

中国経済の現状と展望（中）

積極財政と年金拡充が急務 梶谷懐・神戸大学教授（経済教室）

景気回復が期待された中国経済の足踏みが続いている。2023年4～6月の実質経済成長率は6.3%だったが、前年同時期に上海市のロックダウン（都市封鎖）などの影響で経済指標が大きく落ち込んだ反動にすぎず、6月の経済指標は投資・消費ともに伸び悩んでいる。経済の先行きが不透明さを増すなか、地方財政が抱えるリスクに対する懸念が高まっている。

中国経済誌「財新周刊」5月22日号は、特集記事「融資平台による起債ブーム」を掲載した。地方政府の隠れ債務の温床となってきた融資平台（地方政府の資金調達機関）が、「城投債」と呼ばれる債券の発行を通じて債務を膨らませ、地方財政のリスクを拡大させている実態を指摘している。

城投債の発行を通じた資金調達は、08年のリーマン・ショック後の景気刺激策のため、多くの地方政府が融資平台を設立した時から行われている。だが近年では、その起債形態が仕組み債と呼ばれるより複雑なものになっているという。

代表的なのは、資産担保証券（ABS）のスキームを用いて、融資平台が自社の発行した城投債を自己資金で購入したうえで資産として計上し、それを担保にして新たな資金調達をするというものだ。自己資本比率を実際よりも高く見せかけ、より低い利率で資金を調達しようとするもので、市場をゆがめる方法として規制の対象になっている。

だが財務状況が厳しく、地方債の発行条件を満たさない地方政府が、自らの起債リスクを偽装するためにこの手段を用いるケースが後を絶たないといわれる。さらに、地方政府が財政収支について虚偽の報告をするケースも増えている。

財新メディアの6月の報道によれば、日本の会計検査院に相当する審計署は、70以上の地方政府が自らの保有資産を傘下の融資平台などに買わせるといった手段で、861億元（約1.7兆円）の財政収入を水増ししていると報告した。

このように地方の融資平台がリスクの高い資金調達を増やしている背景として2つ挙げられる。一つは不動産市場の低迷に伴う土地使用権の譲渡収入の低下だ（図参照）。もともと地方政府の財政は、地方政府が収用した農地などの使用権の売却益に依存してきた経緯がある。もう一つは、地方債の発行が十分に市場メカニズムにのっとりた形で行われていないことだ。

西村友作・対外経済貿易大教授らの分析によれば、地方債、特に目的を限定した専項債の発行が急増した18年9月以降、本来は起債リスクが異なるはずの各地方政府の発行する債券間の利回り格差が消失したという。地方政府の資金調達を、融資平台のようなグレーな手段から、市場メカニズムに基づく透明なものに代替するという中央政府の当初の目的が実現困難になってきたことを意味する。

また資金繰りに窮した一部の地方政府の傘下にある融資平台では、自らが発行した城投債の返済繰り延べ（リスク）を地方政府や中央政府に求めるケースも多くなっている。22年12月には貴州省遵義市に本社を置く遵義道橋建設集団がデフォルト（債務不履行）に陥り、返済期限を20年繰り延べし、前半の10年間の返済は利払いのみとするという債務の再編を公表した。

こうした地方政府の財政リスクの高まりの中で、中央政府はどのような経済運営をすべきだろうか。冒頭で紹介した「財新周刊」の社論では、地方の債務問題を解決するには財政・税制の改革を進め、各地方政府が合理的な債務管理のシステムを構築し、債務問題について迅速な責任追及をすることを主張している。

地方政府がリスクテークに伴う責任を回避したまま「暗黙の保証」を融資平台などに提供する状況は早急に改善する必要がある。だがそれが国家財政全体における債務水準低下、すなわち緊縮財政をもたらすようでは、民間需要に力強さを欠く中国経済が回復軌道に乗ることは難しいだろう。

オリビエ・ブランシャール米マサチューセッツ工科大（MIT）教授は近著「21世紀の財政政策」で、総供給と総需要をバランスさせる「実質中立金利」が実質成長率を下回るような長期停滞に陥った経済では、政府が公債の発行を増やし、積極的な財政政策をすることが経済厚生を改善しうると主張した。中国など新興国経済の現状には言及していないが、近年の中国でも実質金利が実質成長率を下回る状況が長期間続いている。その意味ではブランシャール氏の議論が十分に当てはまると筆者は考える。

特に不動産バブルが継続し、その低迷が大ききリスクとなっている中国経済の現状を鑑みれば、政府はむしろ積極的に財政支出をして、特に賦課方式の年金制度の不備を改善し、世代間の資源移転を進めるべきだという政策的含意が得られる。これまでの中国では賦課方式の年金制度の不備が不動産バブルの温床となってきた側面があるからだ。

特に人口の大部分を占める農民層や都市非正規労働者に対しては、それらの層をカバー

し、十分な額の年金支給を保証する強制加入の年金制度がいまだ成立していない。また都市の正規就業者には強制加入の年金制度が成立しているが、その制度は賦課方式の基礎年金と積み立て方式の個人口座の「2階建て」となっており、世代間の資源移転を含まない後者が大きなウエートを占めている。

賦課方式の年金を通じた世代間の資源移転が十分ではない状況下で、人々は安心した老後を過ごす代替的な手段として、値上がり続けるマンションを購入してきた。マンション価格高騰の原因の一端が、賦課方式の年金制度の不備により政府が十分な世代間の資源移転を進めてこなかった点にあることは明らかだ。

中国の一部の経済学者は地方財政逼迫の背景には、そもそも中央政府が十分な財政支出をせず、地方政府に過度な負担を押し付けているという制度的な問題が存在することを指摘している。筆者も同意見だ。そうした見方を代表するのが、中国社会科学院金融研究所が23年7月に発表した報告書「中国マクロ金融分析」における政策提言だ。23年の財政赤字を1.3兆元（約26兆円）以上拡大し、家計や中小企業への補助金給付のほか、一部の地方政府の債務を国債発行に置き換えることを提言している。

中国経済が不動産市場の低迷と地方政府の債務という二大問題からのソフトランディング（軟着陸）を図るには、上記の報告書が示唆するように拡張的な財政・金融政策により当面の経済成長率を維持しつつ、その間に不動産価格の下落に伴う社会不安の拡大に備えた社会保障制度の拡充と整備を進める必要がある。

この観点からも、急速な少子高齢化が予想される中で、社会保障の提供から景気対策に至るまで、多くを地方政府に「丸投げ」してきた財政制度を根本的に見直すことが不可欠だろう。現下の地方財政の苦境は、中国経済が抱えるこの難問を浮き彫りにしている。

<ポイント>

- 苦境の地方政府が地方債発行巡り不正も
- 年金制度の不備が不動産バブルの一因に
- 地方政府に対策を丸投げする制度見直せ

かじたに・かい 70年生まれ。神戸大経済学部卒、同大博士（経済学）。専門は現代中国経済