

## 中国関係当局の地方隠れ債務問題処理への取り組みと評価

関根 栄一

## ■ 要 約 ■

1. 2024年7月に開催された中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議（いわゆる「3中全会」）において、2029年まで実施期間を5年間と区切った改革プランが採択された。財政分野でも、中央政府と地方政府の関係を見直す方針が盛り込まれた。
2. 中国の財政のうち、（日本の一般会計に相当する）一般公共予算の2024年の財政収入伸び率を見ると、新型コロナウイルスが世界的に流行した2020年以来のマイナスが年初から続いた。（日本の特別会計に相当する）政府性基金予算では、2022年以降、地方政府の土地使用権売却収入の大幅減が続いており、2024年は財政赤字に計上されない超長期特別国債の発行を通じて不足財源が賄われた。
3. 第20期3中全会の改革プランでは、地方債務問題について、①隠れ債務を含む全ての地方債務のモニタリング及び管理監督システムを整備する、②隠れ債務リスクの発生防止及び解消に向けた長期的に有効な枠組みを構築する、③地方政府融資平台公司（LGFV）の改革及びモデル転換を加速する、との方針が盛り込まれた。
4. 中国の2023年末時点の地方債の発行残高は40兆7,373億元（対GDP比で32.3%）で、中央債務を含めた政府債務残高は70兆7,598億元（同56.1%）と、国際的な警戒ラインの6割を下回っている。一方、国際通貨基金によると、LGFV残高（60兆元）を含む広義の政府債務残高は同時点で145.9兆元（同116.2%）と、国際的な警戒ラインの6割を超えている。
5. 加えて、2023年末時点の地方の隠れ債務残高は14兆3,000億元に達しており、そのうち12兆元を2028年までに法定債務への借換等によって一括して整理・解消する方針が2024年11月8日に財政部から公表された。今後、地方での個別処理を含むLGFV改革とともに、地方特別債発行管理制度の最適化・整備、新たな財源としての資産課税制度の整備、超長期国債の発行が継続されるのであれば国債市場改革との連動、特別国債の発行を通じた金融面でのセーフティネットの整備が求められていくと言えよう。

## 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 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」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号（ウェブサイト版）。
- ・ 関根栄一「動き出した中国の地方債市場」『資本市場クォーターリー』2009年夏号。
- ・ 塩島晋「中国における地方債務問題」『野村資本市場クォーターリー』2024年秋号。

## I 第20期3中全会で確認された財政改革

2024年7月に開催された中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議（いわゆる「3中全会」）において、「改革の更なる全面的深化、中国式現代化の推進に関する中共中央の決定」が採択され、全文が7月21日に公表された<sup>1</sup>。

同決定は、2022年10月の中国共産党第20回全国代表大会（党大会、5年に1回開催）で採択された政治報告を基に、2035年までにハイレベルの社会主義市場経済体制を全面的に完成させていくことを目標に、経済分野を中心とした改革プランを策定したものである。同時に、2013年11月の中国共産党第18期中央委員会3中全会での改革プラン以来、約11年ぶりの新たな改革プランとも言えるものである。改革プランの実現目標時期は、1949年の中国の建国年から数えて80周年に当たる2029年に設定し、実施期間を5年間と区切っている。

計60条から成る改革プランの中で、財政・税制改革について言及しているのは、マクロ経済分野に分類される第17条である。同条では、改革の方向性について、①予算制度を整備し、財政資源と予算の統一的運用に力を入れる、②質の高い発展、社会の公平、市場の統一に資する税制を整え、財政構造を最適化する、③権限と責任が明確で、財政力の配分が適切、かつ地域間の均衡がとれた中央と地方の財政関係を構築する、④適切に中央の権限を強化し、中央財政支出の支出全体に占める割合を引き上げるとし、財政政策上の中央政府と地方政府の収入・支出関係を見直し、中央財政による地方への支出面での再分配機能を強化していくことを示唆している。

## II 中国の財政及び政府債務問題の概観

### 1. 予算法上の財政の仕組み

中国の予算は、予算法に基づき、毎年1～12月を会計年度として編成される。また、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。地方の各級政府単位は、省級政府、地区級（市級）政府、県級政府、郷鎮級政府から構成されている。

計上される政府の予算は、2014年8月31日に全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）常務委員会が可決した予算法の改正（2015年1月1日施行）を機に、（日本の一般会計に相当する）一般公共予算以外に、（同じく特別会計に相当する）政府性基金予算、（国有企業の利潤から上納される）国有資本経営予算、社会保険基金予算が計上予算に組み込まれることになった。また、中国の財政赤字率は、一般公共予算の収支ギャップを名目GDPで除することで計算される。

<sup>1</sup> 関根栄一「経済分野で更なる改革の推進を目指す中国共産党の指針公表—3中全会での11年ぶりとなる改革プランの決定—」『野村資本市場クォーターリー』2024年秋号。

## 2. 主要予算の動向からみた財政政策の課題

### 1) 一般公共预算の2024年の財政収入伸び率は2020年以来のマイナスに

一般公共预算は、税収を主体とした財政収入であり、民生の保障や改善、経済社会の発展の促進、国家安全の維持、国家機関の正常な運営等に配分される収支予算である。同予算は、中央公共预算と地方公共预算から構成される。

新型コロナウイルス（新型コロナ）流行前の2019年の全国一般公共预算収入は19兆382億元（前年比3.8%増）であったのに対し、流行が始まった2020年は18兆2,895億元（同3.9%減）に減少した（図表1）。新型コロナの流行に伴う行動制限措置が解除された後の2023年は21兆6,784億元（前年比6.4%増）であるが、2024年9月下旬の中国共産党政治局会議で経済対策が決定・公表される前の同年は、1~8月で14兆7,776億元と、前年同期比で2.6%減となっている。

2024年1~8月の特徴は、第一に、国内の生産・販売動向を反映する国内増徴税が前年同期比で4.9%減、企業業績の動向を反映する企業所得税が同5.0%減、家計所得の動向を反映する個人所得税が同5.2%減、株式市場の動向を反映する証券取引印紙税が同55.5%減、不動産販売動向を反映する不動産契約税が同12.0%減となっており、景気の減速感を示したものとなっている。第二に、非税収入（罰金等）が同11.7%増となっており、税収伸び率の鈍化をやや相殺する歳入項目となっている。

### 2) 政府性基金予算では土地権利売却収入依存への限界も

政府性基金予算は、法律・行政法規の規定に基づき一定期間内に特定の対象から徴収したり、受け取ったり、またはその他の方法で調達した資金で、特定の公共事業の推進に用いられる収支予算である。代表的なものとして、国有土地権利の売却収入基金がある。政府性基金予算の収取ギャップは、一般公共预算とは異なり、財政赤字にはカウントされない。また、政府性基金は、中央政府性基金と地方政府性基金から構成される<sup>2</sup>。

政府性基金予算は、地方分が最も大きく、また地方分のうち、国有土地権利売却収入が太宗を占めている（図表1）。中国の土地は国有制で、地方政府が土地の使用権利を不動産開発企業に売って財源としている（いわゆる「土地財政」）。地方政府が土地権利売却収入への依存を強める中、中国の不動産市場では、2020年より不動産会社の負債に対する総量規制と、銀行の不動産向け貸付に対する総量規制が導入された。同時に、2020年から2022年まで続いた新型コロナ流行対策に伴う行動制限措置は、所得の伸びの鈍化から家計の住宅需要を弱めることとなった。建設工事を中断せざるを得なくなった不動産開発会社の資金繰りは悪化しているため、地方政府が土地権利の入札を実施しても、資金不足の不動産開発企業は応札を渋り、買い手が付かない土地が増える悪循環が発生している。

<sup>2</sup> なお、一般公共预算の収支調整として予算安定調整基金が使われ、同基金への繰入れとして、政府性基金予算の当年度収入の30%を上限とした剰余金を充当しなければならない。

図表 1 中国の財政収支（2019年～2024年）

											(単位)億元			
	2019年	伸び率	2020年	伸び率	2021年	伸び率	2022年	伸び率	2023年	伸び率	【経済対策前】		【経済対策後】	
											2024年 (1～8月)	伸び率	2024年 (1～12月)	伸び率
全国一般公共予算収入	190,382	3.8%	182,895	-3.9%	202,539	10.7%	203,703	0.6%	216,784	6.4%	147,776	-2.6%	219,702	1.3%
中央一般公共予算収入	89,305	4.5%	82,771	-7.3%	91,462	10.5%	94,885	3.8%	99,566	4.9%	65,361	-6.2%	100,436	0.9%
地方一般公共予算収入	101,077	3.2%	100,124	-0.9%	111,077	10.9%	108,818	-2.1%	117,218	7.8%	82,415	0.4%	119,266	1.7%
税収	157,992	1.0%	154,310	-2.3%	172,731	11.9%	166,614	-3.5%	181,129	8.7%	121,059	-5.3%	174,972	-3.4%
非税収入	32,390	20.2%	28,585	-11.7%	29,808	4.2%	37,089	24.4%	35,655	-3.7%	26,717	11.7%	44,730	25.4%
主要税収内訳														
国内増徴税	62,346	1.3%	56,791	-8.9%	63,519	11.8%	48,717	-23.3%	69,332	42.3%	45,936	-4.9%	66,672	-3.8%
国内消費税	12,562	18.2%	12,028	-4.3%	13,881	15.4%	16,699	20.3%	16,118	-3.5%	11,302	4.2%	16,532	2.6%
企業所得税	37,300	5.6%	36,424	-2.4%	42,041	15.4%	43,690	3.9%	41,098	-5.9%	31,385	-5.0%	40,887	-0.5%
個人所得税	10,388	-25.1%	11,568	11.4%	13,993	21.0%	14,923	6.6%	14,775	-1.0%	9,685	-5.2%	14,522	-1.7%
輸入貨物増徴税・消費税	15,812	-6.3%	14,535	-8.1%	17,316	19.1%	19,995	15.4%	19,485	-2.6%	12,621	1.8%	19,177	-1.6%
輸出税還付	16,503	3.7%	14,549	-11.8%	18,158	33.2%	18,678	2.9%	17,122	5.3%	14,461	14.4%	19,281	12.6%
都市維持建設税	4,821	-0.4%	4,608	-4.4%	5,217	13.2%	5,075	-2.7%	5,223	2.9%	3,374	-6.0%	5,026	-3.8%
車両取得税	3,498	1.3%	3,531	0.9%	3,520	-0.3%	2,398	-31.9%	2,681	11.8%	1,621	-9.6%	2,430	-9.4%
印紙税	2,463	12.0%	3,087	25.4%	4,076	32.0%	4,390	7.7%	3,784	-13.8%	2,233	-23.1%	3,427	-9.5%
証券取引印紙税	1,229	25.8%	1,774	44.3%	2,478	39.7%	2,759	11.4%	1,801	-34.7%	653	-55.5%	1,276	-29.1%
資源税	1,822	11.8%	1,755	-3.7%	2,288	30.4%	3,389	48.1%	3,070	-9.4%	1,998	-5.5%	2,964	-3.5%
不動産契約税	6,213	8.4%	7,061	13.7%	7,428	5.2%	5,794	-22.0%	5,910	2.0%	3,558	-12.0%	5,170	-12.5%
環境保護税	221	46.1%	207	-6.4%	203	-1.9%	211	3.9%	205	-2.9%	176	17.9%	246	19.7%
その他	1,121	13.0%	1,153	2.80%	1,236	7.1%	1,309	6.0%	1,351	3.2%	832	3.0%	1,390	2.9%
全国一般公共予算支出	238,874	8.1%	245,588	2.8%	246,322	0.3%	260,609	6.1%	274,574	5.4%	173,898	1.5%	284,612	3.6%
中央一般公共予算支出	35,115	6.0%	35,096	-0.1%	35,050	-0.1%	35,570	3.9%	38,219	7.4%	24,600	9.1%	40,720	6.5%
地方一般公共予算支出	203,759	8.5%	210,492	3.3%	211,272	0.3%	225,039	6.4%	236,355	5.1%	149,298	0.3%	243,892	3.2%
主要支出内訳														
教育支出	34,913	8.5%	36,337	4.4%	37,621	3.5%	39,455	5.5%	41,242	4.5%	25,654	0.5%	42,076	2.0%
科学技術支出	9,529	14.4%	9,009	-4.9%	9,677	7.2%	10,023	3.8%	10,823	7.9%	5,700	3.5%	11,505	5.7%
文化・観光・スポーツ及びメディア支出	4,033	2.3%	4,233	3.6%	3,986	-6.1%	3,905	-2.0%	3,960	1.2%	2,178	-1.3%	3,865	-2.5%
社会保障・就業支出	29,580	9.3%	32,581	10.9%	33,867	3.4%	36,603	8.1%	39,883	8.9%	28,251	3.3%	42,114	5.6%
衛生・健康支出	16,797	10.0%	19,201	15.2%	19,205	-0.1%	22,542	17.8%	22,393	-0.6%	13,087	-12.6%	20,348	-9.1%
省エネ・環境保護支出	7,444	18.2%	6,317	-14.1%	5,536	-12.6%	5,396	-3.2%	5,633	4.1%	3,110	-1.4%	5,489	-1.4%
都市・農村コミュニティ支出	25,681	16.1%	19,917	-20.0%	19,450	-2.5%	19,415	-0.2%	20,530	5.7%	12,952	6.5%	21,742	5.9%
農林水産支出	22,420	6.3%	23,904	4.4%	22,146	-7.5%	22,490	2.3%	23,967	6.5%	14,991	5.4%	27,045	12.4%
交通・運輸支出	11,413	1.2%	12,195	3.2%	11,445	6.2%	12,025	5.3%	12,206	1.3%	7,226	-2.6%	12,076	-1.2%
債務利息支出	8,338	12.6%	9,829	16.4%	10,456	6.6%	11,358	8.7%	11,829	4.2%	8,226	5.6%	12,877	8.8%
全国政府性基金予算収入	84,516	12.0%	93,489	10.6%	98,024	4.8%	77,879	-20.6%	70,705	-9.2%	26,821	-21.1%	62,090	-12.2%
中央政府性基金予算収入	4,040	0.1%	3,562	-11.8%	4,088	14.8%	4,124	3.0%	4,418	7.1%	2,917	6.9%	4,734	7.2%
地方政府性基金予算収入	80,476	12.6%	89,927	11.7%	93,936	4.5%	73,755	-21.6%	66,287	-10.1%	23,904	-23.5%	57,356	-13.5%
うち国有土地権売却収入	72,599	11.4%	84,142	15.9%	87,051	3.5%	66,854	-23.3%	57,996	-13.2%	20,218	-25.4%	48,699	-16.0%
全国政府性基金予算支出	91,365	13.4%	117,999	28.8%	113,661	-3.7%	110,583	-2.5%	101,339	-8.4%	48,171	-15.8%	101,478	0.2%
中央政府性基金予算支出	3,113	0.8%	2,715	-12.8%	3,201	17.9%	5,544	76.8%	4,851	-12.5%	1,868	22.2%	4,679	-3.5%
地方政府性基金予算支出	88,252	13.9%	115,284	30.2%	110,460	-4.2%	105,039	-4.7%	96,488	-8.2%	46,303	-16.9%	96,799	0.4%
うち国有土地権売却収入関連支出	75,746	8.8%	76,503	1.0%	77,540	2.6%	63,736	-17.8%	55,407	-13.2%	27,873	-10.1%	50,812	-8.6%

(出所) 財政部、CEIC より野村資本市場研究所作成

地方政府が保有する国有土地権売却収入を見ると、2022年は前年比23.3%減、2023年は同じマイナスでも13.2%減に減少幅が縮小したものの、2024年1～8月は前年同期比で25.4%減と更に減少幅が拡大している。政府性基金予算は、収入が減少すれば、その分、支出も減少させて収支バランスを取るようになってきているが、いったん拡大した支出を大幅に減少させるのは容易ではない。このため、2023年度予算では、同年10月末に特別国債の発行が全人代常務委員会で可決され、発行資金1兆元のうち、5,000億元は中央政府性基金に補充され、残り5,000億元は2024年度中央財政収入予算の繰越金に充当された。また、2024年度予算では、一般公共予算を含む財政赤字の対GDP比を3%に設定した上で、政府性基金予算では、(後述する)地方政府特別債券を3.9兆元発行し(2023年当初予算比で1,000億元増)、「国家重要戦略の実施と重点分野の安全能力構築に充当する」という目的で「超長期特別国債」を初めて発行することとした。一般公共予算で発行される国債の年限は1年、2年、3年、5年、7年、10年の6種類から構成されるのに対し、超長期特別国債の発行年限は、20

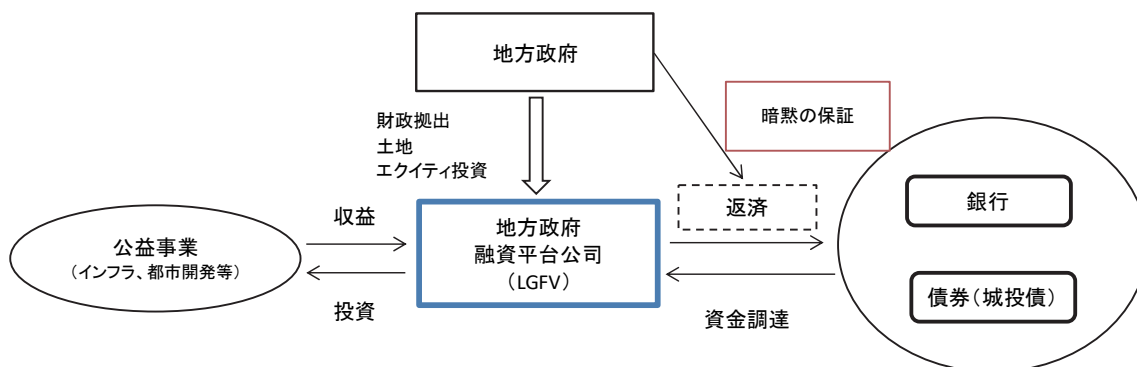
年、30年、50年の3種類から構成される。超長期特別国債は、実態としては、収入が減ったとしても、政府性基金予算の支出を急に抑えることはできないため、その穴を埋めるために発行されたとも解釈できよう。超長期特別国債は、2024年は1兆元が発行され、今後も数年連続して発行される計画となっている。

### 3. 地方隠れ債務問題の解決方針も明記

第20期3中全会の改革プランでは、地方債務問題の解決方針も明記された。内容は、政府債務管理制度を構築する中で、①予算法が定める法定債務だけでなく、隠れ債務を含む全ての地方債務のモニタリング及び管理監督システムを整備する、②地方隠れ債務リスクの発生防止及び解消に向けた長期的に有効な枠組みを構築する、③地方政府がインフラ建設等を目的に設立・運営している地方政府融資平台公司（Local Government Financing Vehicles、略称LGFV、図表2）の改革及びモデル転換を加速する、というものである。

中国では、2014年改正の予算法第35条で、地方政府による債券発行の原則禁止とする政策を転換し<sup>3</sup>、「地方政府一般債券」（地方一般債）と「地方政府特別債券」（地方特別債）の発行による資金調達解禁されている。前者は、一般公共予算に分類され、省（直轄市・自治区）政府が発行し、返済原資も各地方政府が負担する。後者は、一定の収益性のある公益プロジェクトが用途となっており、各地方政府の政府性基金予算または特別収入から元利を返済する。いずれも、全人代が、発行残高の総量規制を行っている。一方、第20期3中全会・改革プランでの指摘は、地方の法定債務だけでなく、従来、全人代の統制外に置かれてきた地方の隠れ債務の存在を認め、その解決に乗り出そうとしている点が特筆される。

図表2 地方政府融資平台公司の資金調達の仕組み



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 中国では、1994年3月22日に予算法が公布され、1995年1月1日に施行された。改正予算法は、2014年8月31日に全国人民代表大会常務委員会で可決され、2015年1月1日に施行されている。

## 4. 地方債務の規模感

ここで、中国の政府債務の規模感を見ると、2023 年末時点の中国の中央財政の債務残高は 30 兆 325 億元（対 GDP 比で 23.8%）で、債務残高のうち、国内は 29 兆 6,979 億元、海外は 3,346 億元となっている。また、2023 年末時点の地方債の発行残高は 40 兆 7,373 億元（対 GDP 比で 32.3%）で、そのうち地方一般債は 15 兆 8,687 億元、地方特別債は 24 兆 8,685 億元となっている。合計すると、同年末時点の政府債務残高は 70 兆 7,598 億元、対 GDP 比では 56.1%と、国際的な警戒ラインの 6 割を下回っている。

一方、2024 年 2 月 2 日発表の国際通貨基金（IMF）報告書（2023 Article IV Consultation）によると、中国の LGFV の債務残高は、2022 年末時点の 55 兆元（対 GDP 比で 46%）から、2023 年末時点では 60 兆元（同 48%）に増加しており、2023 年末時点の広義の中央・地方の政府債務残高は 145.9 兆元（対 GDP 比で 116.2%）と、国際的な警戒ラインの 6 割を超えている。これらに、2024 年 11 月 8 日の財政部による記者会見で発表されたように、2023 年末時点で 14 兆 3,000 億元に達する地方の隠れ債務残高が加わることになる。

## III 地方隠れ債務の実態と処理策

### 1. 2023 年に策定された地方債務問題への取り組み方針

地方債務問題に関して 2023 年の動きを見ると、同年 7 月 24 日の中国共産党政治局会議で、「パッケージ型地方債務整理プラン」を策定・実施することが決定されている。同プランの下、個別の地域・企業・債務に応じた整理計画を検討していくこととなった。続いて、2023 年 10 月末に開催された中央金融工作会議及び同年 12 月に開催された党中央・国務院（日本の内閣に相当）による中央経済工作会議を通じ、不動産、地方債務、中小金融機関に関わるリスクを「三位一体」としてとらえ、トップダウンで総合的に解消していく方針を確認している。同方針は、第 20 期 3 中全会で採択された改革プランでも継承されている。

金融当局から見た地方債務問題の解消方法については、2023 年 12 月 2 日、中国人民銀行・潘功勝総裁は、新華社によるインタビュー記事の中で、以下の指針を示した。第一に、中国人民銀行は、法令に基づき平等に協議するという原則の下、他の省庁とともに金融機関を指導し、地方政府債務残高リスクを段階的に解消する。第二に、地方政府の新規債務の増加を厳格に抑制し、債務リスクの発生防止に向けた長期的で有効なメカニズムを構築する。第三に、必要な場合は、債務負担が他と比較して重い地域に緊急流動性支援を行う。第四に、合併・再編、資産注入等の方法を通じて、LGFV から、実態上、地方債務と見られている資金調達機能を段階的に切り離し、市場メカニズムで運営される企業に転換させる。

## 2. 地方隠れ債務の規制と実態

### 1) 地方隠れ債務に対する規制

地方債務問題のうち、地方隠れ債務については、中国の関係部門もこれまで指摘し、是正・解消に乗り出してきている。

地方政府の債務管理に関しては、2014年8月31日可決の予算法改正後、9月21日に国務院は「地方政府性債務管理の強化に関する意見」を公表し、法令違反・規定違反の債務調達を禁止している。

2018年8月には、中国共産党中央及び国務院は「地方政府の隠れ債務リスクの防止・解消に関する意見」を公表し、中国共産党中央弁公庁は「地方政府の隠れ債務の間責弁法に関する通知」を下達している。この2018年の意見及び通知の内容は公開されていないものの、関連報道によれば<sup>4</sup>、隠れ債務を発生させる手法について、地方政府による企業や事業単位からの直接借入、規定に違反した企業等への債務保証提供、PPP（官民パートナーシップ）プロジェクトを隠れ蓑にした方法など、14類型を挙げている（図表3）。

図表3 中国・地方隠れ債務の14類型

番号	類型
1	地方政府による企業や事業単位からの直接借入
2	規定に違反した企業等への債務保証提供
3	規定に違反した地方政府によるサービス購入
4	違法なPPP(官民パートナーシップ)により発生する中長期にわたる財政支出
5	規定に違反したBT(建設・譲渡)方式により発生する政府債務
6	備蓄土地を担保にした借入
7	入札によらない随意契約による商業目的の土地使用権売却
8	公共資産への担保設定やリース
9	規定に違反した地方政府投資基金の設立
10	エリア開発応募者からの融資
11	エリア開発に対する財政補填
12	施設の建設とメンテナンスを規定に違反して一体化して導入する方法
13	エリア開発地域の財政増収額を支払い資金源とする偶発債務
14	開発用地提供による事業者への補填

(出所) 現地報道より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 「讲透地方隱性債系列之：(2) 地方隱性債務的法律規定及表現形式」『愛智求真的武旭』2024年6月23日。

図表 4 中国・地方隠れ債務の典型的 8 事例（財政部発表）

番号	地域	類型	時期	概要
1	天津市	地方国有企業からの借入	2018年6月～2023年5月	天津市天津港保税區は、地方国有企業から直接借入を行うことで、隠れ債務73億9,700万元が新たに発生した。
2	遼寧省	地方国有企業からの借入	2022年～2023年6月	遼寧省營口市ハツ魚園区財政局が、地方国有企業からの借入金によって、隠れ債務19億9,600万元が新たに発生した。
3	湖南省	賃貸契約形式による負債	2018年11月	湖南省政府に属する湖南石油化学工業職業技術学院が、賃貸した土地で新キャンパス建設し、賃料の支払い及び委託経営の方式で買い戻すことで、隠れ債務4億5,000万元が増加した。
4	江西省	地方国有企業からの借入	2022年3月～12月	江西省撫州市東郷区は、地方国有企業からの借入金によって、隠れ債務3億4,000万元が増加した。
5	吉林省	銀行からの借入	2020年12月	吉林省通化市梅河口市は、公立病院等を経由して、吉林銀行から運転資金名目で借入を行いそれを転貸し、隠れ債務2億9,800万元が新規に発生した。
6	内モンゴ 自治区	ノンバンク からの借入	2018年9月～2019年12月	内モンゴル自治区包頭市は、ファイナンスリース会社からの借入金を隠れ債務の返済に用い、かつ債務解消として処理し、6,800万元の事実在即さない債務解消をもたらした。
7	海南省	銀行の立替 払いと未清算	2022年11月～12月	海南省臨高県財政局は、清算延期と立替払いを要求し、隠れ債務8億4,000万元が新たに増加した。
8	寧夏回 族自治区	コンセッション 経営権を担保 とした借入	2023年3月	寧夏回族自治区銀川市永寧県の国有企業は、農村の飲料水及び農業灌漑コンセッション経営権を担保に融資を受け、隠れ債務3億2,000万元が新たに増加した。

（出所）財政部より野村資本市場研究所作成

## 2) 財政部による検査結果

地方債務を直接管理する財政部のケースを見ると、2023年の特別検査結果を踏まえ、2024年9月19日、「地方政府の隠れた債務への責任追及と典型的事例8件」を公表している（図表4）<sup>5</sup>。同事例8件は、①地方国有企業からの借入、②賃貸契約形式による負債、③銀行やノンバンクからの借り入れ、④銀行の立替払いと未清算、⑤コンセッション経営権を担保とした借入、から構成されている。

## 3) 審計署による検査結果

### (1) 2022年度予算検査結果

（日本の会計検査院に相当する）審計署も、予算が適切に管理・執行されているかどうかという観点から、地方隠れ債務を検査・指摘し、是正状況を発表している。

例えば、2022年度予算の検査結果では、地方の49地域が保証や買い戻しを約束したり、国有企業が建設資金を負担したりする方法を通じて、規定違反の隠れ債務415.16億元が新規の増加と指摘された（2023年12月26日公表）<sup>6</sup>。同指摘に対し、第一に、財政部は、関連する地域に対し是正を行うよう促したものの、一部の債務は一時的な償還による是正の完了が困難であるため、政府隠れ債務統計システムに手続きに従って登録するよう求めた。この結果、2023年9月末までに、46の地域が規定に違反して借り入れた196億元の隠れ債務を政府隠れ債務統計システムに登録した。

<sup>5</sup> 財政部「財政部關於八起地方政府隱性債務問責典型案例的通報」2024年9月19日。

<[https://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202409/t20240919\\_3944019.htm](https://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202409/t20240919_3944019.htm)>

<sup>6</sup> 審計署「國務院關於2022年度中央預算執行和其他財政收支審計查出問題整改情況的報告」2023年12月26日。

<<https://www.audit.gov.cn/n5/n26/c10382274/content.html>>

第二に、財政部は、地方政府が、買い戻し条項の廃止、建設内容の調整、プロジェクトローン残高の返済、未払い工事費の支払いなどを通じて110.21億元を返済し、44人を追及・処罰したとしている。また、その他の3つの地域は年度ごとの返済計画を策定し、是正を進めているともしている。

## (2) 2023年度予算検査結果

次に、2023年度政府予算の検査結果、19の省・市の調査では、債務リスクは全体的にコントロールが可能であるものの、依然として2つの隠れたリスクがあることが判明したとされる(2024年6月25日公表)<sup>7</sup>。

一つ目は、規定に違反した債務の借入が全面的に停止していない点である。具体的には、24の地域に属する国有企業が、金融資産取引所を通じて金融商品を発行する方法等によって、民間から違法に資金を調達し、2023年末時点での残高は373億4,200万元に達したという。また、調達した資金は、主に期限の到来した債務の返済や職員給与の支給等に用いられ、112億5,800万元の隠れた債務を形成したという。

二つ目は、未払い額が増加した点である。10省・市の56地域は、財政部からの要求に基づき未払い台帳を作成して残高を確定した後も、2023年3月以降、新たに76億3,100万元の未払いが発生した。うち5地域は、予算を手配せず、資金源を確定しないまま鉄道駅などのプロジェクト建設を手配し、新たに69億5,000万元の未払いが発生した。このほか、7省の30地域において、2023年に返済が完了したと虚偽報告した未払い残高は53億2,800万元に上ったとされる。

## 4) 地方隠れ債務の借換えは2023年以前から試験的に着手済

なお、現地報道によれば<sup>8</sup>、隠れた地方債務の一部については、地方政府本体による借り換えが既に行われてきたとされる。

第一段階(2015~2018年)では、12兆2,000億元の借換債を発行している。第二段階(2019年)では、1,579億元の隠れ債務を借換債によって置き換えている。第三段階(2020年12月~2022年6月)は、合計1兆1,300億元の財政部が地方政府に対して発行認可を行う「特殊再融資債券」によって借り換えが行われている。

## 3. 地方隠れ債務の一括整理・解消に着手

上記の財政分野の追加措置のうち、地方債務リスクの解消案については、2024年11月4日から開催された第14期全人代常務委員会第12回会議の会期最終日の11月8日、「地方政府債務限度額を増やし隠れ債務に置き換える国務院議案」を承認し、2024年末地方

<sup>7</sup> 審計署「国務院关于2023年度中央予算執行和其他財政收支の審計工作報告」2024年6月25日。  
<<https://www.audit.gov.cn/n5/n26/c10423410/content.html>>

<sup>8</sup> 「歴史的三輪化債、規模有多大?」『華爾街見聞』2024年10月12日。

政府債務残高上限金額 29 兆 5,200 億元に 6 兆元を加え、35 兆 5,200 億元まで増加させた。承認後、記者会見を行った財政部の藍佛安部長（財務大臣に相当）は、「この 6 兆元の増加枠は 2024 年から 2026 年の 3 年に分けて、毎年 2 兆元計上し、地方政府が隠れ債務の転換に用いることを支援する」と発表した。

また、記者会見によると、前述の通り、2023 年末時点の地方隠れ債務残高は 14 兆 3,000 億元ある。今後、2024 年から 2028 年までの連続 5 年間、毎年、新規の地方政府特別債を 8,000 億元発行することで、計 4 兆元の隠れ債務を解消する計画である。全人代常務委員会が承認した上記 6 兆元と併せて、合計 10 兆元の法定債務への置き換えによる地方隠れ債務の解消枠が設定された。

更に、2029 年以降に期限が到来するバラック地区改造建設プロジェクトに関連する隠れ債務 2 兆元は、原契約に基づき返済させることとした。その結果、（第 20 期 3 中全会・改革プランが目標に設定している 2029 年の 1 年前である）2028 年には、地方隠れ債務は「14 兆 3,000 億元－6 兆元－4 兆元－2 兆元＝2 兆 3,000 億元」まで減少することになる。

同時に、地方債の発行金利は、隠れ債務の調達金利より大幅に低いため、財政部は、転換債発行後の地方政府の利息支出を大幅に節約できるとしており、向こう 5 年間、累計で約 6,000 億元を節約できるという。2014 年の予算法改正後、地方隠れ債務の大規模な一括整理・解消は、今回が初めてとなる。藍財政部長は、今次処理策について、①債務問題の応急処置から積極的な解消へ転換した、②債務の個別の「地雷除去」から全体的なリスク解消に転換した、③隠れ債務・法定債務という「二重」管理方法から、全ての債務に対する規範的かつ透明な管理方法に転換した、④債務のリスク防止に重点を置くことから、リスク防止と同時に経済の活力発揮の双方に重点を置くよう転換した、とアプローチの変化を強調している<sup>9</sup>。

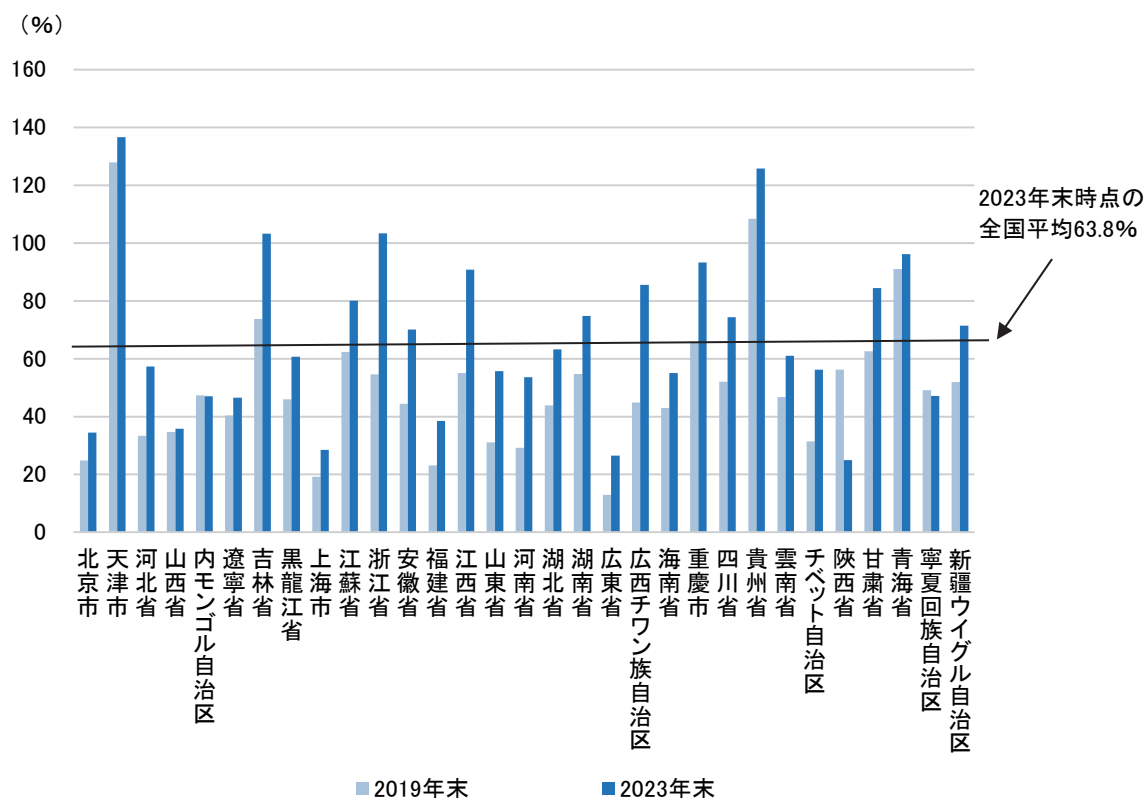
## 4. 進展が求められる LGFV 改革

LGFV 改革は、その債務残高の大きさから見ると、隠れ債務とは別に進展させていく必要がある。ここで、地方政府債務の経済規模に対する割合を見てみる。地方債務残高（一般債と特別債の合計、及び LGFV 債務）の対地域 GDP 比を、「広義の負債率」と定義する（図表 5）。広義の負債率は、全国平均で、コロナ前の 2019 年末時点の 50.4%から、2023 年末時点では 67.2%に悪化している。また、2023 年末時点の同比率は、高い順に、一番目が天津市の 136.6%、二番目が貴州省の 125.9%、三番目が浙江省の 103.4%となっている。

天津市の債務問題に関し、2024 年 7 月 30 日に金融当局と天津市政府が共同で公表した「天津の質の高い発展を金融面で支援するための意見」によれば、同意見の 28 項目で、①国有企業及び LGFV の債務リスクを防止・コントロールする、②市場メカニズム、法令

<sup>9</sup> 「藍佛安：加快落实一揽子隐性债务化解政策」『時事報告』2024 年第 12 期、2024 年 12 月 5 日。  
<<https://mp.weixin.qq.com/s/ZelY3qlejoFkZT3ln46bg>>

図表 5 中国・地方政府の広義の負債比率推移



(注) 地方債務残高（一般債と特別債の合計、及びLGFV債務）の対地域GDP比を、「広義の負債率」と定義する。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

順守の原則に基づき、国有企業の債務規模リスクの解消業務を段階的に展開する、③債券リスクのモニタリング・事前警告メカニズムを構築し、国有企業及びLGFVの債券継続発行を合理的な範囲で支援する、としている。

また、LGFV改革に向けては、現地報道によれば<sup>10</sup>、第一に、一部の地方政府ではリスク解消基金と命名された専用の基金が設立され、市・県レベルのLGFVの流動性支援を行っているという。第二に、実態上、地方政府に代わって行ってきた資金調達機能のLGFVからの切り離しと、LGFV自身の一般企業化への取り組みも始まっているという。第20期3中全会の改革プランでも、LGFVの改革・モデル転換を加速する、との方針が明記されている。特定の地域でのLGFVの債務処理のケースを引き続き注視するほかない。

## 5. 地方特別債の発行管理制度の最適化に着手

他に中国では、2024年8月26日、財政部等6部門が「市政インフラ資産管理弁法（試行）」を公布し、交通施設等の地方のインフラ建設・予算に関するルールを明確にするとともに、隠れ債務につながる財政のバランスシート外での管理を禁じている。隠れ債務の

<sup>10</sup> 「一攬子政策実施一年“地方債務風險”化解效果初現」『上海證券報』2024年7月12日。

新規発生の抑止が進むのか、また同債務が LGFV によって再び代替されることはないのか、改革の難易度は高いものと思われる。

この点に関し、中国政府は、地方特別債の発行管理制度の最適化によって、LGFV の新規債務の発生を抑制しようとしているようにも見える。国務院弁公庁（日本の内閣官房に相当）は、2024 年 12 月 25 日に「地方政府特別債券の管理制度の最適化・整備に関する意見」を下達した<sup>11</sup>。同意見の骨子を見ると、第一に、地方特別債の投資対象の範囲について「ネガティブリスト」方式を採用し、①収益の全く発生しないプロジェクト、②保障性住宅等を除く不動産開発プロジェクトへの投資を禁じている。第二に、対象プロジェクトの資本金として使用できる地方特別債の資金使途について、「ポジティブリスト」方式を採用している。投資範囲は、従来のインフラ建設に加え、情報技術、新材料、バイオ製造、デジタル経済及び低空経済等の新興産業にも拡大し、同時に、割当可能なプロジェクトの資本金に占める地方特別債の割当資金の割合を 25%から 30%に引き上げている。第三に、試験的に一部の省政府に権限を委譲し、同政府の審査・承認を経れば、中央の国家発展改革委員会及び財政部の審査を経ることなく、地方特別債を発行できるとしている。試験地域としては、10 省・直轄市と、河北省の雄安新区が選定された。LGFV が担ってきた地域開発や産業振興の役割を、地方特別債に担わせようとする試みとも言えよう。

## IV 今後の展望

### 1. 財政の健全性維持の方針を堅持

前掲図表 1 の通り、2024 年 9 月下旬に決定された経済対策後の 2024 年通年の全国一般公共予算収入は前年比で 1.3%増とプラスに転じた。また、地方の国有土地使用権売却収入は同 16.0%減と、同じマイナスでも、1~8 月に比べ、マイナス幅は縮小した。

一方、中国の GDP 成長率を見ると、2023 年は実質で 5.4%増（政府目標は「5%前後」）、名目では 4.9%増で、GDP デフレーターはマイナス 0.5%と 8 年ぶりに「名実逆転」となった。2024 年は実質で 5.0%増（政府目標はやはり「5%前後」）、名目では 4.2%増で、2 年連続の「名実逆転」となった。「名実逆転」は、2023 年第 2 四半期（4~6 月）以降、2024 年第 4 四半期（10~12 月）まで、7 四半期連続となっている。デフレ懸念を払拭するための経済対策は、2024 年 9 月下旬に公表され、順次実施されてはいるものの、財政分野では、隠れ債務を含む地方債務問題の解消を優先し、政府投資の量的拡大にまでは踏み込まず、財政の健全性を維持する方針を堅持していると思われる。

<sup>11</sup> 国務院弁公庁「国務院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见」2024 年 12 月 25 日。  
<[https://www.gov.cn/zhengce/content/202412/content\\_6994502.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202412/content_6994502.htm)>

## 2. 求められる中央・地方間の財政関係の見直し

中国では、1994年の予算法の制定を機に、財政収入・徴税責任等に関する中央政府と地方政府の分担を明確化する分税制が導入されている。分税制の下では、財政収入全体に占める中央財政収入の比率が引き上げられ、同時に中央政府から地方政府への移転支出制度も導入されているものの、第一の課題として、前述の図表1の通り、全国一般公共予算収入に占める地方の割合（2024年で54.3%）に比べ、全国一般公共予算支出に占める地方の割合（同85.7%）の方が大きく、中央から地方への財政移転によって賄われている。第二の課題として、これまで地方の主要な財源となってきた国有土地使用権売却収入が近年大きく減少し、また地方特別債の発行金額が増加しており、地方政府として代替財源の確保に迫られている。

中央・地方間の財政関係について、第20期3中全会後の7月19日の記者会見で、中国共産党の経済政策の司令塔組織である中央財經委員会弁公室の韓文秀副主任は、第一に、中央政府と地方政府の財政関係を見直す、第二に、地方政府の税収源を拡大して地方政府の自主財源を強化する、第三に、中央政府の財政支出の負担割合を増やす、という方針を述べている。1994年に導入された分税制は、財政収入・支出ともに、中央政府による主導権を確立して、マクロ経済上の運営能力を高めることにあった。この考え方を維持したうえで、地方政府の財源難に取り組む改革の難易度は、やはり高いと言える。そのため、不動産税（固定資産税）や相続税といった資産課税制度の整備に取り組んでいく必要がある。当面、地方政府の主な財源となってきた地方政府が保有する土地使用権売却収入の減少に対しては、一般公共予算とは異なり、財政赤字率にカウントされない政府性基金予算の中で、超長期特別国債を発行して対応していくことになる。

## 3. 国債市場改革との連動の必要性

2025年3月5日から11日までの第14期全人代第3回全体会議では、GDPの実質成長率は5%前後に目標設定された。また、一般公共予算上の財政赤字の対GDP比は、2024年の3%から2025年は4%前後に引き上げられた。一般公共予算の赤字5兆6,600億元（2024年比1兆6,000億元増）から逆算すると、名目GDPは141兆5,000億元となり、名目GDP成長率は約4.9%増となり、GDPデフレーターはマイナス0.1%に設定された。

また、2025年3月の全人代では、第20期3中全会の供給面の構造改革を優先していくという方針を前提に、有効需要の不足に対応する措置としては、財政赤字にはカウントされない政府性基金予算の中で、中央政府による超長期特別国債の発行を2024年比3,000億元増の1兆3,000億元を発行することで対応していくこととなった。超長期特別国債の発行が2026年以降も続いていくのであれば、償還は20年から50年先であったとしても、中国が国債の大量発行時代を迎えることにもつながるため、金融機関における国債引受制

度の最適化や、国債市場での投資家層の厚みを増していくための施策などを並行して検討していく必要も出てくるだろう。

なお、2024年に始まった超長期特別国債の発行により、中小金融機関（銀行間債券市場）や個人投資家（証券取引所債券市場）に超過投資需要が発生し、同年5月以降、国債の利回り低下（債券価格の上昇）が発生した<sup>12</sup>。国債相場の過熱に対し、中国人民銀行は金利変動リスクがあるなどの警告を投資家に発し、保有国債の売却制度の構築に動いた。国債大量発行時代を迎えるためには、公開市場操作制度の最適化と同時に、金利変動リスクをヘッジするための国債先物市場の整備も必要になるだろう。

#### 4. 金融面でのセーフティネット整備との連動の重要性

金融システムとの関係では、2024年10月8日の記者会見で、国有大型商業銀行向けに資本注入のための特別国債を発行する計画が発表され、2025年3月の全人代で5,000億元の発行規模が承認された。特別国債の発行による国有大型商業銀行（中国銀行、中国建設銀行、中国工商銀行、中国農業銀行の4行）への資本注入（合計2,700億元）は、1998年以来、26年ぶりとなる。当時は、1997年のアジア通貨危機の影響が中国経済にも及び、国有商業銀行の不良債権問題の増加が懸念されていた。このため、4行への資本注入に加え、資産管理会社を設立して不良債権を一括して処理するパッケージ型アプローチが採用された。これは、2001年の世界貿易機関（WTO）加盟に伴う金融分野の対外開放を前に、銀行セクターの負の遺産を一気に処理する考え方が採用されたため、国内外の市場関係者から高く評価された。

今回の特別国債の発行においても、国有大型商業銀行への資本注入だけでなく、住宅在庫の調整過程で発生しうる銀行の不良債権や損失処理、また地方の中小金融機関の再編にも備えた、金融システム上のリスク発生を未然に予防するパッケージ型アプローチとなることが、国内外の市場関係者から注視されている<sup>13</sup>。地方隠れ債務と並ぶ懸念材料である銀行セクターでのシステミックリスクを解消できるのであれば、株式市場での銀行銘柄への評価の見直しとなり、他の銘柄にも影響を与え、改革の好循環を市場参加者が享受できることにもつながるだろう。

<sup>12</sup> 「中国の超長期債が乱高下 個人が殺到、一時売買停止」『日本経済新聞』2024年5月24日、「中国マネー、国債に集中 中銀は売り介入を示唆 運用難の銀行殺到 利回り急低下」『日本経済新聞』2024年6月6日を参照。

<sup>13</sup> 不動産、地方債務、中小金融機関に関わるリスクのうち、住宅在庫問題について、IMFは2024年8月2日に公表した中国に対する「4条コンサルテーション・レポート」の中で、中央政府の1回限りの資金支出による包括的政策パッケージを提案している。IMF試算では、GDPの5.5%に当たる金額、中央政府が4年にわたって分散して負担することになる。2023年の名目GDPを基に計算すると126兆元のGDPに対して合計約7兆元となる。一方、2024年9月下旬以降の経済対策には、中国人民銀行による商業銀行向け再貸出（在庫住宅の保障性住宅への転用）や、商業銀行による不動産開発会社支援、地方政府特別債による在庫住宅の買取（保障性住宅に転用）は含まれているものの、IMFの試算金額には届いておらず、海外の市場関係者との中国経済の見直しに関する認識ギャップの要因ともなっている。