

中国の地方債市場の新展開*

王 君

要 旨

本稿の課題は、リーマンショック後に発行が再開されて以降、質量ともに急速に変貌する中国地方債市場の現状と将来を分析するところにあるが、この過程でもっとも重要な役割を演じているのは専項債券という新種の債券の導入とこれを契機とする市場改革の動きである。同債は米国のレベニュー債に極めて近い性格を有し、近年の地方政府による起債の中心となしている。しかも起債にさいして、格付け制度の充実、マーケットメーカー制の実施など市場を重視する制度や慣行が導入された。とくに専項債券のマーケットメーカーとしてBNPパリバ銀行、ドイチェバンクの外資系2行の参入を認めたことは、債券の指標性を高め流通取引を活発化させることによって市場の魅力を高め、国外投資家の参加、ひいては市場の国際化を促すと期待されている。それはまた、市場関係者のいうように、将来的には中国債券市場そのもののさらなる変革と発展の一里塚でもある。

目 次

- | | |
|--------------------|---------------------|
| I. はじめに | 3. 発行主体、発行期限と発行方式 |
| II. 地方財政と地方債 | 4. 発行特徴 |
| 1. 地方債の概観 | 5. 発行金利条件と発行状況 |
| 2. 近年の地方債発行の経緯 | 6. 格付け |
| 3. 地方債の分類 | 7. 金利の市場化改革 |
| 4. 地方債発行の仕組み | 8. 地域の経済、財政状況および負債率 |
| III. 専項債券：2015年－現在 | 9. 専項債券の運用例 |
| 1. 概観 | IV. 結びに代えて |
| 2. 専項債券の種類 | |

*本稿の作成には、青山学院大学大学院博士後期課程指導教員の宮原勝一教授に大変お世話になりました。この場を借りてあらためてお礼申し上げます。

I. はじめに

中国の財政制度は1994年に従来の財政請負制から分税制へ転換した。分税制とは地方政府の歳入をある一定額で中央政府に納めることを定めたもので、これにより中央政府の中長期的な歳入不足が解消される一方で、地方の歳入は減少に転じた。この結果、中央と地方の間の財政収支の不均衡がますます拡大した。

たしかに中央政府の財政収入が増加し、従来の歳入不足を解決したが、それは地方政府の歳入減による歳出の抑制というかたちで財政運営を制約することになった。すなわち、分税制実施下の地方政府にあって、自らの地域で行う経済開発に必要な資金は地方政府の歳入によって賄うものとされたため、歳入増が望めない以上、地方独自の経済開発の縮小なし停止も視野に入なければならず、そうした事態を避けるためには外部資金に依存せざるを得なかった。しかし、中央政府は地方財政における地方債への過度の依存を抑止するために1994年3月に予算法を制定し、地方政府が債券発行により資金調達することを禁止した。

これにより、地方政府による過度の債務依存体質はこれを回避することができた反面、地方経済開発や振興は制約を受け、それがひいては中国の経済成長を支えてきた地方経済のブレーキとなることが懸念されるに至った。このため中央政府は、さしあたり、①国債転債券、②地方政府融資平台の2つの政策によって急場をしのぐこととした。言い換えると、前者は中央政府が発行予定の国債の一部を財政部経由で省レベルの地方政府に貸出するものであり、後者は地方政府傘下の投資会社を育成し、投資会社の

イニシアティブによって地方銀行に融資してインフラ建設を行うものである。この2つの政策のうち、地方政府融資平台は最も有効な政策として活用された。投資会社が事実上の地方債代理発行機関として機能していたからである。

その意味からすれば、1994年の分税制と予算法とによって地方政府が財政面での自立性を阻害され、地方の経済建設をいう本来的使命を制約される状況にあって、地方政府融資平台は地方政府の財政運営の窮地を救う役割を演じたと考えてよい。他方同時に、地方政府主導の融資平台会社と絡む地方の銀行や金融機関による不良債務が年々歳々積み重なって、地方経済の健全性が損なわれるという負の遺産を遺すことになった。

地方財政ひいては地方経済のネガティブな状況は2008年のアメリカ発世界同時金融危機——いわゆるリーマンショックを契機に深刻の度を増し、中国政府にその処理・解決のための政策を要請することになった。2008年のいわゆる「4兆元計画」が、それである。これは、高度の経済成長を達成するための積極的マクロ経済運営であり、なかでも財政面では、中央財政が4兆元中1.18兆元の投資額を行うとし、残余を地方政府が担うこととされたが、中央政府が経済成長における地方の経済発展を重視していることの証左である。ただ従来の中央から地方への資金供給のあり方を大前提に地方政府が総額約3兆元の融資計画を負担することは明らかに不可能であった。

こうした状況を打開する1つの方策は、地方債発行の再開であった。ことほどさように、2009年から地方政府の債券発行は正式的に許可されるようになり、しかも2015年に予算法の改正にともない地方債発行に関する法律も整備さ

れた。のちにみるとおり2009年から15年のプロセスはまた、中国債券市場の発展にとって劃期をなすといっても過言ではない。

実際、地方債発行の再開から今日に至る約10年を振り返ると、前半の2009-14年までの6年間は、一般地方債のみの発行であったのに対して、2015年以降はアメリカの「レベニュー債」に近い新型債券——専項債券が導入され、これが年々増加している。事実、地方債の発行実績は最初の6年間こそ年平均2600億元に過ぎなかったが、2015年からは年間3兆元を超え、さながら「地方債大量発行」時代を迎えた感がある。その要因は、1つに地方債の償還原資に関するものであり、従前の一般地方債とは異なり、地方政府の一般公共決算方式が採用されたことを指摘しなければならない。これにより、地方政府の返済圧力が軽減でき、かつ地方政府ファンドの信用保証で直に建設プロジェクトに対応する企業を地方の建設を行わせることの透明性を確保できるとみられた¹⁾。

本稿の課題は、以上の経緯を明確に意識しつつ、中国の地方債制度と債券市場の変貌と展望を、その背後にある諸事情とともに整理・分析するところにある。はじめに本稿の構成を紹介しておこう。まず概観で地方債の歴史的な経緯をまとめ、1994年以降分税制改革後の地方インフラ建設をめぐる、地方政府はどのような形で地方の資金調達を行っていたかを整理する。つぎに法律上地方債の解禁を迎えた2009年を境に、当初のいわゆる「パイロット・イシュー」から、現在の財政部に推奨とされた地方インフラ資金の主要調達手法になるまで、この間ではどのような変化が起きたのかを明かしたい。地方債発行額の増加にともなって、地方のインフラが徐々に整備される中で、中国の債

券市場における地方債のシェアが高まり、2017年度の新規発行額が債券全体の2割強を占めるに至った。

このように地方債の発行が増加することによって、インフラ整備のほか、中国債券市場の改革、とくに金利の自由化のペースが一段と加速することも考えられる。そのことを考察することがつぎのテーマであり、今日地方債の中心をなす専項債券の中であって、もっとも指標性の高い土地貯備専項債券を事例に発行体による所要資金の調達から債務の返済までの流れを説明する。そこで明らかなことは、専項債券が米国のレベニュー債ときわめて近似した機能を持っていることである。中国版レベニュー債と命名するゆえんである。そして最後に、中国地方債市場の将来と経済成長への貢献を展望する。

II. 地方財政と地方債

1. 地方債の概観

市場経済的要素を取り入れて中国経済の発展を企図した改革開放後の地方債の歴史は、概ね3つの時期に分けられる。すなわち、①財政請負制度下の1980年代から90年代初頭まで、②1994年の「分税制」改革後から世界金融危機勃発の2008年まで、そして③2009年以降から現在まで——の3つである。

1980年代このかた中央政府の財政収入は財政請負制度²⁾が原因で年々減りつづけ深刻な歳入不足に迫られた。1994年に「分税制」の財政制度が導入されたのはそのためであった。つまり、中央政府・地方政府の財政入と徴税責任を明確な割合分担の仕組みが作られ、中央政府が

確保できる歳入の割合は75%を超え、残余を地方政府が支配する。これによって、中央政府の歳入は増大し、反対に地方政府のそれは減少した。1995年の「予算法」により地方債発行は厳格に禁止されていたので、地方政府が旺盛な経済建設需要を満たすには、つまり資金調達を基本的に外国政府からもしくは国家開発銀行からの借入金、それに「地方融資平台」に依頼していた³⁾。

ここで特記すべきは、2008年までの間、地方政府の地方融資平台への高い依存であり、それは以下のような事情を映していた。すなわち、1998年の全国の住宅改革に伴い、土地の売買取引の合法化を期に、土地国有制度下の各地方政府は、管轄範囲内の土地所有権を持っていたので、不動産の譲渡、売買などを通して地方インフラ整備の資金調達に充当していた。地方政府にしてみれば、地方の土地資源の「商品化」は地方債を発行せずに地方銀行からの融資を受けられ、ひいては地方経済の成長を促すことが可能にする方途であった。

2009年に地方債の発行が解禁されたが、当時はいわゆるリーマンショックによる経済不況に対する景気浮揚を目的とした「4兆元計画」が実施され、このうち当該年の2000億元相当は地方債の発行によって調達された。爾来、地方債は景気対策を目的に起債されるようになるが、これを法的にも規範化した。けだし現在では、各地方政府が地方の経済成長を促進する有力な融資手段になっている。

2. 近年の地方債発行の経緯

地方債発行が正式に許可された2009年から現在までのプロセスを仔細にみていくと、発行主体の顔ぶれや発行・償還方式は大きく異なっ

ている。まず2009年から2011年までの間、地方債新規発行額は毎年2000億元相当で推移し、いわゆる「4兆元計画」を支える柱の1つとなった。発行主体は「パイロット地域」——すなわち中央政府より試験的に債券発行を認められた省、自治区、直轄市、計画単独都市レベルの各政府であるが、各レベルの地方行政府が直接発行するのではなく、中央財政部の代理発行（代理償還）の形で行われていた。その後2011年から2014年までの間は、「自主発行」、すなわち省・市レベルの政府は自ら債券を発行することが可能になった（ただし償還は財政部が代行）。

2011年に上海市、浙江省、広東省、深セン市の4つ省・市レベルの地方政府がパイロットとしてそのような形での債券発行を開始したものの、これ以外の地方政府は、従来型の、財政部による代理発行・代理償還の形で行われていた。

その後2014年に入って「新予算法」が制定・施行され、全国すべての省政府（特別発行市を含む）に地方債の発行が形式的に認められた。ただ起債規模は國務院が決定した上で行うこととされた。同年5月、自主発行、自主償還（中国語で「自發自還」）の「パイロット地域」はさらに10の省・市レベルの地方政府に拡大した。

地方債発行の「節目（moment）」となったのは2015年の法改正であり、この年専項債券法案⁴⁾が公布され、専項債券の発行に関する規則および信用評価制度の導入が開始された。ただそのすべてが新規発行債券というわけではなく、一部は「置換専項債券」と称し、2014年末以前に発行された既発債の期前償還と借換を目的していた。

そうとはいえ、地方債の太宗は「高速道路専

項債」や「土地備蓄専項債」などの新種の専項債券であり、具体的なプロジェクトに基づく債券発行を目標としていた。実際、2017年になる以降は専項債券が主要かつ中心的な資金調達手段となるに至った。

3. 地方債の分類

地方債は償還原資によって一般債券と専項債券の2種類に分けられる。一般債券は地方政府の一般公共予算赤字を補填するために発行され、発行代わり金は収益を目的としない公益性のある事業プロジェクトに運用される。償還原資は地方政府の財政収入を担保とし、一定期間内に元金と利息を一般公共予算で返還する。一般債券の発行期限は短期間の1年から長期間の20年までとなる。

これに対して、収益を目的とする専項債券の場合、事業プロジェクトの収益が債券の償還原資となる。専項債券がまさにこのケースに相当し、地方政府はそうした事業から生じる利益を基金予算管理に計上する。この種の債券の償還期間は1年から長期間の20年までとされる。

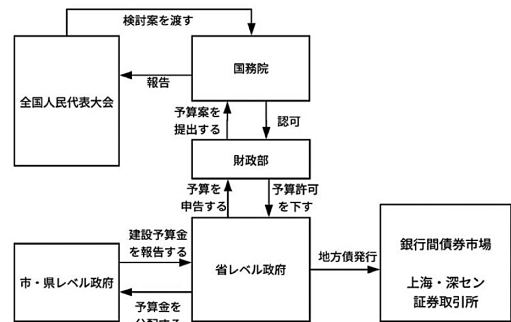
現在まで発行された専項債券についてみると、土地備蓄専項債、高速道路専項債、供水専項債、棚改専項債、軌道交通専項債など多様であるが、現行制度では専項債券だけが置き換えの用途として利用可能であり、一般債券の用途は一般新規債の発行のみで基礎インフラの設備投資に対応することに限られている。

4. 地方債発行の仕組み

新規専項債券発行計画は省レベル⁵⁾の地方政府により、毎年10月末までに策定する⁶⁾。策定された当該年度の地方債発行予定額は、その前の年に財政部門に一括請求し⁷⁾、財政部に提出

する。そして国務院が受けて全国人民代表大会にて各地方の債務発行可能枠に関する討議がなされる。検討された新規債務限度額は、国務院の承認を得て財政部に通じて各省レベル地方政府に通達し、当該年度の新規発行額を分配するようになる。次に財政部の審査に入り、国庫司⁸⁾に地方債発行の許可を得てから、指定の金融機関に発行して最終的に債券市場または上海・深セン証券取引所で流通するようになる。具体的なプロセスは図表1に参照する。(図表1)

図表1 地方債発行の流れ



〔出所〕 国務院、財政部の公表文件（国発〔2014〕43号、財予〔2015〕225号、財予〔2017〕35号）をもとに筆者作成。

Ⅲ. 専項債券：2015年-現在

1. 概観

既述のように、専項債券は地方のインフラプロジェクトに必要な資金を調達する目的に発行される地方政府債券であり、2015年に導入された。近年、一般債券の発行に加えて、地方における持続的な経済成長の維持・促進を旨として発行される専項債券がこの間地方政府が発行してきた債券すなわち一般債券⁹⁾とは、以下の点で異なる。つまり、元利償還の原資が地方政府

中国の地方債市場の新展開

基金（特別会計）と建設プロジェクトによる収入が対応していることであり、この点、アメリカのレベニュー債に近い性格を持っている。土地貯備専項債券や高速道路専項債券などがそれであり、発行代わり金は地方政府基金によって管理され、漸次資金用途が決定される。

こうした債券発行を必要とされた背景には、地方の都市化の急進展に伴って、基礎インフラ整備が喫緊な課題となったことをあげなくてはならない。専項債券の導入は、従来の一般債券より新たな債券の種類となる「専項債券」として導入することのみならず、この間積み重ねてきた地方債務ストック（既発債）を新たな形——「置換専項債券」に分類し整序整頓することを意味した¹⁰⁾。

さらに、2017年からは、財政部は専項債券の用途を絞り、「項目収益専項債」という具体化したプロジェクトにしか使用できない種類を小分けにした。これによって、以前発行した債券で得られた資金は複数の建設プロジェクトに取り入れる方法を変更し、債務リスクを分散することを企図したと考えられる。専項債券の発行により、ある程度で地方政府の財政負担を軽減することができ、かつプロジェクトを明確化することを通じて融資手段のリスクを軽減することが期待できると見られる。

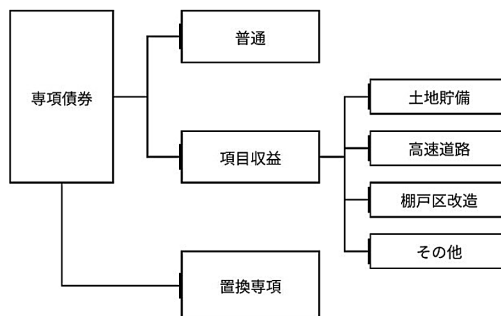
専項債券の発行による地方建設金の収集や運用する方式が提唱され、導入開始から5年が経ち、一般債券の発行額に匹敵する増加傾向が見られる。2018年末時点で、一般債券の新規発行額の2.2兆億元に対し、専項債券のそれは1.9兆億元である。専項債券の活用により、地方政府はバランスシート上歳出不足（赤字）を避けることができ、かつ地方債務を透明化するというメリットも無視できない。地方インフラ整備

を加速させると同時に、地方政府の財政負担も軽減できる。専項債券を取り組むことによって、短期的には地方の経済成長に貢献したこともさることながら、中長期的には雇用創出とインフラ設備を運営する際に発生する収益を関連する事業プロジェクトの「余剰」として享受することを可能とした。今後は地方の都市開発に対応し、一般債券と比べてさらなる活用することが期待できるだけでなく、発行債券と発行方式の多様化といった形で中国債券市場の発展に寄与することも考えられる。

2. 専項債券の種類

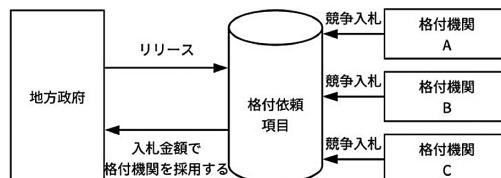
専項債券の種類は、図表2に示されるように、「普通専項債券」と「項目収益専項債券」とに分かれる。前者は基礎インフラや都市開発など公益性の高い事業への資本支出を対象と

図表2 専項債券の分類



〔出所〕 中国政府債券市場年報〔2017〕をもとに筆者作成。

図表3 格付機関採用の仕組み



〔出所〕 財政部〔2014〕「財政部関於2014年地方政府債券自發自還試点信用評級工作的指導意見」財庫〔2014〕70号をもとに筆者作成。

し、後者は不動産開発、老朽化した商業ビルや住宅の再開発事業を対象とするものであり、土地貯備専項債券¹¹⁾、高速道路専項債券、棚戸区改造専項債券¹²⁾がその代表例である。この3種類は発行実績が多く、専項債券の新規発行量の9割以上を占める。(2019年現在)。

このほかにも、「置換専項債券」という債券もあるが、これはもっぱら過去に発行され満期をむかえた既発債のうち、とくにその事業の重要性に鑑みいわばつなぎ資金の供給を目的とした借換債の性格が強く、新発債とは異なる。

3. 発行主体、発行期限と発行方式

地方債の発行主体は中国の行政区分である省、自治区、直轄市レベルに属する地方行政機関に限られ、専項債券（または一般債券）の発行権を有する。このほかにも、「債券発行特別市」に指定された青島市（山東省）、廈門市（福建省）、深セン市（広東省）などは、その属する省政府の許可を得たうえで、単独で市レベルの専項債券を発行することが可能になっている。

専項債券の発行年限は、最短1年、最長20年と幅がある。いうまでもなく、発行体を選択する債券の年限はその目的とする事業の性格に依存するが、3年、5年、7年、10年の年限が中心であり、発行総規模の98%に占めている。ただし、7年債と10年債の発行については、当該年の発行計画額の過半を超えないことを条件として課せられる。

つぎに発行方式をみると、主要には公募と私募との2種類がある。まず公募が主要になり、全国銀行間債券市場や証券取引所債券市場などで広く投資家に売り出される。一方、私募の場合は、特定かつ少数の機関投資家や個人投資家

に向けて発行される。

このほか、一部の既発債を置き換える場合に関して、「定向承销」¹³⁾という特殊な発行方式が用いられるケースもある。これは、既発債の借換え¹⁴⁾、すなわち置換債券の発行に特有の形式¹⁵⁾であり、既発債を保有する投資家、主要には商業銀行内で発行される。

4. 発行特徴

専項債券の発行にかかる特徴の1つは、基本的に1年間を通じて複数回（各期）に分けて発行することである。専項債券の発行を定めた現行行法¹⁶⁾の規定によると、専項債券は、単一のプロジェクトを対象に起債されることが原則であるが、複数のプロジェクトに対して集合発行することも可能である。すなわち、ある特定のプロジェクトに対して期限が異なる複数の専項債券の発行を想定していると考えられる。また、発行規模の大きいかつ発行数の多い場合に際して、発行額を分割し複数回継続する——欧米諸国でよく見られる「トランシェ発行」に相当する手法が採用されることもある。

公募形式で公開市場において発行する際、各地方において専項債券の「取引母集団」、すなわち当該債券の引受募集シンジケート団（以下、引受シ団）を組成する。引受シ団メンバーは主に商業銀行、地方銀行、証券会社から構成されるが、常設的な引受シ団を組成することもあれば、一般債券と合併してアドホックな共同シ団をシェアする場合もある。

2019年、BNPパリバ及びドイチェバンクの2社は、引受主幹事を務めることが認められたほか、ドイチェバンクは2020年青島市の地方債の引受シ団のメンバーになった¹⁷⁾。外資系銀行の参入は中国地方債市場、ひいては債券市場全

体の発展に貢献すると期待される。

5. 発行金利条件と発行状況

公募専項債券はクーポンレート、すなわち一般に固定利付のものとなり、発行価格（売出価格）は、基本的に価格競争入札によるものとされる。また委託販売によって決定された場合では、その時々市場金利の動向を勘案して発行体と交渉して決定される。

入札発行の場合、原則、委託・入札日の当日前までの1日～5日間に発行した同期限の記帳式国債の平均収益率を上回る水準をベースに発行価格を決定する。すなわち、財政部政府債券発行システムを通じ、シ団の各メンバーより提示した応札額と応札価格（利回り）のうち、応札額の最高値もの又は応札価格の最低値ものから、発行予定額に達するまで漸次値を下げる。

これに対して、委託販売の場合、地方政府サイドが事前にリードマネージャーとの交渉によってクーポンレートや募集価格（発行価格）を仮設定し、その後規定時間内にシ団の各メンバーから委託金と委託利率を受け取り、利率と発行額を決める。例えば、四川省の場合、公開発行の際に発行債券の利率¹⁸⁾は3.45%から4.66%のレンジとされた。もちろん、利率設定は、発行期限（3、5、7年）、発行額、発行時期によって異なる。上海市の場合、3.69%から3.86%までとなっている。

6. 格付け

中国の債券発行にかかる格付け取得の歴史は1980年代にさかのぼるが、こと地方債の格付けに関しては、2014年に自主発行¹⁹⁾が可能になったこととともない、中央政府が省レベル地方政府に対して格付けの取得を義務づけた。このた

め、2013年末時点で地方債の自主発行省である広東省は、省都・広州市の債務返済比率が17.3%に上り、各地方政府（省レベル）は各自で管轄する地域における債券発行に際してリスク管理の一環として格付けの取得することを奨励した。たしかに広東省はパイオニアであったが、格付け取得が全国的に普及したのは、専項債券の発行が開始された2015年以降であった。

地方債は全国銀行間債券市場で流通して取引される主体であるため、対応する格付機関は、相応する評価資格が必須とされる。現在、全国銀行間債券市場で認可されたのは内外9社にのぼる²⁰⁾。もっとも、中国系格付機関のなかにも外資系が支配権を握るものもあり、例えば中誠信国際信用評級有限責任公司是米系有力格付機関のムーディーズが30%の株を保有、また連合資信評估有限公司の場合は、シンガポールの政府系投資ファンド（SWF）であるGIC（政府投資公社）が同社の約四半分の株式（25.16%）を支配している。さらに、外資系格付機関であるS&Pグローバル・レーティングとフィッチ・レーティングズの2社は、引受主幹事として中国の債券市場に本格的に参入することが、発行市場における新規発行銘柄の発行条件の実勢化に貢献している。

債券格付けの基準は各機関によって異なり、これを評価する際、基本的には地方政府の財力、地域における資金の流動性や地方政府に対する外部的な支援などが必須項目として考えられることが多いといわれる。ただし、中国では格付機関の数が多く、発行体によって指定格付機関となるための競争が熾烈である。例えば2014年に広東省地方債の公開入札を募集した当時、6社の格付機関が競争入札し、最終的に上海新世紀資信評估投資服務有限公司が引き受け

ることに選ばれた。

現行の慣行によると、地方債の格付けは、各地方政府が債券²¹⁾を発行する際に公開入札を経て格付機関を選定し、しかるのち専項債券とリンクしたプロジェクトの信用格付は、格付機関に委託して行うようになっている。地方政府は格付機関を指定することによって、実際に“ハイリスク”プロジェクトであっても、格付機関が当該プロジェクトの評価を高めにする傾向があり、結果として最優良格付（AAA）が多くなる一因となっている。別言すると、各地における地方債の信用力は一律横並びで、地域間、プロジェクトごとの信用格差が見えにくいのが、中国の信用格付けのありようといえ。

こうした格付け事情を改善するために、北京の中央政府によって2019年11月に「信用評級業管理暫行弁法」が公表された。これによって、信用格付市場における不正競争の防ぎ、格付プロセスの修正、格付機関の公信力や独立性の向上に対し、法律的な規則案が作り上げられた。中国人民銀行は信用格付市場の主管部門として、国家発展改革委員会、財政部と中国証券監督管理委員会の3機関は業務操作上の管理部門として格付セクターにおける規制・監督・管理を行うこととされた。

7. 金利の市場化改革

前節で述べたように、地方債の信用格付は発行体の信用力の差異を映したものはかならずしもいえない。いわば“お手盛り”が横行していたといつてよい。すくなくとも当初の段階ではそうであり、本来であれば発行体の信用力によって生じる債券の利回り格差がほとんど見られなかった。例えば、同一の地域の、専項債券の発行額・年限・利率などの発行条件が同一で

あっても、発行体の信用力によってそれぞれに異なるはずであるが、その差はせいぜいのところ10ベースポイント内外にすぎない²²⁾。また、既発専項債券の年間収益率²³⁾についていえば、理論値ベースで3～6%の差があってもしかるべきであるにもかかわらず、実際に地方の各省が発行した地方債の収益率から見ると、平均3.9%程度となっている。

この背景として、専項債券の発行金利のベースとしても活用される基準金利の選定に関する不透明性を指摘しなければならない。この金利は、中国の金利自由化がいまだ道半ばであるとしても、地方債の起債を含む金融取引の基礎金利として広範に利用され、他の金利水準や金融資産の価格などを設定する際のレフェランス機能を担うとされるにもかかわらず統一されていない。中央銀行の貸出基準金利やSHIBOR（上海銀行間取引金利）、LPR（貸出市場報價金利）などがあり、それを債券発行の「基準金利」として用いるべきかはいまだコンセンサスを得ていない。

中国ではこの間、地方債は国債や政府系金融機関債と同種類の「利率債」に分類されるため、地方債の発行金利は通常、国債のそれを基準金利として考えられることが多い。しかし、国債は高い信用力を有して低リスクで、流動性も高いのに対して、地方債は国家信用に劣後する地方政府の信用によって支払い保証がなされるにすぎない。それゆえ、地方債の流動性は国債に比べて劣後する。つまり、くり返すが、中国は金利自由化をいまだに達成されず、債券利回りの銘柄間連動がなお不十分で、市場実勢化が進展していないとしても、地方債の流通利回りは国債のそれよりも高くなるはずである。

たしかに地方債発行市場における発行金利

が、国債のそれより低くなるという「異常な」時期があったことも事実である。2015年4月に発行予定となった総額648億元の江蘇省政府の債券は発行金利が引受シ団との交渉が一致せず、一時的に延期になった結果であり、地方債金利は調整の時期を迎えた。地方債の発行金利は、いわゆる市場実勢化と銘柄格差を映して、同一年限の債券とくに国債のそれを上回ることを、言い換えると「地国逆転」利回りが発生しないように市場運営をすることと、およびその前提となる地方債市場の改革を推進することが要請されたのであった。

爾来、地方債の金利水準をみると、発行体の属する各省の信用力を反映して、バラツキが生まれるようになった。そして2018年からは各地方政府の財政部門が地方債発行に対して「入札干渉」、「利率設定」などの違法行為を禁止する法案が公表された²⁴⁾。さらに、2019年1月、地方債入札利率の最低区間を25から40までのベースポイントのレンジで調整するよう、行政指導——いわゆる「窓口指導」——されるに至り、市場の自由化は一段と進展した。

8. 地域の経済、財政状況および負債率

全国各地域の経済状況から見ると、東部地域の広東省、江蘇省、山東省、浙江省は経済力のトップ4に入り、これら4省を合算した国民総生産総計は全国の3割超を占めている。これに対し、中部地域は河南省、湖北省、湖南省、そして西部地域の四川省のみがGDPの10位以内に入っている。

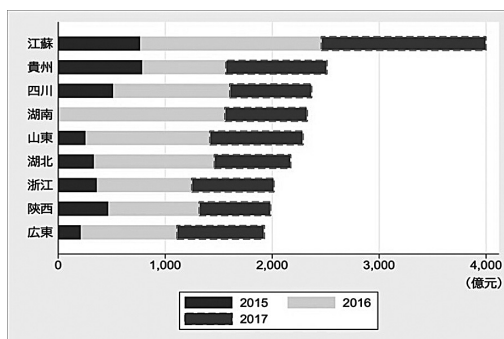
東部地域中、広東省と江蘇省の2省が突出して経済競争力が極めて高い。広東省では省都・広州市と経済特区の深セン市が主導したハイテク製造業と現代サービス業は優れ、イノベー

ション系の企業が多く、世界的な生産拠点として輸出依存型の貿易経済で発達している。かたや江蘇省は広東省と匹敵する唯一の地域として、年間経済力が共に9兆元を超えた²⁵⁾。産業構造から見ると、江蘇省はそもそも軽工業と重工業の生産が集まる地域で、化学・鋼鉄工業をメインとする製造業が発達している。近年は新興系技術工業が特化しているおり、クリーンエネルギー、ナノ素材産業を発展して地域経済力を高めている。

各省の債務状況は、2013年に審計署が公表した「全国政府性債務審計結果」により、債務規模が大きい地域は基本的に地方の経済力が発達している地域に集中する特徴がある。具体的には、各省専項債券の累積発行額では、東部地域の江蘇省、山東省などや、西部地域の貴州省、四川省、陝西省、また中部地域の湖南省、湖北省が多い²⁶⁾。(図表4)

負債率については、地方における経済規模は債務に対する負担能力を判定する指標である。2018年全国地方政府の平均値は37%²⁷⁾であり、国際的な基準で60%の水準値を超えない²⁸⁾。ただし、地域別でみた負債率の高いベスト5は、青海省(74.8%)、貴州省(62.5%)、寧夏省

図表4 専項債券発行額(2015-2017)



[出所] 中国政府債券市場年報(2015-2017)をもとに筆者作成。

(47%), 海南省 (44.8%), 内モンゴル自治区 (44.4%) の順となり、いずれも中国の西南地域に分布する。一方、負債率の低い省は主に東部地域にあり、広東省 (11.3%), 江蘇省 (15.7%), 河南省 (15.7%), 福建省 (16%) などである。(図表5)

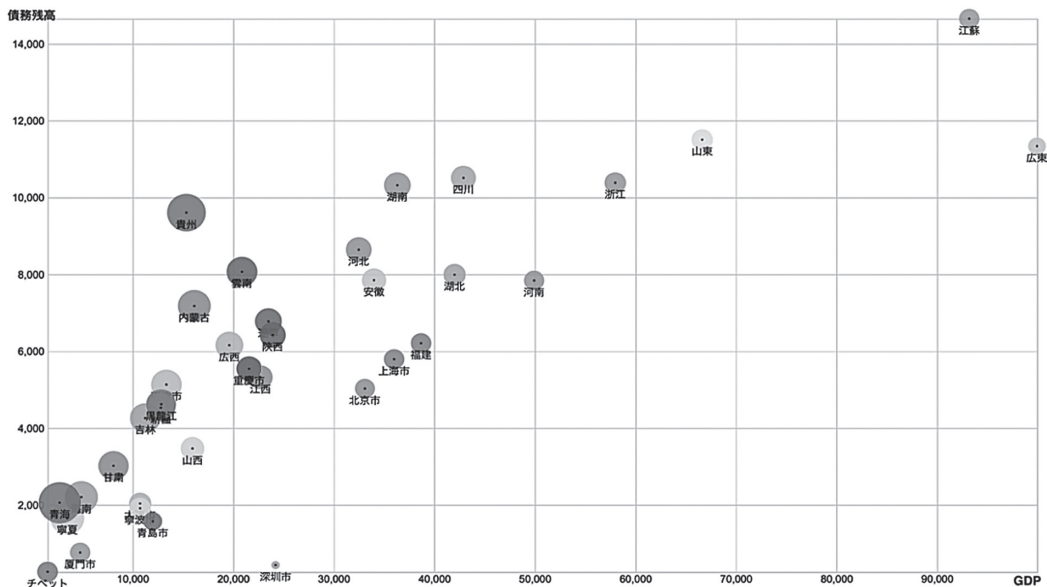
9. 専項債券の運用例

専項債券の発行額の3割以上を占めた土地貯備専項債券は、省レベル地方政府が発行主体として、土地の将来価値による収入で対応する初期開発費を調達する際に発行し、地域の基礎インフラ整備に投入目的とする。発行期限は最長5年とし、具体的な建設プロジェクトに対応する。政府が開発した土地が将来で市場取引される際に収入を手にするによって、それまでに土地取得する際に支払う補償金などを弁償する。以下では、江蘇省南京市浦口区の土地貯備専項債券を具体例にして説明したい。

江蘇省における中長期的な経済計画によると、いわゆる「新型城镇化」²⁹⁾に向けて地域経済の協調的な発展を実現するには、蘇南、蘇中と蘇北の3地域³⁰⁾はその目標に応じて「国家自主创新示范区」を築き、地域の特色を活かした産業³¹⁾を育成する。南京市は江蘇省の省都であり、中国東部地域兼長江デルタ経済圏における教育・研究開発の重点基地として、中国の中西部地域の経済発展の促進に繋がる中樞となっている。(図表6)

浦口区は南京市西北部に位置し、区面積は913.75平方キロメートルで、人口は76.99万人からとなり、国家レベルの産業園区の「南京高新技术産業開発区」³²⁾と「南京海峽兩岸科技工業園」³³⁾が設置された。2018年全区生産額は360.9億元で、産業構造から見たシェアは、1次産業11.6%, 2次産業25.6%, 3次産業が62.8%となっている。全年度区の貿易総額は77.22億元のうち、輸出額は36.63億元、輸入額

図表5 各省の負債率



〔出所〕 Wind 及び国家統計局のデータ [2018] をもとに筆者作成。

図表6 南京市の主要経済指標

(単位：億元)

南京市における主要な経済指標 (2016-2018)			
項目	2016年	2017年	2018年
地域総生産	10662.28	11715.10	12700.00
一般公共予算	1142.60	1271.91	1470.00
政府系基金収入①	1522.50	1706.40	1614.60
(国有地使用权による譲渡収入 ⁴³⁾)	1383.57	1547.98	1469.20
政府系基金支出②	1479.25	1611.85	1589.90
(国有地使用权による譲渡収入と債務支出 ⁴⁴⁾)	1399.62	1503.96	1443.50

〔出所〕 江蘇省财政厅 [2019]「2019年江蘇省土地貯備專項債券(一至二期)信息披露文件」をもとに筆者作成。

は35.59億元となっていた³⁴⁾。また、浦口区の財政状況³⁵⁾では、区の一般公共予算収入は53.13億元で、予算支出は64億元となった。政府系基金収入は193.49億元であり、うち土地基金収入は188億元である。

2019年江蘇省土地貯備專項債券³⁶⁾(1期、2期)³⁷⁾は発行規模が327.9億元と計画され、建設項目が計94案で、土地が計161筆に関連している。記帳式利付で、うち1期目は3年物專項債券となり、計画発行額が30.7億元で発行利率が3.07%とされ、2期目は5年物專項債券となり、計画発行額が297.2億元で発行利率が3.3%とされた。このうち南京市浦口区の專項債券発行額は9.1億元に分配され、3年物の発行利率が3.07%で2億元分となり、そして5年物の発行利率が3.3%で7.1億元分となった。

浦口区の土地貯備專項債券の配分額に関連す

るプロジェクトは、主に地域土地の開発・利用を中心に債券発行を通じた資金調達によって展開するものとされた。区政府が主催した土地開発項目は、資本金及び債券発行で集めた資金を住宅用地、複合オフィスなどの初期開発に投入し、建設完了後からは土地使用权の譲渡で生み出した収入で債務を償還する。浦口区の土地プロジェクトの詳細は図表7のとおりである。

この期で浦口区の計画融資額は9.1億元で計5件のプロジェクトに対して、貸付利率を3.9%であると仮定し、5年後(または3年後)の満期を迎えた場合は、その際に発行開始日から各年に発生する利息と元金をまとめた元利金³⁸⁾は次の各プロジェクトに計算されている。(図表8)

各プロジェクトの開発による収入は、住宅用地、商住兼用に建てられた住宅マンションや

図表7 南京市浦口区の土地貯備專項債券に関する項目案

(単位：万元)

項目地域	項目名 ⁴⁵⁾	項目内容	資本金	今期発行額	発行期限	発行利率
浦口区	浦烏路	住宅用地, 商住兼用	69970.16	15600.00	5年	3.30%
浦口区	卓溪路	住宅用地, コミュニティー	30872.19	20000.00	3年	3.07%
浦口区	豊子河路	複合オフィス	3400.00	29400.00	5年	3.30%
浦口区	新柳路	住宅用地	16400.00	14000.00	5年	3.30%
浦口区	紫峰路	住宅用地	14200.00	12000.00	5年	3.30%

〔出所〕 江蘇永和会計事務所有限公司專項審計報告(永和会專字[2019]第043号)をもとに筆者作成。

図表8 元利金返済額の内訳

(単位：万元)

項目地域	項目名	発行期限	元金	利息	元利合計
浦口区	浦烏路	5年	15600.00	3042.00	18642.00
浦口区	卓溪路	3年	20000.00	2340.00	22340.00
浦口区	豊子河路	5年	29400.00	5733.00	35133.00
浦口区	新柳路	5年	14000.00	2730.00	16730.00
浦口区	紫峰路	5年	12000.00	2340.00	14340.00

〔出所〕 江蘇永和会計事務所有限公司専項審計報告（永和会専字〔2019〕第043号）をもとに筆者作成。

ショッピングモールなどの使用権の譲渡によって生じられる。浦口区政府の今期項目は、予想で2022年から2024年までの間で譲り渡す予定とし、1平米あたりの地価は0.77万元から3.14万元までと評価³⁹⁾された。(図表9)満期日までに改造開発した土地を上場取引すること及び該当年度内に譲渡することを仮定する場合、コストや税金などの引当金⁴⁰⁾を42.85%で計上⁴¹⁾したうえ、この際に発生したキャッシュインフ

ロー⁴²⁾は、図表10で示すとおりである。各プロジェクトで生じた収入は、引当金を引いてから項目収益となり、元利金の支払いは項目収益で賄う。項目純収益でカバーされた倍率はこれを返済カバー率で示し、元利金の返済可能性の指標として通常1倍以上が望ましいと考える。この期で浦口区政府の5プロジェクトの返済率から見ると、この仮定ではプロジェクトの純収益で債務をカバーできると見られる。

図表9 土地使用権譲渡による収入

(単位：万元/平米)

項目名	地価	土地面積	土地評価額	評価参照
浦烏路	3.14	125300.00	393041.04	(寧)大陸(2019)(估)字第010201号
卓溪路	2.74	105108.00	288132.56	(蘇)蘇地仁合(2019TD)(估)字第018号
豊子河路	1.75	39878.00	69898.16	(蘇)蘇地行(2019)土估字第015号
新柳路	1.07	46741.00	49867.97	(江蘇)蘇信(2019)(估)字第00025号
紫峰路	0.77	40082.00	30670.75	(江蘇)蘇信(2019)(估)字第00026号
合計			831610.48	

〔出所〕 江蘇永和会計事務所有限公司専項審計報告（永和会専字〔2019〕第043号）をもとに筆者作成。

図表10 土地の評価収益

(単位：万元)

項目名	予定譲渡年	土地譲渡額	引当金	項目純収益 ⁴⁶⁾	元利金	返済カバー率 ⁴⁷⁾
浦烏路	2022年	393041.04	168418.09	224622.95	18642.00	12.05
卓溪路	2020年	288132.56	123464.80	164667.76	22340.00	7.37
豊子河路	2022年	69898.16	29951.36	39946.80	35133.00	1.14
新柳路	2022年	49867.97	21368.43	28499.55	16730.00	1.70
紫峰路	2022年	30670.75	13142.41	17528.33	14340.00	1.22
合計		831610.48	356345.09	475265.39	107185.00	4.43

〔出所〕 江蘇永和会計事務所有限公司専項審計報告（永和会専字〔2019〕第043号）をもとに筆者作成。

IV. 結びに代えて

中国の地方債は法律上で正式発行を迎えたきっかけは、リーマンショックの影響で緊急対応した財政政策——「4兆元計画」の景気対策だった。当時は経済成長率の引き上げを望み、年度政策基調を「積極的な財政政策」にし、2009年からは年に2000億元に相当する地方債発行を行うようになった。それ以降の5年間は、財政部が代理で地方債の発行・償還から、省レベル政府が自主発行、財政部が代理償還の時期に移行し、最終的には2014年になって地方政府は債券発行の自主権を持ち、自主発行・自主償還が可能となった。

2015年に新種類の専項債券が導入され、過去に類を見ない新たな融資方法として地方経済におけるインフラ整備のために運用されてきた。専項債券と般債券との違いは、まず償還原資は一般公共予算から引き出すことなく、政府系基金および専項債券が対応するプロジェクトの収入で賄う。資金の用途は米国レベニュー債と同様の役割を担い、事業目的別で発行された専項債券は、得た融資金が対応プロジェクトに使われる。とりわけ中国では、かつて地方政府は地方建設金を調達する手段が透明性に欠け、隠れ債務として積み重なっているリスク高いケースが多かったため、法律では専項債券の用途に対して厳しい制限を課している。新規の専項債券で調達した建設資金は、かならず建設プロジェクトにリンクさせることを要求している。

専項債券の導入後、2015年度の地方債新規発行額は3兆元に突破した。この5年間で専項債券の新規発行額は次第に一般債券のほうを上回ってきた。その勢いは中国債券市場での債券

発行シェアも奪っている。現在、専項債券は地方建設金の主要な調達手段として使われ、事業ごとに対応する種類が開発されている。「土地貯備専項債券」や「高速道路専項債券」がその代表例である。また、「置換専項債券」という特殊な種類もあり、既存債務を置き換える役目を持っている。

そのため近年は専項債券が一般債券より積極的に導入する理由は、①既償債の置き換え、②これまでに地方政府の償還負担を比較的に軽減する、③一般債券の代わりに地方経済建設を行い続く、④金利の市場化—中国債券市場の完備化を加速する——の4つが挙げられる。そのうち、地方政府の債務負担を軽減することに関しては、専項債券の発行による償還原資は政府系基金および特定の事業収入からとなり、過去の債務を償還することにも通用される。このように、専項債券は引き続き地方債の代表種類として幅広く運用されるようになってきている。

そして信用格付け制度は専項債券の導入に伴って整備されているなか、各地域の地方債は最高評価の発行体格付（AAA）になっているが、実際、中国債券市場が主導した「隠れ信用評価」という基準が設置されており、貴州省、内モンゴル自治区など負債率の高い地域で発行する債券に対する信用評価は、発行体格付（AAA-）に付けられている。発行利率に関しては、同期限、同時間帯発行の地方債が、同じ条件での国債発行日の前5日までの平均値より最低で25から40までの間でのベースポイントを上回るべきであり、かつ同種の一般債券と専項債券の金利差は、10ベースポイント以内に収まることが財政部より規定されている。このように発行金利の調整に対する「窓口指導」は、金利の市場化に向ける重要な措置として考

えられ、地方債発行を順調に進むためには、地方の銀行や他の金融機関からの入札意欲を引き出すことに繋がる。さらに、地方債の市場化改革における重要な一歩として、融資経路を広げることおよび投資主体を拡大することである。銀行間債券市場や上海・深セン証券取引所で発行するほか、今は商業銀行カウンターでの発行も可能になり、個人や中小投資機関でも直接取引できるように調整した。以上の進展により、地方債が中国債券市場での影響力を高めることに見られ、今後は地方債の流動性を高めて金利の設定、調整を合理的に導かせる必要性が見られる。

また、本稿では江蘇省南京市浦口区にある土地貯備専項債券の運用例を取り上げ、クーポンレートの設定、土地開発金の調達、プロジェクトの運営計画などを説明してきた。この例で見るキャッシュフローでは、セクター別で資金の流れはどのように構成されたかをベースに、元利金の返還および返済カバー率を確認することができた。その最大のポイントは、地価の査定価格に沿って延期せずに取りされた場合では、各プロジェクトの返済カバー率は全て1以上になり、返済可能を示している点にある。ただし、地価の原価修正や譲渡時点が遅れた場合からすれば、返済カバー率は変動することが考えられる。江蘇省の省都・南京市では、高新技術産業開発区におけるR&Dの投入や持続的な労働人口の増加などによって、いまだ発展途上にある都市と見做され、そこでの専項債券の運用によって地域のインフラ整備に成功した。

以上の観点から地方債の専項債券は地域の経済成長に貢献したことを本稿では解明した。だが、他の地域やプロジェクトによって結果が違ふことがあると考えられ、その理由を解明しな

ければならないが、それは別の機会に改めて論じたい。

注

- 1) この融資方式は米国のレベニュー債と同様に考える。さしあたり、國務院(2014)「國務院關於加強政府性債務管理的意見」国発[2014]に参照。
- 2) 地方政府と中央政府が結んだ契約により、地方で徴収した税金を一定比率で中央政府に納付することである。
- 3) 1998年のアジア金融危機の影響により、2006年までの8年間、国債収入の一部を地方に移転し、インフラ建設のための資金として利用された。
- 4) なお、関連する法案にはつぎのものがある。『2015年地方政府専項債券予算管理弁法』(財預[2015]32号)、『地方政府専項債券發行管理暫行弁法』(財預[2015]83号)、『關於做好2015年地方政府専項債券發行工作的通知』(財預[2015]85号)。
- 5) 省レベルの地方政府は各省、自治区、直轄市である。
- 6) 新規發行額の策定は、各地方の債務リスクや財力状況や中央指定の重大項目支出などの要因を考慮した上で「因素法」によって測算される。因素法の計算公式は、 $\{ \text{ある地方の新規發行限度額} = (\text{当該地方の財力}) * \text{係数} 1 + \text{当該地方重大項目支出} * \text{係数} 2 \} * \text{当該地方債務リスク係数} * \text{波動係数} + \text{債務管理績効因素調整} + \text{地方申請因素調整}$ である。以上、「關於印發新增地方政府債務限額分配管理暫行办法的通知 財預[2017]35号」(2017年3月)を参照した。
- 7) 省、自治区以下の市県レベル(市町村)政府の發行額は、所属の省、自治区レベル政府に申請する。市県レベル政府の債務發行可能額は所属となる省レベル政府から通達される。
- 8) 国庫司は財政部に所属し、中央、地方および全国財政の予算・決算を管理し、中央財政資金を調達する部門である。
- 9) 一般債券の償還原資は、地方政府の一般公共予算(一般会計)となる。
- 10) 2014年12月31日までと考える。
- 11) 2017年8月から施行される。
- 12) 「棚戸区改造」は、スクウォッター地区の再開発を意味する。この種類の債券は2018年から施行された。
- 13) 定向承銷方式是置換債券の發行によって既存債務を代替する。
- 14) 發行先は銀行に限定。
- 15) 利率区間の設定は、發行日の前日から5日間までの同期限記帳式国債収益率の平均値からその平均値の1.3倍までとする。
- 16) 以上、「地方政府専項債券發行管理暫行办法」(2015年4月)による。
- 17) 財政部[2020]「財政部積極指導各地吸引外資銀行参与地方政府債券承銷推動金融業高水平對外開放」。
- 18) 中国政府債券市場年報告[2017]による。
- 19) 2014年度、広東省、山東省、江蘇省、江西省、浙江省、寧夏自治区(省)、北京市、上海市、深圳市、青島市

中国の地方債市場の新展開

- は地方債の自主発行が可能になった。それ以外の省・直轄市、特別発行市レベルの地方債は、財政部代理発行となっていた。
- 20) 評級機構資質名単「評級可以在銀行間債券市場使用的評級機構名単」(2019年7月)、中国銀行間市場交易商協会のホームページによる。(URL: <http://www.nafmii.org.cn/zlgl/zwrz/pjjgzmd/>)
 - 21) 通常は発行額を単位にしたプロジェクトは対象である。
 - 22) 2018年以降の水準となる。
 - 23) 年間収益率 (annualized rate of return) = ((投資内収益/元金) / 投資日数) * 365 * 100%
 - 24) 「財政部關於做好2018年地方政府債券發行工作的意見」, 2018年5月8日に公表した。
 - 25) 国家統計局公式サイトにより、2018年地区生産総値(最新)は広東省が99945.22億元、江蘇省が93207.55億元になっている。
 - 26) 「中国政府債券市場年報」より2015年から2017年までのデータを集計した。
 - 27) 負債率は債務残高対GDP比となる。
 - 28) マーストリヒト条約(Maastricht Treaty)により、政府債務残高がGDP比で60%以内であることを基準にした。
 - 29) 新型城鎮化は、都市部と農村部が一体化にされた工業・サービス業の発展促進や農業近代化などを協調的な地域経済発展を目指す目標である。
 - 30) 蘇南、蘇中と蘇北は江蘇省の南部、中部、北部地域の略称。
 - 31) 具体的に、バイオ産業、新材料産業、電子情報業などを意味する。
 - 32) 南京高新技術産業開発区は医薬品産業や航空材料業などから集まる支柱産業基地である。
 - 33) 南京海峡兩岸科技工業園は台湾企業への投資を誘致する産業基地である。
 - 34) 浦口区統計局(2019)「浦口区2018年国民経済和社会發展統計公報」による。(URL: http://www.pukou.gov.cn/pkqrmzf/201912/t20191213_1739047.html)
 - 35) 浦口区財政局(2018)「關於浦口区2018年財政預算執行狀況和2019年財政預算的報告」による。(URL: http://www.pkrd.gov.cn/jdgz/201901/t20190102_182913.html)
 - 36) 全ては江蘇省財政局から中債資信評估有限責任公司に委託してAAAランクの信用評価を付与された。また、3年物と5年物の専項債券はいずれも年1回の利息払いとなり、最終回は利息と元金を揃えて返還する形になる。発行した債券は全国銀行間債券市場と証券取引所債券市場で流通する。
 - 37) 全称は中国語で「2019年江蘇省土地貯備専項債券(一至二期)-2019年江蘇省政府専項債券(一至二期)」である。
 - 38) 元利金に関するデュレーションは、2019年3月から2024年3月までの期間とする。
 - 39) この期で浦口区の専項項目に関する土地使用権の譲渡する際に発生した地価評価額は、南京大陸土地房地產評估有限公司、江蘇蘇地仁合土地房地產資產評估測繪造價諮詢有限公司、江蘇蘇地行土地房地產評估有限公司、江蘇蘇信房地產評估諮詢有限公司の5社により測定された。

- 40) 引当は中国語で「剛性計提」の意味を持ち、この期で浦口区の専項項目に関する引当金は、中央政府、省・市政府の収益および政府系基金などを表す。
- 41) 計上に関する法案は、中国語で順次、『寧委發[2018]5号<關於優化対区財政管理體制的通知>』、『寧政發[2011]9号<市政府關於進一步完善市級土地出讓収支管理的通知>』、『蘇財總[2011]48号<關於從土地出讓収益中計提教育資金有關事項的通知>』、『蘇財總[2011]58号<關於從土地出讓収益中計提農田水利建設資金有關事項的通知>』に基づく。
- 42) 土地貯備専項債券に関する収益は、土地使用権譲渡の収入(キャッシュインフロー)から引当金を引かれた残余利益となる。
- 43) 政府系基金収入①に含まれる。
- 44) 政府系基金支出②に含まれる。
- 45) 項目名は全て省略で表す。全称は中国語で順次、「浦甬路以南、珍珠街以西地块」、「卓溪路以南、兰源路以地块」、「丰子河路以北、秋荫路以西地块」、「新柳路以南、水杉路以西地块」、「紫峰路以南、新柳路以北地块」となる。
- 46) 項目純収益は、土地譲渡額から引当金を引かれた額となる。
- 47) ここでの返済カバー率は元利金返済カバー率(Debt Service Coverage Ratio)とも言い、項目純収益が元利金返済額の何倍かを算出する。中国語では「項目収益覆蓋倍数」となる。

参考文献

- 江夏あかね [2014] 「米国レベニュー債の発展と活用への課題」, 野村證券『財界観測』第77巻第2号, 2月, 66-89頁。
- 財務総合研究所 [2017] 「中国地方政府債務の歴史、現状、要因、予測及びリスクに関する検討」: https://www.mof.go.jp/pri/international_exchange/kouryu/fy2017/2_3_jp_paper.pdf
- 徐一睿 [2007] 「中国政府間財政調整制度に見る財政資金再配分機能-専項補助を中心に」地方財務協会『地方財政』第46巻第10号, 10月, 226-247頁。
- 徐一睿 [2011] 「中国の不動産バブルと土地財政(特集安定化めざす中国の社会経済事情)」, 霞山会『東亜』第527号, 5月, 24-33頁。
- 徐一睿 [2011] 「始動する中国の地方債-起債許可制度の構築に向けて」, 島根県立大学北東アジア地

- 域研究センター『北東アジア研究』第20号, 1月, 109-125頁。
- 徐一睿 [2012]「論究「先富」から「共富」への移行段階における地方統制と財政移転」, 地方財務協会『地方財政』第51巻第5号, 5月, 250-267頁。
- 徐一睿 [2012]「移行期の中国における地方政府の政策競争」, 慶應義塾経済学会『三田学会雑誌』第105巻第3号, 10月, 423-434頁。
- 徐一睿 [2013]「中国の地域間経済力と財政力格差実態に対する基礎的考察: 県レベルのデータを中心に」, 専修大学社会科学研究所『専修大学社会科学研究所月報』第603号, 9月, 1-27頁。
- 徐一睿 [2014]「中国の地方債務問題の再考: 「地方政府融資平台」(LGFV)を中心に(特集中国の地域経済と地域発展戦略)」, 環日本海経済研究所『Erina report』第115巻, 1月, 13-21頁。
- 徐一睿 [2014]「中国の地方財政: 土地と債務(特集中国の財政・土地・社会保障)」, 季刊中国刊行委員会『季刊中国』第116号, 3-15頁。
- 徐一睿 [2014]『中国の経済成長と土地・債務問題: 政府間財政システムにおける「競争」と「調整」』, 慶應義塾大学出版会。
- 日本証券経済研究所 [2010]『図説日本の証券市場』, 公益財団法人日本証券経済研究所
- 日本証券経済研究所 [2019]『図説アメリカの証券市場』, 公益財団法人日本証券経済研究所
- 中国国債協会『中国国債市場年報』2009年から2014年各号, 中国財政経済出版社
- 中国国債協会『中国政府債券市場年報』2015年から2017年各号, 中国財政経済出版社
- 財政部「中央和地方予算実行状況与中央和地方予算草案的報告」1996年-2019年各報告
- 袁東 [2000]『公共債務与経済成長』, 中国發展出版社
- 劉華 [2004]『公債的經濟効応研究』, 中国社会科学出版社
- 毛振華・闫衍 [2018]『中国地方政府与融資平台債務分析報告』, 社会科学文献出版社
- 章也微 [2002]「発行地方公債: 弥補社会資本缺口的途径」『北京大学学报: 哲学社会科学版』第S1期, 北京大学, 73-76頁
- 錢正培 [2010]「公債効応的理論分析」『經濟導刊』第4号, 中信出版社, 30-31頁
- 張宏安 [2011]「新中国地方政府債務史考」『財政研究』第10号, 中国財政学会, 9-12頁
- 万立明 [2017]「地方经济建设公債发行初探(1959-1961)」『中共党史研究』第4号, 中国共産党中央党史和文献研究院, 54-61頁
- 封北麟 [2018]「地方政府隱性債務問題分析及对策研究」『財政科学』第29巻第5号, 中国財政科学研究院, 5月, 55-62頁
- 中華人民共和国審計署 [2011]「全国地方政府性債務審計結果」審計結果公告第35号, 中華人民共和国審計署办公厅
- 中華人民共和国審計署 [2013]「36個地方政府本級政府性債務審計結果」審計結果公告第24号, 中華人民共和国審計署办公厅
- 中華人民共和国審計署 [2013]「全国政府性債務審計結果」審計結果公告第32号, 中華人民共和国審計署办公厅
- 國務院 [2014]「國務院關於加強地方政府性債務管理的意見」国発 [2014] 43号
- 財政部 [2009]「財政部就代理發行地方政府債券財政總預算會計核算弁法」財庫 [2009] 19号
- 財政部 [2015]「2015年地方政府專項債券預算管理弁法」財予 [2015] 32号
- 財政部 [2015]「地方政府一般債券發行管理暫行弁法」財庫 [2015] 64号
- 財政部 [2015]「地方政府專項債券發行管理暫行弁法」財庫 [2015] 83号
- 財政部 [2016]「地方政府一般債務預算管理弁法」財予 [2016] 154号
- 財政部 [2016]「地方政府專項債務預算管理弁法」財予 [2016] 155号
- 財政部 [2017]「地方政府土地貯備專項債券管理弁法」財予 [2017] 62号
- 財政部 [2017]「試点發展項目收益与融資自求平衡的地方政府專項債券品種的通知」財予 [2017] 89

号

財政部 [2017] 「地方政府收費公路專項債券管理弁法」

財予 [2017] 97号

国家發展改革委弁公庁 [2017] 「政府和社会資本合作

(PPP) 項目專項債券發行指引」 发改弁財金

[2017] 730号

財政部 [2018] 「試点發行地方政府棚戶区改造專項債

券管理弁法」 財予 [2018] 28号

財政部 [2018] 「財政部關於做好2018年地方政府債務

管理工作的通知」 財予 [2018] 34号

財政部 [2018] 「關於做好2018年地方政府債券發行工

作的意見」 財庫 [2018] 61号

財政部 [2018] 「地方政府債券公開承銷發行業務規程」

財庫 [2018] 68号

財政部 [2018] 「關於做好地方政府專項債券發行工作的

意見」 財庫 [2018] 72号

財政部 [2018] 「地方政府債券彈性招標發行業務規程」

財庫 [2018] 74号

財政部 [2018] 「地方政府債務信息公開弁法 (試行)

的通知」 財予 [2018] 209号

財政部 [2019] 「財政部關於做好地方政府債券發行工

作的意見」 財庫 [2019] 23号

財政部 [2019] 「土地貯備項目預算管理弁法 (試行)」

財予 [2019] 89号

中央弁公庁・國務院弁公庁 [2019] 「關於做好地方政府

專項債券發行及項目配套融資工作的通知」 庁

字 [2019] 33号

中国國債協會 [2020] 「地方政府債券信用評級業務自

律規範指引」 財債協 [2020] 6号

財政部 [2009] 「財政部就代理發行2009年地方政府債

券答問」 央視網, 2009年4月

投資銀行部 [2012] 「地方政府自行發債政策解讀与実

務」 交通銀行, 2012年1月

Alfred Schipke, Markus Rodlauer, Longmei Zhang

[2019], *The Future of China's Bond Market*,

Washington D. C., International Monetary Fund

Press.

Bloomberg. [2019], "China's 10-Year Bond Yield

Falls to 3 % for First Time Since 2016", Bloom-

berg News, August 13: <https://www.bloombergquint.com/global-economics/china-10-year-sovereign-yield-falls-to-3-first-time-since-2016>

Holmes, A., Lancaster, D. [2019], "China's Local Government Bond Market", Reserve Bank of Australia: <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2019/jun/chinas-local-government-bond-market.html>

Hudson Locktt, S. [2019], "Special-purpose bonds fall short of Beijing's ambitions", Financial Times, November 27.

Hudson Locktt. [2019], "China gives full onshore debt access to Deutsche Bank and BNP", Financial Times, September 4. (<https://www.ft.com/content/17f167f4-ce18-11e9-b018-ca4456540ea6>)

Hudson Locktt. [2019], "S&P publishes first domestic credit rating for a Chinese issuer", Financial Times, July 11: <https://www.ft.com/content/5b0d5646-a385-11e9-974c-ad1c6ab5efd1>

Hudson Locktt. [2019]. "Luzhou Bank rating sees S&P raise watermark for Chinese issuers", Financial Times, August 1: <https://www.ft.com/content/83f5272c-b367-11e9-8cb2-799a3a8cf37b>)

IFR [2016], "China muni bonds set for take-off." *IFR SSA Special Report*: <https://www.ifre.com/story/1410328/china-muni-bonds-set-for-take-off-6bnr4h4n05>

Shu Zhang, S. [2019], "Heart over head, Chinese retail investors rush into municipal bonds." Reuters, April 4: <https://www.reuters.com/article/us-china-markets-bonds-muni/heart-over-head-chinese-retail-investors-rush-into-municipal-bonds-idUSKCN1RG18C>

Tom Hancock. [2019]. "Infrastructure investment downturn hits China regions", Financial Times, August 26.

(青山学院大学大学院博士後課程)