.51
2011	-8,500	-6,500	-2,000	-2.0%	103,874.4
2012	-8,000	-6,000	-2,000	-1.5%	117,210

出所：中国国家统计局・財務省の公開資料より作成。

注：2012年の財政収支は予算ベースのデータ。

実際に、高度経済成長を背景に、中国の国家財政収入は2003～12年の間に約5.4倍に増えた。この間、個人所得税における課税最低限の引き上げや、国内資本の企業に係る企業所得税率の引き下げといった減税措置が実施される中、税収の伸びは一貫して名目GDP成長率を上回っていた。

(4) およそ健全的な経済財政運営を続ける中国

比較的統一基準で整備されたIMFの統計によれば、2008～12の各年末時点の中国一般政府債務残高のGDP比はそれぞれ17.0%、17.7%、33.5%、25.8%、22.2%（12年は見込み）となっており、先進国平均の81.5%、95.2%、101.4%、105.5%、110.7%と比較すると、格段に少ない（表3）。

新興国全体の平均値だけでなく、様々な面においてライバル関係にあるインドよりもかなりよい状態にある。しかも、中国の場合、先進国の債務残高は総じて拡大傾向にあるのに対し、2010年にピクに達した後、減少傾向を辿り始めている。

他方、中国の政府全体の財政赤字は、2008年の対GDP比0.7%から、09年には同3.1%に急増したものの、2010～12年は、それぞれ1.5%、1.2%、1.3%に減らしている。国際的見た場合、中国の財政はそれほど危惧すべきものではないだろう。

表3：2008～13年の主要国の財政指標（単位：%）

〔 上段＝一般政府単年度財政収支のGDP比
下段＝一般政府累積の債務総額のGDP比 〕

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
全世界	-2.2	-7.4	-6.0	-4.6	-4.2	-3.5
平均	66.0	76.2	79.7	79.9	81.3	81.5
先進国	-3.5	-8.9	-7.8	-6.6	-5.9	-4.9
平均	81.5	95.2	101.4	105.5	110.7	113.6
ユーロ圏	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	-3.3	-2.6
平均	70.2	80.0	85.4	88.0	93.6	94.9
日本	-4.1	-10.4	-9.4	-9.8	-10.0	-9.1
	191.8	210.2	215.3	229.6	236.6	245.0
新興国	-0.0	-4.5	-3.2	-1.8	-1.9	-1.8
平均	33.6	36.1	40.5	37.0	34.8	33.1
中国	-0.7	-3.1	-1.5	-1.2	-1.3	-1.0
	17.0	17.7	33.5	25.8	22.2	19.6
インド	-8.7	-10.0	-9.4	-9.0	-9.5	-9.1
	74.1	74.2	68.0	67.0	67.6	66.7

出所：IMF “Fiscal Monitor”, October 2012.

注：2012年と2013年のデータは見込み値。

(5) 格付け会社の評価も途上国中最高クラス

また、ムーディーズや、スタンダード&プアーズ（S&P）およびフィッチ・レーティングスの大手格付け3社は、いずれもこれまでに中国の政府債務の評価を引き上げてきた。2013年3月8日現在、中国国債は上記3社からそれぞれAa3、AA-、A+の格付けを得ており、日韓両国とほぼ同じクラスであり、途上国の中では最上級に位置する（表4）。

しかも、上記格付け3社のうち、中国国債の長期格付け見通し（アウトルック）を「ネガティブ（弱含み）」にしているところは、皆無である。

表4：中国の国家債務格付け（2013年3月8日）

格付け会社	格付け	見通し	変更日付
ムーディーズ	Aa3	ポジティブ	2011年8月5日
フィッチ	A+	安定的	2011年11月21日
スタンダード&プアーズ	AA-	安定的	2012年2月20日

出所：筆者の情報収集により作成。

(6) 統計に計上されない見え隠れた巨額の債務

ただ、支出面で実態を映した情報を明らかにしていない中国財政には、不透明感もつきまとう。

中国政府の公表データに基づいて計算すると、同国の一般政府債務残高は、2010年末時点GDP比で43.5%にとどまっている。具体的には、地方債務が10兆7200億元、国債残高が6兆7548億元、合わせて17兆4748億元となり、GDP（40兆1513億元）で割ると確かにこの比率をはじき出せる。

他方、金融大手のシティバンクは、中国の中央政府と鉄道省が発行した債券⁸⁾を合わせると、2011年末の政府債務残高のGDP比は44.3%になったと見積もっている。しかもこれには政策性銀行が発行した債券や、商業銀行の不良債権を処理するために発行された債券等は含まれていない。

中国の場合、比較的明示された債務のほかに、「隠れた債務」がいくつか存在するとみるのは、

⁸⁾ 中央政府の一機関である鉄道省は、高速鉄道建設のために、過去数年の間に急速に借入れを増やしてきた。2012年9月末時点で計2兆6607億元の債務を抱えており、総資産に占める負債の比率は61.8%に達している。

間違いない。ここ数年、中央政府は新たな景気刺激策の枠組みを次々と打ち出してきたにもかかわらず、統計上、単年度財政赤字や累積政府債務などの指標の大きな変化を見つけるのは驚くほど困難であった。この事からも、いずれ隠れた政府債務の存在が浮き彫りになってくる可能性がある。

また、国有商業銀行の中には、巨額の資金を不動産開発業者などに貸し付けてきたところも少なくない。もしこれらを含めれば、たとえ70%前後のGDP比債務比率が出てきてもさほどおかしくはない。しかも注意すべきは、わずか数年という短い期間に融資残高が急増したことである。

中国政府は、ここ数年ほどの間、財政出動や金融緩和を通じて資金供給を増やしてきた。人民銀行によれば、昨年(2012年)の人民元融資の新規増加額は約8兆2千億元に達し、前年の増加額を7320億元上回り、09年以来の規模となった。融資の増加額を含む2012年の社会融資規模(社債や信託などをも含む資金調達(総称))は約15兆7600億元と、前年より2兆9300億元増えた。ユーロ圏債務問題の長期化などを受けて、当局は、今後も景気を下支えするために資金供給を安定的に伸ばす方針である。

また、中国財務省によれば、2012年の財政収入(速報値)は、なお前年比で12.2%増を維持しているものの、伸び率は前年の半分以下に鈍化している。一方で、支出は大幅に増やさざるを得ないので、差額は拡大していくだろう。その穴埋めは大幅な国債増発に頼らなければ、これまで通りに「隠れた債務」にならざるを得ないだろう。

(7) 市場価値に基づく固定資産税の早期導入を

た、中国には露天掘り同然の埋蔵金もある。例えば、2011年1月に重慶と上海という2大都市が高所得者向けの住宅に房産税(日本の固定資産税に相当)を導入するまで、中国では、住宅の購入に対する課税(契約税、印紙税など)があったものの、固定資産税のような保有住宅の市場価値に対する課税はなかった。現在、重慶と上海の固定資産税は多分に象徴的なもので、それぞれ数千戸程度の住宅に対して低い税率が課せられているにすぎない。この種の税金が大きな効果を発揮するのは、中国全土で施行された場合に限るだろう。

中国国家統計局によると、同国の主要70都市のうち、昨年12月の新築住宅価格が前年同月比で上がった都市は40、前月比で上がった都市は54と、それぞれ11月より1、15増えた。しかも価格の上昇ペースも速まり始めた傾向が見て取れる。

有力な金融商品がない中国では、これまでに景気が上向く兆しを見せると、余剰資金が不動産に流れ込んでバブル懸念を引き起こしてきた。今後も住宅需要が増えかねないとの漠然とした不安からも、購入を焦る心理が働いているようである。

中国政府は、早期に各地の都市で固定資産税を可能な限り多くの物件に広げていくべきだろう。

地方政府にとって、本格的な固定資産税は安定した収入源につながる。そのうえ、固定資産税により、地方政府は自らが創出した価値の一部を回収することができるだろう。地元のビジネス環境や公共施設などに投資すればするほど、不動産価格が上昇し徴収できる税金も増えるからである。

(8) 所得格差の縮小などにも役立つ固定資産税

確かに、中国で実際に日本のような固定資産税を導入するには、数多くの課題が横たわる。例えば、住宅の登記と所有権の明確化が必要で、不動産価値の鑑定も確かでないといけないだろう。それでも、移動できない物に過小な税をかける今のような仕組みは、賢明なやり方ではない。中国人の持ち家比率はすでに9割程度に達しているとされ、約6割の世界平均水準を大幅に超えた。そのため、今後も住宅産業が大きく復活し再び経済を牽引するような可能性は低いだろう。他方、固定資産税の課税物件は豊富なことをも意味する。

不動産市況が再び活性化しているなか、人民銀行が昨年12月18日に公開した2012年第4四半期の家計アンケート調査によれば、現在の住宅価格を「受け入れ難い」と回答した人は、66.6%に達している。住宅高騰問題は、中国の拡大する一方の所得格差への不満の温床になっている。温家宝首相は、これまでに「不動産の取引と保有の両方をカバーする税制度を段階的に構築する」と繰り返して表明してきたのも、危機感の表れだろう。

中国では、住宅投資は富裕層の主な資産運用手段にもなっている。まだ国外に逃げていない腐

敗官僚の多くは、灰色経済から得た収入のかなりの部分を、豪華な別荘の建設で資金洗浄したりしている。彼らの異常に旺盛な購買意欲により、市場価格が高騰してきた。仮に固定資産税のような繰り返し発生する税金を導入すれば、住宅の上昇を見込んだ投機的な賭けとして、2軒目、3軒目と家をたくさん保有することがより高くつくようになる。そこで、保有物件に住んでいない家主は空室を売却したり、高くして住宅に手が出ない人に物件を貸したりすることを余儀なくされるだろう。

このように、固定資産税は、価格の高騰を抑える効果があるほか、納税後の所得格差を縮めるための再分配政策という側面も期待できよう。

(9) 過度に優遇されてきた国有企業も納税を

2013年1月3日付の日本経済新聞(電子版)の記事「時価総額上位 様変わり 中国勢半数…」によれば、12年末時点で日本を含むアジア企業(除く金融)の時価総額ランキングのベストテンに、中国政府系企業が1位の中国石油天然気(ペトロチャイナ)、2位の中国移動通信(チャイナ・モバイル)、5位の中国海洋石油(CNOOC)、6位の中国石油化工(シノペック)、8位の石炭生産大手・中国神華能源(CSEC)の5社が入った。

また、同じ1月3日付の日経電子版記事「国策で台頭、中国企業が米を抜き去る日は」によれば、米経済誌「フォーチュン」が毎年発表する売上高世界500社ランキング(グローバル500)の2012年版に入った中国企業69社のうち、68社は政府系である。しかも上位に並ぶのは、いずれも民間企業の参入が制限された「独占業種」の会社である。

国有企業台頭の原動力は中国政府の手厚い支援であり、国内でほとんど競争もなく規模拡大に邁進できるから強いと日経新聞は指摘している。

いま、中国の国有企業はほぼ無償の地代、長期低利の融資、低い環境保全コストなど多くの面で優遇されている。政府当局は国民の生活環境の改善よりもこれら企業の利権を優先しがちである。

2013年1月18日付の英フィナンシャル・タイムズ紙(FT)によれば、中国政府系研究機関の有力研究者が、この頃の北京の深刻な大気汚染の責任は政治停滞のほか、シノペックやCNPCといっ

たガソリン精製・販売を一手に引き受ける国有石油企業トップにあるとの批判を繰り返した。石油業界の反対で、ディーゼル燃料向け規制基準の導入が数回にわたって先送りされてきたという。

目下の中国では、党・政府・国有企業が基本的に「三位一体」である。深刻な問題となっている大気汚染は、自動車の排ガス規制の遅れなどが原因とみられるが、規制に反対してきた石油大手のゴッドファーザー的人物(例:胡錦濤時代の曾慶紅と周永康、習近平体制の張高麗)は最高指導部に名を連ねてきた。事実上、政府が主要株主を務める大手銀を含む国有企業全体は、当局の政策を左右する機関と化している。政府が経済にこれほど大きな影響力を持つことは、危機時は有用だろう。だが、多くの国有企業とりわけ大手の場合、市場や資本・受注への有利なアクセスなど様々な面で民業を圧迫し、外国からの投資やノウハウの取り込みを妨げ、汚職の温床にもなっている。

足元では、取引相手の企業や個人の利益を引き上げる国有企業が圧倒的な存在感を放っている。

中国財務省の今年1月の発表によれば、金融を除く大手国有企業を監督する国務院(中央政府)国有資産監督管理委員会(SASAC)傘下の117社の2012年の総営業収入および総利益は、それぞれ26兆元(12年GDPの約5割)、1兆5000億元(同国家財政収入の12.8%)に達したほどである。

他方、2008年秋の世界金融危機以降、中国の民営企業全体の収益環境が厳しさを増しつつある。今、民間企業が政府に頼ることなく、魅力的な商品づくりで、自らが市場を広げる必要に迫られている。そうした中、政府に守られた環境下で易々と金儲けできる国有企業の利益の多くは、消費者に還元すべきとの内外の声は検討に値しよう。

5 おわりに

(1) 預金保険制度なく欠陥の多い金融システム

中国の金融システムの一つ大きな欠陥は、預金保険制度がまだまだ整備されていないことである。

人民銀行や銀監会は、2015年までの5カ年計画で、預金保険制度の創設を目標に掲げてはいる。ただ、保険料の徴収は預金者と金融機関の負担増

につながるため、破綻リスクが小さい国有銀行を中心に導入に消極的だとされる。そのため、制度を計画通り創設できるのか、不透明な面もある。

他方、目下、農民向けの零細金融機関・農村信用社で取り付け騒ぎや経営破綻が相次いでいる。地元政府は、預金者の抗議等を受けて補償に踏み切った場合、その原資は税金しかない。しかも補償条件などは、個々の地方政府の判断に委ねられるため、公平性や透明性の観点でも問題を孕む。

国全体の金融システム安定のために、銀行だけでなく、証券会社や保険会社を含むすべての金融機関を対象にする預金保険機構をつくり、連鎖破綻を防ぐ金融の安全網を構築することが必要だろう。

(2) せめてフェア (つばい) 社会の早期構築を

中国財政の表面上の健全さは、およそ国民生活の犠牲の上に成り立っている。ここ数年、中国の経済や社会は揺れ動いている。住宅価格崩壊に対する絶え間ない不安などが、共産党の使命の遂行を困難にする遠心力の兆候が強まりつつある。

今にも中国で民衆蜂起をけしかけそうな火花が1つあるとすれば、社会のあらゆるレベルで国民が抱く極端に不公平な社会への怒りである。誰も平等主義の理想郷など夢見ていないが、格差に対する反発の高まりから特権階級を敵視している。

そうした中、より多くの政府資金を貧困救済や国民生活向上を目的とする公共サービスに割り当てることが求められる。内需主導型の経済への転換を目論む共産党政権にとって、国内秩序を安定させ、かつ景気刺激になるような経済政策を志向するなら、社会保障分野への支出拡大を通じた所得再配分に出動した方が一番効果的であろう。

習近平指導部は、昨年末に農民の都市への流入を加速する都市化の推進を打ち出した。だが現状では、約2億6千万人に上る出稼ぎ労働者は子弟の学校や医療保険など様々な面で差別されている。政府は彼らのための戸籍制度改革、全国どこでも移転可能な社会保障制度の導入、そしてこのような仕組を支える地方財政改革を行う必要がある。

(3) 控え目に楽観してよい中国の財政リスク

中国では、企業と家計の貯蓄が豊富で、政府部

門は借り入れのほぼ全額を国内で賄っている。10年物中国国債の利回りも、2011年12月以降3.60%前後の水準で推移している。国債や地方債の発行が困難になるような状況は、短期はもちろんの事、中期的にも発生するとは考えにくいだろう。

しかも中国が債務に対処する選択肢を多く持っている。例えば、豊富な対外資産を持っている。この頃、中国の外貨準備は、従来ほどハイペースで増えなくなったが、これまでに十分すぎるほど蓄えてきたため、輸出の減少や移り気な海外投資家に対しては強い。また、中国はほぼ永続的な経常黒字のおかげで外国資本に依存しなくて済む。

様々な状況を考え合わせれば、中長期的には、中央・地方間で抜本的な財政関係改革が行われないう限り、問題が起こり続ける。ただ、当面の財政リスクについて、控えめに楽観していいだろう。

参考文献

- 1) 甘 長青「中国の地方財政は『黒字』なのか」『九州情報大学学術研究所ジャーナル』第5号、2010年1月、1-13頁。
- 2) 甘 長青「中国のソブリン債務リスクの一瞥見」『九州情報大学研究論集』第14巻、[九州情報大学] 2012年3月、51-62頁。
- 3) 野村資本市場研究所「中国の国債・地方債制度及び取引市場に関する調査（日本財務省の委嘱）」2012年3月、以下のホームページで公開 http://www.mof.go.jp/international_policy/research/ty2011tyousa/2403chinatyousa.htm
- 4) IMF “World Economic Outlook”, October 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>
- 5) IMF “Fiscal Monitor”, October 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/pdf/fm1202.pdf>
- 6) IMF 2013 “World Economic Outlook Update”, January 2013. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/update/01/pdf/0113.pdf>

ほかに日本経済新聞、英エコノミスト誌、英フィナンシャル・タイムズ紙、JB pressなどを参照。