

中国のシャドーバンキングの金融システムにおける役割と今後の課題
—形成過程と機能の比較を通じて—

The Role of China's Shadow Banking in the Financial System and its Future Challenges:
Through Comparison of Formation Process and Function

2019年1月

早稲田大学大学院アジア太平洋研究科

李立荣 (Lirong LI)

4011S014-5

目 次

序章 研究の目的と課題	1
第1節 問題意識と研究の目的	1
第2節 先行研究と本研究の位置づけ	4
2-1 国際的なシャドーバンキングに関する議論	5
2-2 中国のシャドーバンキングに関する議論	14
2-3 本研究の位置づけ	21
2-4 中国のシャドーバンキングの特徴	27
第3節 分析枠組みと本研究の構成	29
3-1 分析枠組み	29
3-2 分析方法	30
3-3 本研究の新規性と今後の研究課題	31
3-4 本研究の構成	33
第1章 中国のシャドーバンキングの概観	35
第1節 中国のシャドーバンキングの現状	35
1-1 中国のシャドーバンキングの全体像	35
1-2 中国のシャドーバンキングの規模	37
第2節 主要プレーヤーとビジネスモデル	49
2-1 中国のシャドーバンキング①型の主要プレーヤーとビジネスモデル	49
2-2 中国のシャドーバンキング②型の主要プレーヤーとビジネスモデル	62
2-3 中国のシャドーバンキング③型の主要プレーヤーとビジネスモデル	63
第2章 中国のシャドーバンキング①型の形成過程	68
第1節 これまでの拡大経緯とその発展段階	68
1-1 発展初期段階	68
1-2 発展中期段階	70
1-3 高度発展段階	71
第2節 急成長の原因とその発展メカニズム	73
2-1 2013年以前の急成長の原因とその発展メカニズム	73

2-2	2013年以後の急成長の原因とその発展メカニズム	75
第3章	銀行システム内外を統合したシャドーバンキング（SB①型）の主な業務実態	79
第1節	商業銀行との関連業務	79
1-1	銀行貸出関連の資産運用商品	79
1-2	貸出規模制限回避の手形	80
1-3	投資銀行と資産証券化商品	81
第2節	オフバランス取引の関連業務①	82
2-1	委託貸付	82
2-2	銀信合作（銀行と信託会社との協業）	83
2-3	銀行とノンバンクの複数チャネルの合作	88
第3節	オフバランス取引の関連業務②：銀証合作	93
3-1	銀証合作の定義とその特徴	93
3-2	銀証合作の発展要因	95
3-3	銀証合作業務のビジネスモデル	97
3-4	その他のチャネル	103
第4節	オフバランス取引の関連業務③：インターバンク取引	105
4-1	インターバンク取引の定義とその構図	106
4-2	インターバンク取引の主要なビジネスモデル	109
4-3	ノンバンクチャネルの変化：ノンバンクの外部委託投資業務の拡大	118
4-4	原資産の変化：非標準化債権資産から標準化債権資産への資金シフト	119
4-5	インターバンク取引の資金チェーンの仕組みとその資金空回り	120
第4章	中国のシャドーバンキング①型の特徴と金融システムの役割	124
第1節	中国のシャドーバンキング①型の特徴と役割	124
第2節	米国のシャドーバンキングの構造とその特徴	126
2-1	基本的な構造と主要なプレーヤーの分類	126
2-2	主要なプレーヤーの特徴	128
2-3	小括	132
第3節	米国のシャドーバンキングの性質と役割	133
3-1	伝統的な銀行との比較	133

3-2	シャドーバンキングの役割	136
第4節	米国のシャドーバンキングとの比較	137
4-1	米国との比較	137
4-2	中国のSB①と米国の共通点	141
4-3	中国のSB①と米国の違い	141
第5章	銀行システム外のシャドーバンキングの主な業務実態（SB②型とSB③型） ..	143
第1節	インフォーマル金融（民間貸借）	143
1-1	定義と主要プレーヤー、その特徴	144
1-2	業務実態とその問題点	144
第2節	その他の銀行システム外のシャドーバンキング	145
2-1	ブリッジローン	145
2-2	民間「倒貸」（民間借入による銀行借入の返済）	146
2-3	プライベート・エクイティ・ファンド	147
第3節	米国の事例とSB②の比較	147
3-1	米国のインフォーマル金融	147
3-2	米国のインフォーマル金融に関する規制	149
3-3	中国のSB②との比較	149
第4節	フィンテック型のシャドーバンキングの発展（SB③型）	150
4-1	中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの概観	150
4-2	P2P レンディングの発展とその規制強化	158
4-3	中国のクラウドファンディングと規制監督の明確化	169
4-4	ビッグデータを活用する中国のネット小口融資	173
第5節	米国の事例とSB③の比較	180
5-1	米国のP2P レンディング	180
5-2	クラウドファンディング	184
第6節	中国のシャドーバンキング③型とフィンテックの位置づけ	187
6-1	中国フィンテック型のシャドーバンキングの発展意義	187
6-2	フィンテックの位置づけ	188
第6章	中国のシャドーバンキングの潜在的なリスク	191

第1節 SB①型の潜在的なリスク	191
1-1 金融システムにもたらす不安定性	192
1-2 銀行理財商品の潜在的なリスク	196
1-3 銀証合作の潜在的なリスク	199
1-4 インターバンク取引の潜在的なリスク	200
第2節 SB②型とSB③型の潜在的なリスク	201
2-1 インフォーマル金融の潜在的なリスク	202
2-2 P2P レンディングの潜在的なリスク	203
第7章 規制当局の対応と今後の方向性	206
第1節 SB①の規制監督の概観・評価と方向性	207
1-1 銀信合作、商業銀行理財業務の規制強化	208
1-2 証券会社・証券先物経営機関の資産管理業務の規制強化	211
1-3 インターバンク取引の規制強化	213
第2節 中国の資産管理業務の規範化の促進	216
2-1 中国資産管理業務とその形態	216
2-2 資産管理業務における注意すべき主な問題	217
2-3 資産管理業務の規範化の促進	219
2-4 金融機関資産管理業務規範化に関する指導意見(パブリックコメント募集稿)	220
第3節 SB②とSB③の規制監督の概観・評価と方向性	221
3-1 SB②の規制監督の概観・評価と方向性	221
3-2 SB③の規制監督の概観・評価と方向性	222
終章	233
第1節 本研究の要約と結論	233
1-1 本研究の要約	233
1-2 結論	239
第2節 今後の展望	240
第3節 小括	241

謝辭	245
参考文献	247
付録	255

図表一覧

図表 1	米国におけるシャドーバンキングと伝統的な銀行の債権保有残高の比較	8
図表 2	シャドーバンキングの監視および規制の強化に関する具体的な方策	11
図表 3	米国の金融資産とその内訳	12
図表 4	中国のシャドーバンキングの運営メカニズム	16
図表 5	中国の金融システムの全体像とその数（2016 年末）	23
図表 6	オンライン・オルタナティブ・ファイナンスとシャドーバンキングの関係	26
図表 7	中国のシャドーバンキングと米国・伝統的な銀行の特徴の比較	29
図表 1-1	筆者の中国のシャドーバンキングの全体像と分類	36
図表 1-2	中国のシャドーバンキング①型と②型の貸出金利	37
図表 1-3	中国のシャドーバンキングの規模（2011 年 6 月末、予測値）	38
図表 1-4	中国のシャドーバンキングの規模（2012 年 7～9 月期時点、UBS 推計値）	38
図表 1-5	中国のシャドーバンキングの規模（2012 年末、兆元）	39
図表 1-6	2013 年以前の中国のシャドーバンキング規模の比較（推計値）	39
図表 1-7	中国のシャドーバンキングの与信額（2013 年末）	39
図表 1-8	中国のシャドーバンキングの与信の構成（2013 年末）	39
図表 1-9	中国のシャドーバンキングの全体像（2013 年末値、兆元）	41
図表 1-10	中国のシャドーバンキングにおける金融商品・金融取引	41
図表 1-11	中国の資産管理業務の残高（商品分類別、2016 年末）	42
図表 1-12	2013 年以降の中国のシャドーバンキング規模の比較（推計値）	43
図表 1-13	中国のシャドーバンキングの分類と規模	44
図表 1-14	中国の社会融資規模の内訳（残高ベース）	45
図表 1-15	中国のシャドーバンキングの構成（2015 年末）	46
図表 1-16	中国のシャドーバンキングの構成（2012 年末）	46
図表 1-17	中国のシャドーバンキング規模（2010～2016 年）	48
図表 1-18	銀行のオフバランス取引の推移(1)	51
図表 1-19	銀行のオフバランス取引の推移(2)	51
図表 1-20	銀行のオフバランス取引の仕組み	52
図表 1-21	担保付資産運用商品の例示	53

図表 1-22	銀行組成 WMPs の満期 (2012 年)	53
図表 1-23	銀行組成 WMPs の種類 (2012 年)	53
図表 1-24	中国の信託業の業種別投資先の割合	54
図表 1-25	中国の社会融資総量の構成 (2016 年末)	55
図表 1-26	中国の主な商業銀行の総貸出の比較	56
図表 1-27	中国の金融機関別の割合 (対銀行資産)	57
図表 1-28	信託会社のビジネスモデルの例示	58
図表 1-29	中国の信託業の受託資産残高の内訳	59
図表 1-30	業態別の銀行貸出の推移 (前年比、3 ヶ月平均)	59
図表 1-31	インターバンク取引、チャネル業務と非標準化債権資産の構図	61
図表 1-32	中国における中小企業の経済規模と民間貸出の推移	62
図表 1-33	中国の P2P レンディングの業務フロー	65
図表 2-1	中国の銀行の理財商品、信託会社の管理資産、銀信合作の推移 (残高ベース)	69
図表 2-2	中国証券会社の資産管理業務残高の推移	70
図表 2-3	中国の証券会社の資産管理業務の構成 (2016 年末)	70
図表 2-4	4 大商業銀行と中小型商業銀行のインターバンク取引の推移	72
図表 2-5	4 大商業銀行と中小型商業銀行のインターバンク取引の資金調達 の割合の推移	72
図表 2-6	中国の新規貸出と消費者物価の推移	73
図表 2-7	中国のマナーサプライの推移	73
図表 2-8	世界の金融・銀行資産、世界名目 GDP の推移 (残高ベース)	76
図表 2-9	世界の金融・銀行資産、世界名目 GDP の推移 (1980 年=100)	76
図表 2-10	中国の銀行資産対名目 GDP の推移	77
図表 2-11	中国の実質 GDP と銀行総資産 (前年比) の推移	77
図表 3-1	中国の銀信合作業務に関する規制強化の通達	85
図表 3-2	中国の銀信合作対信託会社管理資産残高の割合	87
図表 3-3	中国の銀行とノンバンクの複数チャンネルの合作の構図	88
図表 3-4	中国の手形業務、商業銀行理財業務の規制強化の通達	90
図表 3-5	中国金融機関の預金、貸出、預貸率 (貸出/預金) の推移	92

図表 3-6	各種銀行理財商品の運用利回り、インターバンク債券担保レポの利回り、定期預金比率（3 ヶ月）の推移	97
図表 3-7	中国の株式市場の推移	97
図表 3-8	手形の定向資産管理業務の運営モデル	98
図表 3-9	特定収（受）益権の定向資産管理業務の運営モデル	99
図表 3-10	委託貸付の定向資産管理業務の運営モデル	99
図表 3-11	売上債権の定向資産管理業務の運営モデル	100
図表 3-12	銀行金融資産の定向資産管理業務の運営モデル	100
図表 3-13	信託の定向資産管理業務の運営モデル	101
図表 3-14	証券会社の資産管理業務に関する規制強化の通達	102
図表 3-15	銀基合作の関連業務、証券先物経営機関の資産管理業務・私募資産管理業務に関する規制強化の通達	104
図表 3-16	インターバンク取引の協業形式とそのサービス内容	107
図表 3-17	中国のシャドーバンキング①型の主要業務とビジネスモデル	108
図表 3-18	中国の異なる時期における同業業務の変化	110
図表 3-19	同業代行支払い業務の規制通達とその主要内容	111
図表 3-20	信託受益権に関するレポ取引の三者契約のモデル	111
図表 3-21	インターバンク取引の規制通達とその主要内容	113
図表 3-22	インターバンク預金と同業譲渡性預金の比較	115
図表 3-23	同業譲渡性預金の発行残高の推移	116
図表 3-24	同業理財の仕組み	117
図表 3-25	銀行理財資金の投資配分状況	119
図表 3-26	インターバンク取引の資金チェーンの仕組み	121
図表 3-27	「資金空回り」の裁定取引モデル	122
図表 4-1	欧米金融機関のレバレッジの比較（総資産/株主資本）	125
図表 4-2	米国のシャドーバンキングの仕組みの代表例	127
図表 4-3	米国のシャドーバンキングの金融仲介に占めるシェア	128
図表 4-4	SIV 損失負担のイメージ	129
図表 4-5	シャドーバンキングによる規制回避	135
図表 4-6	全世界シャドーバンキングの資産規模の推移	138

図表 4-7	中国・米国のシャドーバンキングと伝統的な銀行の特徴の比較	140
図表 5-1	「倒貸」民間貸借の流れ	146
図表 5-2	中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義と形態	151
図表 5-3	中国本土のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模	152
図表 5-4	中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模（2013～2015年）	153
図表 5-5	アジア太平洋地域におけるオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模（2013～2015年、中国除く）	153
図表 5-6	中国のインターネット利用者数及び普及率の推移	154
図表 5-7	中国におけるモバイルインターネットの利用者数及びインターネット利用者全体に占める割合の推移	154
図表 5-8	米中の電子商取引市場規模の比較	155
図表 5-9	中国の銀行貸出と社会融資総量対名目 GDP の推移	157
図表 5-10	中国の商業銀行の不良債権の推移	157
図表 5-11	中国の主要な P2P レンディング会社（2016年6月時点貸出残高トップ8社）	160
図表 5-12	中国の P2P レンディング（多対多の債権譲渡型モデル）	163
図表 5-13	中国の P2P 事業者の取扱高（フローベース）	165
図表 5-14	中国の P2P 事業者数	165
図表 5-15	地域別の P2P レンディング事業者の分布状況（2017年8月）	165
図表 5-16	中国の P2P レンディングの貸出期間の分布	165
図表 5-17	中国の P2P 事業者の取扱高（2014年1月～2017年6月）	166
図表 5-18	中国の P2P レンディングの貸出残高	166
図表 5-19	中国の P2P レンディングの問題プラットフォーム数の推移	167
図表 5-20	中国の P2P レンディングの問題プラットフォームの類型（2015年と2016年）	167
図表 5-21	中国のクラウドファンディングを運営するプラットフォーム	170
図表 5-22	中国のクラウドファンディングの形態	170
図表 5-23	中国のクラウドファンディングの資金提供残高の推移	170
図表 5-24	中国における主要なフィンテック分野とその代表企業が提供する商品・サー	

ビス	174
図表 5-25 中国のフィンテック企業への投資金額と件数の推移	175
図表 5-26 AFSG 傘下の浙江網商銀行・網商貸が提供するサービス	177
図表 5-27 網商貸（元の阿里小貸）の貸出サービスの概要	178
図表 5-28 浙江網商銀行・網商貸（元の阿里小貸）のネット小口融資業務の仕組み ..	179
図表 5-29 Lending Club の融資累計額の推移	181
図表 5-30 Lending Club の業務フロー	183
図表 5-31 Indiegogo と Kickstarter の事業概要	185
図表 5-32 中国のフィンテックの発展モデルと米国など先進国型の比較	189
図表 6-1 中国のシャドーバンキング①型の潜在的なリスク	191
図表 6-2 中国の SB①と銀行業の相互関連性	195
図表 6-3 中国の民間貸借（インフォーマル金融）の構造	203
図表 7-1 中国の銀信合作、商業銀行理財業務等に関する規制強化の通達と主要内容	209
図表 7-2 社会融資規模におけるオフバランス融資（2002 年～2016 年）	211
図表 7-3 証券会社・証券先物経営機関の資産管理業務の規制強化の通達と主要内容	212
図表 7-4 同業業務（インターバンク取引）の規制強化の通達と主要内容	214
図表 7-5 指導意見におけるフィンテック分野の各サービスの主管部門	223
図表 7-6 ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法（2016 年 8 月 17 日）の主な 内容	224
図表 7-7 世界の主な国・地域の金融サービスへのアクセス率（15 歳以上の成人人口に 占める銀行口座の保有率、2014 年）	228
図表 7-8 中国のインターネット上の P2P レンディングの貸出残高対銀行貸出・消費者 信用の割合	229
図表 7-9 中国のビットコインに関する規制監督	230
図表 7-10 ビットコイン取引量と価格の推移（2014 年 1 月 1 日～2018 年 12 月 1 日）	232

序章 研究の目的と課題

2008年の世界金融危機以降、規制当局、学术界、金融業界では、危機発生の原因の1つとも言われたシャドバンキングの発展メカニズムと潜在的なリスク、規制監督への関心が高まった。1990年代以降のグローバル化と金融イノベーションの進展に伴い、シャドバンキングは世界的に拡大し、金融システム全体における役割が高まっているものの、規制監督が追い付かない状況であった。これは先進国だけの問題ではなく、近年急成長してきた新興国、とりわけ中国のシャドバンキングの急拡大もまた同様の問題に直面している。本章の第1節では、本論文の問題意識、研究の目的と意義を述べる。第2節では、先行研究を整理するとともに本研究の位置づけを分析する。第3節では、本論文の分析枠組みと分析方法、本研究の構成、今後の研究課題を取上げる。

第1節 問題意識と研究の目的

近年中国において、銀行以外の金融仲介形態が急速に拡大している。こうした金融仲介は、「影子銀行」(以下：シャドバンキング)と呼ばれる。現在、中国における実体経済の新規資金調達の上半分以上はシャドバンキング経由であり、商業銀行の貸出残高だけでは全体像が把握できないと指摘されている¹。このように資金調達チャンネルが多様化する一方で、中国の資金調達における銀行融資の割合は徐々に減少している。このような現象は銀行離れ(financial disintermediation)とも言われている。実際、1970年代から米国では預金金利規制を回避するために、コマーシャルペーパーやMMFへ資金をシフトする動きがあった。近年、中国も制度化された銀行システムなどの金融仲介機関を通じた資金の流れ(間接金融)が縮小し、理財商品などの資産運用商品を通じた資金の流れへシフトする動きが見られる。

2008年から生じた世界金融危機は、世界の金融・経済に多大な影響を与えたが、その原因の1つにシャドバンキングの拡大が指摘され、国際的な金融規制を議論するG20金融サミット・金融安定理事会(FSB²)でも、その規制・監督の強化に乗り出している。中国でのシャドバンキングが、FSBで議論されている事象と同一であるかどうかは明らかで

¹ 張明(2013).

² Financial Stability Board.

はない中で、2013年夏の銀行間市場金利の急騰や2016年下期の債券市場の価格下落などで2回の市場流動性問題が生じ、シャドーバンキング問題が中国発の世界金融危機の震源となる可能性を指摘する向きもある。しかし、その実態、形成過程、発展メカニズム、リスクについては十分に明らかにされていない。

中国の研究者が指摘する中国のシャドーバンキングの発達の背景としては、①厳しい金利規制と金利調整幅の制限、②金融引き締め政策の実施、③規制強化（貸出総量規制と商業銀行の預貸比率管理の強化）、④銀行の中小企業向け融資の貸し渋り、などである³（高・高, 2014）。こうした中国のシャドーバンキングは、銀行の資金仲介機能を補完するものとして発達した点は、欧米など先進国のシャドーバンキングと共通するものの、その構造は異なり、制度化された金融システム内で資金提供者が多様化するとともに、制度外の民間金融活動が発展する形で行われているとされる⁴（中国人民銀行, 2012）。

欧米の研究者が指摘するシャドーバンキングの拡大背景は、①1990年代以降グローバル化、情報技術の進展、金融自由化・規制緩和など経済環境が変化したこと、②低金利・低インフレの金融緩和政策下で数年間に亘る景気拡大期「大いなる安定期」（Great Moderation）が続いたこと、③世界経済の成長が持続する中、マクロ経済的な不均衡が拡大することにより、世界的なカネ余りが生じたこと、④世界の金融資産が大幅に増加したこと、⑤規制監督がシャドーバンキングの発展に追いつかなかったことなど、である。これらは金融危機後の様々な報告書で指摘されている。

欧米では、銀行やその他の金融仲介業者は相互に証券化商品を発行・購入し合うことでレバレッジを高め、高収益を追求することにより、金融システム全体に脆弱性がもたらされた（Adrian & Shin, 2009a, b, c）⁵と理解されているが、中国でもそのような構造が存在するかについては明らかではない。また、中国のシャドーバンキングの急速な拡大は、自由競争への転換や、イノベーションの活性化をもたらすという積極的評価も可能である

³ 高海紅, 高蓓 (2014). 「中国影子銀行与金融改革：以銀証合作为例」, 中国社会科学院世界經濟与政治研究所, 『国際經濟評論』, 第2期, 3月, pp. 118-132.

⁴ 中国人民銀行調査司 (2012). 「影子銀行体系の内涵及外延」 中国人民銀行調査統計司与成都分行調査統計処聯合課題組, 10月, pp.1-15.

⁵ Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009a). “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” *Banque de France Financial Stability Review*, No. 13, September, pp. 1-10.
Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009b). “Money, Liquidity and Monetary Policy,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.360, January, pp.1-11.
Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009c). “Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 396, October, pp.1-12.

ものの、銀行仲介ルートを回避せざるを得ない構造的な問題も指摘されている⁶ (閻・李, 2014)。すなわち、金融システムの歪みがシャドーバンキングの発達を促しているとの指摘である。

このような問題意識の下に、研究テーマとして「中国のシャドーバンキングの金融システムにおける役割と今後の課題—形成過程と機能の比較を通じて—」を取り上げた。

前述したように、サブプライム問題に端を発した世界金融危機の要因の1つとして、欧米における近年のシャドーバンキングの発展が指摘されているが、その形成過程・発展メカニズム・役割については様々な先行研究⁷がある (Adrian & Ashcraft, 2012a,b)。世界金融危機後、FSB (Financial Stability Board) の枠組みの下で議論され、シャドーバンキングの定義・規模や、拡大背景・業務内容など基本構造が明らかになっている。

一方、本研究の対象である中国のシャドーバンキングについては、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、中国社会科学院世界経済と政治研究所の国際金融研究室、国務院発展研究センターの金融研究所といった金融当局や研究機関によって、様々な観点から中国における銀行以外の金融仲介の制度について紹介されているものの、それらは仕組みの記述に留まり、その形成過程と中国で発達した制度的な要因については必ずしも体系的に解明されていない。さらに、中国のシャドーバンキングに関する公式の定義とデータが発表されていないために、その実態を客観的に把握しにくい。日本においても様々な論考があるものの、その形成過程を分析したものや米国型との比較を行なっているものは見当たらない。

そのような中で、中国の世界経済に占める割合は、近年、ますます増大しており、同国の金融の構造的問題を明らかにすることは極めて重要な意義を持つ。本研究の調査結果を公表すれば、日本の金融界や学界に裨益するところが大きいと考える。

本研究のリサーチクエスションは3つある。第1は、中国のシャドーバンキングはどのように形成され、どのような背景のもとで発達したのかである。また、その業務の実態、役割、潜在的リスクは何かである。第2は、米国では、シャドーバンキングは世界金融危機の遠因との評価が多数であるところ、中国の場合も米国と同じ文脈で理解してよいか。

⁶ 閻慶民, 李建华(2014). 『中国影子銀行監管研究』中国金融四十人論壇書籍シリーズ, 中国人民大学出版社.

⁷ Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft (2012a). “Shadow Banking: A Review of the Literature,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.580, October, pp.1-36.

Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft (2012b). “Shadow Banking Regulation,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.559, April, pp.1-54.

第3は、今後の中国のシャドーバンキングに対する規制の対応や監督の方向性はどのように向かうかである。

本論文は、中国のシャドーバンキングの変遷と実態を考察するとともに、その形成過程と機能、発展メカニズムを分析するほか、さらに世界金融危機の震源地で、世界最大のシャドーバンキング市場を擁する米国の事例と比較することにより、金融システムにおける中国のシャドーバンキングの役割とリスク、および今後の規制改革の方向性を明らかにするものである。

本論文の目的は、第1に、先行研究により本研究の位置づけを提示するとともに、中国のシャドーバンキングの形成過程に着目し、その定義・規模、主要プレーヤーとビジネスモデル、これまでの拡大の経緯と現状を考察する。日本では中国のシャドーバンキングの構造分析に踏み込んだ議論が少ないと思われる。第2は、世界金融危機発生の一因とも言われた米国型のシャドーバンキングと比較し、中国のシャドーバンキングの特徴を明らかにすることである。第3は、中国のシャドーバンキングの形成過程を明らかにすることによって、それがもたらす金融システムへの潜在的なリスクを明らかにすることである。第4は、中国の金融制度改革が進展する中で、シャドーバンキングの形成過程を中国の社会実態に照らして考察するとともに、シャドーバンキングがもたらす中国の金融制度改革の課題や金融包摂など、中国の金融サービスの発展における意義を示唆する。

第2節 先行研究と本研究の位置づけ

シャドーバンキングという用語は、2007年の米国連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board, FRB)の年次会で、米国の大手債券運用会社ピムコのポール・マカリーが用いたことが始まりとされている⁸。同氏によれば、シャドーバンキングとは、規制監督の枠組みの外に遊離し、預金保険や中央銀行の最後の貸し手の制度を殆ど受けられないノンバンクのことである(PIMCO, 2007)。同様に、米国財務長官のティモシー・ガイトナーは、2008年6月9日(当時ニューヨーク連邦準備銀行総裁)の講演で、ノンバンクによる金融システムを指して並列的金融システム(Parallel Banking System)⁹と呼んだが、これはポール・マカリーの言うシャドーバンキングと同義である。

⁸ PIMCO (2007). "Global Central Bank Focus-Teton Reflections," August 8, pp.1-4.

⁹ Geithner, Timothy F. (2008). "Reducing system risk in a dynamic financial system," June 9.

本節では、まず各国におけるシャドーバンキングに関する議論の先行研究を整理したうえで、シャドーバンキングの定義と特徴を述べる。次に先進国で議論されたシャドーバンキングの特徴を踏まえて、中国のシャドーバンキングの議論と特徴をまとめる。さらに、米国型と中国のシャドーバンキングの比較を通じて、本研究の位置づけを示す。

2-1 国際的なシャドーバンキングに関する議論

2007年のサブプライムローン問題に端を発した世界金融危機発生の要因の1つとして、近年のシャドーバンキングの発展¹⁰が指摘されている（Shin, 2010）。それは、資産の証券化を背景に資本市場を利用した銀行業務が近年急速に拡大していることが明らかになったからであり、規制回避を目的として、従来の銀行が担っていた資金仲介機能をファンド形態で拡大させたというものである。

シャドーバンキングは、米国をはじめとして、世界主要国の市場にも広がりを見せた。特に、1990年代以降のグローバル化、情報技術の進展、規制緩和、金融のイノベーションを背景に、シャドーバンキングに代表される市場型金融システム（Market Based Financial System）による金融仲介が伝統的な銀行システムを越えて活発化した。こうしたシャドーバンキングの存在感の高まりは、金融仲介の機能性（Functions）と、リスク分散や資金調達コストの削減などの効率性（Cost Efficiency）に一定の役割を果たしたとの評価もある（Shin, 2010）。

世界同時好況期（2004年～2007年）のもとでは、シャドーバンキングは金融工学を駆使した金融イノベーションと考えられ、問題視する向きは少なかった。また、情報開示が殆どなされていなかったため、その実態が解明されたのは、世界金融危機後の2009年以降に様々な機関から報告書が出され、今後の金融規制のあり方が検討されるようになってからである¹¹。以下では、欧米のシャドーバンキングを論じた主要な文献について整理しておく。

2-1-1 欧州（EU、イギリス）

欧州で最初にシャドーバンキングに言及したのは、EU（European Union）の「欧州金

¹⁰ Shin, Hyun Song (2010). “Financial Intermediation and the post-crisis financial system,” *BIS Working Papers*, No 304, March, pp.1-28.

¹¹ FSB (2011a,b).

融監督に関する「ハイレベル・グループ」が公表した『ド・ラロジュール報告書』¹²である。同報告書では、シャドー・バンキング・システムは並列的銀行システムと名付けられた。並列的銀行システムは、ヘッジファンド、投資銀行、他の投資ファンド、様々なオフバランスシート項目（場合によっては住宅ローン仲介者も）を含むとされる。例えば、一般の個人投資家を顧客としていなくても、システムに影響をもたらす金融活動を行う会社や事業体であれば、並列的銀行システムと呼ばれた。そのような並列的銀行システムには預金が基礎にないことから、市場で流動性が消失した場合には、非常に脆弱であるため、実体経済にも大きな影響を与える可能性があることに注意が必要であるとしている（Secretariat of the Group, 2009）。

次に、イギリスの金融サービス機構（UK-FSA）¹³が公表した『ターナー・レビュー』が言及している。『ターナー・レビュー』は、満期変換された総額のうち、中央銀行がアクセス可能で規制されている銀行のバランスシートを通じてではなく、シャドーバンキングという別の形態を通じて行われる割合が上昇していることを指摘している¹⁴。具体的には、次の3点である。第1は、銀行の連結対象外子会社のSIV（Structured Investment Vehicle：投資子会社）と導管体（オフバランスシートのコンデュイット）が短期証券を発行する一方で、その資金を長期で運用するかたちでの満期変換（maturity transformation）である。第2は、投資銀行が長期保有資産に対する資金調達を短期負債で賄うことによる満期変換である。第3は、投資信託（ミューチュアルファンド）による銀行類似の満期変換である。ミューチュアルファンドは、長期の資産を保有するにもかかわらず、投資家に対して即時の払戻を約束していた。多くの場合、ミューチュアルファンドは「元本割れ」をしないこと、つまり、投資価値が投資金額を下回らないことを暗黙的にか、明示的に約束していた。その結果、流動性危機においては、ミューチュアルファンドは、払戻義務を果たすために資産を迅速に売却するという行動に走り、銀行と同様にシステム的な流動性リスクの惹起に加担する形となった。金融システム全体における満期変換の総額は、過去20年間で急激に増加している可能性が極めて高いと指摘した（Turner Review, 2009）。

2-1-2 米国

¹² Secretariat of the Group (2009). “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU,” 25 February. p.23.

¹³ Financial Services Authority.

¹⁴ Financial Service Authority (2009). “The Turner Review: A regulatory response to the global banking” March.

リーマンショックに始まる世界金融危機の要因の1つに、銀行以外の金融仲介形態の拡大が指摘されている。銀行については自己資本比率規制をはじめとして、厳格な規制が整備されているため、急速な規模の拡大や高収益の追求には限界がある。一方、私的なファンドへの規制は緩く、比較的自由的な金融経済活動が可能であった。そこで、規制を掻い潜るかたちで、緩やかな規制形態を利用して、銀行ルート以外の金融仲介を行う手法が編み出された。このような銀行以外の金融仲介システムは、銀行と同様に金融仲介機能を果たしているながら、規制を掻い潜る形で行われているため、いわば影に隠れた存在となっている。これらはシャドーバンキングと呼ばれるが、その定義は論者によって様々である。代表的な定義の1つは、「レバレッジを多用する、ノンバンクの導管体（コンデュイット）、ピークルおよびストラクチャーの総称」（PIMCO, 2007）というものである。

米国の公式文書ではじめてシャドーバンキングに言及したのは、金融危機調査委員会（FCIC¹⁵）が2011年1月に発表した『金融危機の原因に関する調査報告書』¹⁶である。同報告書では、シャドーバンキングを「商業銀行に比して緩やかな銀行規制に服する銀行類似の金融機関（投資信託、投資銀行、ヘッジファンドなど）および金融活動」と定義している。また、前述の並列的銀行システムは、1929年の大恐慌を機に導入された規制措置を掻い潜って、資本市場において自由に運営されていたため、かつて支配的だった伝統的銀行の役割を脅かしたとしていた（FCIC, 2011）。

同報告書によると、米国のシャドーバンキングは2000年代に入ってその資金調達を急増させた。例えば、米国におけるシャドーバンキングの債権保有残高は、1990年代以降のピーク時には20兆ドルを記録し、銀行の資産規模11兆ドルを大きく上回っている（図表1）。世界金融危機後、金融機関のビジネスモデルの見直しによる資産圧縮や規制強化などの影響を受け、米国におけるシャドーバンキングの資産規模は15兆ドルに急速に減少したものの、銀行の資産規模（14兆ドル）を上回っている¹⁷。

同報告書は、このシャドーバンキングの拡大が金融危機の原因であったことを示唆している。シャドーバンキングが拡大する一方で、商業銀行は規制当局や議会に積極的なロビー活動を展開し、ゆっくりだが着実に古くからの規制を撤廃させることに成功した。これによって、銀行は伝統的な枠から抜け出して急拡大する環境を整えていった。その結果、

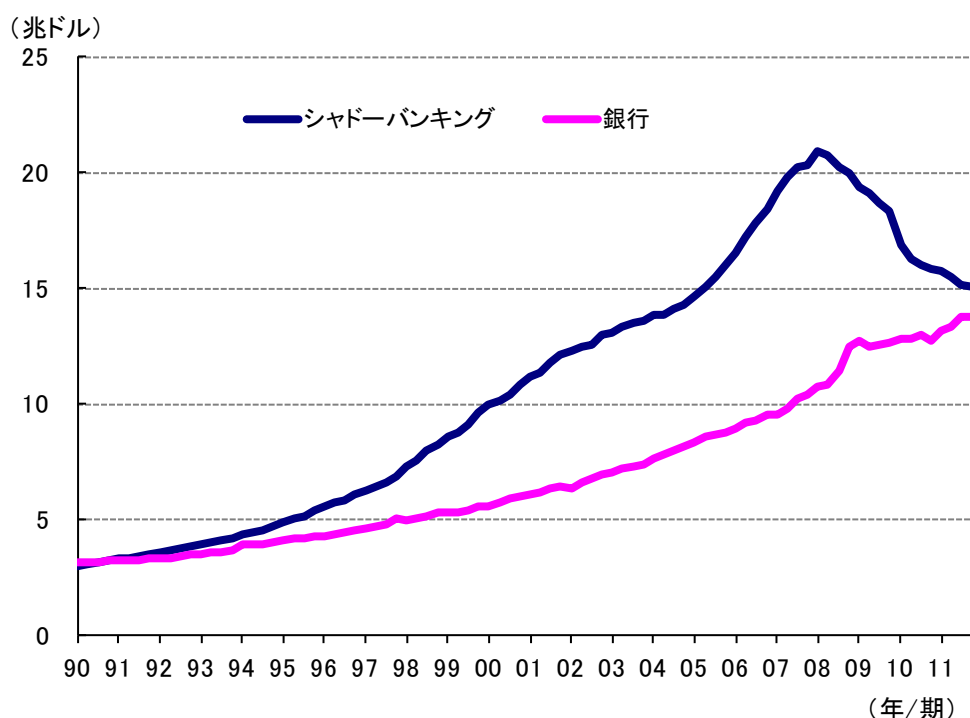
¹⁵ Financial Crisis Inquiry Commission.

¹⁶ Financial Crisis Inquiry Commission (2011). "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States," pp.27-37.

¹⁷ Financial Crisis Inquiry Commission (2011).

巨大規模の2つの銀行システム(並列的金融システム¹⁸)が出現した。この新しい競争はウォールストリート(金融業者)だけでなく、米国の全国民に利益をもたらした。すなわち、住宅ローンのコストを下げ、401Kプランのリターンを高めた。このように、シャドバンキングと銀行は相互に依存する競争者であった。彼らの新しい活動は高い収益性をもたらしたものの、そのリスクもきわめて高かったことが今回の金融危機で明らかになった(FCIC, 2011)。

図表1 米国におけるシャドバンキングと伝統的な銀行の債権保有残高の比較



(注1) 伝統的な銀行債権保有残高は、国法商業銀行、外国銀行の在米支店、米国領内の銀行持ち株会社と銀行を含む。

(注2) シャドバンキングの債権保有残高は、FRB ニューヨーク連銀のオーバーナイト・レポ取引、証券貸借の純資産価額、政府支援法人(GSE)、政府支援法人債(GSE Total Pool Securities)、資産担保証券(ABS)発行者の債権保有残高、MMFを含む。

(出所) FRB, Flow of Funds および FRB ニューヨーク連銀のデータより筆者作成。

2-1-3 G20 金融サミット

上述の報告書を比較してみると、シャドバンキングの定義は統一されておらず、公的機関、監督当局、金融機関の間の認識も異なっている。その原因は、①シャドバンキン

¹⁸ 前米国財務長官のティモシー・ガイトナー氏は、ノンバンクによる金融システムを指して並列的金融システム(Parallel Banking System)と呼んだ。

グが未だ新しい概念であること、②各管轄における銀行セクターの構造と規制に差異があること、③取引スキームが金融イノベーションや規制変更といった要因により進化すること、の3点が指摘できる (FSB, 2011a,b)。こうした中で、G20 金融サミットの金融安定理事会は、上記3つの報告書をもとに、総合的な視点からシャドーバンキングの定義と規制内容を提示した。

シャドーバンキングとは、(完全にまたは部分的に) 通常の銀行システム外の主体、または活動による信用仲介、あるいは端的にノンバンクによる信用仲介と広く定義することができる。そのような仲介は、適切に行われた場合には銀行融資に代わる実体経済活動を支える重要な手段となる。しかし、危機が生じた場合には、いくつかのノンバンク主体や取引が金融の安定に対して銀行類似のリスクをもたらすような形¹⁹で大規模に行われうることを、われわれは経験から知っている²⁰ (FSB, 2013a, 2017a)。

FSB は、「広義には通常の銀行を介さない事業者や活動を通じた金融仲介」としていた従来の定義を改め、「銀行規制に従うことなく満期、信用、流動性の転換を行う一方で、中央銀行が提供する流動性や公的な信用保証へのアクセスを有さない金融仲介ネットワーク」とした²¹ (FSB, 2013b)。また、シャドーバンキングは、銀行システムの外側にあるエンティティや、業務活動に含まれる信用仲介 (credit intermediation) システムであるとしている²² (FSB, 2011a,b)。

FSB は、シャドーバンキングを、銀行監督の枠組みの外部でシステミックリスクや規制裁定などの問題を引き起こしうる信用仲介システム (信用仲介機関とその業務を含む) と定義している。また、FSB は具体的にどの機関の業務がシャドーバンキングに指すかについて、国際的な統一基準を示すことなく、異なる経済主体の金融システムと規制監督の体制の状況に応じて判断すべきと認識している²³ (FSB, 2017b)。

FSB では、今般の世界金融危機は市場型システミックリスク危機とも呼ばれた。すなわち、金融機関による市場を通じた取引の割合が増大する中、ある金融機関が引き起こすショックが、市場を通じて伝染し、市場機能を麻痺させるというものである。このため、今

¹⁹ 具体的には、短期の資金調達に基づく長期の信用提供およびレバレッジを指す。

²⁰ FSB(2013a). “FSB Publishes Policy Recommendations to Strengthen Oversight and Regulation of Shadow Banking,” August 29., FSB(2017a). “Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns,” 3 July.

²¹ FSB (2013b). “Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking,” 29 August.

²² FSB (2011a). “Shadow Banking: Scoping the Issues” 12 April., FSB (2011b). “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation,” 27 October, pp.1-43.

²³ FSB (2017b). “Global Shadow Banking Monitoring Report 2016,” 10 May.

後の金融システムの安定化に向けて、シャドーバンキングに対して、新たな規制・監督の強化導入することが必要と考えられた。

こうした中で、金融危機の原因となった、銀行同様の金融仲介機能をもつシャドーバンキングと言われる金融仲介ルートも含め、金融市場全体の安定を確保するための規制・監督体制の整備が進んでいる。

具体的には、2011年11月のカンヌ・サミットにおいて、G20の首脳は、最初の提言とそれらをさらに発展させるための作業計画を示した。世界の金融当局が協議する金融安定理事会（FSB）は『シャドーバンキング：監視および規制の強化』の報告書を承認した。この政策提言を策定するため、5つの作業部会が設置された。それに加えて、シャドーバンキングにおける世界的な潮流とリスクを評価する「脆弱性評価に関する常設委員会」を通じて、FSBは毎年、グローバル・シャドーバンキング・モニタリングを行い、銀行に類似するリスクをもたらすノンバンクの経済活動を早期に感知している。

FSBは、2012年11月に規制・監督案を公表した。そこで指摘されたシャドーバンキングの拡大背景は、ノンバンク・エンティティによる短期の預金類似のファンディングが信託を失った場合、市場での取り付けにつながることである。また、担保付ファンディングの利用は、特に資産価格が上昇トレンドにあり、担保付ファイナンスのマージンやヘアカットの水準が低い場合に、高いレバレッジをもたらすことをあげている。さらに、銀行はシャドーバンキングの信用仲介チェーンの一部に加わることも多く、銀行がシャドーバンキングエンティティをサポートしていることから、シャドーバンキングのリスクが容易に銀行に波及する可能性があることである²⁴。

これに加えて、シャドーバンキングは金融規制を回避し、レバレッジとリスクを積み上げるために利用される可能性がある。すなわち、銀行とシャドーバンキングの間の規制のギャップの裁定が生じることへの懸念である。FSBは、今後、規制裁定が生じやすい分野を対象にシャドーバンキングの規制強化を行う可能性がある。このように、シャドーバンキングの規制強化を行う狙いは、金融危機で明らかになったシャドーバンキングによるシステムリスクを削減し、バーゼルⅢによって規制が強化された銀行との間の規制裁定の可能性を減らすことである。

FSBによるシャドーバンキングの監視と規制強化案では、①通常の銀行システムとシャドーバンキングとの間でのリスク波及の防止、②MMFに対する取り付けの発生の抑止、

²⁴ FSB (2012).

③そのほかのシャドーバンキングによるシステミックリスクの評価と抑制、④証券化に付随するインセンティブ問題とその対処、⑤市場が機能不全となった場合にその悪化を加速させる可能性のある契約への対処など、の5つの問題が焦点となった。規制案では、それぞれ具体的な方策が示された（図表2）。2013年9月のサンクトペテルブルク・サミットで、殆どのFSBによるシャドーバンキングに関する政策提言は最終的にとりまとめられ、国際的に協調的な手続きによりFSBの参加国が採択したのである。

そこでは、以下のような政策手段の議論が展開された。①リスク波及防止については、ブルーデンス目的の連結化のルールやシャドーバンキングエンティティに対する銀行のエクスポージャーの規模、質に係る制限とリスクベース資金規制、レピュテーションリスク、暗黙的な支援の取り扱いなどを明確化すること、②MMFの改善については、MMFの健全性を強化し、システミックな脆弱性に対処する政策オプションとして、安定的基準価格方式から変動的基準価格方式への移行、あるいは安定的基準価格方式を維持する場合でも、損失吸収措置とMMFからの資金流出防止措置を検討すること、③システミックリスク抑制については、エンティティ・タイプに関して、各国の経験と規模に基づくリスクを測定、リストに挙げられた個々のエンティティ・タイプについて、満期変換、流動性変換、レバレッジといったシャドーバンキングのリスクファクターに関する詳細な評価を実施し、政策対応が必要なエンティティ・タイプを絞り込むこと、④インセンティブ問題については、定量保有義務、透明性の改善と標準化の措置を検討すること、⑤市場の機能不全については、レポやセキュリティ・レンディングを含む証券担保ファイナンス契約に関する規制を検討すること、の5つの議論である。

図表2 シャドーバンキングの監視および規制の強化に関する具体的な方策

項目	主な方策
①リスク波及防止	連結化ルールの明確化など
②MMFの改善	基準価格方式の変更
③システミックリスク抑制	各国の経験からリスクを測定、評価
④インセンティブ問題	透明性の改善
⑤市場の機能不全	レポ取引の規制

（出所）金融安定理事会（FSB）の資料より筆者作成。

2-1-4 個別の論文

これらの規制監督機関の報告書のほかにも、シャドーバンキングに関する個人の論文としては、国際通貨基金（IMF）と米国連邦準備制度委員会（FRB）のエコノミストによるものがある。また、IMFのBhatiaの分析²⁵では、米国におけるシャドーバンキングを構成する主体は、住宅関連のモーゲージブローカーやファイナンス会社、資産担保証券（ABS²⁶）とコマーシャルペーパー（ABCP²⁷）の発行者、銀行の連結対象外子会社のSIV²⁸やMMF²⁹、ノンバンク（ブローカーディーラー&先物取引）、デリバティブ商品会社、ヘッジファンド、銀行持株会社（銀行持株会社、資金供給会社）などであるとされ、それらの推移を確認すると、2000年代後半から急速に増加し、2008年をピークとして減少に転じていることが確認できる（図表3）。

図表3 米国の金融資産とその内訳

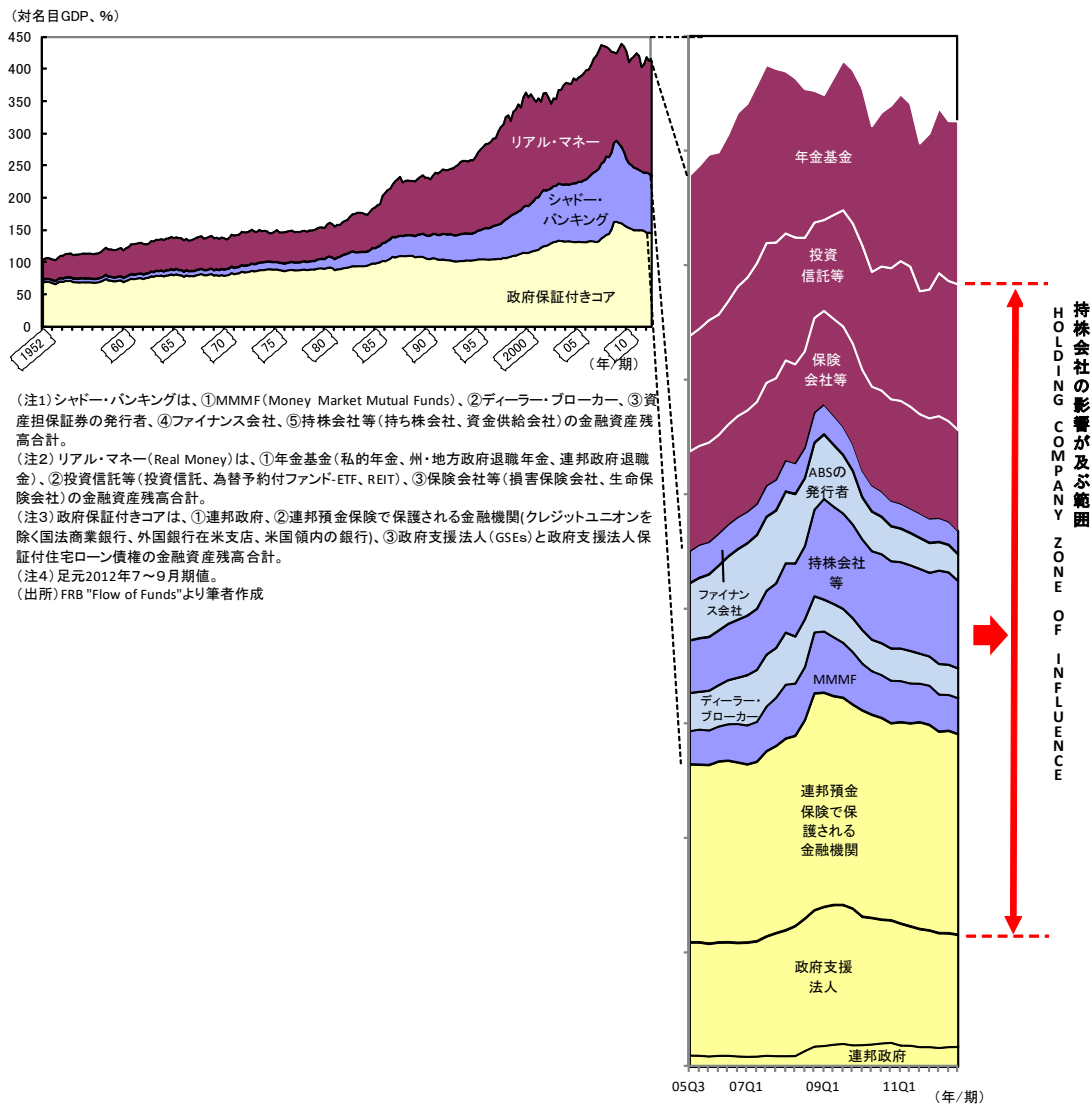
²⁵ Bhatia, Ashok Vir (2011). “Consolidated Regulation and Supervision in the United States,” *IMF Working Paper*, January. pp.6-12.

²⁶ Asset Backed Security.

²⁷ Asset Backed Commercial Paper.

²⁸ Structured Investment Vehicle.

²⁹ Money Management Fund.



FRBのエコノミストのPozsarによれば、シャドーバンキングは、中央銀行の流動性へのアクセスもなく、また公的部門の信用保証もないものの、満期変換、信用変換、流動性変換を行う金融仲介業者と定義された³⁰。その例として、ファイナンス会社、ABCの導管体、SIV、信用ヘッジファンド、MMF、証券貸借業者、政府支援機関 (GSE³¹) を挙げている。こうしたシャドーバンキングは、規制回避を目的として、従来の銀行による金融仲介機能をファンド形態で拡大させたとしている。

シャドーバンキングが問題視される中で、米国では具体的にどのような形態が該当する

³⁰ Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky (2010). "Shadow Banking," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.458, pp. 1-26, July, Revised February 2012.

³¹ Government Sponsored Enterprises.

のかについては統一的な見解は存在しない。例えば、IMF スタッフレポート³²では、シャドーバンキングの負債は、CP、ミディアム・ターム・ノート (MTN³³)、ABCP、ABS、レポ取引、トータルリターンスワップ (TRS³⁴)、ハイブリッド・レポ取引型トータルリターンスワップ導管体³⁵、ABS をもとにつくられた債務担保証券 (ABS CDO³⁶)、ABS を再度証券化した CDO (ABS-CDO-squareds)、債券、資本借入手形、純資産価値 1 ドルのエクイティ (シャドーバンクの「預金」)³⁷を含むとされる。

2-1-5 シャドーバンキングの拡大背景

これらの報告書と論文では、金融自由化と金融業におけるイノベーションの加速を背景に、シャドーバンキングが急速に拡大したことが共通している。この点については、次のようなことが指摘されている。

世界金融危機前、金融業は米国の競争力を牽引してきた。その競争力の源泉は金融イノベーションである。金融イノベーションは金融工学を駆使し、既存の金融規制に抵触しないかたちで生み出された。例えば、ABCP や資産担保融資 (レポ取引) は、シャドーバンキングにおいて主たる資金調達手段となる金融商品である。これらによって調達された資金は、主に各種証券化商品、デリバティブ商品とストラクチャリング融資商品、ABS、不動産担保証券 (MBS³⁸)、CDO、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS³⁹) などの革新的な商品に投資される。金融危機前、こうした銀行以外の資金供給ルートが無視できないほど拡大しており、ファンドや証券化など、従来の銀行以外の資金仲介形態が増大するとともに、資金供給ルートとなって金融イノベーションを加速させる構造となっていた。

2-2 中国のシャドーバンキングに関する議論

前述の高度な証券化とデリバティブ商品が発達する米国のシャドーバンキングとは異なり、中国のシャドーバンキングは、中国の経済・金融体制に見合った独自のシステムで形成している。中国のシャドーバンキングの定義については、様々な見解がある。政府・当

³² Viñals et al.(2010). "Shaping the New Financial System," *IMF staff position note*, October 3, pp.4-26.

³³ Medium-Term Notes.

³⁴ Total Return Swaps.

³⁵ hybrid and repo/TRS conduits.

³⁶ Collateralized Debt Obligation.

³⁷ 1\$NAV shares: Shadow bank "Deposits".

³⁸ Mortgage Backed Security.

³⁹ Credit Default Swap.

局として注目しているのは、信用貸付以外の融資活動に対して明確な規制があるか否かである。すなわち、規制監督対象外の活動のみ、シャドーバンキングの範疇に入れるべきと考えているようである⁴⁰。一方、銀行以外の貸出チャンネルと信用貸付であれば、すべてシャドーバンキングに含めるべきであり、さもなくば貨幣供給量における全体の信用供給は大幅に過小評価される、と主張する見解もある⁴¹。以下では、2010年以降、当局と学術界で関心が高まったシャドーバンキングに関する議論を整理しておく。

2-2-1 政府・当局の見解

2010年12月5日に北京大学の講演で、中国の中央銀行・人民銀行の周小川総裁(当時)は、先進国のシャドーバンキングについて、商業銀行の機能を果たしながら、規制や監督を殆ど受けていない銀行以外の金融機関であると指摘した⁴²。例えば、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、特殊目的事業体(SPV⁴³)などが含まれる。一方、中国におけるシャドーバンキングの定義は、先進国と異なっている。中国のシャドーバンキングは、先進国のようなヘッジファンドやSPVなどが発達しておらず、主なものとして挙げられるのは、プライベート・エクイティ・ファンド、銀信理財合作を展開する投資会社、民間貸借機関などがある。また、周総裁は、中国のシャドーバンキングは主に従来の銀行に依存していると指摘した。

また、中国の銀行業監督管理委員会(以下、銀监会)は、2011年の年次報告書で、シャドーバンキングの規制監督の強化に関する文言を14回も言及し、中国のシャドーバンキングの定義と分類を公表した。銀监会は、信託公司、ファイナンス会社、オートファイナンス会社、リース会社、マネーブローカー、消費者金融会社などの6種類のノンバンクが規制監督の枠組み内に管理されているため、彼らは中国のシャドーバンキングの中に含まれないと指摘した。中国のシャドーバンキングは、小口融資、質屋、信用保証など准金融機構、民間貸借を指す⁴⁴(銀监会, 2011)。筆者は、銀监会の分類については不合理な側面があり、中国のシャドーバンキングの全貌を反映していないと考える。

⁴⁰ 中国人民銀行調査統計司等(2012)。

⁴¹ 2015年3月に中国社会科学院世界経済・政治研究所・国際金融室主任の劉東明博士、および2015年9月に同研究所の国際投資研究室主任張明博士への現地ヒアリングの内容による。

⁴² 2010年12月5日の中国人民銀行・周小川総裁(当時)の講演による。

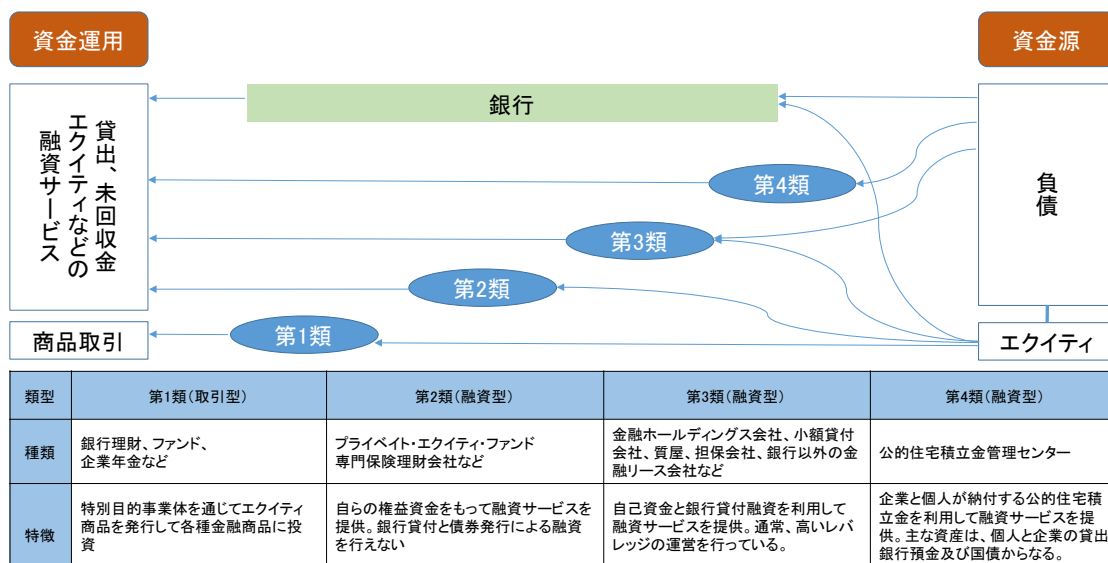
⁴³ special purpose vehicle。前述のSIVと同じ。

⁴⁴ 中国銀行業監督管理委員会年次報告書(2011年)。

<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2013/8FC77357E36D44D2BD8B3C4BE97F965F.pdf>

2012年に、中国人民銀行調査統計司が『影子銀行体系の内包と外延』のレポート中で、シャドーバンキングを、「金融仲介活動を行い、従来の銀行と類似した信用、期限あるいは流動性の機能を有し、バーゼルⅢあるいは同等の規制を受けていない実体あるいは准実体」とはじめて定義した。具体的には、商業銀行のオフバランスの理財、証券会社の集合理財、ファンド会社の個人理財、証券投資基金、ユニットリンク保険の投資アカウント、産業投資ファンド、ベンチャー投資ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、企業年金、住宅積立金、小額ローン会社、ノンバンク系の融資リース会社、専門保険理財会社、金融持ち株会社、質屋、信用保証会社、手形会社、価値貯蔵とプリペイド機能を有する第三者決済会社、貧困地域向け資金提供会社（マイクロファイナンス）、組織のある民間貸借など融資機関、などが含まれる（中国人民銀行、2012）。また、中国人民銀行は、融資形態を基に中国のシャドーバンキングの運営メカニズムを4つの類型に分けた。その種類と特徴については、図表4の通りである。

図表4 中国のシャドーバンキングの運営メカニズム



(出所) 中国人民銀行調査統計司等 (2012)「影子銀行体系的内涵及外延」, p.9 より筆者作成。

同レポートでは、中国のシャドーバンキングは、伝統的な銀行システムの補完的な存在として、金融サービスの機能充実、金融市場における流動性強化、商業銀行の収益率向上に寄与し、未発達な中国の資金市場にとって重要な意味を持つと指摘した⁴⁵。一方で、シャドーバンキングには、固有の脆弱性をも抱えている。シャドーバンキングの資産価格に

⁴⁵ 中国人民銀行調査統計司等 (2012).「影子銀行体系的内涵及外延」, pp.1-15.

に対する敏感性は、市場の変動を増幅させる。期間ミスマッチは流動性リスクを招く。デレバレッジは資産の投げ売りを誘う。これらのリスクは高い伝染性を持ち、一旦勃発するとその影響は計り知れない。シャドバンキングは、危機時には中央銀行から直接流動性を得られない一方、規制不備を利用した裁定取引が当局の金融政策の効果を削ぐ恐れがあると言及した⁴⁶。

2013年12月の国務院弁公庁の通知「シャドバンキングに関する監督強化の通知」(以下、国弁発【2013】107号文)⁴⁷では、はじめて正式に中国のシャドバンキングの概念を明確にし、今後の規制監督の方向性が示された。国弁発【2013】107号文では、中国のシャドバンキングは次の3種類に分類されている。第1は、金融機関としての免許を持たず、完全に規制・監督もされていない金融(信用)仲介業である。例えば、近年のインターネットを活用した金融サービスのイノベーションである新型インターネットファイナンス(インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディングなど)のほか、PEファンド、第三者理財といった独立系の資産管理会社(アメリカのインディペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー(IFA)に相当)などが含まれる。第2は、融資型民間担保会社、小額ローン会社など、金融機関としての免許を持たずに規制監督が不十分な金融仲介業である。第3は、MMFに相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業務と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

また、国弁発【2013】107号文では、中国のシャドバンキングは、金融の発展や金融イノベーションから生まれたもので、伝統的な銀行システムの補完的な存在として、実態経済の発展と消費者の投資チャネルの多様化に積極的な役割を果たしていると指摘した。

そのほか、2014年の人民銀行の『中国金融安定レポート』⁴⁸では、中国のシャドバンキングの関連業務を3つのレベルに分類した。第1レベルは、狭義のシャドバンキングであり、規制を受けるか否かを判断の基準とした。主に金融事業ライセンスの持たない小額ローン、融資担保、P2Pレンディング、申請登録されていないPEファンド、第三者理財、民間貸借などが含まれる。

第2レベルは、一般的なシャドバンキングであり、銀行システム以外の信用仲介と活

⁴⁶ 中国人民銀行調査統計司等(2012)。「影子銀行体系的内涵及外延」, pp.1-15.

⁴⁷ 国務院(2013)。「国務院弁公庁關於加強影子銀行監管有關問題的通知」(国弁発【2013】107号文), 12月.

⁴⁸ China Financial Stability Report 2014,
http://www.centerforfinancialstability.org/fsr/chn_fsr_201407.pdf

動を評価の対象とした。狭義のシャドーバンキングのほかに、金融事業ライセンスを有する信託、理財、MMF、資産管理、資産証券化、エクイティファイナンス、債券融資などが含まれる。

第3レベルは、広義のシャドーバンキングであり、非伝統的な貸出を評価の基準とし、上記の第2レベルのほかに、オフバランスの銀行の非伝統的な貸出業務（銀行引受手形、信用状、未払代理決済、貸付承諾など）と、オンバランスの銀行の非伝統的な貸出業務（標準化と非標準化投資、インターバンク取引、無利息資産、人民銀行預金など）が含まれる。

2-2-2 中国国内学者等の見解

2013年に、中国の東方証券の首席経済学者邵宇のレポート⁴⁹では、中国のシャドーバンキングは、その提供資金の最終投資先（実体経済か資本市場）を基準に、3つに分類することができる。第1は、実体経済支援型である。実体経済に対するサービス提供や融資業務を提供するものである。具体的には、信託貸付・リース、委託貸付、ノンバンク企業債券（社債、短期融資債券など含む）、割引前商業銀行引受手形、同業代行支払、ノンバンクエクイティ融資、小額ローン会社、融資リースなどを含む。第2は、金融取引型である。資本市場、とりわけセカンダリーマーケットで専門的に取引される伝統的な業務を指す。具体的には、非貸出類信託、銀行理財商品、レポ取引、公募ファンド、社会保険基金、保険資産管理、証券会社資産管理などを含む。第3は、レバレッジ型である。例えば、金利・為替デリバティブや、クレジットデリバティブ⁵⁰などを含む。

2014年に、『中国影子銀行監管研究』の著者である閻慶民と李建華は、銀行以外の金融機関（ノンバンク）の業務実態を踏まえ、中国のシャドーバンキングを分別するための枠組みを提示した（閻・李, 2014）。

第1として、信託や証券、ファンド、保険などが資産管理会社を通じて提供するオフバランスの貸出業務は、シャドーバンキングの範疇に属する。これらの業務は、信用創造（預金業務に準ずる）を行うだけでなく、銀行負債のオフバランス化による信用拡大や裁定取引をも助長している。金融監督が不十分の中で、銀行以外で提供する理財商品は、シャドーバンキングのツールとして、期間の変換や、流動性の転換、信用リスクの移転など、多層な金融機能の特徴を備えている。

⁴⁹ 邵宇(2013).「影子銀行:国際図景及中国形態(下)―流動性経済学之四一」東方証券,6月20日, pp. 1-45.

⁵⁰ 信用リスクを売買する取引をクレジットデリバティブと呼ぶ。

第2として、ノンバンク、例えば信用担保会社、融資リース会社、民間貸付会社、一部のインターネットファイナンス会社は、「一行三会」⁵¹の規制監督の対象には含まれていないが、シャドバンキングに該当する。これらの業務は、信用仲介活動に対する規制監督の不備を利用して、イノベーションという名の下で、形を変えた貸出業務を行っている。

第3として、シャドバンキングは、ノンバンクを指すに限らない。銀行バランスシート上で統計対象になっていない貸出の信用創造も、シャドバンキングの範疇に属する⁵²。例えば、前述の商業銀行による貸出以外の信用創造は、すでに銀監会の監督下に置かれているものの、商業銀行が、同業者向け業務などを通じて規制回避を図り、監督不備の領域へと信用創造のチェーンを拡大している。規制当局との駆け引きが続く中で、銀行の理財業務は、シャドバンキングに流動性を提供する主な供給源になっている。

2017年に、中国の方正証券の首席経済学者の任澤平のレポート⁵³では、シャドバンキングの定義について、国内外の研究者がまだ統一した見解には達していないものの、その重要な特徴については認識を一致している。すなわち、シャドバンキングは、金融機関がイノベーションの創出、利益の拡大・監督規制の回避を追求するために生まれたものである。それは、伝統的な銀行と同様に、信用リスク変換、満期変換、流動性変換の機能を担っている一方、中央銀行の預金保護を受けていないことである。

中国のシャドバンキングは、信託会社や証券会社、基金運営会社、担保会社、小額ローン会社、P2P レンディング事業者などのノンバンクをも含む。その提供するサービスは、信託プラン、信託受益権、手形現先取引（Buying back the sale of financial assets、中国語で票据買入返售）、同業代理決済、外部委託投資（中国語：委外投資）、資産管理計画、同業向け理財、銀行オフバラス理財、手形割引、信託貸出、信託資産譲渡、委託貸出、小額ローン会社貸出、P2P レンディングの貸出などがある。

2-2-3 中国社会科学院世界経済・政治研究所の現地ヒアリング

2015年3月⁵⁴と9月⁵⁵に、筆者は2回中国・北京への現地調査を実施し、中国のシャ

⁵¹ 「一行三会」とは、中国人民銀行（中央銀行）、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）、中国証券業監督管理委員会（証監会）と中国保険業監督管理委員会（保監会）を指す。なお、2018年4月8日に、中国銀行業監督管理委員会と中国保険業監督管理委員会は統合され、「中国銀行保険監督管理委員会」となった。この結果、中国の金融監督体制は、これまでの「一行三会」から「一行二会」へと変更された。

⁵² 中国社会科学院金融研究所財富管理中心の殷劍峰や王増武などが、これを「銀行のシャドー」（銀行の影）と名付けている。

⁵³ 方正証券（2017）。「中国影子銀行報告：銀行的影子和監管博弈—金融去杠杆之十四」,7月12日, pp.1-26.

⁵⁴ 2015年3月24日（火曜日）の16:00~17:30に北京師範大学の会議室で中国社会科学院世界経済・

ドローバンキングについて、中国社会科学院世界経済・政治研究所・国際金融室主任の劉東明、と同研究所の国際投資研究室主任の張明などへのヒアリングを行った。劉東明によれば、①中国の金融イノベーションはまだ発展途上にあり、資産担保証券化（ABS）や債務担保証券（CDO）など高度で複雑な証券化商品がまだ存在しない、②欧米など先進国の市場経済と直接金融を中心とするシャドローバンキングの発展とを比較すると、中国にはまだ真の意味でのシャドローバンキングが形成されていない、③米国のシャドローバンキングは1971年のマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドの設立時からすでに存在していた、④米国のシャドローバンキングは、主に資産の証券化とデリバティブ化に依存し、「投資銀行の影」と言ってもよい、⑤一方、中国のシャドローバンキングは、銀行によって主導され、実質上「商業銀行の影」の存在として間接的な貸出を行っている、と述べた。

中国のシャドローバンキングについて、劉東明は、次の3点を強調した。第1は、金融安定理事会（FSB）のシャドローバンキングの定義から、広義の意味で中国のシャドローバンキングの特性をみるべきである。第2は、中国のシャドローバンキングは、自己資本比率規制（バーゼルⅠとバーゼルⅡ）、流動性規制、商業銀行の預貸比率規制、が全て適用外であり、預金保険機構の管轄下にも置かれていない特性を持っている。第3は、中国のシャドローバンキングは、一部先進国のシャドローバンキングと類似しているものの、金融規制監督の対象か否かだけで判断すべきではない。例えば、商業銀行の銀信合作・委託貸付、銀証合作、銀行のインターバンク取引などの関連業務は銀監会の規制監督の枠内に入っているが、シャドローバンキングの中にも含まれる。

一方、張明博士によれば、①中国のシャドローバンキングは、米国と大きく異なると指摘した。中国のシャドローバンキングは、銀行理財（資産運用）の関連業務（オンバランス資産のオフバランス化）と委託貸付も含めれば、小額ローン会社や担保会社、信託会社、ファイナンス会社および金融リース会社などのノンバンクが提供する「貯蓄から投資への転換」業務、さらに規制監督の受けない民間金融も含まれる、②中国と欧米で異なるのが、中国のシャドローバンキングは、伝統的な銀行に類似した組織形態を採用して資金の調達と運営を行い、実体経済を支える役割として金融サービスを提供していることにある。これは、実体経済における金融効率の向上に寄与しており、欧米の複雑な金融デリバティブ商品による際限ないバーチャルな貨幣信用創造とは違う、③中国のシャドローバンキングは、

政治研究所・国際金融室主任の劉東明との面談を実施した。

⁵⁵ 2015年9月15日（火曜日）の10:00~12:00に中国社会科学院世界経済・政治研究所の会議室で中国社会科学院世界経済・政治研究所・国際投資研究室主任の張明との面談を実施した。

従来の商業銀行業務に対する代替性、依属性、貨幣信用創造などの特徴から識別できる。最も代表的なのは、金融業の中にある理財関連業務である、と述べた。

以上のように、中国のシャドーバンキングに関する議論で指摘されている特徴を要約すると、①制度化された金融に属するものと、制度化されていない金融に属するものがある⁵⁶、②銀行以外の者がシャドーバンキングの担い手である、③免許が不要か必要であっても規制が緩い、の3点である。

これまで国際的なシャドーバンキング、とりわけ米国のシャドーバンキングと中国のシャドーバンキングの議論を整理してきた。中国のシャドーバンキングは、米国と似ている部分があるものの、その定義、特性、役割について米国と大きく異なっている。中国では同じシャドーバンキング（影子銀行）と呼んでいるが、米国のそれとは根本的に異なるものとする。

2-3 本研究の位置づけ

2-3-1 中国の金融システムの全体像

本研究の中国のシャドーバンキングの位置づけを議論する前に、まず中国の金融システムの全体像を確認する。中国の金融システムの最大の特徴は、間接金融を中心とする資金調達体制である。2016年の全金融機関総資産における銀行セクターの総資産の比率は68.4%に達しており、名目GDPに対する割合は309.4%を占めている⁵⁷。

1949年に中華人民共和国成立後、1978年に鄧小平が改革・開放政策⁵⁸を打ち出すまでの社会主義計画経済の時代、金融セクターは「モノバンク」（単一銀行）制度の下で、国家が独占していた。つまり、財政の付属物に過ぎず、資本主義国にみられる金融市場や金融機関も存在しなかった。中国人民銀行が唯一の金融機関であり、人民銀行の下部組織として中国銀行、農村信用社などが、また財政部の下部組織として中国人民建設銀行があったが、これらの金融機関は、すべて中央政府の指令と計画に基づいて運営されていた。

改革・開放政策の下で、金融システムにも大きな変化が現れた。1983年に中国人民銀行

⁵⁶ 本論文の制度化の意味については、中国の金融制度、規制監督の側面を捉えている。

⁵⁷ IMF(2017) .“People’s Republic of China : Financial System Stability Assessment-Press Release and Statement by the Executive Director for People’s Republic of China”, December, p.60.

⁵⁸ 中国の改革開放とは、鄧小平の指導体制の下で、1978年12月に開催された中国共産党第十一期中央委員会第三回全体会議で提出、その後開始された中国国内体制の改革および対外開放政策のことである。基本原則は鄧小平の「先富論」に代表されるように、先に豊かになれる条件を整えたところから豊かになり、その影響で他が豊かになればよいという考え方である。

は中央銀行業務に専念し、従来行っていた普通銀行業務は4つの銀行に委譲された。すなわち、新設された中国工商銀行、中国農業銀行、中国人民銀行や財政部から独立した中国銀行、中国建設銀行の4大專業銀行である。この4大銀行は、それぞれ独自の役割を持つ專業銀行とされる。担当分野として、中国工商銀行は一般工業と商業企業向けの都市金融を、中国農業銀行は農村金融を、中国銀行は外国為替業務を、中国建設銀行は企業設備と社会インフラ整備のための投融資とされた。

中国の銀行業の発展段階は、①1949～78年の「モノバンク」制度の形成期、②1979～1993年の国家專業銀行の創設と多元化競争の銀行体系の生成期、③1994～2000年の政策金融業務の分離と国家專業銀行から国有商業銀行への改革期、④2003～2007年の国有大手商業銀行の上場による株式商業銀行の誕生期、⑤2008年の世界金融危機後から現在までの国際競争の向上と、新たな市場と収益源を狙う国際業務展開の転換期⁵⁹、の5つに分けられる(李, 2011)。

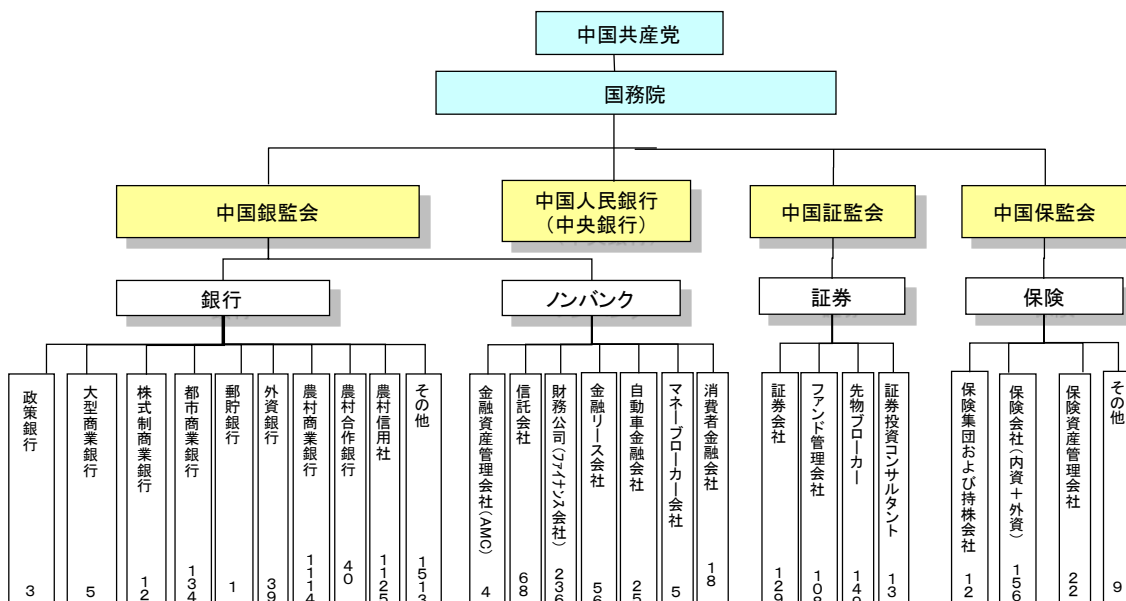
このような改革・開放政策の導入を契機とした社会主義・市場経済化の進展に伴い、経済活動が多様化すると、資金の余剰部門と不足部門を仲介する役割を担う金融機関が必要となり、中国では多様な業態を擁する金融システム(銀行、ノンバンク、証券、保険)が形成されている(図表5)。中国人民銀行(中央銀行)、中国銀行業監督管理委員会(銀監会)、中国証券業監督管理委員会(証監会)と中国保険業監督管理委員会(保監会)は、中国共産党・国务院直属の機関として位置づけられており、それぞれの金融セクターに対して規制監督を行っている。なお、2018年4月8日に、中国銀行業監督管理委員会と中国保険業監督管理委員会は統合され、「中国銀行保険監督管理委員会」となった。この結果、中国の金融監督体制は、これまでの「一行三会」から「一行二会」へと変更された。

銀監会の監督下で、2016年末の銀行セクターの構造については、政策銀行(3行)、大型商業銀行(5行)以外に、株式制商業銀行(12行)、都市商業銀行(134行)、農業商業銀行(1,114行)、農村合作銀行(40行)、農村信用社(1,125行)、中国郵貯銀行(1行)と外資銀行(39行)などがあり、銀行数は合計3,986行に上る(銀監会, 2017)。一方、ノンバンクは、金融資産管理会社(4行)、信託会社(68行)、ファイナンス会社(236行)、金融リース会社(56行)、自動車金融会社(25行)、マネーブローカー会社(108行)、消費者金融会社(18行)などが含まれており、合計で412行になる(銀監会, 2017)。

⁵⁹ 李立榮(2011).「中国の銀行の国際化に向けた動向」, *Business & Economic Review*, 日本総合研究所, 2011年4月号, pp.60-93.

上述の中国の金融システムの全体構図を踏まえて、先行研究で中国政府（国務院）として国弁発【2013】107号文の中⁶⁰ではじめて公式に発表された中国のシャドーバンキングの定義と分類の内容を参考に、筆者が本研究における中国のシャドーバンキングの分析対象を次節に述べるように定義する。

図表 5 中国の金融システムの全体像とその数（2016 年末）



(注) 2018年4月8日に、中国銀行業監督管理委員会と中国保険業監督管理委員会は統合され、「中国銀行保険監督管理委員会」となった。

(出所) 中国人民银行、中国銀行業監督管理委員会 (CBRC) の Annual Report (2016年と2017年)、『中国保険年鑑 (2016年)』より筆者作成。

2-3-2 本研究における中国のシャドーバンキングの分類

本論文は、①経済的・社会的な要因、②二重構造の金融体制（金融双軌制）⁶¹の要因、③規制監督の制度的な要因、の3つの側面から、中国のシャドーバンキングについて3種類に分類した。

1つ目は、制度化された銀行システムの内外を統合したシャドーバンキングである（以

⁶⁰ 国弁発【2013】107号文では、中国のシャドーバンキングは次の3種類に分類されている。第1は、インターネットファイナンス、第三者理財機関など金融機関としての免許を持たず、完全に規制・監督もされていない金融仲介業である。第2は、融資型民間担保会社、小額ローン会社など、金融機関としての免許を持たずに規制監督が不十分な金融仲介業である。第3は、MMFに相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業務と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

⁶¹ 中国のシャドーバンキングは、二重構造の金融体制（金融双軌制）と呼ばれ、銀行を中心とする従来型の資金仲介ルートとは、一定の役割分担がなされている。

下、中国のシャドバンキング①型)。具体的には、金融資産管理会社、信託会社、ファイナンス会社(財務公司)、金融リース会社、マネーブローカー、消費者金融会社、証券会社、ファンド管理会社など金融監督下のノンバンクが含まれる(前掲図表4)。その中では、MMFに相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業務⁶²と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

中国のシャドバンキング①型は、前述の国際的な議論と米国のシャドバンキングと共通の特徴を有する。法的属性からみると、いずれも実体あるいは実体に準じる機関である。規制監督の観点からは、いずれも制度的不備が存在する。機能の面では、いずれも銀行と同様に、金融仲介プロセスの中で資産変換(信用リスクの変換、満期変換期と流動性変換)の機能を担っている。また、中国のシャドバンキング①型は、米国と同様に信用リスク・流動性リスクが生じた場合、金融システム全体の不安定化を増幅させ、システムリスクに波及する可能性がある。さらに実体経済にも影響が大きいため、2008年以降中国政府・当局は、中国のシャドバンキング①型に対して様々な規制監督の通達を公表しており、今後同市場の規模が縮小傾向に向かうと考える。

2つ目は、インフォーマル金融などを含む銀行システム外のシャドバンキング(以下、中国のシャドバンキング②型)である。インフォーマル金融は、金融システムの近代化以前から存在するもので、金融システムの外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会社、小額ローン会社、質屋、ファンド(基金会)、投資公司、投資組合などの民間金融組織による信用(金融)仲介を指す。彼らは金融機関としての免許を持たずに規制監督が不十分な金融仲介業である。

日本では、インフォーマル金融というと、ヤミ金融のイメージが想起されるが、中国においては、インフォーマル金融は一般的に政策金融や公的な金融の対極的な存在として語られている^{63,64}(陳, 2010)。貸手は正規の銀行ではないが、これらのインフォーマル金融(民間貸借)は銀行貸出と同等の機能を持っており、貸出先は主に金融政策の引締めで銀

⁶² 例えば、銀行理財(委託貸付関連業務の理財を含む)、銀信合作の理財、銀証合作の理財、銀行同業業務(インターバンク取引)の理財業務など。

⁶³ 陳玉雄(2010).『中国のインフォーマル金融と市場化』,麗澤大学出版会, pp.20-22.

⁶⁴ 陳玉雄によれば、中国ではインフォーマル金融は民間における自発的金融活動、民間資本による金融以外に、場合によっては高利貸やヤミ金融などの意味で使われることがある。『中国のインフォーマル金融と市場化』では、中国のインフォーマル金融は、公式に認められていない金融機関による金融活動、それを営む仕組み、組織(あるいはネットワーク)および個人を指す、と定義した(陳, 2010)。

行から融資を受けられない顧客、例えば、中小企業、不動産開発会社とその他政策的に規制されている産業（環境汚染とエネルギー消費の度合いが高い産業）などである。

中国のシャドバンキング②型は、前述の先進国、とりわけ米国のシャドバンキングの定義と分類に含まれてないが、中国など途上国では独自の金融形態を形成している。近年、中国のインフォーマル金融の市場規模も拡大しつつある。銀行以外の多様なチャネルを活用することによって、本来融資を受けられない中小企業や個人も資金調達が可能になり、金融包摂の役割を果たしている。

3つ目は、銀行システム外のフィンテック型のシャドバンキング（以下、中国のシャドバンキング③型）、すなわちファイナンスとテクノロジーの融合であるフィンテック（FinTech）⁶⁵を活用したオルタナティブファイナンスやオンライン・オルタナティブ・ファイナンス（代替貸出）である。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、金融機関としての免許を持たず、完全に規制・監督もされていない金融仲介業である。具体的には、インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディング、ネット小口融資などのインターネットファイナンスを指す。なお、中国のシャドバンキング③型は、前述の米国のシャドバンキングの定義と分類に含まれていない。

オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、インターネットファイナンスの一部である。インターネットファイナンスには、オンライン事業に参入した伝統的な金融機関とオンライン金融商品・サービスを提供する非伝統的な金融プラットフォーム事業者の両方を含む（図表6）。本研究では、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義は、銀行システム外のオンライン市場を経由して個人や事業者が資金を提供している金融仲介を指すものとし、P2P保険、オンラインMMF、第三者決済などは含まないものとする。

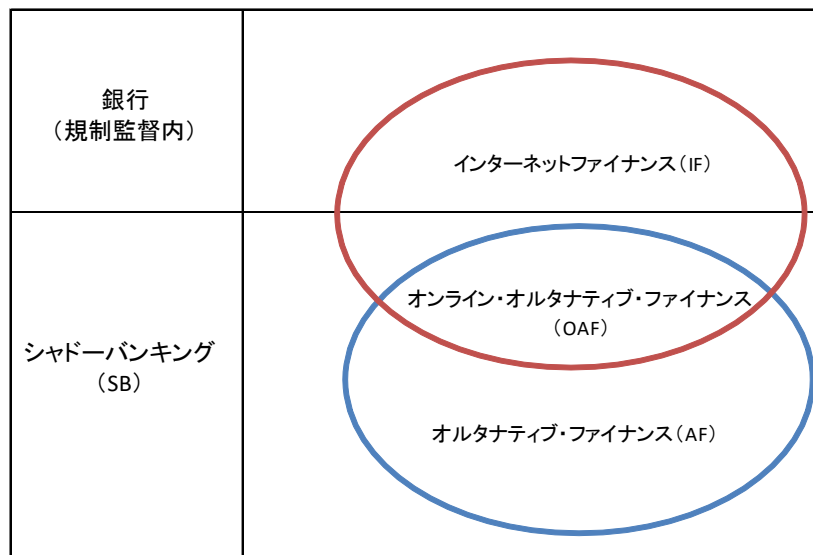
中国ではオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、シャドバンキング（影子銀行）の一種と考えられていたが、シャドバンキングの名称が、脱法的・非合法的というネガティブなニュアンスを含むようになったため、銀行以外の金融仲介であるオルタナティブファイナンスと呼ばれるようになった。

近年、フィンテックを活用したオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは中国で成長している。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの発達は、インフォーマル金融と同様に、金融サービスにアクセスが困難な個人や零細中小企業に新たな資金の運用・調

⁶⁵ フィンテック（FinTech: Financial Technology）は、Finance と Technology を組み合わせた言葉で、実態的には ICT 技術の発達によって出現した、従来存在しなかったような様々な金融ビジネスの態様、あるいはネットベンチャー企業などが提供する金融サービスと金融関連サービスを指す。

達ルートを提供することから、金融包摂（普惠金融）という観点からはフィンテックをはじめとする金融イノベーションが金融の対象領域を拡大したとの一定の評価が可能である。

図表6 オンライン・オルタナティブ・ファイナンスとシャドーバンキングの関係



(出所) 筆者作成

このように、本論文では、上述の中国のシャドーバンキング①型 (SB①型)、中国のシャドーバンキング②型 (SB②型)、中国のシャドーバンキング③型 (SB③型) の3つに分類し、それぞれの実態、形成過程、発展メカニズム、その潜在的なリスクと規制当局の対応を論じる。

加えて、本論文では、中国におけるシャドーバンキング①型の実態と特徴を把握するには、金融システム全体に影響を及ぼすシステムリスクが生じた米国のシャドーバンキングと比較するほか、伝統的銀行システムとの比較を行う。一方、銀行システム外の中国のシャドーバンキング②型と③型は、金融システムの全体におけるウェイトが小さく、伝統的な金融機関から独立したプラットフォームの上で、既存の金融サービスを補完・代替するような新たな金融サービスが提供しており、今後拡大傾向が続くと考える。また、金融イノベーション促進の下で、インフォーマル金融とフィンテック型のシャドーバンキングの発展は金融包摂を推進する役割としても近年注目されており、その発展メカニズムの研究は有益と考える。

2-4 中国のシャドーバンキングの特徴

2-4-1 米国のシャドーバンキングとの比較

中国のシャドーバンキング①型と米国型との比較には、様々な観点が考えられるが、以下では、上部構造である金融システム要因の比較、シャドーバンキングの仕組みの比較、シャドーバンキングの役割・効果に関する比較という3つの視点から論じる。

(1) 金融システム要因の比較

第1に、中国の金融システムは銀行主導の間接金融中心の資金調達構造であるのに対し、米国では資本市場などの直接金融の比率が比較的高いことである。中国では、改革・開放政策の下で様々な金融改革が試みられ、金融資本市場の拡大と深化が大いに進展した。しかし、欧米諸外国と比較すると、依然として中国の資本市場の規模は小さく、直接金融への依存度が低いうえに、株式市場と債券市場のバランスが取れていない。このため、中国では、米国でみられる資産証券化を活用したシャドーバンキングの形態は未発達である。

第2に、中国では、金融業務の業態別規制が厳格である。すなわち、銀行業務・証券業務・保険業務という3つの業態を跨る金融機関の経営は禁止されている。従って、銀行は、シャドーバンキングの担い手に出資することや、シャドーバンキングの保有資産を購入することができない。このような環境の下では、シャドーバンキングのリスクが銀行システムに波及することは限定的であり、金融システム全体に影響を及ぼすシステムリスクが生じる可能性は限定的と考えられる。

第3に、中国の金融システムは市場性の浸透度が低く、情報開示も米国など先進国に比べて十分ではない。例えば、中国のシャドーバンキングで資金調達ツールとして利用されている理財商品については、情報開示が不十分であるため、リスクの所在が明らかではない。また、正確な情報開示を前提とした投資家の自己責任を問い得る環境にもないため、理財商品がデフォルトした場合のリスクの負担者も明らかではない。

第4に、中国では、海外との資本移動が大きく制限されているため、中国の金融システムが海外とのリンケージが弱いことである。この結果、海外市場の資金が中国のシャドーバンキングに入り込んでいて、何らかのショックが生じた場合に一斉に資金が引き揚げられるという事態は起きにくいと考えられる。

(2) 仕組みの比較

次にシャドバンキングの仕組みを比較すると、次の2点を指摘できる。第1に、中国のシャドバンキングの資金は、金融市場における短期調達ではなく、個人投資家などが投資した理財商品をはじめとする様々な投資・資産運用ツールによって調達された資金である。このため、米国に比べて資金調達の安定性が高いと言える。加えて、資金源が幅広いことから、金融政策引き締め効果が限定的となる。

第2に、中国のシャドバンキングは比較的単純な金融仲介構造であり、レバレッジが米国に比べて低い。米国のシャドバンキングの構造は、CDOやABSなどの証券化商品が含まれており複雑である一方、中国のシャドバンキングは、欧米と比較して運用方式がシンプルである。レバレッジも、米国は30~40倍であるのに対して、中国は10倍以下と比較的低い⁶⁶。

(3) 機能の比較

最後にシャドバンキングの効果・機能を比較してみると、中国のシャドバンキングは、中小企業などの資金調達の実需にもとづいて行われており、金融仲介機能の一端を担っていることである。これは、米国でのシャドバンキングがサブプライム層など本来貸し出すべきでない借り手への融資を起点として組成されていたことと対照的である。中国でこのように、銀行を中心とする金融仲介チャネルとは別のチャネルを構成していることは、「金融双軌制」（二重構造の金融体制の意味）と呼ばれている。

2-4-2 伝統的銀行システムとの比較

さらに、中国のシャドバンキング①型を伝統的な銀行システム（預金・貸金）と比較してみると、以下の特徴を指摘できる。

第1は、シャドバンキングは、預金取扱金融機関に対する厳格な規制・監督を受けないことである。一方、伝統的な銀行システムは、厳しい規制を受ける。例えば、商業銀行の場合、①預金準備金の保有、②自己資本比率8%以上（レバレッジ12.5倍以下）の維持、などが要求される。

第2は、中国のシャドバンキングの資金調達は、米国に比べて安定性は比較的高いとは言え、預金ではない。銀行はコア預金のような安定的な調達が可能であるのに対して、

⁶⁶ 欧米の主要銀行は、世界金融危機当時のレバレッジ（総資産/株主資本）が20~40倍と高いのに比べ、中国5大銀行（中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、交通銀行）は10倍以下である。

シャドーバンキングでは資金調達ツールである理財商品などの満期が到来するたびに、資金繰りの懸念が生じ得る。

第 3 は、中国のシャドーバンキングの貸出金利が比較的高いことである。人民銀行は、2011 年に中国の中小企業経営に一定の困難が表面化したと指摘した⁶⁷。一部の地域においては、インフォーマル金融の貸出利息が急上昇し、中小企業の融資コストを押し上げたと言われる（中国人民銀行, 2011）。

以上のことを踏まえて、中国のシャドーバンキングの特徴について、米国のシャドーバンキングと伝統的な銀行システムとの比較を通じて、図表 7 の通り整理することができる。

図表 7 中国のシャドーバンキングと米国・伝統的な銀行の特徴の比較

比較項目	伝統的な銀行システム	中国のシャドーバンキング	米国のシャドーバンキング
投融資先	実需	実需 (伝統的な銀行システムの補完的な役割)	金融商品 (証券化を経由)
仲介構造	単純	単純	複雑
レバレッジ	10-15倍	10倍以下	20倍以上、30~40倍 (バブル、金融危機前)
リスク	小	中	大 (システミックリスクの発生)
資金源	預金	銀行信用貸出など	資本市場、ファンド、投資家
規制監督	厳格な銀行規制	一部に業種別の金融監督	金融機関の自己規律、市場規律
情報開示	透明	不透明	不透明
市場性(海外とのリンク)	弱い	弱い	強い
危機形態	取り付け騒ぎ(預金)、デフォルト(負債側)	デフォルト(負債側)	市場の機能不全、投資商品価値の暴落
金融包摂の役割	小	大	無

(出所) 筆者作成

第 3 節 分析枠組みと本研究の構成

3-1 分析枠組み

本論文では、中国のシャドーバンキング①型の比較対象として、米国を取り上げた。世界金融危機の震源地で、世界最先端のシャドーバンキング市場を擁する米国の事例と比較することが有益である。シャドーバンキングと同じ名前と呼ばれるが、金融システムの構

⁶⁷ 中国人民銀行(2011)。「第 2 四半期金融政策実施報告」中国人民銀行, 8 月 12, pp.1-25。

造、金融の浸透度、金融のイノベーションなどにおいて、中国と米国のシャドーバンキングは大きく異なる。従って、国際的な経験をそのまま中国の状況に当てはめることはできない。米国のシャドーバンキングの主な特徴は、証券化である。一方、中国の証券化市場は未発達であるため、米国のような様々なノンバンクの金融仲介者を参加する典型的なシャドーバンキングにはなっていない。

本論文では、独自の視点から中国のシャドーバンキングの定義と分類を明確した。そのうえで、中国のシャドーバンキングの変遷と実態を考察するとともに、その形成過程と機能、発展メカニズム、主な業務実態、金融システムにおける中国のシャドーバンキングの役割と潜在的なリスク、今後の規制改革の方向性を体系的に分析する。加えて、米国との比較を通じて中国のシャドーバンキングの特徴を明らかにするほか、中国のインフォーマル金融の役割、近年のフィンテック型のシャドーバンキングの発展も論じる。

本研究は、近年世界が注目する中国のシャドーバンキングを対象とするものであり、日本では、その実情があまり明らかになっていない分野である。先行研究としても、中国の金融に関する最新の状況をフォローしたものは殆どないため、極めて重要かつ緊急性の高い研究テーマであると考えられる。

3-2 分析方法

本論文の分析方法について、次の2つの方法を重点的に心掛けた。第1は、実証分析の方法である。金融学は、応用科学の1つとして、理論の展開が必要であれば、実証の支持も必要となる。金融学の問題の多くは、定量的な評価に関わる。中国のシャドーバンキングにおける金融システムと実体経済に対する重要性は、その規模の大きさとリスクの大小によって決まる。これらのデータの入手と実態把握が難しい中で、本研究では、可能な限り政府・当局、金融機関の公式のデータと民間調査会社のデータを用いて、中国のシャドーバンキングの実態とビジネスモデルの構造について定量的な分析を行うこととした。

第2は、現地でのヒアリングを通じた最新情報の入手である。本論文は、日本では殆ど知られていない事象を現地での丹念な取材に基づき取り纏めたものが多く、その新規性において学問的にも付加価値が認められる。特に、本論文は、筆者の語学力を駆使した現地要人への丹念なヒアリングによって最新の一次情報を収集し、理論的な考察を加えて論文として完成させた。

3-3 本研究の新規性と今後の研究課題

本論文のオリジナルティは次の7点が指摘できる。第1は、本論文の資料価値が高いことである。本論文は、中国のシャドーバンキングについて詳細に分析したほか、これまでの歴史的な経緯と発展状況を詳細に調べた。初めての日本語文献として資料価値が高いと思われる。また、本論文は、近年世界が注目する中国のシャドーバンキングを対象とするものであり、日本ではその実情があまり明らかになっていない分野である。先行研究としても、中国の金融に関しては、最新の状況をフォローしたものは殆どないため、極めて重要かつ緊急性の高い研究テーマであると考えられる。

第2は、本論文では、国際・米国のシャドーバンキングの核心的な特徴を抽出し、筆者が独自の視点から中国のシャドーバンキングの定義と分類づけを試みた。米国のシャドーバンキングの特徴に近いSB①以外に、中国のインフォーマル金融などを代表するSB②の役割、近年のフィンテック型のシャドーバンキング(SB③)の発展、の定義と分類は従来存在せず、本論文が初めてである。そのうえで、中国のシャドーバンキングの変遷と実態を考察するとともに、その形成過程と機能、発展メカニズム、主な業務実態、金融システムにおける中国のシャドーバンキングの役割と潜在的なリスク、今後の規制改革の方向性を体系的に分析した。

現時点(2018年において)、中国のシャドーバンキングに関する公式な定義はまだ存在していない。本論文は、中国のシャドーバンキングには4つの特徴があると考えている。すなわち、①レバレッジの機能を有していること、②従来の銀行の中核的な機能を備えていること、③従来の銀行のような厳しい規制を受けていないこと、④中央銀行という最後の貸し手からの支援や預金保険の保護を受けていないこと、である。無論、シャドーバンキングは、中国でまだ発展途上の段階にあり、その構成は今後も変化し得る。

第3に、米国のシャドーバンキングの内包、メカニズム、リスク、規制の4点を徹底的に網羅した。シャドーバンキングに関する研究は、近年始まったばかりの領域である。本論文では、シャドーバンキングの一面だけに焦点を当てることなく、シャドーバンキングの全体像を捉えたうえで、全面的な分析に努めた。シャドーバンキングの特徴、メカニズム、リスク、規制の現状と実行可能な規制改革の方向性を分析するとともに、異なる研究に関しても比較を行った。

第4に、中国のシャドーバンキングの発展の背景と要因を分析した。中国のシャドーバンキングが急速に台頭したのは、2010年頃からである。背景には、主に3つの要因があ

る。①マクロ環境変化は、シャドーバンキングの発展を促した最大の要因である。マクロ環境変化は、マクロ政策の変化をもたらし、マクロ政策の拡張と引締めはさらに資金不足のギャップを拡大させた。中国のシャドーバンキングは、この巨大な資金不足のギャップを埋めるために機能していた。②規制裁定を追求する動機から、中国のシャドーバンキングによる金融イノベーションを促した。銀行をはじめとする金融機関は、金融サービスのイノベーションを通じて、金融規制の回避を図った。その結果、銀行理財、信託、手形などのサービスが急拡大した。③金融の二重構造が中国のシャドーバンキングの発展を促進した。

第5に、中国のシャドーバンキングのリスクを評価し、規制についても提言した。本論文は、シャドーバンキングにある様々なリスクを評価した結果、中国のシャドーバンキングのリスクは総じて大きくないと結論づけた。加えて、中国のシャドーバンキングの誕生の必然性と、中国実体経済の発展に積極的な役割を果たしていることも指摘した。シャドーバンキングに対する規制の在り方は、それを制限するのではなく、その発展を規範化すべきと主張した。

第6は、本論文では、中国のシャドーバンキング①型の比較対象として、米国を取り上げたことである。世界金融危機の震源地、世界最先端のシャドーバンキング市場を擁する米国の事例と比較することが有益であると考え。シャドーバンキングと同じ名前と呼ばれるが、金融システムの構造、金融の浸透度、金融のイノベーションなどにおいて、中国と米国のシャドーバンキングは大きく異なる。従って、国際的な経験をそのまま中国の状況に当てはめることはできない。米国のシャドーバンキングの主な特徴は、証券化である。一方、中国の証券化市場が未発達であるため、米国のような様々なノンバンクの金融仲介者を参加する典型的なシャドーバンキングにはなっていない。また、中国のシャドーバンキング②型と③型は、それぞれ米国のインフォーマル金融と、米国のP2Pレンディング・クラウドファンディングを比較し、その違いを考察した。

第7は、本論文の分析方法について、筆者が次の2つの方法に留意したことである。1つ目は、実証分析の方法である。金融学は、応用科学の1つとして、理論の展開がとともに、実証の支持も必要となる。金融学の問題の多くは、定量的な評価に関わる。中国のシャドーバンキングにおける金融システムと実体経済に対する重要性は、その規模の大きさとリスク大小によって決まる。これらのデータ入手と実態把握が難しい中、本研究では、可能な限り政府・当局、金融機関の公式のデータと民間調査会社のデータを用いて、中国

のシャドーバンキングの実態とビジネスモデルの構造を定量的な分析を行うこととした。2 つ目は、ヒアリングを通じた最新情報の入手である。本論文は、日本では殆ど知られていない事象を現地での丹念な取材に基づき取り纏めたものが多く、その新規性において学問的にも付加価値が認められる。特に、本論文は、筆者の語学力を駆使した現地要人への丹念なヒアリングによって最新の一次情報を収集し、理論的な考察を加えて論文として完成させた。

しかし、本論文には、いくつかの研究課題が残っている。例えば、急速に発展するフィンテック型のシャドーバンキングの影響については、まだ研究が不十分である。特に、インターネットファイナンス分野、とりわけ中国のクラウドファンディングの定義、類型ごとの特徴などの分析や、諸外国（日本、米国、欧州、英国）との比較が含まれていない。このほかに、シャドーバンキングはグローバルな現象であり、本論文では規制に関する国際的な協調メカニズムに関する研究も欠落している。こうした点に関して、今後の研究でさらに強化していく所存である。

3-4 本研究の構成

本論文は全部で9章から構成されている。序章では、本論文の問題意識、研究の目的と意義を述べた。また、シャドーバンキングの国際的な議論や、中国のシャドーバンキングの先行研究を整理したうえで、中国のシャドーバンキングの定義と分類を明らかにし、本研究の位置づけを分析した。最後に、本論文の分析枠組みと分析方法、本研究の構成、今後の研究課題をまとめた。

第1章では、中国のシャドーバンキングの全体像を鳥瞰するとともに、データを基に序章で分類した中国のシャドーバンキング①～③型の現状とその規模を整理する。特に、中国のシャドーバンキングの市場規模と2013年を境目としたその構造変化について考察する。また、中国のシャドーバンキング①～③型の主要プレーヤーとビジネスモデルを分析する。

中国のシャドーバンキング②型と③型は、中国の経済・金融システムの中で、独自の発展を遂げているため、米国のシャドーバンキングと全く異なっている。一方、中国のシャドーバンキング①型は、米国のシャドーバンキングと共通の特徴があるため、第2章と第3章で、中国のシャドーバンキング①型を中心に、その発展メカニズム、形成過程、主要な業務実態を考察する。

第4章では、これまでの考察を踏まて、中国のシャドーバンキング①型の特徴を明らかにするとともに、米国のシャドーバンキングの特徴と比較し分析する。さらに、中国のシャドーバンキング①型は金融システムにおける役割を考察する。

第5章では、中国の銀行システム外のシャドーバンキング②型と③型の主な業務実態を分析する。具体的には、インフォーマル金融（民間貸借）とその他の銀行システム外のシャドーバンキングの業務実態を考察する。また、フィンテック型のシャドーバンキングの発展を分析する。中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス、とりわけP2Pレンディングに焦点を当て、その実態と問題点を探るとともに、規制当局の対応を整理し、今後の展望を論じる。さらに、米国の事例を取上げて、中国の銀行システム外のシャドーバンキング②型と③型と比較し分析する。

第6章では、これまで中国のシャドーバンキングの発展メカニズムを明らかにすることで、その潜在的なリスクを解明するとともに、第7章では、中国の規制当局の対応と今後の方向性を示した。

終章では、本研究の要約と結論をまとめたうえで、今後の展望を提示する。

第1章 中国のシャドーバンキングの概観

中国ではシャドーバンキングと呼ばれる銀行以外の金融仲介形態が近年急速に発達しており、実体経済の新規資金調達の上半分以上を占めると言われる。このように資金調達チャネルが多様化する一方で、中国の資金調達における銀行融資の割合は徐々に減少している。近年、中国でも正規な銀行システムなどの金融仲介機関を通じた資金の流れ（間接金融）が縮小し、理財商品など資産運用商品への資金シフトの動きがみられている。

本章では、中国のシャドーバンキングの現状を概観する。第1節では、中国のシャドーバンキングの全体像と規模を確認したうえで、第2節では、その主要プレーヤーとビジネスモデルを分析する。

第1節 中国のシャドーバンキングの現状

1-1 中国のシャドーバンキングの全体像

まず、序章で筆者が定義した中国のシャドーバンキングの3種類⁶⁸の現状を考察する。図表1-1は、主な中国のシャドーバンキングの全体像と分類を整理したものである。

第1に、中国のシャドーバンキング①型（以下、SB①）は、制度化された銀行システム内外を統合したシャドーバンキングである。SB①は、金融機関の免許を有しながらも、緩い規制・監督の下で、もしくは規制・監督を回避し裁定取引を行う金融仲介業を指す。図表1-1の通り、SB①は、商業銀行とノンバンクなど金融機関を中心に、金融イノベーションと規制回避で様々な金融商品と業務協業が生まれた。SB①は、中国のシャドーバンキングの全体に占める割合が大きいため、金融システム全体の不安定化を増幅させる可能性がある。

第2に、中国のシャドーバンキング②型（以下、SB②）は、銀行システム外のシャドーバンキング、いわゆるインフォーマル金融などである。金融機関の免許を持たずに規制・監督が不十分な金融仲介業である。

第3に、中国のシャドーバンキング③型（以下、SB③）は、銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキングである。金融機関の免許を持たず、規制・監督もされていな

⁶⁸ 本論文は、①規制監督の制度的な要因、②経済的・社会的な要因、二重構造の金融体制（金融双軌制）の要因、の3つの側面から、中国のシャドーバンキングについて3種類に分類した。

い金融仲介業である。銀行システム外のSB②とSB③は、中国のシャドーバンキングの全体における割合が小さいため、金融システムへの影響が大きい。

図表 1-1 筆者の中国のシャドーバンキングの全体像と分類

システム リスクの要因	機 関	主な業務・商品			
規制・監督緩い 規制・監督回避 裁定取引	商業銀行	銀行理財	インターバンク取引	資産証券化	SB ①
	証券会社	資産管理	証券担保ローン	資産証券化	
	信託会社	銀信合作	証信合作	政信合作※	
	基金運営会社	貨幣基金	資産管理	私募エクイティ基金	
	保険会社	保険理財	約款貸付		
規制・監督不十分 裁定取引 規律違反経営	ファイナンス リース会社	リース			SB ②
	担保会社	融資担保			
	質屋	不動産担保融資	証券担保ローン		
規制・監督欠如 違法経営	インターネット ファイナンス	インターネット 基金	P2P レンディング	クラウド ファンディング	SB ③
	民間貸借機関	高利貸し			
	第三者理財	資金プール			

(注) 政信合作とは、政府機関と信託会社の協業を指す。同様に、銀信合作は、銀行と信託会社、証信合作は、証券会社と信託会社の協業をそれぞれ意味する。

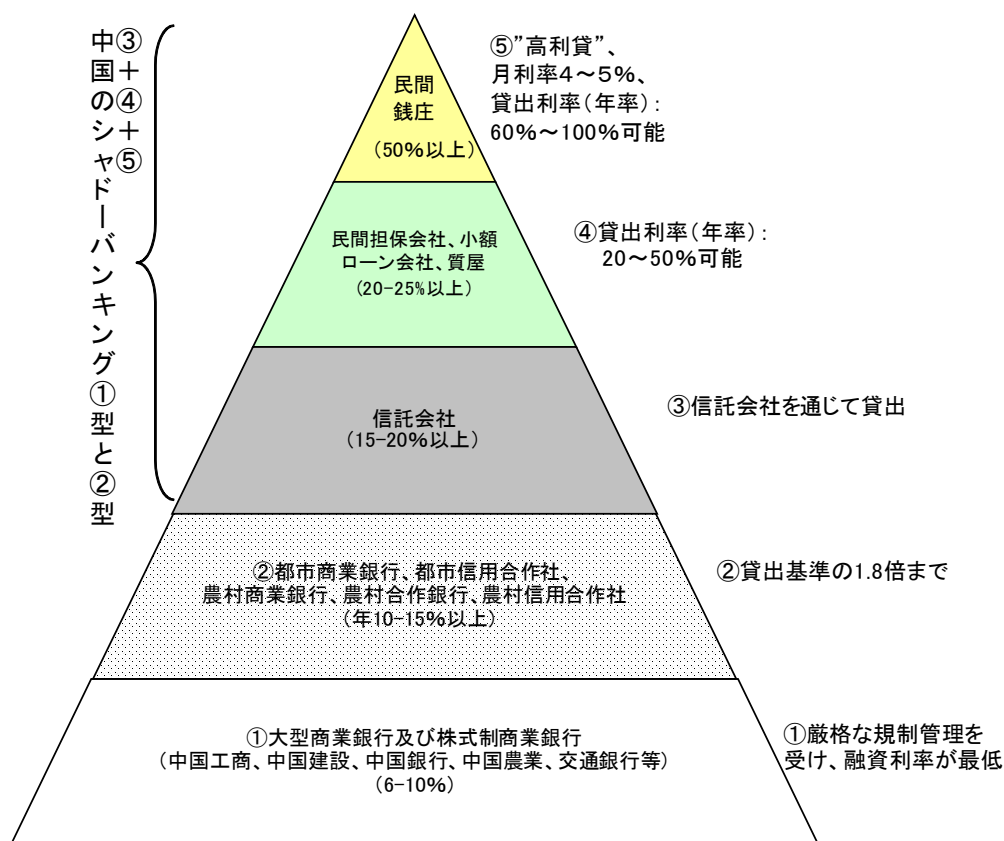
(出所) 筆者作成。

次に、銀監会のデータによれば、中国の貸出市場は大きく5つのカテゴリーに分別される(図表1-2)。第1は、厳格な規制・監督下の大型商業銀行(5大銀行⁶⁹)と株式制商業銀行の貸出(融資利率は年6~10%)である。第2は、都市商業銀行、都市信用合作社、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用合作社の貸出(融資利率は年10~15%以上、貸出基準の1.8倍まで融資可能)である。第3は、信託会社を通じた貸出(融資利率は年15~20%以上)である。第4は、民間担保会社、小額ローン会社や質屋の貸出(融資利率は年20~50%)である。第5は、民間銭庄、いわゆる「高利貸」の貸出である。江蘇省・浙江省(温州市)辺りの地域では、旺盛な起業家精神を持つ中小企業が多く、彼らに対する貸出は、月利で4~5%、年率で最高60~100%(融資利率が年100%超の場合もある)の

⁶⁹ 大型商業銀行(5大銀行:“big 5”)は中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、中国交通銀行の5行を指す。この5行は、中国の商業銀行資産の3分の2のシェアを占めている。

ものも存在する。これらのうち、第3から第5の3つのカテゴリーが中国のシャドーバンキング①型と②型であると考えられる。なお、フィンテック型のシャドーバンキング、すなわち中国のシャドーバンキング③型の短期の貸出平均金利は6～12%のレンジにあり、そのビジネスモデルの詳細については第5章で言及する。

図表 1-2 中国のシャドーバンキング①型と②型の貸出金利



(注 1) 括弧は貸出利率(年率)。

(注 2) 民間錢庄は”高利貸屋”のこと。中国江蘇省、浙江省など民間経済が盛んな地域で流行。

(注 3) 代表的な商品は理財商品(資産運用商品)である。特に、理財商品は、信託会社の不動産信託等の銀行における代理販売(銀信合作や委託貸付)をそのなかに含まれる。

(出所) 好買基金研究中心、各金融機関の貸出基準比率を基に筆者作成。

1-2 中国のシャドーバンキングの規模

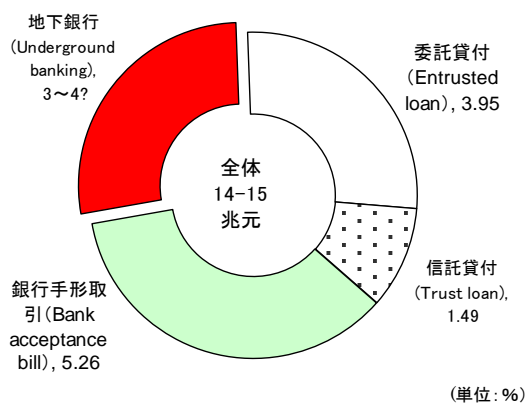
中国のシャドーバンキングの市場規模には諸説あり、政府が公式な統計データを公表しないために、その実態把握が難しい。2013年夏に、中国のシャドーバンキングを巡って短期金融市場の金利急上昇で金融市場の混乱が生じたにもかかわらず、2013年以降、中国の

シャドーバンキングの市場規模は拡大し続けた。その原因について第2章で詳しく検討するが、2013年前後における中国のシャドーバンキングの構造が大きく変わっている。異なる経済環境・金融政策と規制・監督体制の下で、中国のシャドーバンキングは、その状況に応じて異なる商品を提供してきた。以下では、中国のシャドーバンキングの市場規模と2013年を境目としたその構造変化を確認する。

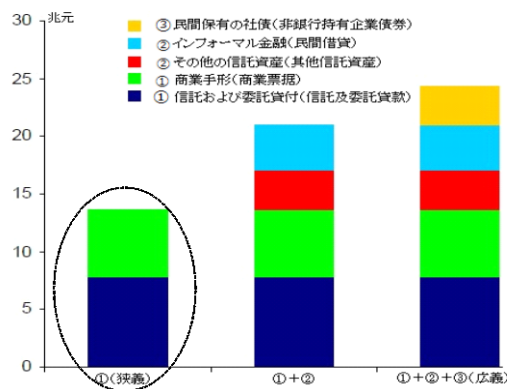
1-2-1 中国のシャドーバンキングの規模（2008年～2013年）

まず2013年以前の中国のシャドーバンキングの規模を確認する。ソシエテジェネラルによれば、2011年6月時点でシャドーバンキングによる金融仲介残高は約14兆～15兆元と推計される⁷⁰ (Société Générale, 2011) (図表1-3)。また、UBSによれば、その規模は狭義の定義（①信託・委託貸付、商業手形の合計）でみても、2012年7～9月期時点で13.7兆元と、2012年名目GDP（52.2兆元）の26%に達し、広義の定義（①信託・委託貸付、商業手形、②その他の信託資産とインフォーマル金融、③民間保有の社債の合計）でみれば、同金融仲介残高は24.4兆元、同名目GDPの46.5%と推計している⁷¹ (UBS securities, 2012) (図表1-4)。英誌エコノミストの推計によれば、2012年末時点で中国のシャドーバンキングの各項目(狭義の定義)の合計は17.5兆元である⁷² (The Economist, 2013) (図表1-5)。

図表1-3 中国のシャドーバンキングの規模
(2011年6月末、予測値)



図表1-4 中国のシャドーバンキングの規模
(2012年7～9月期時点、UBS推計値)



(注) 委託貸付は中国の銀行に特有の金融サービス。企 (出所) UBS証券(2012)。

⁷⁰ Société Générale (2011). "China's Shadow Banking Needs A Rescue," October 5.

⁷¹ UBS securities (2012). "China's shadow bank lending," October.

⁷² The Economist (2013). "China's Shadow banks: The Credit Kulaks," June 1st-7th, pp.66-67.

業間での直接貸借はできないが、銀行を介在すれば「委託貸付」が可能。利率は貸出先が決定する。銀行側は仲介手数料を受取り、リスクを負わない。

(出所) 中国人民銀行、SG Growth Asset Research より筆者作成。

また、中国証券系のシンクタンク上海証券研究所の調査によれば、2012年12月時点で広義の定義による同金融仲介残高は、27.88兆元、同名目GDPの53.68%と推計されている。このように、外資系と中国国内の推計値をみると、最も広く解しても25~30兆元、狭く解しても13~17兆元の間収まる規模である(図表1-6)。ドイツ銀行の分析⁷³では、2013年末に中国のシャドーバンキングの与信額は19.6兆元、対同名目GDPの23.9%と予測している(図表1-7)。中国のシャドーバンキングの与信の構成も多様であり、2013年末時点でリース(10.7%)、小口貸金(4.2%)、その他信託(3.0%)、集合ファンドトラスト(13.8%)、単一ファンドトラスト(38.6%)、私人間貸借(20.8%)、信用保証(8.4%)、質屋(0.5%)を含む(図表1-8)。

図表1-5 中国のシャドーバンキングの規模 (2012年末、兆元)

商品	規模
インフォーマル金融(informal loans)	3.5
マイクロ信託(Microcredit)	0.6
委託貸付(Entrust loans)	5.9
集合信託商品(Collective-trust products)	1.9
銀行WMPs(オフバランスシート)	1.8
銀行WMPs(信託会社組成)	2.1
銀行WMPs(証券会社組成)	1.7
合計	17.5

(注) WMPsは資産運用商品。Wealth Management Productsの略。

(出所) The Economist(2013)より筆者作成。

図表1-6 2013年以前の中国のシャドーバンキング規模の比較(推計値)

データ出所	データ発表の日付	兆元	兆ドル	% of 2012年 名目GDP	% of 銀行資産 (2012年末)
広発証券	2012/12/17	30	4.8	57%	31%
Citi Research	2013/1/11	28	4.5	54%	29%
Barclays	2012/12/1	25.6	4.1	49%	27%
華泰証券	2012/12/14	25	4	48%	26%
ANZ Bank	2012/12/1	15-17	2.4-2.7	29-33%	16-18%
Bank of America Merrill Lynch	2012/7/6	14.5	2.3	28%	15%
UBS	2012/10/16	13.7-24.4	2.2-3.9	26-46%	14-25%

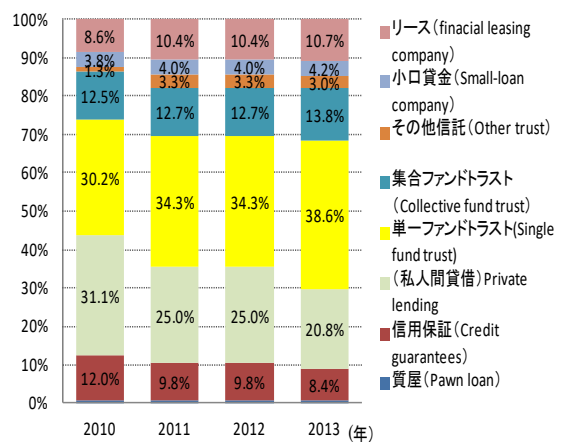
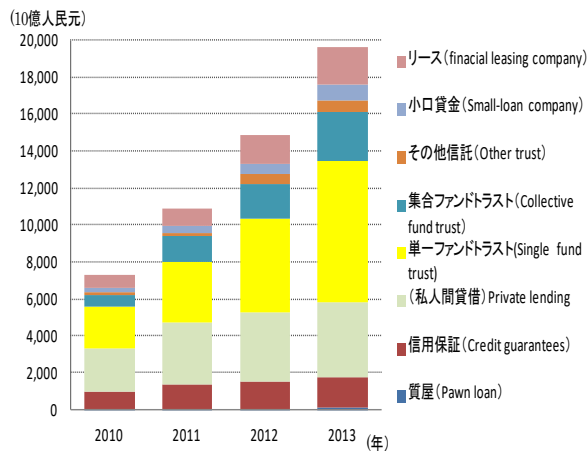
(注) 銀行資産は大型商業銀行(Big 5)、株式制商業銀行、都市商業銀行の総資産合計。

(出所) Federal Reserve Bank of San Francisco(2013)より筆者作成。

図表1-7 中国のシャドーバンキングの与信額 (2013年末)

図表1-8 中国のシャドーバンキングの与信の構成 (2013年末)

⁷³ Deutsche Bank (2014). "Chinese Banks : Banks' connectivity with the shadow banking system," *Deutsche Bank Market Research*, 7 April, pp. 29-37.
<http://www.fullertreacymoney.com/system/data/files/PDFs/2014/April/9th/ChineseBanks.pdf>



(出所) Deutsche Bank (2014)の p.29 より筆者訳出。

(出所) Deutsche Bank (2014)の p.29 より筆者訳出。

さらに、日本銀行の北京事務所のレポート⁷⁴では、中国のシャドーバンキングは、資金の貸し手と借り手の双方の側面から分類されている（図表 1-9）。まず、資金を運用する預金者・投資家からみると、銀行理財商品や信託商品が代表的な運用対象である。中国では預金金利の上限は一定水準に規制されているのに対し、これらの商品は金利規制の対象外であり、預金金利より高い予定利回りとなっている。銀行理財商品などにより調達された資金は、社債、銀行引受手形、信託貸出、委託貸出といった形で、借り手である企業や地方融資プラットフォーム（資金調達機能と開発デベロッパーを兼ねた地方政府傘下の投資会社）⁷⁵に流れている。こうした資金の流れについて、当局の規制は銀行貸出と比べ緩やかなものとなっている（日本銀行, 2014）。

資金の出し手側の主な資金運用商品として、①銀行理財商品（2013 年末 10.0 兆元）、信託商品（同 10.9 兆元）などがある。資金の借り手側の主な資金調達手段として、①銀行引受手形（同 9.0 兆元）、②信託貸付（同 4.9 兆元）、③委託貸付（同 8.3 兆元）④リース（同 2.1 兆元）、⑤小額貸出（同 0.8 兆元）、⑥その他の民間金融（同 4.0 兆元）などが含まれている（図表 1-10）。日本銀行の試算によれば、2013 年末の中国のシャドーバンキングの規模は 35 兆元と、対名目 GDP（2013 年末）の約 6 割程度と推計された。

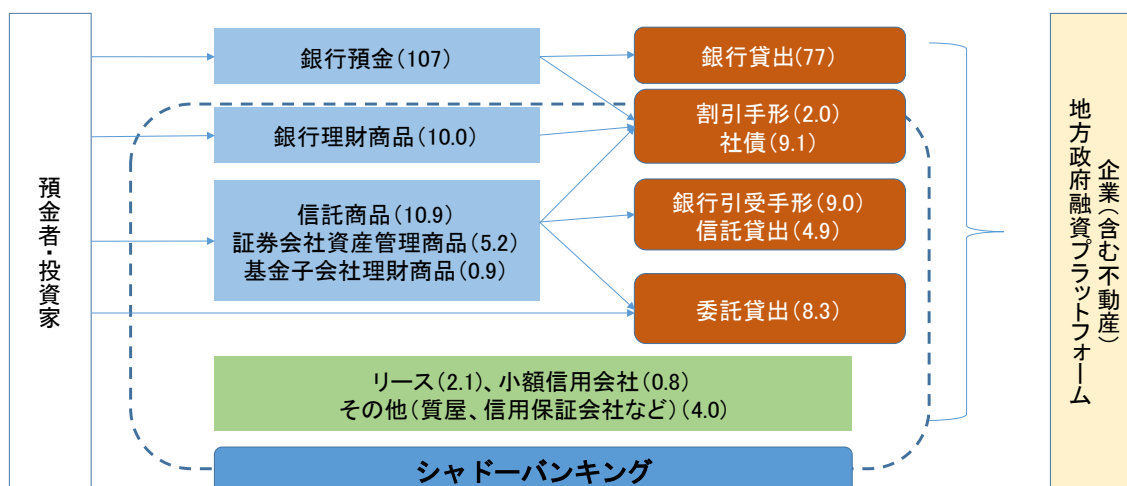
このように、2008 年の世界金融危機以降から 2013 年までは、中国のシャドーバンキン

⁷⁴ 日本銀行北京事務所(2014). 「中国のシャドーバンキング」 No.38, pp.32-35, https://www.boj.or.jp/announcements/koho_nichigin/backnumber/data/nichigin38-8.pdf

⁷⁵ 中国では、地方政府が債務を負うことが禁止されている。このため地方政府は公共政策に近い業務を行うために公営企業を設立し、当該企業を通じて資金調達を行うことが一般的である。このような企業を「地方融資プラットフォーム」と呼ぶ（日本銀行, 2014）。

グの発展初期であり、商業銀行とノンバンクの協業による様々な資産運用商品が登場した。特に、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形を中心としたシャドーバンキングが拡大し、各機関の推計をまとめると、全体規模はおよそ 30～35 兆元に達している。

図表 1-9 中国のシャドーバンキングの全体像 (2013 年末値、兆元)



(出所) 日本銀行北京事務所(2014)「中国のシャドーバンキング」, p.32
https://www.boj.or.jp/announcements/koho_nichigin/backnumber/data/nichigin38-8.pdf

図表 1-10 中国のシャドーバンキングにおける金融商品・金融取引

<資金の出し手側：主な資金運用商品>

銀行理財商品	銀行が販売する金融商品。仕組みとしては、銀行が販売する固定収益型の投資信託に近い。最低購入金額は5万元程度。
信託商品	信託会社が販売する金融商品。全体のうち20%程度は、銀行理財商品の資金を受け入れる(銀信合作)と呼ばれるタイプ。銀行理財商品に比べ、予定利回りが高く、最低購入金額も100万元と大きい。

<資金の借り手側：主な資金調達手段>

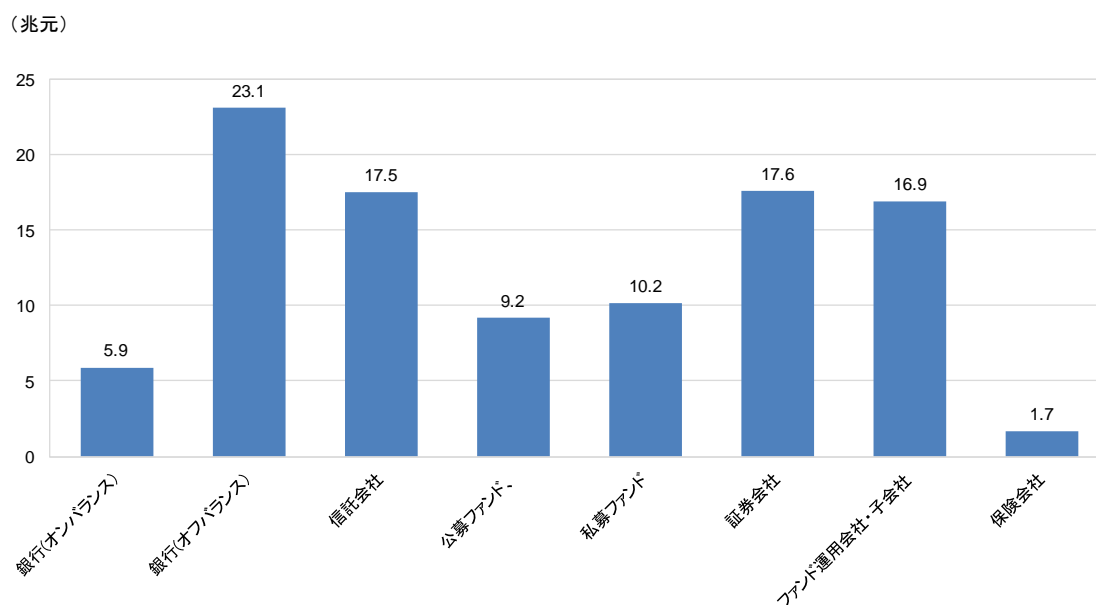
銀行引受手形	企業が発行する手形のうち、銀行が保証をつけたもの。
信託貸付	投資家から委託を受けた信託会社が行う資金運用のうち、貸出形態をとるもの。
委託貸付	企業間の資金貸借。その際、銀行が仲介、資金管理を行う。
リース	企業がリース会社にリース料(賃借料)を支払って生産設備等の供与を受ける取引。
小額貸出	ノンバンクである小額信用会社が行う貸出取引。
その他民間金融	友人・知人間での資金貸借や、法律で認められていない非正規金融(インフォーマル金融)として行われる資金貸借。

(出所) 日本銀行北京事務所(2014)。「中国のシャドーバンキング」, p.32.
https://www.boj.or.jp/announcements/koho_nichigin/backnumber/data/nichigin38-8.pdf

1-2-2 2013年以降の中国のシャドーバンキングの規模拡大とその構造変化

2013年以降、中国のシャドーバンキングの規模はさらに拡大し続けている。2017年8月に、中国人民銀行の金融安定レポート⁷⁶では、初めて資産管理業務のデータを公表した。資産管理業務の一部が中国のシャドーバンキングが形成しているため、その規模が注目された。2012年下期以降、証券、ファンド、先物、保険などノンバンクの資産管理業務が拡大したことで、同市場の規模も増加し続けた。2016年末の中国の資産管理業務残高について、銀行のオンバランス・オフバランスの理財商品がそれぞれ5.9兆元、23.1兆元、信託会社が17.5兆元、公募ファンド、私募ファンド、証券会社、ファンド運用会社・子会社、保険会社がそれぞれ9.2兆元、10.2兆元、17.6兆元、16.9兆元、1.7兆元に達している(図表1-11)。中国人民銀行の試算によれば、業態間の重複分を除くと、中国の資産管理業務(シャドーバンキング)の全体で約60兆元超に上り、対名目GDP(2016年末)の80.6%を占める(図表1-12)。

図表1-11 中国の資産管理業務の残高(商品分類別、2016年末)



(注) 資産管理業務の一部がシャドーバンキングを形成。「中国金融穩定報告2017年」によれば、業態間の重複分を除くと、2016年末の資産管理業務の残高は全体で約60兆元超。

(出所) 中国人民銀行金融穩定分析小組(2017)より筆者作成。

⁷⁶ 中国人民銀行金融穩定分析小組(2017)。「中国金融穩定報告2017年」, p.117, 8月。

図表 1-12 2013 年以降の中国のシャドーバンキング規模の比較（推計値）

データ出所	データ発表の日付	兆元	兆ドル	% of 名目 GDP
中国人民銀行	2017/8/1	60	9.3	80.6% (2016年GDP)
FSB	2017/5/10	49.28	7.7	68.3% (2015年GDP)
JP Morgan	2014/1/14	46	7.5	80.9% (2013年GDP)
Bangkok Bank	2013/3/14	36.4	6	70% (2012年GDP)
JP Morgan	2013/5/13	36.0	5.8	69% (2012年GDP)
USB	2014/3/14	28.4-39.8	4.7-6.6	50%-70% (2013年GDP)
中金公司(CICC)	2013/4/13	27.0	4.4	69% (2012年GDP)
IMF	2014/10/14	19.9	3.3	35% (2014年GDP)
中国社会科学院(CASS)	2013/10/13	16.9	3.0	36% (2012年GDP)
Standard Chartered	2014/3/14	4.6-12.5	0.7-2.1	8-22% (2013年GDP)

(注) 中国人民銀行の推計については、「中国金融穩定報告 2017」の資産管理業務の公表データを基に筆者試算（1ドル=6.4元、2016年名目GDP74.4兆元）。

(出所) 中国人民銀行金融穩定分析小組（2017），p.11，FSB(2017c)，Elliott, Douglas, Arthur Kroeber, Yu Qiao (2015)より筆者作成。

また、2017年5月にFSB⁷⁷の推計データによれば、2015年の中国のシャドーバンキングの規模は約7.7兆ドル（約49.28兆元）と、対名目GDP（2015年末）の68.3%に達した。2014年1月に公表したJPMorganの推計⁷⁸では、中国のシャドーバンキングの規模は7.5兆ドル（46兆元）と、対名目GDP（2013年末）の80.9%を占めた（前掲図表1-12）。

このように、当局・国際機関や国内外の金融機関の推計をみると、2016年の中国のシャドーバンキングの規模は約50～60兆元と、2013年の30～35兆元より約2倍近く増加していることがわかる。前述の中国人民銀行の試算によれば、2016年末の資産管理業務は約60兆元超と、その一部に中国のシャドーバンキングが含まれている。中国人民銀行の試算に近い民間格付け会社ムーディーズが、シャドーバンキングの資金源という視点から、中

⁷⁷ FSB (2017c). “Global Shadow Banking Monitoring Report 2016 - Monitoring Dataset,” 10 May. www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016-monitoring-dataset/

⁷⁸ Elliott, Douglas, Arthur Kroeber, Yu Qiao (2015). “Shadow banking in China: A primer,” *The Brookings Institution*, March.

国のシャドーバンキングを分類し、その規模を試算した⁷⁹。ムーディーズによれば、中国のシャドーバンキングは、コアのシャドーバンキングには、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形がまた、広義のシャドーバンキングには、コアのシャドーバンキングに加え、銀行の理財商品、銀行のオフバランス業務、証券会社とファンド会社、ファイナンス会社、民間貸借などが含まれる（図表 1-13）。

2016 年末の広義の中国のシャドーバンキングの残高は 64.5 兆元と、名目 GDP（2016 年末 74.4 兆元）の 86.6%に達する。2016 年末のコアのシャドーバンキングの残高は 23.3 兆元と、広義のシャドーバンキング全体の 36.2%を占める。2017 年上半期の広義のシャドーバンキングの残高は 64.7 兆元に上る。

図表 1-13 中国のシャドーバンキングの分類と規模

		信用仲介業務	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年 (1-6月)
広義のシャドーバンキング	コアのシャドーバンキング	委託貸付	4.4	5.2	7.2	9.3	10.9	13.2	13.8
		信託貸付	1.7	3	4.9	5.3	5.4	6.2	7.4
		銀行引受手形	5.1	6.1	6.9	6.8	5.9	3.9	4.5
	広義のコア以外のシャドーバンキング	銀行の理財関連の資産運用業務	2.9	4	6.7	11	21.4	30.3	27.5
		銀行のオフバランス業務	—	2.8	3.5	6	12.4	17	15.3
		証券会社とファンド会社	—	1.2	3.2	4.9	9	13.3	12.2
		ファイナンス会社	0.9	1	2.2	2.4	2.6	2.9	3.1
		民間貸借(注1)	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
		その他(注2)	0.8	1.3	1.8	2.8	3.8	4.6	5.1
		合計	19.2	23.9	33.1	40.8	53.3	64.5	64.7
コアのシャドーバンキング対広義のシャドーバンキングの割合(%)	58.4	59.7	57.4	52.3	41.4	36.2	39.7		

(注 1) 民間貸借は 2011 年から変化なしと仮定（6,615 家借り手である企業に対する調査、2011 年 5 月の中国人民銀行の調査データによる）。

(注 2) その他は、金融リース、小額貸出、質屋貸出、P2P レンディング、資産担保証券（ABS）、消費者金融会社を含む。

(出所) Moody's Investors Service「中国影子銀行季度観測報告」（2016 年 4 月と 2017 年 11 月 15 日）。

ムーディーズの報告書では、2014 年以降の中国のシャドーバンキングの拡大は、銀行の理財関連の資産運用業務（オフバランス取引と証券会社・ファンド会社の協業）によるも

⁷⁹ Moody's Investors Service「中国影子銀行季度観測報告」（2016 年 4 月と 2017 年 11 月 15 日）。

のである。2016 年末に、銀行の理財関連の資産運用業務は 30.3 兆元と、対広義のシャドーバンキングの約 47%を占める。2017 年上半期に、銀行の理財関連の資産運用業務は既に 27.5 兆元（広義全体の 42.5%）に達しており、2017 年通年では依然として中国のシャドーバンキングの中で大きな割合を占めている。特に、2013 年から 2016 年の 3 年間において、銀行のオフバランス取引の拡大ペースが加速している。2016 年末の銀行のオフバランス取引は 17 兆元と、2013 年の同 3.5 兆元より 4.9 倍まで拡大した。また、2016 年末の証券会社・ファンド会社の協業業務は 13.3 兆元と、2013 の同 3.2 兆元より 4.2 倍まで拡大した。こうした結果、2016 年末に銀行の理財関連の資産運用業務は、同 2013 年に対して 352.2%増加した。このように、銀行は、自己資本規制や貸出総量規制、預貸比率規制などの厳しい規制監督の中で、オフバランス業務の拡大を図り、中国のシャドーバンキングに巨大な資金を提供した。

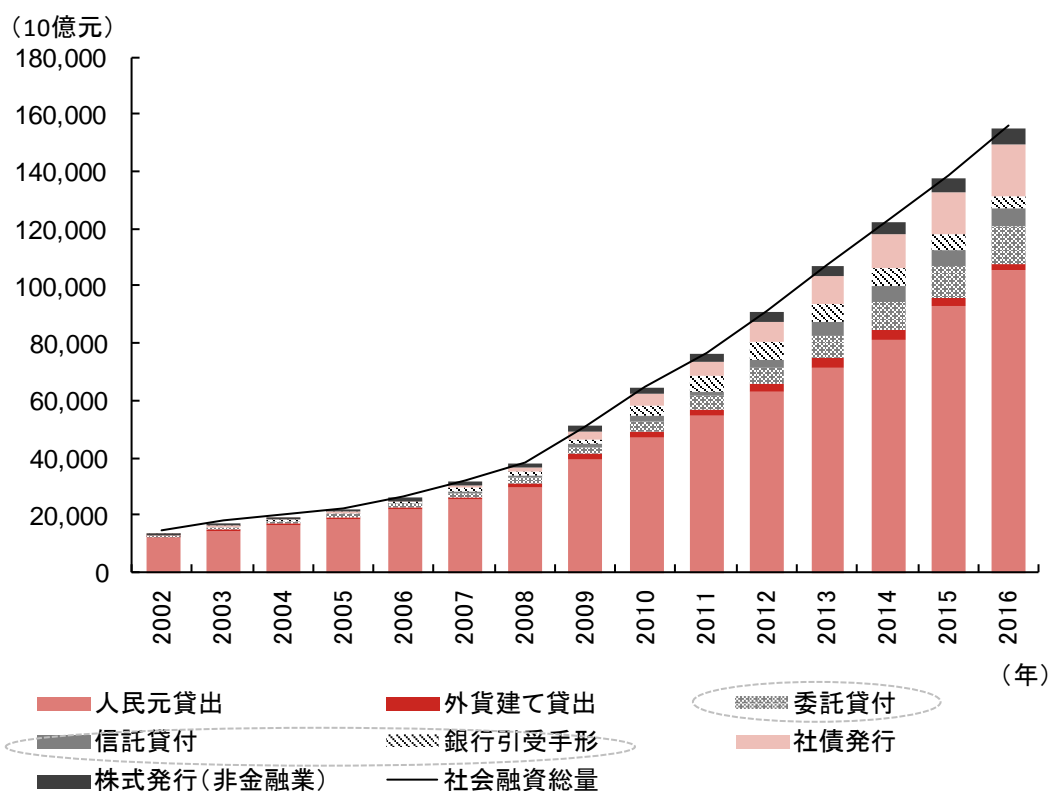
しかし、足元では中国のシャドーバンキングの変調がみられた。ムーディーズの試算によれば、2017 年上半期のシャドーバンキングは 64.7 兆元と、2016 年末の同 64.5 兆元に対して 0.3%しか上昇していない。これは、第 7 章で規制当局の対応について詳しく分析するが、過去における一連の規制強化の通達が中国のシャドーバンキングの拡大（本論文の SB①）を抑制し始めたとも言えよう。規制強化の下で、銀行の理財関連の資産運用業務（理財商品とオフバランス業務）が縮小する一方、コアのシャドーバンキング（委託貸付、信託貸付、銀行引受手形）は、引き続き増加基調を維持している。

1-2-3 中国のシャドーバンキングの構造変化

実体経済に供給される社会全体の流動性の量を示す社会融資総量をみても、2010 年以降その増加傾向が顕著である（図表 1-14）。これは、国内の銀行貸出と債券融資の増加を反映しているだけでなく、シャドーバンキングを経由した銀行以外のチャネルの貸出も急増していることがしばしば指摘されている⁸⁰。つまり、社会融資総量だけでは、中国のシャドーバンキングの全体像が正確に反映されていない。

図表 1-14 中国の社会融資規模の内訳（残高ベース）

⁸⁰ Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」（2016 年 4 月と 2017 年 11 月 15 日）。



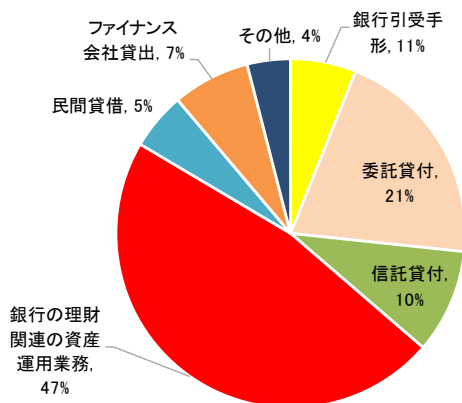
(注) 委託貸付、信託貸付、銀行引受手形はコアのシャドーバンキングを指す。
 (出所) CEIC データベースより筆者作成。

このように、中国のシャドーバンキングを構成する多くの要素が、実体経済に供給される社会全体の流動性の量を示す社会融資規模⁸¹の指標に反映されていないことがわかる。委託貸付、信託貸付、銀行引受手形といったコアのシャドーバンキング以外の要素、すなわち「コアでない要素」が急増し、中国のシャドーバンキング全体に占める比率は 2012 年末の 41%から 2016 年末の 64%へと上昇した。その中でも、銀行の理財関連の資産運用業務が全体に占める割合は、2012 年末の 17%から 2016 年末の 47%まで拡大した (図表 1-15、図表 1-16)。一方、規制強化を受けて、銀行引受手形の全体に占める割合が 2012 年末の 26%から 2016 年末の 11%まで低下した。

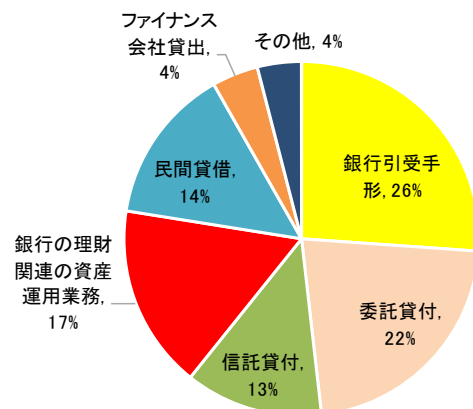
図表 1-15 中国のシャドーバンキングの構成 (2015 年末)

図表 1-16 中国のシャドーバンキングの構成 (2012 年末)

⁸¹ 社会融資規模 (中国語で社会融資総量、英語で Total Social Financing : TSF) は、人民币貸出、外貨建て貸出、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債発行、株式発行 (非金融業) などが含まれる。



- (注 1) 委託貸付、信託貸付、銀行引受手形はコアのシャドーバンキングを指す。
- (注 2) その他は、金融リース、小額貸出、質屋貸出、P2P レンディング、資産担保証券 (ABS) および消費者金融会社を含む。
- (出所) Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」(2016年4月)より筆者作成。



- (注 1) 委託貸付、信託貸付、銀行引受手形はコアのシャドーバンキングを指す。
- (注 2) その他は、金融リース、小額貸出、質屋貸出、P2P レンディング、資産担保証券 (ABS) および消費者金融会社を含む。
- (出所) Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」(2016年4月)より筆者作成。

その他に、2013年以降の中国のシャドーバンキングの規模が倍増したことについて、方正証券のレポート⁸²では、ノンバンク資産管理業の急増がその背景にあると指摘した(方正証券, 2017)。

方正証券は、先行研究で取り上げた中国人民銀行の『金融安定レポート(2014)』の広義のシャドーバンキングの定義⁸³を基に、ノンバンクの資産管理業務とその他機関の融資類業務まで広げ、中国のシャドーバンキングの規模に対して推計を行った。方正証券の分析によれば、中国のシャドーバンキングは、銀行主導で拡大したことがわかる。

具体的な推計対象として、①銀行の非伝統的な貸出業務とノンバンク(証券、ファンド、信託、保険)の資産管理業務、②その他の融資関連業務、すなわち融資担保会社、ファイナンス会社、金融リース会社の融資業務、③小額ローン会社、インターネット上のP2Pレンディング、などが含まれる。方正証券は、上述の①②③の関連業務の資産を統計し、シ

⁸² 方正証券(2017)。「中国影子銀行報告：銀行的影子和監管博弈—金融去杠杆之十四」, 7月12日, p.21.

⁸³ 中国人民銀行の分類によれば、①狭義のシャドーバンキングは、規制を受けるか否かを判断の基準とする。主に金融事業ライセンスの持たない小額ローン、融資担保、P2Pレンディング、申請登録されていないPEファンド、第三者理財、民間貸借などが含まれる。②一般的なシャドーバンキングは、銀行システム以外の信用仲介と活動を評価の対象とした。つまり狭義のシャドーバンキングのほかに、金融事業ライセンスを有する信託、理財、MMF、資産管理、資産証券化、エクイティファイナンス、債券融資などが含まれる。③広義のシャドーバンキングは、非伝統的な貸出を評価の基準として、②のほか、オフバランスの銀行の非伝統的な貸出業務(銀行引受手形、信用状、未払代理決済、貸付承諾など)、オンバランスの銀行の非伝統的な貸出業務(標準化と非標準化投資、インターバンクビジネス、無利息資産、人民銀行預金など)が含まれる。

ャドーバンキングの全体規模を試算した（図表 1-17）。

図表 1-17 中国のシャドーバンキング規模（2010～2016 年）

（単位：兆元）

年/業務形態		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
銀行の非伝統的貸出業務	委託貸付	3.64	4.41	5.17	7.22	9.33	10.93	13.2
	銀行引受手形	4.13	5.15	6.21	7	6.87	5.85	3.9
ノンバンク資産管理業務	資金信託残高	2.67	3.82	5.83	9.25	12.02	14.33	15.91
	証券会社資産管理業務規模		0.28	1.89	5.2	7.96	11.88	17.82
	ファンド会社資産管理業務規模		2.19	3.62	4.22	5.88	12.6	16.89
	ファンド子会社資産管理業務規模				0.97	3.74	8.57	10.5
	保険資産管理業務規模	2.97	3.52	4.05	4.97	6.06	7.72	10.06
その他融資関連の業務	ファイナンス会社の貸出	0.7	0.81	0.93	1.08	1.27	1.47	1.86
	P2Pレンディング残高	0.35	0.39	0.66	0.86	1.3	1.73	2.04
	小額ローン会社の貸出残高					0.06	0.23	0.62
	金融リース契約残高		0.31	0.51	0.73	0.89	0.95	0.93
	融資性担保残高	0.99	1.65	1.9	2.22	2.34	2.2	2.2
広義のシャドーバンキングの規模		15.45	22.54	30.77	43.72	57.72	78.47	95.94
銀行業の資産規模		90.04	104.93	124.22	143.99	164.6	187.32	216.19
シャドーバンキングの総資産/銀行業の総資産(%)		17	21	25	30	35	42	44

（出所）方正証券「中国影子銀行報告：銀行的影子和監管博弈—金融去杠杆之十四」（2017年7月12日）、p.21。

図表 1-17 で示した通り、銀行の非伝統的貸出業務は、社会融資規模に含まれる委託貸出、銀行引受手形がある。ノンバンクの資産管理業務は、証券会社、ファンド会社とその子会社、保険会社などによる資産管理業務の資産残高と信託会社の資金信託業務残高が含まれる。そのほか融資関連業務は、融資性担保残高、ファイナンス会社貸出、金融リース契約残高、小額ローン会社貸出残高、P2P レンディング残高が含まれる。

方正証券の試算結果によれば、2010 年末の中国のシャドーバンキングの規模は約 8 兆元であり、主に銀行の非伝統的貸出業務（委託貸付、銀行引受手形）で構成された。2010 年から 2016 年まで、銀行の非伝統的貸出業務の資産規模は年平均 11.9%、ノンバンクの資産管理業務の資産規模は年平均 43.6%、その他融資関連の業務の資産規模は年平均 20.8%増加した。中国のシャドーバンキングの規模が急増し、とりわけノンバンク資産管理業務の急拡大は、全体規模の増加に大きく寄与した。

2016 年末に、広義の中国のシャドーバンキングの規模は 95.94 兆元と、2016 年の名目

GDP (74.4 兆元) の 1.29 倍に相当する。ただし、この試算では、資産管理業務の各業態において、持ち合いによる重複の部分を除いていないため、広義の中国のシャドーバンキングの規模が実際より大きいと考える。方正証券試算の中国のシャドーバンキングの内訳をみると、ノンバンクの資産管理業務、銀行の非伝統的貸出業務、その他融資関連の業務はそれぞれ全体の 74.2%、17.8%、約 8%を占めている。

なお、ここで留意すべき事が、ノンバンクの資産管理業務の資産は、シャドーバンキングの資産側に占める割合が一番大きい。その対応する負債側の資金の供給源は、銀行の理財商品かインターバンク取引である。銀行は、これらの資金を「売掛金」、「売却可能の金融資産」、「レポ取引金融資産」⁸⁴、「インターバンク資産」などの項目の下に計上し、規制回避を行っている。一方、中国のシャドーバンキングの中で、割合が少ない民間金融は銀行との関連性が低く、通常資金に余裕のある者が、小額ローン会社か P2P レンディングプラットフォームを通じて直接資金ニーズのある者へ貸出している。

次の第 2 節では、中国のシャドーバンキングの主要プレーヤーとビジネスモデルを確認しておく。

第 2 節 主要プレーヤーとビジネスモデル

序章と第 1 節では、中国のシャドーバンキングを 3 つに分類した。具体的には、(1) 制度化された銀行システム内外を統合したシャドーバンキング (中国のシャドーバンキング①型)、(2) 銀行システム外のシャドーバンキング、インフォーマル金融 (中国のシャドーバンキング②型)、(3) 銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキング (中国のシャドーバンキング③型)、の 3 種類である。本節では、それぞれの主要プレーヤーとビジネスモデルを考察する。

2-1 中国のシャドーバンキン①型の主要プレーヤーとビジネスモデル

中国のシャドーバンキン①型 (以下、SB①) の主要プレーヤーとしては、信託会社、金融資産管理会社、ファイナンス会社 (財務公司)、金融リース会社、マネーブローカー、消費者金融会社、証券会社のほか、ファンド管理会社・子会社など、金融監督下のノンバンクが含まれる。その中では、MMF に相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業

⁸⁴ 「買戻し条件付き売却取引」のことを意味する (レポ取引は日本における現先取引に該当)。

務と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

SB①の商品とサービスには、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、信託プラン、信託受益権や手形などのレポ取引、インターバンク取引（同業貸付）、委託投資、信託資産譲渡、資産管理計画、同業理財、銀行オフバランス理財などがある。

SB①を運営するにあたり、銀行が重要な役割を果たしている。銀行が理財商品の発行か同業負債（同業預金含む）により資金を募集し、信託会社、証券会社、ファンドなどのノンバンクを通じて信託受益権の譲渡、証券会社の指定資産管理計画やファンドの指定特別資産管理業務などに投資する。あるいは、その他の銀行をチャネルとして利用し、貸付資産に対する買い上げ、手形レポ取引、インターバンク取引などを行って、資金が最終的に信託貸付、委託貸付、銀行引受手形などの形で企業に提供するほか、その他の事業に投資される。

世界金融危機の2008年以降、SB①は、商業銀行の主導で規制回避と信用拡大を目的に発展してきた。言い換えれば、その拡大は、金融イノベーションと金融規制との駆け引きによって持たされたものである。2008年から2013年までのシャドールバンキングの発展初期では、商業銀行とノンバンクの協業による理財商品が中心となった。2013年までは、商業銀行は信託銀行との協業（銀信合作）、証券会社との協業（銀証合作）、保険会社との協業（銀保合作）、ファンドとの協業（銀基合作）、レポ取引⁸⁵などを通じて非標準化債権資産⁸⁶へと投資した。商業銀行とノンバンクの協業で複数のチャネルが形成され、米国のシャドールバンキングに類似するような複雑でレバレッジをかけた商品も登場した。

2013年を分岐点として、SB①は、迂回融資のチャネルからインターバンク取引（中国語で同業業務）の投資チャネルへと変化した。2013年以降は、インターバンク取引における金融イノベーションの加速に伴い、銀行が理財商品で募集した資金を同業者やノンバンク（ファンド、証券、保険、信託など）に委託して債権や株式などの標準化債権資産（債券、株式など）へ投資する新しいモデルが出現した⁸⁷。近年のインターバンク取引の急拡

⁸⁵ 債券などを一定の価格で売り戻しあるいは買い戻しする条件を付けた売買取引のこと。レポは repurchase (repurchase agreement) の通称といわれている。

⁸⁶ 銀監会が2013年3月に公表した「商業銀行理財業務投資運営の規範化に関する関連問題の通知」の中で、非標準化債権資産をインターバンク市場と証券取引市場で取引されていない債権資産であると定義し、これには、貸付資産、信託貸付、委託債権、銀行引受手形、信用状、売上債権、各種受益権、買戻し条件付き株式融資などが含まれるとした。

⁸⁷ 詳細について第3章の中国のシャドールバンキング①型の主な業務実態で述べる。

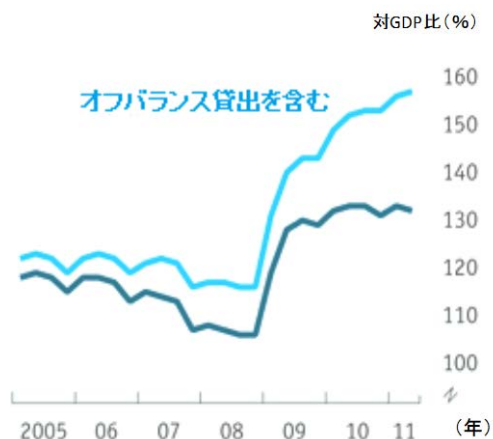
大は、中国の金融生態と金融システム構造の変化を意味するとの指摘がある⁸⁸。学界と当局は、近年の中国のインターバンク取引の動向とその規制監督の対応を注視している。

2-1-1 2013年以前の中国のシャドーバンキング①型のビジネスモデル

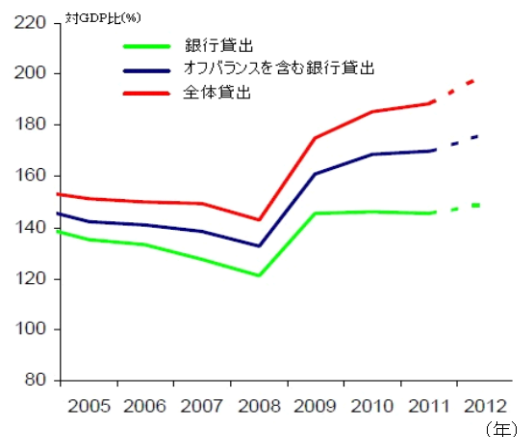
中国のシャドーバンキングの業務範囲は幅が広い。2013年までは、銀行のオフバランス業務、すなわち銀信合作と委託貸付・信託貸付などの形態による理財業務の拡大が注目された。

まず、数字で銀行のオフバランス業務の増加状況を確認する。世界金融危機後、2009年以降のオフバランスを含む銀行貸出のGDP比率が急上昇している。銀行のオフバランス取引は、2008年のリーマンショック前には10%程度であったものが、2011年には20~30%、2012年には40%まで拡大したことがわかる(図表1-18、図表1-19)。クレディ・スイスの調査によれば、2012年11月時点で銀行貸出残高の56.3兆元以外に、オフバランス貸出が12.7兆元あり、全体では69兆元になると予測している(Credit Suisse, 2012)。

図表1-18 銀行のオフバランス取引の推移(1)



図表1-19 銀行のオフバランス取引の推移(2)



(出所) The Economist (2011c)., Credit Suisse (2012). (出所) UBS 証券。

次に、2013年以前の中国のシャドーバンキングの主要ビジネスモデル、以下では、銀行のオフバランス取引の代表例として、銀信合作、委託貸付、信託貸付の3つの仕組みを説明する。

⁸⁸ 2014年の中国金融四十人論壇(ChinaFinance40)で、中国銀行業監督管理委員会政策研究局副局長の張曉朴氏の講演発言による。

(1) 銀信合作のビジネスモデル

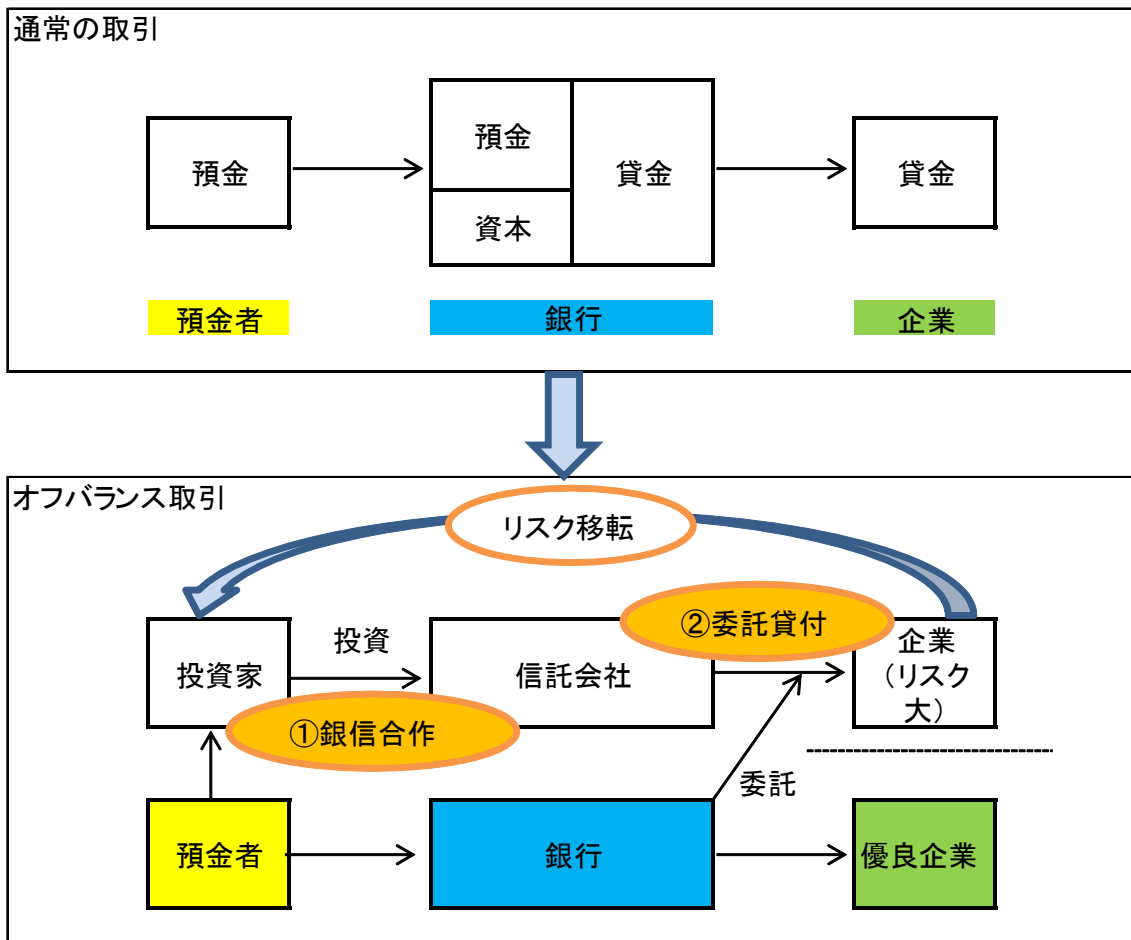
銀信合作 (Cooperation Between Trust Companies and Banks) では、個人は銀行に預金するのではなく、銀行が個人を信託会社に紹介し、個人投資家として信託会社に投資する構図となっている。ここでは、銀行のバランスシートを経由しない資金仲介が行われる。一方、委託貸付では、信用リスクが大きい企業向けの貸出が必要な場合に、信託会社が銀行に委託される形で貸付を行う (図表 1-20)。

銀信合作の具体例は、資産運用商品⁸⁹ (理財商品、以下 WMPs) である (図表 1-21)。信託会社は個人投資家に WMPs として販売し、資金をファンドプールする。その資金は、不動産ローンといった典型的貸付の形以外に、債券、信託商品や PE ファンドなど様々な担保付資産運用商品に投資される。このように、中国のシャドーバンキングの資金源は預金ではなく、様々な投資・資産運用ツール (理財商品) で集められた資金、企業の余剰資金、用途を変えた貸出資金であり、厳格な規制・監督を受けない。銀行組成の WMPs の殆どは短期の商品である。6割近くの満期到来期間が1~3ヵ月以内のもので、投資先には不動産開発もあれば、地方政府の融資プラットフォームも含まれる。全てのリスクが大きいわけではないが、借入から貸出まで金融仲介ルートが長いことはリスクの1つである。その他に、満期到来期間が3~6ヵ月の商品は25%を占める。また、固定金利もあるが、6割超の資産運用商品は元本保証なし・実績利回りである (図表 1-22、図表 1-23)。2009年から2011年にかけてインフレの高騰、金利規制、預貸比率管理が厳しくなる中で、銀行は WMPs の形でオフバランス取引を急増させている。中国銀行監督管理委員会 (CBRC) によると、2016年末時点で銀行の WMPs の規模は29兆元強である⁹⁰。

図表 1-20 銀行のオフバランス取引の仕組み

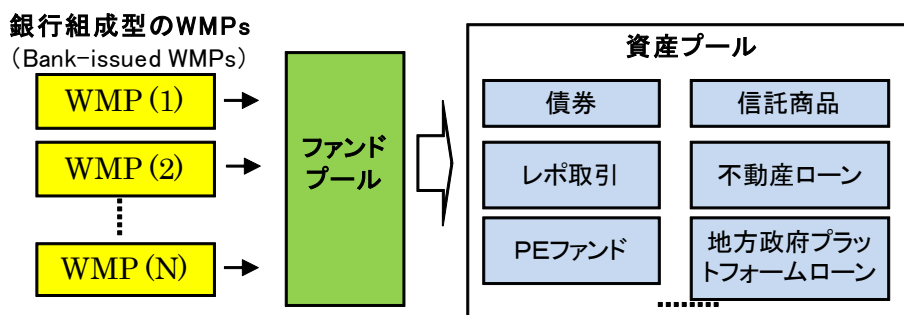
⁸⁹ Wealth Management Products.

⁹⁰ 銀行業理財登記託管中心「中国銀行業理財市場報告 (2017 上半期) による。



(出所) 筆者作成。

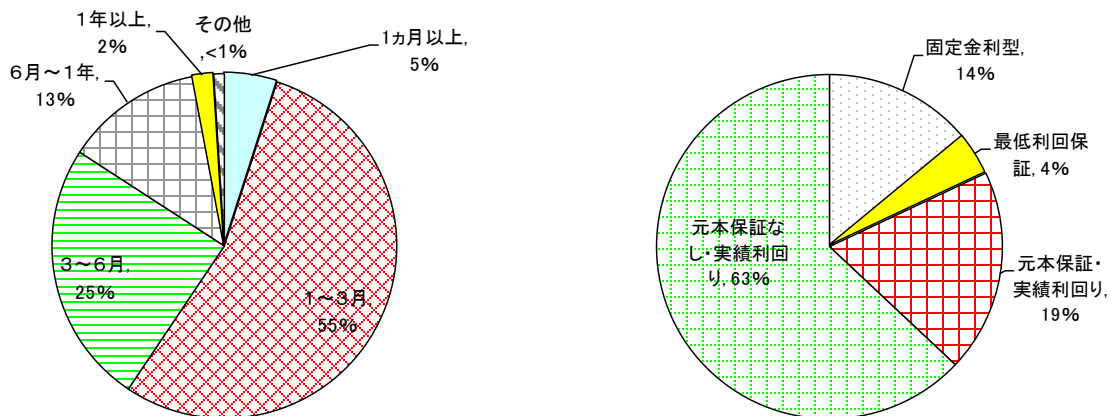
図表 1-21 担保付資産運用商品の例示



(出所) Federal Reserve Bank of San Francisco(2013)より筆者訳出。

図表 1-22 銀行組成 WMPs の満期 (2012 年)

図表 1-23 銀行組成 WMPs の種類 (2012 年)

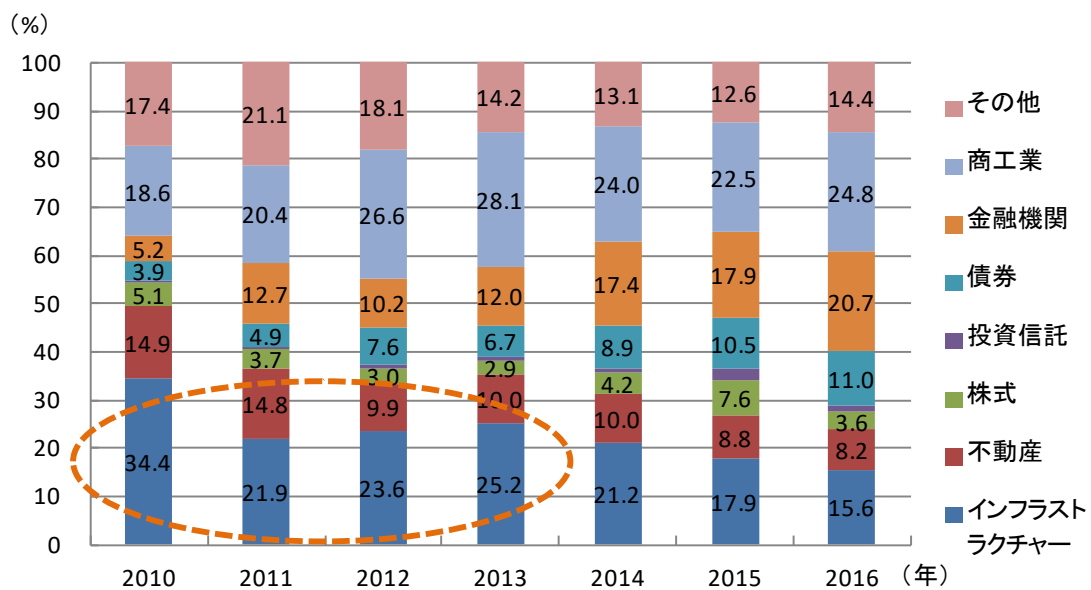


(出所) Federal Reserve Bank of San Francisco(2013). (出所) Federal Reserve Bank of San Francisco(2013).

一例を挙げると、2013年6月と12月の2度にわたり、中国の短期金利が大きく乱高下し、「銭荒（資金逼迫）」を招く事態になった。特に、2013年夏に中国の中堅銀行では取付け騒ぎも起きた。中堅銀行が保有する預金が信託会社に貸し出され、それが民間の小額ローン会社や担保会社、質屋に貸し出され、さらに銭庄から資金難に苦しむ中小企業に貸し出される。

信託業の業種別投資先の割合をみると、商工業、金融機関、債券、投資信託、株式、不動産、インフラなど様々な分野へ投資しているが、2010年から2013年にかけてインフラストラクチャーや不動産の2つの事業向けの投資割合が最も高かった（図表1-24）。このような貸出は展開地域や参加者が広範囲に及ぶため、金利が上がると貸出が焦げ付いたりする。また、地方政府の債務が急増し、融資プラットフォームの破綻リスクも顕在化した。中国のシャドーバンキングの融資資金が回収できなければ銀行にも影響が及ぶ。なお、2013年以降は、金融機関への投資割合が増えており、後述の商業銀行のインターバンク取引の拡大と密接な関連性がある。

図表 1-24 中国の信託業の業種別投資先の割合



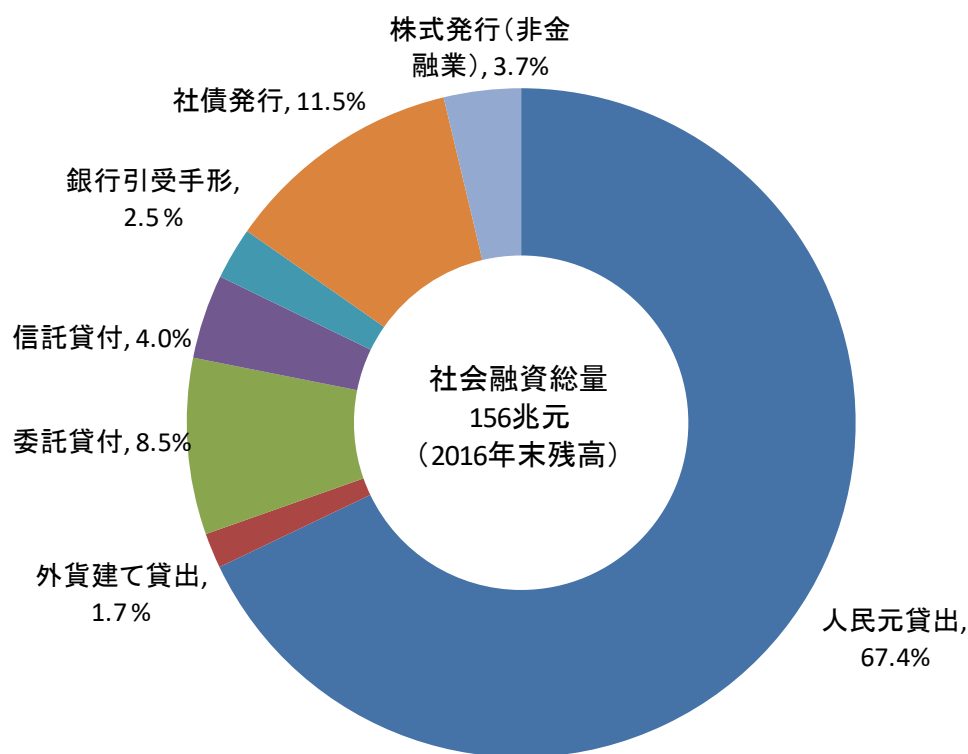
(出所) CEIC のデータベースより筆者作成。

(2) 委託貸付のビジネスモデル

委託貸付 (entrusted loan) とは、企業間の資金貸借である。その際に、銀行が仲介、資金管理などを行う。具体的には、委託人が銀行に資金を提供して、委託人の要求に基づいて金利などの諸条件を決め、銀行が代理で貸出を行う仕組みである (前掲図表 1-20)。それは、2016 年末の社会融資規模の 8.5% を占める (図表 1-25)。中国では銀行以外の一般企業による貸付は禁止されている⁹¹。そのため銀行の仲介で委託貸付を行い、銀行側はリスクを負わずに仲介手数料だけを得る妙味から、近年急拡大した。

図表 1-25 中国の社会融資総量の構成 (2016 年末)

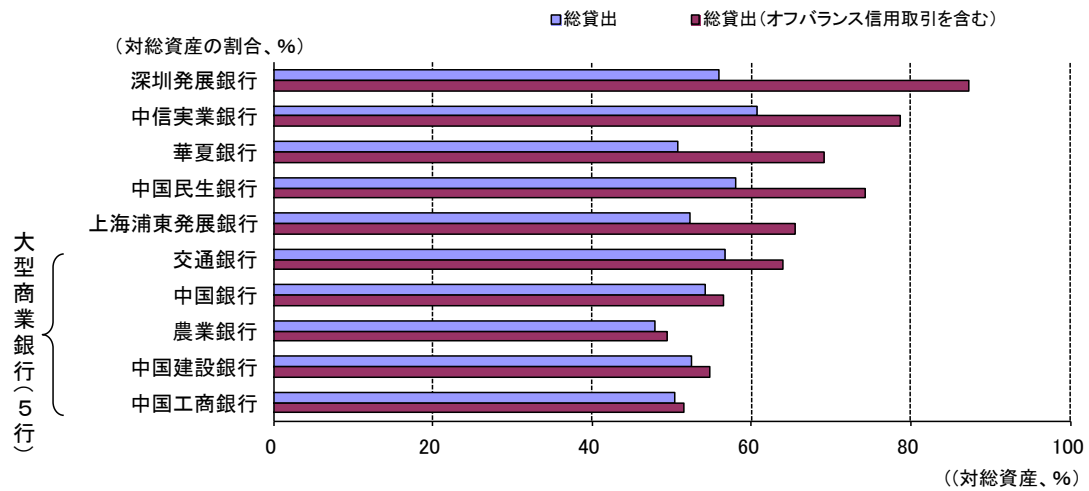
⁹¹ 中国の会社法による。



(出所) CEIC のデータベースより筆者作成。

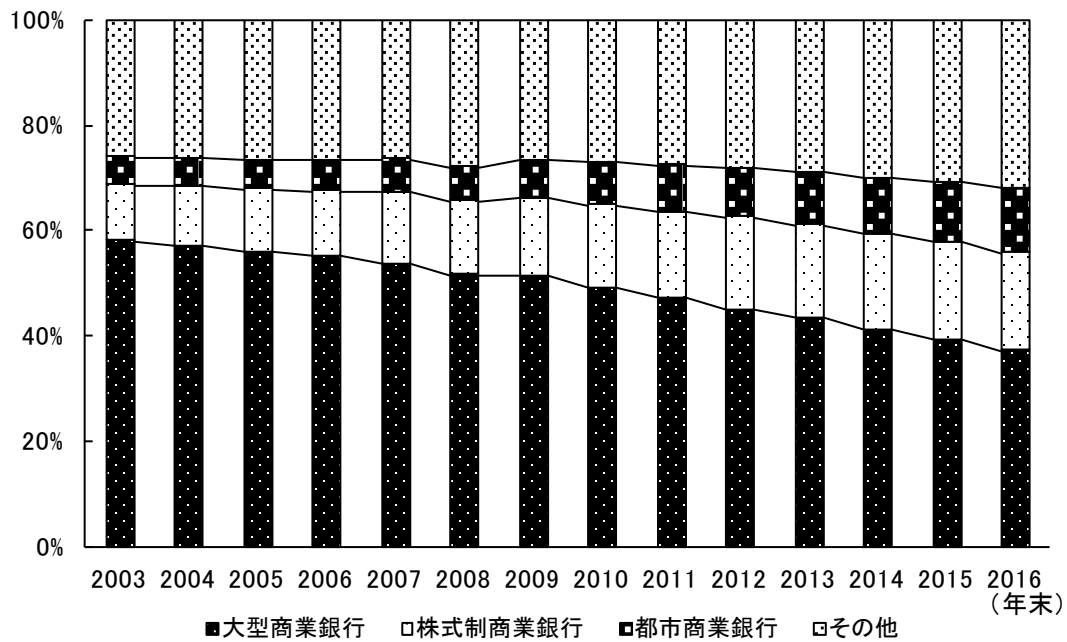
近年、多くの中堅銀行はオフバランス取引を積極的に推進する動きが広がっている。2010年の主な商業銀行の総貸出残高を比較すると、オフバランス取引を含めたベースでの急拡大ぶりが確認できる(図表1-26)。とりわけ、大型商業銀行(5大銀行“Big 5”)よりも、むしろ深圳発展銀行、中信実業銀行、華夏銀行、中国民生銀行、上海浦東発展銀行といった中堅銀行においてオフバランス取引の伸び率が高い。中堅銀行がオフバランス取引を積極的に拡大した結果、市場シェアに変化をもたらしている。銀行資産全体に占める大型商業銀行の割合は、2010年までに5割超のシェアを支配したものの、2016年に約4割まで低下した(図表1-27)。こうした厳しい競争環境において、中堅・中小銀行は、大型商業銀行と差別化を図るため、オフバランス取引に積極化したものと考えられる。

図表 1-26 中国の主な商業銀行の総貸出の比較



(出所) 各社 2010 年決算資料より筆者作成。

図表 1-27 中国の金融機関別の割合 (対銀行資産)



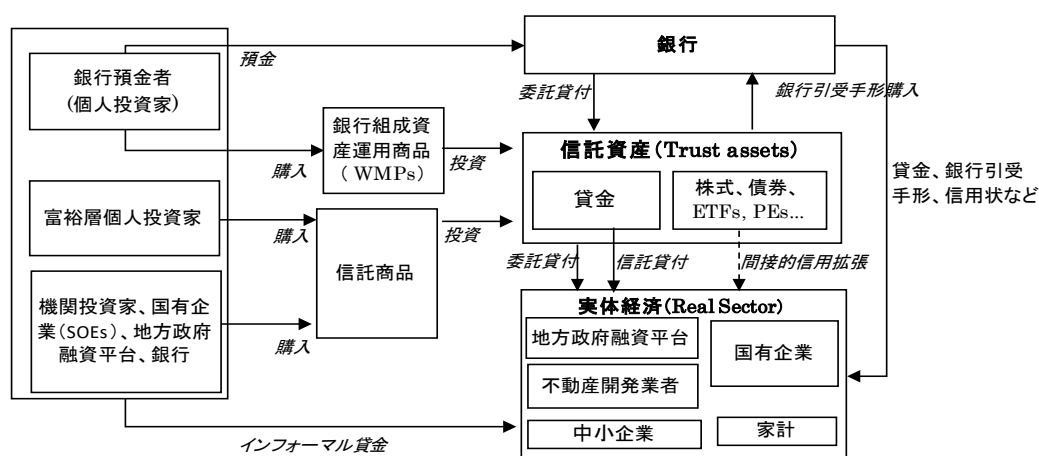
(注) その他は中国の政策銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、都市信用合作社、農村信用合作社、ノンバンク金融、郵貯銀行、外資銀行の合計。但し、2012 年以降は銀行総資産から、大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行を除いた数値。

(出所) CEIC のデータベースより筆者作成。

(3) 信託貸付・信託会社のビジネスモデル

信託貸付とは、投資家から委託を受けた信託会社が行う資金運用のうち、貸出の形態を取るものである。上述の銀行が取引シェアを変化させる手段としてオフバランス取引を活用する理由としては、①信託会社への規制監督が銀行より緩やかであることに加え、②信託会社は高いリターンの運用によって富裕層の投資ニーズに応えることが可能なこと、の2点が指摘できる。なお、中国の信託会社⁹²は、日本の信託銀行とは異なり、銀行部門を保有しておらず預金を受け入れない。信託会社は、地方政府の長期資金調達、不動産プロジェクト投資やインフラ投資などリスクの高い案件にかかわる（図表1-28）。

図表 1-28 信託会社のビジネスモデルの例示



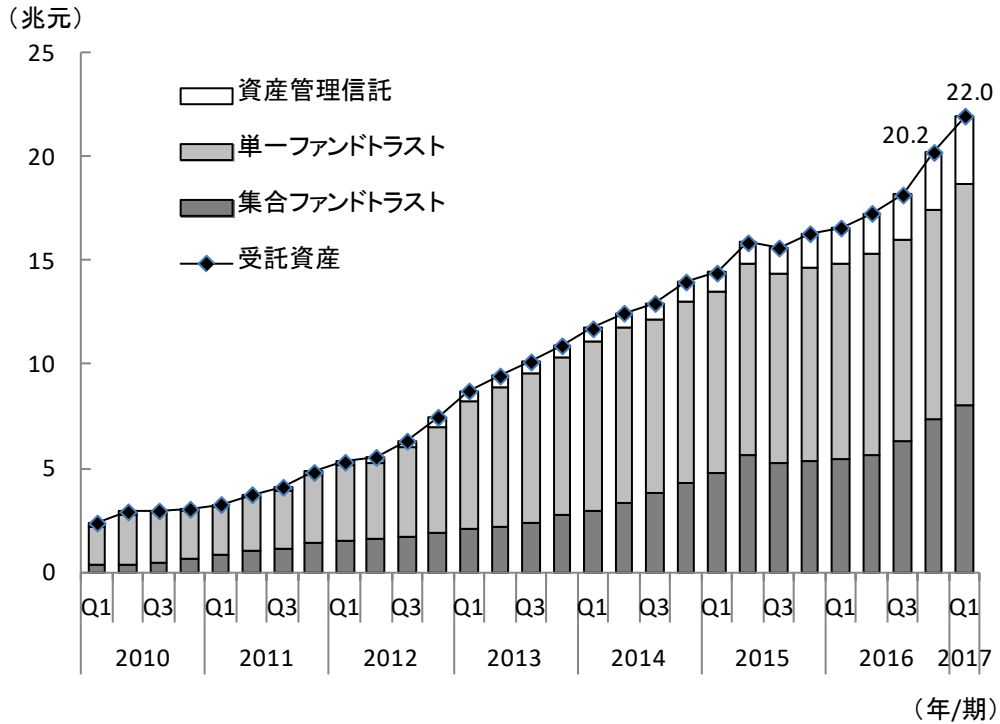
(出所) CICC(2012)より筆者作成

このような銀行のオフバランス取引の拡大を受けて、信託会社の規模も急速に拡大している。世界金融危機後、2011年末における信託会社の投資と商品販売の総額は3兆元を超えており、2010年末の2.2兆元より42.2%の急増となった(CICC, 2012)。中国の信託協会によると、2016年の信託会社の受託資産残高は20.2兆元に達しており、前年比24%の増加となった。2017年1~3月期に約22兆元(前年比32.5%の増加)に達した(図表1-29)。しかし、このような資金仲介には、①不動産バブルが生じる可能性が高まること、②銀行からリスクが完全には移転していないこと、③規制の網から外れてしまうこと、な

⁹² 中国の信託会社は、2007年以前に信託投資公司(Trust Investment Companies)と呼ばれ、私営企業の重要な資金供給元である。

ど、幾つか潜在的な問題が指摘されている（CICC, 2012）。

図表 1-29 中国の信託業の受託資産残高の内訳



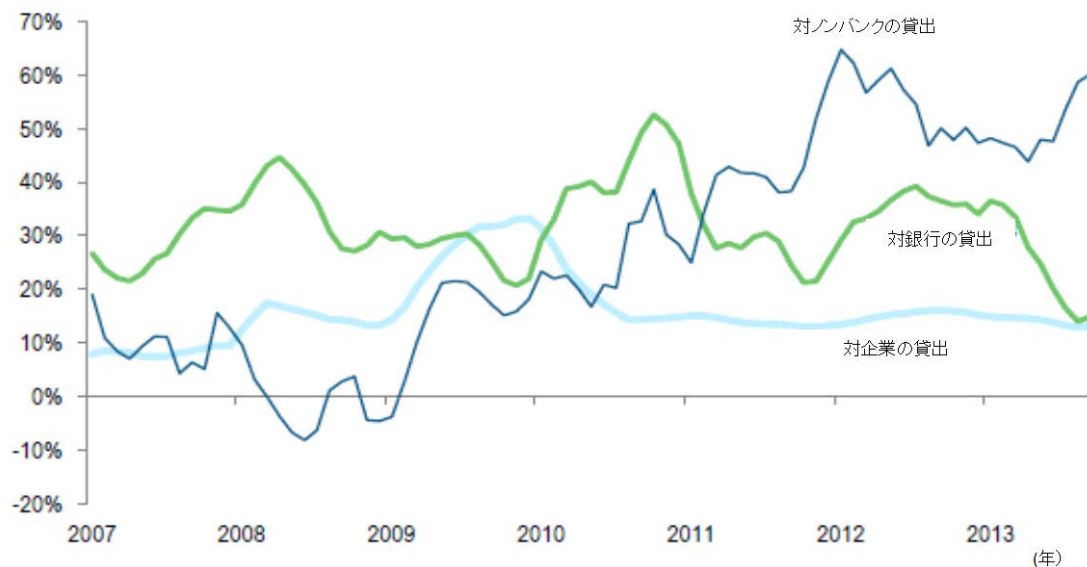
（出所）CEIC のデータベースより筆者作成。

2-1-2 2013 年以降の中国のシャドーバンキング①型のビジネスモデル

2013 年以降、中国ではインターバンク取引（中国語で同業業務）が急拡大しており、その重要性が益々高まっている。業態別の銀行貸出の推移をみると、銀行の対ノンバンク（信託会社、証券、資産管理会社など）の貸出が対企業より大幅に拡大した（図表 1-30）。

インターバンク市場は、「銀行間取引市場」とも呼ばれ、参加者が銀行を中心とした金融機関に限定された市場を言う。インターバンク市場は、銀行の資金調達に重要な役割を果たしているほかに、大型商業銀行が短期資金の貸借を行うことで、資金不足の中小型銀行への流動性提供など、日々の資金過不足の調整の場とも言える。

図表 1-30 業態別の銀行貸出の推移（前年比、3 ヶ月平均）



(出所) Standard Chartered(2013) .

中国のインターバンク取引とは、中国内で設立された金融機関同士が展開する投融資を中心とした各種業務である⁹³。主なものとして、インターバンク預金⁹⁴、インターバンクプレースメント⁹⁵（中国語で同業折借）、同業借入、同業代行支払、売戻条件付買入（中国語で買入返售）や買戻条件付売却（中国語で売戻回購）のレポ取引、など同業融資業務と同業投資業務が含まれる。また、銀監会が2013年3月に公表した「商業銀行理財業務投資運営関連問題の規範化に関する通知」（銀監発〔2013〕8号）⁹⁶によれば、非標準化債権資産とは、インターバンク市場や証券取引所で市場取引されていない債権資産である。これらには、貸付資産、信託貸付、委託債券、銀行引受手形、信用状、売上債権、各種受益（収益）権、買戻し条件付き株式型融資（レポ取引）などが含まれる。

インターバンク取引は、商業銀行の短期流動性を管理するためのツールとして、資金とリスク管理の機能を担い、銀行間の資金融通のために使用されていた。しかし、同業業務が銀行の収益の機能を担うようになると、銀行はレバレッジを通じて、リスクをより積極的にとるよう行動する。非標準化債権資産の大半は、実質的に企業向けの融資である。

⁹³ 中国人民銀行、銀監会、証監会、保監会、外貨管理局の連名で2014年4月に公布された「金融機関同業業務の規範化に関する通知」銀監発（〔2014〕127号）による。

<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5225/info3915876.htm>

⁹⁴ Interbank deposits.

⁹⁵ Interbank placement.

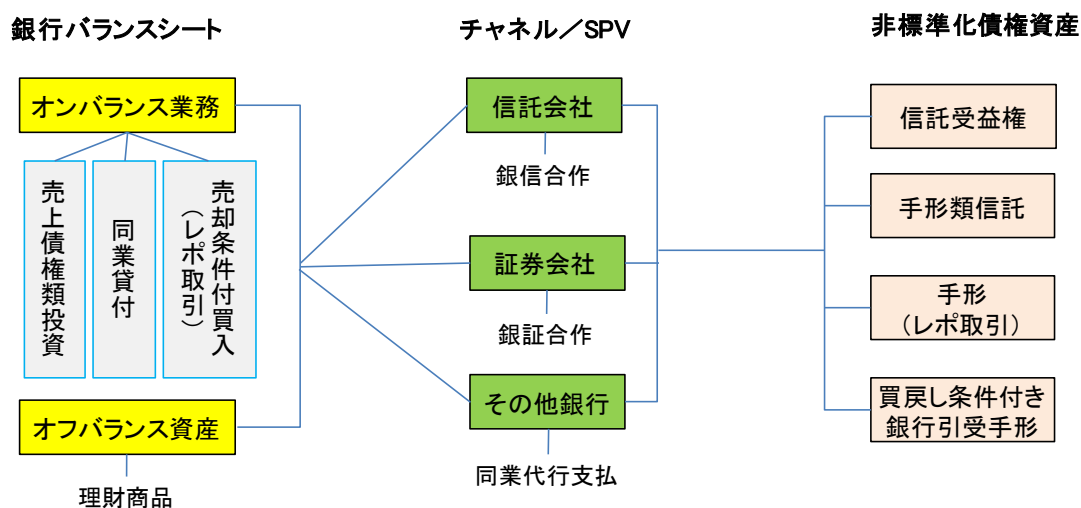
⁹⁶ http://www.cbrc.gov.cn/govView_2B22741AFBC446CF890636DACAB71166.html

銀行は、チャンネルとなる企業やノンバンクの金融機関を取り入れることにより、通常、同業向けレポ取引資産、売上債権投資、売却目的金融資産などの会計項目に記帳されるこれらの資産が、貸出項目に計上する必要がないため、貸出規制を回避することができる。

インターバンク取引、チャンネル業務と、非標準化債権資産は、よく見られる3つの概念である。その3者の関係は、以下の図表1-31の通りである。

インターバンク取引は金融機関のオンバランス取引であり、会計上、同業資産は主に銀行資産側の4つの会計項目に反映される。すなわち、①インターバンク預金、②同業貸付（インターバンクプレースメント）、③売戻条件付買入（レポ取引）、④売上債権類投資である。理財など一部のオフバランス資産も、チャンネルを通じて非標準化債権資産に投資することもある。銀行は、インターバンク取引を展開していくため、往々にして信託会社や、証券会社、その他銀行などのチャンネルや特殊目的事業体（SPV：Special Purpose Vehicle）を選択する。これらのSPVを通じて、銀行の資金は最終的に非標準化債権資産（信託受益権、手形類信託、手形レポ取引、買戻し条件付銀行引受手形など）に投資される。これら3つの要素が組み合わせることにより⁹⁷、中国のシャドーバンキングが形成され、その機能が完成された。同業業務におけるイノベーションは、市場と規制監督との駆け引きの結果でもある。

図表 1-31 インターバンク取引、チャンネル業務と非標準化債権資産の構図



(出所) 筆者作成。

⁹⁷ 銀行のインターバンク取引は、信託会社や証券会社などのチャンネルを通じて、最終的に非標準化債権資産に投資するプロセスのことである。

2-2 中国のシャドーバンキング②型の主要プレーヤーとビジネスモデル

中国のシャドーバンキング②型（以下、SB②）の主要プレーヤーとしては、金融システム外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会社、小額ローン会社、質屋、ファンド、投資公司、投資組合などの民間金融組織による金融仲介がある。その主要なサービス形態は、インフォーマル金融（民間貸借）である。

2008年の世界金融危機後、インフォーマル金融（民間貸借）が増加している（図表1-32）。インフォーマル金融は、中国の中小企業金融において重要な役割を果たしている。中国では改革開放の恩恵を受けて、中小企業など民間セクターが著しく発展した。中国の企業数をみると、中小企業を含む民間企業が最も多く、全国企業数の99%を占める。中小企業の経済規模は実体経済（対名目GDP）の65%、全体雇用の8割、国家税収の5割と大きなシェアを占めており⁹⁸、実体経済において極めて重要である（Financial Times, 2011）。しかし、銀行貸出の中では、中小企業向け貸出は全体の19%しか占めておらず、円滑な金融を利用できない深刻な問題がある（図表1-32）。

借り手となる中小企業からみれば、銀行からの融資は期待しがたい。一方、預金者からみれば、預金金利が実質マイナス（名目金利－物価上昇率）となっており、より有利な運用方法を求めるニーズが高まっている⁹⁹。このような中で、両者のニーズに応える形でインフォーマル金融（民間貸借）が急増しており、全国の約4,200万戸の事業主はインフォーマル金融に依存しているとされる¹⁰⁰。

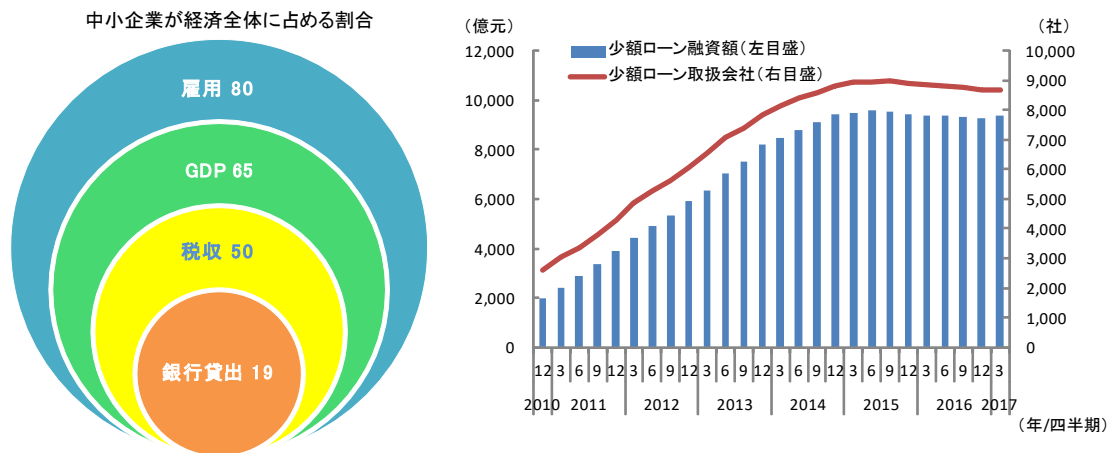
図表 1-32 中国における中小企業の経済規模と民間貸出の推移

⁹⁸ Financial Times (2011). “Chinese Finance: A shadow presence”, March 31.

⁹⁹ この背景は、第5章のフィンテック型のシャドーバンキングと同様である。

¹⁰⁰ Financial Times (2011). “Chinese Finance: A shadow presence”, March 31.

中小企業	全国企業数	都市労働力雇用吸収	GDP貢献	税収貢献
	99%	80%	65%	50%



(出所) Financial Times(2011)、CEIC データベースより筆者作成。

中国のインフォーマル金融（民間貸借）には、4 つの特徴がある（北京銀聯信，2011）。第 1 に、営業地域や対象が広いことである。インフォーマル金融は、2 年前に浙江省沿海地域から陝西省や内モンゴルなどの内陸部にまで拡大した。また、融資先も製造業から貿易取引、さらには普通の家庭まで及ぶ。第 2 に、金利が高いことである。一部の民間貸出の金利は、年率 100%を超える¹⁰¹。第 3 に、参加者が広汎であることである。資金調達難と旺盛な借入れニーズの下で、一部の家庭や企業はインフォーマル金融（シャドーバンキング）からの借り入れを行っている。報道によると、温州市の 9 割の家庭や 6 割の企業がインフォーマル金融に寄与しているという。第 4 に、インフォーマル金融では、関連訴訟案件の発生率が高く、対象案件の金額も増加していることである。近年、対象案件の金額が大幅に上昇し、数十万元はすでに常態と、数百万元から 1 千万元以上のケースも珍しくない。

2-3 中国のシャドーバンキング③型の主要プレーヤーとビジネスモデル

中国のシャドーバンキング③型（以下、SB③）の主要プレーヤーは、インターネット上の P2P レンディング、クラウドファンディング、ネット小口融資などのインターネットファイナンス業者を指す。彼らは金融機関としての免許を持たず、殆ど規制・監督もされていない金融仲介業である。序章では、これらは銀行システム外のフィンテック型のシャド

¹⁰¹ 高利貸しに近い。

ーバンキングであると定義した。その中では、インターネット上の P2P レンディング、クラウドファンディングは、近年、ファイナンスとテクノロジーの融合であるフィンテックを活用したオルタナティブファイナンスやオンライン・オルタナティブ・ファイナンス(代替貸出)¹⁰²が挙げられる。とりわけ 2015 年以降、中国の P2P レンディング市場は急拡大しており、近年規制当局がその動向を注視している。ここで、そのビジネスモデルを簡単に説明する。クラウドファンディングと、ネット小口融資については、第 5 章でその詳細を検討する。

2007 年 6 月に、電子商取引の急拡大や小額ローンへの多くの潜在需要から、「拍拍貸」がインターネット上で初めて P2P レンディングのビジネスモデルを開発し、借り手から貸出の一部を手数料として徴収した。

P2P (Peer to Peer) レンディングとは、貸し手と借り手がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借することを指す。P2P レンディングの事業者は、プラットフォームを通じて、貸し手と借り手をマッチングさせるのが主な役割だが、信用評価、投資アドバイス、法的手続きなどのサービスも提供している。また、一部の事業者は、資金の移転、決済、債権回収、督促などのサービスも提供している (李, 2015d, 2015e)。

一般的な例で説明すると、借り手と貸し手の双方が、まず P2P 貸借サービスを提供するプラットフォーム上で口座を開設する。それから、借り手はプラットフォームの運営事業者(以下:P2P 事業者)に身分証明や資金用途、希望する借入金額、許容できる利率のレンジ、返済方法、返済期間などの詳細情報を提示し、審査を受ける。審査が通れば、それに関わる情報は、プラットフォーム上で即時に掲載される。一方、投資家(貸し手)は、プラットフォーム上で公開された借り手の関連情報に基づき、自ら借り手を選別し、希望する貸出金利や貸出金額を決定する。借り手と貸し手の双方のニーズが合致すれば、貸借契約を締結して融資が成立する(図表 1-33)。

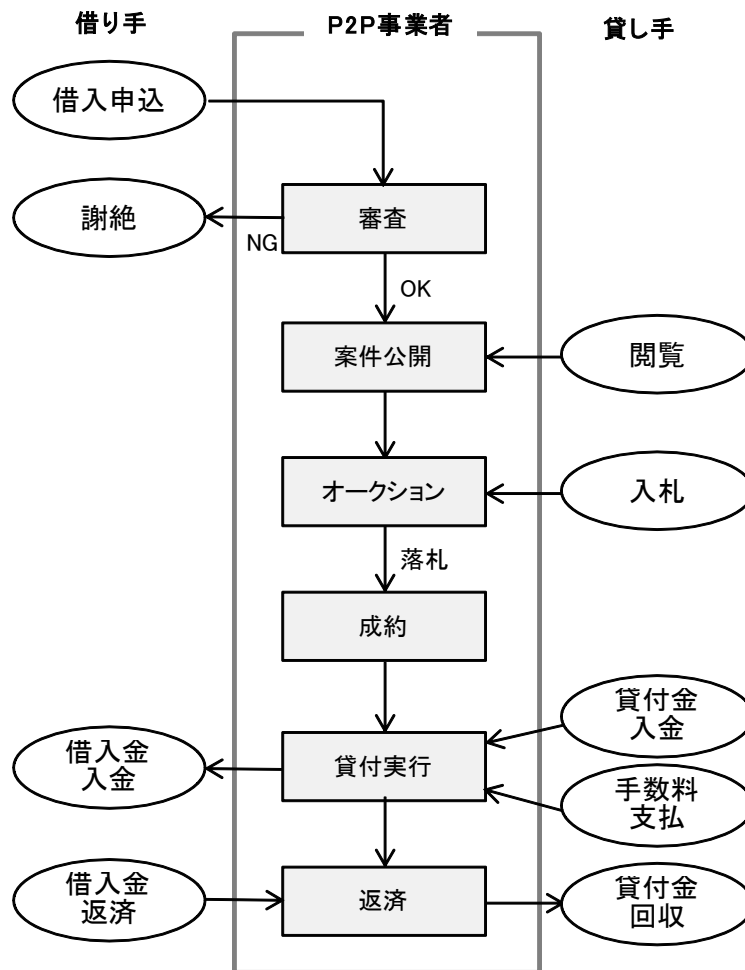
このように、借り手と貸し手にとっては、金融機関が介在しないことで、お互い合意した金利で貸し借りができるメリットがある一方、P2P 事業者は、一般的に貸倒れなどの損失を負う義務がないため、デフォルトが発生した場合、貸し手が元本・利息を回収できないリスクがある。

¹⁰² 中国ではかつてシャドーバンキングと呼ばれた銀行以外の金融仲介取引を指すオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの急成長ぶりが注目された(李, 2017b)。しかし、シャドーバンキングの名称は、脱法的・非合法的というネガティブなニュアンスを含むため、銀行以外の金融仲介をオルタナティブファイナンス(代替貸出)と呼ぶようになった。

P2P レンディングのマッチングにおいては、通常「オークション」方式が採用される（前掲図表 1-33）。すなわち、1 人の借り手が必要とする資金は、複数の貸し手によって提供され、募集資金が目標に達した時、当該貸借情報はプラットフォームから取り下げられる。1 つの取引にかかる時間は、平均して 5 日間前後である。

また、貸出金利は、主に下記の 3 つの方式により決定される。1 つ目は、P2P プラットフォームの運営事業者が貸出金利のレンジを設定し、貸し手はそのレンジ内で自由に貸出金利を決める方式である。2 つ目は、プラットフォームの運営事業者が、借り手の信用格付けに応じて貸出金利を設定する方式である。格付けの高い借り手は、比較的低い貸出金利を享受できる一方、格付けの低い借り手は比較的高い金利を支払わねばならない。3 つ目は、借り手が金利のレンジを提示し、複数の貸し手に対して競争入札を実施する方式である。一番低い貸出金利で応札した貸し手は契約の権利を獲得し、借り手と貸借契約を締結する。

図表 1-33 中国の P2P レンディングの業務フロー



(出所) 筆者作成。

中国の P2P レンディング市場の主な借り手は、中小企業の経営者と比較的所得の高い個人（公務員、国有や民間企業の管理者、技術者、医者、弁護士、外資従業員など）などである。中国の情報通信産業の専門調査会社艾瑞諮詢（iResearch）によれば、資金用途は様々だが、1回の借入額は平均的に10万元（約170万円）となっている¹⁰³。借入の期間は通常6ヵ月以内、貸出金利平均で年率10%前後となっている（2016年平均）。また、P2P事業者の主な収入は、融資成立によって得られる仲介手数料である。事業者によっては、貸し手（出資者）から出資額に応じて、一定料率の（1.5～2%）事業運営費を取るケースもある。

¹⁰³ 中国の情報通信産業の専門調査会社艾瑞諮詢（iResearch）のデータによる。

以上のように、第 1 章では、中国のシャドーバンキング①～③型の現状とその規模や、その主要プレーヤーとビジネスモデルについて考察した。2013 年夏に、中国のシャドーバンキングを巡って短期金融市場の金利急上昇で金融市場の流動性問題が起きたが、2013 年以降中国のシャドーバンキングの市場規模が拡大し続け、その構造も大きく変化した。

次章から第 4 章にかけて、米国のシャドーバンキングと共通の特徴がある中国のシャドーバンキング①型を中心に、その発展メカニズム、形成過程、主要な業務実態の 3 点について考察する。

第2章 中国のシャドーバンキング①型の形成過程

上述の中国のシャドーバンキング②型と③型は、中国の経済・金融システムの枠組みの中で、独自の発展を遂げており、米国のシャドーバンキングと全く異なる形で発展している。一方、中国のシャドーバンキング①型は、米国のシャドーバンキングと共通の特徴を多く持っている。第2から第4章にかけて、米国のシャドーバンキングの特徴と比較するために、中国のシャドーバンキング①型を中心に考察する。本章では、中国のシャドーバンキング①型のこれまでの拡大経緯と発展段階や、2013年前後の急成長の原因と発展メカニズムを分析する。中国のシャドーバンキング②型と③型については、第5章で個別に取り上げて考察する。

第1節 これまでの拡大経緯とその発展段階

中国のシャドーバンキング①型（以下、SB①）は、銀行を中心に金融のイノベーションと規制当局との駆け引きの中で発展してきた。これまで拡大の経緯をみると、次の3つの段階に分けることができる。

1-1 発展初期段階

第1段階は、2008年から2010年までのSB①の発展初期である。この期間においては、銀行理財業務の急成長で、シャドーバンキングに多くの資金源を提供した。また、この段階では、銀信合作（銀行と信託会社の協業）を中心に、SB①の市場が急拡大した。銀行が理財商品の発行により募集した資金を信託会社に預け、信託会社を介して新規公開株式への投資や企業融資などを行う仕組みである。銀行が理財商品で募集した資金は、銀行からオフバランス化されており、シャドーバンキングに成長するための資金を提供した。

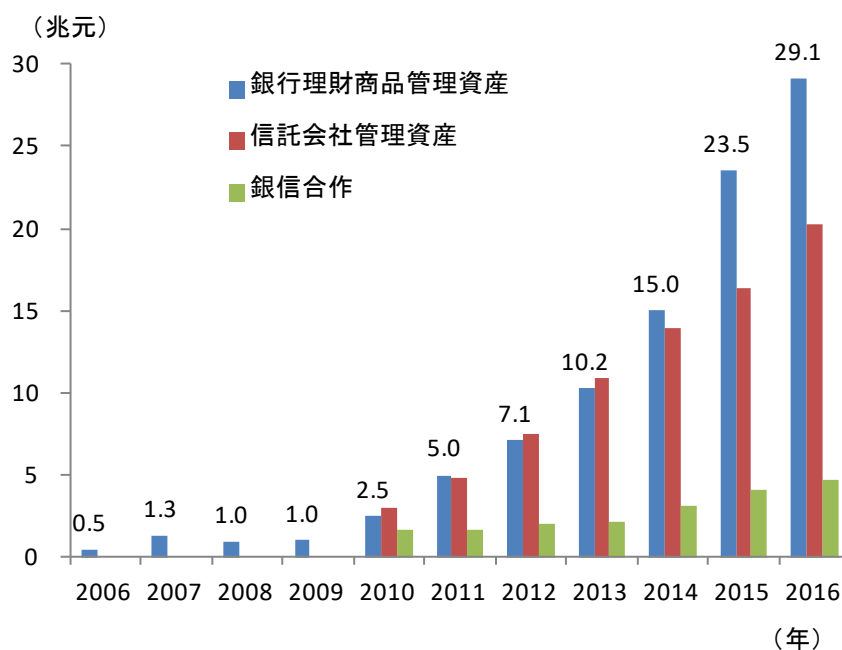
銀行の理財業務¹⁰⁴とは、商業銀行が顧客の委託を受け、顧客と約定した投資プランと収益分配スキームに従って提供する資産管理業務のことを指す。2005年に、銀监会による「商業銀行個人理財業務管理弁法」の公布を契機に、銀行の理財業務が本格的に開始した。理財商品の利回りは、通常の預金金利よりも高いため、銀行にとって、理財商品の発行は預金に取って代わる重要な集金手段となっていた。銀行の理財商品残高をみると、2008年末

¹⁰⁴ Wealth Management Business.

は約1兆元であったのが、2013年末には10.2兆元、2016年末には29.1兆元と急増した（図表2-1）。こうした中で、銀行の理財業務と密接な関連性を持つ信託会社の管理資産と銀信合作の残高も増えた。

また、銀行の理財商品は、元本保証型と元本非保証型に大きく分けられる。元本保証商品はバランスシートに計上する必要があるが、元本非保証商品は会計上バランスシートに計上しない。このため、後者を利用することで、銀行が規制を回避して融資を拡大させることができる。元本非保証商品の全体に占める割合は、2013年末時点で63.8%、2016年末時点で79.6%まで上昇している¹⁰⁵。

図表2-1 中国の銀行の理財商品、信託会社の管理資産、銀信合作の推移（残高ベース）



（出所）銀行業理財登記託す管中心、CEIC のデータベースより筆者作成。

2008年の世界金融危機以降、政府が打ち出した4兆元の財政政策・金融緩和など景気刺激政策は、新規貸出を急増した。しかし、銀行のオンバランスの貸出業務は、商業銀行の自己資本比率、預貸比率、貸出総量に対する規制があるため、新規の資金需要の増加に対応できず、外部のチャネルを経由したオフバランス取引での貸出が必然的な選択となった。2010年の金融引き締め政策の影響は、さらに銀行の貸出業務のオフバランス化を促した。そこで、投資の制限が少なく、融資業務を行える信託会社は、銀行にとって最適な事業パ

¹⁰⁵ 銀行業理財登記託す管中心（2017）。「中国銀行業理財市場報告2017年上半年」,9月22日。

ートナーとなった。

2008年から2010年にかけて、SB①の主な商品・サービスは、銀信合作の理財商品、信託貸付、貸出資産の譲渡であった。銀行は、理財商品の発行を通じて資金を募集し、また信託会社のチャネルを利用して、これらの資金をインフラストラクチャーと不動産などの分野へ投資した。2010年末には、2つ事業領域向けの投資資金は信託業残高の5割超を占めた（前掲図表1-24）。

1-2 発展中期段階

第2段階は、2011年から2013年までのSB①の発展中期である。この段階は、銀信合作の単一チャネルから、銀銀合作（銀行と銀行の協業）、銀証合作（銀行と証券会社の協業）、銀基合作（銀行とファンド会社の協業）、银保合作（銀行と保険会社の協業）など、複数チャネルへと発展した。

前述のように、銀行は、商業銀行の預貸比率規制や自己資本比率規制を回避するために、オフバランス取引を拡大する必要があった。そこで、銀行が理財商品の発行で個人や投資家から資金を集め、ノンバンク（信託会社や証券会社など）が発行する信託や資産管理計画などの購入を通じて、これらの理財資金のオフバランス化を図った。さらに、後述のSB①に対する規制強化に伴い、銀行とノンバンクの協業は、銀信合作から、銀証合作、銀基合作、银保合作の形でチャネルの多角化が進展した。

2010年以降、銀信合作に続いて登場したのが、銀証合作である。2012年10月に、証監会は「一法両則」と言われる「証券会社顧客資産管理業務の管理弁法」（第87号）¹⁰⁶、「証券会社集合資産管理業務の実施細則」（〔2012〕第29号）¹⁰⁷、「証券会社定向資産管理業務の実施細則」（〔2012〕第30号）¹⁰⁸を公表し、証券会社の資産管理業務に関する各種制限を大幅に緩和した。こうした規制緩和を受け、証券会社で受託管理する資産規模は、2011年末の2,819億元から2012年末の1.89兆元までの6.7倍と急拡大し、2016年末には17.31兆元に急増した（図表2-2）。

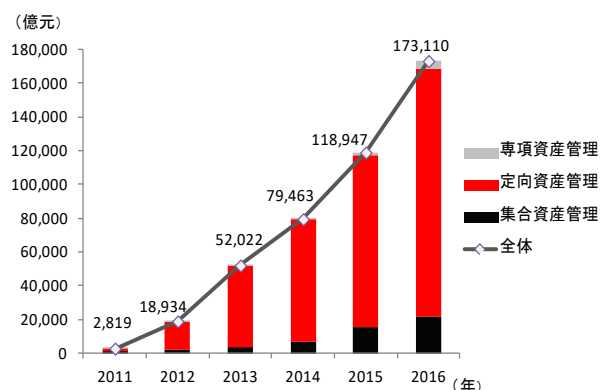
図表 2-2 中国証券会社の資産管理業務残高の推移

図表 2-3 中国の証券会社の資産管理業務の構成（2016年末）

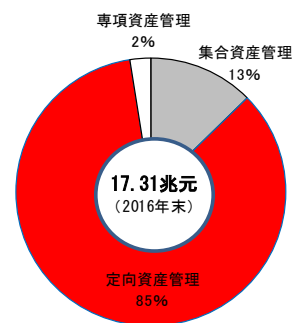
¹⁰⁶ http://www.gov.cn/gongbao/content/2013/content_2307065.htm

¹⁰⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201210/t20121019_216021.htm

¹⁰⁸ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201210/t20121019_216022.htm?keywords=



(出所) 中国証券投資基金協会より筆者作成。



(出所) 中国証券投資基金協会より筆者作成。

中国の証券会社の資産管理業務は、主に定向資産管理計画¹⁰⁹、集合資産管理計画¹¹⁰、専項資産管理計画¹¹¹の三つに大別される。定向資産管理計画とは、証券会社が単一顧客(銀行)から資金を募集し、顧客との間で契約を締結して投資範囲などを約定する。証券会社はこの約定内容に従って、顧客からの指示を受けて投資を行う資産管理サービスのことを指す。定向資産管理業務は、特定の顧客にオーダーメイドの商品を提供することを目的としているため、投資対象に制限がなく、投資範囲は比較的柔軟に設定できるのが特徴である。銀証合作業務では、一般的に定向資産管理計画がよく利用される。2016年末時点、定向資産管理業務の残高は、資産管理業務全体の約85%を占めた(図表2-3)。

なお、集合資産管理計画とは、200名を超えない投資家(保有資産100万元以上)を対象に資金を募集し、主に流動性のある証券や、その他金融機関が発行する資産管理計画に投資する資産運用サービスである。一方、専項資産管理計画は、主に大型プロジェクト(都市インフラなど)への投資に活用され、実際は、資産証券化業務そのものである。証券会社は、証券化対象となる原資産を購入するための専項資産管理計画を組成し、通常、その運営を個別に設立された特殊目的事業体(SPV)に移譲している。

1-3 高度発展段階

第3段階は、2014年から2017年までのSB①の高度発展期である。この段階は、銀信合作と銀証合作への規制強化を受け、銀行同業業務(インターバンク取引)のイノベーションを中心に、インターバンク取引と理財の混合業務が急拡大した。この時期は、中国の

¹⁰⁹ Directional Asset Management Plan.

¹¹⁰ Collective Asset Management Plan.

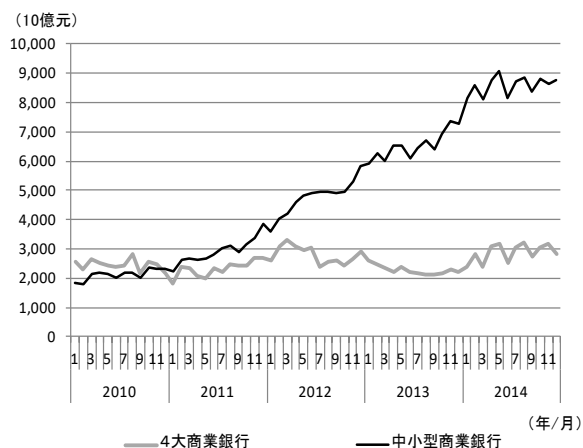
¹¹¹ Special Asset Management Plan.

中小型商業銀行は、4大商業銀行¹¹²よりインターバンク取引を通じて積極的に資金を調達しており（図表2-4）、貸出規模を増加している。

近年、規制当局がこうした中小型商業銀行のインターバンク取引の資金源に過剰に依存していることを問題視し、不良債権問題で中小型商業銀行の破綻が懸念されている。大型商業銀行は、全国展開の支店のネットワークと、政府や国有企業との関係を通じて、十分な資金を調達することができる。一方で、中小型商業銀行は、非常に厳しい状況に直面している。2010年から2011年の間に、4大商業銀行のインターバンク取引の資金調達の割合は5~10%に対して、中小型商業銀行は10~15%であった。しかし、2012年以降、中国のインターバンク取引で中小型商業銀行の比率が倍増し、2013年以降20~25%までさらに急拡大した（図表2-5）。

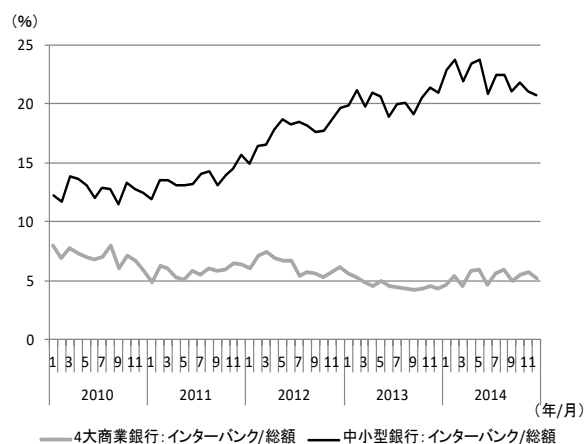
この背景には、2013年6月の銀行間市場金利の急騰で一時的に流動性危機に陥ったことがあり、一部は借入コストを押し上げてこのレバレッジを削減することを目的であったと考えられる。このインターバンク取引の一部は、銀行間借入によって高利回り資産を保有したいという銀行の狙いによって推進されている（王、張、劉、2017）。こうしたインターバンク取引の急拡大は、迂回チャネルがさらに複雑化し信用チェーンも長くなったことで、SB①の信用リスク・流動性リスクの高まりが懸念される。

図表2-4 4大商業銀行と中小型商業銀行のインターバンク取引の推移



(注) 4大商業銀行は、中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行を指す。
(出所) CEICのデータベースより筆者作成。

図表2-5 4大商業銀行と中小型商業銀行のインターバンク取引の資金調達の割合の推移



(注) 4大商業銀行は、中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行を指す。
(出所) CEICのデータベースより筆者作成。

¹¹² 4大商業銀行は、中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行を指す。

次の第2節では、上述のシャドバンキング①型のこれまでの急成長の要因とその発展メカニズムを詳しく探る。

第2節 急成長の原因とその発展メカニズム

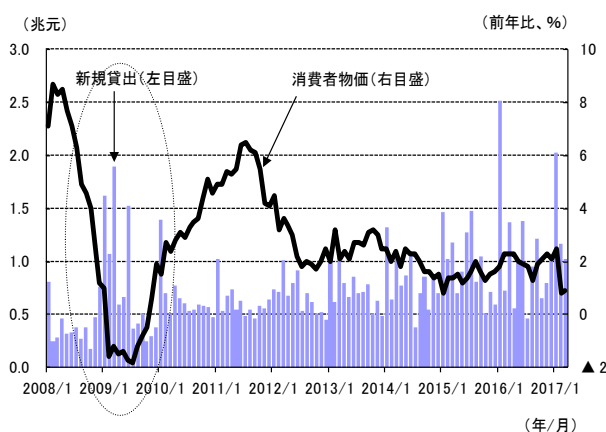
世界金融危機後、中国のシャドバンキング①型の急成長の原因は、2013年の前後における経済・金融の構造、金融・財政政策、規制環境が異なっているため、その発展メカニズムも変化した。本節では、2013年の前後の急成長の原因とその発展メカニズムをそれぞれ分析する。

2-1 2013年以前の急成長の原因とその発展メカニズム

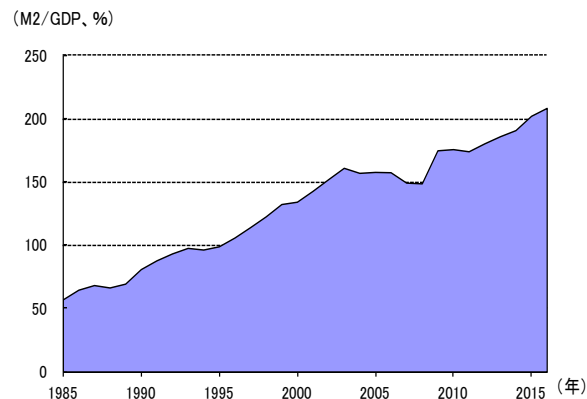
世界金融危機後から2013年までの中国のシャドバンキング①型（以下、SB①）の急成長の原因としては、以下の5点が指摘できる。

第1は、世界金融危機後の4兆元の財政・金融の刺激策の副作用による国内の流動性の不均衡が拡大したことである。中国はインフレ懸念を背景とした金融政策の引締めにより、国内の流動性の不均衡が拡大した。2008年のリーマンショック後の2009年春に、中国は「積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」のマクロ経済政策の基本方針が打ち出され、4兆元の景気刺激策を実施した。その副作用の影響で、2010年から2011年にかけて国内に資金が溢れ、過剰流動性とインフレ昂進（消費者物価、不動産価格の高騰）をもたらした。この結果、2009年の銀行新規貸出の累計残高は約10兆元（銀行融資残高の24%を占める）と、前年比の2倍に達した（図表2-6）。マネーサプライ（M2/GDP）も2009年以降に急増した（図表2-7）。こうした中で、2010年2月以降、中国人民銀行は金融政策を引き締めへと転換した。2010年1月から2011年6月の1年半にわたる5回の利上げや、連続12回の預金準備率の引き上げを行った。このように、4兆元の副作用で銀行から融資が可能だった多くのインフラストラクチャーや不動産開発プロジェクトの企業や地方政府は、シャドバンキング①型のチャネルを経由した融資に頼らざるをえない状況になった。言い換えれば、2009年から2013年のSB①の急拡大は、主に不動産開発プロジェクトや地方政府融資プラットフォームの旺盛な資金需要が背景となっていた。

図表2-6 中国の新規貸出と消費者物価の推移 図表2-7 中国のマネーサプライの推移



(出所) CEIC のデータベースより筆者作成。



(出所) CEIC のデータベースより筆者作成。

第 2 は、横並びの銀行預金金利より、高いリターンを求める投資家による運用資金提供の増加である。余剰金融資産を持つ中国国内の個人投資家層が、低い銀行預金（2017 年の普通預金 0.3%、定期預金 1.75%）より、近年、高い利回りの銀行理財商品への投資が増えている。2013 年以前、中国は金利規制が厳しく、金利調整幅の制限が相当にある。そのため、預金者からすれば、インフレ時の実質預金金利はマイナスとなる。また、預金金利や、資本取引の自由化が遅れ、個人のみならず潤沢な資本を有する企業などでも高い利回り商品に対するニーズが高まっていた。そこで一部の投資家は、資産運用商品に資産をシフトするようになり、金融機関側も資産流出（預金のディスインターミディエーション）を抑えるために、理財商品の開発などの動きを強めた。銀行理財商品が急速に広がった 2010 年以降、銀行の預金残高の伸び率も大幅に鈍化し「預金の移転」が生じた。こうした様々な理財商品の販売で集まった資金は、SB①を拡大するための重要な資金源となった。

第 3 は、規制強化で規制対応コストの増大と規制の回避行動である。世界金融危機後、①厳しい金利規制と金利調整幅の制限、②貸出総量規制と商業銀行の預貸比率の管理強化などの規制強化を受け、商業銀行が貸出制限を回避するため、自己資本を利用することなく利益を上げられるオフバランスの取引（銀行理財商品—資産運用商品、銀信合作の理財商品、信託貸付、委託貸付など）を積極的に開拓した。オフバランス取引の起点と終点を見ると、資金仲介の実需が存在している。その資金仲介ルートが本来の銀行ルートではない規制にかかるため、別のルートを迂回しているということである。

第 4 は、金融抑圧で規制の裁定 (regulation arbitrage) がシャドーバンキングの発展を促進したことである。近年、中国の金融業務に関する規制緩和の一方で、金融抑圧の環境

が続いた。中国政府・金融当局が国内金融市場を十分に開放せず、また人為的に金利を市場レベル以下に抑えていた。規制裁定の意味合いを持つシャドーバンキングの業務機会を創出しているとも言える。SB①は、規制回避でオフバランス取引など他のチャネルを利用して、その関連業務の拡大や収益の確保が実現できた。

第5は、金融イノベーションの進展である。SB①は、資金調達コストの削減と金融システムの効率向上（cost efficiency）が図られ、金融サービスが多様化している。規制回避を前提とした銀信合作などオフバランス取引、また銀行とノンバンクの協業などの様々なチャネルを通じて、SB①の業務が拡大してきた。

2-2 2013年以後の急成長の原因とその発展メカニズム

2013年以降、SB①の急成長の原因は、上述の2013年以前の形成背景の一部と同様の要因があるものの、国内経済・金融業の構造変化、金融政策のスタンス、規制監督の対応などが2013年以前の状況と大きく変わったため、急成長の原因には新たな側面がある。2013年以降のSB①の形成背景について、以下の5つの形成背景を付け加えたい。

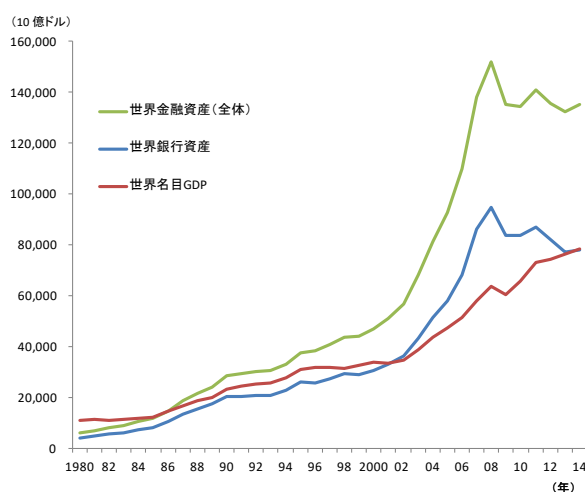
第1は、新常态の下で、銀行が従来の預金貸出業務からインターバンク取引への拡大に注力していることである。2012年以降、中国経済は、年率2桁の高度成長から安定成長へ移行し、投資・輸出主導型経済から内需主導型経済への構造転換による経済発展を目指した新たな段階、いわゆる「新常态」（ニューノーマル）と呼ばれる局面に入った。経済成長の減速、過剰設備・過剰投資の供給側の構造改革の深化に伴い、銀行構造とビジネスモデルの変化がもたらされた。近年、銀行預金の魅力が低下し、家計から預金を預けて、企業への貸出、といった従来の銀行仲介業務が縮小しつつある。こうした中で、銀行は、負債サイドにおいて非預金型のインターバンク取引業務の急拡大に注力し、資産側の増大を支えてきた。特に、銀行は、インターバンク預金やインターバンク理財などの業務を通じて、SB①の信用チェーンが長くなり、高いレバレッジをかけて、新たなSB①のビジネスモデルの利用を拡大している。

第2は、世界的な金融資産の膨張である。すなわち、1980年には世界のGDPと同程度であった世界の金融資産は、1990年以降増加ペースを速めた。2014年の世界の金融資産は135.4兆ドルと、実体経済規模78.6兆ドル（2014年の世界名目GDP）の約2倍にまで増大した。こうした世界の金融資産の増加に伴い、2002年の世界の銀行資産は36.2兆ドルと、世界名目GDP34.7兆ドルをはじめて上回った（図表2-8）。世界金融危機後、規

制強化の影響で、世界の金融・銀行資産が一時的に減少したものの、増大の構図は変わっていない。

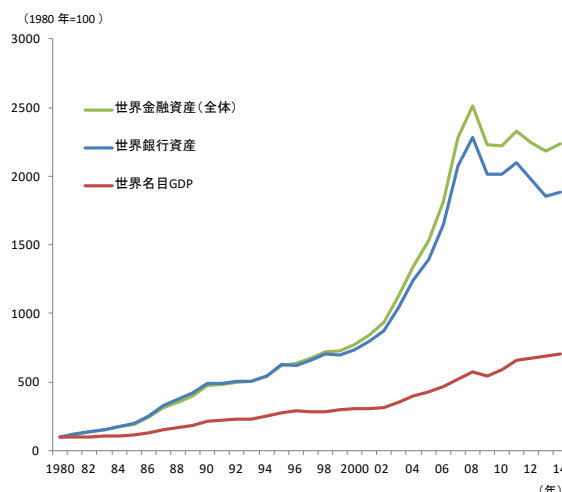
銀行は実体経済を支える脇役であるという観点から考えると、本来、銀行資産の増加度合いは、実体経済の成長スピードと大きく乖離しないはずであるが、2008年の世界金融危機後、この関係が崩れている。近年、世界的な金融資産の膨張が実体経済規模より3倍超にまで増大しており、両者のギャップが広がっている（図表2-9）。

図表2-8 世界の金融・銀行資産、世界名目GDPの推移（残高ベース）



（出所）IMF、BISのデータベースより筆者作成。

図表2-9 世界の金融・銀行資産、世界名目GDPの推移（1980年=100）



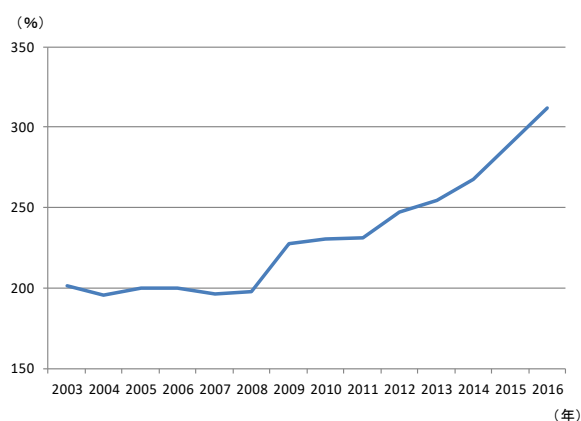
（出所）IMF、BISのデータベースより筆者作成。

中国も近年の世界金融・銀行資産の増大構図と同様に、2016年末の中国の銀行資産は232.3兆元と、同名目GDP74.4兆元の3倍を超えており、2008年の世界金融危機後の銀行資産の増加に伴い、名目GDPに占める銀行業の比重も上昇し続けている（図表2-10）。2009年に、中国の実質GDP成長率の年率9.2%の増加に対して、銀行資産は、前年比26%の増加と、両者ともに大幅に乖離している。2012年以降に新常态に入り、中国の経済成長率は同7.9%と低下したにもかかわらず、銀行資産は前年比18%の高い伸びを維持した。2016年に、中国の経済成長率は既に同6.7%までに減速したが、銀行資産は依然として前年比16.5%の二桁増が続いた（図表2-11）。このように、中国の銀行資産の増加は、シャドーバンキングの急拡大と密接な関係がある。

2013年以降、預金から理財商品への流出（預金の移転）によってもたらされた資金不足を補填するために、銀行が負債側のインターバンク取引を大幅に拡張するようになった。

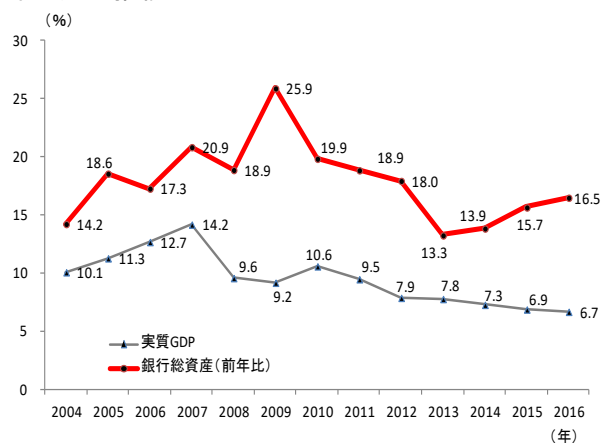
また、銀行理財商品など関連のオフバランス取引の規制影響などを受けて、銀行が主にインターバンク取引などを通じて、バランスシートの拡大や金融機関の信用チェーンの拡張に寄与した。他方では、金融活動におけるレバレッジ率の上昇や、金融システム内におけるリスクの高まりをももたらしている。

図表 2-10 中国の銀行資産対名目 GDP の推移



(出所) CEIC のデータベースより筆者作成。

図表 2-11 中国の実質 GDP と銀行総資産（前年比）の推移



(出所) IMF、CEIC のデータベースより筆者作成。

第 3 は、規制回避の行動が続いていることである。SB①は、常に規制回避の中で発展してきた形態である。2013 年以降、中国は制度的に預金・貸出の金利自由化¹¹³しているものの、実質的には金利規制が残っている。こうした金利自由化が進む中で、預貸金利差が縮小し、銀行にとっての安定的な収益源は従来の通り確保できなくなった。2013 年以降、銀行は、収益を維持するために、規制回避を目的としたオフバランス取引以外に、新たな収益源としたインターバンク取引へ拡大せざるを得ない状況に追い込まれた。例えば、前述の規制回避を目的としたインターバンク取引が 2013 年以降に急拡大した。こうした SB①のビジネスモデルは、規制変化に伴って常に変化し、発展していた。

第 4 は、規制裁定の目的で SB①の業務が急拡大していることである。裁定取引の観点からみると、SB①は常にノンバンクなどの規制監督が緩いチャネルとの協業を追求していた。銀行は、理財商品やインターバンク取引などで資金を調達し、ノンバンクなど様々なチャネルを通じて貸出資産をオフバランス化して、規制監督の枠組みの外で裁定機会を追求した。2015 年以降、実体経済の減速加速の下に、緩和的な金融政策と規制監督の強化を

¹¹³ 貸出金利の下限は 2013 年 7 月 20 日に、預金金利の上限は 2015 年 10 月 24 日に撤廃された。

背景に、多くの SB①の資金は、金融システム内に滞留して、レバレッジの上昇や期間ミスマッチ、信用拡大などにより裁定取引を増幅させた。また、SB①の資金は、これまで貸出を厳格に抑制する分野、すなわち、不動産開発プロジェクト、地方政府の融資プラットフォームのほかに、「両高一剩」とも呼ばれたエネルギー多消費、高汚染、生産能力過剰業種・企業へ流れた。

第 5 は、2013 年以降の金融緩和と金融自由化の促進を背景に、金融イノベーションを加速したことである。近年、金融機関の競争が激化する中で、銀行収益に影響を与えた。また、銀行預金金利差の縮小や一部異業種の金融への参入などにより、銀行間同士の競争は一層激化した。さらに、規制強化による裁定機会を失った SB①は、新たなビジネスモデルの展開に着手し、金融イノベーションを通じて、更なる裁定機会と収益を追求することになる。こうした中で、銀行が収益を維持・追求するために、規制回避を前提としたオフバランス取引、銀行とノンバンクの協業、インターバンク取引などの様々なチャネルを利用して、SB①の業務が拡大している。

特に、中国政府・規制当局は、近年の金融緩和と金融自由化を促進するとともに、金融イノベーションを奨励する姿勢を示した。こうした背景を受け、信託会社、証券会社、ファンド運用会社・その子会社、証券系資産管理会社、保険会社などのノンバンクが急速に台頭し、その関連の理財商品（資産運用商品）、保険商品、インターバンク預金やインターバンク理財など様々な金融商品を誕生させた一方、外部委託投資や、ストラクチャードファイナンス、多重的な迂回融資などを通じてインターバン取引(シャドールバンキング①型)の拡大をもたらした。

以上の側面から、2013 年前後の中国のシャドールバンキング①型の急拡大の原因と発展メカニズムを分析した。これまでの発展段階と形成背景を踏まえ、第 3 章では、SB①の主な業務実態を考察する。

第3章 銀行システム内外を統合したシャドーバンキング（SB①型）の主な業務実態

中国のシャドーバンキングは、表面的には商業銀行と関係がないようにみえるが、水面下で両者は資金を融通し合い、利益面で相互に関連し合っている。銀行預金が様々なチャネルを通じて銀行内部から外部へ流出した結果、国内の資金調達における銀行による人民元貸出以外の部分が次第に拡大している。ここで銀行システム内外と統合したシャドーバンキングと呼ぶのは、主に銀行が直接関与しているからである。

中国のシャドーバンキング①型（以下、SB①）は、中国の金融制度と規制の制限の中で、銀行と同様に金融仲介機能を果たしていながら、規制を掻い潜る形で、銀行を中心とした様々な形態によって行われており、いわば銀行の影の存在となっている。SB①は、金融イノベーションと規制監督の駆け引きの中で発展している。本章では、銀行システム内外を統合したSB①の主な業務実態を考察する。具体的には、商業銀行との関連業務、オフバランス取引、とりわけ銀証合作、銀行のインターバンク取引の関連業務を取り上げる。

第1節 商業銀行との関連業務

商業銀行との関連業務の実態は、様々な方法を通じて貸出総量規制を回避していることから、主に銀行のある部門かある商品から形成されている。具体的には、以下に説明するように、①貸出関連の資産運用商品、②貸出総量規制回避を目的とした双方向買い切り操作による銀行引受手形業務、③金融イノベーションの下で銀行自身の投資部門によって開発された証券化商品などが含まれる。

1-1 銀行貸出関連の資産運用商品

中国のSB①の担い手は、銀行内部の資産運用（理財：アセットマネジメント）担当部署である。商業銀行の資産運用部門は、その最も代表的な存在である。2004年以来、国内の商業銀行が資産運用商品（理財商品）やサービスを次々と打ち出した。それらは、米国のシャドーバンキングの特徴を多く備えている。銀行間で取り扱う資産運用商品を大きく2つに分けると、1つは銀行資産プールに類似した貸出関連の運用商品であり、主にインターバンクの債券市場に投資される。2017年末に、銀行理財商品の投資先対全体資産の割

合をみると、債券は 42.19%、現金と銀行預金は 13.91%などの標準化資産が全体の約 6割を占めている¹¹⁴。

もう 1 つは、第 1 章の第 2 節「主要プレーヤーとビジネスモデル」で説明した、銀行と信託会社が提供する「銀信合作」商品である。その他に、組成された資産運用商品と適格国内機関投資家（QDII¹¹⁵）の資産運用商品などもあるが、シャドーバンキングの特徴を有するのは、貸出関連の資産運用商品と銀信合作関連商品のみである。後者は、信託会社が関与しているため、銀行システム内外を統合したシャドーバンキングである。

資産運用商品では、銀行は 2 つのチャンネルを通じて貸出が可能となる。1 つは伝統的な貸出関連の資産運用商品である。しかし、監督規制の強化に伴い、この種の商品数が次第に減少している。もう 1 つは、資産運用商品を組み合わせることで融資を行うものである。資産運用業務について、中国銀行業監督管理委員会の規制緩和の下で、銀行が債券、貸出、手形などの資産運用商品を合成し、バランスシートの資産圧縮を通じて流動性を確保している。この方法は簡単で実用的であるが、潜在的なリスクを抱えている。

1-2 貸出規模制限回避の手形

規制によって貸出規模が制限される中で、抜け道を探す銀行は少なくない。こうした中で、銀行が手形の双方向売買（買い取りと売り戻し）操作を通じて貸出規模を拡大している。

手形の双方向売買とは、商業銀行が農業信用社と協力して実施する 3 段階の取引を指し、中央銀行による貸出規模の制限を回避するのが狙いである。第 1 ステップとして、商業銀行が手持ちの割引手形を農村信用社に再割引を依頼する。第 2 ステップとして、銀行と農村信用社が手形の買い戻し契約を締結し、手形は農村信用社から銀行への「売り戻し条件付き買入」資産へと変わる。これによって、買い戻し期日に農村信用社から銀行によって手形が買い戻されることとなる。最後の第 3 ステップでは、銀行と農村信用社が買い戻し契約を実行し、銀行は手形を買い戻す。

¹¹⁴ 銀行業理財登記託管中心（2018）。「中国銀行業理財市場報告（2017 年）」，2 月 2 日，p.11。
<https://www.chinawealth.com.cn/resource/830/846/863/51275/51877/2127154/1517561327233873880242.pdf>

¹¹⁵ QDII(Qualified Domestic Institutional Investors：適格国内機関投資家)とは、承認を受けた国内機関投資家に対して、海外証券資産への投資を制限つきながら認めるものである。外国機関等投資家に国内証券資産への投資を認める QFII とは、対をなす概念である。中国の QDII は、商業銀行、保険会社、証券業経営機関の三本柱で構成されるが、それぞれ監督官庁と準拠法が異なるなど、独自のスキームが形成されている。

一部の農村信用社は依然として古い会計規則を採用しているため、第2ステップにおいて、農村信用社が銀行と買い戻し契約を締結した時点で、これらの手形は農村信用社のバランスシートから分離される。同時に、銀行が「売り戻し条件付き買入」でこれらの手形を処理すれば、「手形関連融資」と区別され、中国人民銀行の貸出規模の中に含める必要がない。このようにして、商業銀行は中国人民銀行の貸出総量規制を回避することが可能になる。このような手形の売買操作によって、商業銀行が農村信用社と協力して巧みに手形関連融資を簿外資産に移し、シャドーバンキングが形成された。

1-3 投資銀行と資産証券化商品

シャドーバンキングに用いられる代表的な金融手法は資産証券化である。資産証券化には次の2つが含まれる。1つは伝統的な資産証券化である。これは基礎となる資産の信用リスクの全部もしくは一部を資産譲渡や信託などの方法を通じて、投資家に転嫁するものを指す。基礎となる資産のキャッシュフローを用いて、リスクプロファイルの異なる2つ以上の証券が組成される。もう1つは、債務担保証券(CDO)や資産担保証券(ABS)といった複雑な資産証券化である。基礎となる資産の信用リスクの全部もしくは一部を信用デリバティブや保証を通じて投資家に転嫁し、残余資産を証券化する取引である。ここでも、リスクプロファイルの異なる少なくとも2つ以上の証券が組成される。

中国の資産証券化の実施は、先進国と比べて遅れている。2005年4月に、中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会の「貸出債権証券化テストに関する管理弁法」の公表を受け、中国の資産証券化は試行的プログラムが開始された。第1回試行限度額は150億元であった。また、同年12月に国家開発銀行ABS(41.77億元)、中国建設銀行MBS(資産担保証券、30.17億元)など銀行融資資産証券化商品が発行された。その後、2007年4月に第2回試行限度額は600億元まで拡大した。しかし、2008年5月以来、米国のサブプライムローン問題の影響とマクロ金融政策の調整を受けて、中国では貸出資産の証券化プロセスは遅々と進んでいない。発行規模からみると、2008年12月末までに、全部で16種類の累計667.85億元相当の資産担保証券が発行された。

2008年のサブプライム危機発生以降、中国では資産証券化が急減した。2009年以降には証券化の新規発行を停止し、証券化市場の育成を見合わせていた。それまで国内貸出資産の証券化は、海外の経験に鑑み、「試行しながらルールを作る」という形で推進してきたが、規制・監督当局はルール作りに重点をおき、貸出資産証券化に対して終始慎重な態度

を取った。

しかし、2012年5月に中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）と財政部は、第3次証券化試行プログラム（限度額500億元）を信用貸付資産証券化市場によって行う旨の通知を出して、ようやく資産証券化が再開された。さらに、中国国務院が、2013年7月に「金融による経済構造調整とモデルチェンジ・グレードアップ支援に関する指導意見（金融10条）」では、貸出債権証券化テストの対象の一層の拡大が決定され、発行枠も現在の500億元から3000億元に増加すると報道された。今後大企業以外に、中小企業の融資資産証券化も視野に入っている。

第2節 オフバランス取引の関連業務①

銀行のオフバランス取引は、銀行システム内外を統合したシャドーバンキングの典型例である。それが伝統的な銀行業務には属しないものの、銀行に類似した機能を持っている。通常、銀行が金融仲介者となり、信用貸付の資金を銀行システム外から調達する。これらのシャドーバンキングは、主に以下の3種類を含む。具体的には、委託貸付、銀信合作、銀行とノンバンクの複数チャンネルの合作があげられる。なお、近年、急拡大した銀証合作とインターバンク取引の関連業務について、第3節と第4節でそれぞれ詳しく分析する。

2-1 委託貸付

委託貸付は、委託者が銀行を通じて第三者に貸し出す形式である。現在、委託貸付を行う企業は、主に以下の2つに分かれる。1つは、グループ企業の親会社とその関連企業に委託貸付を提供するものである。この種の委託貸付は、主に上場会社とその関連企業の間で発生する。上場会社は資金提供の中核として、子会社に低利子で貸出を提供する。もう1つは、大型企業グループや上場会社が余剰資金か借入金を利用して、高金利で不動産や銀行からの借入が困難な企業に貸出して利鞘を稼ぐものである。

通常、上場企業は商業銀行の貸出先となっており、銀行から比較的容易にしかも低金利で融資を受けられる。2011年上半期の公表データによると、上場企業の委託貸付の平均利回りは16.8%、最も高いもので20%を超えた。これらの企業は転貸融資で10%の利鞘を稼ぐが、一般的事業を営む場合、10%の利益率を確保するのは非常に困難である。この結果、本業から逸脱して高利回りの転貸融資で利益を確保しようとする企業が多く現れた。

2-2 銀信合作（銀行と信託会社との協業）

中国銀行業監督管理委員会の分類では、銀信合作は、主に銀信資産運用の協業とその他の協業の2つに分類される。銀信資産運用の協業とは、銀行が資産運用計画で調達した資金を信託会社に委託し、信託会社が受託人として信託契約に従って資金の管理・運営・処分を行うことを指す。銀信その他の協業は主に、①貸出資産証券化における協業、②信託計画のプロモーションにおける協業、③信託資金代理徴収における協業、銀行における信託資産VIP口座開設、④委託資産による金融機関株式への投資、などを含む。現在、市場での銀信協業は、主に銀信資産運用の協業を指す。

銀信資産運用の協業において、銀行が預金者に信託商品を販売し、販売代金を一括して信託会社に運用を委託する。銀行は信託会社から貸出金利より低い手数料を得るが、これらの信託商品がオフバランスとなるため、銀行の資本サイドに計上せずに済む。また、貸倒引当金を積む必要もなく、中国銀行業監督管理委員会からの規制も殆どあるいは全く受けない。一部の銀行が引当金の計上や資本規制の要求などを回避するため、信用貸付の資産運用商品を設計・販売し、信託会社を通じて貸出を簿外に移し、このような銀信合作が新規貸出の増加をもたらした。銀信合作による資産運用商品の販売モデルにおいて、市場資金がタイトになり、融資コストが高くなると、個人投資家のリターンが逆に増える。そのため、このモデルが一時期不動産開発プロジェクトにおける主な融資方法となっていた。

2-2-1 規制回避目的の貸付資産譲渡と信託貸付の業務

2008年から2011年にかけて、銀信合作は、銀行の理財商品の関連資金の迂回融資を行うための主要なチャネルとなった。銀信合作で提供する理財商品は、貸出商品が中心であった。代表的なものは、貸付資産譲渡と信託貸付の2種類がある。貸付資産譲渡とは、銀行が理財商品を発行し、募集した資金を信託会社に委託して、銀行自身か他行の貸付資産に投資する商品のことを指す。貸付資産譲渡は、主に銀行の貸付資産残高の活用に利用された。一方、信託貸付は、銀行が理財商品で募集した資金を信託プランへの投資を通じて、間接的に企業へ融資することである。信託貸付は、主に銀行の貸付資産の増加に活用された。

まず貸付資産譲渡のビジネスモデルの例を挙げる。例えば、銀行Aが企業に対して貸出を行うこととする。銀行Aは、流動性を確保するために、その貸出資産が満期到来する前

に、信託会社にそれを譲渡し、信託会社により当該貸出資産の信託プランを組成してもらう。一方、銀行 B は、理財商品で募集した資金を上記の信託プランの購入に充てるため、実質的に銀行 A が保有していた貸出資産が、信託会社を介して銀行 B へと譲渡されることになる。この業務プロセスにおいて、銀行 A は、バランスシート上の貸出資産をオフバランス化する一方、銀行 B は購入した当該貸出資産をバランスシート上の貸出項目ではなく、投資項目下の「売掛金」などとして計上するため、銀行の貸出総量規制を回避することができる。

次に信託貸付について確認しておく。一部の企業が銀行に融資プランを提示しても、銀行は貸出総量規制や貸出業種の制限から、当該企業に直接融資することができない。そこで、信託会社が企業に投資する信託プランを用意し、銀行がその投資に必要な資金を理財商品の発行という形で募集する。銀行が募集した資金を、信託会社が提供する信託計画受益権の購入に充て、帳簿記入の時、「売掛金」か「売買目的金融資産」という投資項目に計上して、「合法的な」貸出を実現することができる。これらの貸出は、バランスシート上の貸出資産として計上しないため、銀行の貸出総量規制を回避することができる。

このように、銀信合作によって、貸出資産が銀行のバランスシートに正確に反映されていないため、銀行の自己資本比率が過少評価され、規制当局にとって監督が難しくなった。また、銀行は理財商品の発行で調達した資金を、信託会社を経由して企業に貸出している。その資金はオフバランス化したため、銀行の法定準備預金額¹¹⁶の積み立てから免れた。しかし、実際に市場に流入するマネーサプライが増えており、社会全体の流動性を増大したため、中央銀行として金融調節が一層難しくなった。

2-2-2 銀信合作の急拡大とその規制対応

世界金融危機後、2009年初の4兆元の景気刺激政策の副作用の影響を受け、政府・規制当局がこれまで巨額の資金が流入した不動産開発プロジェクトや地方政府融資プラットフォーム向けの貸出審査が厳格化した。こうした背景を受けて、銀行がオフバランス取引

¹¹⁶ 準備預金制度とは、市中銀行の預金の一定割合の額を中央銀行に預け入れさせる制度である。このようにして中央銀行に当座預金または準備預り金として預け入れなければならない最低金額を、「法定準備預金額」（または所要準備額）と言う。中国の預金準備率は大型商業銀行で通常17%、株式制商業銀行や都市商業銀行、外資銀行で通常15%、ファイナンス会社やオートローン会社で7.0%となる（2016年3月1日より適用）。なお、2017年9月30日に、中国人民銀行が「金融包摂に対する預金準備率の定向引下げ実施に関する通知」を発表した。金融包摂を促進するために、小・零細企業・農村向け融資が一定の比率を満たした銀行（大型商業銀行、株式制商業銀行、郵政貯蓄銀行、都市商業銀行、外資銀行、県以外の農村商業銀行）について預金準備率を引き下げる。

の迂回融資のチャンネルを通じて、銀信合作の理財業務が拡大した。2007年以降、銀信合作の理財商品が増えた。普益財富と西南財形大学信託・理財研究所の統計によれば、2007年の銀信合作の理財商品の発行数と規模はそれぞれ634件、1,800億元であったが、2009年末では同24,565件、2.46兆元までに急増加した¹¹⁷。

銀信合作の発展については、大きく2段階に分けられる。第1段階は、2008年から2009年の期間である。この段階では、貸付資産譲渡を中心として銀信合作の理財商品が急増し、発行数は一時的に銀信理財商品全体の5割を超えた。しかし、2009年12月に、銀監会が「銀信合作業務関連事項の更なる規範化に関する通知」（銀監発〔2009〕111号）¹¹⁸を公表した。銀監発〔2009〕111号では、信託会社が銀行から貸付資産、手形資産・信託貸付などの融資類銀信理財合作業務¹¹⁹を引き受ける時、自らの資産管理職責を資産譲渡側か理財商品の発行銀行側に委託することを禁じ、銀信合作の理財商品をさらにその発行銀行の貸付資産か銀行の引受手形資産に投資してはならない、と規定した（図表3-1）。これを受け、貸付資産譲渡の理財商品の発行は大きく制限された。

図表3-1 中国の銀信合作業務に関する規制強化の通達

¹¹⁷ 中国銀行業監督管理委員会のデータによる。

¹¹⁸ http://www.cbrc.gov.cn/govView_F0BF92FE32814EF3A0614803E0D33367.html

¹¹⁹ 融資類業務とは、信託貸付、貸付資産譲渡、引受手形、買戻し条件付き投資、証券担保貸付債権等の資産証券化業務を指す。

公布時期	通達名	主な内容
2008年12月	「銀行と信託会社業務合作の手引き」(銀監発〔2008〕83号)	・ 銀行は、銀信合作に関連する信託商品及び当該信託商品項目下の財産運用対象などに対していかなる担保を提供してはならない。 ・ 信託会社が銀行保有の貸付資産、銀行引受手形などの資産に投資する場合、買い上げ方式を採用しなければならない。また、銀行によるいかなる形での買戻しを禁止する。
2009年12月	「銀信合作業務関連事項の更なる規範化に関する通知」(銀監発〔2009〕111号)	・ 銀信合作業務において、信託会社は受託人として、デューデリジェンスの職責を他の機関に委託してはならない。銀行貸付資産、銀行引受手形資産及び信託貸付などの融資類業務において、信託会社は、資産管理の職能を資産譲渡側あるいは理財商品の発行銀行に委託してはならない。 ・ 銀信合作の理財商品は、当該商品を発行する銀行自身の貸付資産あるいは銀行引受手形資産に投資してはならない。
2010年8月	「銀信理財合作業務関連事項の規範化に関する通知」(銀監発〔2010〕72号)	・ 信託会社の融資類銀信理財合作業務に関しては、残高比率の指標をもって管理することとする。融資類銀信理財合作業務の残高は、銀信理財合作業務全体の30%を超えてはならない(通達公布日より実施)。 ・ 商業銀行は、2011年末までにオフバランスの資金をバランスシートに計上し、150%の貸倒引当金比率に従って貸倒引当金を積みねばならない。また、大手銀行は11.5%、中小銀行は10%の自己資本比率に従って、自己資本を積み増ししなければならない。
2010年12月	「銀行業金融機関貸付資産譲渡業務の更なる規範化に関する通知」(銀監発〔2010〕102号)	・ 銀行業金融機関は、貸付資産を譲渡するにあたり、真实性原則を順守し、虚偽の資産譲渡をしてはならない。譲渡側は、いかなる明確あるいは隠蔽の買戻し条件を付けてはならない。譲渡と譲受の双方が買戻し契約を締結し、すなわち、レポ取引などの方法で規制回避をしてはならない。 ・ 銀行業金融機関は、貸付資産を譲渡するにあたり、完全性の原則を順守し、譲渡対象の貸付資産は、すべての未償還元本と受取利息を含まなければならない。
2011年1月	「銀監会の銀信理財合作業務の更なる規範化に関する通知」(銀監発〔2011〕7号)	・ 各商業銀行は同通知に従い、2011年末まで銀信理財合作業務のオフバランス資産をオンバランスにし、原則として、(2011年末までに)銀信合作の貸出残高を四半期ごとに前期比25%を圧縮しなければならない。 ・ 商業銀行がバランスシートに計上していない銀信合作信託貸付に関しては、各信託会社は10.5%の比率に応じてリスク引当金を積みねばならない。
2012年2月	「信託会社の引受手形の信託業務等関連事項に関する通知」(銀監発〔2012〕70号)	・ 信託会社は、商業銀行とあらゆる引受手形資産の譲渡・譲渡業務を展開してはならない。 ・ 銀信合作業務において、信託会社による自主管理原則を厳守し、融資類業務の残高を銀信合作業務残高の30%以内に抑え、超えた場合は融資類銀信合作業務の展開を即時に停止しなければならない。

(注 1) 融資類業務とは、信託貸付、貸付資産譲渡、引受手形、買戻し条件付き投資、証券担保貸付債権等の資産証券化業務を指す。

(注 2) 網掛けは銀信合作、銀信理財合作業務の主な規制内容。

(出所) 中国銀行業監督管理委員会の各通達より筆者作成・訳出。

第 2 段階は、2010 年から 2011 年における信託貸付の理財商品の増加である。しかし、2010 年 8 月に、銀行の理財商品の急増によるリスクを防ぐために、銀監会が「銀信理財合作業務関連事項の規範化に関する通知」(銀監発〔2010〕72号)¹²⁰を公表し、銀信合作に対する全面的な規制強化を図った。銀監発〔2010〕72号では、信託会社に対し、融資類銀信理財残高を銀信理財合作業務全体の30%以内に制限した。他方、商業銀行は、2011年末までにオフバランスの資金をバランスシートに計上し、150%の貸倒引当金比率に従って貸倒引当金を積みねばならない。それと同時に、大手銀行は11.5%、中小銀行は10%の自己資本比率に従って、自己資本を積み増すことを義務付けた(前掲図表3-1)。また、商業銀行と信託会社の銀信理財合作業務における投資関連の資金用途についても、非上場会社の株式への投資を禁じた。

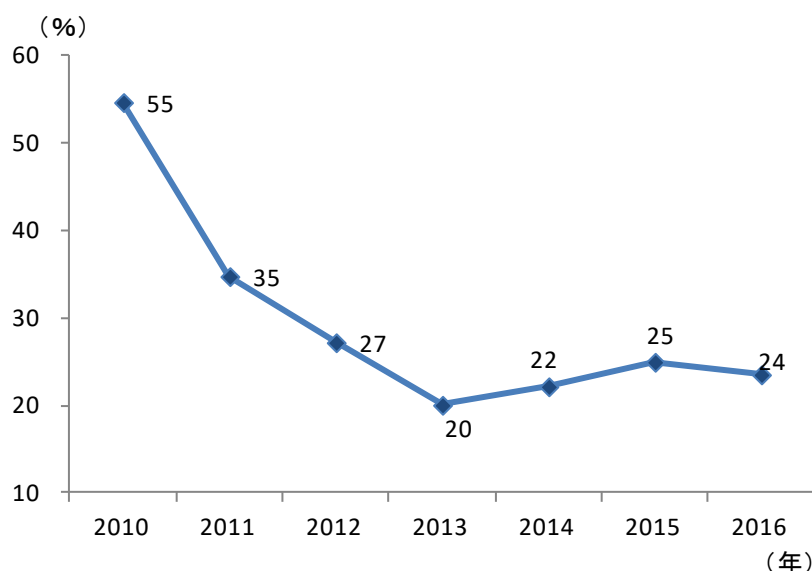
さらに、2010年12月と2011年1月に、銀監会は「銀行業金融機関貸付資産譲渡業務

¹²⁰ www.gov.cn/gzdt/2010-08/12/content_1678233.htm

の更なる規範化に関する通知」(銀監発〔2010〕102号)¹²¹と「銀監会の銀信理財合作業務の更なる規範化に関する通知」(銀監発〔2011〕7号)¹²²を公表した。両通知では、各商業銀行に対して、2011年末までにオフバランスの銀信理財合作業務をオンバランスに計上し、原則として、銀信合作の貸出残高を四半期ごとに前期比25%を圧縮するよう求めた(前掲図表3-1)。

これら一連の規制強化の影響を受け、銀信合作における規制裁定の機会が薄れ、銀信合作のビジネスモデルに大きな衝撃を与えた。こうした銀信合作業務の制限の中で、銀信合作対信託会社管理資産残高の割合は、2010年の55%から2016年の24%まで急低下した(図表3-2)

図表 3-2 中国の銀信合作対信託会社管理資産残高の割合



(出所) CEIC のデータベースより筆者作成。

こうした規制強化後、銀行は信託会社の代替チャネルを模索し、証券会社、ファンド、保険会社など多くのノンバンクとの協業へと発展した。銀行は、規制回避の目的で理財商品の投資先を変更したほか、信託会社にとって代わり、バランスシート上の資産をオフバランス化できる新たなチャネルを探した。

¹²¹http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/20101221747F40F6A7E79BBCFFFE4C40F7E67B00.html

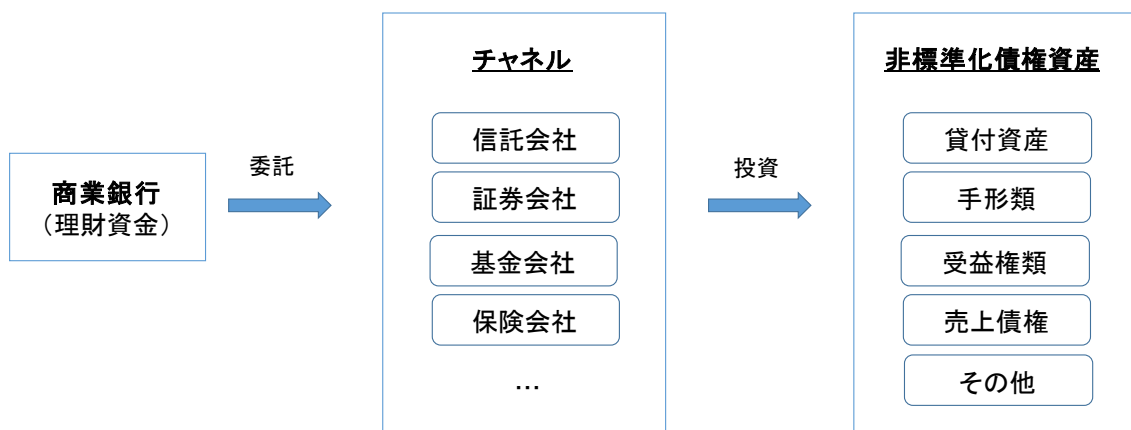
¹²²www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/201101207D1920FC03AFB481FF195D011AB8C800.html

2-3 銀行とノンバンクの複数チャネルの合作

その後銀行は、銀信合作の単一チャネルから、銀銀（銀行と銀行）、銀証（銀行と証券）、銀基（銀行とファンド）、銀保（銀行と保険）など複数チャネルとの合作へと転換した（図表3-3）。

銀行が規制回避による融資拡大を実現するため、信託会社や証券会社などと協業し、銀行の理財資金による信託や資産管理計画の購入を通じて、貸付資産、手形類、受益権類、売上債権などの非標準化債権資産に投資するモデルが中心となった。銀信合作や銀証合作のほかに、銀証信や銀証基の三者合作モデル、異なる商品を組入れたパッケージ商品なども出現した。これらの金融商品のイノベーションにより、SB①の構造が複雑化になるとともに、レバレッジによる信用創造も拡大した。

図表 3-3 中国の銀行とノンバンクの複数チャネルの合作の構図



（出所）筆者作成。

しかし、上述の銀行とノンバンクの複数チャネルの構造において、銀行と仲介役のノンバンクは必ずしも対等のものではなかった。銀行は、資金・担保の提供、投資プロジェクトの選別などにおいて支配的な立場にあった。すなわち、銀行がノンバンクの複数チャネルを利用して、銀行の理財資金のオフバランス化を図り、規制を回避するとともに迂回融資を拡大させた。一方、信託会社と証券会社などノンバンクは、銀行の指示やアドバイスに基づき、その指定された資産にしか投資できず、本来の資産管理などの業務運営スキルを発揮できなかった。こうした中で、信託会社や証券会社などのノンバンクは、チャネル利用の対価として、銀行から僅かな手数料しか徴収できず、規模拡大で利益を確保するほ

かはなかった。

ここで銀行とノンバンクの複数チャンネルへの拡大背景について、次の通り整理できる。2009年春に、世界金融危機の対策として政府は4兆元の景気刺激策を打ち出した。これにより、中国各地の地方政府や不動産関連事業者が長期投資で収益率の低いインフラ投資プロジェクトや不動産開発などへの投資を積極的に行った。これらのプロジェクトと不動産開発の資金は、主に銀行の貸出で賄っていた。しかし、2010年から2011年にかけて、4兆元の副作用として消費者物価と不動産価格が高騰したため、当局が金融緩和から引き締めへとスタンスを変更し、銀行の不動産開発関連の貸出や銀信合作に関する規制も強化した。その結果、銀行の貸出資金は計画通りに、地方政府のインフラ投資プロジェクトと不動産開発事業に投入できなくなった。業績を追求する地方政府は、地方政府融資プラットフォームを経由して、銀行から高い金利の非標準化債権資産の融資を受けざるをえなくなった。これに加えて、それまでの数年間、中国の不動産価格の急上昇により、莫大な利益を得ていた不動産開発事業者は、金利の高い非標準化債権資産の融資を通じて事業拡大のための資金を調達した。

他方、厳しい金利規制と銀信合作の規制強化の下に、銀行は、規制回避と規制裁定を図るため、ノンバンクなど複数のチャンネルを新たに開拓し、高い利回りの非標準化債権資産（貸付資産、手形類のレポ取引、信託受益権）への融資を拡大した。

2-3-1 手形類のレポ取引、信託受益権の拡大とその規制対応

上述の銀信合作の規制強化後、銀行は、2011年から2012年の間に、手形類のレポ取引や、信託受益権を中心とした貸出規模の拡大に注力した。

2011年から2012年にかけて、地方政府と不動産事業者は、インターバンク市場や証券取引場では市場取引されていない債権資産、すなわち非標準化債権資産の融資で流動性を確保した。両者の融資ニーズを満たすため、商業銀行と農村中小金融機関は、新旧会計基準の違いを利用して、レポ取引（手形）を通じて、これらの非標準化債権資産に投資して貸出規模を拡大した。

中国のレポ取引（FAHURA）¹²³は、米国のシャドーバンキングと同様に、近年金融機関のイノベーションの中で最も積極的に拡大した業務の1つである。レポ取引の資産は、

¹²³ Financial assets held under repurchase agreements.

中国政府国債（CGBs¹²⁴）、中国人民銀行・中央銀行の手形、銀行引受手形（短期）、有価証券・銀行借入金が含まれる。これらの資産は、レポ取引ベースでの貸借対照表には、資産側の売戻条件付買入（中国語で買入返售）¹²⁵と負債側の買戻条件付売却（中国語で売出回購）¹²⁶として表示される。

売戻条件付買入のレポ取引の実際の業務については、次の通りである。商業銀行は、農村中小金融機関を利用して、「割引手形」を「売戻条件付買入金融資産（中国語で買入返售）」に転換して、貸出を増やすとともに資本コストを減らした。一方、農村中小金融機関は、借り方の「売戻条件付買入金融資産」と貸し方の「買戻条件付売却金融資産」を通じて、短期間で資産規模の拡大を実現した。

手形類のレポ取引が急増する中で、2011年6月に、銀監会は「手形業務監督管理の確実な強化に関する通知」（銀監発〔2011〕197号）¹²⁷を公表し、手形類のレポ取引に対して規制強化を実施した。銀監発〔2011〕197号では、各地域の監督部門は、現場検査で発見した会計処理の不備や貿易事実のない銀行引受手形の発行、銀行引受手形融資の断続発行、自己勘定による保証金の不正取得、手形割引資金の不動産や株式市場への流入など、制度の不備を利用した手形業務規模の隠蔽問題について、改善を求めるとともに、法に従って関連の機関・責任者・経営幹部の責任を厳しく追及しなければならない（図表3-4）。

2010年から2011年にかけての中国人民銀行による金融引き締めや、2013年6月の上海銀行間短期金融市場の金利高騰の影響を受けて、銀行は非標準化債権関連の業務を見直し、手形類レポ取引は顕著に縮小した。

図表 3-4 中国の手形業務、商業銀行理財業務の規制強化の通達

公布時期	通達名	主な内容
2011年6月	「手形業務監督管理の確実な強化に関する通知」（銀監発〔2011〕197号）	・ 各地域の監督部門は、現場検査で発見した会計処理の不備や貿易事実のない銀行引受手形の発行、銀行引受手形融資の断続発行、自己勘定による保証金の不正取得、手形割引資金の不動産あるいは株式市場への流入など、制度の不備を利用した手形業務規模の隠蔽問題について、改善を求めるとともに、法に従って関連の機関、責任者及び経営幹部の責任を厳しく追及しなければならない。
2013年3月	「商業銀行理財業務投資運営関連問題の規範化に関する通知」（銀監発〔2013〕8号）	・ 本通知の公表する前に投資した非標準化債権資産について、商業銀行は自己資本の貸出に照らし、「商業銀行資本管理弁法（試行）」の要求に従い、2013年までにリスク加重資産を算出するとともに資本を積み増ししなければならない。 ・ 理財資金による非標準化債権資産※への投資残高は、いかなる時点において、理財商品残高の35%以下、かつ商業銀行総資産（前年度）の4%を超えてはならない。 ※ 非標準化債権資産とは、インターバンク市場及び証券取引市場で取引されていない債権のある資産である。貸付資産、信託貸付、委託債権、銀行引受手形、信用状、売上債権、各種受益権、買戻し条件付きエクイティの融資などが含まれる。

（出所）筆者作成。

¹²⁴ China government bonds.

¹²⁵ Buying back the sale of financial assets.

¹²⁶ Financial assets sold for repurchase.

¹²⁷ <https://wenku.baidu.com/view/43719420482fb4daa58d4b2b.html>

一方で、2011年には信託受益権類の規模は倍増した。信託受益権のレポ取引は、事実上、規制監督を回避するために編み出された銀信合作のアップグレード版であり、銀行と信託会社の間に橋渡し役の仲介事業者（仲介企業、証券会社、ファンド会社、保険会社など）を取り込むことで実現した金融業務である。2011年から2012年の間、銀行理財の資金は、信託受益権への投資が可能で、かつバランスシートへの計上を必要としなかったことが背景にある。具体的には、仲介事業者は、信託会社と資金信託契約を締結して、信託会社に融資対象企業への貸出を委託する、仲介事業者は信託受益権を獲得する、一方、銀行は仲介事業者から信託受益権を購入することにより、貸出資産が信託受益権へと変わり、規制監督を回避することができる、という流れであった。その結果、銀行理財の大量な資金が間接的に非標準化資産への投資に流れ込んでいる。

このように、レポ取引の投資対象である非標準化債権資産は、規制監督を受けていないため、2013年3月に、銀監会は「商業銀行理財業務投資運営関連問題の規範化に関する通知」（銀監発〔2013〕8号）¹²⁸を公表し、銀行理財商品のオフバランス取引による非標準化債権への投資を制限した。銀監発〔2013〕8号では、銀行理財商品による非標準化債権資産への投資残高を全体の理財商品残高の35%以下、かつ商業銀行総資産の4%を超えてはならないと規定した（前掲図表3-4）。

2013年6月以降、銀行間市場における金利高騰の教訓を活かし、銀行は非標準化債権の圧縮を通じて流動性を確保した。これにより、手形レポ取引業務が打撃を受けたほかに、信託受益権を通じて非標準化債権資産への投資業務も影響を受け、拡大のペースが鈍化した。

2-3-2 同業代行支払業務の拡大とその規制対応

これまでの銀信合作や手形類のレポ取引などの規制強化に加え、商業銀行の預貸比率規制の厳格化（図表3-5）を背景に、2011年に商業銀行、とりわけ中小銀行は規制回避を目的とした同業代行支払業務¹²⁹を通じて、貸出を拡大させた。同業代行支払（中国語で同業代付）とは、銀行が客からの申請に基づき、同業の金融機関に委託して当該顧客の貿易

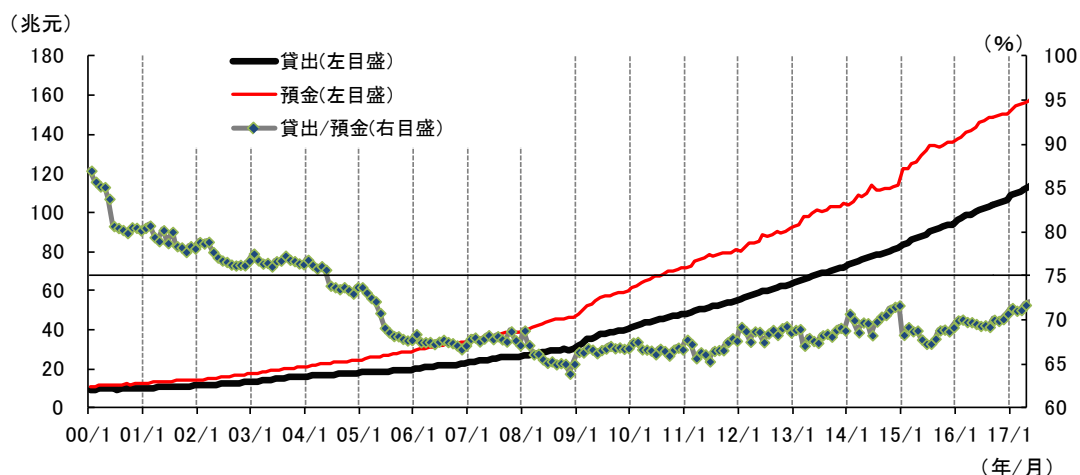
¹²⁸ www.cbrc.gov.cn/govView_2B22741AFBC446CF890636DACAB71166.html

¹²⁹ 同業代行支払（中国語で同業代付）とは、商業銀行（受託側）が金融機関（委託側）からの委託を受け、委託側の法人顧客に対して資金を支払い、委託側と約定した償還期日に委託側から元本と金利を償還してもらう資金の融通行為を指す。

決済の短期融資と支払業務を行うことである。2012年以前までは、同業代行支払業務は、銀行のオフバランス業務として、受託行の支払も銀行の貸出項目に計上されず、「同業資産」か「売上債権」として計上された。同業資産に対する資本の積み立ては少なく、貸出の規模に殆ど影響しない。同業代行支払により、企業が融資を受けることができる一方、委託側の銀行と受託側（代行支払）の銀行は、貸出資金をバランスシート上の貸出項目に計上する必要がないため、貸出規模の実体を過少評価することができる。

2012年8月に公表された「同業代行支払業務管理の規範化に関する通知」（銀監発〔2012〕237号）¹³⁰では、同業代行支払業務をオンバランスへの計上を義務化したため、貿易を偽って行った同業代行支払は規制され、以降同業務の規模が大幅に落ち込んだ。

図表 3-5 中国金融機関の預金、貸出、預貸率（貸出/預金）の推移



（出所）CEIC のデータベースより筆者作成。

このように、SB①の業務拡大を受けて、当局からシステミックリスクを防止するための規制強化案を相次ぎ打ち出した。これに伴い、SB①のチャネルコストが上昇し、商業銀行が収益拡大を維持するには、新たなシャドーバンキングのモデルを開発していく必要に迫られた。銀信合作に次いで、2012年から2013年にかけて、銀行と証券会社の協業（銀証合作）が急拡大し、銀行の投資対象は非標準化債権資産へと広がった。銀証合作はSB①の中で重要な意味を持つため、次の第3節でその発展メカニズムと業務実体を詳しく考察する。

¹³⁰ <https://wenku.baidu.com/view/8480f11114791711cc79179c.html>

第3節 オフバランス取引の関連業務②：銀証合作

銀証合作（銀行と証券の協業）は、中国のSB①の重要な一部である。銀証合作は他のシャドバンキングの業務より提供開始が遅れたものの、その拡大スピードは急速である。その拡大の背景には、銀行の規制裁定による利益追求と金融機関が直面する厳しい市場競争があった。銀行は、証券会社の定向資産管理業務を通じて、貸出制限を回避して实体经济に資金を供給することができる。一方、銀行はオフバランス化を通じて資金を提供しているため、潜在的に信用リスクと流動性リスクの上昇をもたらしている。本節では、銀証合作の特徴とその発展要因、業務実態などについて考察する。

3-1 銀証合作の定義とその特徴

銀証合作とは、証券会社をチャネルとして商業銀行が自行顧客を対象に提供する投資ツールのサービスである。銀証合作のビジネスモデルは、銀行が理財商品の発行で資金を募集し、それを証券会社が組成した集合資産管理計画か定向資産管理計画の購入に充てるという銀行と証券会社の協業である。

証券会社は、主に定向資産管理計画¹³¹（単一の資産運営プラン）に基づき、委託者（一般的に銀行を指す）からの指令に従って投資を行い、委託者から資産管理費を徴収する。定向資産管理業務は、銀証合作の主要形態である。銀証合作業務では、一般的に定向資産管理計画がよく利用される。2016年末時点、定向資産管理業務の残高は、資産管理業務全体の約85%を占めた¹³²。

証券会社の定向資産管理業務は、ファンド会社が提供する特定顧客向けの理財業務との性質が同じである。証券会社は、専門的な資産管理業務を通じて、顧客から委託された資金の投資収益を最大化することを目的に行動し、顧客に代わり投資を行う。委託者は自然人、法人、法に則って設立された組織のいずれでもよい。委託された資産には、現金、債券、資産担保証券、証券投資ファンド、株式、金融デリバティブ商品、証監会が認めるその他の資産が含まれる。

¹³¹ 証券会社の資産管理業務について、第2章第1節の「これまでの拡大経緯とその発展段階」で言及した。定向資産管理計画とは、証券会社が単一顧客（銀行）から資金を応募し、顧客との間で契約を締結して投資範囲などを約定する。証券会社がこの約定内容に従って、顧客からの指示を受けて投資を行う資産管理サービスのことを指す。

¹³² 中国証券投資基金協会のデータによる。

定向資産管理業務は、証券会社の伝統的な業務の1つである。ただし、本論文の定向資産管理業務は、伝統的な資産管理業務と違い、主に銀行の仲介業務（チャンネル）の役割を果たす金融イノベーションの定向資産管理業務を指す。すなわち銀証合作は、伝統的な定向資産管理業務のイノベーションであり、銀行と証券会社のそれぞれの優位性を融合したほか、証券会社という新たなチャンネルによる銀行の規制回避もできた。銀信合作の運営特徴については、以下の3点が指摘できる。

第1は、銀証合作において、銀行と証券会社の分担責任には非対称性が存在する。銀証合作の基本的な運営モデルとして、銀行が理財商品などの形で資金を募集し、委託人という身分で証券会社と定向資産管理契約を締結する。証券会社は、定向資産管理業務の運用会社として定向投資を行う。このモデルの下で、銀行が資金調達と投資運営の責任を負い、証券会社が資産管理のチャンネルのみを提供する。銀行は、委託者として、原則としてすべての信用リスクを負う一方で、証券会社が殆ど費用負担無しで資産管理費を徴収している。銀証合作業務の拡大に伴い、銀行が負担するリスクも相対的に増えていく。

第2は、銀証合作の業務拡大に伴い、証券会社の定向資産管理の規模も増大したものの、証券会社は、そこから得られる実際の利益が限定的である。銀証合作の運営モデルでは、証券会社がチャンネルを提供するだけで、取引全体の資産管理手数料しか得られない。証券会社の仲介業務の運営コストが比較的到低いとは言え、銀証合作の業務に参入する同業他社の数が増加する一方で、証券会社間における管理費の値下げ競争が激化した。証券会社が、仲介業務から得られる平均的な資産管理手数料は、僅か0.02~0.05%である¹³³。

第3は、銀証合作は、銀行システム内外を統合したシャドールバンキングの1つの形式であり、SB①の性質を持っている。具体的には、次の4点が指摘できる。①銀証合作は、銀信合作と同様に、オフバランス取引の一種である。同業務は、伝統的な銀行貸出モデルの限界を打破し、準証券化の形式で銀行の理財資金のオフバランス化による貸出規模が拡張した。同時に、銀行は銀証合作を通じて、預貸比率規制と自己資本規制を回避し、实体经济への資金供給を実現した。

②銀証合作は、本来取引当事者がリスクを負うべきものの、実際には「暗黙の保証」の形で銀行にリスクが転嫁されていることである。銀証合作は、名目上、中国人民銀行の「最後の貸し手」機能の流動性供給を受けられないが、中国政府の管理の下に、事実上、銀行による「暗黙の保証」（中国語で隱性担保）と「確実な償還」（中国語で剛性兑付）という

¹³³ 張明、高海紅、劉東民(2014).『透視中国影子銀行体系』,p151.

特徴を持っている。銀行の資金源は、主に理財商品の発行により個人や投資家から募集した資金である。その資金の貸出先は、主に不動産開発事業者と地方政府の融資プラットフォームである。その意味で、銀行と証券会社は、実質的にリスクを共有していたと言える。

③リスク管理の視点から、銀証合作は、期間のミスマッチや、定向資産管理計画の不透明性、損失分担責任の曖昧などの特徴を有する。また、同業務は証券会社のチャネルを経由することで、SB①の信用チェーンが長く複雑化した。

④肯定的な評価の観点から、銀証合作は、銀行の規制回避を目的とした一種の金融イノベーションである。同業務は、規制が厳格化する中で、銀行のオフバランス取引を通じて実体経済への資金提供を支えた。銀証合作は、今後の中国の金融システムの改革に拍車をかけ、ある意味で金利自由化、資産管理業務・証券化業務のイノベーションを促進しているとも言える。

3-2 銀証合作の発展要因

銀証合作の業務拡大は、規制強化と市場競争激化の中で、銀行が規制回避・規制裁定による新たなビジネスモデルを展開した結果である。その発展要因については、以下の2つの側面から考察する。

第1は、制度的な要因である。①2009年に4兆元の景気刺激政策の副作用の影響で、金融政策と銀行貸出規制の変更によるものである。2010年に、不動産価格の高騰と地方政府融資プラットフォーム債務の急増に対処するために、中国人民銀行と銀監会は、金融引き締め政策と、商業銀行による不動産開発事業者および地方政府融資プラットフォームへの新規貸出を厳しく制限した。これまで景気刺激策の恩恵を受けたプロジェクトは、銀行から継続的な融資を正常なチャネルでは受けられなくなった。

こうしたプロジェクトがデフォルトに追い込まれる事態に陥れば、銀行はそれまでの融資を回収できず、不良債権比率が上昇するリスクが高くなる。そこで、資金チェーン断裂による不良債権比率の上昇を防止するため、銀行は、信託、証券、ファンド、保険などのノンバンクとの協業を模索し、様々なチャネルを通じて、融資の拡大を図った。その一方で、地方政府からの資金ニーズが強く、収益の拡大を狙う銀行にとって、魅力的な新規貸出先となった。

②規制強化の影響である。当初、銀行は信託会社との協業（銀信合作）により、銀行理財商品の発行を拡大し、融資を続けた。規制当局は、こうした銀行理財商品発行の急増、

とりわけ銀行のオフバランス取引の急拡大による金融リスクが懸念された。本章の第2節で述べたように、2010年以降、銀監会は、銀信合作業務、手形業務、商業銀行理財業務の規制強化の通達を相次ぎ発表した。銀監会は、商業銀行に対して2011年末までに、銀信理財合作業務のオフバランスの資金をバランスシートへ計上することや、手形保証金に対する預金準備金の預け入れ、同業代行支払業務のリスク資産への計上と引当金の積み上げを義務付けた。

③規制緩和の影響である。銀監会が銀信合作に対する規制を強化する一方で、2012年に証監会が証券会社の資産管理業務に関する規制を緩和した。2012年10月に、証監会は「証券会社顧客資産管理業務の管理弁法」(第87号)、「証券会社集合資産管理業務の実施細則」([2012] 29号)、「証券会社定向資産管理業務の実施細則」([2012] 第30号)を公表し、証券会社の資産管理計画の投資範囲を大幅に拡大した。

第87号では、証監会は、審査における従来の許可制から届出制に改め、証券会社による資産運用商品の投資範囲拡大を認めた。特に、定向資産管理業務において、投資家と証券会社が相互合意の下で、投資範囲を約定できることを認めた。また、証券会社の各種業務のリスク準備金比率を下げるとともに、ネット資本に関する計算方法も緩めて、ある意味で証券会社の資産管理規模の上限を引き上げた。こうした一連の規制緩和の流れを受け、銀証合作は、銀信合作の代替チャンネルとして誕生し、急速に発展した。これにより、銀証合作の主要業務である定向資産管理計画は、それまで証券会社の主要サービスであった集合資産管理計画にとって代わり、急拡大した。

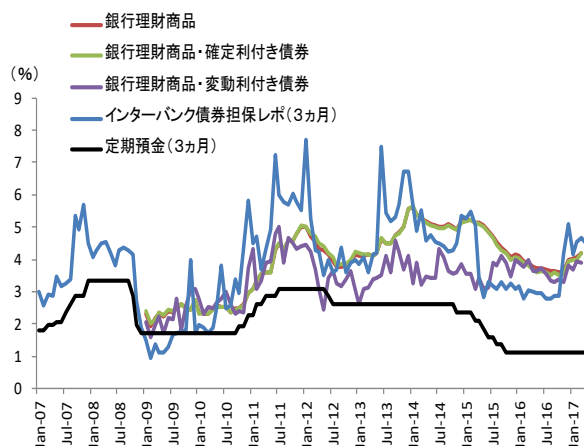
第2は、市場競争激化の要因である。2009年春の4兆元の景気刺激政策を受けて、銀行の新規貸出が急速に増加した。しかし、銀行は、貸出の急増で預貸比率75%以内の上限制限や、8%の自己資本比率規制に抵触する恐れがあった。さらに、中国政府・金融当局が国内金融市場を十分に開放せず、人為的に金利を市場レベル以下に抑えていた。銀行は、金融抑圧の下で預金金利の引き上げはできないが、預金より利回り高く、金利規制対象外の銀行理財商品の大量発行に注力した。その結果、理財商品を巡る競争が激化し、銀行理財商品の利回りが上昇した。図表3-6で示したように、銀行の定期預金(3ヵ月)が1.10%に対して、各種銀行理財商品の運用利回りは変動しているものの、おおむね4%台の高い水準を維持していた。そこで、銀行は、非元本保証型理財商品の発行による資金プールを通じて、資産のオフバランス化を実現し、貸出を拡大した。

このように、銀行は、こうした高い利息の理財商品の発行コストを抑えるとともに、収

益の拡大を維持するために、更なる広範囲の貸出チャンネルを開拓する必要があった。証券会社との協業は、こうした市場競争と銀行自身のニーズから生まれた必然的な結果とも言える。

一方、証券会社は、証券市場の低迷を背景に、証券会社のブローカー業務やアンダーライター業務（株式などの引き受け業務）による収入が減少し、新しい収入源を確保する必要があった。2008年以降、中国の株式市場の低迷が続く中で（図表3-7）、2013年6月の証券会社営業収入のうち、代理販売収入は340.47億元と、2011年12月より50.6%減少した¹³⁴。また、株式新規公開も、2012年10月に一時中断されたため、証券会社の2013年の株式引き受け業務やアドバイザー業務の純収入は前年比63.1%も減少した¹³⁵。このように、証券会社は、株式市場の低迷による収入減少を補うために、利鞘が薄いものの、事業拡大のチャンスのある銀行という重要な顧客との協業を積極的に展開した。

図表3-6 各種銀行理財商品の運用利回り、インターバンク債券担保レポの利回り、定期預金比率（3ヵ月）の推移



（出所）CEICのデータベースより筆者作成。

図表3-7 中国の株式市場の推移



（注）足元は2017年5月8日値。

（出所）CEICのデータベースより筆者作成。

3-3 銀証合作業務のビジネスモデル

銀証合作の定向資産管理業務¹³⁶のビジネスモデルについては、銀行は、理財商品などの

¹³⁴ Windのデータベースによる。

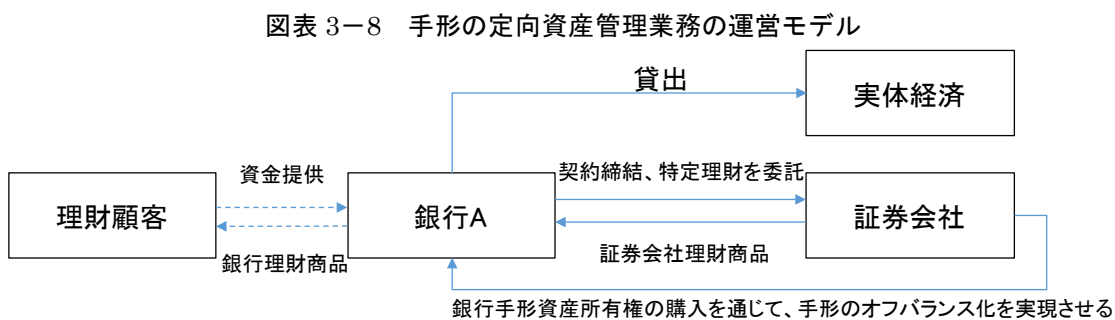
¹³⁵ Windのデータベースによる。

¹³⁶ SMA (Separately Managed Account) に相当。一対一の投資管理サービスを提供する資産管理業務のことを指す。ラップアカウントの一種。証券会社などの金融機関が、投資家から投資判断に関する一任を受けた上で、投資家の口座において、ポートフォリオの設計から運用に関するアドバイス、実際の売買・管理、アフターフォローまでを一括して提供するサービス。手数料・報酬は、運用資産残高に応じて一定

形で資金を募集し、委託者（銀行）として証券会社と定向資産管理契約を結び、資金の管理を証券会社に委託する一方で、証券会社は、定向資産管理プロジェクトの管理者として、委託者である銀行の指示に従って手形や特定信託プランなどの商品に投資する。銀証合作の定向資産管理業務の投資対象は、組入れ商品の違いから、主に手形や特定収（受）益権、委託貸付、売上債権、信託商品などの非標準化債権資産に分かれる。

3-3-1 手形の定向資産管理業務

手形の定向資産管理業務とは、証券会社が銀行の委託を受け、銀行の手形資産を購入する業務のことを指す。手形の定向資産管理業務は、割引手形と割引前手形の2種類がある。手形の定向資産管理業務の運営モデルについては、図表3-8の通りである。



（出所）筆者作成。

このモデルの下で、銀行Aは理財商品を発行して資金（オフバランス資産）を募集する。また、証券会社の資産管理部門に当該資金の管理を委託するとともに、定向理財契約の締結を通じて証券会社の資産管理部門に銀行Aの割引手形（オンバランス資産）を購入させる。このプロセスで、銀行Aは、証券会社を通じて、オンバランス資産となる割引手形をオフバランス化し、預貸比率の低下と自己資本比率の上昇を実現するとともに、実体経済への貸出をさらに増やすことが可能となる。

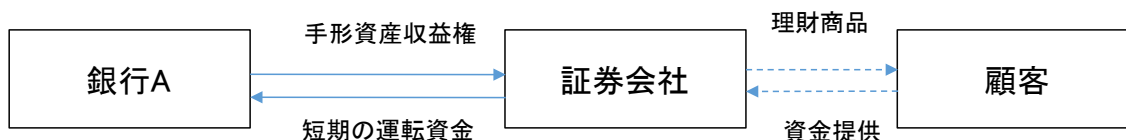
一方、割引前手形は、定向資産管理計画が譲渡側から譲渡手形（収益権）を譲り受け、手形カスタディアン（手形の引受銀行の支店）に当該譲渡手形の審査や保管を委託するとともに、手形カスタディアンに当該資産を質入れとして差し出す。譲渡金額は一般的に定向資産管理計画の口座から手形譲渡側の口座へと振り込まれる。

の金額が支払われる。

3-3-2 特定収（受）益権の定向資産管理業務

特定収（受）益権の資産管理業務とは、証券会社が商業銀行の委託を受け、特定プロジェクトの収益権に投資する業務を指す。特定収（受）益権は、主に銀行の手形収益権で構成される。具体的な運営モデルは、図表 3-9 の通りである。

図表 3-9 特定収（受）益権の定向資産管理業務の運営モデル



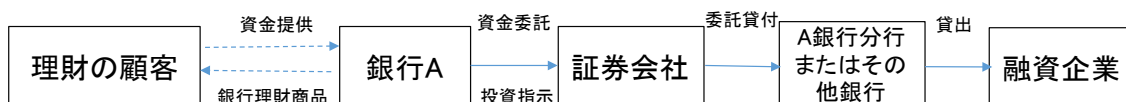
（出所）筆者作成。

このモデルの下で、証券会社が理財商品を発行して資金を募集する。当該資金をもって銀行が保有する満期前の手形収益権を購入する。ここで得た利益は顧客（投資家）に分配され、証券会社は顧客から資産管理費用と業績報酬を受け取る。手形の定向資産管理業務と異なるのは、証券会社が投資しているのが、銀行の手形資産の受益権であり、手形資産の所有権を購入している訳ではない。従って、銀行のバランスシート上では割引手形のオフバランスができないため、手形は依然として銀行の貸出残高に含まれている。ある意味で、このモデルは、資産証券化に類似している。それは、銀行が証券会社を通じて、より多くの短期の運転資金を獲得できるからである。

3-3-3 委託貸付の定向資産管理業務

委託貸付の定向資産管理業務とは、証券会社が出資者の委託を受け、定向資産管理業務の受託者として提供する委託貸付業務のことを言う。その運営モデルは、図表 3-10 の通りである。

図表 3-10 委託貸付の定向資産管理業務の運営モデル



（出所）筆者作成。

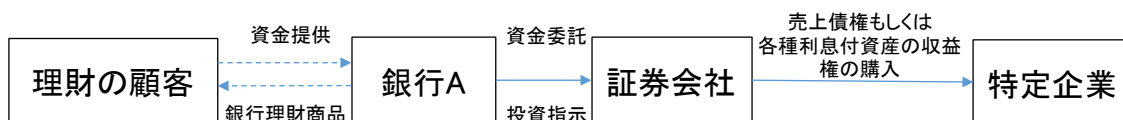
このモデルの下で、銀行 A は理財商品の発行を通じて資金を募集し、当該資金を証券会社に委託して、特定の借り手（融資企業）に貸出する。貸出が満期になった後、借り手が

定向資産管理計画に返済し、証券会社はここで得た関連収益を委託人に分配する。実際の運用では、証券会社はまず A 銀行の支店（その他の銀行）と委託貸付の契約を締結し、当該銀行に銀行 A から受取った委託貸付の資金を振込む。委託貸付の資金を受け取った銀行より、実際の借り手（融資企業）に貸出を行う。このモデルのメリットは、出資者（銀行 A）と借り手（融資企業）を直接結ぶことができ、特定の借り手に対して融資することができることである。

3-3-4 売上債権の定向資産管理業務

売上債権の定向資産管理業務とは、証券会社が委託人の委託を受け、特定企業の売上債権や各種利息付資産の収益権（満期保有か企業の買戻し条件付き）に投資する業務を指す。その運営モデルは、図表 3-11 の通りである。このモデルの下で、銀行 A は理财商品の発行を通じて資金を募集し、当該資金を証券会社に委託して、特定企業の売上債権か各種利息付資産の収益権を購入する。このモデルを利用して、銀行は、投資制限か直接貸出不可の企業に対して融資を実行することができる。

図表 3-11 売上債権の定向資産管理業務の運営モデル



（出所）筆者作成。

3-3-5 銀行金融資産の定向資産管理業務

銀行金融資産の定向資産管理業務は、証券会社が委託者の委託を受け、銀行自身か他行の金融資産に投資することで理财商品の投資収益を獲得する業務のことを指す。同時に、銀行が資産のオフバランス化を実現し、バランスシートの調整ができる。その運営モデルについては、図表 3-12 の通りである。

図表 3-12 銀行金融資産の定向資産管理業務の運営モデル



(出所) 筆者作成。

このモデルの下で、銀行 A は理財商品の発行を通じて資金を募集し、当該資金を証券会社に委託して、銀行のオフバランスの金融資産に投資する。こうした投資向けの金融資産は、譲渡性預金の受益権や、信用状などのインターバンク取引が含まれる。

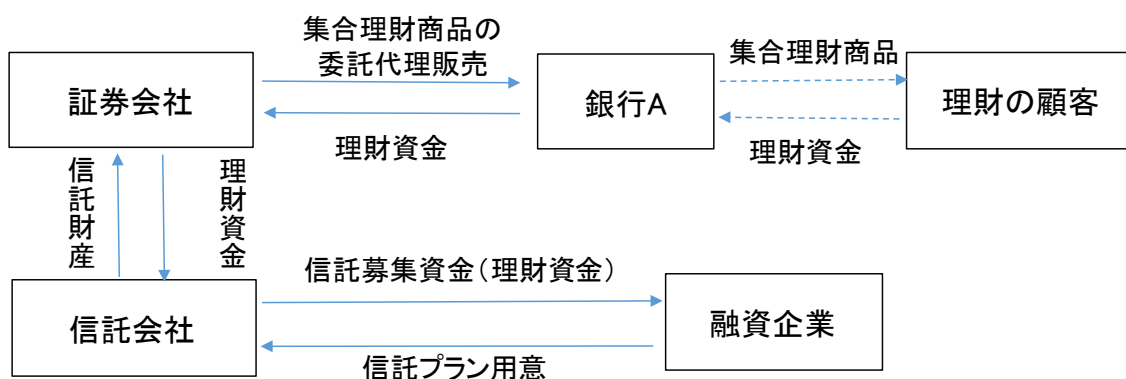
3-3-6 信託の定向資産管理業務

信託の定向資産管理業務は、銀行と信託会社の協業（銀信合作）のほかに、証券会社の仲介業務に加えて、銀行、信託会社、証券会社の三者協業（銀信証合作）によって実現されるビジネスモデルである（図表 3-13）。

その基本的な運営モデルとして、銀行は理財商品で資金を募集し、当該資金を証券会社に資産管理に委託する。証券会社は、当該資金をもって集合資産管理計画と定向資産管理計画を通じて信託会社の集合資金信託プランに投資する。最後に、信託会社を經由して顧客（企業）に融資を行う。

このモデルの下で、銀行 A は、証券会社の委託に基づき理財商品を代理販売することで資金を募集する。他方、証券会社の資産管理計画は、信託会社の信託プランによって決定される。この一連のプロセスの中で、証券会社が集合理財商品に対する投資権を持たないため、主に融資仲介ツールとして役割を果たす。一方、銀行 A は、集合理財商品を代理販売する以外に、融資対象の顧客を提供するほかに、信託会社と共同で信託商品を組成することも可能である。

図表 3-13 信託の定向資産管理業務の運営モデル



(出所) 筆者作成。

2012年2月に、「信託会社の引受手形の信託業務等関連事項に関する通知」（銀監発〔2012〕70号）¹³⁷が公表された（前掲図表3-1）。銀監発〔2012〕70号では、銀信合作業務において、信託会社による自主管理原則を厳守し、融資類業務の残高を銀信合作業務残高の30%以内に抑え、超えた場合は、融資類銀信合作業務の展開を即時に停止しなければならないとされた。こうした中で、銀行と信託会社は、証券会社との協業を通じて、証券会社のチャネルを経由して、信託会社の融資類業務が投資類商品への転換にシフトした。さらに、銀行と信託会社は、信託の定向資産管理業務の運営モデルを利用して、信託会社の融資類業務の規制（銀信合作業務残高の3割以内）を回避した。

上述の銀証合作のモデルにおいて、2012年から2013年にかけて、銀証合作で集めた資金の大半は、非標準化債権資産への投資に流れた。証券会社の資産管理業務は、銀行から大量の資金を引き受けるため、規模拡大がしやすく、リスクが急速に拡散する恐れがある。2013年3月に、証監会は、「証券会社資産管理業務監督管理の強化に関する通知」（証監弁発〔2013〕26号）¹³⁸を公表し、その他金融機関との資産管理業務におけるリスク管理を強化するよう、証券会社に求めた。2013年7月に、中国証券業協会も、証監会に続いて、「証券会社と銀行合作による定向資産管理業務展開の関連事項の規範化に関する通知」（中証協発〔2013〕124号）¹³⁹を公表し、証券会社と銀行の協業による定向資産管理業務の展開を認めつつも、証券会社に対して、リスク管理の確立や異なる特定プロジェクト計画における個別管理を求めた（図表3-14）。また、証券会社と協業する銀行に対して、2017年末の資産規模は300億元、自己資本比率は10%を下回ってはならないと制限を設けた。

図表3-14 証券会社の資産管理業務に関する規制強化の通達

¹³⁷ www.51wf.com/law/1241460.html

¹³⁸ <http://www.51wf.com/print-law?id=1247085>

¹³⁹ www.sac.net.cn/tzgg/201307/t20130719_62798.html

公布時期	通達名	主な内容
2013年3月	「証券会社資産管理業務監督管理の強化に関する通知」(証監弁発[2013]26号)	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社が、合作対象の資質、信用、管理能力、リスクコントロールのレベル等について総合的に評価し、慎重に合作の対象を選択しなければならない 契約の中で、関係者それぞれの権利と義務を明確に約定し、規定に違反して委託者に対して元本と収益を保証してはならない 投資商品に対するリスク評価メカニズムを確立し、とりわけ信託プラン、資産収益権、プロジェクト収益権などの店頭取引や非標準化債権資産の投資商品に対して、デューデリジェンスを徹底的に行い、投資リスクを十分に評価しなければならない 投資管理能力と専門サービスレベルの向上を図り、自主管理業務を重点的に展開しなければならない。
2013年7月	「証券会社と銀行合作による定向資産管理業務展開の関連事項の規範化に関する通知」(中証協発[2013]124号)	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社が定向資産管理業務を展開するにあたり、以下の行為があってはならない。①支社、営業部の独自による定向資産管理業務の展開、②資金プール事業の展開 証券会社が銀証合作による資産管理業務を展開する時、合作対象の銀行は以下の条件を満たさなければならない：直近1年の年末資産規模は300億元を下回らないこと、かつ自己資本比率は10%を下回らないこと。 委託者(合作対象銀行)は、証券会社が指示通りに行った投資行為に対し、すべての責任を負い、投資リスクを自ら負うとともに、関連紛争を対処しなければならない。

(出所) 筆者作成。

3-4 その他のチャネル

上述のように、銀信合作と銀証合作に対する規制が強化される中で、銀行は更なるチャネルの開拓が必要となった。こうしたニーズに呼応する形で、証監会は2012年9月に「基金管理会社特定顧客資産管理業務試行弁法」(第83号)¹⁴⁰を、保監会は2013年2月に「保険資産管理会社の資産管理商品業務の展開に関する関連問題の通知」(保監資金[2013]124号)¹⁴¹をそれぞれ公布した。資産管理業務の展開を大幅に緩和するこれらの法規や通達の公表を契機に、銀基合作(銀行とファンド会社の協業)と銀保合作(銀行と保険会社の協業)が、銀行の迂回融資の新たなチャンネルとして発展した。

銀基合作と銀保合作のビジネスモデルは、銀証合作と基本的に同様である。それは、銀行がまず理財商品の発行で資金を募集する、また、保険会社や基金公司の子会社と委託契約を交わし、これらの会社が発行する資産管理計画を通じて、理財資金を貸出、手形、受益権などの資産に投資し、最終的に実体経済への迂回融資を実現するというものである。

銀基合作について、2012年11月に、中国でファンド子会社3社の設立がはじめて許可された。2017年3月末には、この数は79社まで増加した。当初、ファンド子会社に対するリスク資本と自己資本の制約がなく、信託会社や証券会社よりも規制が緩く、レバレッジの運用が容易であった。ファンド子会社は、直接の貸出が実施できないものの、その以外の提供サービスに関して、殆ど規制を受けなかった。銀基合作において、銀行がファンド子会社への出資を通じて、当該子会社に資産管理計画の業務を委託する。ファンド子会社は、銀行が指定した顧客向けに貸出を実施し、非標準化債権商品や權益類商品などへと

¹⁴⁰ http://www.gov.cn/flfg/2012-09/28/content_2235112.htm

¹⁴¹ <http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5225/info236232.htm>

投資する。このスキームでは、銀行がファンド子会社への出資をオフバランス化して、資本の制約を避け、バランスシートの最適化を図ることができるとともに、規制された投資対象業種への投資も実現できる。

しかし、銀基合作の関連業務に関する SB①のリスクが顕在化する中で、2014年4月に、証監会は「特定顧客資産管理業務を展開する基金管理会社およびその子会社のリスク管理強化に関する通知」¹⁴²を公表し、ファンド子会社の仲介業務と資金プール業務を規制するとともに、ファンド子会社の設立の規制を設けた。その後、証監会は、2015年3月に「証券先物経営機関の資産管理業務の実施における8大禁止行為の細則」¹⁴³、また2016年7月に「証券先物経営機関の私募資産管理業務運営管理暫定規定」¹⁴⁴を公表し、ファンド子会社による資金プール業務の提供禁止のほか、資産管理業務におけるレバレッジについても制限をかけた（図表3-15）。

図表3-15 銀基合作の関連業務、証券先物経営機関の資産管理業務・私募資産管理業務に関する規制強化の通達

¹⁴² http://www.gov.cn/xinwen/2014-04/26/content_2667217.htm

¹⁴³ http://www.csrc.gov.cn/pub/hunan/xxfw/tzzsyd/qhtz/201503/t20150324_273962.htm

¹⁴⁴ www.csrc.gov.cn/pub/shanghai/xxfw/gfxwj/201612/t20161202_307091.htm

公布時期	通達名	主な内容
2014年4月	「特定顧客資産管理業務を展開する基金管理会社およびその子会社のリスク管理強化に関する通知」	<ul style="list-style-type: none"> ・ 基金管理会社及びその子会社は、法律法規の規定を順守し、以下の行為を禁じる： <ol style="list-style-type: none"> 1. 顧客利益に損害を与えること <ul style="list-style-type: none"> 具体的には、単一顧客商品を利用して顧客以外のいかなる機関と個人に利益を与えること、異なる顧客商品に対して不公平に取り扱うこと、単一顧客商品の資産を横領、流用すること、職務で得た未公開情報を漏洩し、自ら当該情報を利用してまたは他人に明示にあるいは暗示して関連取引を従事すること、親子会社間の非合法的な関連取引を利用して利益移転すること。 2. 商品に対する不当な宣伝と販促を実施すること。 <ul style="list-style-type: none"> 具体的には、規定に違反して顧客に対して収益あるいは損失を保証すること、不特定のユーザーに対して資金を募集する、または単一顧客商品に対して規定以上の人数から資金を募集するあるいは公開した宣伝と販促方法による資金を募集すること、顧客に商品リスクを十分に開示せず、虚偽の宣伝あるいは商品特徴に関する誇大宣伝を行い、過去の業績に関する不正確な陳述をして、顧客をミスリード、欺くこと。 ・ 基金管理会社及びその子会社は、リスク管理制度を確立し、リスクを確実に防止しなければならない。重点的な取り組みとして： <ol style="list-style-type: none"> ① デューデリジェンスと投資後管理の強化、② 管理、記帳と清算の単独実施、③ 仲介業務の規範化、④ 慎重な投資の実行、⑤ 流動性リスク管理の強化、⑥ 顧客サービスの徹底、⑦ 応急メカニズムの確立、⑧ 奨励拘束メカニズムの完備、⑨ 基金親会社による子会社の管理強化。 ・ 基金会社の設立が1年未満または、公募基金の管理規模が50億元以下の基金会社に対し、証監会は当該基金会社による子会社の設立申請を当分受け付けないこととする。
2015年3月	「証券先物経営機関の資産管理業務の実施における8大禁止行為の細則」	<ul style="list-style-type: none"> ・ 本細則の証券先物経営機関とは、証券会社、基金管理会社、先物会社および法に基づいて設立したその私募資産管理業務の子会社を指す。 ・ 非公平な取引や利益移転、非公開情報を利用した取引などによる投資者の利益を損害する行為があってはならない。 ・ 資産管理プランを販売する時、規定に違反して投資家に対し元金あるいは最低収益を保証する行為があってはならない。 ・ 不適切な宣伝、資産管理プランの販売および投資家に対するミスリード及び詐欺行為があってはならない。 ・ 資産管理プランを利用した商業賄賂を行ってはならない。 ・ 資金プール業務を展開してはならない、資産管理プランで非標準債権資産に投資する時以下の状況が存在してはならない： <ol style="list-style-type: none"> ① 異なる資産管理プランを混同して運営し、資金と資産が明確にマッチングできないこと； ② 資産管理プランが単独で記帳、決済を実施せず、複数の資産管理プランを合併して一つのバランスシートあるいは予算表を作成すること； ③ 資産管理プランが公開買い付け、買戻しあるいはロールオーバー発行する時に合理的な価値評価を実施せず、対応資産の実際収益率から離脱した価格評価を行うこと。 ・ ストラクチャード型資産管理プランのレバレッジ比率は10倍を超えてはならない。
2016年7月	「証券先物経営機関の私募資産管理業務運営管理の暫定規定」(証監会公告[2016]13号)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株式、混合類資産管理のレバレッジは1倍以内、先物、固定収益、非標準化債権資産類資産管理計画のレバレッジは3倍以内、その他資産管理計画のレバレッジは2倍以内、集合類資産管理計画の総資産はネット資産の140%以内に抑えなければならない。

(出所) 筆者作成。

このように、2013年以降、銀基合作と銀保合作に対する相次ぐ規制を受け、第4節で言及するインターバンク取引(銀行同業業務)が急拡大し、SB①の持続的な発展を支えた。

第4節 オフバランス取引の関連業務③：インターバンク取引

インターバンク取引(中国語で銀行同業業務)は、SB①のオフバランス取引の関連業務の中で、最もイノベーティブな金融分野であり、2014年以降その拡大ぶりが注目されている。その背景としては、2013年の銀監会による「商業銀行理財業務投資運営関連問題の規範化に関する通知」(銀監発〔2013〕8号)¹⁴⁵が発表されて以降、従来の理財業務を通じて迂回融資するのが困難となったことがある。

また、2013年6月に、上海銀行間短期金融市場で金利(SHIBOR)の高騰による資金

¹⁴⁵ www.cbrc.gov.cn/govView_2B22741AFBC446CF890636DACAB71166.html

不足が露呈した後、レポ取引（売戻条件付買入、買戻条件付売却）が厳格な規制を受けて、その関連金融資産のオフバランス化は禁止された。こうした中で、SB①における金融イノベーションの重心は、銀行のオフバランスからオンバランスへと回帰せざるを得なかった。そこで注目されたのが、インターバンク取引であった。

さらに、2013年12月に、中国人民銀行が「同業預金管理暫定弁法」（〔2013〕第20号）¹⁴⁶を公表した。〔2013〕第20号では、インターバンク預金（中国語で同業預金）の関連業務の規範化と、その融資チャネルの開拓を通じて、銀行負債の流動性や制御性を高めるため、インターバンク預金の再開を認めた。インターバンク預金は、新しい貨幣市場のイノベーションのツールとして、インターバンク取引の規制を受けず、銀行に規制裁定の新たな契機を与えた。本節では、インターバンク取引の定義とその構図、ビジネスモデルとその特徴について詳しく考察する。

4-1 インターバンク取引の定義とその構図

2013年6月に、中国のシャドーバンキングを巡って短期金融市場の金利急上昇で混乱が生じた後、同年11月に銀監会が「商業銀行同業融資管理弁法」（銀監会〔2013〕9号）¹⁴⁷を起草した。そこでは、インターバンク取引の定義が明確化されている。

同弁法にある同業融資（インターバンク取引）とは、中国国内で設立した合法の商業銀行が各種金融機関と展開する資金の借入と貸出業務のことを指す。主な業務として、インターバンクプレースメント、同業借入、同業当座貸越、同業代行支払、インターバンク預金、売戻条件付買入金融資産と買戻条件付売却金融資産（レポ取引）などを含む。また、本弁法にある金融機関とは、中国国内で設立した合法の政策性銀行、中国資本の商業銀行、独資の外資銀行、中外合資銀行、農村信用合作社聯社、企業集団のファイナンス会社、信託会社、金融資産管理会社、金融リース会社、自動車ローン会社、証券会社、保険会社、保険資産管理会社、外国銀行分行、中国銀監会が認可するその他の金融機関を指す。

当初、インターバンク取引は、銀行と銀行間の短期資金を融通するために機能していた。その後、規制回避・裁定取引を背景に、銀行は保険会社、証券会社、ファンド、信託会社などのノンバンクとの協業を通じて積極的にインターバンク取引を展開した（図表3-16）。2011年から2014年にかけて、銀行は、インターバンク取引に従来のインターバンク預金、

¹⁴⁶ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125835/2804807/index.html>

¹⁴⁷ http://www.360doc.com/content/13/1127/11/10853593_332517742.shtml

同業貸付（インターバンクプレースメント）のほかに、前述の手形類レポ取引（売戻条件付買入）や、信託受益権、同業代行支払を加えた。2014年以降、金利自由化の導入による預金と貸出の利鞘が縮小したため、銀行はさらに売上債権類投資、同業譲渡性預金、同業理財などのインターバンク取引を次々と展開した。現在、インターバンク取引は、貸出市場、貨幣市場、資本市場へと跨り、その拡大傾向が続いている。

図表 3-16 インターバンク取引の協業形式とそのサービス内容

インターバンク取引の協業形式	そのサービス内容
銀行と銀行	インターバンクプレースメント、貸付資産譲渡、決済代理、銀行手形代理、債券の相互購入、債務弁済資産の代理処置、企業債券の共同引受ほか
銀行と保険会社	代理販売、出口信用保険融資、連名クレジットカードおよび銀行保険専属商品ほか
銀行と証券会社	第三者カストディ、資産証券化資金保管、証券会社顧客資産カストディ、証券資金清算代理、債券レポ取引、インターバンク預金、プレースメント、証券担保融資、証券会社集合理財カストディほか
銀行とファンド	代理販売、カストディ、理財商品の共同発行、「一対マルチ」の特定顧客理財
銀行と信託会社	信託資金カストディ、信託融資、資産譲渡、理財商品、代理支払徴収ほか
銀行とフィナンサー	同業向け決済代理、手形の現金化、貸付資産譲渡、貸付資産譲受、プレースメント、現金管理、外貨資金管理代行、スーパーインターネットバンク(超級網銀)、人民元建て債券決済代理、投資銀行業務ほか

(出所) 筆者作成。

ここで、インターバンク取引の構図を説明する。商業銀行は、これまでバランスシートを利用して金融イノベーションを行い、従来の貸出業務に対する規制を回避して、貸出の規模を拡大してきた。図表 3-17 では、資金提供側、銀行のバランスシート、チャネル側、資産側の 4 つの側面から銀行システム内外を統合した SB①の基本構造を示したものである。

まず、資金提供側からみると、SB①の資金源は、家計と企業、人民銀行からの資金提供である。

次に、銀行バランスシートからみると、商業銀行が、SB①の業務を展開する方法は、主に 2 つある。1 つは理財業務である。銀行の理財業務は、主に元本保証型と元本非保証型の 2 種類に大別される。元本保証型の理財商品は、銀行のオンバランスシート上に計上されるため、預金管理と同様に、法定準備預金と預金保険金の納入が義務付けられている。また、その関連資産も銀監会の自己資本比率規制に適用しなければならない。元本保証型は、さらに元本と収益の両方を保証する元本収益保証型の理財商品と、元本のみ保証する

元本保証・収益変動型の2つに分けられる。

一方、元本非保証型の理財商品は、元本保証型の理財商品と異なり、銀行のバランス上に計上されないため、オフバランス取引に分類される。従って、元本非保証型の理財商品は本来のSB①に属する。元本非保証型の理財商品は、当期の収益に影響を与えるが、自己資本比率規制などの制約を受けない。このため、規制回避を目的とした元本非保証型の理財業務は近年急拡大しており、中国のSB①の主要な形態として位置づけられる。2017年末に、銀行の元本非保証型の理財商品は22.17兆元と、全金融機関の理財商品残高の75.05%を大きく占めた¹⁴⁸。

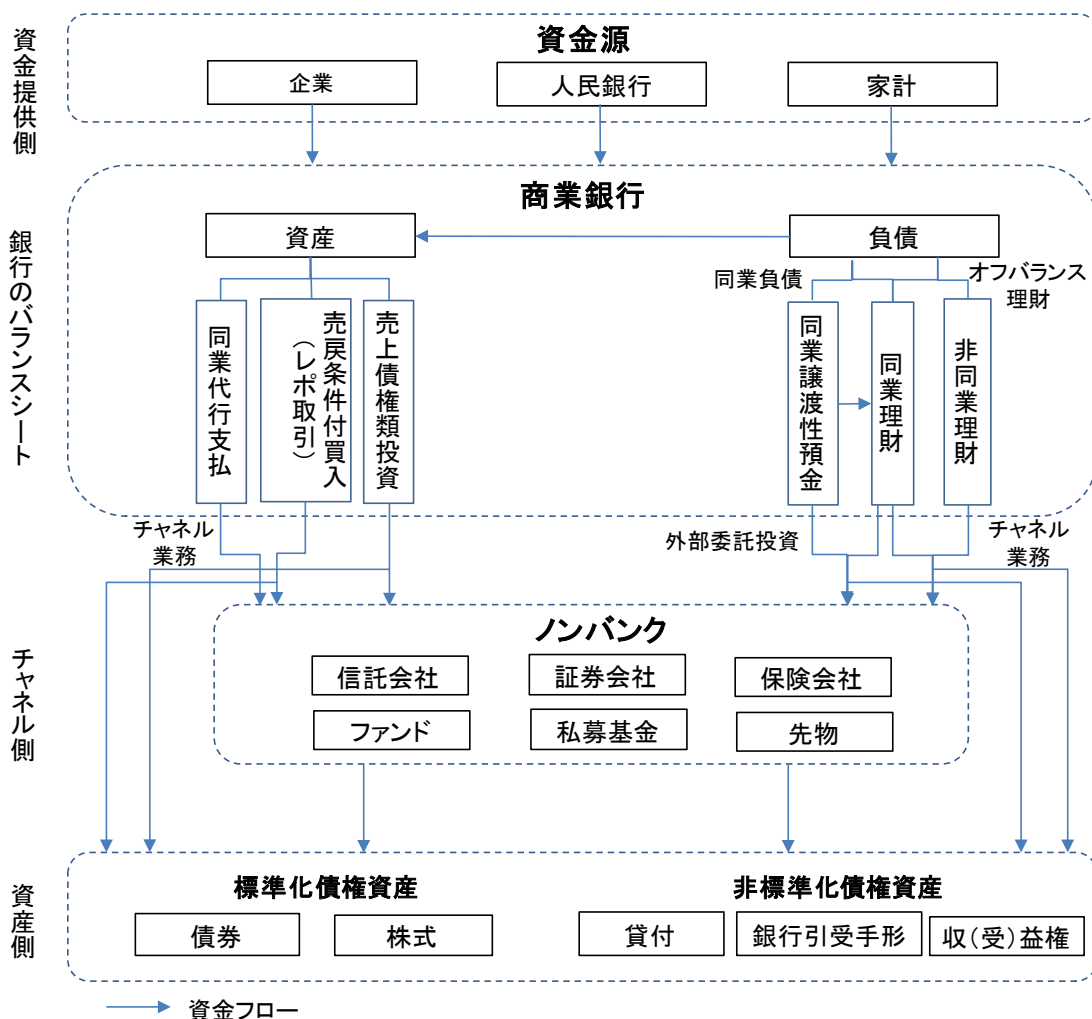
もう1つは、インターバンク取引である。インターバンク取引は、銀行の短期流動性管理のツールとして、銀行間の資金調達の機能を果たしている。その主要業務は、同業貸付（インターバンクプレースメント）である。しかし、銀行同士に貸出した資金は、銀行間で資金移動ができるため、銀行預金から銀行間資金（預金）へ変化させることができる。銀行間資金は、規制監督が回避できるため、同業代行支払、売戻条件付買入（レポ取引）、売上債権類投資、同業譲渡性預金など、インターバンク取引を利用したSB①の新しい形態が次々と誕生した。また、インターバンク取引は、理財業務と混合することもできるため、同業理財という新しい業務へと発展し、2015年以降、同業理財は、中国のシャドーバンキングの迂回融資のチェーンを構成するうえで、中心的な役割を果たしている。

チャンネル側からみると、信託会社、証券会社、保険会社、ファンドなどのノンバンクが、資金仲介役として、銀行からの資金に対する資産管理の機能を果たした。これらのノンバンクは、ストラクチャードファイナンス（仕組み金融）やレバレッジなどを通じて、最終的に利益を上げた。

資産側からみると、非標準化債権資産と標準化債権資産は、理財資金と同業資金の最終投資先となる。異なる時期において、資産の収益率と規制強化の度合も異なるため、理財と同業の資金は、非標準化債権資産と標準化債権資産の間で常に変動している。

図表 3-17 中国のシャドーバンキング①型の主要業務とビジネスモデル

¹⁴⁸ 銀行業理財登記託管中心「中国銀行業理財市場報告 2017年」 2018年2月2日付、pp.7-8。



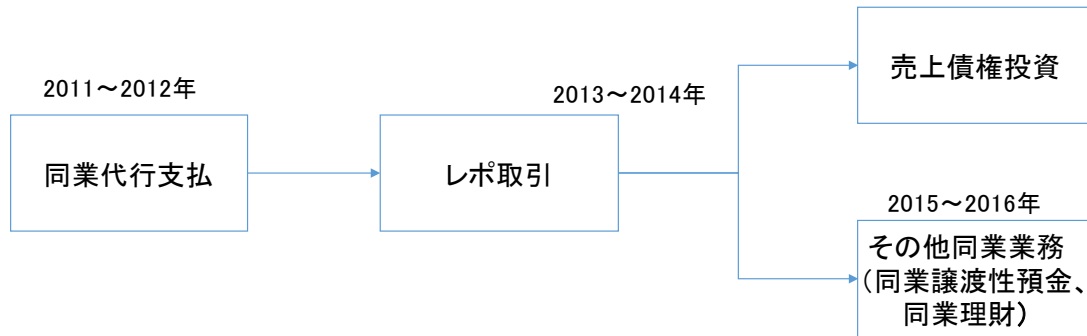
(出所) 筆者作成。

4-2 インターバンク取引の主要なビジネスモデル

ここで、インターバンク取引の主要なビジネスモデルを考察する。前掲図表 3-17 の通り、2011 年から 2014 年にかけて、商業銀行の資産側は、主に①同業代行支払、②売戻条件付買入（レポ取引）、③売上債権類投資などを中心に、インターバンク取引が行われた。一方、2014 年以降、金利自由化¹⁴⁹の進展に伴い、預金と貸出金利の利鞘が縮小したため、商業銀行が積極的に負債側の貸出を開拓した。こうした中で、④同業譲渡性預金と⑤同業理財などのインターバンク取引が急拡大した（図表 3-18）。特に、同業譲渡性預金の発展が著しく、同業理財と混合しながら、銀行とりわけ中小型商業銀行の新たな資金調達ツールを開拓した。

¹⁴⁹ 貸出金利の下限は 2013 年 7 月 20 日に、預金金利の上限は 2015 年 10 月 24 日に撤廃された。

図表 3-18 中国の異なる時期における同業業務の変化



(出所) 筆者作成。

4-2-1 同業代行支払 (2011~2012年)

2011年から2012年にかけて、同業代行支払は、インターバンク取引の中で主要な業務であった。同業代行支払は、当初、貿易融資の手段として利用された。銀行（委託側）は、顧客からの申請を受け、国内支店か海外支店（代行支払側）に委託して、当該顧客の国内貿易か国際貿易の決済に短期的な融資と支払サービスを提供するのが、本来の目的であった。

同業代行支払のモデルの下では、委託側の銀行は、顧客の実際の債権者として、顧客の信用リスクを負う一方、当該業務は、オフバランスの業務に分類された。他方、代行支払側の支店は、支払機関として、同業に対する与信リスクのみを負うため、顧客への支払は、同業貸付か売上債権として記帳できる。委託側と代行支払側の両方が、貸出規模の制限を受けないことから、規制回避の柔軟性と会計処理の利便性という性質を備えていた。

2011年以降、銀監会が銀信合作と手形業務に対する規制を強化し、銀行引受手形による信託を禁止するとともに、銀行引受手形の保証金を準備預金の対象として預けることを義務づけた。これを受けて、同業代行支払は、銀行手形引受に取って代わり、迂回融資の重要なツールとして活用され、貿易決済という本来の性質から離脱した。2011年の1年間で、同業代行支払は5,000億元増加し、残高規模は1兆元に達した¹⁵⁰。

2012年8月に、銀監会は「同業代行支払業務管理の規範化に関する通知」（銀監弁発〔2012〕237号）¹⁵¹を公表し、インターバンク取引を利用するには実際の貿易取引がある

¹⁵⁰ 步艷紅, 趙曉敏, 楊帆 (2014). 「我国商業銀行同業業務高杠杆化的模式、影響和監管研究」, 2014年第2期, pp.33~46.

¹⁵¹ <https://wenku.baidu.com/view/8480f11114791711cc79179c.html>

ことを求めた（図表 3-19）。また、委託側の銀行が同業代行支払の勘定項目を貸出科目に記帳し、委託側と代行支払側のどちらかが、リスク資本の全額計上と引当金の積立を義務付けた。規制強化の影響を受け、同業代行支払業務における利鞘が縮小し、2012 年下期以降、同業務の取扱い規模は減少へと転じた。

図表 3-19 同業代行支払い業務の規制通達とその主要内容

公布時期	通達名	主な内容
2012年8月	「同業代行支払業務管理の規範化に関する通知」(銀監弁発[2012]237号)	・銀行が同業代行支払業務を展開するにあたり、現実で実際の実受による支払であることを反映しなければならない。

(出所) 筆者作成

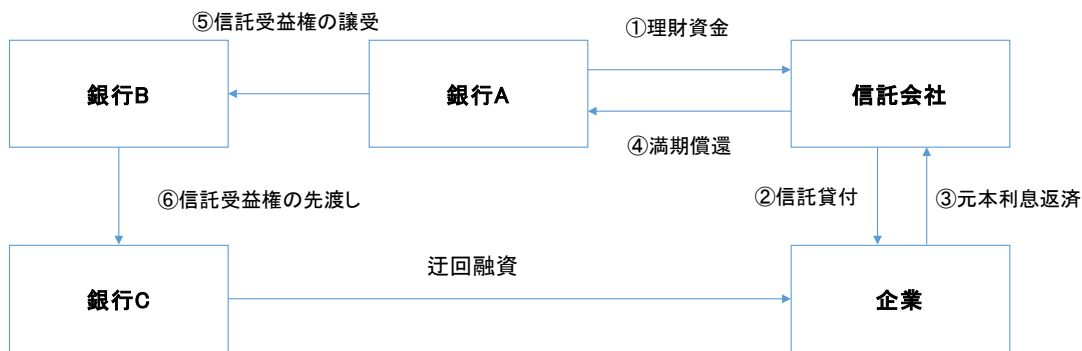
4-2-2 レポ取引 (2013~2014 年)

レポ取引（売戻条件付買入か買戻条件付売却）とは、2 つの金融機関が、契約により条件付きで金融資産を買入（あるいは売却）し、満期日に約定した価格で当該金融資産を売り戻す（あるいは買い戻す）の資金融通の行為を指す¹⁵²。レポ取引は、往々にして複数の主体と関わりを持ち、構造・信用仲介チェーンが複雑な上、隠蔽した担保や不正な会計処理、信託会社や証券会社などチャンネルを通じて、規制回避の目的で迂回融資の貸付資金として使用された。

信託受益権は、レポ取引の主な組入れ資産であった。代表的な信託受益権に関するレポ取引の三者契約のモデルを図表 3-20 に示した。このモデルでは、まず、銀行 A が信託プラン設立の委託側として、企業に信託貸付を提供する、次に、銀行 B が実際の出資者として、銀行 A からその所有する信託受益権を譲り受ける、最後に、銀行 C が、銀行 B から信託受益権の先渡しを購入し、企業に実際の貸出を提供するとともに、リスクの最終的な責任を負う、となっている。

図表 3-20 信託受益権に関するレポ取引の三者契約のモデル

¹⁵² 「金融機関同業業務の規範化に関する通知」銀発（〔2014〕127号）、<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5225/info3915876.htm>



(出所) 筆者作成。

2013年3月に、前述の「商業銀行理財業務投資運営関連問題の規範化に関する通知」(銀監発〔2013〕8号)¹⁵³の発表を受けて、理財資金による非標準化債権資産への投資残高は、いかなる時点においても、総資産の4%か、理財商品残高の35%のうちで低い方を超えてはならないとした。こうした中で、商業銀行はレポ取引の拡大をはじめた。中国人民銀行のデータによれば、2014年6月時点で、16行の上場商業銀行のレポ取引資産は6兆4,500億元に達し、2013年末比20%増加して、インターバンク取引の資産全体の53.8%を占めた。

レポ取引の急増を受け、2014年4月に、中国人民銀行、銀監会、証監会、保険会、外貨管理局が連名で「金融機関同業業務の規範化に関する通知」(銀発〔2014〕127号)¹⁵⁴を公表した。銀発〔2014〕127号では、①レポ取引と同業投資の業務を提供する金融機関は、第三者金融機関によるいかなる直接または間接、明確あるいは隠蔽の信用保証を行ってはならない、②買戻条件付売却側は、レポ取引で売却した金融資産をオフバランス化してはならない、③レポ取引(売戻条件付買入、もしくは買戻条件付売却)の金融資産を、銀行引受手形、債券、中央銀行手形などの標準化債権資産¹⁵⁵に限定する、④銀行引受手形を除き、信託受益権の売戻条件付買入を禁止し、レポ取引による非標準化債権資産への投資を制限する、と規定した(図表3-21)。これら一連の規制強化策により、レポ取引の資産規模は縮小し、銀行は、レポ取引に取って代わる新たなチャネル業務を開拓しなければならなくなった。

さらに、図表3-21で示したように、2014年5月に、銀監会は「商業銀行同業業務の

¹⁵³ www.cbrc.gov.cn/govView_2B22741AFBC446CF890636DACAB71166.html

¹⁵⁴ <http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5225/info3915876.htm>

¹⁵⁵ 標準化債権資産は、インターバンク市場と株式市場で取引されている債権性資産である。売戻条件付買入の金融資産は標準化債権資産の一種であり、比較的合理的な価値と高い流動性を持つ金融資産である。

統治に関する通知」(銀監弁発〔2014〕140号)¹⁵⁶を公表した。銀監弁発〔2014〕140号では、商業銀行に対して、同業業務(インターバンク取引)を展開するにあたり、専門部門による運営体制を確立し、法人総本部による設立か専門部門を指定して運営することを求めた。また、商業銀行の同業業務の専門部門以外のその他部門と支社による同業業務の運営、および金融取引市場における単独での口座開設を禁じるなど、レポ取引の規制を一層強化した。

こうしたインターバンク取引に対する規制強化と商業銀行のリスク管理強化を受けて、銀行は、2014年以降、新たなビジネスモデルとして、売上債権類投資、同業譲渡性預金と同業理財といったインターバンク取引を積極的に展開した。

図表 3-21 インターバンク取引の規制通達とその主要内容

公布時期	通達名	主な内容
2013年11月	「商業銀行同業融資管理弁法」(銀監会〔2013〕9号)	<ul style="list-style-type: none"> 本弁法にある同業融資(インターバンク取引)とは、中国国内で設立した合法の商業銀行が各種金融機関と展開する資金の借入および貸出業務のことを指す。主な業務として、インターバンクプレースメント、同業借入、同業当座貸越、同業代行支払、インターバンク預金、売戻条件付買入金金融資産と買戻条件付売却金融資産などを含む。 本弁法にある金融機関とは、中国国内で設立した合法の政策性銀行、中国資本の商業銀行、独資の外資銀行、中外合資銀行、農村信用合作社聯社、企業集団のファイナンス会社、信託会社、金融資産管理会社、金融リース会社、自動車ローン会社、証券会社、保険会社、保険資産管理会社、外国銀行分行、および中国銀監会が認可するその他の金融機関を指す。 売戻条件付買入と買戻条件付売却の項目にある金融資産は、債券、手形および銀監会が認可するその他の金融資産でなければならない。 売戻条件付買入と買戻条件付売却の業務を取り扱うにあたり、資金の借り手側は業務項目にある金融資産をオフバランス化してはならない。 商業銀行が同業融資業務を展開するにあたり、以下の規定を順守しなければならない： <ol style="list-style-type: none"> 各商業銀行の単一法人金融機関に対する貸付と借入の資金残高は、いずれも当該銀行のネット・キャピタルの100%を超えてはならない； 各商業銀行のすべてのノンバンク金融機関に対する貸付残高は、当該銀行のネット・キャピタルの25%を超えてはならない； 各商業銀行の全法人機関に対する貸付残高は、当該銀行の各項預金の50%を超えてはならない。
2013年12月	「同業譲渡性預金暫定弁法」(中国人民銀行公告〔2013〕第20号)	<ul style="list-style-type: none"> 本弁法にある同業譲渡性預金(中国語で同業存単)とは、銀行業の預金を取り扱う金融機関(政策性銀行、商業銀行、農村合作金融機関および人民銀行が認可するその他金融機関)が全国インターバンク市場で発行する記帳式定期預金の証票を指し、一種の貨幣市場のツールである。 銀行業の預金を取り扱う金融機関が同業譲渡性預金を発行するにあたり、初回の同業譲渡性預金を発行する前に、人民銀行に年度発行計画の届けを出さなければならない。 公開発行する同業譲渡性預金を取引、流通させることができ、かつレポ取引の対象とすることもできる。特定発行の同業譲渡性預金は、当該同業譲渡性預金の初期投資家の範囲内で流通、譲渡することができる。同業譲渡性預金のセカンドマーケットにおける取引は、同業貸借センターの電子取引システムで行うこととする。 同業譲渡性預金の発行者は、自己発行する譲渡性預金を購入あるいは間接的に購入してはならない。
2014年4月	「金融機関同業業務の規範化に関する通知」(銀發〔2014〕127号)	<ul style="list-style-type: none"> 商業銀行が単一の金融機関に対する同業貸付(決済目的の同業預金を除く)で、リスクウェイトが0である資産を控除したネット金額は、当該銀行のTier1資本の50%を超えてはならない。 同業預金業務とは、金融機関同士が展開する同業資金の預入と引出の業務を指す。資金の預入を提供する側は、預金を吸収する資格のある金融機関に限る。 レポ取引と同業投資の業務を提供する金融機関は、第三者金融機関によるいかなる直接または間接、明確あるいは隠蔽の信用保証を行ってはならない。 特殊目的事業体の間または特殊目的事業者と金融機関の間で行う同業業務は、本通知を参考にして実行することとする。
2014年5月	「商業銀行同業業務の統治に関する通知」(銀監弁発〔2014〕140号)	<ul style="list-style-type: none"> 商業銀行は、同業業務(インターバンク取引)を展開するにあたり、専門部門による運営体制を確立し、法人総本部により設立あるいは専門部門を指定して運営することとする。商業銀行の同業業務の専門部門以外のその他部門と支社は、同業業務を運営してはならない。すでに展開している同業業務は、満期後精算することとする。金融取引市場で単独で口座開設してはならない。すでに口座を開設している場合、新規業務の受理をしてはならず、残存の業務が満期に来た時、即座に口座を廃止しなければならない。

156

(出所) 筆者作成。

4-2-3 売上債権類投資 (2014年~2016年)

売上債権類投資とは、銀行が自己資金の投資で保有する価格未公開の債権のことである。資産は、標準化債権資産と非標準化債権資産の2種類が含まれる。標準化債権資産には、政府債券や、金融機関債券、社債、株式などがあり、非標準化債権資産には、信託受益権、証券会社・保険会社・ファンド(基金会社)の資産管理計画などが含まれる。いずれの商品も、国内外の市場で価格が公開されていない。

上述の2014年4月の「金融機関同業業務の規範化に関する通知」(銀発〔2014〕127号)が公表された以降、レポ取引の規制強化を受けて、売上債権類投資が急拡大した。中国人民銀行の統計によれば、売上債権類投資が総資産に占める割合は、2014年末の3.64%から2016年末の6.64%まで上昇した。

2014年以降、売上債権類投資の主な投資先は、資産管理計画や理財商品、信託受益権などの非標準化債権資産である。これらの資産は、銀発〔2014〕127号の中では、同業投資と分類された。銀行類型が異なることにより、銀行の投資先も異なっていた。大型商業銀行の売上債権類投資の主な投資先は、標準化債権資産であるに対して、株式制商業銀行と都市商業銀行は、理財商品や信託受益権などの非標準化債権資産が中心となっていた。

4-2-4 同業譲渡性預金と同業理財 (2014~2016年)

2014年以降、インターバンク取引におけるイノベーションの活性化により、銀行負債側の資金源が多様化された。銀行と銀行、銀行とノンバンクの間でインターバンク取引を通じて相互につながり、インターバンク取引の信用仲介チェーンがより長くなった。さらに、銀行は、信託会社、証券会社、ファンドなどのノンバンクに委託して債券やエクイティなどの標準化債権資産に投資した。2014年から2016年までの2年間で、同業譲渡性預金(銀行同士で売買される譲渡性預金)と同業理財(日本の投資信託商品に相当)は、インターバンク取引の中で最も重要な存在となり、SB①の新たな形態として誕生した。

まず、同業譲渡性預金を確認しておく。同業譲渡性預金(中国語で同業存単、interbank negotiable certificates of deposit)とは、銀行が全国インターバンク市場で発行する記帳式の定期預金証書のことを指す。貨幣市場のツールの1つである。前掲図表3-21で示したように、2013年12月に、中国人民銀行が「同業譲渡性預金暫定弁法」(中国人民銀行

公告〔2013〕第20号)¹⁵⁷を公布したことを契機に、譲渡可能で額面の大きい同業譲渡性預金の取引がインターバンク市場で急増した。

また、同業譲渡性預金は、デジタル化に対応しているため、流動性・透明性・安全性が高いといった優位性を持っている。銀行が同業譲渡性預金を発行した場合、会計上、同預金は同業負債に分類され、支払債券の項目に記帳される。もし銀行は同業譲渡性預金に投資した場合、多数の銀行は一般的に投資類項目（例えば、売買目的性の金融資産、売上債券類投資など）に計上される。下記の図表3-22は、インターバンク預金と同業譲渡性預金の相違を比較したものである。

図表3-22 インターバンク預金と同業譲渡性預金の比較

	同業預金	同業譲渡性預金
発行場所	銀行間協議	インターバンク市場
発行主体	銀行	全国インターバンク市場における同業貸付の参加メンバー、ファンド管理会社、ファンド類商品
発行方式	契約文書	デジタル化の発行、公開価格もしくは入札発行
発行期限	当事者が期限協議で確定（一般的に長く、所持者が保険会社の場合、準備金を預け入れる必要がある）	固定金利のものは3ヶ月と6ヶ月が中心、変動金利のものは1年以上
発行利率	当事者協議で確定（往々にして市場金利から乖離し、違法な取引と利益移転などのリスクが残る）	市場価格で決定（上海銀行間短期金融市場の金利SHIBORを参考にして決定）
流動性	清算類と非清算類のインターバンク預金を分類され、譲渡不可で流動性が低い	インターバンク市場で譲渡可能、流動性が高い

（出所）筆者作成。

2014年下半期以降、同業譲渡性預金の発行残高は急速に拡大した（図表3-23）。2014年6月末の同業譲渡性預金の残高は1,235億元であったが、2017年3月末には同7兆8,767億元と、僅か2年半で約64倍まで拡大した。また、2017年3月末の発行主体の銀行業態をみると、株式制商業銀行と都市商業銀行は、それぞれ銀行業残高全体の45.1%、42.5%と、最も割合が大きい占めていた。一方、農村商業銀行は同10.5%、大型商業銀行は同1.2%、外資銀行と民営銀行は同0.5%となっていた。

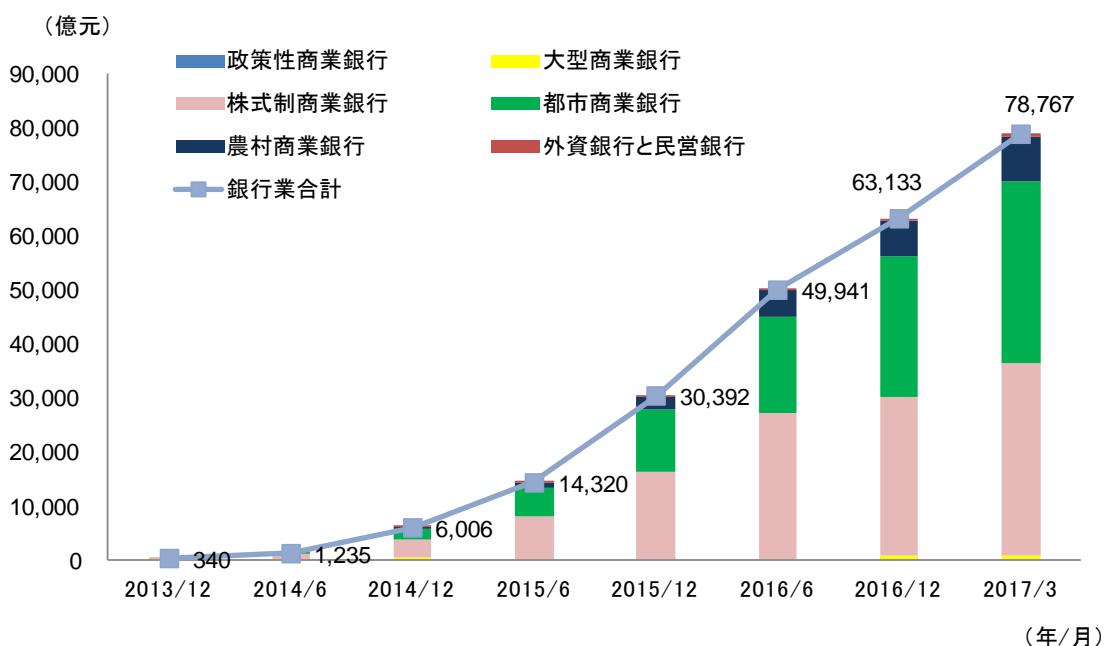
このように、同業譲渡性預金の発行主体の変化は、各種銀行の経営姿勢の変化と負債構

¹⁵⁷ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125835/2804807/index.html>

造の変化を如実に反映していると言える。資本力や拠点数、顧客基盤などで他の銀行を圧倒する大型商業銀行にとっては、同業譲渡性預金の発行を通じて資金を集めるインセンティブは低い。一方、実力面で劣る株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行などの中小型商業銀行は、貸出業務の拡大を支える十分な預金を吸収できなかった。こうした中で、株式制商業銀行と都市商業銀行は、競争激化の下で貸出規模の拡大と新たな業務の展開・差別化の圧力から、同業譲渡性預金を積極的に取り入れた。

同業譲渡性預金の出現で、発行側の銀行にとっては、自行の資金ニーズに応じて資産の拡大やバランスシートの最適化を図ることができる。一方、購入側の金融機関にとっても、同預金を活用することで、流動性を調節し、多元化した資産配置を行うことができる。

図表 3-23 同業譲渡性預金の発行残高の推移

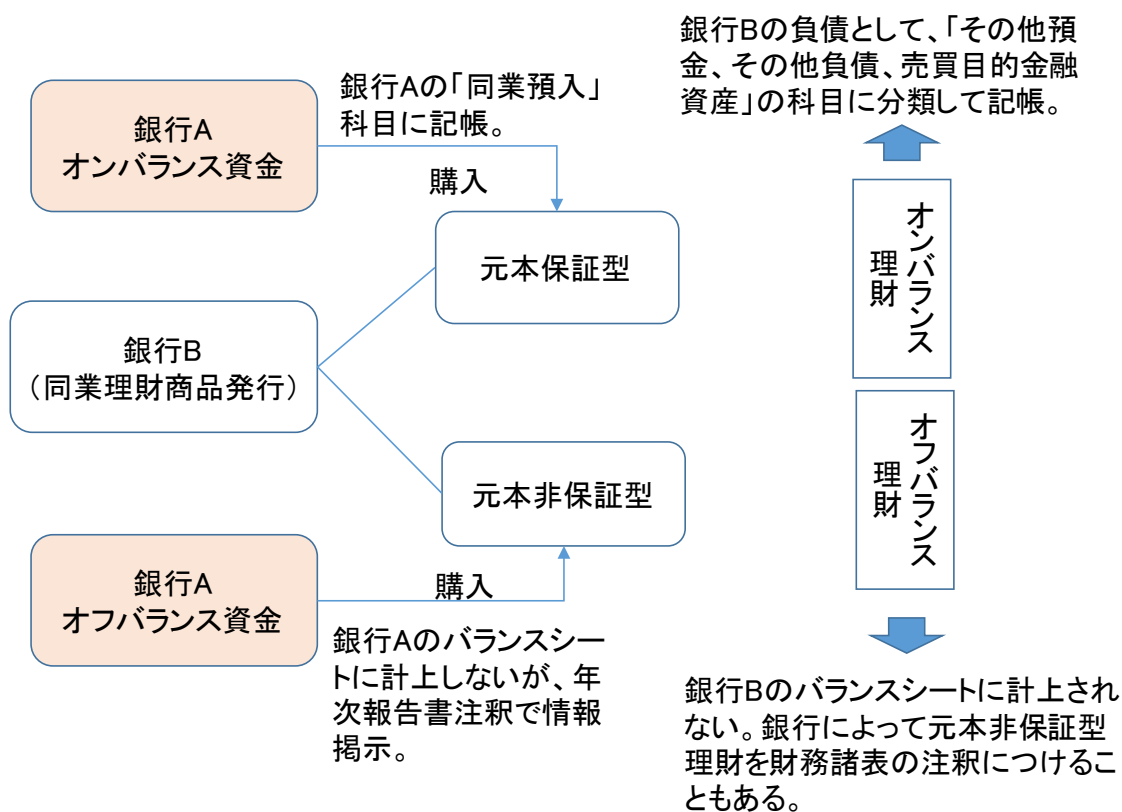


(出所) Wind、広発証券発展研究中心より筆者作成

次に、同業理財のビジネスモデルを考察する。同業理財は、インターバンク取引の信用仲介チェーンにおける中核的な業務である。同業理財の資金源は主に銀行の自己資金でまかなうが、銀行が理財資金で他行の理財商品を購入するケースもある。しかし、このような銀行による理財資金の持ち合いは、銀行システム内部における理財資金の空転を招きやすい。

同業理財の会計処理は、一般の理財業務と同じである。図表 3-24 で示したように、銀行 A がオフバランス資金で銀行 B の発行する同業理財商品（元本非保証型）を購入する場合、バランスシートに当該取引を計上する義務がなく、年次報告書で注釈を加えるだけでよい。一方、銀行 B はリスクが隔離された元本非保証型の理財商品を発行しているため、こちらもバランスシートに計上する必要がない。こうして、銀行 A と銀行 B のいずれもリスク資本に対する引当金を積み立てることなく、資本を節約して貸出を拡大させることができる。

図表 3-24 同業理財の仕組み



(出所) 筆者作成。

2013 年までには、銀行の理財業務は、個人向けの理財商品が中心であった。2013 年以降、インターバンク取引の活発化に伴い、同業理財向けの商品発行は急増した。中国銀行業理財市場年度報告（2013～2016）の統計によれば、2014 年末に同業理財向けの発行残高は 4,900 億元であったが、2016 年末には同 5 兆 9,900 億元と急増した。理財商品全体の発行残高に占める比率も、2014 年末の 3.3%から、2016 年末の 20.6%へと急上昇した。

一方、個人向け理財商品の発行残高の割合は、2014年末の59.6%から、2016年末の46.3%へと低下した。

同業譲渡性預金と同様に、同業理財の業務を支えていたのは、株式制商業銀行、都市商業銀行などの中小型商業銀行であった。同業譲渡性預金と同業理財の間に裁定取引のメカニズムが存在する。例えば、同業譲渡性預金の発行利回りは、他の同業理財商品より低いため、その発行で調達した資金を同業理財に投資すれば、安定した利鞘を稼ぐことができる。こうしたことから、同業譲渡預金と同業理財を中心に形成していたインターバンク取引の信用仲介チェーンは、2015年以降、急速に発展した。

4-3 ノンバンクチャンネルの変化：ノンバンクの外部委託投資業務の拡大

委託投資業務（中国語で委外業務）とは、委託者（主に銀行）が資金を外部機関の管理者に委託し、外部機関の管理者の裁量により資金を運用する業務のことを指す。2013年以前に流行していたチャンネル業務との違いは、以下の3点が指摘できる。

第1は、委託投資業務では、銀行が資産管理商品を組成することなく、資金を直接にノンバンクなどの金融機関に委託している。第2は、委託投資業務において、ノンバンクは銀行から提供された資金に対して、主体的に運営している。それまでのチャンネル業務では、ノンバンクは銀行からの指示に基づいて指定された商品にしか投資できなかったため、実質、銀行によって資金の運用を行っていた。第3は、委託投資業務は、本質的には、銀行の投資業務である。銀行の理財資金は、最終的に株式・債券などの市場に投資されていた。一方、過去のノンバンクのチャンネル業務の主な目的は、企業に対する迂回融資であり、銀行の理財資金は、主に貸付資産、銀行引受手形、収（受）益権などの非標準化債権資産に投資した。

2015年以降、銀行の委託投資業務は急速に拡大した。当初、中小型商業銀行が資産管理能力を欠如したため、資金の運用を外部の専門機関に委託していた。その後、債券市場の活発化に伴い、銀行は投資収益率とレバレッジを高めるため、委託投資業務を積極的に取り組んだ。委託投資業務の資金源は、理財商品（一般理財と同業理財）で募集した資金と銀行自己資金であった。ノンバンクは、担保融資などの手法を通じてレバレッジをかけて収益率を高めるとともに、これらの資金を吸収し、最終的に債券市場への投資を通じて裁定取引を行った。

委託投資業務の規模は、正確な統計データはないが、申万広源研究報告の推計によると、

2015 年末、銀行の理財資金と自己資金を含めた委託投資業務の規模は約 16.69 兆元を記録した¹⁵⁸。類型別における銀行の委託投資業務をみると、上場の株式制商業銀行の割合が最も高く、次には都市商業銀行である。金融機関別の委託投資業務をみると、証券会社の資産管理計画は、銀行の委託投資業務の主な協業対象となっていた。次いでファンドとその子会社であった。

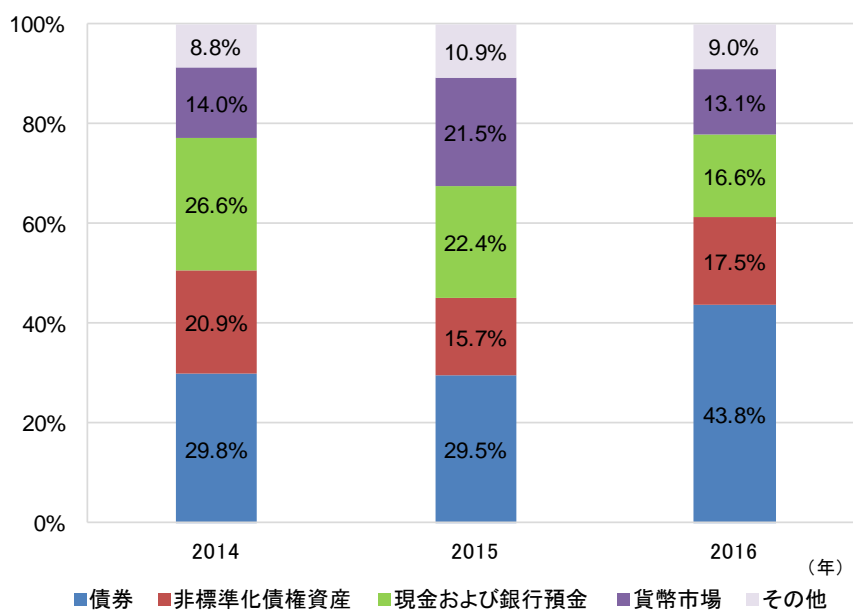
このように、銀行の委託投資業務の拡大は、金融システム全体における信用拡張とレバレッジの上昇をもたらした。2016 年下半期、委託投資業務に対する規制当局の監視が強化され、これに伴い、資金が銀行システムへの還流を引き起こし、債券市場の価格が大幅な下落にした。こうした中で、規制当局は、近年の委託投資業務の急拡大に伴う金融システムリスクの助長に対して警戒感を強めている。今後、委託投資業務の規制強化が一層厳格化する中で、銀行の委託投資の関連業務は、規模の縮小とビジネスモデルの見直しに迫られると予想される。

4-4 原資産の変化：非標準化債権資産から標準化債権資産への資金シフト

資産の収益率は、時期の変化に伴って常に変わっている。2010 年から 2011 年に、貸付資産の収益率は比較的高く、2011 年末の貸付信託商品の予想収益率は 5%を超えていた。その後、中国経済の減速に伴い、これらの貸付類原資産の収益率も低下に転じた。また、同時期に、銀行の理財資金が非標準化債権資産への投資に関する規制も強化された。こうした背景の下に、銀行の資金は資産価格の変化に基づき、徐々に株式市場と債券市場へとシフトした。2014 年下半期から 2015 年上半期にかけて、中国の株式市場は上昇し続けたため、銀行の理財などの資金は、様々な傘下の信託やストラクチャー証券化商品を通じて株式市場に投資された。しかし 2015 年夏の中国の株式市場の暴落を受けて、これらの銀行の資金は、さらに債券市場へとシフトした。2016 年末、理財資金の債券類への投資比重は 43.8%まで上昇し（図表 3-25）、債券市場がシャドーバンキングの主な投資先になった。

図表 3-25 銀行理財資金の投資配分状況

¹⁵⁸ 孟祥娟(2016).「委外規模測算及去杠杆影響分析」,申万広源研究報告,4月.



(出所) 中央国債登記結算会社のデータより筆者作成。

4-5 インターバンク取引の資金チェーンの仕組みとその資金空回り

銀証合作、銀基合作、銀銀合作、ブリッジ事業者の取り込みによる銀信合作の多重な迂回融資チャンネルの展開により、SB①の市場規模は拡大続けた。しかし、銀証、銀基、銀銀合作などに対する規制が強化される中で、銀行は、ブリッジ事業者の取り組みによる規制回避に注力した。その結果、迂回融資のチャンネルがますます複雑になり、資金フローは従来の銀行貸出よりも長くなった。2014年以降の金融緩和により、シャドーバンキングの「資金プール」は流動性がさらに高まった。実体経済の利回りの低下に伴い、資金は実体経済から離脱して、金融機関の間で空転し、レバレッジをかけての裁定取引が一層盛んになった。

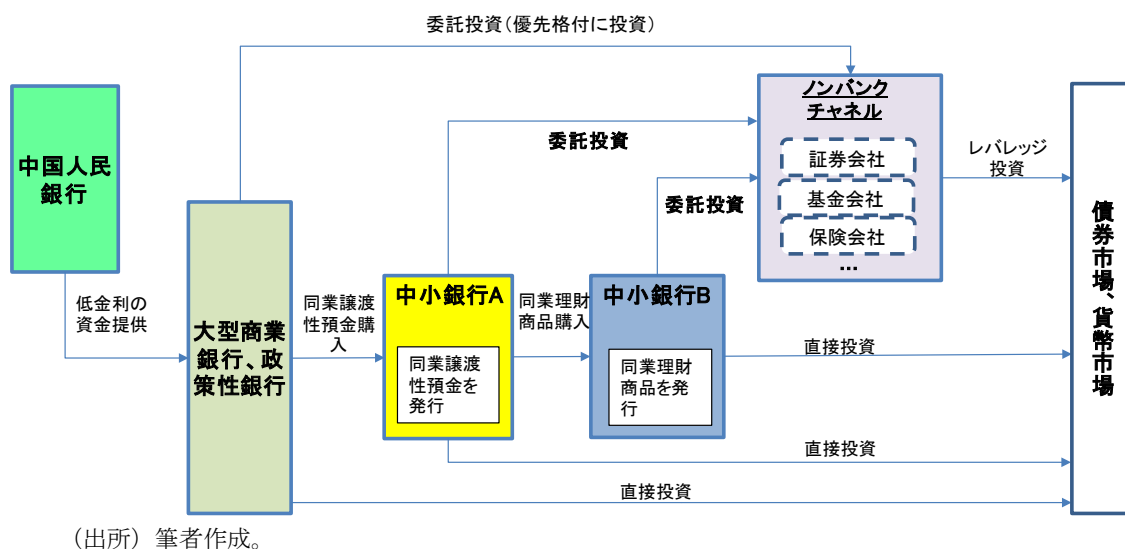
4-5-1 インターバンク取引の資金チェーンの仕組み

インターバンク取引では、前掲図表 3-17 で示したように、銀行の資産側の拡大は、負債側の増加とレバレッジの上昇をもたらした。銀行の資産側が急速に拡大するものの、銀行の負債側の預金増加は追いつかない状況になった。両者の差が広がり、短期的にはバランスをとるのが難しくなった。そこで登場したのが、上述の同業譲渡性預金、同業理財などの負債ツールである。こうした同業譲渡性預金、同業理財、委託投資業務などで構成されるインターバンク取引のチェーンは長く、インターバンク取引のレバレッジの上昇をも

たらしている。

インターバンク取引の資金チェーンの仕組みは、図表 3-26 で示した通りである。大型商業銀行と政策性銀行は、非常に安いコストで中国人民銀行から資金を調達し、当該資金は、インターバンク取引か委託投資業務などの形式で、中小型商業銀行（株式制商業銀行、都市商業銀行）とノンバンクに資金シフトした。従って、インターバンク取引の資金チェーンは、実質的に大型商業銀行が資金を中小型商業銀行に提供し、中小型商業銀行の金融レバレッジを手伝っている。銀行間でお互いに同業譲渡性預金と同業理財を購入や発行することで、銀行自身のバランスシートの拡大を実現し、かつ金融機関の間のレバレッジの上昇を促進した。

図表 3-26 インターバンク取引の資金チェーンの仕組み



4-5-2 インターバンク取引の資金の空回り

インターバンク取引の資金の空回りの意味について、3点ほど指摘ができる。1つ目は、インターバンク取引の資金が金融システム内にとどまっており、実体経済に提供されていないことである。2つ目は、資金が一旦実体経済に流れていたが、産業の資本になったため、再び金融システムに戻ったことである。3つ目は、資金が実体経済に提供したものの、インターバンク取引のチェーンが長すぎるため、最終的に資本参入のコストを上昇させてしまったことである。実際のインターバンク取引の中で、これら3つの形態の資金の空回りが混在している。

例えば、債券市場においては、インターバンクの資金が新発行の債券に投資するのであ

れば、実体経済からの融資需要に応えるものとして、社会融資総量の拡大に寄与すると考えられる。しかし、発行済の債券に投資するのであれば、銀行のバランスシートには規模の変化がなく、資金が銀行システム内で空転し、貨幣供給量と社会融資総量に一切の影響を与えない。

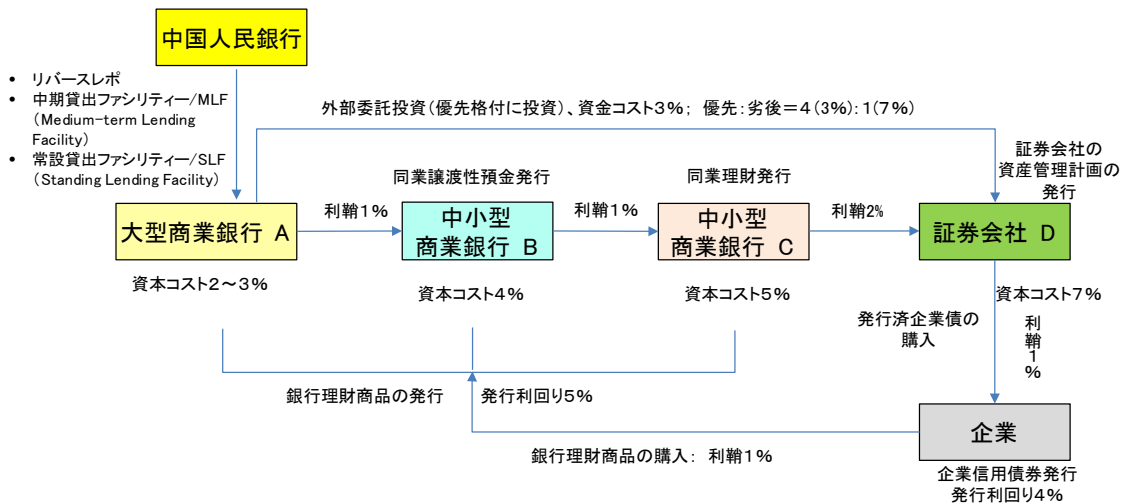
ここではインターバンク取引の資金空回りの具体例を分析する（図表 3-27）。ある企業が債券（発行利回り 4%）を発行したと仮定する。当該企業は、債券で募集した資金をある銀行発行の理財商品（収益利回り 5%）を購入し、その企業が 1%の利鞘を得ることができる。銀行は、同資金を使って、証券会社に投資を委託し、7%の利回りを求めてここから 2%の利鞘を取得する。

一方、証券会社は、資産管理計画を組成し、企業の発行済債券（利回り 4%）に投資する。証券会社の資本コストは 7%であるため、このままでは利鞘がマイナスに陥ってしまう。そこで、証券会社は、別の銀行から 3%の低利息の資金（銀行の自己資金か外部委託投資資金で構成される）を調達し、これに 4 倍のレバレッジ（優先格付：劣後格付=4:1）をかけて運用する。銀行に支払う利息と委託理財商品の収益を除くと、証券会社のレバレッジ後の純資産収益率は 1%に達する（前掲図表 3-27）。

このように、資金が実体経済に入らず、銀行システム内で一周回転しただけで、関係プレーヤー全員がリスクフリーの収益を得ることができる。ただし、この資金空回りのモデルが成立する大前提は、中央銀行（中国人民銀行）が、金融システムに低利息の資金を延々と提供し続けることである。

インターバンク取引のチェーンが長くなることによって生じた資金の空回りは、リスクフリーを狙った規制裁定にはかならない。資金の空回りは、参加者に利益をもたらすだけでなく、一般的な状況下で、参画者がリスクを負うこともない。しかし、もし企業に投資すると、近年の経済成長の減速に伴い、企業収益が大幅に減少した場合、銀行の不良債権は増加しかねない。不良債権のリスク回避という観点から、「資金の空回り」を通じて利益を確保するのが、銀行にとって理性的な選択と言える。

図表 3-27 「資金空回り」の裁定取引モデル



(出所) 筆者作成。

第4節では、SB①のオフバランス取引の関連業務の中で、最も金融イノベーションの分野である、インターバンク取引を考察した。その中では、同業譲渡性預金や同業理財などのインターバンク取引における金融革新は、SB①の進化の最大の特徴である。2013年までは、銀行が同業代行支払、レポ取引(売却条件付買入)などを通じて非標準化債権資産に投資し、迂回融資の目的を果たした。2014年以降、「金融機関同業業務の規範化に関する通知」(銀発〔2014〕127号)の発表を受けて、同業譲渡性預金や同業理財の出現で、理財商品の複雑化するとともに、インターバンク取引のチェーンがさらに長くなり、理財資金はノンバンクのチャネルを通じて、債券市場への投資に流れた。

このように、第3章では、銀行システム内外で統合したSB①の主な業務実態を分析した。その結果、SB①は、米国のシャドーバンキングと一部共通の特徴を持っていることが分かった。中国のSB①は、シャドーバンキング全体に占めるウェイトが大きく、その特徴と金融システムの役割を把握するために、第4章では、中国のSB①と米国のシャドーバンキングの特徴を比較したうえで、金融システムにおける両国のシャドーバンキングの役割を考察する。

第4章 中国のシャドーバンキング①型の特徴と金融システムの役割

中国のシャドーバンキング①型（中国のSB①）の比較対象として、米国を取り上げた。世界金融危機の震源地、世界最大のシャドーバンキング市場を擁する米国の事例と比較することは有益である。両国ではシャドーバンキングと同じ名前と呼んでいるが、金融システムの構造、金融の浸透度、金融のイノベーションなどにおいて、中国と米国のシャドーバンキングは大きく異なる。従って、他国での経験をそのまま中国の状況に当てはまることはできない。

本章では、中国のSB①と米国のシャドーバンキングの特徴と役割をそれぞれ分析したうえで、両国のシャドーバンキングの構造と特徴を比較し、その相違点を考察する。

第1節 中国のシャドーバンキング①型の特徴と役割

中国のSB①の特徴を米国と対比すると、①規模が小さい、②運営方式がシンプル、③レバレッジ比率が比較的低い、といった3つの特徴を持つ。そこで中国のSB①の特性を、金融システムという枠組の中で考察する。

第1は、金融の仲介機能を実際に発揮している点である。すなわち、資金仲介の実需が存在し、シャドーバンキングによってそれが実現されている。中国のSB①は、基本的に商業銀行の貸出に類似した機能を備える。貸出方式、貸出利率、返済方法などの内容は商業銀行にほぼ近い。資産運用商品（理財商品）といった銀行システム内部のシャドーバンキングは、融資規制の枠外であるものの、銀行の貸出と同様の役割を果たしており、様々な需要者に対して資金を提供する。

第2は、金融政策の効果が比較的表れにくいことである。SB①の資金源は、預金ではなく、様々な投資・資産運用ツールなどの短期融資からなる。過剰流動性相場では市場は金余りとなり、余剰資金が集りやすいため、シャドーバンキングは容易に形成される。他方、流動性不足の状況でも、シャドーバンキングは資金に困らない。それは、金融引き締めに伴う流動性の逼迫で逆にシャドーバンキングのニーズが高まるからである。

第3は、規制監督が銀行に較べて緩いことである。SB①は、預金取扱金融機関に対する厳格な規制・監督を受けない。伝統的な銀行に対する規制監督とシャドーバンキングに対

する規制監督との間には大きな差がある。伝統的な銀行の資金調達、主に預金である。一定の預金準備金を保有したうえで貸出を行い、その貸出は厳しい規制を受ける。例えば、商業銀行の場合、①預金準備金の保有、②自己資本比率 8%以上(レバレッジ 12.5 倍以下)の維持、などが要求される。他方、シャドバンキングは、バーゼルⅡとバーゼルⅢの影響も受けない。

また、銀行のオフバランス業務がその代表的な例である銀行システム内外を統合したシャドバンキング (SB①) でさえ、服する規制は限られ、しかもその実施の際に、一部の商業銀行に対してはさらに規制が緩和されている。

第 4 は、金融仲介ルートが長いことによるリスクの増大がある。中国の SB①は、米国のシャドバンキングと同様に、金融仲介ルートが長い。米国では、資金仲介の連鎖が様々な主体によって構成され、各自の利益最大化が図られたことから、長い仲介ルート全体のリスクコントロールを行う者が不在となり、それが金融危機を引き起こす温床となった。中国の SB①にもこのような側面が存在することは確かである。

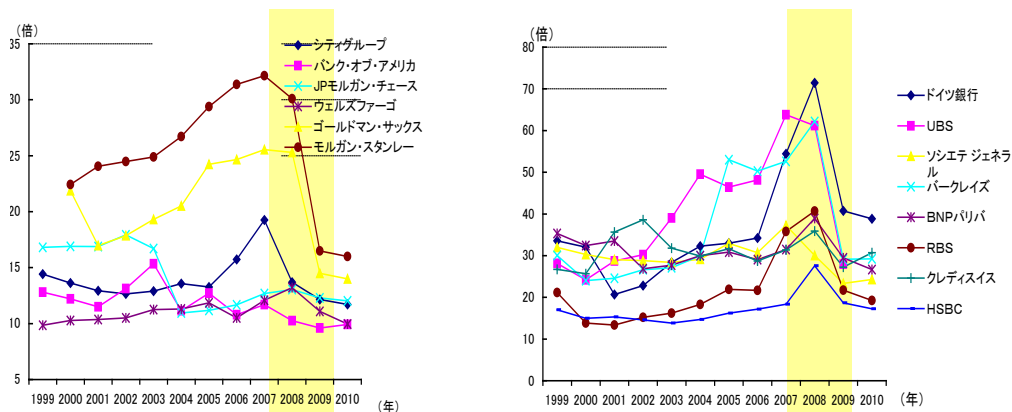
以上のことを踏まえて、中国の SB①は、米国と比較して運用方式がシンプルである。米国のシャドバンキングは、CDO¹⁵⁹や ABS¹⁶⁰など多種多様な証券化商品が含まれ複雑である。さらに欧米の主要銀行は、世界金融危機当時のレバレッジ (総資産/株主資本) が 20~40 倍 (図表 4-1) と高いのに比べ、中国は 10 倍以下¹⁶¹で、そこまで高くない。規模も米国ほど大きくなく、全世界に伝播するシステムリスクはそれほど大きくない。

図表 4-1 欧米金融機関のレバレッジの比較 (総資産/株主資本)

¹⁵⁹ Collateralized Debt Obligation.

¹⁶⁰ Asset Backed Security.

¹⁶¹ 中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、交通銀行の各社の総資産対株主資本の割合 (2017 年末の各社決算資料)。



(出所) トムソンロイターのデータベースより筆者作成。

第2節 米国のシャドーバンキングの構造とその特徴

本節では、中国のSB①の特徴を比較するために、米国のシャドーバンキングの基本的な構造と主要なプレーヤーについて考察する。さらに、米国のシャドーバンキングの主要プレーヤーを分類し、それぞれの特徴と役割を分析する。

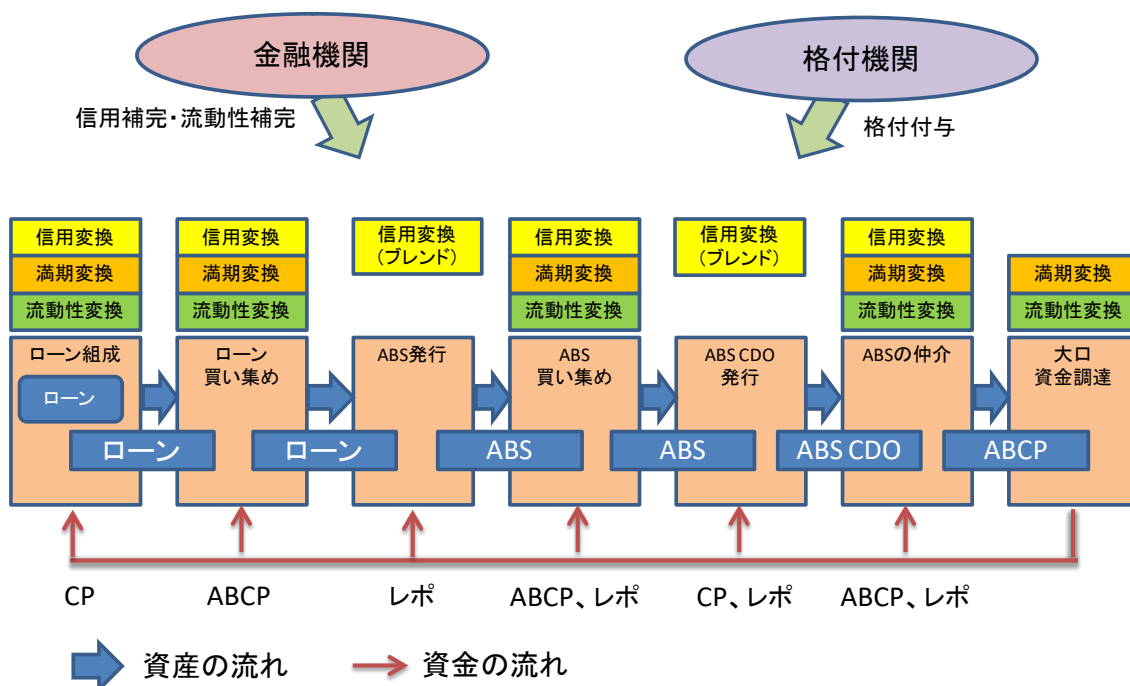
2-1 基本的な構造と主要なプレーヤーの分類

ここでは、米国のシャドーバンキングの基本的な構造を確認する。米国のシャドーバンキングは、様々な態様が存在するものの、ここでは代表的な例で説明する。図表4-2に示した例では、米国のシャドーバンキングは、銀行、不動産金融会社、消費者金融会社などの金融機関が組成したローンを起点としている。長い金融仲介ルートをはじめたという意味から、ローンを組成した彼らはオリジネーターとも呼ばれる。それらのローンは小口であることが多く、ABCPなどでファイナンスされてコンデュイット（導管体）にいったん買い集められる。ローンが一定量になると証券化される。証券化では、ローンは裏付け資産となり、ABSという資産に変換される。さらに、ABSは買い集められ、ABS-CDOに再証券化される。ABS-CDOを裏付けとしてABCPが発行され、それを購入するMMF、ヘッジファンドや、商業銀行などから短期資金でファイナンスされる。

このように、米国のシャドーバンキングでは、資産を何回も変換させながら、それが転々と譲渡されファイナンスされるという構造を有している。このように何回も資産変換が行われると、図表4-2の一番右のABCPの購入時点では、元々の資産であるローンの実態

が投資家にほとんど見えない。通常であれば、そのような実態が不透明な資産の購入には機関投資家は慎重であるはずだが、格付機関の格付け付与などが真のリスクを見えにくいものとしている。このような構造がシャドーバンキングの拡大を促進した。

図表 4-2 米国のシャドーバンキングの仕組みの代表例

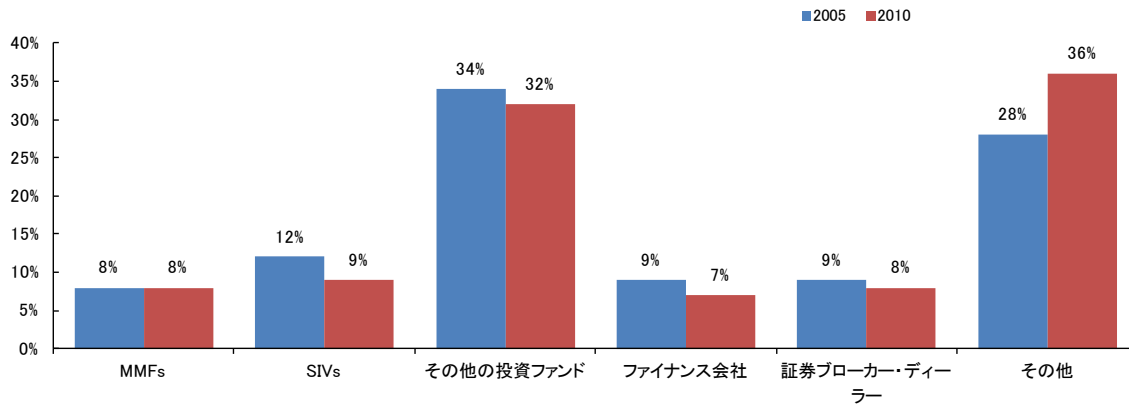


(出所) Pozsar et al. (2010) より筆者作成。

次に、シャドーバンキングの主要プレーヤーを分類する。FSB、国際通貨基金 (IMF)、米国連邦準備制度委員会 (FRB) の公表データを整理すると、シャドーバンキングの主要なプレーヤーは、①MMF、②SIV¹⁶²、③ヘッジファンドなどを含む投資ファンド、④投資銀行などを含むブローカー・ディーラーなどが挙げられる。2010年の全世界の資金仲介ベースでみたシャドーバンキングの割合は、危機前よりやや縮小したものの、規制回避目的に従来銀行が果たしてきた資金仲介機能をその他の投資ファンド (32%) が担ったこともあり、依然として大きな割合を占める。ファイナンスカンパニーの全体に対するシェアは7%、SIVは9%、MMFは8%、ブローカー・ディーラーは8%であり、これらを合計すると、全体の32%となり、投資ファンドとほぼ同じ規模を占める (図表 4-3)。以下では、それぞれの特徴を整理する。

¹⁶² Structured Investment Vehicle.

図表 4-3 米国のシャドーバンキングの金融仲介に占めるシェア



(注) 全世界は、アメリカ、イギリス、スペイン、オランダ、韓国、日本、イタリア、ドイツ、フランス、カナダ、オーストラリアの国を含む。
 (出所) FSB (2011b)。

2-2 主要なプレーヤーの特徴

第1は、MMFである。MMFはシャドーバンキングの重要な資金供給者である。MMFは、会社や銀行の商業手形の購入や買戻契約の締結を通じて、(銀行に代わって)企業へ資金提供することができる。また同時に、シャドーバンキングの信用仲介機関へ資金を提供することもできる。米国で1971年に創設されたオープンエンド型の投資信託や高利回りの短期証券(CD¹⁶³、CP¹⁶⁴、TB¹⁶⁵、BA¹⁶⁶など)で運用する。換金が自由なほかに、小切手の振り出しも可能なことから、銀行預金の強力な対抗商品として急成長した。過去約30年間にわたり、MMFは急速に発展し、1977年にわずか30億ドルであった資産規模は、2008年に1.8兆ドルまで膨張し、直近では2.5兆ドルに増加した。

特に、CP市場での重要な買い手はMMFである。MMFはリテール中心に実質元本保証される資金を集め、政府短期証券だけではなく、証券化商品のうちで、格付けの高いポジションに投資した。しかし、2008年9月のリーマン・ブラザーズの経営破綻により、MMFへの資金解約請求が殺到した。これに対して、MMFの運用会社の中には、十分な現金を用意していなかったために、組入証券の投売りを余儀なくされたところもあった。その結果、米国最古のMMFであるリザーブ・プライマリー・ファンドが、MMFとしては米国

¹⁶³ Certificate of Deposit.

¹⁶⁴ Commercial Paper.

¹⁶⁵ Treasury Bills.

¹⁶⁶ Banker's acceptance.

史上2度目となる元本割れを起こし¹⁶⁷、その他のMMFでも運用会社が元本割れ回避策をとらざるを得ない事態が生じた。さらに、MMFが最大の投資家となっているCP市場にも影響がおよび、事業会社、州・地方政府、SIVを通じて資産担保CPを発行していた金融機関などで、短期資金を調達することが困難となる事態が起きた。

こうした一連の混乱を受けて、2009年以降、預金保険対象外のMMF規制に向けた動きが本格化した。その背景として、MMFがシステミックリスク顕在化の要因の1つとなったことがある。FSBの報告書では、MMFの健全性を強化し特定されたシステミックな脆弱性に対処する政策オプションとして、安定的基準価格方式から変動的基準価格方式への移行か、あるいは安定的基準価格方式を維持する場合でも、損失吸収措置やMMFからの資金流出防止措置を検討している。

第2は、SIV (Structured Investment Vehicle) である。SIVは特別目的会社の一種で、銀行やアセットマネージャーが様々な種類の資産担保証券の運用をファイナンスするために設立されたオフバランス（連結対象外）の運用会社である。大手銀行や投資ファンドがスポンサーとなり、オフバランスで投資を行う仕組みである。SIVの投資先別内訳をみると、RMBS¹⁶⁸が23%、CDOが11%、CMBS¹⁶⁹（商業用不動産貸付担保証券）が6%となっている。

SIVは前述のミューチュアルファンドに近く、各種の証券化商品に投資している。銀行は、SIVを活用することで貸出の一部を証券化して本体資産を圧縮し、資本効率を向上させることができるメリットがある。SIVは、主としてABCP市場で短期資金を調達して、RMBSやCDOなどに長期投資するという期間ミスマッチを活用して大幅な利鞘を得る。

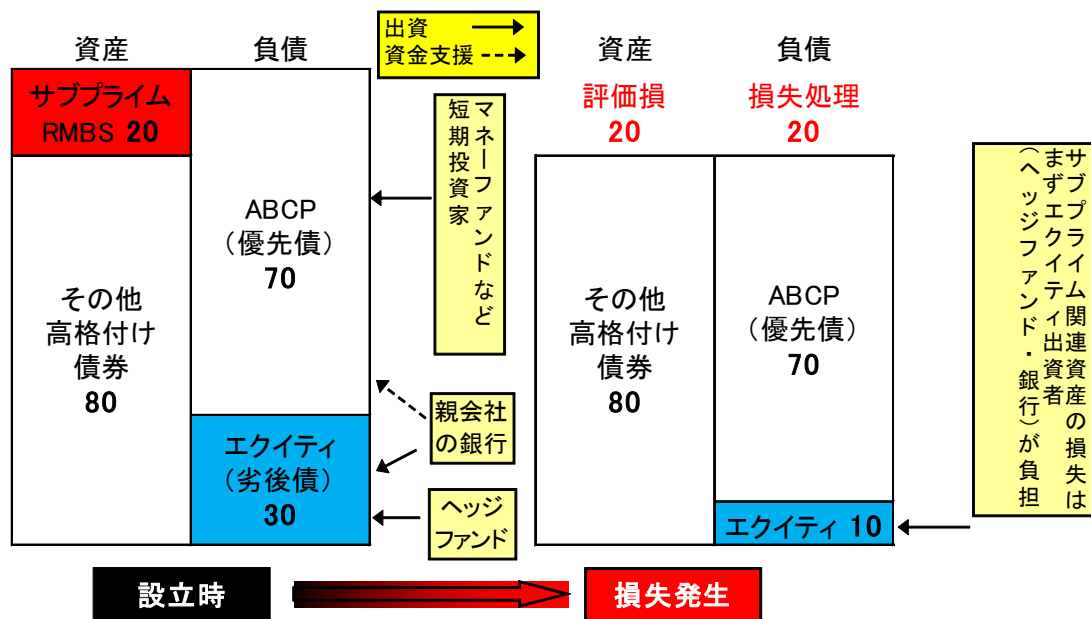
しかし、サブプライム問題の原因の1つは、銀行自身がオフバランス取引を通じてリスクテイクを積極的に行っていたことである。すなわち、サブプライム住宅ローン問題の発生原因は、銀行自身が本来証券化によって切り離したはずのリスクを、連結対象外子会社のSIVなどを通じてサブプライムローン関連の証券化商品やCDOを購入することにより、再び背負い込んだことに求められる（図表4-4）。

図表 4-4 SIV 損失負担のイメージ

¹⁶⁷ 価格は額面1ドル当たり97セントとなった。

¹⁶⁸ Residential Mortgage Backed Securities.

¹⁶⁹ Commercial Mortgage Backed Securities.



(注) サブプライム RMBS が全額焦げ付きとなった場合を想定。
(出所) 筆者作成。

上述したように、これらの SIV は、主として短期資金を調達して長期投資するという期間ミスマッチによって大きな利鞘を得ていたが、RMBS の価格暴落によって SIV の発行する ABCP に買い手が付かなくなり、市場が崩壊した。銀行は、傘下の SIV や導管体に対して流動性・信用補完を行っており、ABCP による資金調達の困難化は、同市場におけるスプレッド拡大のみならず、銀行間市場のスプレッド (テット・スプレッド) の拡大やデリバティブ・社債市場における信用スプレッドの拡大をもたらした。こうした中で、世界金融危機後、システムリスクの根源の 1 つとなった SIV の規制改革も取り組まれている。

第 3 はヘッジファンドなどを含む投資ファンドである。ヘッジファンドは、オルタナティブ投資の 1 つである。ヘッジファンドは、機関投資家や富裕層などから私募によって大量の資金を集め、金融派生商品などを活用した様々な手法で運用する。広く一般から小口資金を集めて大規模なファンドの形成を目指す通常の投資信託とは、まず私募か公募かで異なる。購入方法には、機関投資家が証券会社を経由してストラクチャーを組んで投資する方法と、個人投資家が投資助言会社を経由して直接運用会社の提供する商品に投資する方法がある。

ヘッジファンドは私募であるため、運用上の規制がきわめて緩やかである。その収益獲

得方法は、緩やかな規制の下で裁定型金融（安く買って、高く売る）によって利益を上げ、高いレバレッジをかけて収益を高める点に特徴がある。金融危機前に、ヘッジファンドは、MBSを組み入れたCDOでの運用を拡大した。高い運用利回りを求められるヘッジファンドがCDO投資を拡大させたのは、デリバティブやレバレッジを駆使することで十分なリターンを確保することが可能な商品設計になっていたからである。

しかし、サブプライム問題の発生を契機に、ヘッジファンドなどの投資ファンドが、高いレバレッジでハイリスク・ハイリターン商品であるCDOにより莫大な投資損失を被ったことは、金融危機の深刻化に拍車をかけた。資産価格が上昇基調にある過程では、レバレッジは高いリターンを生み出すが、資産価格が下落に転じると、逆に数倍もの比率で損失が発生する。CDOの複雑な商品設計によってリスクの所在がみえにくくなっていたため、市場の価格発見機能が十分働かず、リスクプレミアムの増大に伴い価格が暴落すると、元手の10倍以上もの借入を行ってCDOに投資していたヘッジファンドは、大きな損失を被った。投資したCDOの一部の焦げ付きによって、大手証券会社傘下のファンドは、実質的に破綻に追い込まれ、証券会社はその損失をそのまま肩代わりすることを余儀なくされた。

世界金融危機後、金融システム安定化のために様々な規制改革案が議論される中で、ヘッジファンドに対する規制強化を巡る議論が高まった。従来、ヘッジファンドのカウンターパーティである銀行やプライムブローカーの規制・監督を通して、間接的にヘッジファンドを規制する方法が主流であったが、その限界が露呈したため、ファンド運用やヘッジファンド自体の直接規制を強化する方向で欧米の主要国の議論が進んだ。特に、金融システム上重要なヘッジファンドについては、登録を義務付け、システミックリスクに関連するレバレッジ情報などの開示を求めている。

第4は、ブローカー・ディーラーやブローカー・ディーラー業務にかかわる投資銀行である。本来、投資銀行は、多種多様な調達ニーズを有する資金の借り手と多種多様な運用ニーズを有する投資家を、幅広いネットワークをもとに、付加価値の高いソリューションによってつなぎあわせることが業務の中核的部分であった。すなわち、自己の資産規模によらず、高度な金融ノウハウを駆使して収益をあげるビジネスモデルであった。収益源としては、株式や債券の発行時に発行額に応じて徴収する手数料に依存する割合が高かったことが特徴である。

しかし、1980年代の米国の金融自由化の進展を背景に、投資銀行などを含むブローカ

ー・ディーラーのビジネスモデルが大きく変化し、資産規模も膨張し続け、同時に金融仲介機能の重要性も高まった。彼らの金融活動は、緩やかな規制の下で裁定型金融によって利益をあげ、商業銀行より高いレバレッジをかけて収益を高めるビジネスモデルに転換した。特に、1990年代以降、投資銀行の収益行動が大きく変化した。すなわち、自己のバランスシートを用いない手数料収益主体の業務から、バランスシートを拡大し、そこでの金利収入が大きな割合を占めるようになった。商業銀行にとっても、証券化によって住宅ローン債権を売却することは、自己資本比率を高めるとともに、資産の回転率を高めて収益性の向上に寄与すると考えられたため、積極的姿勢で対応する金融機関が少なくなかった。

このように、投資銀行は、短期資金調達によって自己のバランスシートのレバレッジを拡大させ、高いリターンを追求するビジネスモデルへと傾斜していった。自己資本の何倍もの資金を低コストで借り入れることにより、資産全体で得られる運用益の大部分を自己資本に帰属させることが可能となるため、収益性は非常に高くなる。これに伴い、金融危機前には、投資銀行などを含むブローカー・ディーラーは、証券担保融資（レポ取引）への依存度を高めていった。しかし、この高いレバレッジによる資産運用は、①市場からの低コストでの資金調達が可能であることが前提となること、②資産運用に失敗した場合、損失の帰属も自己資本に集中することになることのため、損失も平均の損失率の何倍にも膨らむリスクがあった。

2-3 小括

前述のように、2008年の金融危機では、MMF、SIV、ヘッジファンドなどを含む投資ファンド、投資銀行などを含むブローカー・ディーラーなど、主要プレーヤーも、銀行と同様にレバレッジをかけ、満期変換を行っていた。こうして、米国のシャドーバンキングは、取り付けに対して脆弱かつ伝播リスクを生み出す可能性を高め、結果としてシステムリスクを増幅させた。また、そのような活動は、先行きに対する信頼の突然の低下に対して脆弱な信用チャンネルをつくり出すことにより、資産価格や与信の急激な低下を惹起しやすく、その一方で、信頼感が急速に高まる局面では、信用供与の拡大と資産価格の上昇を加速することにより、プロシクリカリティを高める可能性がある。そうした効果は、2007年から2009年にかけて、①前述の ABCP 市場の混乱、②SIV・導管体を用いた組成・

販売モデル（OTD モデル¹⁷⁰）の失敗、③MMF に対する取り付け騒ぎ、④レポ・証券貸借取引の取引条件の突然の見直しといった際に顕著に現れた。しかし、銀行は健全性規制、セーフティネットなどの整備されたシステムに服しているのに対して、米国のシャドールンキングは、典型的にはより緩い監視の枠組みに服しているか、あるいは監視の枠組みにまったく服していないという特徴がある。

米国のシャドールンキングの主要なプレーヤーにおいても、預金取り付けにも似た状況が生じたため、従来のように、システミックリスク対策を銀行のみに焦点を当てて考えることでは不十分であると認識された。また、バーゼルⅢや秩序ある破綻の枠組みなど、銀行を中心とした新たな規制強化が導入された結果、規制裁定によって、これら銀行規制の外で行われる信用仲介活動が活発化することが懸念されていた。規制裁定には、米国のシャドールンキングへの規制を通じて対応できる部分があるが、前述のようないくつかの特徴ある信用仲介活動（シャドールンキング）については、規制上の追加的な措置の必要性が強まっている。

第3節 米国のシャドールンキングの性質と役割

本節では、米国のシャドールンキングと伝統的な銀行との相違点を探るとともに、シャドールンキングの性質と役割を考察する。

3-1 伝統的な銀行との比較

米国のシャドールンキングと伝統的な銀行の相違点について、以下の4点が指摘できる。第1は、資金の調達方法である。伝統的な銀行は、主に個人と企業の貯蓄を預金で調達し、その資金を貸し出すことで利鞘を得る。これに対して、シャドールンキングは、預金というかたちで調達するのではなく、短期金融市場から調達して、長期運用で利益を得ている。預金者は銀行に安定的に預金を預けて、頻繁に預け先を入れ替えることをしない。多少の環境変化があったとしても、急激に資金を全額引き出すことは通常起こりにくい。

一方、シャドールンキングの資金源は預金ではなく、様々な投資家、資産運用ツール、投資資金、ファンドなどからの短期資金である。市場においては、資金の出し手はプロであり、幅広い参加者からなる。金融行動を起こすために、市場から調達する場合、市場参

¹⁷⁰ Originate-to-distribute Model.

加者が時々刻々変化する環境に対応して、必ずしも安定的な調達確保は確保されるわけではない。過剰流動性の時期においては、市場ではカネ余り状態であるため、低いコストで余剰資金を集めてリターンが比較的高いシャドバンキングが形成される。

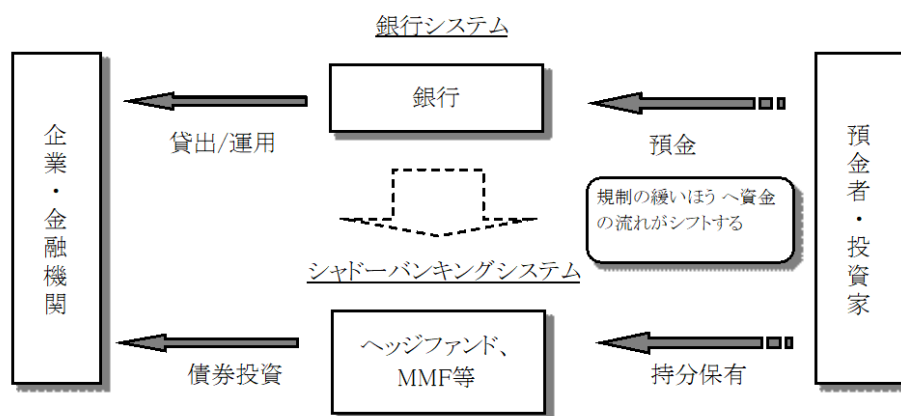
第2は、シャドバンキングは、預金取扱金融機関のように、厳格な規制や監督を受けないことである。規制や監督において、伝統的な銀行とシャドバンキングの間には大きな差がある。伝統的な銀行の資金調達は主に預金であり、一定の預金準備金を留保した後に貸出を行う。その貸出は、主にリテール業務を中心に、監督当局の厳しい規制を受ける。例えば、商業銀行の場合、①預金準備金の保有、②自己資本比率の8%以上（レバレッジ12.5倍以下）の維持、③預金保険制度への加入などが要求される。こうした厳しい規制の下では、伝統的な銀行において、取り付けや、それに伴うドミノ倒しの連鎖破綻が発生するリスクは小さい。

第3は、シャドバンキングは、金融仲介ルートが長いことから、リスクが比較的大きいことである。伝統的な銀行の貸出原資は基本的に単一であり、貸出のリスク管理も比較的整備が進んでいる。これらの結果、資金繰りリスクは比較的小さい。リスクがあるとすれば、資産繰りに窮してドミノ倒しの連鎖的効果を引き起こし、多くの金融機関を連鎖破綻に追い込むリスクである。これに対して、シャドバンキングの貸出資金源は、主に投資家からきており、預金のような安定的な調達手段ではない。その多くが市場外で取引され、評価などの情報が不透明である。従って、リスクは商業銀行よりはるかに大きく、金融危機の勃発や悪化の誘因になりやすい。また、シャドバンキングにかかわる顧客情報は、仲介ルートの過程で分散しているうえに、適切に管理されている保証はない。これに加えて、シャドバンキングにおけるリスク評価システムは十分に整っておらず、情報の非対称性が克服できていない。このように、シャドバンキングにおけるリスクは比較的大きい。

第4は、セーフティネットの有無である。伝統的な銀行では、預金保険制度や中央銀行がセーフティネットの役割を担っているが、シャドバンキングはこのようなセーフティネットをもっていない。伝統的な銀行は、預金保険のセーフティネットの下で、資金提供者（家計）と資金調達者（企業）とを仲介者たる金融機関（銀行）がつなぐ構図である。このために、銀行は自己資本規制をはじめとして様々な規制を受ける。これに対して、シャドバンキングは、預金保険のセーフティネットや金融規制の枠外に置かれている（図表4-5）。このシャドバンキングにおいて、重要な役割を担ったのは、投資銀行とヘッ

ジファンド、MMF などである。

図表 4-5 シャドーバンキングによる規制回避



(注1) ヘッジファンドとは、少人数の投資家から資金を集め、積極的にリスクを取り、高収益を目指すファンド。

(注2) MMFとは、信用度が高く、残存期間の短い内外の公社債を中心に投資を行うファンド（預金にかわる安全性の高い資金運用先として認識される）。

(出所) 河野正道（2012）「国際的な金融規制改革の現状」（金融庁）。

従来、M&A や引き受け業務を行ってきた投資銀行は、1990 年後半以降、自己のバランスシートを使って、少額の資本で多額の借入を行うことで、レバレッジをかけ、ROE を高める高レバレッジビジネスに参入していった。この背景としては、①従来型の投資銀行業務の収益性が低下したこと、②1990 年代後半以降、それまでパートナーシップ制をとっていた伝統的投資銀行が株式公開したことで、パートナーの責任が有限責任となり、レバレッジに対する抵抗感が薄れたこと、③預金業務を行わないため、自己資本規制を受けないこと、④デリバティブ市場の発達と金融技術革新により、様々なリスク特性をもった金融商品の開発が可能となったこと、⑤レバレッジビジネスの収益性が高かったこと、などを指摘できる。

前述したように、伝統的な銀行と対比したシャドーバンキングの特徴を整理すると、次のようになる。第1は、短期の市場性資金を ABCP などにより調達し、長期の資産担保証券（ABS）や債務担保証券（CDO）に投資することによって、長短の利鞘を確保することを目的としていること、第2は、銀行の連結対象外子会社 SIV などのオフバランスシートのコンドュイットの形態で、レバレッジを効かせた投資運用スキームを駆使すること、第3は、預金保険の対象外であること、第4は、規制・監督外の信用仲介システムであることの4点である。

3-2 シャドーバンキングの役割

前節ではシャドーバンキングと伝統的な銀行を比較した。ここでは、さらにシャドーバンキングが果たした役割について分析する。

1980年以降、米国の金融制度は大きく変化した。銀行・証券の分離制度は、1999年のグラム・リーチ・ブライリー（GLB）法¹⁷¹の制定で事実上撤廃され、銀行・保険会社などが証券業務に参入できるようになった。規制緩和によって証券化ビジネスは活発となったものの、同時に、金融機関間の競争に拍車がかかり、投資銀行各社は、従来の業務を墨守するだけでは生き延びることが困難な環境となった。このために、投資銀行各社は、イノベーションを通じた、ハイリスク・ハイリターンの新分野の開拓や、新商品・新サービスの開発に注力するようになった。具体的には、自己のバランスシートを使って、少額の資本で多額の借り入れを行い、レバレッジをかけ、ROEを高める高レバレッジビジネスに参入した。とりわけ、低コストで短期金融市場から資金を調達し、住宅ローン債権を住宅金融会社や商業銀行から買い集め、証券化する事業を拡大した。

一方、銀行本体では、ローンの大部分を証券化して資金回収を早めた。これによって資産の回転率が高まり、収益性が高まる。しかし、それだけでは手数料収入に依存する割合が高くなり、収益力の向上には限界が出てくる。そこで、活用されたのがSIVである。SIVは連結対象外の投資会社であり、連結対象外であるので、自己資本比率規制にはかからない。投資銀行同様に高いレバレッジをかけて、外部から短期資金調達を行い、証券化商品などに投資していった。その結果、SIVでは投資銀行同様の高い収益性を実現することができた。

また、伝統的な銀行については、1990年代前後から、企業の資金調達が社債に大きく傾斜したために金利収入が低下した。さらに、商業銀行にとって、証券化によって住宅ローン債権を売却することは、（BIS規制、いわゆるバーゼルIにおいて）資産の圧縮により自己資本比率を高めることを可能とし、同時に、資産の回転率を高めて収益性の向上に寄与すると考えられたため、積極的に対応する金融機関が少なくなかった。

このように、金融の規制緩和や技術革新の進展の下で、米国の金融システムは、直接金融と市場型間接金融中心の仕組みにシフトした。従来、マネーの増大は銀行の貸出を通じた信用創造によって起きたが、米国では伝統的な貸出以外のルートを通じた金融が大きな

¹⁷¹ Gramm Leach Bliley Act.

割合を占めるようになってきている。例えば、米銀は高度な金融技術を用いて、ローン債権の証券化（ABSなどの発行）を行っており、これが銀行のバランスシートの外でのマネー量を増やしてきた。

さらに、ヘッジファンドなどの新たな市場参加者は、リスクの引受け手としてプレゼンスを高めてきた。こうした金融資本市場の構造変化の中で、金融機関仲介者にとって個々のバランスシート（資産・負債）の管理・対応も変わりつつある。これは過去数年間、資産バブルによる世界的な過剰流動性を、米国の金融機関が証券化やクレジット・デリバティブなど新しい金融技術を駆使して、リスクの効率的な移転・配分を行い、レバレッジの高いヘッジファンドなど向けに資金や債券を融通するブローカー・ディーラー業務に注力していたことと密接な関係がある。

第4節 米国のシャドーバンキングとの比較

以上のことを踏まえて、本節では、中国のシャドーバンキング①型（中国のSB①）と米国のシャドーバンキングの同異点について、詳しく考察する。

4-1 米国との比較

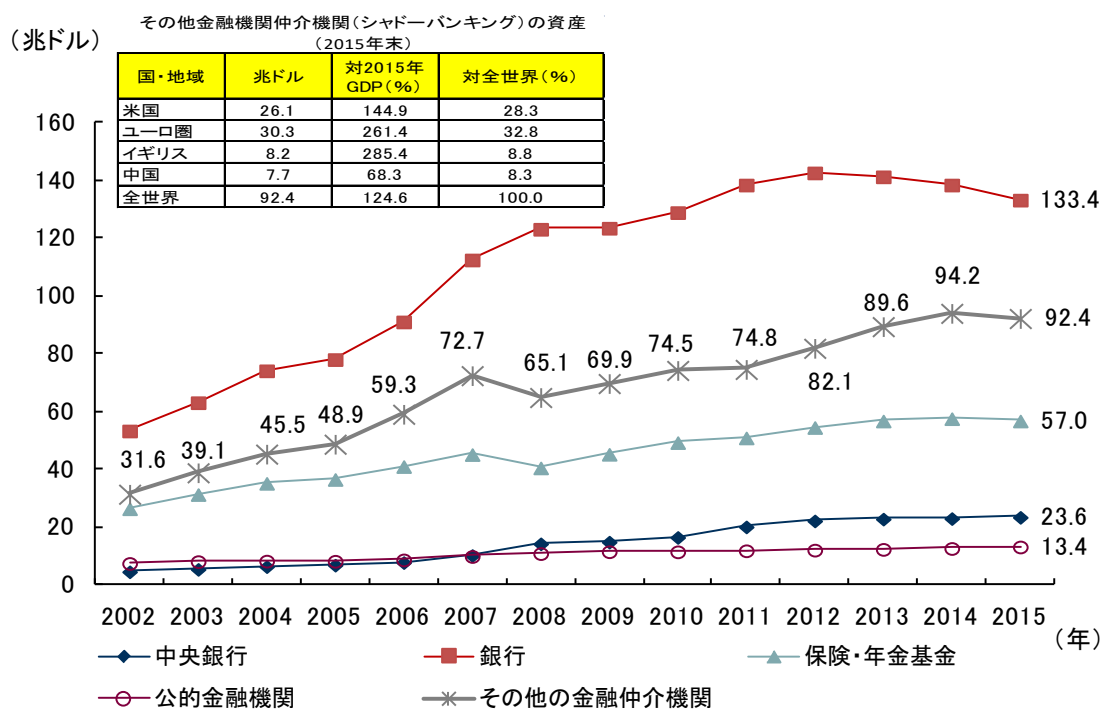
米国では、シャドーバンキングを、「レバレッジを多用する、ノンバンクのコンデュイット（導管体）、ビークルおよびストラクチャーの総称」と定義され、このシャドーバンキングに対する取り付け騒ぎこそが、いわゆる、「システムミックリスク」であるとされる（PIMCO, 2007）。前述した米国のシャドーバンキングの構成主体としては、住宅関連のモーゲッジブローカー、ファイナンス会社、資産担保証券（ABS）と資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）の発行者、銀行の連結対象外子会社のSIV、MMF、ノンバンク（証券ブローカー・ディーラー&先物取引）、デリバティブ商品会社、ヘッジファンド、銀行持株会社（銀行持株会社、資金供給会社）などである（Bhatia, 2011）。

米国のシャドーバンキングの定義は統一されておらず、公的機関、監督当局・金融機関の間の認識も決して一様ではない。金融安定理事会（FSB）は、2011年4月と10月に、シャドーバンキングに関する規制の議論を公表した。そこでのシャドーバンキングは、銀行システムの外側にある組織や業務活動に含まれる信用仲介（credit intermediation）のシステムであると定義されている。敷衍すれば、これらの組織や業務活動は、①満期や流

動性を転換し、「チェーン」(chain)に組み込まれて、②レバレッジを用い、③レポ取引か ABCP を通じて、市場から短期資金を調達することによって信用を提供する、とされる。これに加えて、シャドールバンキングの規制を考える上では、満期変換 (maturity transformation) や流動性変換 (liquidity transformation) に伴うリスク、問題のある信用リスク移転やレバレッジによるリスクに焦点を当てるべきであるとされた。

こうした銀行システムの外側に位置づけられる組織や業務活動に含まれる信用仲介システムの規模 (全世界) は、2002 年の 31.6 兆ドルから 2007 年のピークには 72.7 兆ドルと 2.3 倍に拡大した。2008 年にはリーマン・ショックの影響で一時期 65.1 兆ドルに減少したものの、その後拡大を続け、2015 年末には 92.4 兆ドルに達した (図表 4-6)。

図表 4-6 全世界シャドールバンキングの資産規模の推移



(注) その他の金融仲介機関は、MMF、ヘッジファンド、不動産投資信託 (REIT)、信託会社、ファイナンス会社、ブローカー・ディーラー、SFV (Structured Finance Vehicles)、清算機関 (Central Counterparties)、Captive Financial Institutions and Money Lenders、その他などを含む。
(出所) FSB "Global Shadow Banking Monitoring Report 2016", 10 May 2017 および IMF, World Economic Outlook(2017年4月)より筆者作成。

前掲図表 4-6 で示したように、2015 年末の米国のシャドールバンキングの資産規模は 26.1 兆ドル (対世界名目 GDP の 144.9%) と、全世界のシャドールバンキングの資産規模の 28.3% を占めていた。その他に、ユーロ圏とイギリスのシャドールバンキングの資産規模

はそれぞれ 30.3 兆ドル、8.2 兆ドルと、全世界のシャドーバンキングの資産規模の 32.8% と 8.8%となっていた。

これに対して、2015 年末の中国の SB①の資産規模は 7.7 兆ドル（同 68.3%）と、全世界のシャドーバンキングの資産規模の 8.3%を占めていた（前掲図表 4-6）。単純に規模で比較すれば、中国は米国には及ばないものの、近年の急速な拡大には注目すべきものがある。

このように米国のシャドーバンキングと中国ではその定義、規模、構成主体、信用仲介構造が異なっている。その主な理由として、次の 4 点を指摘できる。

第 1 は、中国の金融システムが銀行主導の間接金融中心の資金調達構造となっていることである。これまで中国では、様々な金融改革が試みられた。市場改革への試行などを通じて、金融資本市場の拡大と深化が大いに進展したことは確かである。しかし、先進諸外国と比較すると、依然として中国の資本市場の規模は小さく、直接金融への依存度が低い。うえに、株式市場と債券市場のバランスが取れていない。すなわち中国の資本市場の発展の遅れから、欧米で成長してきた資産証券化を活用したシャドーバンキングの形態は、まだ成立し得ないのである。

第 2 は、中国では、金融が業態ごとに区分されて監督され、業態を越えたサービス提供は禁止されている。従って、銀行は証券会社と、保険会社の商業銀行業務への参入が禁止されているだけではなく、国債と金融債の発行・売買を除いて、商業銀行の証券・保険業務への参入も禁止されている¹⁷²。この結果、銀行は、シャドーバンキングに対して直接融資することや、シャドーバンキングの保有資産を購入することも規制の理由によって不可能である。このような環境の下では、シャドーバンキングのリスクが銀行システムに波及することは限定的であり、金融システム全体に影響を及ぼすシステムリスクは生じる可能性は小さいと考えられる。中国のシャドーバンキングは、銀行以外（ノンバンク¹⁷³）の信用仲介を指すにとどまり、米国のシャドーバンキングのように、銀行部門と深く結びつくことによってシステムリスクが生じる構造ではない。

第 3 は、中国でも銀行に対する金融規制・監督が厳格化されており、かつて米国で生じたように、規制を回避する目的で、近年シャドーバンキングの金融仲介形態も増加している。例えば、国内の商業銀行は、伝統的な銀行業務を発展させるとともに、さらに実験的

¹⁷² ただし、2003 年の商業銀行法の改正により除外規定が設けられ、分業規制の緩和の動きが見られた。

¹⁷³ ノンバンクは金融資産管理公司（AMC）、信託公司、ファイナンス会社、金融リース会社、オートファイナンス会社、マネーブローカー会社、ローン会社を指す。

に銀行外のオフバランス取引も行っている。しかし、その起点と終点をみると、資金仲介ニーズの実需が存在している。その資金仲介ルートは本来の銀行ルートでは規制にかかってしまうので、別のルートを迂回しているということに過ぎない。これに対して米国の場合には、金融機関の収益追求が主な目的であり、様々な複雑な資金仲介形態を発達させていた。

第4は、中国のシャドーバンキングは、銀行の資金仲介ルートとは異なる対象に資金仲介サービスを提供していることである。中国のシャドーバンキングは、「金融双軌制」（二重構造の金融体制の意味）」と呼ばれ、銀行を中心とする従来型の資金仲介ルートとは、一定の役割分担がなされている。すなわち、大型国有企業が商業銀行から低金利で借入を実現する一方、中小企業や政策規制の対象企業がシャドーバンキングの金融仲介を通じて資金調達を行っている。

以上のことを踏まえ、米国のシャドーバンキングと伝統的な銀行システム、中国のSB①の特徴を整理すると、図表4-7の通りである。中国のSB①は、投資融資先について、伝統的な銀行システムの補完的な役割を果たしているほかに、実需に基づいて発展しており、仲介構造は単純で、レバレッジも高くないという特徴を持つ。また、資金源は銀行信用貸出などを提供し、一部に業種別の金融監督を行っている。負債側にはデフォルトのリスクが残るものの、危機の波及形態は、米国のような市場の機能不全などシステムックリスクが生じない特徴を持つ。さらに、市場性において、中国のSB①は、海外とのリンケージが弱いため、世界金融システムの全体の不安定化への波及が生じない。一方、米国のシャドーバンキングは、世界金融市場の国際的な連結化の強まりで市場性（海外とのリンケージ）が強いため、金融危機が起きると世界へ波及する可能性が大きい。ただし、情報開示の面では、米国のシャドーバンキングと同じく不透明性の問題が残る。

図表 4-7 中国・米国のシャドーバンキングと伝統的な銀行の特徴の比較

比較項目	伝統的な銀行システム	中国のシャドーバンキング①型	米国のシャドーバンキング
投融资先	実需	実需 (伝統的な銀行システムの補完的な役割)	金融商品 (証券化を経由)
仲介構造	単純	単純	複雑
レバレッジ	10-15倍	10倍以下	20倍以上、30~40倍 (バブル、金融危機前)
リスク	小	中	大 (システミックリスクの発生)
資金源	預金	銀行信用貸出など	資本市場、ファンド、投資家
規制監督	厳格な銀行規制	一部に業種別の金融監督	金融機関の自己規律、市場規律
情報開示	透明	不透明	不透明
市場性(海外との リンケージ)	弱い	弱い	強い
危機形態	取り付け騒ぎ(預金)、 デフォルト(負債側)	デフォルト(負債側)	市場の機能不全、投資商品 価値の暴落

(出所) 筆者作成

4-2 中国のSB①と米国の共通点

中国のSB①は、金融資産管理会社、信託会社、ファイナンス会社(財務公司)、金融リース会社、マネーブローカー、消費者金融会社、証券会社、ファンド管理会社などの金融監督下のノンバンクが含まれる。その中では、MMFに相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業務と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

中国のSB①は、米国のシャドーバンキングと共通の特徴がある。すなわち、法的属性からみると、いずれも実体か実体に準じる機関である。規制監督の観点からは、いずれも制度的不備が存在する。機能の面では、いずれも銀行と同様に、金融仲介プロセスの中で資産変換(信用リスクの変換、満期変換期、流動性変化)の機能を担っている。また米国と同様に、中国のSB①と銀行は、実質的にリスクを共有しているため、信用リスク・流動性リスクが生じた場合、金融システム全体の不安定化を増幅させ、システミック・リスクに波及する可能性がある。さらに、実体経済にも影響が大きいため、2008年以降、中国の規制当局は、SB①に対して様々な規制監督の通達を公表した。

4-3 中国のSB①と米国の違い

SB①の定義と特徴について、米国と似ている部分もあるが、中国のSB①は、以下の点

において米国と大きく異なっている。

第1は、米中のシャドーバンキングの構造が異なっている。米国のシャドーバンキングシステムは、証券化を通じて信用仲介チェーンがつながっている。米国のシャドーバンキングの主要プレーヤーは、それぞれ銀行仲介機能を果たしており、シャドーバンキング全体として1つの構造として存在している。一方、中国のSB①は、各プレーヤーが殆ど独立した存在となっている。相互で、あるいは銀行との間に複雑な関係を持たず、比較的分散した体系を呈している。

第2は、米中のシャドーバンキングの運営メカニズムが違う。米国のシャドーバンキングは、ノンバンクの証券化業務を中心に、証券化や、再証券化商品の取引を通じて、お互いの金融仲介業務でつながっている。米国のシャドーバンキングは、ある意味で取引型の金融仲介機関とも言える。一方、中国では資本市場の発展が遅れているため、証券化業務は米国ほど発達していない。中国のSB①は、主に銀行融資の補完的な役割を果たしており、典型的な融資型の金融仲介機関である。

第3は、米中のシャドーバンキングの融資モデルが異なる。米国のシャドーバンキングは、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して集めた短期資金を、債務担保証券（CDO）や資産担保証券（ABS）などの高利回りの長期証券化商品に投資している。その資金の提供源は、主にMMFや年金基金などを運営する機関投資家である。一方、中国のSB①は、銀行と同様に、主に企業と個人から資金を募集して融資を行っている。SB①は、実質的に一種のリテール方式の融資業務を展開している。

第4は、米中のシャドーバンキングは、伝統的な銀行との相互関係が異なっている。米銀は、シャドーバンキングの証券化を通じて貸出をオフバランス化する一方、シャドーバンキングに対してデフォルトの担保をも提供している。また、銀行自身も金融デリバティブ商品を発行し、保有していた。これに対して、中国のSB①は、銀行と複雑な関係を持っておらず、銀行にとって、銀行融資の代替か補完的な存在となっていた。

ここまで、中国のSB①の形成過程と主要業務実態を考察した。さらに、中国SB①の特徴と金融システムの役割を分析したうえで、米国のシャドーバンキングと比較した。次の第5章では、銀行システム外のシャドーバンキング、とりわけインフォーマル金融などの業務実態、フィンテック型のシャドーバンキングの発展に着目する。

第5章 銀行システム外のシャドーバンキングの主な業務実態 (SB②型と SB③型)

本章では、銀行システム内外を統合したシャドーバンキング①型と異なって、銀行システム外のシャドーバンキング (中国のシャドーバンキング②型 : SB②) の主要な業務実態を考察する。具体的には、インフォーマル金融 (民間貸借)、ブリッジローン、民間「倒貸」 (民間借入による銀行借入の返済)、プライベート・エクイティ・ファンド (PE ファンド) を取り挙げる。

また、中国では、近年インターネット企業による金融サービスの提供が活発化しており、様々な金融イノベーション、いわゆるファイナンスとテクノロジーの融合であるフィンテック (FinTech)¹⁷⁴が生まれている。本章では、こうした銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキング、すなわち、中国のシャドーバンキング③型 (SB③) の発展についても分析する。さらに、SB②と SB③を米国の事例と比較し、その異なる点を検証する。

第1節 インフォーマル金融 (民間貸借)

中国では、民間融資に関する法規定は、主に「合同法」、「担保法」、「高利貸法」、「民法通則」、「人民法院の借貸案件審査に関する若干意見」などに分かれ、定義が非常に曖昧である。そのため、民間融資、非合法的な資金調達、高利貸などとの区別がつかず、民間融資が長期にわたって社会融資領域のグレーゾーンにあった。通常、民間融資と非合法的な資金調達や高利貸などは民間貸借と呼ばれ、中国のシャドーバンキングの重要な部分を構成している。

中国のシャドーバンキングは、銀行業における規制を殆ど、あるいは全く受けない「準貸出」活動だけでなく、規制対象外の民間貸借 (インフォーマル金融) も含む。インフォーマル金融 (民間貸借) のような銀行システム外部のシャドーバンキングは、銀行貸出と同等の経済的機能を有しており、貸出先は、主に金融政策の引締めで銀行から融資を受けられない顧客である。

本節では、銀行システム外のシャドーバンキングである、インフォーマル金融 (民間貸

¹⁷⁴ フィンテック (FinTech: Financial Technology) は、Finance と Technology を組み合わせた言葉で、実態的には ICT 技術の発達によって出現した、従来存在しなかったような様々な金融ビジネスの態様あるいはネットベンチャー企業などが提供する金融サービスおよび金融関連サービスを指す。

借) の定義と主要プレーヤー、その特徴と業務実態を考察する。

1-1 定義と主要プレーヤー、その特徴

まず、中国のインフォーマル金融は、金融システムの近代化以前から存在するものであり、金融システムの外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会社、小額ローン会社、質屋、ファンド、投資公司、投資組合などの民間金融組織による金融仲介を指す。彼らは、金融機関としての免許を持たずに規制監督が不十分な金融仲介業である。その主要なサービス形態は、インフォーマル金融（民間貸借）である。

また、第1章で述べたように、中国のインフォーマル金融は、中国の中小企業金融において重要な役割を果たしている。さらに、中国のインフォーマル金融（民間貸借）には、次の4つの特徴がある（北京銀聯信,2011）。第1に、営業地域や対象が広いことである。インフォーマル金融は、2年前に浙江省沿海地域から陝西省や内モンゴルなどの内陸部にまで拡大した。また、融資先も製造業から貿易取引、さらには普通の家庭まで及ぶ。第2に、金利が高いことである。一部の民間貸出の金利は年率100%を超える。第3に、利用される割合が高いことである。資金調達難と旺盛な借入れニーズの下で、一部の家庭や企業はシャドーバンキングからの借り入れを行っている。報道によると、温州市の9割の家庭や6割の企業がインフォーマル金融に関与しているという¹⁷⁵。第4に、インフォーマル金融では、関連訴訟案件の発生率が高いことである。対象案件の金額が大幅に上昇しており、数十万元はすでに常態となっており、数百万元から1千万元以上のケースも珍しくない。

特に、中国のインフォーマル金融の貸出金利は高い。人民銀行は2011年に中国の中小企業経営に一定の困難が表面化したと指摘している。一部地域において、インフォーマル金融の貸出利息が急上昇し、中小企業の融資コストを押し上げた。

1-2 業務実態とその問題点

マクロ金融政策の引き締めによって、企業は銀行のチャンネルでは満足に資金調達ができず、柔軟性のある民間貸借へと向かった。一方、物価が持続的に高騰し、実質金利が長期的にマイナスに陥った。このために、投資チャンネルが欠如する中で、民間融資が急速な勢

¹⁷⁵ 北京銀聯信投資顧問有限責任公司（北京銀聯信）（2011）。「影子銀行：隱身惡魔的挑戰与征服」北京銀聯信，第17期。

いで増加している。不動産等の固定資産を担保にした銀行から借入以外に、高利貸に預けて高い金利を得る企業が増えている。

中国では、民間担保会社、小額ローン会社、質屋などによる預金集めは認められていない。しかし、こうしたインフォーマル金融の多くは、資金需給に関する大量な情報を掌握しているため、莫大な利益に駆られて何らかの形で民間貸借を行っている。特に、担保会社の多くは、企業集団の出資によって設立されているため、資金力が豊富で、銀行との間にも良好な関係を構築している。これらの企業集団は、民間担保会社や、小額ローン会社などの名義で規制監督の抜け道から逃れ、莫大な利益を上げている。

上記以外に、高利回りを求めて、各種民間組合、企業協会、余剰資金のある貿易会社なども民間貸借の市場に参入している。合法的な担保会社、小額ローン会社、質屋などは、財政からの奨励や補助金を受ける形で、高利回りの事業を運営している。こうした政府を背景にもつ会社が高利貸市場において欠かせない主要なプレーヤーとなり、問題をより一層複雑化している。

温家宝前首相は 2012 年 3 月の全国人民代表大会後の会見で「民間貸借（インフォーマル金融）の発展が中国の経済社会の発展にまだ適応できていない」として、金融分野への民間資金導入により、民間投資と小型・零細企業の資金調達を容易にする実験を浙江省温州で実施することを明らかにした。この実験が成功すれば、全国で民間金融の発展モデルの見本として広がり、インフォーマル金融を制度化し、中小企業の融資難問題を解消に向かう可能性がある。

第 2 節 その他の銀行システム外のシャドーバンキング

本節では、インフォーマル金融（民間貸借）以外の銀行システム外のシャドーバンキング（SB②）の業務を考察する。具体的には、ブリッジローン、民間「倒貸」（民間借入による銀行借入の返済）、プライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）の 3 つの業務を取り挙げる。

2-1 ブリッジローン

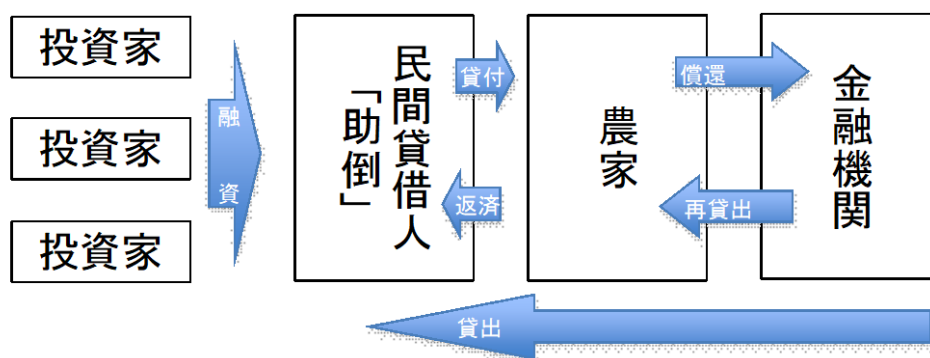
ブリッジローンは、つなぎ融資のことである。一般的に担保会社などが行うサービスであり、銀行融資を受ける既存の顧客を対象としている。対象となった企業には、銀行ロー

ンの返済期日が近づき、返済が完了しなければ新規ローンを受けられない時に、担保会社からブリッジローン（つなぎ融資）が提供される。このローンの期間は、通常は数日間、長くても半月を超えない。ブリッジローンの利息は、月利で 5%以上である。広義には、これらのブリッジローンも民間貸借の一種である。

2-2 民間「倒貸」（民間借入による銀行借入の返済）

近年、農村信用社が「審査は 1 回、返済借入は随時、繰返し利用が可能」という農村貸出管理モデルを実現している。実際に、「返旧借新」（古いのを返済して新しいのを借入れること）という農民の「倒貸」行為が比較的多く行われている。ここで仕組みを説明すると、以下の通りである（図表 5-1）。

図表 5-1 「倒貸」民間貸借の流れ



（出所）北京銀聯信（2011）より筆者作成。

北京銀聯信のレポートによると、農村「倒貸」の投資家は、主に現地の富裕な農家、村委員会メンバー、都市住民に身分転換した現地農民から構成されている。「倒貸」の民間貸出者は一般的に資金に余裕があり、単独で貸出することもあれば、連名の形で貸出することもある。「倒貸」の民間貸出の資金源は、主に 2 つからなる。1 つは投資家からの融資（30%）、もう 1 つは金融機関からの借入（70%）である。

このように、資金の運用・調達の間隔のミスマッチや運用機会を十分に確保できないことから、かつて「倒貸」の主要方法であった「組合内部の倒貸」や「組合間の倒貸」は継続できなくなった。中国農業銀行や中国郵政貯蓄銀行などの金融機関が農村金融市場に参入した後、「倒貸」の方法として新たに「行間倒貸」（銀行間の「倒貸」）が加わった。しかし、金融機関が貸出の条件や手続きなどを基本的にルール化しているため、多くの農家は

返済期日の迫った時に、すぐに返済に必要な資金を調達できない。その結果、これを商機とみた一部の人たちが、「倒貸」のために資金を提供する「助貸」（借金を手助けすること）の民間貸借事業をスタートし、「倒貸」の資金を必要とする農家に高い利息で返済から再借入までのつなぎ融資、あるいは「回転」資金を提供した。これにより、金融機関と農民の「共同課題」に対処すると同時に、高いリターンをも獲得した。

2-3 プライベート・エクイティ・ファンド

現在、中国において真のヘッジファンドはまだ存在していないが、様々な形態のプライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）がここ数年で急速に拡大した。1つは民間の PE ファンドである。主に投資諮問会社、投資顧問会社、工作室などの名義で、委託資産運用の方式で投資家に投資サービスを提供している。もう1つは金融機関と密接な業務を行う PE ファンド（陽光型）であり、明確な法規定に従って運用されている。主に商業銀行の資産運用商品、証券会社の資産運用計画、信託会社による資金運用管理、などからなる。

第3節 米国の事例と SB②の比較

3-1 米国のインフォーマル金融

米国のインフォーマル金融は、主に銀行のサービスにアクセスできない低所得層と若年層向けに提供されている。連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC）のデータによれば、2017年の米国全世帯に占めるアンバンクド¹⁷⁶世帯は6.5%（うち成人約1,410万人、子供640万人）、アンダーバンク¹⁷⁷世帯は18.7%（うち成人約4,890万人、子供1,540万人）を占めている¹⁷⁸。これらの世帯は、①所得と教育の水準が低い、②年齢層が若い、③アフリカ系とヒスパニック系の割合が高い、といった特徴を持っており、主なインフォーマル金融の利用者である。

FDICによれば、アンダーバンク世帯は、過去1年間に1回以上オルタナティブ・フィナンシャル・サービス（AFS）¹⁷⁹を利用している。AFSの中には、金利が高いペイデイロ

¹⁷⁶ アンバンクド（unbanked）とは、銀行口座、小切手口座を持っていない人を指す。

¹⁷⁷ アンダーバンク（underbank）とは、銀行口座をもっているが、過去1年間に1回以上オルタナティブ・フィナンシャル・サービス（AFS）を利用した人を指す。

¹⁷⁸ FDIC National Survey of Unbanked and Underbanked Households, October 2018.
<https://www.fdic.gov/householdsurvey/>

¹⁷⁹ オルタナティブ・フィナンシャル・サービス（AFS）とは、郵便為替（money orders）、小切手換金

ーン (payday loans) や、自動車担保ローン、質屋ローン (pawn shop loans) などがインフォーマル金融とみなされる。

代表的なペイデイローンとは、給料日 (payday) までのつなぎ融資 (loan) のことである。返済期限は2週間前後のものが多く、1件当たりの平均貸出額は約350ドル、貸出金利は年利換算で391%にも達する¹⁸⁰。

ペイデイローンサービスは、1983年にCash America Pawn社(現ENVA社)がテキサス州でサービスを提供開始したのをきっかけに、全国に広がった。1980年代後半以降、①金融規制の緩和、②与信システムの整備、③IT技術の発達を背景に、ペイデイローン市場は急拡大した。消費者金融保護局(Bureau of Consumer Financial Protection: CFPB)によれば、2015年末、米国のペイデイローンサービスの提供事業者数は、1,000社超、全国取り扱う店舗数は15,766店、2015年の店頭でのペイデイローン関連手数料収入は約36億ドルにも上る¹⁸¹。

ペイデイローンの利用者は、年間約1200万人に上る。利用者が多いのは、アメリカの消費社会の構造と密接な関連がある。連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board: FRB)の2017年のアンケート調査によれば、①大人の40%が、いざという時に400ドルの臨時出費を捻出するのが難しい、②20%が毎月の請求を完全に支払うことはできない、③25%が医療費を支払えないがために2017年に必要な受診をあきらめた、という結果が出ている¹⁸²。

ペイデイローンの高い金利は、これまで米国社会からしばしば批判されてきた。ペイデイローンの利用者の多くは、期日までに返済できず、借金で借金を返すという苦しい借金生活に強いられているのが実情である。これを踏まえて、現在、ニューヨーク州やニュージャージー州など東部の州を中心に、15の州がペイデイローン事業者による業務展開を禁止した。

(check cashing)、国際送金(international remittance)、ペイデイローン(payday loans)、税還付金担保ローン(refund anticipation loans)、購入選択権付サービス(rent-to-own services)、質屋ローン(pawn shop loans)、自動車担保ローン(auto title loans)を含む。

¹⁸⁰ "PAYDAY LOANS, AUTO TITLE LOANS, AND HIGH-COST INSTALLMENT LOANS," CFPB, June 20, 2016.

¹⁸¹

https://files.consumerfinance.gov//documents/Payday_Loans_Highlights_From_CFPB_Research.pdf

¹⁸² "Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2017," FRB, May 2018.

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2017-report-economic-well-being-us-households-201805.pdf>

3-2 米国のインフォーマル金融に関する規制

世界金融危機以降、米国の規制当局は、インフォーマル金融に対して規制強化へ転換した。2017年11月に、消費者金融保護局（BCFP）主導で作成された「ペイデイローン、自動車担保ローン、高利の分割ローン」に関する規制法案が提出された¹⁸³。法案は、消費者の保護を主旨として、主に①ペイデイローンや自動車担保ローンなどを規制対象とすること、②許認可制を導入し、ペイデイローンなどの事業者に対して、ライセンス取得を義務付けること、③ローン金利に上限を設定すること（例えば、年利換算で上限金利を36%、貸出期間を2年以内とするなど）、④借り手に一定の条件を設けること、⑤ローンの借り換え回数を制限すること、⑥貸し手による貸出情報の報告を義務付け、事後監督の体制を強化すること、などの内容が含まれている。同法案は、最終審議した後、2019年8月に正式に施行される予定である。

3-3 中国のSB②との比較

ここで、中国のSB②を比較し、その違いを考察する。米国のインフォーマル金融と中国の違いとして、以下の3点が指摘できる。

第1は、借り手の違いである。米国のインフォーマル金融の利用者は、基本的に低所得層、とりわけアフリカ系・ラテン系・ヒスパニック系の移民が多い。一方、中国では、インフォーマル金融の借り手は、主に中小企業や個人が中心となっている。

第2は、資金使途の違いである。米国では、インフォーマル金融からの借入は、主に生活必需品の購入や、医療費などの支払いに充てている。一方、中国では、借入資金は、主に中小・零細企業、農業経営の運転資金に使用されている。

第3は、インフォーマル金融に対する当局スタンスの違いである。米国では、世界金融危機の教訓を受けて、消費者保護の観点から、高利貸しのインフォーマル金融に対して規制強化に転じた。一方、中国では、政府による金融包摂を推進する一環として、インフォーマル金融を規制するよりも、寛容的な政策をとっている。

これまで銀行システム外のシャドーバンキングと、中国のシャドーバンキング②型（SB②）の主な業務実態を明らかにした。また、米国の事例を取り上げて、SB②との違いを比

¹⁸³ “Payday, Vehicle Title, and Certain High-Cost Installment Loans”, BCFP, November 2017. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2017-11-17/pdf/2017-21808.pdf>

較した。次の第4節では、銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキングの発展を考察する。

第4節 フィンテック型のシャドーバンキングの発展（SB③型）

中国では、近年、フィンテックを活用したオンライン・オルタナティブ・ファイナンス（代替貸出）が中国で成長している（李, 2017b）。2015年の同市場規模（残高）は、2013年の18倍までに拡大し、アジア太平洋地域の同市場における中国のシェアは98.9%に達した（The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., 2016）。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの発達は、第5章のインフォーマル金融と同様に、金融サービスにアクセスが困難な個人や零細中小企業に新たな資金の運用・調達ルートを提供することから、金融包摂（普惠金融）という観点からは、フィンテックをはじめとする金融イノベーションは金融の対象領域を拡大したとの一定の評価が可能である。

オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、従来の資金調達と金融仲介の範疇外にあるとされ、革新的な金融ツールとチャネルを有していると特徴づけられている（B20 China, 2016）。こうしたオンラインでの代替貸出の多種多様な形態の中で、P2P レンディングとクラウドファンディングは、2大形態となっている。これに加えて、ネット小口融資などのインターネットファイナンスの成長ぶりが注目されている（李, 2017c）。

本節では、こうした銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキング、すなわち、中国のシャドーバンキング③型（SB③）の発展を考察する。

4-1 中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの概観

4-1-1 定義と形態の多様化

まず中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義と、形態、市場規模を明らかにしたうえで、その拡大の背景を分析する。

中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスとは、金融機関としての免許を持たず、規制・監督も厳格でない金融仲介業である。インターネット上のP2P レンディング、クラウドファンディングなどがその典型である。もともと、中国ではオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、シャドーバンキング（影子銀行）の一種と考えられていたが、シャドーバンキングの名称が、脱法的・非合法的というネガティブなニュアンスを含むよ

うになったため、銀行以外の金融仲介であるオルタナティブ・ファイナンスと呼ばれるようになった。

ここでは、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義は、銀行システム外のオンライン市場を経由して個人や事業者に資金を提供している金融仲介を指すものとし、P2P 保険、オンライン MMF、第三者決済などは含まないものとする。

中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの形態については、①消費者向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、②事業向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、③不動産向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、④インボイス取引、⑤株式型クラウドファンディング、⑥報酬型クラウドファンディング、⑦事業向けバランスシート型レンディング、⑧寄付型クラウドファンディング、⑨消費者向けバランスシート型レンディング、⑩売上/利益分配型クラウドファンディング、の 10 種類に分類される¹⁸⁴ (図表 5-2)。その中でも、①消費者向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、②事業向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、③不動産向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディングの 3 分類が大部分を占めている。

図表 5-2 中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義と形態

形態	定義
①消費者向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディング	個人あるいは機関投資家は、借り手となる消費者に対して資金を提供する
②事業向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディング	個人あるいは機関投資家は、借り手となる事業者に対して資金を提供する
③不動産向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディング	個人あるいは機関投資家は、不動産を担保に入れた借り手となる消費者あるいは事業者に対してローンを提供する
④インボイス取引	個人あるいは機関投資家は、事業からの(割引した)インボイスあるいは受取手形を購入する
⑤株式型クラウドファンディング	個人(限定)あるいは機関投資家は、会社から発行される株式を購入する
⑥報酬型クラウドファンディング	後援者は、個人、プロジェクトあるいは会社に対して、現金以外の報酬あるいは商品を受け取る代わりに資金を提供する
⑦事業向けバランスシート型レンディング	プラットフォーム事業者は、事業用途の借り手に対して直接資金を提供する
⑧寄付型クラウドファンディング	寄付者は、個人、プロジェクトあるいは会社に対して、慈善行為あるいは市民動機から現金や物質的なりターンを求めずに資金を提供する
⑨消費者向けバランスシート型レンディング	プラットフォーム事業者は、一般消費者である借り手に対して直接資金を提供する
⑩売上/利益分配型クラウドファンディング	個人あるいは機関投資家は、事業から生まれる将来の売上もしくは収益の一部を受け取ることで、事業に対してローンを提供する

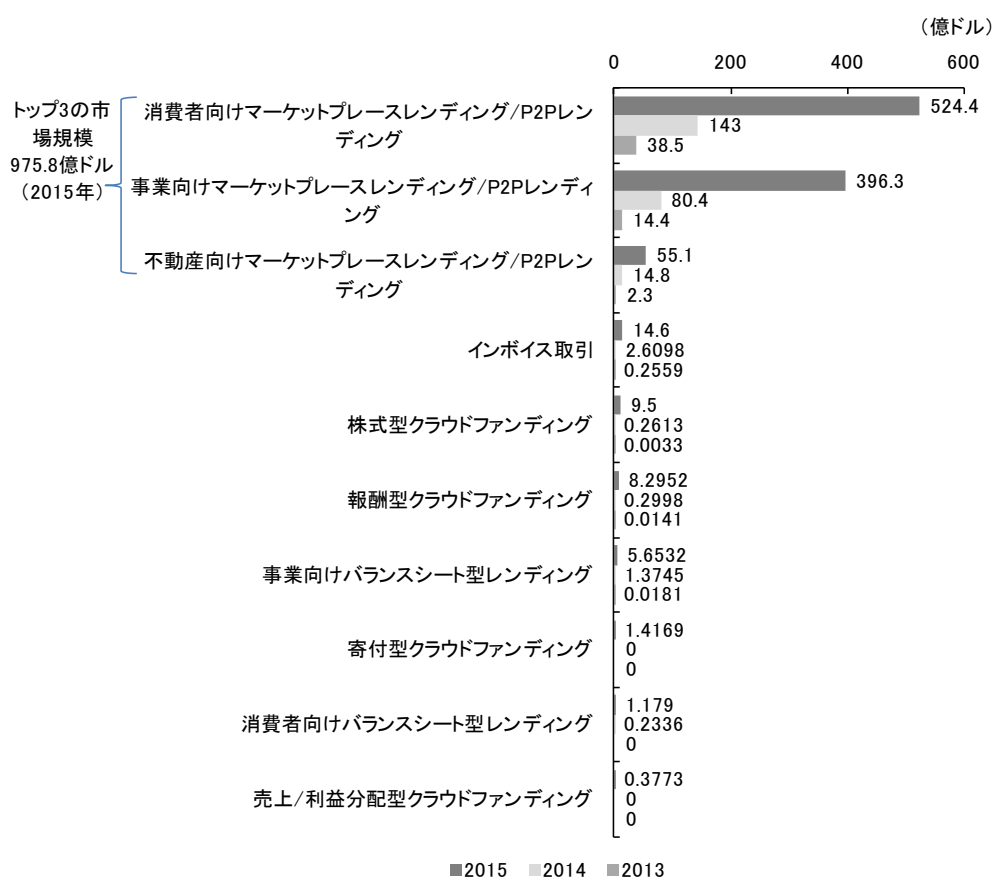
(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al. (2016) “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report,” March より筆者作成。

2015 年の中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスにおいて、消費者向けマー

¹⁸⁴ The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report,” March 2016, p.37.

ケットプレースレンディング/P2P レンディングの市場規模は 524.4 億ドル(全体の約 52%)と、最大のセグメントである。次いで、事業向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディングは 396.3 億ドル、不動産向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディングは 55.1 億ドルで、上位 3 つの市場規模は計 975.8 億ドル (全体の 96%) となっている (図表 5-3)。

図表 5-3 中国本土のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模
(2013~2015 年、形態別)



(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al.(2016) “Harnessing Potential: The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report,” March より筆者作成。

2013 年から 2015 年までの 3 年間に於いて、消費者向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディングの貸出合計は 705.9 億ドル、中小企業をターゲットとした事業向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディングの貸出合計は 491.1 億ドル、相対的に規模が小さいものの、不動産向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディングの貸出合計は 72.2 億ドルであり、3 つを合計すると、過去 3 年間に於ける P2P レンディングブ

プラットフォームを通じて提供された資金規模は1,269.2億ドルにも達する。

上記以外で注目されるものとして、株式型クラウドファンディングがある。ケンブリッジ大学オルタナティブ・ファイナンス研究センターの調査によれば、2014年の同市場規模は0.26億ドルしかなかったが、2015年には36倍の9.5億ドルまで拡大した（前掲図表5-3）。また、現在、中国証券業協会に登録している事業者で、株式型クラウドファンディングサービスを提供しているのは、少なくとも8社ある。今後、中国の株式型クラウドファンディングが全ての個人投資家に開放されることになれば、創業期にあるベンチャー企業向けの資金プールの拡大に寄与するとともに、潜在力のあるベンチャー事業に投資でき、より開放的な市場の形成にも役立つと考えられる。

4-1-2 市場規模で世界最大

近年、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは急速に成長し、世界最大の市場になった。ケンブリッジ大学オルタナティブ・ファイナンス研究センターの調査によれば、アジア太平洋地域¹⁸⁵において、一般消費者やスタートアップ・ベンチャー企業、中小企業（SMEs）、地域プロジェクトなどに融資するオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模は、2015年に1,028.1億ドルに達した。このうちで、中国本土のオルタナティブ・ファイナンス・プラットフォームを通じて行われた取引は約98.9%を占めた。

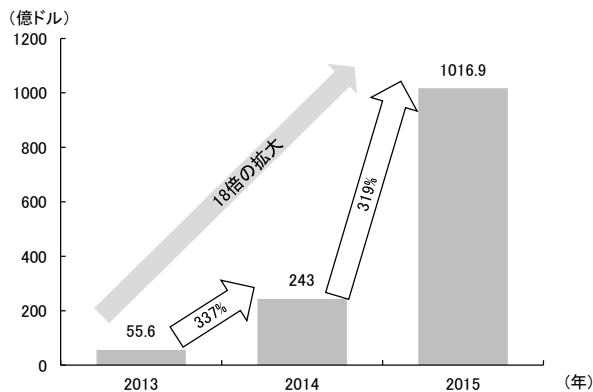
中国におけるオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模は、2013年の55.6億ドルという比較的低位からスタートし、2014年に243億ドル（前年比337%増）、2015年にはさらに1,016.9億ドル（前年比319%増）¹⁸⁶へと急増し、同市場規模は2013年の18倍超まで拡大した（図表5-4）。

一方、アジア太平洋地域（中国を除く）のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模は、2013年に約1.37億ドル、2014年に2.72億ドルと小規模であったが、2015年には前年比312%増の11.20億ドルに達した（図表5-5）。

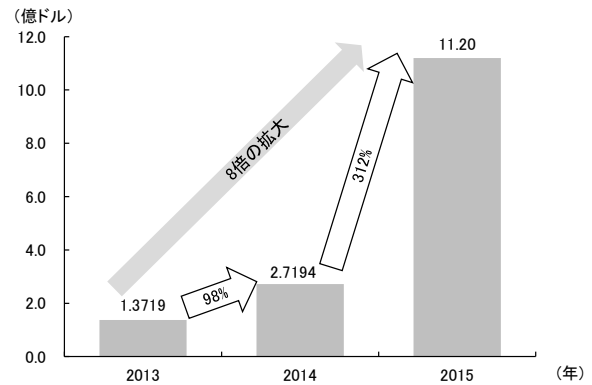
図表5-4 中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模（2013～2015年）
図表5-5 アジア太平洋地域におけるオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模（2013～2015年、中国除く）

¹⁸⁵ アジア太平洋地域は、日本、オーストラリア、ニュージーランド、韓国、インド、シンガポール、台湾、香港、マレーシア、インドネシア、タイ、モンゴル、フィリピン、パキスタン、スリランカ、ベトナムを含む。

¹⁸⁶ The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report”, March 2016.



(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al. (2016) “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report,” March より筆者作成。



(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al. (2016) “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report,” March より筆者作成。

4-1-3 中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス拡大の背景

近年、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスが急成長した背景としては、以下の4点が指摘できる。

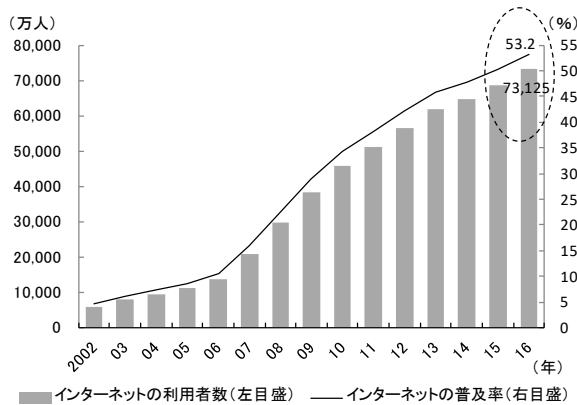
(1) 世界最大のインターネット人口と電子商取引市場

第1は、中国は世界第2位の経済規模と、世界最大のインターネット人口と電子商取引市場を擁していることである。

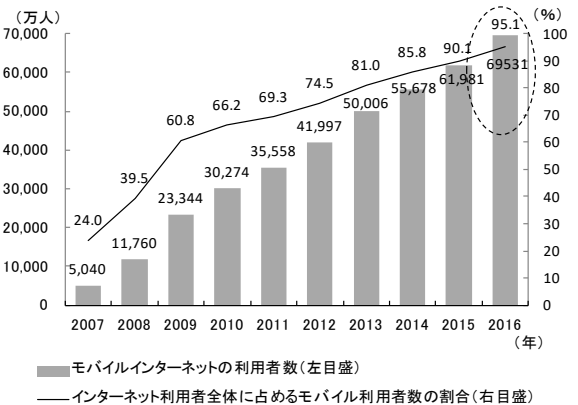
中国のインターネット人口は、2000年代半ばから急増している。2016年末のインターネット利用者数は7億3,125万人(普及率53.2%)で世界最大であり(図表5-6)、米国総人口の約2.3倍超、日本総人口の約5.8倍に達する。また近年、スマートフォンの普及によって、モバイルインターネットの利用者が急増している。2016年末のモバイルインターネットの利用者は6億9,531万人、インターネット利用者全体の95.1%を占めている(図表5-7)。

図表5-6 中国のインターネット利用者数及び普及率の推移

図表5-7 中国におけるモバイルインターネットの利用者数及びインターネット利用者全体に占める割合の推移



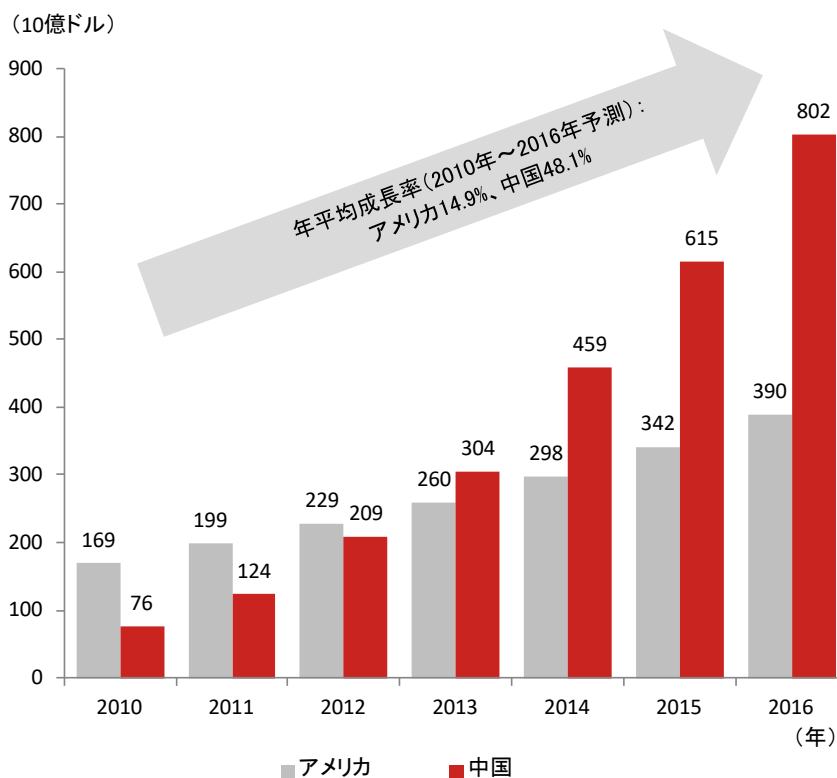
(注) 年末値。
 (出所) 中国インターネット情報センター (CNNIC) より筆者作成。



(注) 年末値。
 (出所) 中国インターネット情報センター (CNNIC) より筆者作成。

さらに、インターネット人口の爆発的な成長に伴い、e コマース（電子商取引）も急激に普及拡大している。2010年の米国の電子商取引の市場規模が1,690億ドルであったのに対して、中国は760億ドルであったが、2013年に中国の市場規模は3,040億ドルと米国の2,600億ドルを追い抜き、世界最大の電子商取引市場となった。その成長背景としては、2003年に導入された第三者決済サービスが2011年に法的位置付けを明確化したことである。2016年には中国の電子商取引が米国の2.2倍超まで拡大しており、年平均成長率は、米国の14.9%に対して中国は48.1%と大きな差がある（図表5-8）。中国の電子商取引は第三者決済という独自の決済インフラが利用されており、そこでは多様な金融商品が取引されている。これらすべてが、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスを発展させる要因となっている。

図表 5-8 米中の電子商取引市場規模の比較



(注) 中国の金額は元ドルレート中間値(日次、年平均)で算出
 (出所) 中国電子商務研究中心(CECRC)、U.S. Department of Commerce(季節調整値)より筆者作成。

(2) 銀行の貸出能力の限界と景気減速による新規貸出態度の慎重化

第2は、多様な資金調達ニーズに銀行の貸出能力が対応しきれていないことである。中国の商業銀行は、一般的に大手・国有企業向けを中心として融資を行っている。一方、多くの中小企業は財務状況が不透明で、経営リスクが高いことから、銀行は審査に慎重であり、中小企業のニーズに対応するには限界があった。

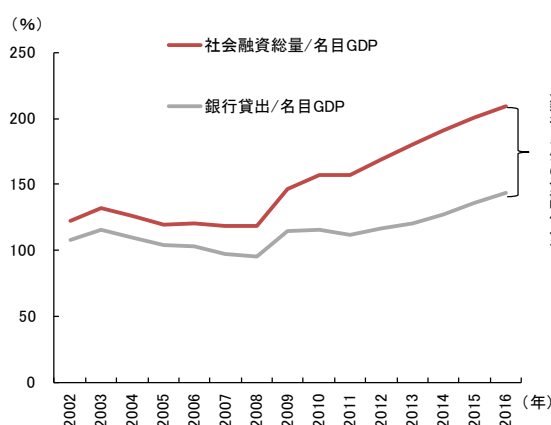
近年、実体経済に供給される流動性の量を示す社会融資総量¹⁸⁷の対名目GDP比率と銀行貸出残高の対名目GDP比率が大きく乖離している(図表5-9)。世界金融危機後に拡大した両者のギャップは、オルタナティブ・ファイナンスの成長によるものと考えられる。

さらに、近年の中国経済の減速を背景に、不良債権の増加が顕著となる中で、銀行の新規貸出は慎重な姿勢に転換している。2017年4~6月期の中国商業銀行の不良債権残高は1,636兆元と、前年比14%増となっている(図表5-10)。融資全体に占める不良債権比率

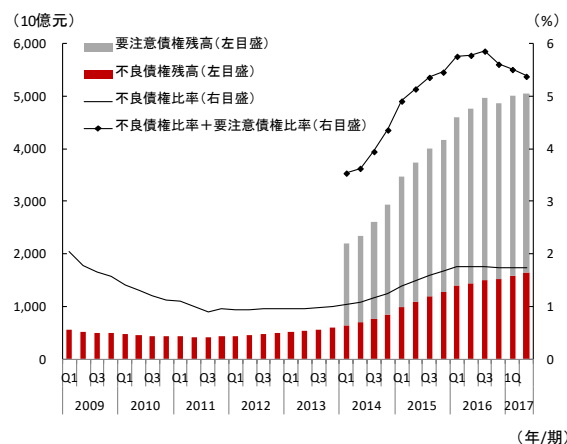
¹⁸⁷ 社会融資総量は、人民元貸出、外貨建て貸出、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債発行、株式発行(非金融業)などが含まれている。

188は1.74%と、2009年4～6月期以来の高水準を記録した。ただし、商業銀行の不良債権には分類されない要注意債権（関注類）を含めると、2017年6月末に5.38%まで上昇している。銀行の貸出基準厳格化が進む中で、正規の銀行システムを通じた資金の流れが縮小し、オルタナティブ・ファイナンスへのニーズが高まったと言える。

図表 5-9 中国の銀行貸出と社会融資総量対名目 GDP の推移 図表 5-10 中国の商業銀行の不良債権の推移



(出所) CEIC データベースより筆者作成。



(出所) CEIC データベースより筆者作成。

(3) 旺盛な資金運用ニーズの存在

第3は、銀行預金金利より高いリターンを求める投資家による資金運用ニーズである。中国は制度的に金利自由化しているものの、実質的に金利規制が残っている。中国の2017年の消費者物価上昇率は前年比プラス1.6%であり、それを下回る預金金利であれば、実質的には預金の元本価値は損なわれることとなるので、一部の投資家は資産運用商品に資産をシフトするようになっている。具体的には、銀行の普通預金の利率は年0.35%（2017年5月10日時点）であるのに対して、普通預金と同様に即日の引き出しが可能なアリババの投資理財商品「余额宝」¹⁸⁹の利回りは年3.995%（2017年5月9日時点）と3.6%以上の差がある。

(4) 規制の裁定機会の存在

188 中国の不良債権は、国際基準を基に①破綻懸念先（次級類）、②実質破綻先（可疑類）、③破綻先（損失類）、の3つに分類される。

189 アリババの第三者決済サービス「アリペイ」の利用者は同口座を通じて「余额宝」との間で資金移動が可能である。詳細については、李立榮（2015d）「急成長する中国のコンシューマー向けインターネットファイナンス」を参照。

第4は、貸出金利の観点でも、規制による裁定機会が存在していることである。中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、預金取扱金融機関に対するような厳格な規制・監督を受けていない。一方で、既存の銀行は、貸出金利の自由化も進んだ¹⁹⁰とは言え、貸出基準金利が政策金利と連動しており、実質上、金融当局の想定した金利の範囲でしか貸出を行うことができない。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスにはこうした規制がないため、借り手の信用力が低くても、それに見合うリスクプレミアムを勘案して高い金利を付せばビジネスが成り立つ。中国政府・金融当局が国内市場を十分に開放せず、金利を人為的に低水準に抑えていることが、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの事業機会を創出しているとも言えよう。

4-2 P2P レンディング¹⁹¹の発展とその規制強化

中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスにおいて、最大の割合を占めるインターネット上のP2P レンディングの急拡大が最も注目されている。中国のP2P レンディングの規模は世界最大である。ここでは、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス、とりわけP2P レンディングに焦点を当て、その仕組みと代表的なビジネスモデル、その急拡大と問題点を探るとともに、規制当局の対応を分析する。

4-2-1 P2P レンディングの仕組み

中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスにおいて、P2P レンディングの急拡大が最も注目されている。P2P レンディングは、貸主と借主がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借することを指す(李, 2017a,b)。P2P レンディングの事業者は、プラットフォームを通じて、貸し手と借り手をマッチングさせるのが主な役割だが、信用評価、投資アドバイス、法的手続きなどのサービスも提供している。また、一部の事業者は、資金の移転、決済、債権回収、督促などのサービスも提供している。一般的にP2P レンディングは、民間貸借に属し、合同法や民法通則などの法律や最高人民法院の関連司法解释が適用される(李, 2015d,e)。

中国のP2P レンディングの仕組みについて、一般的な例で説明する。まず、借り手が

¹⁹⁰ 貸出金利の下限は2013年7月20日に、預金金利の上限は2015年10月24日に撤廃された。

¹⁹¹ P2P (Peer to Peer) レンディングとは、貸し手と借り手がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借することを指す。その仕組みについては、第1章第2節の2-3項で紹介した。

P2P レンディングの事業提供者(以下:P2P 事業者)に自己の信用証明や希望する借金額、金利、資金用途などの詳細情報を示して融資を申し込む。P2P 事業者は、外部か自社で信用調査を行い、借り手が一定の基準を満たした場合、P2P のプラットフォームサイトに借り手の情報を掲載して貸し手を募集する。貸し手が当該情報をもとに、希望する貸出金利や融資可能額を入札する。借り手と貸し手の双方のニーズが合致すれば、貸借契約を締結して、融資が成立する(前掲図表 1-33)。

このように、借り手と貸し手にとっては、金融機関を介在しないことで、お互いの合意した金利で貸し借りができるというメリットがある一方、P2P 事業者は、一般的に貸倒れなどの損失を負う義務がないため、デフォルトが発生した場合、貸し手が元本・利息を回収できないリスクがある。この点は、銀行預金の預金者と異なる。

中国の P2P レンディングの業務フローについては、前掲図表 1-33 の通りである。借り手と貸し手の双方が、まず P2P 貸借サービスを提供するプラットフォーム上でアカウント登録と口座開設を実施する必要がある。次に、借り手はプラットフォームの運営事業者に身分証明や資金用途、金額、許容できる利率のレンジ、返済方法、返済期間などの情報を提示し、審査を受ける。審査が通れば、それに関わる情報は、プラットフォーム上に即時に掲載できる。一方、投資家は、プラットフォーム上で公開された借り手の関連情報に基づき、自ら借り手を選別し、貸出金額を決めることができる。

P2P レンディングのマッチングにおいては、通常「オークション」方式が採用される。すなわち、1人の借り手が必要とする資金は、複数の貸し手によって提供され、募集資金が目標に達した時、当該貸借情報はプラットフォームから取り下げられる。1つの取引にかかる時間は、平均して 5 日間前後である。

また、P2P レンディングの貸出金利の決定方式は、主に下記の 3 つである。1 つ目は、P2P プラットフォームの運営事業者が貸出金利のレンジを設定し、貸し手はそのレンジ内で自由に貸出金利を決める方式である。この方式を採用する P2P 事業者には、「人人貸」、「拍拍貸」などがある。2 つ目は、プラットフォームの運営事業者が、借り手の信用格付けに応じて貸出金利を設定するものである。格付けの高い借り手は、比較的低い貸出金利を享受できる一方、格付けの低い借り手は比較的高い金利を支払わねばならない。この方式を採る P2P 事業者の代表例は、「合力貸」である。3 つ目は、借り手が金利のレンジを提示し、複数の貸し手に対して競争入札を実施する。一番低い貸出金利で応札した貸し手が契約の権利を獲得し、借り手と貸借契約を締結する。

中国の P2P レンディング市場の主な借り手は、中小企業の経営者と比較的所得の高い個人（公務員、国有や民間企業の管理者、技術者、医者、弁護士、外資従業員など）である。中国の情報通信産業の専門調査会社艾瑞諮詢（iResearch）によれば、資金使途は様々だが、1回の借入額は平均的に 10 万元（約 160 万円）となっている。借入の期間は通常 6 か月以内、貸出金利平均で年率 17.86%前後となっている（2014 年平均）。また、P2P 事業者の主な収入は、融資成立によって得られる仲介手数料である。P2P 事業者によっては、貸し手（出資者）から出資額に応じて、一定料率（1.5～2%）の事業運営費を取るケースもある。

4-2-2 代表的な P2P レンディングのビジネスモデル

中国におけるインターネット上の P2P レンディングには、オンラインモデルや、オンラインとオフラインの融合モデルの 2 つのビジネスモデルがある。主要な P2P レンディングのトップ 8 社（2016 年 6 月、貸出ベース）の特徴は、図表 5-11 の通りである。

典型的なオンラインモデルとしては、比較的早い時期に設立された紅嶺創投と拍拍貸がある。両社はオンライン審査を中心に行い、貸出期間は 1～10 ヶ月の短期が中心で、貸出平均金利が 10%台の少額貸出（9 割超は 10 万元以下）を提供している。

一方、2010 年以降は、オンライン・オフライン融合モデルが主流となった。例えば、①保険大手の平安グループの傘下企業である陸金所や、②パソコン大手のレノボの投資ファンドが出資した翼龍貸、③中国のマイクロファイナンス最大手の宜信の傘下企業である宜人貸（2015 年 12 月 18 日にニューヨーク証券取引所上場）などが挙げられる。同モデルではオンライン審査と対面与信審査の両方を実施しており、貸出平均金利が 6～12%と幅広く、約 8～9 割が 10 万元以下の少額貸出である。さらに、一部の会社は、国内外の株式市場への上場などを通じて長期資金の調達を行っていることを背景に、貸出期間が 5～35 ヶ月とオンラインモデルより長くなっている。

図表 5-11 中国の主要な P2P レンディング会社（2016 年 6 月時点貸出残高トップ 8 社）

会社名	設立時期	資本金(万元)	本拠地	ビジネスモデル	登録者数(人)	貸出残高(億元)	貸出平均金利	貸出平均期間(ヶ月)	特徴
陸金所	2011年	83,667	上海	オンラインとオフラインの融合モデル	1800万強	676	6.36%	16.37	・保険大手平安グループの傘下企業 ・平安傘下の担保会社による全額保証 ・少額貸出(81.7%は10万元以下) ・2016年1月、12.16億ドル調達(事業価値約185億ドル)
翼龍貸	2007年	10,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	n.a	249	8.22%	12.44	・パソコン大手レノボの投資ファンドが出資 ・少額貸出(89.2%は10万元以下) ・全国に営業拠点を展開 ・厳格な対面型と信審査を実施
宜人貸	2012年	3,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	500万強	168	11.80%	34.54	・宜信傘下企業、独自による審査と格付けを実施 ・少額貸出(83.4%は10万元以下) ・2015年12月NYSEに上場 ・時価総額:9.25億ドル(2016年7月6日時点)
紅嶺創投	2009年	6,000	深圳	オンラインモデル	100万強	145	9.05%	1.88	・オンライン審査 ・少額貸出(92.8%は10万元以下) ・2014年以降、消費者中心から事業中心の貸出へとシフト ・これまで幾度の大型ローンのデフォルトを経験
PPmoney	2012年	15,000	広州	オンラインとオフラインの融合モデル	1000万強	127	8.93%	8.6	・大手保険企業と協業 ・最も厳格な信用格付けのシステムを導入 ・少額貸出(97.9%は10万元以下) ・2015年、中国店頭株式市場上場
人人貸	2010年	10,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	200万強	110	10.16%	34.98	・オンラインによる一次と信審査 ・貸出のほとんどは対面型と信審査を実施 ・10万元貸出は全体の71.9%、10~100万元は28.1% ・2014年1月、1300万ドルを調達
拍拍貸	2007年	10,000	上海	オンラインモデル	1200万強	56	16.89%	10.3	・少額貸出(99.7%は10万元以下) ・主な収益源はサービス提供料 ・オンライン審査による無担保貸出 ・ウェルスマネジメント事業にも参入
積木盒子	2013年	20,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	n.a	40	7.86%	5.06	・保険企業やマイクロローン企業と事業提携 ・貸し手に関する詳細な情報を開示 ・少額貸出(99.4%は10万元以下) ・2015年4月、8400万ドル調達

(注) 貸出残高、貸出平均金利、貸出平均期間のデータは、2016年6月時点の「網貸之家」の公表データ。登録者数(2016年6月時点)は、各社公表資料と新聞記事等による。

(出所) 各社資料と「網貸之家」より筆者作成。

(1) オンラインモデルの「拍拍貸」

2007年6月には、「拍拍貸」という会社がインターネット上のP2Pレンディングのビジネスモデルを開発した。2017年12月末時点の「拍拍貸」の利用者は6,541万人を超えている¹⁹²。

「拍拍貸」モデルの特徴は、オンライン審査による無担保貸出にある。同社は、2014年7月に独自のリスク評価システム「魔鏡」を開発し、それまで蓄積したユーザーの行動情報、ネットワーク上のブラックリスト、SNSの関連データなどをもとに、取引ごとにリスクの格付けを行い、返済の滞納率を予測している。同システムでは、借り手のリスクをAからFまで6段階に分け、リスクの一番低いAランクを滞納率0.5%以下、リスクの一番高いFは滞納率8%以上と想定している。

「拍拍貸」は、基本的に借り手と貸し手の仲介情報のみを提供し、貸し手に対して一切

¹⁹² <https://www.ppdai.com/help/mediaReports1078>

の担保を提供しない。仮に、デフォルトが発生した場合でも、「拍拍貸」は、借り手に対して一切の保証責任を負わない。貸出金利の決定は、オークション方式を採用している。借り手が受容できる利息のレンジを示し、貸し手がオークションを通じて入札を行う。一番低い貸出金利を示した出資者が出資の権利を獲得する。資金需給や利息は、市場によって決定される。

「拍拍貸」の主な収入源は、借り手からのサービス利用料となる。同社は、借り手に対して、初回の取引が成立した場合、元金から4%の手数料を取得している。同じ借り手による2回目以降となる取引は、元金から2%（借入期間は6ヵ月間以内）か4%（借入期間は6ヵ月以上）の手数料を取っている。

（2）オフライン（対面審査）の「合力貸」

一方、オフラインによる貸出モデルも存在する。「合力貸」を代表例とする同モデルでは、インターネットで貸借のマッチングのみを提供し、具体的な手続きやプロセスは、すべてP2P事業者と顧客の対面取引で実施される。貸し手（投資家）は同プラットフォームを通じて手元にある余剰資金を中小企業経営者、大学生、サラリーマン層や、貧困農家などの借り手に提供し、一定の利息を獲得する。

オフラインの信用審査は、各社の信用格付のデータベースに基づき、P2P事業者の全国各地域の支店で借り手と対面審査を行う。中国では企業の信用データベースを整備していないため、零細・中小企業向けの融資は、対面審査や事業主の経営状況の現地視察などを通じて信用情報を入手する。

（3）世界最大のP2P事業者「宜信」のオンラインとオフラインの結合モデル

「宜信」は、2006年に北京で設立された大手P2P事業者である。2015年6月末現在、中国国内182の都市（香港を含む）と62の農村で事業を展開している。同社の業務は、単なる融資マッチングプラットフォームの運営にとどまらず、ウェルスマネジメント、信用リスクの評価と管理、信用データベースの提供、小額貸付、中小・零細企業向けの融資コンサルティング、農業融資なども行っている。

「宜信」の2014年末の貸付金残高は500億元以上（1兆円超）¹⁹³と、P2P事業者とし

¹⁹³ 鳳凰網財經「P2P 宜信將拆分“宜人貸”先行上市」、2015年04月08日、http://finance.ifeng.com/a/20150408/13614694_0.shtml

で中国最大であるばかりか、米国の Lending Club の同 76 億ドル（約 9,400 億円）¹⁹⁴を
超え、世界最大である。

「宜信」モデルの最大の特徴は、P2P レンディングにおいてオンラインとオフラインを
融合していることである。同社の P2P プラットフォームは、基本的に資金の需給に関する
取引情報を提供するためのプロモーション用チャンネルに過ぎない。実際の与信審査や貸出
業務は、主に同社が全国に展開している営業拠点での対面取引を通じて行われている。例
えば、「宜信普惠」は、オフライン（対面審査）による借り手の与信審査や格付けなどを行
っている。

「宜信」のビジネスモデルは、多対多の債権譲渡型モデルとも言われている。中国では
企業による直接貸付が認められていないため、「宜信」の P2P プラットフォームでは、ま
ず第三者（個人）¹⁹⁵が契約当事者として不特定多数の借り手と貸借契約を締結し、融資を
提供する。次に、満期や格付けが異なる第三者から債権譲渡を受けて様々な理財商品に証
券化し、不特定多数の貸し手（投資家）に販売している（図表 5-12）。

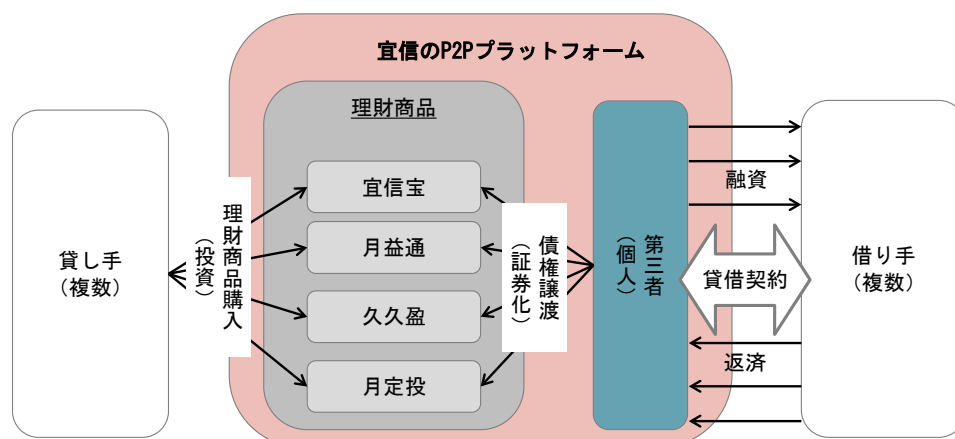
すなわち、ビジネスモデルにおいて、貸借契約は借り手と貸し手の当事者間で締結する
のではなく、「宜信」が中間に入った三者間契約の形態をとる、つまり、借り手にとっては、
「宜信」は債権譲渡後に債権者、貸し手にとっては債務者という位置づけである。契約主
体である「宜信」は、貸し手に対して元金や利息を保証する一方、借り手に対して債権回
収する義務を負っている。

貸出金利に関しては、「宜信」は通常のオークション方式を採用せず、借り手の信用度
に応じて、独自の信用システムを使って金利を取り決めている。貸し手が資金拠出する意
思がある場合、「宜信」は貸し手に代わって借り手を選別し、出資案件を発掘していく。「宜
信」のプラットフォームは、借り手の支払利息と貸し手の受取利息の差額相当分が手数料
として収益になる。このように、「宜信」は、こうしたグループ会社のリソースを活用しな
がら、オンラインとオフラインを融合した P2P 貸借サービスを提供している。

図表 5-12 中国の P2P レンディング（多対多の債権譲渡型モデル）

¹⁹⁴ Lending Club Statistics、<https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>

¹⁹⁵ この第三者（個人）は、通常「宜信」の役職員によって構成される。例えば、「宜信」の創業者唐宁もしくは「宜信」関連会社の役員である。



(出所) 筆者作成。

4-2-3 P2P レンディングの拡大とその社会問題

(1) 拡大する P2P レンディング

中国における P2P レンディングは、2015 年に大幅に残高を増加させている。その背景としては、後述の 2015 年夏の株式市場の急落により、一部資金が P2P レンディング市場へ流入したことが考えられる。中国の民間企業により設立された P2P レンディングの専門ポータルサイト「網貸之家」¹⁹⁶の統計データによると、中国のインターネット上の P2P 事業者の取扱高（フローベース）は、2011 年には 31 億元に過ぎなかったが、中小企業や個人の強い資金ニーズを背景に、2013 年の 1,058 億元から 2014 年の 2,528 億元（前年比 139%増）、2015 年の 9,823 億元（同 289%増）に急増し、2016 年には 2 兆 639 億元と日本円で 33 兆円超の急増を記録した（図表 5-13）。同事業者数は、2013 年末時点で 800 社、2014 末には 2,276 社、2015 年末には更に 3,433 社にまで増加し、2016 年末には 2,488 社となっている（図表 5-14）。

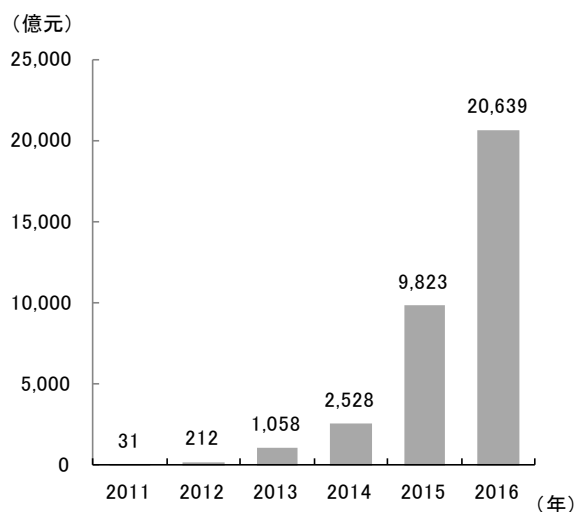
地域別の P2P レンディング事業者の分布をみると、沿海部と大都市を中心にビジネスを展開している。2017 年 8 月末時点では、広東省と北京市が最も多く、それぞれ 20%、19% を占め、その他、上海市（14%）、浙江省（12%）、山東省（4%）、江蘇省（4%）、湖北省（3%）、四川省（2%）に集中している（図表 5-15）。内陸部における P2P レンディングのビジネスは、まだ初期段階である。また、2017 年 8 月の P2P レンディングの貸出期間

¹⁹⁶ 2011 年 10 月、民間企業である上海盈灿（YingCan）投資管理株式有限公司により設立された P2P レンディングに関する専門ポータルサイトである。同サイト上では、P2P 業界に関するニュースや貸出データのほか、借り手向けのコミュニティサービスなども提供している。

<http://shuju.wdzt.com/industry-list.html?tmpl=hy-qyfb>

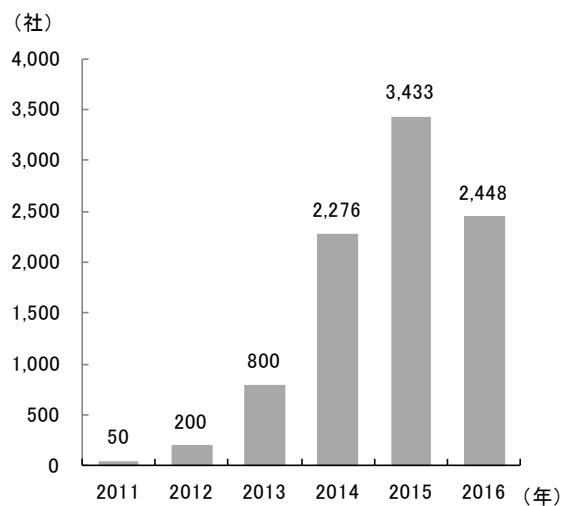
の分布をみると、6ヵ月以内の短期貸出は全体の73.94%（3ヵ月以内のは40.8%、3～6ヵ月のは33.14%）を占めており、資金が比較的短期間で運用されている（図表5-16）。

図表5-13 中国のP2P事業者の取扱高
（フローベース）



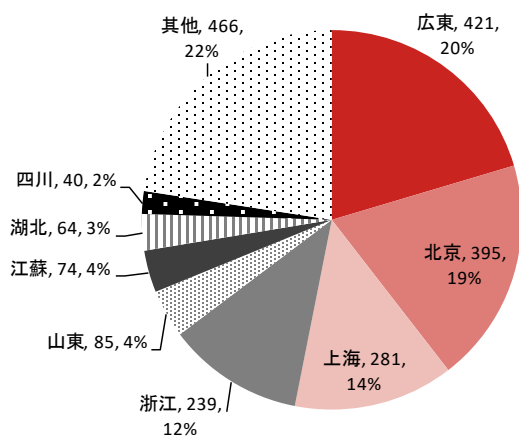
（出所）「網貸之家」より筆者作成。

図表5-14 中国のP2P事業者数



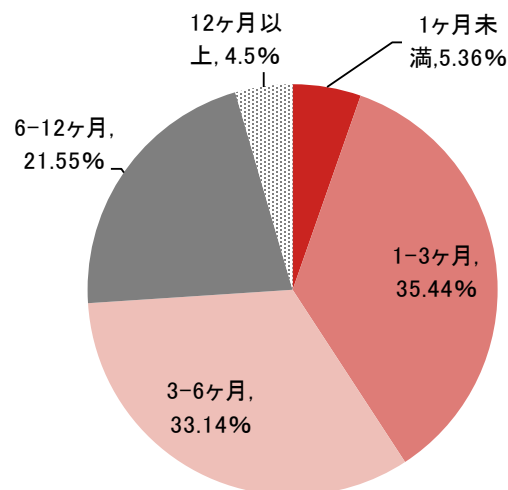
（出所）「網貸之家」より筆者作成。

図表5-15 地域別のP2Pレンディング事業者の
分布状況（2017年8月）



（出所）「網貸之家」より筆者作成。

図表5-16 中国のP2Pレンディングの
貸出期間の分布

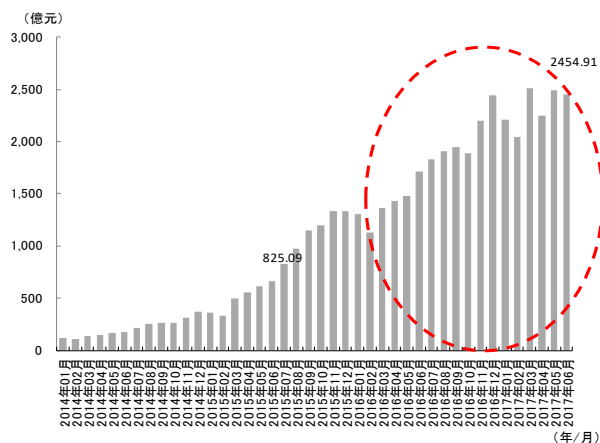


（出所）「網貸之家」より筆者作成。

（2）P2Pレンディング市場の変調とその社会問題

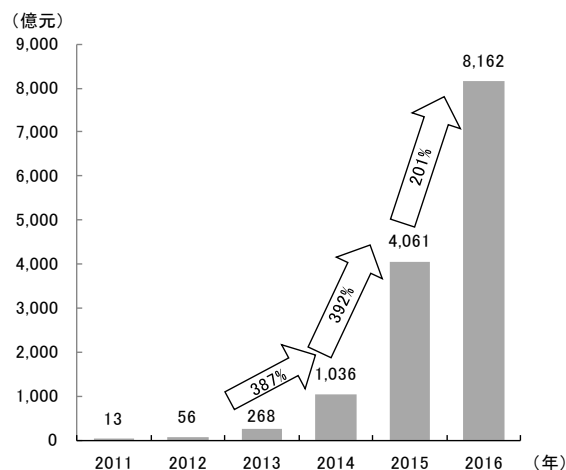
ところが最近、P2P レンディングの急拡大の弊害が生じており、一部で社会問題化している。まず、2015 年 7 月の株式市場の下落により、行き場を失った個人投資家の資金が P2P レンディング市場に流れ込み、過熱な状況を生み出したとの見方がある。2015 年 7 月の P2P レンディングの取扱高(フローベース)は、825.09 億元と前年同月比 3.8 倍(2014 年 7 月は 216.73 億元)、貸出残高は 2236.7 億元で、前年同月比 4.3 倍(2014 年 7 月は 522.93 億元)に急増した。中国の P2P レンディングが個人投資家の資産運用の手段として利用されている実態から考えると、今後も株価が下落すると、P2P レンディング市場に資金が流入するという状況は続く可能性もある。2017 年 6 月の取扱高は 2,454.9 億元と、大量の資金が P2P レンディング市場に流れ込んでいる(図表 5-17)。また、P2P レンディングの貸出残高をみても、2013 年末の 268 億元から、2014 年末の 1,036 億元、2015 年末の 4,061 億元と、2 年連続で約 4 倍に増加しており、2016 年末には 8,162 億元を記録した(図表 5-18)。2017 年 6 月末の P2P レンディングの貸出残高は 1 兆 450 億元と、2015 年末時点より 6,389 億元の増加となった。

図表 5-17 中国の P2P 事業者の取扱高
(2014 年 1 月~2017 年 6 月)



(出所)「網貸之家」より筆者作成。

図表 5-18 中国の P2P レンディングの
貸出残高

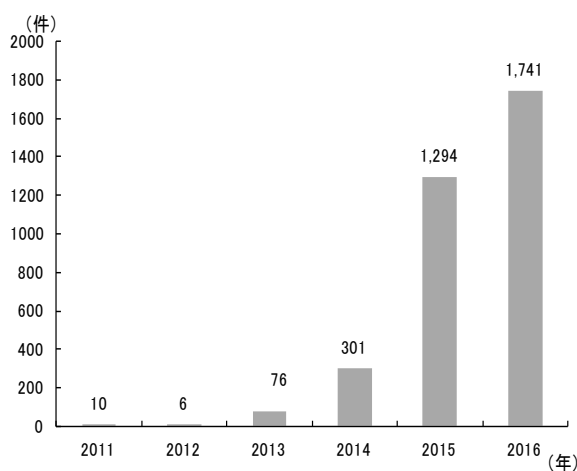


(出所)「網貸之家」より筆者作成。

しかし、P2P 事業者の数は、ここにきて減少に転じ始めた。「網貸之家」によれば、2015 年 12 月末時点で、正常に事業を運営している P2P プラットフォーム数は 3,433 社であったが、2016 年 12 月末には 2,448 社まで減少し、1 年間で 985 社が減少した(前掲図表 5-14)。また、「網貸之家」の調査では、P2P レンディングの営業停止・問題プラットフォ

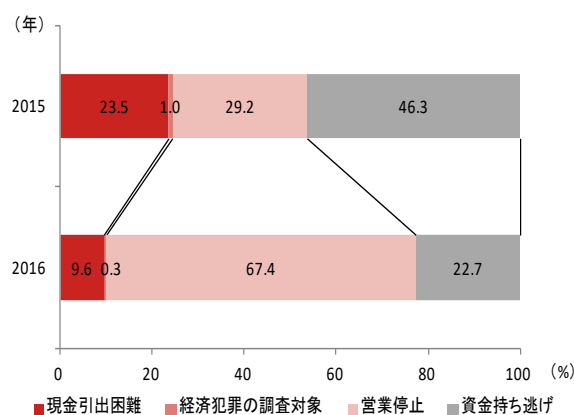
ーム数は、2013年の76件から、2014年に301件、2015年にはさらに1,294件、2016年にはさらに1,741件とへ急増した(図表5-19)。営業停止・問題プラットフォームとは、営業停止のほかに、資金の持ち逃げなど、経済犯罪の調査対象となったプラットフォームのことである。2015と2016年の事件類型別¹⁹⁷からみると、資金の持ち逃げは、それぞれ46.3%と22.7%で、現金引出困難は23.5%と9.6%、営業停止は29.2%と67.4%、経済犯罪の調査対象は1%と0.3%という割合になっている(図表5-20)。

図表5-19 中国のP2Pレンディングの問題プラットフォーム数の推移



(出所)「網貸之家」より筆者作成。

図表5-20 中国のP2Pレンディングの問題プラットフォームの類型(2015年と2016年)



(出所)「網貸之家」より筆者作成。

このように、インターネット上のP2Pレンディングは、新しい仕組みであり、店舗を持たないために、規制当局や投資家にとっては、プラットフォームの基本的な財務体質や、信用リスク管理能力を確認するのは往々にして困難である。近年、増加している経済事件とプラットフォーム閉鎖案件は、一部は未熟な経営管理によるものだが、大半は詐欺に直接起因するものであった。さらに、一部のP2Pレンディング事業者は、下記のように、自己融資やネズミ講などの違法行為に手を出すところまで現れた。

最近では、かつて中国P2P業界のトップ4の一角を占めていたe租宝(Ezubo)が、違法融資したことで摘発され、2016年1月に破産に追い込まれた。同社は、2014年7月のオンライン取引開始以来、1年半の間に90万人前後の投資家から約500億元(8,000億円

¹⁹⁷ 網貸之家, <http://shuju.wangdaizhijia.com/industry-list.html?tmpl=hy-qyfb>

相当)を調達したが、実態はポンジ・スキームそのものであったとされる¹⁹⁸。すなわち、賄賂で企業を買収し、プラットフォーム上に架空の会社を設立して、虚偽のプログラムを通じて実現不可能なハイリターンを投資家に約束していたことが明らかになっている。e租宝の破産は、P2P レンディング市場に衝撃を与えた。この他にも、P2P レンディングを悪用した詐欺などの事件は後を絶たず、P2P レンディング市場に対する規制・監督の強化が喫緊の課題と指摘されている。

4-2-4 規制監督とルールの明確化

こうした P2P レンディングの増加に対して、2011 年 8 月 23 日に、銀監会は「個人間融資のリスクの注意喚起に関する通知」を発表した。ここでは、銀行から得た資金が P2P レンディングを通じて民間貸借などに流用される可能性があり、民間貸借のリスクが銀行システムに波及する可能性について懸念が示された。また、2014 年 9 月に深圳で開催された討論会では、中国銀行業監督管理委員会が、「P2P 業界への監督管理の 10 大方針」を発表して規制監督を強める姿勢を見せている(王, 2014)。

具体的には、①P2P レンディング事業者による投資家資金の所持や資金プールの構築を禁じる、②借り手と貸し手(投資家)双方に実名登録を義務付ける、③P2P レンディング事業者は、業務範囲を明確にしなければならない、④P2P レンディングへの参入障壁を設ける、⑤第三者による投資家出資金の預託管理を義務付ける、⑥P2P レンディングは、投資家への担保提供、元本やリターンの保証を禁止する、⑦P2P レンディングの持続的発展を推進し、P2P 事業者が高利回り融資プロジェクトをむやみに追求することを抑制する、⑧P2P 事業者による情報開示を徹底化させる、⑨P2P レンディングにおけるルールの制定と順守を推進し、業界の自律性を促進する、⑩P2P レンディングは、個人や零細企業の発展を支援し、融資小額化の原則を堅持しなければならない、の 10 個の大方針である。

さらに、銀監会などの 4 機関は、「指導意見」の基本原則・監督責務に従い、連名で、2015 年 12 月 28 日に「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(パブリックコメント募集稿)¹⁹⁹を公表した後、2016 年 8 月 17 日に「ネット貸借情報仲介機関業務活動管

¹⁹⁸ “China's \$7.6 billion Ponzi scam highlights growing online risks”, February 2, 2016, <http://www.reuters.com/article/us-china-fraud-idUSKCN0VB2O1>

¹⁹⁹ 中国銀行業監督管理委員会「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(パブリックコメント募集稿)、http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/28/content_5028564.htm

理暫定弁法」²⁰⁰（2016年第1号）（以下では、弁法）を公布し、インターネット上のP2Pレンディングに対する規制・監督管理の通達を正式に公表した。同弁法では、インターネット上のP2Pプラットフォームの情報仲介としての性質を明確にするとともに、ネット貸借情報の仲介業務を展開する機関に対して、①機関の名称には「ネット貸借情報仲介」のような文字を含むこと、②客観、真実、全面かつリアルタイムの情報開示の責任を負うこと、③融資デフォルトのリスクを保証しないこと、④信用保証サービスを提供しないこと、⑤資金プールを設立しないこと、⑥国家利益や社会公共利益を害さないこと、などを求めた。

同弁法は、消費者の権利を保護するとともに、インターネット上のP2Pレンディングを情報仲介という本質に回帰させることを目的としている。

4-3 中国のクラウドファンディングと規制監督の明確化

近年、中国では、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスのもう1つの主要業態であるクラウドファンディングは、中小企業に対する直接資金調達のチャンネルを開拓し、实体经济の発展や多層的な資本市場の構築に重要な意義を持つものとして注目されている。ここでは、その拡大動向と、潜在的なリスク、規制当局の対応の3点を考察する。

4-3-1 拡大するクラウドファンディングとその潜在的なリスクの表面化

クラウドファンディングとは、インターネットのプラットフォームを通じて多数の個人や組織から少額の資金を調達し、プロジェクトや、企業・個人の資金ニーズを満たす行為であると、証券監督者国際機構（IOSCO）は定義している。

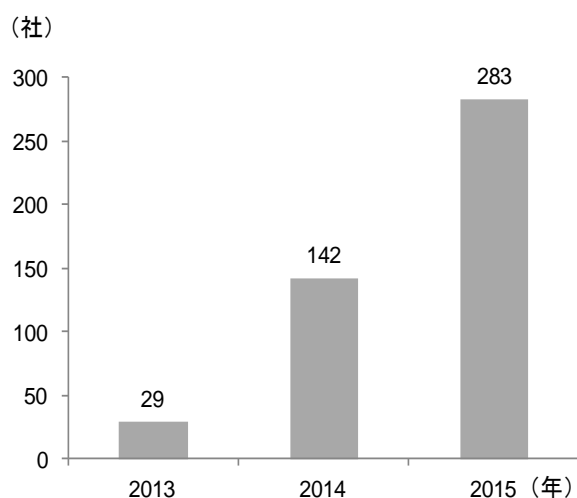
盈燦諮詢（前述の網貸之家のグループ会社）のレポート『2015年全国衆籌業界年報』によると、中国のクラウドファンディングを運営するプラットフォーム数は、2013年末の29社から2014年末の142社（前年比390%増）と急増し、2015年末には283社（前年比99.3%増）に達した（図表5-21）。増加の背景としては、2014年に、中国政府・当局がインターネットを活用した金融サービスの拡大を歓迎する姿勢に転換したことが挙げられる。283社のうちで、株式型クラウドファンディング事業者は130社、報酬型クラウドファンディング事業者は66社、株式型と報酬型の両方を提供している事業者は79社とな

²⁰⁰ 中国銀行業監督管理委員会「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」（2016年第1号）、http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/D934AAE7E05849D185CD497936D767CF.html

っており、寄付型クラウドファンディングは8社であった（図表5-22）。

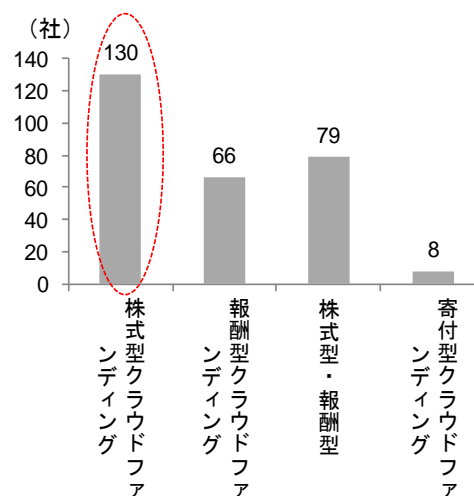
中国のクラウドファンディングによる資金提供残高も、2013年の3.35億元から、2014年は21.58億元、2015年は114.24億元へと急拡大した（図表5-23）。クラウドファンディングで調達した資金は、主に新しいIT製品の開発や、アニメ動画の制作・宣伝などに投じられ、起業や資金調達に苦しむ中小企業の発展を下支えしたと評価できる。

図表5-21 中国のクラウドファンディングを運営するプラットフォーム



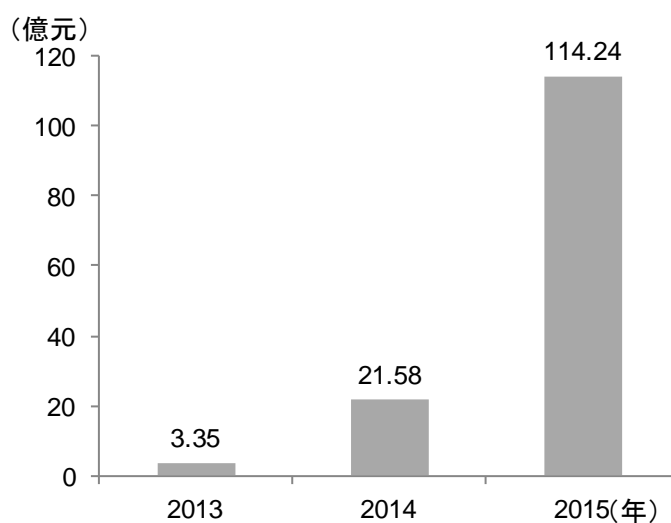
(出所)「網貸之家」より筆者作成。

図表5-22 中国のクラウドファンディングの形態



(出所)「網貸之家」より筆者作成。

図表5-23 中国のクラウドファンディングの資金提供残高の推移



(出所) 筆者作成。

一方、中国のクラウドファンディング市場の急拡大に伴い、問題のあるプラットフォーム数も急増した。その中には、架空のプロジェクトを立ち上げて投資家から資金をだまし取ったり、非合法的な手段により投資家から資金を集めて自らの事業か不動産投資に資金を流用したりするなど、悪質な金融詐欺も多発した。2015年通年で、30日以上もホームページが開けず、閉鎖されたのは40社に上った。その他に、他の事業へ業態を転換したのは26社であった。

中国におけるクラウドファンディングの課題として、①クラウドファンディングの法的な地位が明確になっておらず、関係者の権利が保障されていないこと、②クラウドファンディングのプラットフォームは玉石混合となっており、潜在的な金融詐欺などのリスクが無視できないことを指摘できる。

このような中で、一般利用者からの投資ニーズを満たし、金融包摂を発展させるとともに、企業のイノベーションを促進するため、中国証券業協会は2014年12月に「私募株式型クラウドファンディング融資管理弁法（試行）（パブリックコメント募集稿）」（以下では、管理弁法）を策定し、クラウドファンディングにおける自律管理の強化により、業界の健全な発展を促すこととした。

4-3-2 私募株式型クラウドファンディング融資管理弁法の内容

現行の中国証券法では、証券の公開發行は、中国証券監督管理委員会（証監会）か国务院が授権した部門による承認が必要と明記されている。承認を受けていない企業と個人は、証券を公開發行してはならない。一方で、一般的に、株式型クラウドファンディングによる資金調達を選ぶ中小企業や発起人は、現行の公開發行の条件を満たしていない。従って、現行法の枠組みの下では、株式型クラウドファンディングは非公開の発行方式を選択する以外に方法はない。この点に鑑み、管理弁法では、株式型クラウドファンディングは非公開發行に相当することを明記した。また、自律管理により、証券法第10条の非公開發行に関連する規定を満たすよう求めた。

具体的には、①投資家を、管理弁法の規定条件を満たしかつ株式型クラウドファンディングプラットフォームによって承認された実名登録利用者に限定すること、②投資家は累計して200人を超えてはならないこと、③株式型クラウドファンディングプラットフォームは、実名登録利用者のみプロジェクトの情報を推薦することができ、株式型クラウドフ

ファンディングプラットフォームと資金調達者のいずれも、広く一般に対して宣伝・推薦・勧誘をしてはならないこと、の3つの内容である。

また、管理弁法では、株式型クラウドファンディングプラットフォームを「インターネットプラットフォーム（インターネットサイトやその他類似の電子媒体）を通じて、株式型クラウドファンディングの投資家・資金調達者双方に情報の公表、ニーズのマッチング、資金移転のサポートなどの関連業務を仲介する機関」と位置付けた。私募株式型クラウドファンディングに従事する株式型クラウドファンディングプラットフォームは、中小零細企業を主な対象としてサービスを提供することとし、クラウドファンディングのプロジェクトに関する投融資額の限度を定めず、リスクの自己負担に十分配慮することとした。この他に、比較的緩和的なプラットフォームの参入条件を設け、事後による登録管理を実施することとした。

さらに、株式型クラウドファンディングの非公开发行の性質を踏まえ、投資家は、原則上述の200人を超えない特定の投資家のみとした。資格ある投資家の具体的な基準を策定するにあたり、管理弁法は、主に「私募投資基金監督管理暫定弁法」の関連規定を参照し、投資家の範囲を「金融資産が300万人民元を下回らない、または直近3年間の個人平均年収が50万人民元（約800万円）を下回らない個人」と規定した。これにより、一般投資家のリスク受容能力に相応しくない投資を回避することができるほか、資格ある投資家を引き込むことで中小零細企業の合理的な資金調達のニーズを満たすことに役立つと考えた。

その他に、資金調達者について、管理弁法は、資金調達者は中小零細企業であることだけを要求し、資金調達額については特に制限を設けていない。一方で、資金調達者の責任を規定し、適切な情報開示を義務づけた。中小零細企業という特徴に鑑み、財務情報の開示に特段厳しい基準を設けない一方、その公表する融資計画書は真実であることを求めている。さらに、株式型クラウドファンディングプラットフォームを通じて、企業の経営管理や財務、資金使途の状況などの重要情報を正確に開示し、投資家の権益に影響を与えうる重大情報に関してはタイムリーに公開することが求められる。

投資家保護については、管理弁法は、次の3点を考慮に入れた。第1は、すべての人々が株式型クラウドファンディングに参加できるのではなく、リスク認知能力やリスク受容能力を備えた特定の投資家のみが参加できることを、プラットフォーム側で十分に把握し、承知しなければならないこと、第2は、投資家の資金とプラットフォームの自己資金を有

効に隔離できること、第3は、資金調達者に適切な情報を開示すること、を要求した。

これに加えて、中国証券業協会は、関連法律と同弁法に基づき、株式型クラウドファンディング業界に対して自律管理を求めた。株式型クラウドファンディングプラットフォームは、中国証券業協会の会員として同協会に企業登録をしなければならない。証券業協会は、株式型クラウドファンディングにおける企業登録とその後の監視について、中証資本市場監視センター有限責任会社に業務を委託することとした。管理弁法は、株式型クラウドファンディングに参加する関係者の禁止行為を明確に列挙し、業務として超えてはならない「レッドライン」を引き、リスクの累積を防ぐとともに、企業の革新と自由競争を促すこととした。また、違法や違反行為について、業務改善の強制、警告、一時営業停止などの処分・罰則の規定を設けた。

また、管理弁法は、既存の証券会社による株式型クラウドファンディング業務の展開を認めており、関連業務を展開した日から5営業日以内に中国証券業協会にサービスを登録しなければならないと規定した。

4-4 ビッグデータを活用する中国のネット小口融資

中国では、近年インターネット企業による金融サービスの提供が活発化している。様々な金融イノベーション（フィンテック）が生まれ、サービスが多様化しており、伝統的な銀行システムにも影響している。銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキング（中国のSB③型）の拡大は、上述したオンライン・オルタナティブ・ファイナンスのほかに、中国のネット小口融資などのインターネットファイナンスの急成長も注目されている（李, 2017c）。ここでは、中国のフィンテック企業の成長を概観するとともに、ビッグデータを活用する中国のネット小口金融を考察する。

4-4-1 中国におけるフィンテック企業の急成長

図表5-24は、近年、中国ではインターネット上のプラットフォームを活用して展開されている金融イノベーション（フィンテック）の例である（李, 2017a）。

まず、中国におけるフィンテックをリードしているのは、電子商取引における取引の安全を図るために生まれたオンライン第三者決済サービスである。業界最大手であるアント・フィナンシャル・サービス・グループが運営するアリペイ（支付宝）は、世界最大の4.5億人以上のユーザー（実名登録ベース）を擁する。また、2013年6月以降、アリペイ

の第三者決済のプラットフォームでは、即日資金化可能な MMF 商品である「余额宝」が販売も行われており、銀行預金より有利で利便性も高いことから利用が急増している（李, 2015d, 2015e）。2017 年 3 月末に、余额宝の利用者は 3 億人を超過しており²⁰¹、その市場規模は中国最大（世界第 3 位）の MMF 投資理財商品である²⁰²。

さらに、インターネットで資金の貸し手と借り手をマッチングさせる P2P レンディング（陸金所、拍拍貸、AFSG の招财宝）などのオンライン・オルタナティブ・ファイナンス（李, 2017b）も、個人や中小企業などの資金調達ニーズとより有利な運用先を求める投資家ニーズを背景として急速に市場が拡大し、中国だけでアジア太平洋地域全体の同市場の約 99%を占めている。

このような急成長の背景には、ビッグデータを活用して、迅速・安価に信用リスク評価を行うことが可能になったことがある。上記の成長市場で、独特な金融グループを形成するに至ったのがアント・フィナンシャル・サービス・グループ（以下、AFSG）である。AFSG は、上記のアリペイ（支付宝）と余额宝のほかに、P2P レンディング（招财宝）、オンライン・コンシューマー・ファイナンス（蚂蚁花呗）、中小企業向けネット小口融資（網商貸）、ネット専業保険（衆安保険）、クラウドファンディング（蚂蚁達客）などを展開し、中国のフィンテック業界をリードする存在である。その他に、オンライン・コンシューマー・ファイナンス（中国 EC 二番手の京東の京東白条）、クラウドファンディング（京東衆筹）などの多くの分野において、中国のフィンテックは急成長し、金融サービスを拡充させた。

図表 5-24 中国における主要なフィンテック分野とその代表企業が提供する商品・サービス

²⁰¹ <http://www.thfund.com.cn/yuebao>

²⁰² “Alibaba now 3rd largest money market fund in the world” , May 27, 2016.
<http://www.disruptivefinance.co.uk/2016/05/27/alibaba-now-3rd-largest-money-market-fund-in-the-world/>

分野	代表企業	提供商品・サービス名	商品・サービスの特徴
オンライン 第三者決済	アント・フィナンシャル・サービス・グループ (螞蟻金融服務集團: Ant Financial Service Group)	支付宝 (Alipay)	・2004年よりサービス提供開始、世界最大の決済プラットフォーム。中国第三者決済の最大手、中国国内市場シェア42.7% (2016年末時点) ・2016年12月末の実名登録者数は4.5億人超。中国では、2015年6月末にアリペイウォレットの決済に対応したタクシーは50万台超、コンビニや大手スーパー、デパートなど店舗は20万店超。海外では2016年末に70カ国・地域、100,000社以上の加盟店で、14の主要通貨での決済が利用可能
	テンセント (騰訊: Tencent)	財付通 (Tenpay)	・2005年よりサービス提供開始。中国第三者決済の二番手、市場シェア約19.2% (2016年末時点) ・オンラインゲーム最大手のテンセントがサービスを運営 ・利用者数は2億人超、40万以上の法人顧客に決済サービスを提供
	テンセント (騰訊: Tencent)	ウィーチャットペイ (Wechatpay)	・2013年8月から中国で開始されたスマホ決済サービス。銀行口座情報を登録したユーザーが、微信決済を導入した店舗等の商品やサービスの支払い、もしくは他のユーザーへの送金等をアプリ経由でできるサービス ・2018年1月時点の利用者数は3.6億人超
オンライン理財 (ウェルスマネジメント)	アント・フィナンシャル・サービス・グループ	余额宝 (Yuebao)	・2013年6月よりサービス提供開始。アリペイの利用者向けに開発した中国最大(世界第3位)のMMF投資理財商品。 ・少額(1元)から投資可能で、1年物定期預金(2017年5月9日時点1.75%)より高い年利(同3.995%)を得られるうえ、即日換金可能であることが人気を集めた。利用者数は3億人超(2017年3月末時点)
オンライン P2Pレンディング	陸金所 (Lufax)	穩盈 (Wenyong)	・2011年9月設立、保険大手平安グループの傘下企業、P2Pレンディング最大手 ・登録利用者数2,800万人超(2016年末時点)、貸出の83.4%は10万円(160万円相当)以下(2017年3月31日時点) ・2016年1月、12.16億ドル調達(事業価値推定約185億ドル)
	上海拍拍貸金融信息服務有限公司	拍拍貸 (Ppdai)	・2007年6月設立、中国で最初にオンラインP2Pレンディングサービスを提供 ・登録利用者数3,000万人(2016年末時点)、貸出の100%は10万円(160万円相当)以下(2017年3月31日時点) ・主な収益源はサービス使用料、オンライン審査による無担保貸出。2017年中NYSEに上場予定
オンライン・コンシューマー・ファイナンス	アント・フィナンシャル・サービス・グループ	招財宝 (Zhaoaibao)	・2014年4月よりサービス提供開始。上海招財宝金融信息服務有限公司(アント・フィナンシャル・サービス・グループ傘下の子会社)が運営するマーケットプレース・レンディング・プラットフォーム ・主に企業と個人が直接公開する借入商品と、金融機関と担保会社等を介して公開する元本利息保証型の借入商品、の2種類。招財宝は借り手からサービス料として借入総額の約0.2%を取得
	京東金融 (JD Finance)	京東白条 (JD Baitiao)	・2014年12月開設、2015年4月より正式に後払い・分割払い(800元以上)のサービス提供開始。 ・1件当たりの貸出限度額は500~50,000元(1括払いと当初41日間は無利息) ・サービス当初、中国EC最大手アリババの淘宝サイト(C2C事業)上での利用に限定していたが、2016年末以降他社ECサイトも利用可能。アリペイウォレットの決済機能で返済可能 ・消費者の購入・返済履歴のデータを分析し、利用額などの信用履歴を分類
ネット専業銀行 (ネット小口融資)	浙江網商銀行 (My Bank)	網商貸	・2013年7月よりサービス提供開始、月割利息0.5~1% (当初30日間は無利息) ・1件当たりの貸出上限は100,000元、中国EC二番手の京東(JD.com)サイト上でのみ利用可能 ・2015年より、京東金融は、京東白条の売掛金を証券化し、深圳証券取引所で関連の資産担保証券(ABS)を販売開始した
ネット専業保険	衆安保険 (Zhong An)	返品送料を補償する保険(退運保険)、保証保険、傷害保険、自動車保険ほか	・網商貸の前身は、2010年、アリババによって設立された阿里小貸。2015年6月、民営ネット専業銀行である網商銀行(アント・フィナンシャル・サービス・グループ30%出資)の設立に伴い、同サービスは網商銀行に引き継がれた ・主にアリババのECサイト上で運営する中小店舗や個人を対象に無担保小口ローンを提供 ・2016年6月末時点、網商銀行は累計約170万の中小企業に対して融資を実施し、貸出残高は約230億元(3,700億円相当) ・2013年11月、アント・フィナンシャル・サービス・グループ(出資19.90%)やテンセント(同15.0%)、中国平安(同15.0%)などにより設立。中国最初かつ最大のネット専業保険会社。2017年9月28日に同社が香港取引所に上場 ・ビッグデータを活用して、退運保険、保証保険、傷害保険、銀行カード盗難保険、医療保険、自動車保険など様々な革新的な保険サービスを提供 ・2017年3月末に、利用者数累計5.82億人、保険証券発行数累計82.91億枚超
クラウドファンディング	京東金融 (JD Finance)	京東衆籌 (JD Cloudfunding)	・2014年7月よりサービス提供開始。中国の報酬型クラウドファンディング市場における最大手、市場シェア約34.4% (2015年末時点) ・2017年3月末時点、京東衆籌の報酬型クラウドファンディングサービスを通じて累計40億人民元超(640億円相当)の資金を調達
	アント・フィナンシャル・サービス・グループ	螞蟻達客 (Antsdaq)	・2015年11月よりサービス提供開始。株式型クラウドファンディング ・2017年4月1日時点、同プラットフォームを通じて8つの融資案件から計1.84億人民元の資金を調達

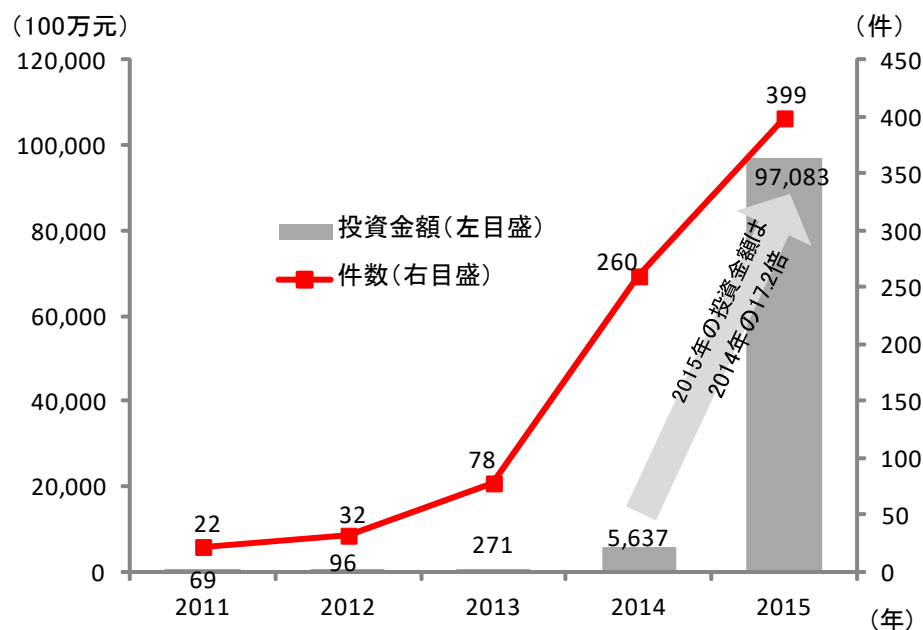
ビッグデータの活用

(注) 網掛部分はアント・フィナンシャル・サービス・グループ (AFSG) 関連 (出所) 各社資料より筆者作成。

次に中国のフィンテック関連企業への投資についてみると、投資金額と件数は、2011年の6,900万元と22件から、2015年には970.83億元と399件と大幅に増加した(図表5-25)。2015年投資金額は、前年の17.2倍に拡大しており、今後も増加する見通しである²⁰³。

図表 5-25 中国のフィンテック企業への投資金額と件数の推移

²⁰³ ARBOR VENTURES (2016).



1件当たり平均投資金額

(100万元)	3.14	3.00	3.47	21.68	243.32
---------	------	------	------	-------	--------

(出所) ARBOR VENTURES [2016], “China FinTech Market Analysis”, March 19, p.5 より筆者作成。

4-4-2 ネット小口融資

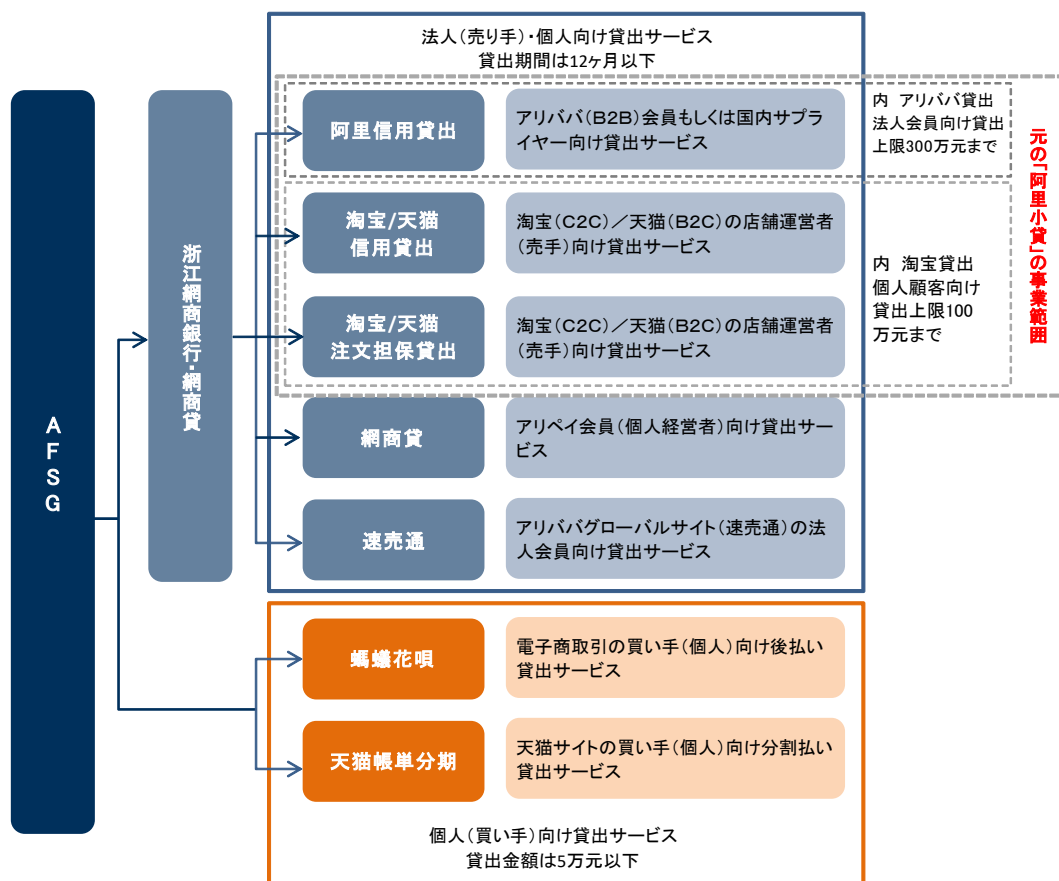
ネット小口融資とは、インターネット事業者が傘下の少額貸付会社を通じて、自社の電子商取引サービスを利用する顧客に提供する小口融資サービスのことを指す。代表的な事業者（サービス）には、AFSG 傘下にある浙江網商銀行の「網商貸」（元の阿里小貸）がある。「網商貸」の前身は、2010年に、アリババによって設立された「阿里小貸」²⁰⁴である。2015年6月に、民営ネット専門銀行である浙江網商銀行（AFSG 30%出資）の設立に伴い、同サービスは浙江網商銀行に引き継がれた。主にアリババのECサイト上で運営する中小店舗や個人を対象に、無担保、簡単で利便性の高い小口融資（ECサイトの会員向け）を提供している。

「網商貸」のサービスには、①阿里小貸が行っていたアリババ（B2B）法人会員向けか国内サプライヤー向け貸出サービスの「阿里信用貸出」（ネット小口融資「網商貸」の2割、貸出上限は300万元まで）、②淘宝（C2C）/天猫（B2C）の店舗運営者（売手）向け貸出サービスの「淘宝/天猫信用貸出」と「淘宝/天猫注文担保貸出」（同8割、貸出上限は100万元まで）に加えて、③アリペイ会員（個人経営者）向け貸出サービスの「網商貸」

²⁰⁴ 2010年、ネット小口融資である淘宝貸出サービスの提供を開始した。

やアリババグローバルサイト（速売通）の法人会員向け貸出サービスがある。なお、個人顧客向けには、無担保、貸出上限5万元の後払いサービスAFSG傘下の「螞蟻花呗」²⁰⁵、分割払いの「天猫帳単分期」など、ネット小口融資のサービスもある（図表5-26）。

図表 5-26 AFSG 傘下の浙江網商銀行・網商貸が提供するサービス



(出所) 浙江網商銀行・網商貸の公開情報より筆者作成。

https://mobilehelp.mybank.cn/bkebank/index.htm#/knowledge/1689/1690?_k=ca6trn

「網商貸」(元の阿里小貸)は、貸出前、貸出中、貸出後という3段階に分けて、リスク管理を行っている。貸出前は、主に顧客情報の確認と信用調査を実施している。この段階では、顧客に関する過去の取引、販売実績、銀行の預金残高などの膨大な情報を審査する。貸出中では、一般的にキャッシュフローの動向について監視を行っている。貸出後は、

²⁰⁵ オンライン・コンシューマー・ファイナンス。2014年12月よりトライアルベースで、2015年4月より正式に後払い・分割払い(800元以上)のサービス提供を開始した。同サービスの1件当たりの貸出限度額は500~50,000元(約8,000~80万円)となっている。返済方法は、一括払いで当初41日間無利息と、800元以上利用の分割払いで3、6、9、12ヵ月のそれぞれの利息は2.5%、4.5%、6.5%、8.8%の2種類がある。

延滞のある顧客に対して資金回収の催促や、ブラックリスト公開制度の利用による資金回収の安全性を強化している。「網商貸」（元の阿里小貸）の貸出サービスの内容²⁰⁶については、図表 5-27 の通りである。

図表 5-27 網商貸（元の阿里小貸）の貸出サービスの概要

カテゴリ	阿里信用貸出	速売通	網商貸	淘宝/天猫貸出	
				注文担保貸出	信用貸出
対象者	アリババ(B2B)の会員	アリババグローバルサイト(速売通)の会員	アリペイの法人会員	淘宝サイトor天猫サイトの店舗運営者(売手)	
貸出上限	最高300万元	-	-	最高100万元	最高100万元
貸出期間	12ヶ月	12ヶ月	12ヶ月	30日	6ヶ月or12ヶ月
利息計算方法	月割均等返済	月割均等返済	月割均等返済	日割で計算	日割で計算
利息	最低1.5%/月	-	-	0.05%/日	0.05%/日
申請条件	<ul style="list-style-type: none"> アリババの中国サイトの会員あるいは中国のサプライヤー 申請人は企業の法定代表者もしくは個人企業の責任者(18~65歳) 企業登記地は中国国内 企業登記は1年以上、かつ直近1年の売上高は100万元以上 	<ul style="list-style-type: none"> 速売通の会員 速売通の開設店舗の有効運営期間は6か月以上 店舗登記者の年齢は20~60歳 	<ul style="list-style-type: none"> 会社登記は1年以上 アリペイの個人経営者 法人代表年齢は18~65歳 法人代表の信用記録は良好 	<ul style="list-style-type: none"> 淘宝or天猫サイト上の売手(18歳以上) 淘宝or天猫サイト上の店舗運営期間は2か月以上 店舗の信用は良好 	<ul style="list-style-type: none"> 淘宝or天猫サイト上の売手(18歳以上) 淘宝or天猫サイト上の店舗運営期間は6か月以上 店舗の信用は良好

(出所) 浙江網商銀行・網商貸の公開情報より筆者作成。

https://mobilehelp.mybank.cn/bkebank/index.htm#/knowledge/1689/1690?_k=ca6trn

ネット小口融資事業者は、電子商取引やネット決済で蓄積した取引記録や、キャッシュフローのデータを活用し、借入者の信用に対し評価を行った上で、オンライン審査により便利で即時性の高い短期小口融資を提供する。これは、インターネット事業者が自社の豊富な資金力と蓄積されたデータを活用し、低コストで顧客の信用履歴や融資審査判断の分析を可能としたサービスである。

彼らは、大型金融機関の貸出の対象外とされる信用履歴が低い個人事業主や中小・零細企業などを相手に融資を行う。図表 5-28 は、浙江網商銀行・網商貸（元の阿里小貸の事業）のネット小口融資業務の仕組みである（B2B の「阿里信用貸出」、C2C の「淘宝信用貸出」、B2C の「天猫信用貸出」）。彼らは、インターネット企業の独自のデータを蓄積している。このデータを活用することで、内部プロセスの効率化、すなわち、信用モデル、与信審査、リスク管理などを効率的に行うことができる。

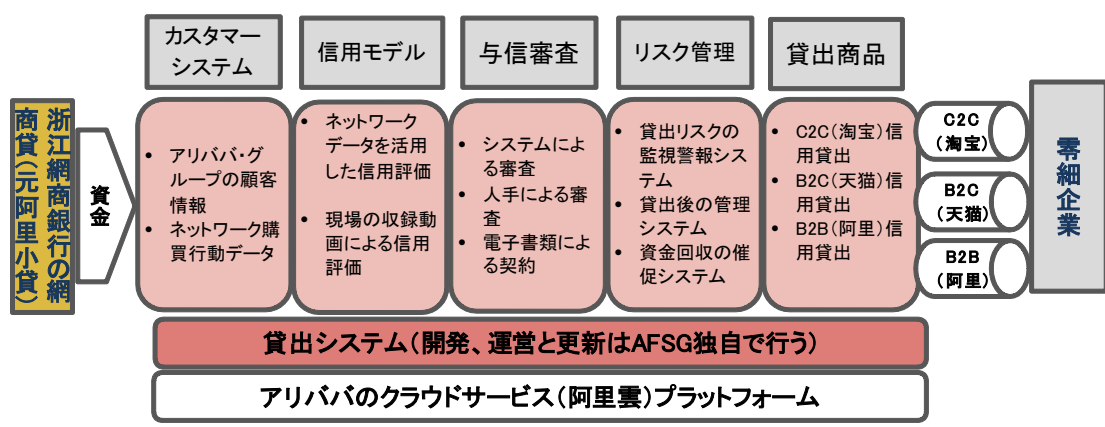
例えば、AFSG 傘下の浙江網商銀行・網商貸の小額貸付会社は、自社サイトのタオバオ

²⁰⁶ https://mobilehelp.mybank.cn/bkebank/index.htm#/knowledge/1689/1690?_k=ca6trn

(淘宝) 店舗開設者に対して、その短期運転資金を支援するための小口融資を提供している。貸出限度額は 100 万元以内、期限 1 年以内、年利息 18~21%である。具体的には、融資を行う前の段階において、網商貸(元の阿里小貸)は、アリババの電子商取引サイト(B2Bの阿里信用貸出、C2Cの淘宝信用貸出、B2Cの天猫信用貸出)や第三者決済のアリペイなどのプラットフォームを通じて、利用者に関する情報を収集し、与信審査を行っている。これらの情報には、利用者自身が提示した銀行預金残高、公共サービス料金支払証明のほかに、アリババ電子商取引サイト上で登録した利用者の認証情報、取引記録、他の顧客とのやり取り、税関や税務当局への提出データなどが含まれている。情報の信憑性を確認するために、与信審査では、さらに利用者に対して、オンラインのビデオチャットによる心理テストや面談なども実施されている。

融資を決定し、貸出を実施している期間中において、網商貸(元の阿里小貸)は、利用者による資金の使用状況を厳しく監視している。貸出資金が実際に利用者の事業運営に投下されれば、その事業関連のオンライン広告の投入や関連サイトへのアクセス数が増えることが予測されるため、網商貸は、企業の財務データだけでなく、こうした情報についてもタイムリーに監視している。

図表 5-28 浙江網商銀行・網商貸(元の阿里小貸)のネット小口融資業務の仕組み



(出所) アリババグループ、浙江網商銀行・網商貸の公開情報より筆者作成。
https://mobilehelp.mybank.cn/bkebank/index.htm#/knowledge/1689/1690?_k=ca6trn

これまで中国のフィンテック型のシャドーバンキング(SB③)、とりわけオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの発展を考察した。それを踏まえて、次の第5節では、米国の事例とSB③の比較を分析し、第6節では、中国のシャドーバンキング③型とフィン

テックの位置づけを考察する。

第5節 米国の事例とSB③の比較

5-1 米国のP2Pレンディング

5-1-1 米国のP2Pレンディングの発展とその規制対応

米国と中国のP2Pレンディングは、ほぼ同時期に出現した。米国では、規制当局が早期に市場に介入したことや事業者による証券化モデルを導入したことなどにより、市場が早くも寡占化へと進んだ。プライス・ウォーターハウス（PWC）の調査レポート（2015年）によれば、2014年の米国のP2Pレンディング（P2Pマーケットプレイス・レンディング）²⁰⁷の貸出規模は約55億ドル、そのうち、大手2社のProsper Marketplace（2005年設立）とLending Club（2006年設立）の合計で約93%を占めていた²⁰⁸。同社の予測では、今後米国のP2Pレンディングの市場規模は持続的に拡大し、2025年には貸出規模が1,500億ドルを超える見込みである²⁰⁹。

米国において、P2Pレンディング事業者を規制する専門的な法律は制定されておらず、P2P事業者は、既存の規制枠組みの中で、複数の監督機関によって監督されている。2008年10月、それまでP2Pレンディング事業者によって発行された約束手形（Promissory Note）は、米国証券取引委員会（以下、SEC）により証券であると判定されたため、それ以降、P2P事業者は同じ約束手形を発行する場合、ブローカーとしての営業ライセンスを取得するとともに、SECに事業を登記することが義務付けられた。現在、P2P事業者は、主にSECの監督下に置かれているが、証券を発行する場合、州ごとの許可を得る必要があり、各州政府のほか、連邦取引委員会（Federal Trade Commission：FTC）と連邦預金保険公社（FDIC）の監督も受けている。このほかに、消費者金融保護局（Consumer Financial Protection Bureau：CFPB）も、消費者保護の観点から、P2Pレンディングの事業活動に

²⁰⁷ マーケットプレイス・レンディングは、インターネット上のプラットフォームを融資の市場（マーケットプレイス）として、資金が必要な借り手（主に個人）と投資家をマッチングさせる融資サービスである。当初は、個人投資家が多かったことから、P2Pレンディングと呼ばれていた。最近では、マーケットプレイス・レンディングの高利回りに目を付けた機関投資家やヘッジファンドなどが貸し手となることが多くなった。このため、P2Pレンディングではなく、マーケットプレイス・レンディングという言葉が使われるようになった（城田,2016）。

²⁰⁸ PWC（2015）. “Peer Pressure: How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending industry.” February.

²⁰⁹ <https://www.pwc.com/us/en/consumer-finance/publications/assets/peer-to-peer-lending.pdf>

対して監督を行っている。

5-1-2 P2P レンディングの最大手 Lending Club の業務実態

Lending Club は、2006 年に設立してからわずか 8 年で、2014 年 12 月にニューヨーク証券取引所への上場を果たした。同社の融資累計額は 2011 年の 4.6 億ドルから、2018 年 9 月には 416 億ドル強に達し、7 年間で約 90 倍に拡大した²¹⁰ (図表 5-29)。この急成長の背景にあるのは、2008 年の世界金融危機である。銀行が個人向け融資の引き締めを図ったため、クレジットスコア²¹¹が高い個人であっても銀行から借入れが難しくなった。Lending Club を代表する P2P レンディング (P2P マーケットプレイス・レンディング) はこの間隙を突いた。インターネットで簡単に申込が可能で、既存のローンに比べて低金利で融資が受けられることから、消費者間で急速に普及した²¹²。

一方、Lending Club は、FICO スコア²¹³と独自開発したスコアリングシステムを使用して、借入に対する厳しい与信審査を行っている。同社は、借入ごとに、A から G まで計 7 つの異なる等級に分けて、さらに各等級に 1 から 5 まで小区分をして、計 35 等級の異なる金利を設定している。2017 年末に、同社は、借り手を FICO スコア 600~850²¹⁴のいわゆるニア・プライム層とプライム層に限定することで、貸し倒れのリスクを最小限に抑えている。

図表 5-29 Lending Club の融資累計額の推移

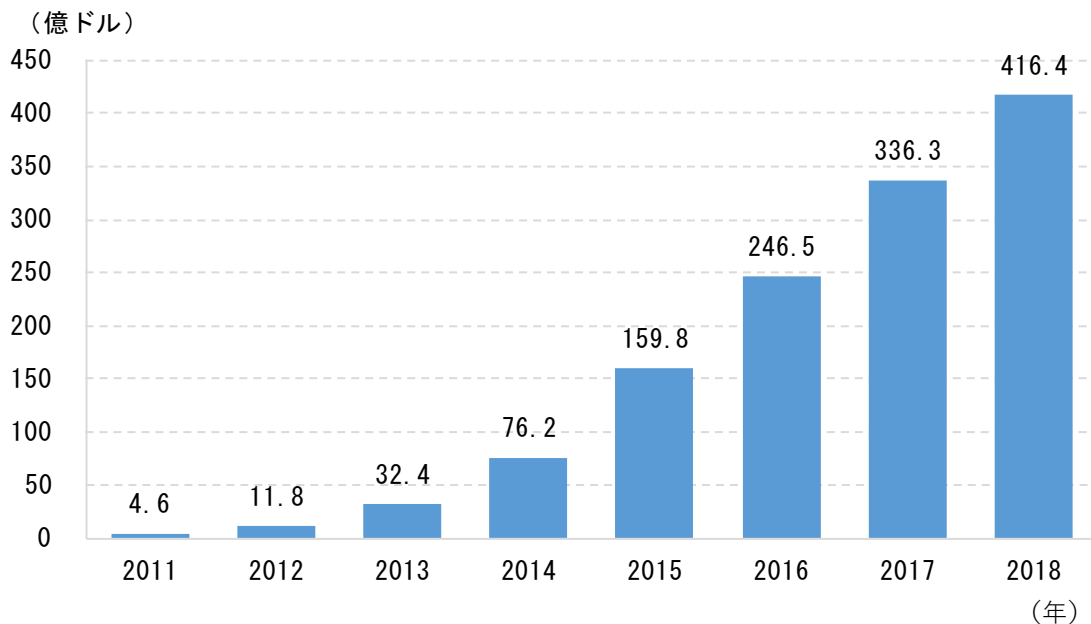
²¹⁰ <https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>

²¹¹ 米国の消費者の大半は、過去の借入、返済の履歴と現在の借入状況について記録が取られており、これを点数化したものがクレジットスコアと呼ばれる。このクレジットスコアを算定するクレジットヒストリーがない人は、クレジットカードや自動車ローン、携帯電話の契約など、様々な形態の借入を申し込むことができない。クレジットスコアは借金しなければ記録されない。つまり、借金をしないと永久にクレジットスコアが付かないということである。クレジットスコアは借金を定期的に返済していると上昇し、返済が遅れると低下する。日本の銀行のように、一律に年収、勤続年数を問われるような貸し出し形態とは異なる。なお、米国では借入・金利の返済を遅延した場合、銀行からペナルティ (遅延損害金) が徴収される (李, 2008)。

²¹² 城田 (2016)。

²¹³ 借入れを希望する個人がプライムとサブプライムのどちらに分類されるかは、フェアアイザック社のモデル (FICO) によるクレジットスコア (300~850 点) で決められる。このクレジットスコアは借入金額、クレジットヒストリー (破産・延滞履歴) および収入などから算定される。一般的には 680 点以上がプライム、575~620 点がサブプライムとされる (李, 2008)。全米平均は約 680 点。

²¹⁴ <https://ir.lendingclub.com/Cache/1001230258.pdf>



(注) 足元は 2018 年 7~9 月値。

(出所) Lending Club Statistics より筆者作成

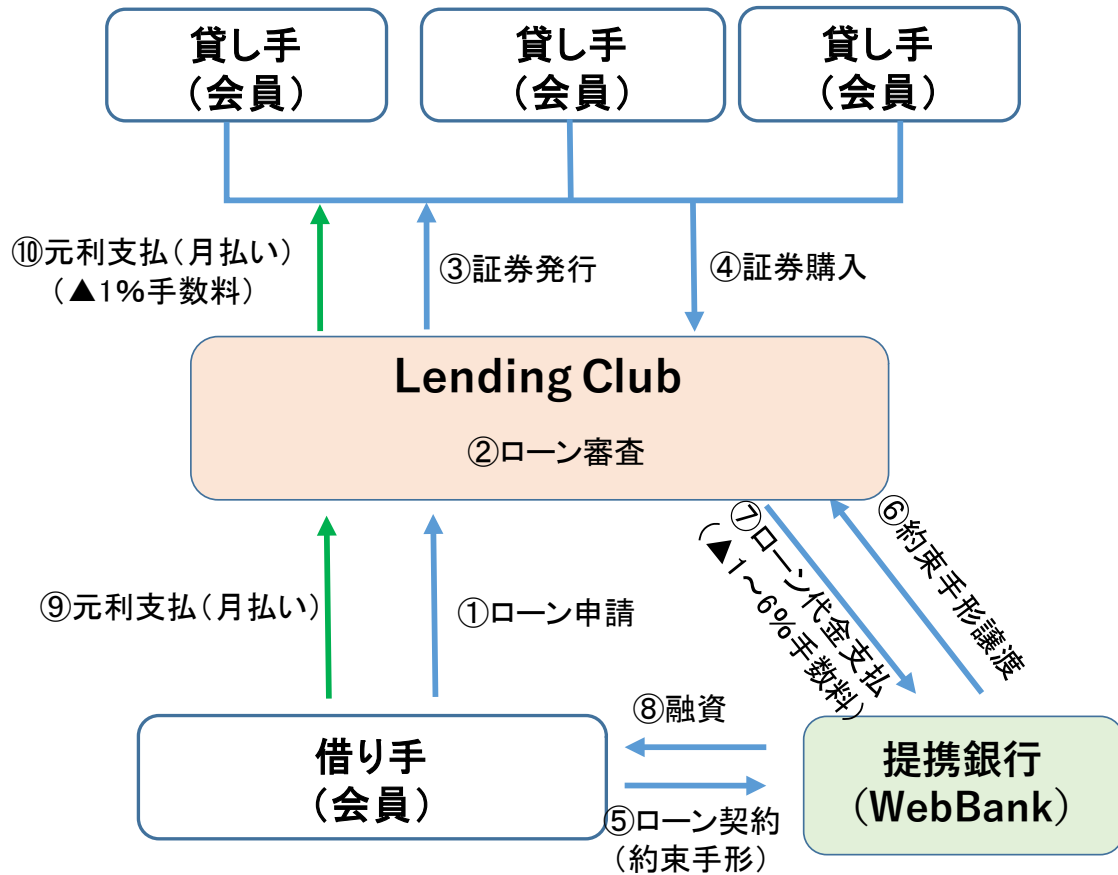
Lending Club は、米国各州における貸金業免許の申請と、各州法の上限金利規制を回避するために、2007 年 12 月に、ユタ州の産業銀行である WebBank と事業を提携し、同行を通じて借り手の会員への融資を行っている。

Lending Club の業務フローは図表 5-30 の通りである。具体的なプロセスとして、①借り手の会員がインターネットを通じて Lending Club にオンラインでローンの申請を提出する、②Lending Club でローンの審査を実施する、③審査に合格した借入に利率を設定し、それに関連づけた証券を貸し手に発行する、④貸し手が証券を購入し、Lending Club に証券購入代金を支払う、⑤WebBank が借り手とローン契約を結ぶ、⑥Lending Club は、WebBank からローン（約束手形）の譲渡を受け取る、⑦Lending Club は、ローンの組成手数料として 1~6% を差し引いたうえで WebBank にローンの代金を支払う、⑧WebBank により借り手に対して融資を実施する、⑨借り手は Lending Club に対して元利を返済する、⑩Lending Club が借り手から受け取った元利の 1% をサービス手数料として差し引いたうえで、ローンに関連付けた証券を購入した貸し手に元利を支払う。

なお、2017 年の Lending Club の営業収入のうち、借り手からの取引手数料収入は 4.49 億ドル (全体の約 78.1%)、貸し手からのサービス手数料収入は 8,700 万ドル (同 15.2%)

と、両者合わせて全体収入の 93.3%を占めている²¹⁵

図表 5-30 Lending Club の業務フロー



(出所) Lending Club の SEC Form S1 (2008 年 6 月) の資料, pp.1-10 より筆者作成。

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1409970/000089161808000318/f41480orsv1.htm>

5-1-3 米中の P2P レディングの比較

米中の P2P レンディングにおける違いは、次の 4 点が指摘できる。第 1 は、貸し手 (投資家) の条件の違いである。米国では、P2P レンディングへの投資に参加するには、一定の経済条件と金融リテラシーが求められている。例えば、Lending Club の場合、投資に参加できるのは、①年収と純資産 (不動産と自動車を除く) がそれぞれ 7 万ドル以上の個人に限る、②純資産 (不動産と自動車を除く) が 25 万ドル以上、と規定している。また、カリフォルニア州の投資家は、①年収と純資産 (不動産と自動車を除く) がそれぞれ 8.5 万ドル以上の個人に限る、②純資産 (不動産と自動車を除く) が 20 万ドル以上 (条件を

²¹⁵ Lending Club Annual Report, 2017.

満たしていない場合、2,500 ドル以下の投資しかできない)、と規定している。

一方、中国では、投資家に対する制限がなく、基本的に個人誰でも P2P レンディングへの投資が可能となるため、米国の投資家（一部機関投資家を含む）と比べて、金融リテラシーが低く、リスクに対する許容度も低いとみられる。

第 2 は、ビジネスモデルの違いである。米国の P2P 事業者は、融資の実行や貸出債権の証券化などにおいて、銀行と連携し業務を補完し合っている。これに対し、中国の P2P 事業者は、銀行と直接的な連携がなく、銀行は、P2P 事業者のために、借り手と貸し手の資金の預託管理のサービスのみを提供している。

第 3 は、業務規制の違いである。米国では、P2P 事業者が、SEC に事業を登記することで、投資家に対して証券化商品の組成・販売を認めているのに対して、中国では、P2P 事業者による資産証券化類似業務や、資産と債権の譲渡、金融商品の代理販売が一切禁止されている。

第 4 は、与信審査とリスク管理の違いである。米国の P2P 事業者は、FICO スコアや、独自開発したスコアリングシステムを用いて、厳格な与信審査を行っている。また、米国の P2P 事業者は、証券化商品の組成・販売を通じて、債権を投資家に転嫁することで、借り手のデフォルトリスクに対する保証を行っていない。

一方、中国では、個人信用情報システムの整備が遅れているため、米国の FICO スコアのような個人や企業の信用状況を分析・評価する社会インフラが整っていない。こうした中で、厳密な与信審査を行わず、借り手からの申請書類をそのまま受理する P2P 事業者が多い。さらに、個人投資家を獲得するため、元利に対する担保や信用補完を提供する P2P 事業者も多く、大きな事業リスクを抱えている。

5-2 クラウドファンディング

5-2-1 米国のクラウドファンディングの発展

インターネットや SNS などを通じて、芸術家や音楽家、映画制作者などの個人またはスタートアップ企業が、アイデアあるいはプロジェクト内容を一般公開し、それに共感する支援者から資金を集める目的で誕生したのが、クラウドファンディングである。2008 年以降、金融危機で従来の金融機関が貸出を引き締めたのを契機に、クラウドファンディングのプラットフォームを運営する事業者が急速に台頭していた。

クラウドファンディングは、一般的に寄付型、報酬型、投資型の 3 種類に分類される。

寄付型は、公益などのために非営利プロジェクトに対する個人の出資方式である。報酬型は、投資家（プロジェクト支援者）が、プロジェクトに出資する代わりに、対価として商品やサービスを受ける方式である。投資型とは、投資家がプロジェクトあるいは企業などの株式に出資する代わりに、配当などの金銭的リターンを受け取る方式を指す。

米国では、報酬型のクラウドファンディングを運営する Indiegogo と Kickstarter の大手 2 社の知名度が最も高く、利用者が一番多いとされている（図表 5-31）。2018 年末に、Indiegogo を通じて調達した資金は累計 15 億ドル強、Kickstarter は同 36 億ドルに達した。これらの資金は、映画制作や新商品開発などに充てられ、数多くのユニックな商品とサービスの普及を促した。

図表 5-31 Indiegogo と Kickstarter の事業概要

事業者名	Indiegogo	Kickstarter
設立時期	2008年	2009年
URL	http://www.indiegogo.com/	http://www.kickstarter.com/
本社	サンフランシスコ	ニューヨーク
プロジェクト調達額累計	約15億ドル	約36億ドル
成立プロジェクト数	N/A	約15.6万件
主な収益源	手数料収入(調達額の5%)	手数料収入(調達額の5%)
月間支援者数	約1000万人	約1500万人
サービス利用可能地域	約235ヶ国	約230ヶ国
決済手段	Paypal(手数料3%~)	Stripe(手数料3~5%)
プロジェクト掲載期間	最大60日	最大60日
募金方式(注)	All or Nothing またはAll in	All or Nothing

(注) All or Nothing 方式の場合は、目標募金額に達成して初めて取引が成立し、プロジェクトが実行される。一方、All in 方式の場合は、募金額に関係なくプロジェクトが実行されるため、プロジェクト実行確約型とも言われる。

(出所) 各社資料より筆者作成

5-2-2 米国のクラウドファンディングの規制

米国では、寄付型と報酬型のクラウドファンディングは、規制の対象にはなっていないが、株式投資型のクラウドファンディングは、SEC の監督下に置かれ、規制を受けている。

2012年4月に、小規模やスタートアップ企業がインターネットを通じて資金調達を可能とする新規事業活性化法（以下、JOBS法）²¹⁶が公表された。その後、同JOBS法に基づくクラウドファンディング規制（Regulation Crowdfunding）がSECにより承認され、2016年5月から、企業は正式に投資型クラウドファンディングを利用して、不特定多数の投資家から資金調達が可能となった。

クラウドファンディング規制では、企業が投資型クラウドファンディングを通じて、年間総額100万ドルを上限とした募集ができると規定した。一方、投資家保護の観点から、個人投資家に対しても、その年収と純資産に応じて、投資額の上限を設けた。具体的には、①年収及び純資産がいずれも10万ドル未満である投資家については、2,000ドルまたは年収もしくは純資産の5%相当額のうちいずれ大きい方、②年収または純資産のいずれかが10万ドル以上である投資家については、年収または純資産の10%相当額のうちいずれか大きい方（ただし、10万ドルを超えてはならない）、を投資上限額とした。

なお、投資型クラウドファンディングのプラットフォームを運営する事業者は、資金需要者と資金提供者をマッチングさせる重要な役割を果たしていることから、クラウドファンディング規制では、これらの事業者に対して、ブローカーまたは要件と登録手続の負担が若干緩和されたファンディング・ポータルとして、SECと自主規制機関である米国証券業協会への登録を義務付けた。

上記の規制緩和により、個人投資家による非公開企業への投資機会を広げ、スタートアップ企業に対するリスクマネーの提供を通じて、雇用の拡大と経済の活性化に寄与すると期待されている。

5-2-3 米中のクラウドファンディングの比較

米中のクラウドファンディングを比較して、主に次の2点が指摘できる。1つは、クラウドファンディングの事業運営において、米国のクラウドファンディングの運営事業者は、全世界を相手にプロジェクト情報を公開し、決済手段（Paypalなど）まで提供している。一方、中国では、外貨取引への規制や中国語という言語の壁が存在しているため、中国のクラウドファンディングサービスは、海外では殆ど利用できない。中国のクラウドファンディングの運営事業者は、基本的に自国のユーザーを対象としたサービスを中心に事業を展開している。

²¹⁶ Jumpstart Our Business Startups Act.

もう1つは、株式投資型のクラウドファンディングにおいて、米国では、規制緩和により、企業が公募を通じて不特定多数の一般投資家からも資金を募集できるようになった。一方、中国では、2014年12月に公表された「私募株式型クラウドファンディング融資管理弁法（試行）（パブリックコメント募集稿）」では、企業による株式型クラウドファンディングを利用する場合、私募方式による資格ある投資家²¹⁷に限定し、公募による不特定多数の投資家からの資金調達を禁じた²¹⁸。

第6節 中国のシャドーバンキング③型とフィンテックの位置づけ

6-1 中国フィンテック型のシャドーバンキングの発展意義

先進国のフィンテックの発展は、かつての、90年代後半の米国や、2000年代前半の日本などの金融のIT化の動きと共通するものがある。しかし、中国でのインターネット企業による金融サービス提供は、スケールメリットの活用と、ビッグデータの活用といった点で日米の経験より有利な点があり、後発者の利益を得て、今後中国の金融サービスの水準を飛躍的に高めるとともに、リテール金融ビジネスの新たな方向性を示す可能性がある。

ここでは、中国のフィンテック型のシャドーバンキングの発展の意義について考える。具体的には、以下の3点が指摘できる（李,2018a）。

第1は、異業種からの金融サービスへの参入が、取引コストの低下と、サービスレベルの向上に寄与していると思われることである。中国のフィンテックは、電子商取引、第三者決済、ソーシャルネットワークなどによって形成された膨大なデータベースやデータ解析技術を活用することで、マーケティングコストや信用管理コストを著しく低下させた。また、インターネットファイナンス事業者は、実店舗を数多く設立する必要もなければ、従業員を大量に抱え込む必要もないため、企業運営コストを大幅に下げることができる。

こうしたコスト構造の変化によって、異業種による金融業への新規参入が可能となり、これまでにない新たな金融サービスが提供されることで、従来の金融ビジネスモデルが変化を迫られるという効果がある。例えば、従来の金融機関においても、コスト競争上、ビッグデータやクラウドコンピューティングの技術の活用が不可欠となり、一方で多様化した顧客ニーズや信用状況のタイムリーな把握が可能となることで、金融機関の商品・サー

²¹⁷ 資格ある投資家の具体的な基準を策定するにあたり、管理弁法は、主に「私募投資基金監督管理暫定弁法」の関連規定を参照し、投資家の範囲を「金融資産が300万人民元を下回らない、または直近3年間の個人平均年収が50万人民元（約800万円）を下回らない個人」と規定した。

²¹⁸ <http://www.sac.net.cn/tzgg/201412/P020141218543931814762.doc>

ビスレベルの向上が期待される。

第2は、インターネットの活用による情報処理コストの急激な低下を受けて、従来金融サービスに手が届かなかった人々も金融を利用できるようになったことである(金融包摂)。とりわけ、中小企業などに対する融資の分野においては、インターネットファイナンスの優位性が高く、従来の銀行などではカバーしきれない部分を補っている。

第3は、銀行以外に新たな決済サービスが提供されたことである。第三者決済などにおける資金決済のファイナリティは、銀行預金と同一ではないとしても、個人から見た実用性にはほとんど問題が生じない状況となっている。また、第三者決済とMMFの融合によって誕生した余额宝などは、中国の金融商品における従来の境界線を乗り越え、金融商品でありながら決済機能も備えるようになったと言える。

第三者決済サービス業者は、そのプラットフォーム上で様々な金融商品を提供することが可能となる中で、銀行には従来同様の厳しい規制が課されるという競争上の不公平性については、今後、問題となってくる可能性があり、新規参入の許可基準の明確化、顧客資金の分別管理、企業内部統制の不備などについて対応が求められるようになるであろう。

6-2 フィンテックの位置づけ

リーマンショック(2008年)以降、欧米など先進国に加えて新興国・発展途上国(とりわけ中国)におけるフィンテック企業が急速に台頭している。欧米など先進国のフィンテック台頭の背景としては、2008年のリーマンショック・世界金融危機以降、①金融規制強化で金融機関の貸出慎重化、②金融機関のIT投資縮小やコスト削減の積極化、③大手金融機関への不信感の高まり、④規制当局と金融サービスの提供に挑戦するスタートアップ企業の出現、⑤インターネットやスマートフォンなどパーソナルなデバイスの普及、⑥クラウドサービスによる初期コストの大幅低下などから、これまで金融業界にない発想を持ち込むスタートアップ企業によって金融サービスの提供が牽引されるようになったことである。ここでの担い手は伝統的な金融機関ではなく、主に非金融系のスタートアップ企業である(李,2018a)。

一方、中国でのフィンテック発展の特徴は、世界最大の顧客基盤を背景としたインターネット企業による金融サービスへの参入が活発化し、まず巨大な決済プラットフォームを形成したことである。中国は世界最大の電子商取引市場を擁しており、世界最大規模の電子商取引業者アリババグループの市場規模は世界電子商取引市場(1.7兆ドル)の26%を

占めている²¹⁹。中国の電子商取引は第三者決済という独自の決済インフラが利用されており、そこでは多様な金融商品が取引されている。例えば、アント・ファイナンシャル・サービス・グループ (AFSG) や中国オンライン P2P レンディング最大手の陸金所 (Lufax) などの代表フィンテック企業は、電子商取引やオルタナティブ・ファイナンスなどのビジネスを展開するグループ関連企業の支援を受け、欧米など先進国のスタートアップ企業よりも大規模で幅広い事業を展開している。このように、中国型のフィンテックの発展モデルは、欧米など先進国と異なる部分が多い (図表 5-32)。

中国では、フィンテック型のシャドーバンキング (SB③) の発展は、伝統的な金融機関とは独立した決済プラットフォームをもとに、既存の金融サービスを補完・代替するようなサービスとして位置づけられる。また、金融包摂の手段としても近年注目されている。中国における SB③の発展は、金融イノベーションのエンジンとなることから、当局は、これらの動きを止めるのではなく、その発展を容認する方向である。金利自由化後には、金融政策手段の変更 (準備率から市場金利誘導などへ) を視野に入れた、既存金融機関の行動変化 (中小企業金融の拡大など) も予想される。

図表 5-32 中国のフィンテックの発展モデルと米国など先進国型の比較

比較項目	従来の金融機関のフィンテック	中国のフィンテック	欧米など先進国型のフィンテック
担い手	金融機関 (銀行、証券、保険等)	インターネット企業など異業種が金融サービス提供	主に非金融系スタートアップ企業
プラットフォーム	金融機関 (銀行、証券、保険等)	世界最大の電子商取引市場・第三者決済をプラットフォームとして多様な金融サービスを展開 (金融コングロマリット)	スマートフォンなどパーソナルなチャンネルを活用した新たな金融サービスの提供 (単発な商品・金融サービスの提供が多い)
スケール	小 (既存金融サービスのオンライン化)	大 (世界最大の顧客基盤)	小 (各国内のユーザー向け金融サービスの提供)
既存の金融機関との関係	金融機関 (銀行、証券、保険等)	独立した決済プラットフォーム	依存 (金融機関と連携・提携)
規制監督のスタンス	規制強化 (一部緩和)	規制緩い、当局黙認のスタンス (「稳健で寛容的な規制政策」を導入し、イギリスの Regulation Sandbox の手法にも通じる規制の実験を行う。但し将来問題が生じた時当局介入の姿勢)	規制と緩和のバランスを取りながら、フィンテック企業の発展を支援 (イギリス、シンガポールなど国では Regulation Sandbox の導入。日本もトライアル特例の議論があるものの、Regulation Sandbox の導入を明示せず)
ビッグデータの活用環境	厳格な規制下で不利 (活用していない)	緩い規制下で有利な環境・巨大なエコシステムの形成可能 (巨大ユーザー数・巨大プラットフォームが存在し、様々な分野のデータを組み合わせることが容易)	厳格な規制下で一部活用
発展の目的・意義	コスト削減・利便性・競争激化中の差別化	既存の金融サービスの補完・代替する新たな金融サービスの提供。 中小企業の資金調達を可能にするための金融包摂の促進も	既存金融サービスとの併用を前提に利用者の利便性向上を狙った付加価値型のサービスが多い

(出所) 筆者作成

ここまで本研究の分析対象として、中国のシャドーバンキング①～③型 (中国の SB①、

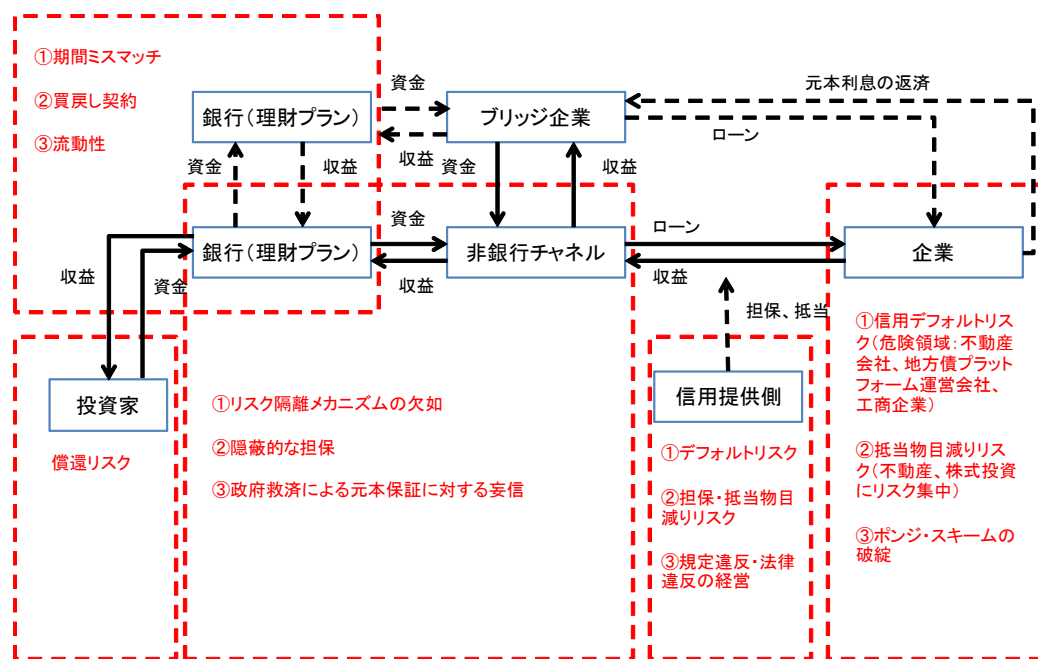
²¹⁹ CITI Global Perspectives & Solutions [2016] , p.10

SB②、SB③)の概観、形成過程、その拡大の背景・特徴と業務実態などを考察した。特に、中国のSB①の発展メカニズムと特徴、主な業務実態を詳しく分析したうえで、米国のシャドバンキングの特徴と役割を比較した。また、銀行システム外のシャドバンキング(SB②)の主要な業務実態を考察し、米国の事例と比較した。さらに、近年、急速に拡大したフィンテック型のシャドバンキング(SB③型)の発展背景と代表的な事例を考察し、米国の事例と比較した。これまでの内容を踏まえて、第6章と7章では、中国のシャドバンキング①～③型の潜在なリスクと規制当局の対応を論じる。

第6章 中国のシャドーバンキングの潜在的なリスク

これまで中国のシャドーバンキング①～③型（中国のSB①、SB②、SB③）の構造と主要プレイヤー、その形成過程と拡大背景、業務実態を中心に分析した。近年、中国のシャドーバンキングの急成長は、規制当局の監督が追いついていない状況となっている。また、その急拡大に伴う潜在的なリスクが存在している。IMFの金融安定レポートでは、中国のシャドーバンキングが直面する潜在的なリスクを以下の図式に示した（図表6-1）。本章では、前述した中国のSB①、SB②、SB③の潜在的なリスクとその問題点を提示する。

図表 6-1 中国のシャドーバンキング①型の潜在的なリスク



(出所) IMF Global Financial Stability Report, October 2014 より筆者作成。

第1節 SB①型の潜在的なリスク

中国のシャドーバンキング①型（中国のSB①）において、規制回避・規制裁定の目的で様々な金融イノベーションの商品が生まれた。伝統的な銀行業務と比較して、中国のSB①の手数料が低く、レバレッジが高い。2008年の世界金融危機後、厳しい金利規制と金利

調整幅の制限、貸出総量規制と商業銀行の預貸比率規制の強化などを受け、商業銀行が貸出制限を回避するために、自己資本を利用せずに収益を上げられるオフバランス取引（銀信合作、銀証合作、銀行とノンバンクの合作、インターバンク取引など）を積極的に展開した。こうした中、米国のシャドールバンキングと同様に、中国のSB①の急拡大に伴う潜在的なリスク、すなわち、①調達運用の期間のミスマッチ、②信用リスク・流動性リスク、③政策リスク、といったリスクが金融システムの不安定性をもたらしている。本節では、SB①の潜在的なリスクを分析する。

1-1 金融システムにもたらす不安定性

2008年の世界金融危機以降、前述の銀行システム内外を統合したシャドールバンキング（中国のSB①）は、急拡大した。商業銀行が主導する中国のSB①は、理財業務から始まり、銀信合作や銀証合作などノンバンクとの協業のチャンネルを経て、インターバンク取引（同業代行支払、レポ取引、売上債権類投資）から、同業譲渡性預金と同業理財、委託投資業務（委外業務）へと構造が変化した。また、理財資金は、非標準化債権資産に投資して実体経済へ迂回融資するほかに、債券などの標準化債権資産にレバレッジ投資する方式も出現した。この過程において、中国のSB①の規模は拡大し続け、金融商品も複雑なストラクチャード商品へと発展した。このような中で、中国のSB①は、金融市場の発展を促進する一方、それに伴う金融リスクも蓄積しつつある。これらのリスクは、中国の銀行業を健全に発展させていくうえで、大きな阻害要因となりかねない。中国のSB①が直面する潜在的なリスクとして、以下の5点が指摘できる。

第1は、調達運用の期間のミスマッチを意識的に作り出したことである。銀行システム内外を統合したシャドールバンキングである中国のSB①は、銀行と類似の構造を有している。金融仲介者にとっての資金のファンディングには、オフバランス取引と、レポ取引が中核的な役割を果たしていた。すなわち、資金運用側の商品は中長期であるのに、資金調達側はレポなので短期という、運用調達の期間のミスマッチを抱えた構造となっていた。この構造は市場の環境変化には脆弱だったが、一方で、このミスマッチにより、長短金利差から得られる利鞘が重要な収益源となっていた。このために、短期調達・中長期固定運用（理財商品の市場流動性は低かった）という商業銀行と類似した調達バランスシート構造であった。

前述したように、銀行は主に短期調達であるものの、預金ベースで調達するために、比

較的安定的な調達が可能である。これに対して中国のSB①は市場から短期資金を調達するため、必ずしも安定的な資金調達が確保されない。短期で調達して長期に運用することにより、意識的に期間のミスマッチを作り出すことで高収益を実現する狙いがある。銀行においても、期間のミスマッチは生じうる。しかし、銀行の場合、バランスシート全部にわたって、運用と調達の両側で期間のミスマッチが生じることは通常考えられない。なぜならば、銀行において流動性リスクは重要なリスク管理項目の1つであり、ミスマッチが一定の範囲内で収まるようなオペレーションがなされているからである。

第2は、中国の金融システムの不安定性が上昇していることである。中国のSB①の急拡大で、金融が実体経済から乖離しているというリスクが浮上している。第2章第2節の図表2-10と図表2-11で分析したように、2016年の中国経済成長率は6.7%と減速したにもかかわらず、銀行資産は前年比16.5%の二桁増を維持した。こうした背景には、実体経済の減速、金融市場改革の加速、銀行のリスク選好の高まりなどが考えられる。一方、中国のSB①における金融イノベーションの進化で、資金が「インターバンク」取引や委託投資などを通じて、金融システム内で空転する現象も現れていた。

これに加えて、中国SB①の金融仲介の信用チェーンが長くなることによって、そのレバレッジの上昇は、金融システムの不安定性をもたらしている。近年の中国経済の減速と組入れ資産の不足などの影響を受け、中国SB①の直接投資の収益率は予想を下回った。収益率を上げるには、中国のSB①はレバレッジを高めるほかなかった。2013年以前には、銀行とノンバンクの協業を通じて、レバレッジを高めたのに対して、2013年以降、インターバンク取引の信用チェーンが長くなるにつれて、銀行は同業理財や委託投資などの業務を通じて、レバレッジを高めた。特に、ノンバンクは、一連のストラクチャード商品、例えばストラクチャード・ファンド、アンブレラ型投資信託などの商品開発で、レバレッジを高めた。銀行システム内外を統合した中国のSB①は、銀行と密接な関係にあるために、中国SB①のリスクは、伝統的な銀行業務に容易に伝播してしまう。中国SB①のレバレッジが高まる中で、今後、一旦流動性が緊縮に転じた時、システミックリスクを引き起こす可能性も否定できない。

第3は、大型商業銀行よりも中小型商業銀行に直面するリスクが高い。規制回避と金融イノベーションにおいて、銀行間で姿勢が大きく異なる。潤沢な資金と安定した顧客基盤を擁する大型商業銀行は、金利自由化と規制強化の環境の下でも、規模の優位性を発揮してリスクに対する受容力が高い。一方、株式制商業銀行と都市商業銀行などの中小型商業

銀行は、預貸業務で得られる収益に限界があるために、新しい資金源と運用チャネルを開拓しなければならない。従って、大型商業銀行よりも、株式制商業銀行と都市商業銀行などの中小型商業銀行の方が、イノベーションへの取り組み意欲が強い。

中小型商業銀行の理財業務の規模は、2015年以降急拡大している。とりわけ、同業理財の業務は著しく増加した。一方、大型商業銀行は、個人向け理財業務を中心に、規模を拡大していた。中国人民銀行のデータによると、2015年末の理財商品残高をみると、株式制商業銀行の理財資金残高は9兆9100億元（前年より74.78%増加）と、大型商業銀行の8兆6,700億元を抜いてトップの座に躍り出た。個人理財業務と比較して同業理財の業務は、規模とコストで優位性がある一方、安定性という面では大きく劣っていた。一旦流動性が縮小に転じたり、当局が規制を強化したりすると、銀行間でリスクが伝播する恐れがあり、最悪の場合はシステミックリスクを引き起こす可能性もあり得る。

中小型商業銀行で発行された同業譲渡性預金と同業理財の商品は、最終的に債券市場への投資に向かった。しかし、2015年以降、同業譲渡性預金の発行利回りと債券の利回りが逆転してしまったために、中小型商業銀行は、収益を確保するには、レバレッジをかける以外に方法はなかった。2016年年末の債券市場の価格下落で、同業譲渡性預金と債券との利回り差がさらに広がった。同業譲渡性預金の高コストを吸収できなければ、資金の断絶に最も影響を受けるのは中小型商業銀行である。

第4は、中国SB①は、短期的には流動性リスク、中長期的には信用リスクに直面している問題である。流動性リスクは、中国のSB①が短期的に直面する最も大きいリスクである。流動性リスクは、期間のミスマッチによってもたらす。中国SB①の資金源は、理財やインターバンク取引などで調達した短期資金である。一方、その投資先は、長期で運用される非標準化債権資産が中心となっている。中国SB①は、短期調達と長期運用という期間ミスマッチの問題に対処するために、絶えず理財商品の発行で資金を確保しなければならない。

2013年6月と2016年12月には、中国の短期金融市場の金利急上昇と債券市場価格の下落で金融市場の混乱が生じた。この2回の金融市場の流動性危機により、中国のシャドールバンキングの問題は注視されるようになった。流動性危機の原因は、金融引締めと規制強化によって、資金コストの上昇を招き、市場流動性不足を引き起こしたためである。2016年後半、当局によるレバレッジに関する規制政策の導入を受け、インターバンク取引の信用チェーンが収縮し、資金はノンバンクから銀行システムへ、中小型商業銀行から大型商

業銀行へと還流していた。これがさらに債券市場相場の暴落を招いた。

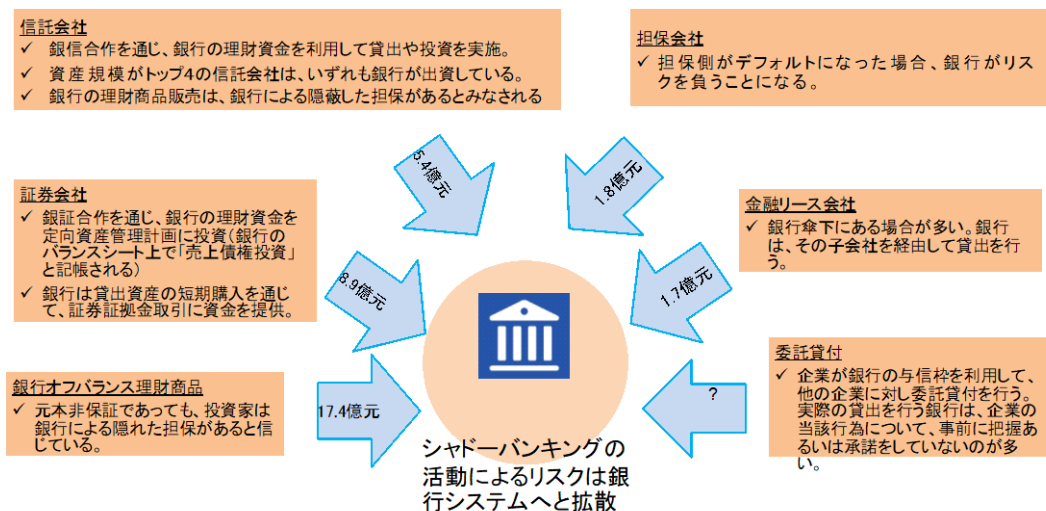
信用リスクとは、主に中国のSB①商品が満期になっても償還できないリスクのことを指す。それを中長期的に警戒していく必要がある。信用リスクは、主に実体経済の周期性にあるとされる。中国のSB①の資金は、規制を回避して、最終的に貸付や銀行引受手形などの原資産に投資されている。これらの原資産の収益性は、実体経済の運営状況によって大きく左右される。中国SB①の資金の投資配分では、工商企業、不動産事業・地方政府の融資プラットフォーム向けが大半を占めていた。しかし、製造業における生産過剰への構造改革、不動産事業に対するマクロコントロールの強化、地方債務の高止まりなどが続く中で、今後は、貸付資産が確実に償還されるかは未知数である。

現在、信用リスクは顕在化したとは言えない。背景には「剛性貸付（確実な償還）」という通念が存在していることにある。インターバンク取引の急拡大は、銀行による「剛性貸付」の保証と暗黙の担保と深く関係している。中国のSB①商品のリスクは、銀行システムから隔離されていない。最終的なリスクを負うのは、商業銀行となる可能性が高い。今後、剛性貸付という通念が打破された場合、デフォルトによって引き起こす信用リスクは、急上昇する可能性が高い。

第5は、中国のSB①と銀行は、実質的にリスクを共有する構造にあったことである。表面的には、中国のSB①は、伝統的な銀行と相互関係がないように見えるが、水面下で両者の資金は密接につながっており、利害関係が一致している。このために、SB①の問題は銀行本体に影響し、さらに金融システム全体の不安定化、いわゆる、システムックリスクへの波及が生じる。

中国のSB①は、従来の銀行システムとのつながりは深い（図表6-2）。中国のSB①と銀行業の相互関連性が強いために、中国のSB①の潜在的なリスクが銀行業へ拡散しやすい。規制強化と金利自由化を背景として、中国SB①の金融イノベーションは進展し、銀行オフバランス取引、ノンバンクとの協業で裁定機会を探し求めるようになった。このために、ある銀行で起きたショックは、瞬時に金融資本市場へ伝播するようになった。この結果、銀行システム内外を統合したシャドーバンキング、とりわけ銀行とノンバンクの協業は信用チェーンが長く、相互に緊密に結びつくことになった。

図表 6-2 中国のSB①と銀行業の相互関連性



(出所) 筆者作成。

1-2 銀行理財商品の潜在的なリスク

銀行の理財商品は、期間ミスマッチ、流動性ミスマッチ、信用ミスマッチなどのリスクを内包している。以下では、各種リスクを明らかにする。

1-2-1 期間ミスマッチによるリスク

理財商品が直面する最大のリスクは、期間ミスマッチによってもたらされる流動性リスクである。中国の有力金融情報サービスベンダーである Wind のデータによれば、2004年から2012年まで、満期1年以上の理財商品の発行数は、全体の60%から5%未満まで激減した²²⁰。2012年では、満期が1~3ヶ月の発行数は1.9万本と、全体の60%を占める。償還期限の短い理财商品の発行が増えていることは明らかである。こうした状況を踏まえ、2011年9月末に、規制当局の銀監会は、商業銀行に対して、利回りの高い短期や超短期の理财商品を発行してはならないと通告した。これに合わせて、満期1ヶ月以内の理财商品の発行を禁止したのである。

理财商品の償還期間が短期化あるのとは逆に、理财商品の投資先となる基礎資産の運用期間は長期化にしつつある。理财商品の投資先となる三大資産のうちで、銀行引受手形は比較的短く、大半は1年以下のものである。しかし、債券類と貸出類の二大資産の運用期間は、1年以上ものがほとんどを占めている。今後、これらの資産の変化には要注意であ

²²⁰ Wind のデータベースによる。

る。この他に、総貸出残高に占める中長期貸出残高の割合をみても、2004年の45%から2010年の60%まで上昇した。債券市場では、満期1年以上の債務の発行割合は、10年前の50%以下から70%まで上昇している。このように、貸出残高からも、また債券発行残高からも、理財商品の償還期間は、その投資先となる基礎資産の運用期間との乖離が生じている。

期間ミスマッチの状況に対処するために、銀行は、「資金プールと資産プール」の運営方式を取り入れた。資産プールは、償還期間が比較的長い利息付の債券パッケージ、また資金プールは償還期間の比較的短い無利息の債券の集合体とみることができる。定期的な収入は、資産プールで得た利息と理財商品の新規発行で集めた資金である。一方、定期的な支出は、資金プールにある、先に満期を迎える商品の利払いである。「資金プールと資産プール」モデルのメリットは、理財商品の断続的な発行と集中的な管理を通じて、価格を柔軟に設定できることである。デメリットは、資金の回収期間が商品の存続期間よりも長いことである。このモデルの下で、デフォルトが生じない限り、新しい債務の発行で古い債務の返済に充てられる。しかし、資金チェーンが一旦断裂すると、投資収益が償還金額を補えず、巨大な流動性リスクを引き起こすことになる。

1-2-2 信用ミスマッチのリスク

理財商品は、預金の代替品として、主に元本保証型と元本非保証型の2種類がある。個人投資家は、理財商品を購入する時に、銀行の信用を頼りにしている。元本非保証型でも、銀行が販売している以上、デフォルトが生じないと人々は信じ込んでいる。現在、中国の銀行において、理財商品のデフォルトで取り付け騒ぎまで発展した前例はまだない。しかし、理財資金で投資した商品の中には、異なる格付けの商品が混在しているため、デフォルトのリスクは実際に存在する。

現在、理財商品の投資先は、従来の単一のインターバンク債券市場から、社債、資産証券化商品、証券投資ファンド、信託収益権譲渡、QDII、株式・金利と為替レートに連動したストラクチャード商品、さらには芸術品、石油、貴金属などの実物商品まで、多元化が進んでいる。2012年末に、中国銀行理財商品の基礎資産の構成は、利息付資産と債券資産がそれぞれ3割強を占めていた。以上から、理財商品には、信用ミスマッチのリスクが伴っていることが明らかである。

1-2-3 流動性ミスマッチのリスク

銀行理財商品の流動性リスクを招く要素として2つある。1つは、投資先のデフォルトである。銀行は、資産プールの収益率を高めるため、資産配置する時に、利回りが高く投資回収期間の長いプロジェクトを選択しがちである。こうしたプロジェクトの大半は、不動産と地方政府融資プラットフォームと関連している。従って、一旦これらのプロジェクトにデフォルトが生じると、資産プール内の理財商品チェーン全体に影響を及ぼし、返済が困難な事態に陥りかねない。もう1つは、資金調達側の新規資金の募集リスクである。銀行の「資金プールと資産プール」モデルは、新しい理財商品の募集規模に大きく依存しているために、年間の理財商品の発行規模を一定のペース以上保たなければ、収支がマイナスになってしまう。資本市場が低迷する時には、理財商品の増加ペースは維持できるが、資本市場が好転した時には、株式市場の資産効果で投資家のリスクテイク志向が高まり、理財商品への資金流入は減少する可能性が高い。

1-2-4 収益率ミスマッチのリスク

銀行理財商品の収益率は、通常、預金金利よりは高い。個別の年度以外、理財商品の資産プールの収益率は、資金プールの利回りよりも大きい。一見すると、銀行理財商品の期間ミスマッチによって引き起こされる流動性リスクはコントロール可能である。2012年10月に、当時の中国銀行の董事長を務めていた肖剛は、満期商品の利払いを理財商品の発行によって補うのが、実質上ポンジ・スキーム²²¹そのものであると指摘し、商業銀行による流動性リスクの管理を強化すべきだと、強く警鐘を鳴らした。

イギリスのFinancial Timesの統計によると、中国シャドバンキングの平均収益率は10%前後、貸出基準金利の6%よりはるかに高い²²²。中国SB①の主な融資対象は、不動産開発事業者、地方政府融資プラットフォーム、製造業である。不動産事業や、負債の多い地方政府、設備過剰の製造業の先行きは決して明るいとは言えない。今後の3~5年間、10%前後の高い利回りを支払続けられるかどうか、中国の金融システムは厳しい局面に直面していると言える。中国のシャドバンキングの投資収益率は、負債コストを下回った

²²¹ ポンジ・スキームとは、「ネズミ講」詐欺の一種である。「出資してもらった資金を運用し、その利益を出資者に（配当金などとして）還元する」などと謳っておきながら、謳っていることとは異なって実際には資金運用を行わず、後から参加させる別の出資者から新たに集めたお金を（やはり運用せず）以前からの出資者に「配当金」などと偽って渡すことで、あたかも資金運用が行われ利益が生まれてそれが配当されているかのように装うものことである。

²²² Financial Timesのデータによる。

時に、理財商品の元本と利息が償還できず、最悪の場合、システミックリスクを引き起こすこともあり得る。

以上から、銀行理財商品の最大のリスクは、期限ミスマッチのリスクである。理財商品の発行規模を一定のレベルに維持できなければ、前の債務返済が滞り、流動性リスクを引き起こす可能性がある。また、銀行の理財商品は、非標準化債権資産にも投資しているため、信用リスクをも抱えていると言える。

1-3 銀証合作の潜在的なリスク

銀証合作は、その他の中国のシャドーバンキングと同様に、信用リスクと流動性リスクなどを内包し、中央銀行の金融政策に一定の影響を及ぼしている。以下では、潜在的なリスクとして4点が指摘できる。

第1は、信用リスクである。銀証合作を通じて提供される資金の大半は、不動産事業者や地方政府の融資プラットフォームに流入したとされる。中国経済の減速に伴い、こうした事業領域における整理統合が進み、投資収益率の低下が見込まれる。今後、売上債権を回収できず、企業デフォルトが生じた場合、信用リスクが顕在化し、銀行の理財商品の新規発行に影響するとともに、金利の上昇をもたらす恐れがある。

第2は、流動性リスクである。銀証合作チャンネル業務の資金は、主に銀行による短期理財商品の発行でまかなっている。一方、その運用は、主に中長期の貸出に使用されているため、銀行が理財商品を継続的に発行して資金を調達できないと、流動性リスクに直面する。この他に、理財商品で調達した資金の一部は、不動産などの比較的リスクの高い事業領域に投資されているため、将来、デフォルトの発生が集中する局面を迎える事態も排除できない。2013年6月の上海短期金融市場の急騰は、投資家が流動性リスクを意識し始めた証左とも言える。

第3は、政策リスクである。銀証合作チャンネル業務は、実質的に、銀行と融資企業の間にはチャンネルを提供しているに過ぎない。銀行がこのチャンネルを通じて、間接的な融資を実現している。銀行と証券会社の観点から、両者は常に当局による規制強化の政策リスクに左右される。例えば、証券会社の資産管理業務における運営規模や資金用途などに対する制限措置を導入した場合、政策変化であっても、銀証合作の発展に大きな影響をもたらす得る。

第4は、金融政策に対する影響である。銀行は、銀信合作の定向資産管理サービスを通

じて実体経済に間接的な融資を行っている。その正確な数値は統計データに反映されず、マネーサプライ指標（M2）をベースにした金融政策にとって、問題である。仮に M2 の代わりに社会融資総額を用いても、シャドーバンキングシステム全体の内容を的確に捉えるのは難しいとされている。その他の中国のシャドーバンキングと同様に、銀証合作は、中央銀行の金融政策の有効性を弱めてしまう可能性がある。

以上のことを踏まえれば、銀証合作は、銀行による実体経済への融資拡大に寄与する一方、潜在的なリスクをも伴う。規制当局は、中国での金融改革という観点から、リスクをコントロールしながら、銀証合作の業務に対して規範とガイドラインを設けるべきである。政策提言として、以下の3点を挙げる。

第1は、短期的には、銀証合作における情報の透明性を確保し、流動性リスクと信用性リスクの防止に注力すべきである。特に、銀証合作における銀行と証券会社のそれぞれの権利と義務を明確にし、金融機関として負担すべき法的責任の範囲を規定すべきである。また、モラルハザードを招く（金融機関による）「剛性兑付（確実な償還）」の慣習を改め、投資家の教育を強化して、自己責任による投資意識を植え付けることも重要である。

第2は、中長期的には、金融監督制度の改革を実行し、銀行、証券、保険などの業種を横断的に統括する規制監督システムを整備すべきである。現在の業種別による監督体制は、それぞれ異なる基準を設けているため、規制裁定取引に隙間を与えやすい。また、業種別による分業経営は、金融市場の更なる融合と深化を阻害する要因にも成りかねない。

第3は、資産証券化など、金融イノベーションを政策と制度両面でさらに推進すべきである。資産証券化は、金融機関にとって、流動性の低い資産をオフバランス化して、資金回転率の向上、資本コストの削減、投資リスクの分散といったメリットがあり、また、金融機関の競争力向上、シャドーバンキングの透明化の進展にも役立つものである。

1-4 インターバンク取引の潜在的なリスク

金融機関のインターバンク取引とは、前述の金融機関の間で展開する投融資を中心とした業務のことを指す。主に同業貸付、同業預金、同業借入、同業代行支払、レポ取引、同業投資などで構成される。

インターバンク取引には、規制回避、期間ミスマッチ、情報不透明などの問題を抱えている。その急拡大は、マクロコントロールと金融監督の効力を弱めるマイナスの側面を持っている。具体的には、①インターバンク取引は、法定準備金の対象になっていないこと、

資本と引当金を節約できること、預貸率の制約を受けないこと、取引相手にとってもメリットがあること、などの特徴を持っているため、一部の銀行機関が同業業務を通じてマクロコントロールと規制監督を回避している。②多くの金融機関は、短期でコストの比較的低い同業資金を借り入れ、長期で収益率の高い資産に投資して高収益を得しようとしている。そのため、期間ミスマッチが拡大し、流動性リスクを招く可能性が高まっている。③一部の同業業務は、透明性が低く、会計処理が正確に実施されていないため、リスク観測と規制監督のハードルを上げている。④金融機関同士における資金の連動性が強まっている。一部の同業業務は複数の「チャンネル」を通じて取引を行い、構造が複雑なうえに、資金のやりとりも頻繁になっている。これは、金融機関資産全体の肥大化をもたらし、一旦どこかでリスクが生じると、リスクが即座に拡散してしまう可能性が高い。

金融面で実体経済を支えていくには、同業業務の健全な発展を推進していく必要がある。このため、同業業務の種類と会計処理の規範化、金融機関の同業業務に関する内部管理の強化、同業業務に対する規制監督の強化、金融機関の業務イノベーションの規範化、同業業務の透明性の向上、などを通じて、潜在的なリスクを防止しなければならない。

以上のように、米国と同様に SB①と銀行は、実質的にリスクを共有しているため、信用リスク・流動性リスクが生じた場合、金融システム全体の不安定化を増幅させ、システムミックリスクに波及する可能性がある。さらに実体経済にも影響が大きいため、2008年以降中国政府・当局は、SB①型に対して様々な規制監督の通達を公表しており、今後同市場の規模が縮小傾向に向かうと考える。

第2節 SB②型とSB③型の潜在的なリスク

銀行システム外のシャドーバンキング②型と③型（SB②とSB③）は、銀行システム内外を統合したシャドーバンキング①型（SB①）と異なって、規模が小さいため、仮にデフォルトが生じたとしても、システムミックリスクを引き起こす可能性は極めて低い。つまり、中国のSB②とSB③の潜在的なリスクは、個人リスクにとどまるため、中国の金融システム全体へ波及するリスクは軽微である。

SB②とSB③の規模は、SB①と比較すると小さいものの、近年急速に拡大しており、その社会問題とリスクが実体経済にも影響している。本節では、中国のSB②のインフォー

マル金融（民間貸借）と、中国のSB③のインターネット上のP2Pレンディングの潜在的なリスクを考察する。

2-1 インフォーマル金融の潜在的なリスク

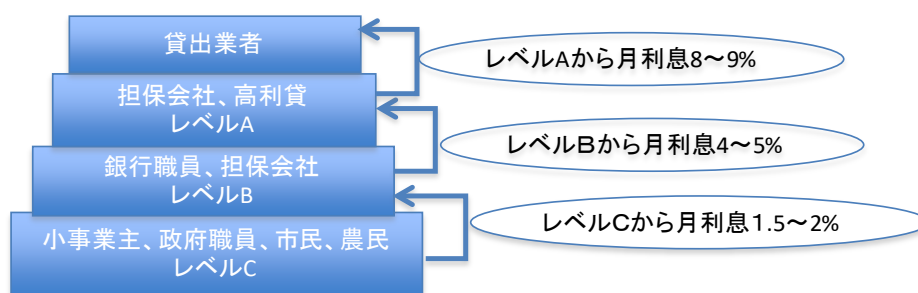
上述の銀行システム外のシャドバンキング②型と③型は、殆ど規制を受けていない。例えば、それらには、投資公司、担保公司、民間担保会社、小額ローン会社、質屋、民間銭庄（高利貸）、P2Pレンディングなどが含まれる。これらの機関の貸出金利は、すでに法定貸出利率の上限を超えているものの、今後の規制・強化は難しいものとみられる。

中国のSB①と同様に、中国のSB②とSB③の金融仲介ルートが長いことから、リスクは比較的大きい。伝統的な商業銀行の貸出原資は基本的に単一であり、貸出のリスク管理も比較的良好に整備されている。これらの結果、リスクは比較的小さい。リスクがあるとなれば、主なものは、資金繰りに窮してドミノ倒しの連鎖的効果を引き起こし、多くの金融機関を連鎖破綻に追い込むリスクである。一方、中国のSB②とSB③の資金源は、主に小口融資からきており、コア預金のような安定的な調達方法ではない。その多くが市場外で取引され、情報が不透明である。従って、リスクは商業銀行より遥かに大きく、金融危機の勃発や悪化の誘因になりやすい。また、中国のSB②とSB③のターゲットとする顧客情報は分散しているうえに、適切に管理されている保障はない。これに加えて、中国のSB②とSB③におけるリスク評価システムは十分に整っておらず、情報の非対称性は必ずしも克服できているわけではない。このように、中国のSB②とSB③におけるリスクは比較的大きいと言える。

金融仲介ルートの長い中国のSB②の代表例は、インフォーマル金融（民間貸借）である。現在の中国のインフォーマル金融（民間貸借）には4つの特徴がある。（図表6-3）。1つ目は、展開地域の範囲が広いことである。インフォーマル金融は2年前に浙江省沿海地域から、陝西省や内モンゴルなど内陸部にまで拡大した。また、融資先も製造業から貿易取引、さらには普通の家庭まで広がっている。2つ目は金利が高いことである。一部の民間貸出の金利は年率100%を超えている。3つ目は利用割合が高いことである。資金枯渇による旺盛な借入れニーズの下で、一部の家庭や企業は中国のSB②からの借入れを行っている。報道によると、温州市の9割の家庭や6割の企業がインフォーマル金融に関与しているという。4つ目はインフォーマル金融では、関連訴訟案件の発生率が高いことである。対象案件の金額が大幅に上昇しており、数十万元はすでに常態となっており、数百

万元から1千万元以上のケースも珍しくない。インフォーマル金融の金融仲介ルート上では、資金提供側、資金需要側と金融仲介者側が数多く関与し、利益が各層で確保されているため、最終資金需要者の資本コストは非常に高い。企業が高金利の支払いで倒産に追い込まれることを避けるには、経営利益率は常に貸出利息を上回る必要がある。しかし、通常年30～50%、場合によってはさらに高い貸出利息は、実体経済で作り出すことができる利益率を遥かに超えている。借入企業の返済能力がなくなると、多くの資金提供者は損失を蒙る。これらの資金には、銀行からの借入、家庭の貯蓄、高い利息で調達した余剰資金などが含まれるため、資金提供者が貸出資金の回収ができなくなると、それを借り入れた先の銀行にも影響が及ぶ。

図表 6-3 中国の民間貸借（インフォーマル金融）の構造



(出所) 中国北京銀聯信 (2011) より筆者作成。

2-2 P2P レンディングの潜在的なリスク

オンライン・オルタナティブ・ファイナンス、とりわけ P2P レンディングは、近年、その規模が急速に拡大しており、潜在的なリスクが高まっている。主なリスクとして、以下の5点が指摘できる。

第1は、投資対象資産のすり替えと取り付け騒ぎに伴うリスクである。一部の P2P レンディング事業者は、長期借入の対象資産を短期借入の資産にすり替えたり、大口資金を小口資金にすり替えたりしている。これは、期間と金額のミスマッチをもたらし、一旦トラブルが発生すると、投資家が P2P レンディングのプラットフォームに対する信任を失い、取り付け騒ぎに発展しかねない。

第2は、虚偽の宣伝と非合法性のリスクである。P2P レンディングプラットフォームの運営事業者の中には、事業運営ライセンスを持っていないか規定に従って登記手続きを行っ

ていない事業者も一部存在する。

第3は、信用仲介の領域を超え、非合法的な資金募集を行うリスクである。不正や詐欺行為が横行するインターネット上のP2Pレンディングの弊害が増えている。

第4は、資金プールに伴うリスクである。一部のP2Pレンディングプラットフォームは、融資担保会社のような機能を持つ資金プールを設立し、投資家の元本に対して間接的な保証を提供している。

第5は、資金の預託管理とモラルハザードのリスクである。多くのP2Pレンディング事業者は、経営管理の能力や、リスクの防止能力も備えていない。これらの事業者の多くは、第三者の金融機関に投資家の資金を預託管理していないため、経営者による投資家資金の乱用など、深刻なモラルハザードに直面している。

2-2-1 P2Pレンディングの問題の表面化

P2Pレンディングは、2007年のサービス誕生以来、監督管理に関する政策や体制の不備、業務範囲の曖昧さ、経営規律の不健全などの課題に直面しつつも、急速な発展を遂げてきた。その結果、様々な問題と潜在リスクが表面化している。主な問題として、以下の4点が挙げられる。

第1は、リスクマネジメントの欠如である。インターネット上のP2Pレンディングは、経営管理能力が不足しており、しばしば経営者による顧客資金の悪用や顧客資金の持ち逃げなどの事件が発生して、市場参加者の信頼や業界の評判に悪影響を及ぼしている。また、脆弱なネットワーク情報システムを抱えているインターネット上のP2Pレンディングも数多く存在し、ハッカーの攻撃による顧客資金と情報の盗用などのセキュリティリスクにさらされている。第2は、ルールの不備である。同事業者の多くは、顧客に間接的な貸出担保を提供し、情報仲介から信用仲介へと変質している。これらの機構は、資金プールを設立し、顧客資金を流用することで信用リスクや流動性リスクを助長して、金融市場の秩序や社会の安定を脅かすまで拡大した。第3は、監督管理の不備である。同事業者の多くは、合法と非合法的な事業を同時に展開し、インターネット上のP2Pレンディングというコンセプトを悪用して、虚偽の宣伝や資金集めるなど、非合法的な資金調達により消費者の利益に害を及ぼすようになった。第4は、健全な外部環境の未整備である。同事業者における与信システムの未構築や消費者保護メカニズムの不備は、業界の健全な発展にとって、大きな障害となっている。

2-2-2 不正や詐欺行為が横行するインターネット上のP2Pレンディング

認可されていないインターネット上のP2Pレンディングの違法性に関する規制当局の姿勢は明確であるが、当局や新しい投資家にとっては、プラットフォームの基本的な資金調達モデルや、デューディリジェンス、リスク査定、信用リスクコントロールなどにおけるプラットフォームの能力を確認するのが往々にして困難である。近年、信用リスクや投資家リスクの増大は、大きな社会問題とプラットフォーム閉鎖を引き起こした。一部は経営管理チームの未熟さによるものだが、その他は殆ど詐欺に直接起因するものであった。

大多数のプラットフォームは、商慣習の遵守や信用リスクモデルの採用と経営能力の強化を通じて、消費者信用市場へのアクセスを促進しているが、詐欺プラットフォームの出現は、同分野における潜在的なリスクを増幅させた。2015年に、中国では、約1,000サイトのP2Pプラットフォームが閉鎖された²²³。これらの問題プラットフォームは、自身の資本制約や経営管理ばどの問題から、投資先のプロジェクトに大量のデフォルトが生じて、事業運営に行き詰まった事業者もいれば、虚偽の投資プロジェクトや資金プール、高収益保証などの手段を利用して、自己融資やネズミ講などといった違法行為を行う事業者も多くいた。

本章では、中国のシャドーバンキング①～③型の潜在的なリスクとその問題点を考察した。特に、中国のシャドーバンキング①型、インフォーマル金融とインターネット上のP2Pレンディングを中心に論じた。以上のことを踏まえて、次章では、今後の規制改革の方向性を明らかにする。

²²³ B20 China, Financing Growth Taskforce Policy Paper, July 2016、
<http://en.b20-china.org/documents/doc/1/3>

第7章 規制当局の対応と今後の方向性

本章では、これまでみてきた中国のシャドーバンキング①型、②型、③型（SB①、SB②、SB③）に対する規制のあり方について考察する。中国のシャドーバンキングに対しては、客観的にすべての類型について評価を行うとともに、画一的ではないきめ細かな措置を取ることが必要である。例えば、インフォーマルなシャドーバンキングの中の「民間銭庄・地下金融」、いわゆる高利貸や非合法的な資金調達に対しては、厳しく取り締まる一方、合理的な民間融資に対しては、政策面で誘導し、制度的金融に組み込むことを通じて、シャドーバンキングが中小企業と「三農」（農村、農業、農民）向けの金融サービスとして役割を果たすよう積極的に支援することが必要である。また、世界金融危機の教訓を十分に踏まえ、銀行のオフバランス取引の規制強化のほかに、株式投資ファンド、産業投資ファンドや、資産証券化商品を育成し、その健全な発展を促進することも重要である。さらに、中国のフィンテック型のシャドーバンキングの発展は、金融サービスへのアクセス率向上を通じて金融包摂の推進にも寄与している。

以下では、中国のシャドーバンキングに対する規制監督に関して必要と思われることを5点指摘する。

第1は、高度なモニタリングシステムと格付け評価システムを確立することである。各国監督当局の取組みを参考に、中国の金融監督当局は2つの次元から規制強化を図るべきである。1つは、マクロの次元から、国内資金調達総額や企業のバランスシート（資産と負債）を通じて、シャドーバンキングの資産規模や増加率を推計し、GDPや貨幣供給量などのマクロ経済指標と比較分析することである。これにより、シャドーバンキングが金融システム全体に対して与える影響やシステムリスクの影響を把握することが可能になる。もう1つは、ミクロの次元から、異なるチャネルを通じて、日常的な監視と市場情報に基づき、異なるシャドーバンキングの主体とその業務をそれぞれカテゴリー別に分類して統計と監視を強化することである。

第2は、シャドーバンキングの類型ごとに最適の規制を行い、その業務を監督することである。中国の第13次5カ年計画（2016年～2020年）に従い、ベンチャー投資や株式投資の健全な発展やPEファンド市場のルール作りを推進することが求められる。質屋、担保会社、小額ローン会社などの機関に対しては、金融監督当局と商業監督当局による日常的な監督強化が不可欠である。シャドーバンクによる違法行為や、反則行為を厳しく処

罰し、合法的な経営や経済活動への回帰を促進する必要がある。また、規制の裁定を狙った銀行と信託会社や資産管理会社などのオフバランス取引における「協業」（銀信合作、銀証合作など）については、関連主体の資本や、貸倒引当金などの積み増しを要求し、経営コストの増大を通じて当該業務を取り扱う内在的なインセンティブを減衰させることが考えられる。

第3は、伝統的な銀行に対する監督の強化である。銀行による規制の裁定行為を徹底的に監視し、リスク管理を強化することが必要である。また、投資銀行、株式投資ファンド、小額ローン会社などの主体に対する銀行の信用保証の付与を厳禁することが考えられる。資産証券化商品などの金融イノベーションの推進については、難易度の低いものから着手し、体制を整備しながら、実体経済に奉仕するように着実に推進していく必要がある。

第4は、監督機関同士の実効性のある協調体制を構築することである。中央銀行や監督当局において常設機構として特定の監督部門を1つ設置し、部署横断会議体制の確立を提案することが考えられる。関連部門をメンバーとして、監視や格付けの評価に関する情報交換を定期的に行い、突出した問題については、さらに協議し、監督政策の統一を図ることも必要である。

第5は、金融法制を整備し、市場インフラ整備を促進することである。銀行、保険会社、証券会社などの伝統的な金融業態の法制度を整えるとともに、各種投資ファンド、質屋、融資ローン、小額ローン、担保会社などの新興金融業態（シャドーバンキング）の立法過程を加速させ、監督主体と監督方法を明確にすることが求められる。すでに公布した資産証券化、株式投資ファンド、金融派生商品取引などに関する一連の通達文書については、見直しを図ることが必要である。単なる通達ではなく、法律や部門規則の制定を通じて、シャドーバンキングに対する全面的な管理措置を打ち出し、ルール作りを強化するとともに、法的枠組みの下で健全な発展を促すことが求められる。

第1節 SB①の規制監督の概観・評価と方向性

本節では、銀行システム内外を統合したシャドーバンキング①型（SB①）のオフバランス取引の関連業務（銀信合作、銀証合作、インターバンク取引など）の規制監督の通達内容を整理するとともに、その評価と今後の方向性を提示する。

1-1 銀信合作、商業銀行理財業務の規制強化

銀信合作、商業銀行理財業務などに関する規制強化の通達とその内容は、図表7-1の通り整理した。

2008年の世界金融危機後、銀信合作のオフバランス取引が急増し、それに伴うリスクも顕在化した。銀監会は、2009年12月に「銀信合作業務関連事項の更なる規範化に関する通知」（銀監発〔2009〕111号）²²⁴を発表した。同通知では、銀信合作業務において、信託会社は受託人として、デューデリジェンスの職責を他の機関に委託してはならない、また、銀行貸付資産、銀行引受手形資産、信託貸付などの融資類業務において、信託会社は、資産管理の職能を資産譲渡側や理財商品の発行銀行に委託してはならない、さらに、銀信合作の理財商品は、当該商品を発行する銀行自身の貸付資産や銀行引受手形資産に投資してはならない、と規定した。

また、銀信理財合作の急速な拡大を受け、リスクの防止とマクロコントロール政策の有効性強化を図るために、銀監会は、2010年8月に「銀信理財合作業務関連事項の規範化に関する通知」（銀監発〔2010〕72号）²²⁵を公布した。同通知では、商業銀行に対して、2011年末までにオフバランスの資金をバランスシートに計上すること、150%の貸倒引当金比率に従って貸倒引当金を積むこと、大手銀行は11.5%、中小型商業銀行は10%の自己資本比率に従って自己資本を積み増すことを義務付けた。一方、信託会社に対しては、残高比率の指標をもって管理することとし、融資類銀信理財合作業務の残高を銀信理財合作業務全体の30%を超えてはならないと制限し、銀信理財合作業務の資金の使途についても、非上場会社のエクイティへの投資を禁じた。

さらに、2011年1月に、銀監会は「銀信理財合作業務の更なる規範化に関する通知」（銀監発〔2011〕7号）²²⁶を公表した。各商業銀行は同通知に従い、2011年末まで銀信理財合作業務のオフバランス資産をオンバランスにし、原則として、（2011年末までに）銀信合作の貸出残高を四半期ごとに前期比25%を圧縮しなければならない、また、商業銀行がバランスシートに計上していない銀信合作信託貸付に関しては、各信託会社は10.5%の比率に応じてリスク引当金を積みねばならない、と規定した。

これに加えて、2013年3月に、銀監会は「商業銀行理財業務投資運営関連問題の規範

²²⁴ http://www.cbrc.gov.cn/govView_F0BF92FE32814EF3A0614803E0D33367.html

²²⁵ http://www.gov.cn/gzdt/2010-08/12/content_1678233.htm

²²⁶

http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/201101207D1920FC03AFB481FF195D011AB8C800.html

化に関する通知」(銀監発〔2013〕8号)²²⁷を公布した。具体的には、本通知の公表する前に投資した非標準化債権資産について、商業銀行は自己資本の貸出に照らし、「商業銀行資本管理弁法(試行)」の要求に従い、2013年までにリスク加重資産を算出するとともに、資本を積み増ししなければならない、また、理財資金による非標準化債権資産への投資残高は、いかなる時点においても、総資産の4%か理財商品残高の35%のうちの低い方を超えてはならない、と規定した。

その他に、2018年1月に、銀監会は「商業銀行委託貸付管理弁法」(銀監発〔2018〕2号)²²⁸を発表し、商業銀行(受託者)は、委託貸付業務と自営業のリスクを隔離させ、8つの行為を禁止した(前掲図表7-1)。

こうした一連の規制強化の動きを受けて、社会融資規模におけるオフバランス取引は2014年以降大幅に減少した(図表7-2)。社会融資規模のうちで、人民元貸付と、外貨貸付を「銀行融資」、委託貸付・信託貸付・銀行引受手形を「オフバランス融資」、社債・非金融機関国内株式を「直接金融」に分類した。2016年末のオフバランス取引は、10.9兆元と、2013年の同51.7兆元から大幅に減少した。一方、銀行融資は、2016年の119兆元と、2013年の94.8兆元から増加した。

図表7-1 中国の銀信合作、商業銀行理財業務等に関する規制強化の通達と主要内容

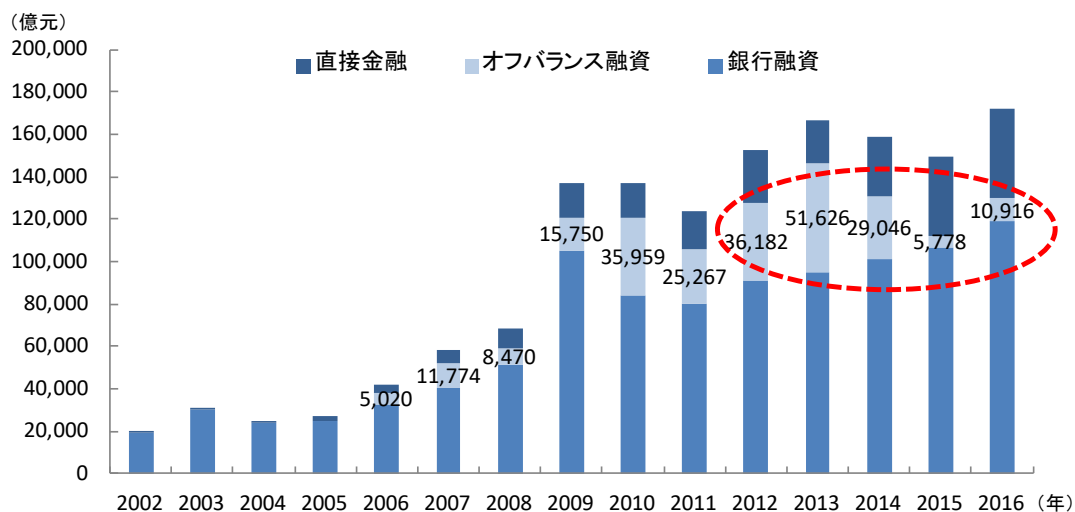
²²⁷ http://www.cbrc.gov.cn/govView_2B22741AFBC446CF890636DACAB71166.html

²²⁸ http://www.cbrc.gov.cn/govView_C5E45CCFFFA64632AF0C4391CDAA73B0.html

公布時期	通達名	主な内容
2008年12月	「銀行と信託会社業務合作の手引き」(銀監発[2008]83号)	・ 銀行は、銀信合作に関連する信託商品及び当該信託商品項目下の財産運用対象などに対していかなる担保を提供してはならない。 ・ 信託会社が銀行保有の貸付資産、銀行引受手形などの資産に投資する場合、買い上げ方式を採用しなければならない。また、銀行によるいかなる形での買戻しを禁止する。
2009年12月	「銀信合作業務関連事項の更なる規範化に関する通知」(銀監発[2009]111号)	・ 銀信合作業務において、信託会社は受託人として、デューデリジェンスの職責を他の機関に委託してはならない。銀行貸付資産、銀行引受手形資産及び信託貸付などの融資類業務において、信託会社は、資産管理の職能を資産譲渡側あるいは理財商品の発行銀行に委託してはならない。 ・ 銀信合作の理財商品は、当該商品を発行する銀行自身の貸付資産あるいは銀行引受手形資産に投資してはならない。
2010年8月	「銀信理財合作業務関連事項の規範化に関する通知」(銀監発[2010]72号)	・ 信託会社の融資類銀信理財合作業務に関しては、残高比率の指標をもって管理することとする。融資類銀信理財合作業務の残高は、銀信理財合作業務全体の30%を超えてはならない(通達公布日より実施)。 ・ 商業銀行は、2011年末までにオフバランスの資金をバランスシートに計上し、150%の貸倒引当金比率に従って貸倒引当金を積み重ねなければならない。また、大手銀行は11.5%、中小銀行は10%の自己資本比率に従って、自己資本を積み増ししなければならない。
2010年12月	「銀行業金融機関貸付資産譲渡業務の更なる規範化に関する通知」(銀監発[2010]102号)	・ 銀行業金融機関は、貸付資産を譲渡するにあたり、真実性原則を順守し、虚偽の資産譲渡をしてはならない。譲渡側は、いかなる明確あるいは隠蔽の買戻し条件を付けてはならない。譲渡と譲受の双方が買戻し契約を締結し、すなわち、レポ取引などの方法で規制回避をしてはならない。 ・ 銀行業金融機関は、貸付資産を譲渡するにあたり、完全性の原則を順守し、譲渡対象の貸付資産は、すべての未償還元本と受取利息を含まなければならない。
2011年1月	「銀監会の銀信理財合作業務の更なる規範化に関する通知」(銀監発[2011]7号)	・ 各商業銀行は同通知に従い、2011年末まで銀信理財合作業務のオフバランス資産をオンバランスにし、原則として、(2011年末までに)銀信合作の貸出残高を四半期ごとに前期比25%を圧縮しなければならない。 ・ 商業銀行がバランスシートに計上していない銀信合作信託貸付に関しては、各信託会社は10.5%の比率に応じてリスク引当金を積み重ねなければならない。
2011年6月	「手形業務監督管理の確実な強化に関する通知」(銀監発[2011]197号)	・ 各地域の監督部門は、現場検査で発見した会計処理の不備や貿易事実のない銀行引受手形の発行、銀行引受手形融資の断続発行、自己勘定による保証金の不正取得、手形割引資金の不動産あるいは株式市場への流入など、制度の不備を利用した手形業務規模の隠蔽問題について、改善を求めるとともに、法に従って関連の機関、責任者及び経営幹部の責任を厳しく追及しなければならない。
2012年2月	「信託会社の引受手形の信託業務等関連事項に関する通知」(銀監発[2012]70号)	・ 信託会社は、商業銀行とあらゆる引受手形資産の譲渡・譲渡業務を展開してはならない。 ・ 銀信合作業務において、信託会社による自主管理原則を厳守し、融資類業務の残高を銀信合作業務残高の30%以内に抑え、超えた場合は融資類銀信合作業務の展開を即時に停止しなければならない。
2013年3月	「商業銀行理財業務投資運営関連問題の規範化に関する通知」(銀監発[2013]8号)	・ 本通知の公表する前に投資した非標準化債権資産について、商業銀行は自己資本の貸出に照らし、「商業銀行資本管理弁法(試行)」の要求に従い、2013年までにリスク加重資産を算出するとともに資本を積み増ししなければならない。 ・ 理財資金による非標準化債権資産※への投資残高は、いかなる時点においても、総資産の4%または理財商品残高の35%のうち低い方を超えてはならない。 ※ 非標準化債権資産とは、インターバンク市場及び証券取引市場で取引されていない債権のある資産である。貸付資産、信託貸付、委託債権、銀行引受手形、信用状、売上債権、各種受益権、買戻し条件付きエクイティの融資などが含まれる。
2016年7月	「銀行理財業務監督管理弁法(パブリックコメント)」	・ いずれの理財商品も単一機関の発行する証券の時価総額いかなる理財商品の残高の10%を超えてならない。商業銀行のすべての理財商品サービスで単一の金融機関が発行する証券は、当該証券時価の10%を超えてはならない。
2017年12月	「銀信関連業務の規範化に関する通知」(銀監発[2017]55号)	・ 商業銀行は、信託のチャネルを利用して、実質のリスクを隠蔽したり、資金の投資先、資産分類、貸倒引当金及び資本占用率などの制限を回避したり、オンバランスの資産をオフバランス化にしたりしてはならない。 ・ 商業銀行と信託会社が銀信関連業務を展開する時、信託資金を不動産、地方政府融資プラットフォーム、株式市場、生産過剰の領域に投資してはならない。
2018年1月	「商業銀行委託貸付管理弁法」(銀監発[2018]2号)	・ 商業銀行(受託者)は、委託貸付業務と自営業のリスクを隔離させ、以下の行為を禁止する: (一)委託者に代わって借入人を確定すること (二)委託者の貸付意思決定に参画すること (三)委託者に代わって資金を立て替えて委託貸付を実行すること (四)借入人に代わって担保人を確定すること (五)借入人に代わって資金を立て替えて委託貸付を返済すること、あるいは信用貸付、理財資金を用いて直接もしくは間接的に委託貸付を請負うこと (六)委託貸付のために各種形式の担保を提供すること (七)委託貸付業務の性質を改変するその他契約あるいは協議を締結すること (八)代わってリスクを引き受けるその他の行為。

(出所) みずほ中国ビジネス・エクスプレス レポート (第 457 号) 「中国銀行業監督管理委員会を参考した他、『委託貸付管理弁法』を公布 委託貸付本来の役割へ軌道修正」(2018年1月29日)、中国銀行業監督管理委員会各通達より筆者作成・訳出。

図表 7-2 社会融資規模におけるオフバランス融資（2002年～2016年）



(注) ①銀行融資は人民元貸付、外貨貸付、②オフバランス融資は委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、③直接金融は社債、非金融機関国内株式発行、の3種類に分類。

(出所) 中国人民銀行、CIEC より筆者より作成。

1-2 証券会社・証券先物経営機関の資産管理業務の規制強化

一方、銀行と証券の協業も活発化しており、レポ取引の増加に伴うリスクが高まっている。こうした中で、証監会は2013年以降一連のな通達を公表した（図表7-3）。

2013年7月に、証監会は「証券会社と銀行合作による定向資産管理業務展開の関連事項の規範化に関する通知」（中証協発〔2013〕124号）²²⁹を公表した。同通知では、証券会社が定向資産管理業務を展開するにあたり、次の行為があってはならない、①支社、営業部の独自による定向資産管理業務の展開を禁じる、②資金プール事業の展開証券会社が銀証合作による資産管理業務を展開する時、合作対象の銀行は、次の条件（a. 直近1年の年末資産規模は300億元を下回らないこと、b. かつ自己資本比率は10%を下回らないこと）を満たさなければならない、③委託者（合作対象銀行）は、証券会社が指示通りに行った投資行為に対し、すべての責任を負い、投資リスクを自ら負うとともに、関連紛争を対処しなければならない、と規定した。

2014年4月に、証監会はさらに「特定顧客資産管理業務を展開する基金管理会社およ

²²⁹ www.sac.net.cn/tzgg/201307/t20130719_62798.html

びその子会社のリスク管理強化に関する通知」²³⁰を公表し、ファンド子会社の仲介業務と資金プール業務を規制するとともに、ファンド子会社の設立のハードルを設けた。その後、証監会は、2015年3月に「証券先物経営機関の資産管理業務の実施における8大禁止行為の細則」²³¹、また2016年7月に「証券先物経営機関の私募資産管理業務運営管理暫定規定」²³²を公表し、ファンド子会社による資金プール業務の提供禁止のほかに、資産管理業務におけるレバレッジに関しても制限を加えた。

図表 7-3 証券会社・証券先物経営機関の資産管理業務の規制強化の通達と主要内容

²³⁰ http://www.gov.cn/xinwen/2014-04/26/content_2667217.htm

²³¹ http://www.csrc.gov.cn/pub/hunan/xxfw/tzsyd/qhtz/201503/t20150324_273962.htm

²³² www.csrc.gov.cn/pub/shanghai/xxfw/gfxwj/201612/t20161202_307091.htm

公布時期	通達名	主な内容
2013年3月	「証券会社資産管理業務監督管理の強化に関する通知」(証監弁発[2013]26号)	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社が、合作対象の資質、信用、管理能力、リスクコントロールのレベル等について総合的に評価し、慎重に合作の対象を選択しなければならない 契約の中で、関係者それぞれの権利と義務を明確に約定し、規定に違反して委託者に対して元本と収益を保証してはならない 投資商品に対するリスク評価メカニズムを確立し、とりわけ信託プラン、資産収益権、プロジェクト収益権などの店頭取引や非標準化債権資産の投資商品に対して、デューデリジェンスを徹底的に行い、投資リスクを十分に評価しなければならない 投資管理能力と専門サービスレベルの向上を図り、自主管理業務を重点的に展開しなければならない。
2013年7月	「証券会社と銀行合作による定向資産管理業務展開の関連事項の規範化に関する通知」(中証協発[2013]124号)	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社が定向資産管理業務を展開するにあたり、以下の行為があってはならない。①支社、営業部の独自による定向資産管理業務の展開、②資金プール事業の展開 証券会社が銀証合作による資産管理業務を展開する時、合作対象の銀行は以下の条件を満たさなければならない:直近1年の年末資産規模は300億元を下回らないこと、かつ自己資本比率は10%を下回らないこと。 委託者(合作対象銀行)は、証券会社が指示通りに行った投資行為に対し、すべての責任を負い、投資リスクを自ら負うとともに、関連紛争を対処しなければならない。
2014年4月	「特定顧客資産管理業務を展開する基金管理会社およびその子会社のリスク管理強化に関する通知」	<ul style="list-style-type: none"> 基金管理会社及びその子会社は、法律法規の規定を順守し、以下の行為を禁じる: <ol style="list-style-type: none"> 顧客利益に損害を与えること <ul style="list-style-type: none"> 具体的には、単一顧客商品を利用して顧客以外のいかなる機関と個人に利益を与えること、異なる顧客商品に対して不公平に取り扱うこと、単一顧客商品の資産を横領、流用すること、職務で得た未公開情報を漏洩し、自ら当該情報を利用してまたは他人に明示にあるいは暗示して関連取引に従事すること、親子会社間の非合法的関連取引を利用して利益移転すること。 商品に対する不当な宣伝と販促を実施すること。 <ul style="list-style-type: none"> 具体的には、規定に違反して顧客に対して収益あるいは損失を保証すること、不特定のユーザーに対して資金を募集する、または単一顧客商品に対して規定以上の人数から資金を募集するあるいは公開した宣伝と販促方法による資金を募集すること、顧客に商品リスクを十分に開示せず、虚偽の宣伝あるいは商品特徴に関する誇大宣伝を行い、過去の業績に関する不正確な陳述をして、顧客をミスリード、欺くこと。 基金管理会社及びその子会社は、リスク管理制度を確立し、リスクを確実に防止しなければならない。重点的な取り組みとして: <ol style="list-style-type: none"> ① デューデリジェンスと投資後管理の強化、②管理、記帳と清算の単独実施、③ 仲介業務の規範化、④ 慎重な投資の実行、⑤流動性リスク管理の強化、⑥ 顧客サービスの徹底、⑦ 応急メカニズムの確立、⑧ 奨励拘束メカニズムの完備、⑨基金親会社による子会社の管理強化。 基金会社の設立が1年未満または、公募基金の管理規模が50億元以下の基金会社に対し、証監会は当該基金会社による子会社の設立申請を当分受け付けないこととする。
2015年3月	「証券先物経営機関の資産管理業務の実施における8大禁止行為の細則」	<ul style="list-style-type: none"> 本細則の証券先物経営機関とは、証券会社、基金管理会社、先物会社および法に基づいて設立したその私募資産管理業務の子会社を指す。 非公平な取引や利益移転、非公開情報を利用した取引などによる投資者の利益を損害する行為があってはならない。 資産管理プランを販売する時、規定に違反して投資家に対し元金あるいは最低収益を保証する行為があってはならない。 不適切な宣伝、資産管理プランの販売および投資家に対するミスリード及び詐欺行為があってはならない。 資産管理プランを利用した商業賄賂を行ってはならない。 資金プール業務を展開してはならない、資産管理プランで非標準債権資産に投資する時以下の状況が存在してはならない: <ol style="list-style-type: none"> ① 異なる資産管理プランを混同して運営し、資金と資産が明確にマッチングできないこと; ② 資産管理プランが単独で記帳、決済を実施せず、複数の資産管理プランを合併して一つのバランスシートあるいは予算表を作成すること; ③ 資産管理プランが公開買い付け、買戻しあるいはロールオーバー発行する時に合理的な価値評価を実施せず、対応資産の実際収益率から離脱した価格評価を行うこと。 ストラクチャード型資産管理プランのレバレッジ比率は10倍を超えてはならない。
2016年7月	「証券先物経営機関の私募資産管理業務運営管理の暫定規定」(証監会公告[2016]13号)	<ul style="list-style-type: none"> 株式、混合類資産管理のレバレッジは1倍以内、先物、固定収益、非標準化債権資産類資産管理計画のレバレッジは3倍以内、その他資産管理計画のレバレッジは2倍以内、集合類資産管理計画の総資産はネット資産の140%以内に抑えなければならない。

(出所) 筆者作成。

1-3 インターバンク取引の規制強化

2013年以降、インターバンク取引が急成長した。2014年4月に、中国人民銀行、銀監会、証監会、保険会、外貨管理局は連名で「金融機関同業業務の規範化に関する通知」(銀

発〔2014〕127号)²³³を公表した。銀発〔2014〕127号では、レポ取引と同業投資の業務を提供する金融機関は、第三者金融機関によるいかなる直接または間接、明確あるいは隠蔽の信用保証を行ってはならない、と規定した(図表7-4)。

具体的には、①買戻条件付売却側は、レポ取引で売却した金融資産のオフバランス化を禁じる。②レポ取引(売戻条件付買入か買戻条件付売却)の金融資産を、銀行引受手形、債券、中央銀行手形などの標準化債権資産²³⁴に限定することとする。③銀行引受手形を除き、信託受益権の売戻条件付買入を禁止し、レポ取引による非標準化債権資産への投資を制限する、などである。

2014年5月に、銀監会はさらに「商業銀行同業業務の統治に関する通知」(銀監弁発〔2014〕140号)²³⁵を発表した(前掲図表7-4)。銀監弁発〔2014〕140号では、商業銀行は、①同業業務(インターバンク取引)を展開するにあたり、専門部門による運営体制を確立し、法人総本部により設立するあるいは専門部門を指定して運営することとする、②商業銀行の同業業務の専門部門以外のその他部門と支社は、同業業務を運営してはならない、既に展開している同業業務は、満期後精算することとする、③銀行の同業業務の専門部門以外のその他部門と支社は、金融取引市場で単独で口座開設してはならない、既に口座を開設している場合、新規業務の受理をしてはならず、残存の業務が満期に来た時、即座に口座を廃止しなければならない、といったレポ取引の規制を一層強化した。

図表7-4 同業業務(インターバンク取引)の規制強化の通達と主要内容

²³³ <http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5225/info3915876.htm>

²³⁴ 標準化債権資産は、インターバンク市場と株式市場で取引されている債権性資産である。売戻条件付買入の金融資産は標準化債権資産の一種であり、比較的合理的な価値と高い流動性を持つ金融資産である。

²³⁵

www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/4864EEEECE1A941A3A922D323A81605C9.html

公布時期	通達名	主な内容
2012年8月	「同業代行支払業務管理の規範化に関する通知」(銀監弁発[2012]237号)	<ul style="list-style-type: none"> 銀行が同業代行支払業務を展開するにあたり、現実で実際の受託による支払であることを反映しなければならない。
2013年11月	「商業銀行同業融資管理弁法」(銀監会[2013]39号)	<ul style="list-style-type: none"> 本弁法にある同業融資(インターバンク取引)とは、中国国内で設立した合法の商業銀行が各種金融機関と展開する資金の借入および貸出業務のことを指す。主な業務として、インターバンクプレースメント、同業借入、同業当座貸越、同業代行支払、インターバンク預金、売戻条件付買入金金融資産と買戻条件付売却金融資産などを含む。 本弁法にある金融機関とは、中国国内で設立した合法の政策性銀行、中国資本の商業銀行、独資の外資銀行、中外合資銀行、農村信用合作社聯社、企業集団のファイナンス会社、信託会社、金融資産管理会社、金融リース会社、自動車ローン会社、証券会社、保険会社、保険資産管理会社、外国銀行分行、および中国銀監会が認可するその他の金融機関を指す。 売戻条件付買入と買戻条件付売却の項目にある金融資産は、債券、手形および銀監会が認可するその他の金融資産でなければならない。 売戻条件付買入と買戻条件付売却の業務を取り扱うにあたり、資金の借り手側は業務項目にある金融資産をオフバランス化してはならない。 商業銀行が同業融資業務を展開するにあたり、以下の規定を順守しなければならない: <ol style="list-style-type: none"> 各商業銀行の単一法人金融機関に対する貸付と借入の資金残高は、いずれも当該銀行のネット・キャピタルの100%を超えてはならない; 各商業銀行のすべてのノンバンク金融機関に対する貸付残高は、当該銀行のネット・キャピタルの25%を超えてはならない; 各商業銀行の全法人機関に対する貸付残高は、当該銀行の各項預金の50%を超えてはならない。
2013年12月	「同業譲渡性預金暫定弁法」(中国人民銀行公告[2013]第20号)	<ul style="list-style-type: none"> 本弁法にある同業譲渡性預金(中国語で同業存単)とは、銀行業の預金を取り扱う金融機関(政策性銀行、商業銀行、農村合作金融機関および人民銀行が認可するその他金融機関)が全国インターバンク市場で発行する記帳式定期預金の証券を指し、一種の貨幣市場のツールである。 銀行業の預金を取り扱う金融機関が同業譲渡性預金を発行するにあたり、初回の同業譲渡性預金を発行する前に、人民銀行に年度発行計画の届けを出さなければならない。 公開発行する同業譲渡性預金を取引、流通させることができ、かつレボ取引の対象とすることもできる。特定発行の同業譲渡性預金は、当該同業譲渡性預金の初期投資家の範囲内で流通、譲渡することができる。同業譲渡性預金のセカンドマーケットにおける取引は、同業貸借センターの電子取引システムで行うこととする。 同業譲渡性預金の発行者は、自己発行する譲渡性預金を購入あるいは間接的に購入してはならない。
2014年4月	「金融機関同業業務の規範化に関する通知」銀発〔2014〕127号)	<ul style="list-style-type: none"> 商業銀行が単一の金融機関に対する同業貸付(決済目的の同業預金を除く)で、リスクウェイトが0である資産を控除したネット金額は、当該銀行のTier1資本の50%を超えてはならない。 同業預金業務とは、金融機関同士が展開する同業資金の預入と引出の業務を指す。資金の預入を提供する側は、預金を吸収する資格のある金融機関に限る。 レボ取引と同業投資の業務を提供する金融機関は、第三者金融機関によるいかなる直接または間接、明確あるいは隠蔽の信用保証を行ってはならない。 特殊目的事業体の間または特殊目的事業者と金融機関の間で行う同業業務は、本通知を参考にして実行することとする。
2014年5月	「商業銀行同業業務の統治に関する通知」(銀監弁発[2014]140号)	<ul style="list-style-type: none"> 商業銀行は、同業業務(インターバンク取引)を展開するにあたり、専門部門による運営体制を確立し、法人総本部により設立あるいは専門部門を指定して運営することとする。商業銀行の同業業務の専門部門以外のその他部門と支社は、同業業務を運営してはならない。すでに展開している同業業務は、満期後精算することとする。金融取引市場で単独で口座開設してはならない。すでに口座を開設している場合、新規業務の受理をしてはならず、残存の業務が満期に来た時、即座に口座を廃止しなければならない。
2017年3月	銀行業の「規制裁定、空転裁定、関連裁定」の特別整頓の展開に関する通知(銀監弁発[2017]46号)	<ul style="list-style-type: none"> 銀行業金融機関の同業業務、投資業務、理財業務における市場や業種を跨った持ち合い金融業務を対象に、レバレッジの高い、関係者の多い、チェーンの長い、裁定取引の多い問題に対して、特別に整頓を展開する。 持ち合いの金融商品に関しては、原則として、資金の貸し手が責任を負い、リスクが生じた時、管理責任を負わなければならない。相応の監督機関も、監督責任を負わなければならない。 資金は自身の資産管理計画から調達してのものに関しては、銀行業金融機関は、リスクコントロールの主体的責任を果たさなければならない。プロジェクトの調査、リスク審査、投資後の検査などの自身のリスク管理職責を「チャネル機関」に委託してはならない。

(出所) 筆者作成。

ここまで、中国のSB①の規制監督を概観した。SB①は、SB②とSB③より規模が大きく、実体経済に占める割合も大きい。その意味で、SB①の急拡大に伴う潜在的なリスクの増大は、金融システムの不安定性、すなわちシステムミックリスクをもたらす。また、SB①の資金調達、短期金融市場と密接な関係があり、市場機能不全に陥った場合、SB①の流動性危機が生じる可能性が大きい。SB①は、米国のシャドーバンキングの特徴と潜在的なリスクに類似している。今後、規制監督が厳格化する中で、SB①の市場規模は縮小する見

通しである。

一方、オフバランス取引での貸出競争激化は、商業銀行の構造転換に寄与した。中国の商業銀行は、金融システムにおいて主導的な立場にあるが、低金利という制約から脱することができず、ディスインターミディエーションに直面している。こうした中で、商業銀行は、預金集めにおける優位性を活かし、自発的にディスインターミディエーションを選択して、理財商品に限らず、ノンバンクとの協業など様々なチャネルを活用した金融イノベーションに乗り出した。特に、SB①の資産管理業務は、近年急成長しており、次節で詳しく考察する。

第2節 中国の資産管理業務の規範化の促進

中国では、2004年に最初の銀行理財商品が販売されたのを契機に、SB①の資産管理業務は急速に発展した。これは、直接金融市場の発展、家計投資チャネルの拡大、金融機関の経営モデルの改善・実体経済の融資需要の補填に積極的な役割を果たした。一方、資産管理業務に関する適応ルールの相違やその複雑な商品構成などの問題も徐々に顕在化し、市場秩序を規範すべきといった要望も増えている。現在、マクロプルーデンスの管理とミクロプルーデンスの監督の融合、機関規制と機能規制の融合、同類商品に対する統一基準の導入、業界や市場を跨ったリスクの拡散の防止など、抜本的な制度設計が喫緊の課題となっている。

2-1 中国資産管理業務とその形態

資産管理業務とは、投資家の委託を受けた機関が、投資家から預かった財産に対して投資と管理を提供する金融サービスのことである。資産管理機関は、委託人の利益のために職責を履行し、対価として相応の管理費用を受け取る。委託人は、自らリスクを負う代わりに利益を享受する。ここ30年余り、中国は高度な経済成長を維持し、家計財産は増加の一途を辿った。こうした中で、①財産の価値増大と多角的な資産配置に対するニーズ、②企業の直接融資に対するニーズ、③金融機関の単一業務構造やビジネスモデルからの脱皮ニーズなどが日増しに高まった。資産管理業務の発展は、投資と融資の結合、家計・企業、金融機関から生まれたニーズへの対応に大きく寄与している。

資産管理業務が成長を遂げる中で、各金融監督部門は絶えず制度の整備に注力してきた。

2012年後半以降、証券、ファンド、先物、保険などのノンバンク機関が手掛ける資産管理業務は、急速に規模を拡大した。資産管理業務の一部は中国のシャドーバンキングを形成している。2016年末の中国の資産管理業務残高をみると、銀行のオンバランス・オフバランスの理財商品残高がそれぞれ5.9兆元、23.1兆元、信託会社が17.5兆元、公募投信、私募投信、証券会社の資産管理計画、ファンド運用会社・子会社、保険会社が、それぞれ9.2兆元、10.2兆元、17.6兆元、16.9兆元、1.7兆元に達している²³⁶。中国人民銀行の試算によれば、業態間の重複分を除くと、中国の資産管理業務（シャドーバンキング①型の規模）は約60兆元超（対2016年末の名目GDPの80.6%）に及ぶ。具体的には、銀行とノンバンクの協業形態として、前述の銀信合作、銀証、銀基合作、银保合作、銀信証基保合作の5種類がある。

2-2 資産管理業務における注意すべき主な問題

2-2-1 資金プールの運営における流動性リスク

資産管理機関は、理財商品に関する断続的な発行や集合的な運営、期限の転換、恣意的な価格設定などの形で、低コストの短期資金を募集し、長期の債権やエクイティファイナンスのプロジェクトに投資して、利益の最大化を追求してきた。満期後、償還できるか否かは、理財商品の継続的な発行に頼っているため、一旦後続の資金が募集できなくなった時、流動性リスクが生じ、商品チェーンを通じてその他の資産管理機関へと伝播しかねない。これら商品が相互に絡み合っている場合、レバレッジ効果で流動性リスクを拡散してしまうことになる。また、単一商品を複数の資産で組成されるパッケージに投資するモデルも存在するが、一部の資産パッケージは複雑かつ不透明となっていることにも要注意である。

2-2-2 商品の絡み合いによるリスク拡散の可能性

銀行は、理財商品で巨額の資金を集める一方、投資先は基本的に債権に限定される。エクイティへの投資は一定の制限を受けるので、ストラクチャード商品の設計も禁じられる。優良なプロジェクトを囲い込むために、一部の銀行は、信託、証券、ファンド、保険などの資産管理商品をチャネルとして利用し、理財資金をエクイティなどの商品に投資している。商品の複雑な構成により、基礎資産を識別するのが困難である。一旦リスクが生じる

²³⁶ 中国人民銀行金融穩定小組（2017）「中国金融穩定報告 2017年」。

と、すべての関係プレーヤーに影響し、リスクの拡散を通じて、市場の乱高下を招く。複雑な資産管理商品に対する法的な適応も様々である。委託機関による管理の欠如やチャンネル側による職責の不履行などで損失が生じた場合、責任転嫁が起こりやすい。この他に、一部のインターネットプラットフォームや民間理財など、規制を受けていないノンバンクと金融機関の協業によって組成した複雑な商品に関しても、リスクに留意する必要がある。

2-2-3 シャドーバンキングに対する監督の不備

銀行の貸出は、自己資本規制や、貸出総量規制、一部業種の融資禁止などの厳しい規制によって制限されているため、銀行が理財商品やその他の資産管理商品を通じてオフバランスによる貸出を実現している。銀行のオフバランス理財、銀信合作、銀証合作、銀基合作などを通じて投資している非標準化債権資産の商品、保険機構が行う「名股実債（エクイティの名を借りた実質的な債権）」の投資など、いずれもシャドーバンキングの特徴を備えている。これらの業務は透明度が低く、貸出規制を容易に回避できるため、一部の資金は、投資が制限された事業領域に流入し、かつその大半は社会融資総量の統計に含まれていない。

2-2-4 金融システム内に潜む剛性兑付（確実な償還担保）のリスク

資産管理業務において、委託側と受託側は、基本的に信託か委託代理の関係にあるが、一部の業務では法的関係が曖昧なため、両者は実質債権と債務の関係にあり、確実な償還担保（剛性兑付）というリスクが存在する。例えば、一部の資産管理商品は、自己資金や資金プールの資金をもって利回りを保証し、自身のバランスシートとの隔離を十分に図っていないケースがある。こうした償還担保の行為は、リスクを金融システム内に蓄積させるだけでなく、リスクフリーレートを押上げて資金の価格形成をもゆがめてしまう。その結果、金融市場における資源配置の効率を悪化させ、深刻なモラルハザードを招きかねない。

2-2-5 一部のノンバンクによる無秩序な資産管理業務の展開

ノンバンクによって展開している資産管理業務において、すでにリスクと課題が顕在化している。例えば、私募によりオフラインで発行した資産管理商品をオンラインで一般消費者にばら売りすること、リスクの識別能力のない投資家に商品を販売すること、十分な

技術手段を使用して顧客の身分認証を行わないこと、デマにより投資家をミスリードすること、投資リスクを十分に掲示しないこと、投資家資金の安全性を確保するための資金預託管理などの方法を取らないこと、さらに非合法的手段で資金を集めることなどが挙げられる。

2-3 資産管理業務の規範化の促進

資産管理業務の急拡大に伴って露呈したリスクと問題に対して、同類の商品を統一的に規制管理することから着手し、有効な資産管理業務の管理制度を確立すべきである。具体的には、以下の6点が指摘できる。

第1は、分類により統一基準を導入し、規制裁定の余地を段階的に排除することである。中国のSB①型のリスクに対して、資産管理業務に関するマクロプルーデンス政策の枠組みを策定し、政策のツールを整備する。これを実現するにあたり、マクロ・逆周期、クロースマーケットの視点から観測と評価・調整を強化していく必要がある。また、機関に対する規制基準の差異について、機能に対する規制や横断的な規制を強化し、同類の商品に同一の基準を適応させ、裁定取引の余地を排除して、複雑な商品によってもたらすリスクの伝播を阻止しなければならない。

第2は、資産管理業務の本業回帰を引導し、「剛性兑付（確実な償還担保）」の慣習を打破することである。資産管理業務は、「業務受託と理財代理」という業務の本質に戻り、投資で生じた収益とリスクについては、すべて投資家に分配か負担させなければならない。委託人は相応の管理費用のみを取得し、資産管理機関は元本や収益を保証してはならない。資産管理機関として、投資家の適性管理や投資家教育を強化して、「売手による職責の完遂、買手によるリスクの負担」の投資理念を徹底させなければならない。また、資産管理業務と自営業のリスクの隔離を強化し、受託人としての責務を果たさなければならない。この他に、収益予測型の商品の発行を段階的に減らし、時価評価型の商品へとシフトすることにより、資産価格の公正な変化を基礎資産のリスクにタイムリーに反映させていく必要がある。

第3は、流動性リスク管理を強化し、レバレッジを抑制することである。資産管理商品に対する単独管理や、単独記帳、単独計算を強化し、商品期限と投資資産の存続期間とをマッチさせる。金融機関に対して、資産管理業務を専門的に取り扱う独立した法人格のある子会社の設立を奨励する。健全で独立したアカウント管理と預託管理のシステムを確立

し、異なる資産管理商品の間か資産管理機関の自己資金と受託管理資金の間のリスクを隔離させる。同類の商品のレバレッジ率を統一し、株式市場や債券市場のレバレッジを合理的なレベルにコントロールして資産バブルを抑制する。

第4は、多層的な委託関係を解消し、チャンネル業務を抑制することである。各種金融機関が資産管理業務を展開するにあたり、参入基準を平等にし、公平な待遇を与えなければならない。委託業務を多層的に繰り返す行為を制限し、受託機関の主体による管理と職責の履行を強化する。委託機関に対して、受託機関による投資範囲やレバレッジ制約などを回避するためのチャンネル業務の提供を防止する。受託機関の主体による管理、資産配置と資産パッケージ管理を目的とした運営に関しては、合理的なレベルで容認する。

第5は、非標準化債権資産の業務管理を強化し、シャドーバンキングのリスクを防止することである。銀行の非標準化債権資産の業務に対する監督を強化し、銀行のオフバランス理財商品を広義の貸出対象に取り入れ、金融機関によるオフバランス業務におけるリスク管理の強化を促す。銀行の貸付資産とその収益権譲渡の業務を規範化する。非標準化債権資産の投資規模を段階的に縮小させ、事前のデューデリジェンスや、リスク審査、投資後のリスク管理を強化する。

第6は、総合的な統計制度を確立し、横断的な監督のための基礎を強化することである。資産管理業務の統計データが分散している問題に対し、全面的で統一した基準と情報共有のための総合的統計システムを早期に構築する。商品ごとに、基本情報や募集情報、バランスシート情報、終了情報を統計する。これをもとに、最終的な投資資産と投資家を把握し、業界全体の状況をリアルタイムかつ的確に掌握して、リスクの状況を徹底的に反映させる。

2-4 金融機関資産管理業務規範化に関する指導意見（パブリックコメント募集稿）

近年、中国では、金融機関による資産管理業務が急拡大している。資産管理業務は、一方では家計や企業の投融资ニーズを満たし、社会融資の構造改善に大きく寄与した。他方では、迂回融資の複雑化や金融機関による元本収益の保証、金融監督とマクロコントロールの回避などの問題をも引き起こしていた。こうした中で、2017年11月17日付で、人民銀行、銀監会、証監会、保監会、外貨管理局の5部門が連名で「金融機関資産管理業務

規範化に関する指導意見（パブリックコメント募集稿）」²³⁷を公表し、資産管理業務に対する規制強化に乗り出した。指導意見は 29 項目からなり、各項目の詳細な概要について付録のようにまとめた。

第 3 節 SB②と SB③の規制監督の概観・評価と方向性

中国の銀行システム外のシャドーバンキング②型と③型（SB②、SB③）の発展は、銀行システム内外を統合したシャドーバンキング①型（SB①）での動きと異なる部分が多い。すなわち、中国の SB②と SB③は、銀行の資金仲介ルートとは異なる対象に資金仲介サービスを提供していることである。本節では、銀行システム外のシャドーバンキング②型と③型（SB②、SB③）の規制監督を概観したうえで、その評価と方向性を論じる。

3-1 SB②の規制監督の概観・評価と方向性

規制当局は、中国の SB②型の貸出金利に対してルール整備を行っている。インフォーマル金融の利息については、6 カ月以内の貸出基準利率は 5.85%、6 カ月～1 年までの貸出基準利率は 6.31%である（北京銀聯信, 2011）。しかし、現在、インフォーマル金融の利率は国が規定した基準利率の 4 倍を超え、高利貸と呼ばれている。この高利貸こそが、シャドーバンキングの中で最も規制監督が難しく、金融監督の観点から最大のリスク要因となっている。銀監会の 2016 年の調査によると、珠江デルタ地域の銀行による企業向け貸出利息は平均で年率 8～9%で、一方、インフォーマル金融の融資コストは年率で 30%にも達している。資金の大半は製造業や不動産業に流れ込み、その他に株式や、先物市場、民間ギャンブル領域にも一部の資金が流れ込んでいる。また、担保会社による短期の貸出利息は月利で通常 3～7%（年率で 36～84%）である。経営活動が活発な一部の地域では、この利息がさらに高くなる傾向がある。高い利回りに誘惑され、担保会社が高いリスクを抱え込む。さらに、インターネット貸出の借入者にとっては、高い利息以外にサービスの利用手数料も負担しなければならなくなる。その貸出利率は通常年率で 20～30%となり、トータルコストは非常に高い。今後、インフォーマル金融の貸出金利の制度化が求められている。

このように、SB②の発展は、金融システムの融資効率を高めるとともに、中小企業に恩

²³⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3420451/index.html>

恵を与えている。中小企業は、商業銀行にとって決して重要な顧客ではなかった。融資ニーズが強い一方、銀行から融資を得られずにいた。そこで、小口融資会社や、質屋、インフォーマル金融（民間貸借）などが、商業銀行に取って代わり、中小企業の融資ニーズを補完してきた。しかし、小口融資や質屋などは、設立当初から預金を吸収できない貸出機関として位置づけられ、リスクのコントロールから、その運営規模が制限されていた。中国のSB②が業種を跨って発展してきたインセンティブには、市場からの旺盛な融資ニーズと比較的高い融資利回りを得られることにあった。

中国のシャドバンキングは、「金融双軌制」（二重構造の金融体制の意味）と呼ばれ、銀行を中心とする従来型の資金仲介ルートとは、一定の役割分担がなされている。すなわち、大型国有企業は、商業銀行から低金利で借入を実現する一方、中小企業や政策規制の対象企業がシャドバンキングの金融仲介を通じて資金調達を行っている。SB②は、既存の金融サービスを補完・代替するようなサービスとして位置づけられる。また、金融包摂（中国語で普惠金融）の手段としても注目されている。今後、SB②に対して規制を強化することではなく、その発展を容認しながらルール作りの方向へ進む。

3-2 SB③の規制監督の概観・評価と方向性

3-2-1 フィンテック型のシャドバンキングの規制監督の明確化

(1) 当局の対応

中国政府は、フィンテック型のシャドバンキング（オンライン・オルタナティブ・ファイナンス、SB③）に対して2つの側面から規制に取り組んでいる。1つは、「穏健で寛容的な規制政策」を導入しながら、イギリスのRegulation Sandboxの手法²³⁸に似た規制の実験を行うというスタンスである。もう1つは、インターネットプラットフォームを活用した様々なフィンテック分野を公式に認定するとともに、規制監督の強化を明確化するという方向性である。具体的には、2015年7月18日に、中国人民銀行が主導し、財政部、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）、中国証券監督管理委員会（証監会）、中国保険監督管理委員会（保監会）など10の関連監督省庁が連名で、インターネットファイナンスの規制方針となる「インターネットファイナンスの健全な発展促進に関する指導意見（銀発

²³⁸ イギリスのFCA（金融行為規制機関）では、「Project Innovate」というプロジェクトを立ち上げて、消費者の利益にかなう金融サービス分野におけるイノベーションを奨励している。安全面を確保しながら、一定の範囲内で実験的な取り組みを許容する「Sandbox」制度を提案している。Financial Conduct Authority (2015). “Regulation Sandbox”, November .
<https://www.fca.org.uk/your-fca/documents/regulatory-sandbox>

〔2015〕221号、以下、指導意見〕²³⁹を公表し、規制の大枠を示した（図表7-5）。

指導意見では、これまで監督責任が曖昧であったフィンテック分野の各サービスの主管部門を明示した。具体的には、インターネット決済は中国人民銀行、P2P レンディング、小額貸付、オンライン信託、オンライン消費者金融は銀監会、クラウドファンディングやオンラインファンド販売は証監会、インターネット保険販売は保監会と、各サービスの監督機関をそれぞれ明確にした。

図表 7-5 指導意見におけるフィンテック分野の各サービスの主管部門

監督当局	対象サービス
中国人民銀行	オンライン決済(第三者決済)
銀監会	オンラインP2Pレンディングやネット小額貸付、オンライン信託及びオンライン消費者金融
証監会	クラウドファンディング、オンラインファンド販売
保監会	オンライン保険販売

(出所) 筆者作成。

また、各サービスの提供事業者が遵守すべき法規についても言及した。例えば、P2P レンディング事業者については、その民間貸借の性質から、合同法（契約法）や民法などの法規と、最高裁判所の関連規定などが適用される。それに加えて、その提供サービスは、プラットフォームの提供による借り手と貸し手への情報仲介、マッチング、信用格付けなどに限定すべきであり、信用取引や非合法的な預金集めをしてはならないと明示した。

さらに、消費者保護を目的として事業者に対する情報開示の強化、業界自身の自主規制を促進するために「インターネットファイナンス協会」の新設、第三者決済における顧客預け入れ資金の銀行業金融機関への預託管理の義務化など、インターネットファイナンスに対する基本的な規制方針を示した。

上記の動きにみられるように、今後、中国の金融当局はフィンテック分野の各サービスが健全な発展を遂げるよう管理監督の改善を目指すことが予想される。

（2）インターネット上のP2P レンディングの規制監督とルールの明確化

さらに、銀監会などの4機関は、「指導意見」の基本原則・監督責務に従い、連名で、前述の2015年12月28日に「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」（パブリッ

²³⁹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201507/t20150720_1332370.htm

クコメント募集稿)を公表した後、2016年8月17日に「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(2016年第1号)²⁴⁰(以下では、弁法)を公布し、インターネット上のP2Pレンディングに対する規制・監督管理の通達を正式に公表した。

同弁法は、インターネット上のP2Pレンディングを健全に発展させ、零細・中小企業、三農(農村、農業、農民)、新興企業と個人の資金ニーズに応えるために、①安定的なインターネットファイナンスの維持、②消費者保護、③インターネットファイナンスの効率の向上という三大監督目標の下で策定されたものである。全部で8章47条からなり、その特徴は図表7-6の通りである。

図表7-6 ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法(2016年8月17日)の主な内容

主な項目	2016年8月17日付けの修正版(2015年12月28日パブリックコメント版に対して)
定義 (第二条)	「ネット貸借」:個人と個人がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借を実現すること(ここで個人は、自然人、法人及びその他組織を含む) 「ネット貸借情報仲介機関」:法に基づいて設立し、ネット貸借情報仲介業務を専門的に手掛ける金融情報仲介機関のことを指す。その主な業務は、インターネットを主なチャネルとして、資金の貸し手と借り手に対し、情報検索や情報公開、資産信用評価、情報交換、貸借取引マッチングなどのサービスを提供することである。
監督機関 (第四条)	・中国銀行業監督管理委員会(銀監会):ネット貸借情報仲介機関の業務活動に関する監督管理制度の制定及びネット貸借情報仲介機関の行為に対する監督 ・各省人民政府:ネット貸借情報仲介機関に対する監督管理 ・工業和信息化部:ネット貸借情報仲介機関の活動のうち、通信に関連する業務に対する監督管理 ・公安部:インターネットセキュリティ、金融犯罪などに関する監督管理 ・国家インターネット情報弁公室:金融情報サービス、インターネットコンテンツなどの業務に対する監督管理
ネット貸借情報仲介機関の禁止行為 (第十条)	1. 自身のためまたは形を変えた自身のための融資 2. 直接または間接的に貸し手から資金を受取るあるいは収集すること 3. 貸し手に対して担保あるいは元本利息の保証を提供すること 4. インターネット、固定電話、モバイル電話などの電子チャネル以外の物理的場所、自らまたは第三者に委託もしくは授權して、融資プロジェクトの宣伝あるいは推薦を行うこと 5. ローンを提供すること(ただし、法律法規が別途規定したものは除外される) 6. 融資プロジェクトの期限を分割すること 7. 理財などの金融商品を自ら販売して資金を募集すること、銀行の理財、証券会社の資産管理、基金、保険あるいは信託商品などの金融商品を代理販売すること 8. 資産証券化類似業務あるいは資産や証券化資産、信託資産、基金残高などを組み合わせる形で債権を譲渡すること 9. 法律法規及びネット貸借関連監督管理規定の許可以外に、その他の機関が提供する投資、代理販売、推薦仲介などのサービスと混合、抱き合わせ、代理販売を行うこと 10. 融資プロジェクトの真実性と収益予測の故意でつち上げまたは誇大広告、融資プロジェクトの瑕疵やリスクの隠蔽、多義的言語あるいはその他詐欺的な手段による虚偽で部分的な宣伝または販売などを行い、虚偽情報あるいは不完全な情報の捏造や散布により他人の商業的信用と評判を侵害して、貸し手と借り手をミスリードすること 11. 株式投資、信用取引、オプション取引、仕組商品及びその他デリバティブ商品などハイリスクの融資を目的とする借款に情報仲介サービスを提供すること 12. 株式投資型クラウドファンディングなどのサービスに従事すること 13. 法律法規やネット貸借に関連する監督管理規定が禁止するその他の活動
借り手の義務 (第十二条)	1. 真実、正確かつ完全なユーザー情報及び融資情報を提供すること 2. すべてのネット貸借情報仲介機関における借入残高情報を提供すること 3. 融資プロジェクトは真実で合法であることを保証するとともに、借入金は指定の用途に基づいて使用し、貸出などその他の目的のために使用してはならない 4. 規定に従い、貸し手に対して貸し手の権益を及ぼすあるいは及ぼしうる重大情報を正確に報告すること 5. 自身は借入に相応な返済能力があることを確保し、規定に従って返済すること 6. 貸借契約及び関連契約で規定したその他の義務
借り手の禁止行為 (第十三条)	1. 故意に自身を変え、融資プロジェクトをでっち上げ、プロジェクト収益を誇大宣伝するなどの形で借入金を騙し取ること 2. 同時に複数のネット貸借情報仲介機関、またはプロジェクトの名称変更、プロジェクト内容に関する実質的な伴わない変更などを通じて、同一融資プロジェクトに関して重複融資を行うこと 3. ネット貸借情報仲介機関以外の公式の場で同一プロジェクトの情報を発表すること 4. 本規定の第十条の内容に抵触していることが判明し、引き続き取引を行うこと 5. 法律法規とネット貸借関連監督管理規定が禁止するその他の行為
貸し手の義務 (第十五条)	1. ネット貸借情報仲介機関に対し、真実、正確かつ完全な身分などの情報を提供すること 2. 貸出資金は合法的な自己資金から提供されていること 3. プロジェクトの貸出リスクを理解し、相応のリスク認知及び受容能力があることを確認していること 4. 貸出で生じた元本利息の損失をみずから負担すること 5. 貸借契約及び関連契約で規定したその他の義務
借入額の制限 (第十七条)	・ネット貸借は、少額を主としなければならない。ネット貸借情報仲介機関は、自身のリスク管理能力に応じ、同一の借り手による同一のネット貸借情報仲介機関のプラットフォーム及び異なるネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入上限額を制限し、貸出の集中リスクを予防しなければならない。具体的には、 ① 同一自然人による同一ネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高は20万元まで、異なるネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は100万元まで ② 同一法人あるいはその他組織による同一ネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高は100万元まで、異なるネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は500万元までとする。
借り手と貸し手の保護 (第二十八条)	ネット貸借情報仲介機関は、借り手と貸し手の資金とネット貸借情報仲介機関の自己資金とを分離するとともに、借り手と貸し手の資金預託管理機関として、条件を満たす銀行業金融機関を選択しなければならない。

(出所) 筆者作成。

²⁴⁰ 中国銀行業監督管理委員会「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(パブリックコメント募集稿)、http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/28/content_5028564.htm

弁法の主な内容として、第1は、インターネット上のP2Pレンディングの定義、適用範囲と業務活動の基本原則の明確化である。ネット貸借情報仲介機関（以下、ネット貸借仲介機関）は、法に基づいて設立し、ネット貸借情報仲介業務を専門的に手掛ける金融情報を仲介する機関のことを指す。弁法では、ネット貸借仲介機関に対して、法令・誠実・自発・公平の原則を遵守し、貸し手と関係者の合法的権益を保護するよう求めた。

第2は、規制・監督体制の確立である。インターネット上のP2Pレンディングの業務活動に関する制度策定と監督管理の責任は、銀监会とその関連機関にあり、各地域にあるネット貸借仲介機関に対する具体的な監督管理の責任は、地方の金融監督当局にあると定めた。この他に、工業情報化部、公安部、国家インターネット情報弁公室などの関係主管部署の責任主体や監督責任も規定した。

第3は、業務規則とルール of 明確化である。弁法は、ネット貸借仲介機関に発展と革新のための十分な余地を残し、市場においてその活力を発揮させ、情報仲介や貸出金額の小口化、実体経済に役立つサービス、「金融包摂」の本質に回帰するよう、ネガティブリストを導入してネット貸借仲介機関の13項目に及ぶ禁止行為（従事できないか受託できない事業活動）を規定した。そこでは、①プラットフォーム運営事業者による融資を実施すること、②直接または間接に貸し手から資金を受取るか収集すること、③貸し手に対して担保や元本利息の保証を提供すること、④理財などの金融商品を自ら販売して資金を募集すること、銀行の理財、証券会社の資産管理、基金、保険、信託商品などの金融商品を代理販売すること、⑤株式投資型クラウドファンディングなどのサービスに従事すること、などを明確に禁止した。さらに2015年12月末のパブリックコメントの内容を踏まえ、⑥資産証券化類似業務、資産や債権の譲渡、⑦株式投資、信用取引、オプション取引、仕組商品、その他デリバティブ商品などハイリスク金融商品への投融資情報仲介などを禁じた。

第4は、業務のリスク管理及びリスクコントロールの具体策を示したことである。弁法では、モラルハザードの防止や、顧客資金の安全、最低限のリスク管理対策を強化するため、ネット貸借仲介機関の顧客資金に対して、第三者預金を取り扱う金融機関による預託管理の実施を義務付けた。ネット貸借仲介機関による資金プールの設立や詐欺、顧客資金の流用などを防ぎ、市場信用を強化するために、弁法では、顧客資金とネット貸借仲介機関自身の資金に対して、それぞれの資金管理を義務付けた。資金預託管理機構とネット貸借仲介機関の責任範囲を明確化にし、リスクに対する識別やリスクコントロールの強化を図った。

また、貸出リスクの集中を防ぐため、非合法の資金収集に関する規定について、弁法と刑事法の整合性を図り、ネット貸借仲介機関に貸出金額の小口化の原則を遵守させるため、法律執行上の混乱の回避や業界の規範化を図った。

第5は、消費者保護を強化したことである。まず、弁法では、同一借り手によるネット貸借仲介機関からの借入残高上限を明確に規定した。具体的には、①同一自然人による同一ネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高は20万円まで、異なるネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は100万円まで、②同一法人かその他組織による同一ネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高は100万円まで、異なるネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は500万円までとされた。

さらに、弁法では、ネット貸借仲介機関が投資家（貸し手）に対して元本保証しないこと、紛争解決方法を明示することの2点が義務づけられたとともに、借り手の資質に関する条件も明確にした。また、当局はネット貸借仲介機関に対して、借り手と投資家（貸し手）の義務や、適格な投資家（貸し手）の条件を設け、リスクを取れる投資家（貸し手）かどうかを判断し、その受容能力（リスクアペタイト）に応じた対応を求めている。同時に借り手のスクリーニングの条件を示すことも求められている。リスク開示などの措置を通じて、貸し手の知る権利と決定権、顧客情報の収集、処理と使用の合法性と安全性を保障した。この他に、紛争、クレーム、検挙などの解決窓口と手続きプロセスを明確にし、有効でタイムリーにこれらの問題を解決できるよう、消費者の合法的権益の保護を強化した。

なお、弁法の実施による業界への大きな衝撃を回避するために、弁法は12ヵ月の猶予期間を設けた。この過渡期において、ネット貸借仲介機関による自己監査や自己修正、整理整頓、種類別による処置などの措置を通じ、市場環境の更なる浄化を図り、ネット貸借仲介機関の規範的な発展を促進することとした。

3-2-2 金融システムの発展に向けた今後の課題

今後の課題については、第1に、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは複雑であるがゆえに、監督と金融イノベーションのバランスを考慮した包括的な規制の枠組みの確立が必要である。その際に、プラットフォームという企業の業態から考えるのではなく、提供されるサービス（資金運用・資金調達）の性質や投資家保護の必要性から規制を考え

るべきであろう。また、フィンテックの影響で技術やビジネスモデルが急速に変化する中で、規制監督の内容も、それに合わせて継続的に修正する必要がある。また、規制当局は、投資家保護のための規制枠組みを策定し、責任と義務の所在を明確にするとともに、紛争を調停するための仲裁プロセスを確立する必要がある。

第2に、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスのみの発展や規制を考えるのではなく、中国の資本市場の多層化と投資商品の多様化を進めるべきである。それは、中国では巨大な資産運用ニーズがあるにもかかわらず、金融・資本市場が十分に整備されていないために、資金が活用されていないからである。すでに伝統的な銀行システムの枠外で、アリペイなどの第三者決済、MMF、インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディングなどを通じて膨大な個人金融資産が集められている。資本市場の仕組み（技術・制度）を整備することによって、豊富な中国の個人金融資産を、スタートアップを含む企業の成長資金に誘導することは重要な課題となる。

第3は、金融包摂の促進である。中国では、銀行口座を持たない人が少なからず存在し、既存の金融システムの効率性は必ずしも高くない。実際、中国の金融サービスへのアクセス率は依然として先進国と差がある。世界銀行のデータによれば、2014年に中国で銀行口座を持っている人は15歳以上の成人人口全体の約79%で、取引が全くない人が2割以上存在している²⁴¹（図表7-7）。これは日本（同97%）、ドイツ（同99%）、イギリス（同99%）と比べると、金融インフラが十分に行き届いていないことを示している（前掲図表7-7）。さらに、中国では銀行から借入を行っている個人は、成人人口の10%と低い状況である²⁴²。中国の商業銀行は、大手国有企業とハイエンドユーザを中心に金融サービスを提供し、サービスにおける革新や商品開発に十分に取り組んでこなかった。結果として、中国に存在する約1.5億の貧困農家と約6,000万の零細企業家²⁴³には、資金のサポートと金融サービスが提供されていない。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスが、中国

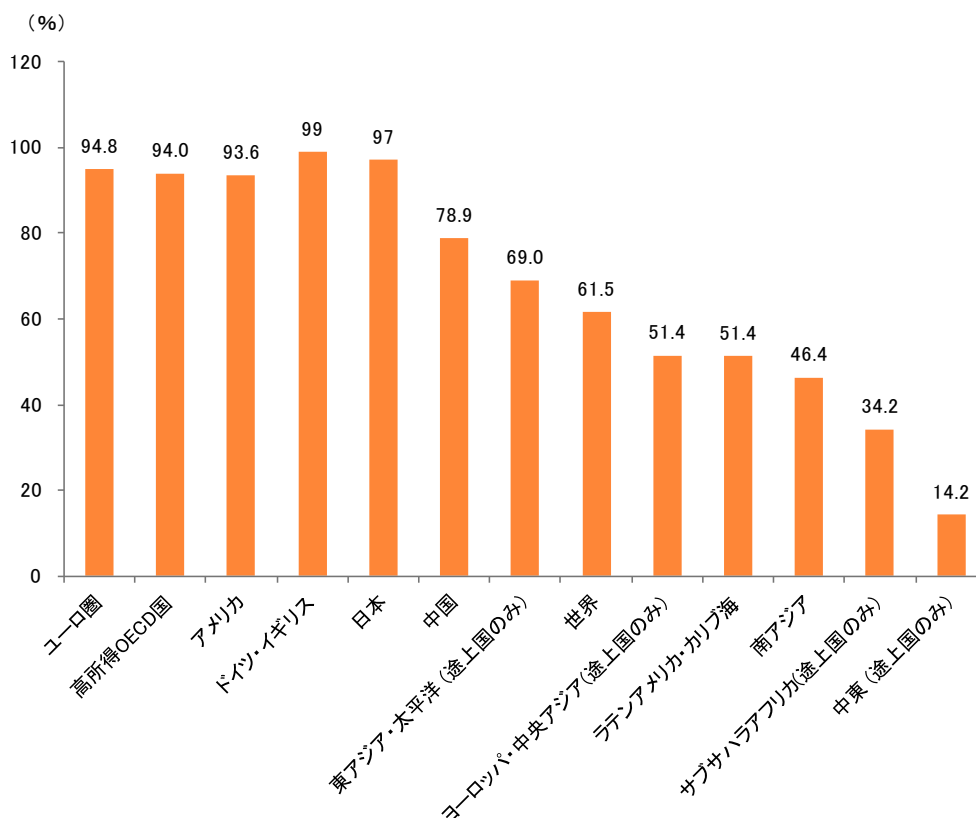
²⁴¹ 世界銀行によると、途上国における金融サービスへのアクセス率が低い理由として、①都市以外においては、そもそも銀行支店やATMの数が少ないため、金融サービスへのアクセスが物理的に制約を受けていること、②多くの途上国では出生証明や戸籍制度が不備であり、特にインフォーマル部門に従事していることが多い貧困層については、銀行取引のための本人確認自体が困難であること、③口座開設料や最低預金残高等の設定が、貧困層にとって高すぎるが多いこと、の3点を指摘している。World Bank, "Finance for All?: Policies and Pitfalls in Expanding Access", 2008.

²⁴² World Bank Group, "The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion around the World", Policy Research Working Paper 7255, April 2015, p83.
<http://documents.worldbank.org/curated/en/187761468179367706/pdf/WPS7255.pdf>

²⁴³ 李建軍等共著(2014).『中国普惠金融体系—理論、發展与創新—』知識産権出版社, p.141。

政府が掲げる「普惠金融」（金融包摂）に貢献する可能性は高い²⁴⁴。

図表 7-7 世界の主な国・地域の金融サービスへのアクセス率
（15歳以上の成人人口に占める銀行口座の保有率、2014年）



（出所）The World Bank, World DataBank, Global Findex (Global Financial Inclusion Database)より筆者作成。

第4は、金融教育の向上と投資家保護の拡充である。銀监会は、既にインターネット上のP2Pレンディングの「禁止行為」について通達しているが、より広範な問題として認識されているのは、信用リスクの管理と投資家のリスク認識の欠如である。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスにおいては、様々な利用者のデータを活用して、これらのリスク管理や投資家保護の向上に革新的な手法が開発されていくことが期待されている。規

²⁴⁴ 2013年に中国人民銀行の周小川総裁は、普惠金融とは、金融インフラの整備を通じ、コスト負担の受容可能な範囲内において、金融サービスの未発達地域や低所得層まで対象を広げ、人々に合理的な価格と利便性の高い金融サービスを提供して金融サービスのアクセスビリティを高めることであると述べた（「踐行党的群眾路線 推進包容性金融發展」『求是』2013年第18期、2013年9月16日）。

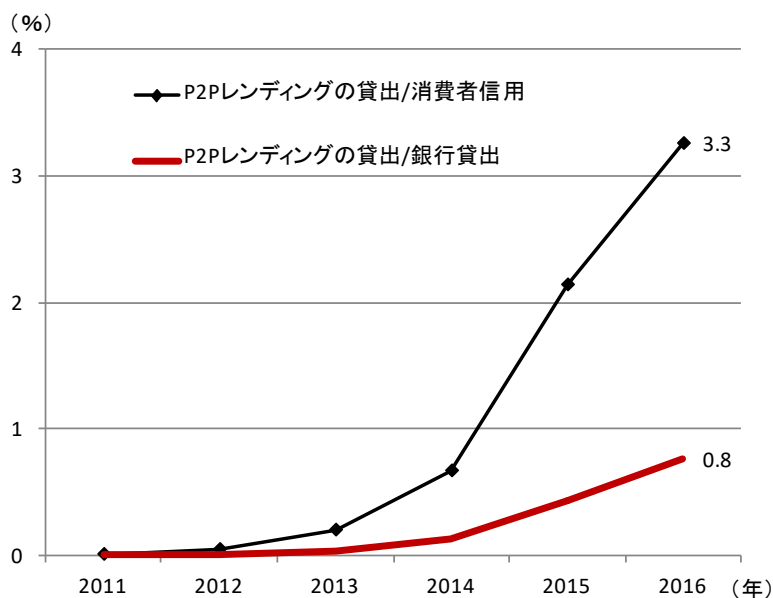
制当局サイドでも、プラットフォームに対して金融教育を義務付けるなど、多様な条件を課すことで、健全な市場育成を目指すべきである。

3-2-3 今後の展望

規制強化の影響で、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス業界は淘汰の波に直面しており、今後は、事業者数が大幅に減少すると見られる。一方、一部の優良プラットフォームは、事業運営の規範化や評判の向上に伴い、一定の規模と実力を備えるようになり、市場がこうした実力のある事業者へと収斂していくことが予想される。

2016 年末時点で、中国のインターネット上の P2P レンディングの貸出は、銀行貸出の約 0.8%（消費者信用全体の 3.3%）しか占めていないが（図表 7-8）、同市場は 2013～2016 年の 4 年間で急速な成長を続けてきた。ただし、個人投資家の資産運用方法の面からみると、インターネット上の P2P レンディング市場は安定成長の新常態（ニューノーマル）に入ったとみられる。投資家によるプラットフォームの選別は、今後より厳しくなると予想される。また、中国の金融制度が先進国型に近づくにつれて、これまでオンライン・オルタナティブ・ファイナンスが発達してきた大きな要因である裁定機会も減少することが予想される。一方で、その時にはじめて銀行サービスの実質的な競争が生じると言える。

図表 7-8 中国のインターネット上の P2P レンディングの貸出残高対銀行貸出・消費者信用の割合



（出所）網貸之家」、CEIC データベースより筆者作成。

3-2-4 規制当局の役割—仮想通貨取引禁止について

その他に、中国規制当局は、人民元通貨や金融システムの安定を維持するため、仮想通貨²⁴⁵の取引に対する一連の規制強化施策を打ち出した。その背景としては、①ビットコインを代表とする仮想通貨の発行は、通貨の発行・流通に一定の影響を及ぼしていること、②民間資本を吸収する仮想通貨は、金融規制・監督の枠外に置かれていること、③仮想通貨に伴う取引は、投機的な要素が強く、違法なマネーロンダリングの温床となっていること、の3点が指摘された²⁴⁶。

中国では、金融機関によるビットコインの取引が禁じられているが、個人は仮想通貨の交換所を通じて自由に取引することができる。2016年11月に、全世界における過去2年間のビットコイン取引量では、Okcoinは約42%、huobiは約39%、btcchinaは12%超と、中国系3社合計で世界全体の約93%を占めた²⁴⁷。中国では資本規制が導入されているものの、2015年の人民元安や株価下落を背景とした退避資金がビットコインへと流入したとの見方がある²⁴⁸。

こうした中で、2013年12月に、中国人民銀行、工業情報化部、中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会及び中国保険監督管理委員会の規制監督5部門が連名で「ビットコインのリスク防止に関する通知」（銀発〔2013〕289号）²⁴⁹を公表した。銀発〔2013〕289号では、ビットコインは、一種の特定バーチャル商品であり、貨幣と同等な法的地位を持たず、かつ貨幣として市場で流通してはならないことを明示した。また、各種銀行機関や決済機関に対して、ビットコインに関する行為を禁じた（図表7-9）。

図表 7-9 中国のビットコインに関する規制監督

²⁴⁵ 仮想通貨（Virtual Currency）とは、デジタル通貨の一種で、開発者によって発行され、通常は管理され、特定の仮想コミュニティのメンバー間で使用され、受け入れられているものを指す。

²⁴⁶ 中国人民銀行 <https://www.yicai.com/news/5413833.html>

²⁴⁷ <http://data.bitcoinity.org/markets/volume/2y?c=e&r=month&t=bar>

²⁴⁸ 全球比特貨發展研究報告（2014～2016年）

²⁴⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/zh/gfxwjfxq/201401/t20140122_242972.html

ビットコインに関する禁止行為
①商品やサービスに関してビットコインを用いて価格を決めること
②ビットコインを売買すること
③ビットコインに関連した保険業務の提供やビットコインを保険の対象範囲内に指定すること
④ビットコインを受け入れるやビットコインを支払決済ツールとして使用すること
⑤ビットコインと人民元や外貨との兌換サービスを提供すること
⑥ビットコインの貯蓄、預託、担保などのサービスを提供すること
⑦ビットコインに関連する金融商品を発行すること
⑧ビットコインを信託、ファンドなどの投資対象とすることなど

(出所) 中国証券監督管理委員会「ビットコインのリスク防止に関する通知」(銀発〔2013〕289号)より筆者作成。

さらに、2017年9月に、中国人民銀行を中心とする7つの政府部門が連名で「イニシャル・コイン・オファリング(ICO)による融資リスクの防止に関する通達」²⁵⁰を公布した。同通達では、ICOによる融資活動を未許可の違法な融資行為であると位置づけ、次のことを禁止した。具体的には、①すべての組織と個人によるICO関連融資活動、②仮想通貨融資関連プラットフォーム事業者による法定通貨と仮想通貨の交換、仮想通貨の売買または代理売買、仮想通貨に対する価格提供や情報仲介など、③直接と間接的な関与を含め、金融機関と第三者決済機関によるICOへの融資、仮想通貨に対するアカウントの開設、登記、取引、決済、清算などのサービス提供、ICOと仮想通貨に関連する保険業務の従事、ICOと仮想通貨への保険担保、を禁じた。

これらの規制を受けて、第三者決済サービスを提供する大手のアリペイ(Alipay)やウィーチャットペイ(Wechat Pay)などが、仮想通貨とICOに関連するアカウントの監視強化や当該アカウントの資金受取制限などを通じて、第三者決済を利用した仮想通貨とICO関連取引の取り締まりを強化した。

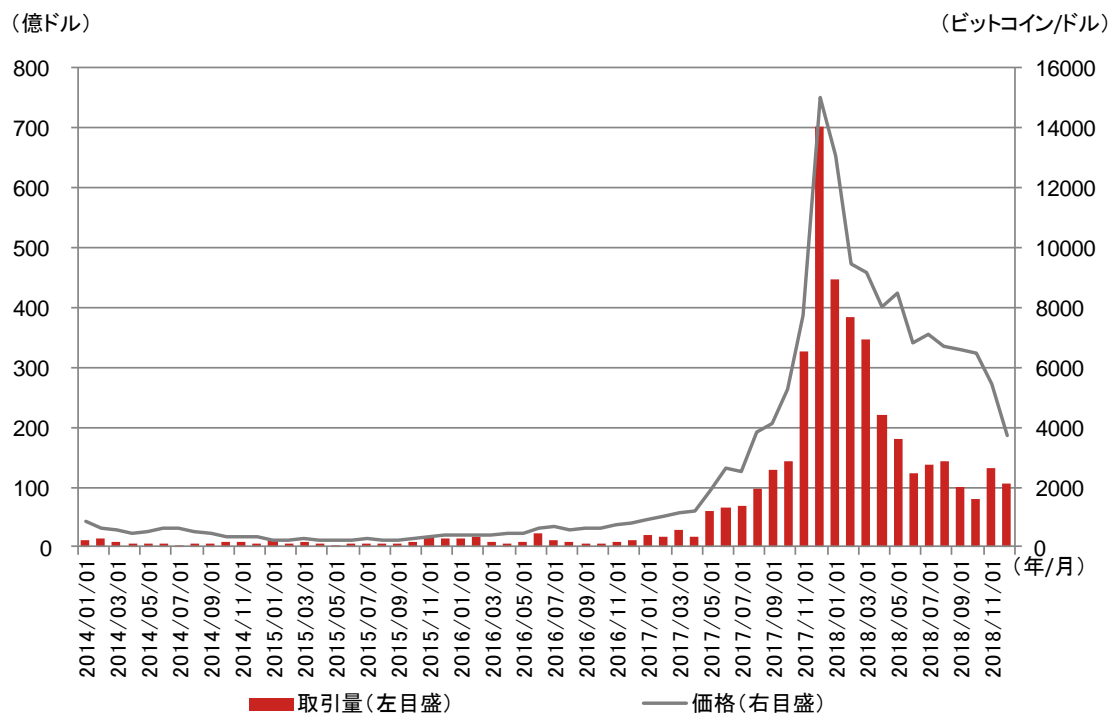
このほかに、中国の仮想通貨取引プラットフォーム運営大手のOkcoinやHuobi、Btcchinaなども、規制当局の方針に従い、国内における仮想通貨の関連業務を停止した。これまで3社合計の取引量は、世界全体の9割超を占めていたが、2018年7月に1%以下まで減少した。

このように、仮想通貨は、国家の信用による保証はなく、その取引価格が大きく乱高下している(図表7-10)。通貨の機能(価値の貯蔵、価値の尺度、価値の交換)の視点から、

²⁵⁰ <http://www.miit.gov.cn/n1146290/n4388791/c5781140/content.html>

仮想通貨が法定通貨にとって代わることは難しい。現在、海外で仮想通貨を発行し、中国国内ユーザーの参加を勧誘する業者が台頭しはじめている。今後は、オフショアでの非合法的な仮想通貨による取引や資金調達を防止するには、①仮想通貨に関する法律の整備、②技術の活用による情報監視の強化（例えば大手 SNS 事業者との協力による仮想通貨関連アカウントの摘発と凍結）、③仮想通貨を利用したクロスボーダー決済に対する監視強化と不正取引のブロック、④投資家に対するリスク注意喚起とユーザーに対する金融リテラシーの強化、⑤国際協調の推進、などが必要と考える。

図表 7-10 ビットコイン取引量と価格の推移（2014年1月1日～2018年12月1日）



(出所) data.bitcoinity.org より筆者作成。

終章

第1節 本研究の要約と結論

1-1 本研究の要約

本論文では、中国のシャドーバンキングの定義と分類を筆者が独自の視点から明確にした。そのうえで、中国のシャドーバンキング①型、②型、③型の変遷と実態を考察するとともに、その形成過程と機能、急成長の原因と発展メカニズム、主要な業務実態を分析した。こうした中国のシャドーバンキングの発展メカニズムを明らかにすることで、その役割と潜在的なリスクを解明するとともに、今後の規制監督の方向性を体系的に明らかにした。さらに、中国のシャドーバンキングの形成過程に着目し、米国との比較を通じて中国で発達した制度的な要因について分析を試みた。

こうした中国のシャドーバンキングは、銀行の資金仲介機能を補完するものとして発達した点は米国のシャドーバンキングと共通するものの、その構造は異なり、制度化された金融システム内で資金提供者が多様化するとともに、制度外の民間部門の金融活動が発展する形で展開されている。このような米国との差異から、中国のシャドーバンキングについては、自由競争への転換、金融包摂の促進、および金融分野におけるイノベーションの活性化をもたらすという積極的評価が可能である一方で、銀行仲介ルートを回避せざるを得ない構造的な問題も指摘されている。

本論文では、まず先行研究を整理したうえで、中国のシャドーバンキングの定義、分類と特徴を分析し、本研究の位置づけを明らかにした。次に、中国のシャドーバンキングの現状を概観し、その全体像と規模、主要プレーヤーとビジネスモデルを分析した。また、銀行システム内外を統合した中国のシャドーバンキング①型の形成過程と発展メカニズムを明らかにしたうえで、その主要なオフバランス取引の業務実態を分析し、米国との比較を通じて中国で発達した制度的な要因について分析を試みた。さらに、銀行システム外のシャドーバンキング②型と③型の拡大背景と主要な業務実態を考察したうえで、米国の事例と比較し、その発展の意義を明らかにした。最後に、中国のシャドーバンキングの潜在的なリスクを明らかにしたうえで、規制当局の対応と今後の方向性を示した。

具体的には、本論文は全部で9章から構成される。序章では、本論文の問題意識、研究の目的と意義を述べた。また、シャドーバンキングの国際的な議論と中国のシャドーバンキングの先行研究を整理したうえで、筆者が中国のシャドーバンキングの定義と分類を明

らかにし、本研究の位置づけを試みた。さらに、本論文の分析枠組みと分析方法、本研究の構成、今後の研究課題をまとめた。

高度な証券化とデリバティブ商品が発達する米国のシャドーバンキングとは異なり、中国のシャドーバンキングは、中国の経済社会システム、金融体制に見合った独自のシステムを形成している。中国のシャドーバンキングの定義については、様々な見解がある。本論文は、①経済的・社会的な要因、②二重構造の金融体制（金融双軌制）③規制監督の制度的な要因、の3つの側面から、中国のシャドーバンキングについて以下の3種類に分類した。

1つ目は、制度化された銀行システムの内外を統合したシャドーバンキングである（中国のシャドーバンキング①型：SB①）。具体的には、金融資産管理会社、信託会社、ファイナンス会社（財務公司）、金融リース会社、マネーブローカー、消費者金融会社、証券会社、ファンド管理会社など金融監督下のノンバンクが含まれる。その中で、理財商品などの資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

SB①は、表面的には商業銀行と関係がないように見えるが、水面下で両者は資金を融通し合い、利益面で相互に関連し合っている。銀行預金が様々なチャネルを通じて銀行内部から外部へ流出した結果、国内の資金調達における銀行による人民元貸出以外の部分が次第に拡大している。ここで銀行システム内外と統合したシャドーバンキングと呼ぶのは、主に銀行が直接関与しているからである。

SB①は、国際的な議論・米国のシャドーバンキングと共通の特徴を有する。法的属性からみると、いずれも実体あるいは実体に準じる機関である。規制監督の観点からは、いずれも制度的不備が存在する。機能の面では、いずれも銀行と同様に、金融仲介プロセスの中で資産変換（信用リスクの変換、満期変換期と流動性変換）の機能を担う。また、SB①は、米国と同様に信用リスク・流動性リスクが生じた場合、金融システム全体の不安定化を増幅させ、システムックリスクに波及する可能性がある。さらに実体経済にも影響が大きいため、2008年以降中国政府・当局は、SB①に対して様々な規制監督の通達を公表しており、今後同市場の規模は縮小に向かうと考える。

2つ目は、インフォーマル金融などを含む銀行システム外のシャドーバンキング（中国のシャドーバンキング②型：SB②）である。インフォーマル金融は、金融システムの近代化以前から存在するもので、金融システムの外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会

社、小額ローン会社、質屋、ファンド（基金会）、投資公司、投資組合などの民間金融組織による信用（金融）仲介を指す。彼らは金融仲介機関としての免許を持たずに規制監督が不十分な金融仲介業である。

SB②は、先進国、とりわけ米国のシャドールンキングの定義と分類に含まれていないが、中国など途上国では独自の金融形態を形成している。近年、中国のインフォーマル金融の市場規模も拡大しつつある。銀行以外の多様なチャネルを活用することによって、本来融資を受けられない中小企業や個人も資金調達が可能になり、金融包摂の役割を果たしている。

3つ目は、銀行システム外のフィンテック型のシャドールンキング（中国のシャドールンキング③型：SB③）、すなわちファイナンスとテクノロジーの融合であるフィンテック（FinTech）を活用したオルタナティブファイナンスもしくはオンライン・オルタナティブ・ファイナンス（代替貸出）である。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、金融機関としての免許を持たず、規制を殆ど受けていない金融仲介業である。具体的には、インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディング、ネット小口融資などのインターネットファイナンスを指す。なお、SB③は、米国のシャドールンキングの定義と分類には含まれていない。

中国ではオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、シャドールンキング（影子銀行）の一種と考えられていたが、シャドールンキングの名称が、脱法的・非合法的というネガティブなニュアンスを含むようになったため、銀行以外の金融仲介であるオルタナティブファイナンスと呼ばれるようになった。

特に、SB③の発展は、中国の社会構造・消費者行動の変化と密接に関係している。中国では、近年インターネット企業による金融サービスの提供が活発化している。インターネット企業が電子商取引決済プラットフォームにおいて金融商品販売を行うことで、様々な分野をカバーしながら急速に拡大した。とりわけ、ビッグデータを活用してユーザーの信用リスク評価を低コストかつ迅速に行うことが可能になり、多様なサービスを有機的に展開できるようになった。SB③の発展の背景には、①当局の規制緩和、②インターネット人口の爆発的増加に伴う電子商取引の普及、③第三者決済を巡る法規制の明確化、④金利規制に対する裁定機会の存在などがある。

このように、SB②とSB③は、米国のシャドールンキングと全く異なる形で発展している。両者は、中国の経済社会体制と二重構造の金融体制の枠組みの中で、独自の発展を遂

げ、金融包摂を推進するうえで重要な役割を果たしている。銀行システム外のSB②とSB③は、SB①より潜在的なリスクが小さい。そのため、現在、規制当局は、SB②とSB③に対して、その発展をある程度黙認しながら、「穏健で寛容的な規制政策」を導入している。

第1章では、中国のシャドーバンキングの全体像を概観するとともに、データを基に序章で分類した中国のシャドーバンキング①～③型の現状とその規模を整理した。特に、中国のシャドーバンキングの市場規模と2013年を境目としたその構造変化に注目して考察を加えた。また、中国のシャドーバンキング①～③型の主要プレーヤーとビジネスモデルを分析した。

中国のシャドーバンキング②型と③型は、中国の経済・金融システムの中で、独自の発展を遂げているため、米国のシャドーバンキングと全く異なっている。一方、中国のシャドーバンキング①型は、米国のシャドーバンキングと共通の特徴があるため、第2章では、中国のシャドーバンキング①型を中心に、これまでの拡大経緯とその発展段階を整理し、その急成長の原因と発展メカニズム、形成過程について考察した。

具体的には、SB①は、銀行を中心とする金融イノベーションと規制当局の駆け引きの中で発展してきた。これまでの発展経緯をみると、①発展初期段階、②発展中期段階、③高度発展段階、の3つの段階に分けることができる。また、SB①の急成長の原因は、2013年の前後における経済・金融の構造、金融・財政政策、規制環境が異なっているため、その発展メカニズムの変化をデータで分析した。

2013年以前、SB①の急成長の原因は、①世界金融危機後の4兆元の財政・金融政策の副作用、②旺盛な資金運用ニーズの存在、③規制回避の高まり、④金融抑圧で規制の裁定機会の存在、⑤金融イノベーションの進展、の5点が指摘できる。2013年以降、SB①の急成長の原因は、①新常态の下で、銀行が従来の預金貸出業務からインターバンク取引への拡大に注力したこと、②世界的な金融資産の膨張、③規制回避の行動が続いたこと、の3点が指摘できる。

第3章では、銀行システム内外を統合したSB①の主要な業務実態を考察した。米国のシャドーバンキングは、主に資産の証券化とデリバティブ化に依存し、「投資銀行の影」と言ってもよい。一方、中国のSB①は、中国の金融制度と規制の制限の中で、銀行と同様に金融仲介機能を果たしていながら、規制を掻い潜る形で、銀行を中心とした様々な形態によって行われており、いわば銀行の影の存在となっている。すなわち、SB①は、金融イノベーションと規制監督の駆け引きの中で発展していたのである。

具体的には、商業銀行との関連業務、オフバランス取引の関連業務を中心に考察した。とりわけ、主な業務実態と仕組みをそれぞれ分析したうえで、規制対応（規制回避）を目的としたオフバランス取引の関連業務を中心に考察した。銀行のオフバランス取引は、銀行システム内外を統合したシャドールバンキングの典型例である。それが伝統的な銀行業務には属しないものの、銀行に類似した機能を持っている。例えば、委託貸付、銀信合作、銀行とノンバンクの複数チャネルの合作が挙げられる。特に、近年、急拡大した銀証合作と銀行のインターバンク取引の関連業務を取り上げて、詳しく分析した。

銀証合作はほかのシャドールバンキングの業態より提供開始が遅れたものの、その拡大スピードは急速である。そこで、銀証合作の定義とその特徴、その発展要因とビジネスモデルなどを考察した。

また、インターバンク取引（中国語で銀行同業業務）は、SB①のオフバランス取引の関連業務の中で、最もイノベーティブな金融分野であり、2014年以降その拡大ぶりが注目された。そこでインターバンク取引の定義とその構図、ビジネスモデルとその特徴を詳しく分析した。なかでも、同業譲渡性預金や同業理財などのインターバンク取引における金融革新は、SB①の進化の最大の特徴である。2013年までは、銀行が同業代行支払、レポ取引（売却条件付買入）などを通じて非標準化債権資産に投資し、迂回融資の目的を果たした。2014年以降、「金融機関同業業務の規範化に関する通知」の発表を受けて、同業譲渡性預金と同業理財が出現し、理財商品は複雑化するとともに、インターバンク取引のチェーンがさらに長くなり、理財資金はノンバンクのチャネルを通じて、債券市場への投資に流れたのである。

第4章では、中国のシャドールバンキング①型の比較対象として、米国を取り上げた。世界金融危機の震源地、世界最大のシャドールバンキング市場を擁することから、米国の事例と比較することが有益であると考えた。両国ではシャドールバンキングと同じ名前と呼ばれるものの、金融システムの構造、金融の浸透度、金融のイノベーションなどにおいて、中国と米国のシャドールバンキングは大きく異なる。従って、他国での経験をそのまま中国の状況に当てはめることはできない。そこで、これまでの考察を踏まえて、中国のシャドールバンキング①型の特徴を明らかにするとともに、米国のシャドールバンキングの特徴と比較し分析した。さらに、中国のシャドールバンキング①型の金融システムにおける役割について考察した。

第5章では、中国の銀行システム外のシャドールバンキング②型（SB②）、すなわちイン

フォーマル金融（民間貸借）とその他の銀行システム外のシャドーバンキングの業務実態について考察した。加えて、米国のインフォーマル金融と比較し、SB②との違いを分析した。

さらに、フィンテック型のシャドーバンキング（SB③）の発展を分析した。具体的には、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス、とりわけ P2P レンディングに焦点を当て、その実態と問題点を探るとともに、規制当局の対応を整理し、今後の展望を論じた。加えて、米国の P2P レンディングとクラウドファンディングの事例と比較し、SB③との違いを考察した。

オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの発達は、インフォーマル金融と同様に、金融サービスにアクセスが困難な個人や零細中小企業に新たな資金の運用・調達ルートを提供することから、金融包摂（普惠金融）という観点からは、フィンテックをはじめとする金融イノベーションが金融の対象領域を拡大したとの一定の評価が可能である。

具体的には、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義と形態、市場規模を明らかにしたうえで、その拡大背景を分析した。また、P2P レンディングとクラウドファンディングを取り上げて、その仕組み、代表的なビジネスモデル、および近年の急拡大に伴う潜在的なリスクと規制対応について考察した。加えて、ビッグデータを活用する中国のネット小口融資などのインターネットファイナンスの成長ぶりとそのビジネスモデルを分析した。最後に、中国のシャドーバンキングとフィンテックの位置づけを考察し、中国のフィンテック型のシャドーバンキングの発展意義を示唆した。

第6章では、これまで中国のシャドーバンキングの発展メカニズムを明らかにすることで、SB①、SB②、SB③のそれぞれの潜在的なリスクを解明するとともに、その問題点を提示した。具体的には、SB①の金融システムにもたらす不安定性を考察したうえで、銀行理財商品と銀証合作、インターバンク取引の潜在的なリスクを分析した。米国と同様に SB①と銀行は、実質的にリスクを共有しているため、信用リスク・流動性リスクが生じた場合、金融システム全体の不安定化を増幅させ、システムリスクに波及する可能性がある。また、SB②と SB③において、インフォーマル金融と P2P レンディングの潜在的なリスクとその社会問題を取り上げて考察した。

第7章では、中国の規制当局の対応と今後の方向性を示した。具体的には、中国のシャドーバンキングに対する規制監督の必要性について、5点を示唆した。また、SB①（銀信合作、銀証合作、インターバンク取引等）の規制監督を概観したうえで、その評価と今後

の規制の方向性を提示した。さらに、近年、SB①の資産管理業務の急速な発展に伴い、同業務の形態とリスク・問題点、同業務の規範化に関する指導意見と規制強化の内容を整理した。最後に、SB②とSB③の規制監督の概観と規制の方向性を考察した。

終章では、本論文の要約と結論をまとめたうえで、今後の展望を提示した。

1-2 結論

以上を踏まえて、中国のシャドーバンキングは、影の部分だけではなく、中国の市場化に向けた金融システム改革の中で必要不可欠な金融仲介の主体を構成していると考えられる。つまり、中国のシャドーバンキングを欧米での規制強化論の下のネガティブな視点から評価すべきではない。むしろ、中国の金融システム改革は新しい局面に入ったと捉えるべきである。

近年、中国のシャドーバンキングの形成と発展は、従来の間接金融を中心とする伝統的な金融システムから金融市場改革へのシフトを後押ししているとの評価が可能である。すなわち、銀行以外の資金仲介が多様化し、金融システムにおいて重要な役割を果たすようになって、従来の金融機関による金融システムの寡占状態が弱まり、自由競争に基づく多元的な銀行システムへの構造変化の動きがみられるようになった。中国の銀行は、従来の伝統的な金融業務にとどまらず、金融包摂の発展を考慮した金融サービス業を提供することで、新たな「金融・社会のインフラ」(utilities)の役割を果たすようになってきていると考えられる。

中国のシャドーバンキングへの規制は、他の規制との整合性からは問題点もあるほか、情報開示の強化、リスク管理の高度化などの個別の規制が必要である。一方で、中国のシャドーバンキングは資産運用調達の実需があらたなルートでマッチングされたものであり、実体経済にはプラスの側面があるとの評価も可能である。補完的なリスクマネーの仲介ルートとして育成するには、情報開示の徹底、金融リテラシーの向上、自己責任原則の浸透の3点が急務であることを指摘しておきたい。

最近、中国のシャドーバンキング問題は、世界の金融危機を引き起こすのではないかと懸念もあるが、①運用方式がシンプルである、②レバレッジ比率が低い、③複雑な証券化商品が多くなく、比較的リスクの把握が容易である、④世界の金融市場との結び付きが弱い、などの理由から、問題が生じても中国国内に留まり、世界的な影響は限定的と考えられる。

第2節 今後の展望

中国では、過去40年間の高度経済成長を経て、金融業は大きく変貌を遂げてきた。ノンバンクが急成長し、多種多様な金融仲介業務が生まれた。直接融資の規模が拡大し、銀行のオフバランス業務も急拡大した。現在、中国のシャドーバンキングは、中国金融システムを構成するうえで、重要な一部となっていた。

銀行システム内外を統合した中国のシャドーバンキング①型の急拡大は、金融システムにおけるシステムリスクも高まっている。とりわけ、中小型商業銀行に対する影響は甚大と考えられ、流動性リスクと信用リスクの両方に留意する必要がある。2017年以降、中国の規制当局がシャドーバンキングに対する規制を全面的に強化し、銀行は、従来のように会計操作で規制を回避するのが一層難しくなった。今後、中国のシャドーバンキングは、規範化、証券化、高度化の方向へと進み、不良資産の証券化(Non-performing asset securitization)、貸付資産の譲渡(credit asset transfer)、デットエクイティスワップ(debt to equity swap)などが新たな成長ドライバーとして注目される。

銀行システム外のシャドーバンキング②型(SB②)と③型(SB③)は、本来融資を受けられない中小企業や個人も資金調達が可能になり、金融包摂の役割を果たしている。特に、近年の情報通信技術(ICT)の発達を背景として、金融の分野においてもフィンテックをはじめ新たなビジネスモデルが登場しているほか、産業の構造も大きく変わりつつある。今後、SB②とSB③の発展は持続する見通しである。

今後、中国のシャドーバンキングが発展することになれば、中国において過去40年間にわたり行われてきた金融システム改革を加速させる要因となる可能性もある。すなわち、金融自由化(金利、為替、資本取引)、金融イノベーション(多様な商品開発)の活性化、金融機関同士の競争と業務の差別化を一層加速させ、中国の現代金融システムの発展への道が開けてくるであろう。

また、フィンテック型のシャドーバンキングの発展は、伝統的な金融機関とは独立した決済プラットフォームをもとに、既存の金融サービスを補完・代替するようなサービスとして位置づけられ、最近、金融包摂の手段としても注目されている。P2Pレンディングなど中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスのようなフィンテック型のシャドーバンキング(SB③)の金融への異業種参入は、金融自由化と金融イノベーションのエンジ

ンとなることから、これらの動きを止めるのではなく、新規参入者に伴う活性化を考えるべきである。金利の自由化が完了すれば、金融政策手段の変更（準備率から市場金利誘導などへ）も視野に入り、既存金融機関の行動変化（中小企業への金融拡大など）にも期待される。

さらに、銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキングの発展（SB③）は、フィンテック企業を中心となっている。中国のフィンテック企業は、レガシーシステムを抱えていない後発者の利益（Leap Frog Effect）に加え、世界最大級のビッグデータの利用環境を活用して、リテール金融サービスを世界最先端レベルにまで高度化する可能性がある。中国は、この点においても有利な環境にある。

最近、ビッグデータの活用は IoT や人工知能と相俟って、多くの産業において実装段階に入っている。今後、次々と注目される事例が出現することが期待される。中国においては、先述したように、数多くの有利な面があるため、その発展も目覚ましい速度で展開される可能性がある（李, 2018b）。

中国では、ビッグデータや AI を活用したフィンテックのイノベーションが主流になりつつあり、IT 技術が金融サービスの姿を抜本から変えようとしている。フィンテックの発展において、より重要なのは、既存の金融サービスを発展させるという方向性ではなく、あらゆる生活シーンにおいて、いかにフィンテックを活用して、人々に良い顧客体験（UX）を提供するか、ということである。その意味で、金融と IT の融合にとどまっていたフィンテック（Fintech）は、消費者の生活に密着したフィンテックライフ（Fintech-Life）の一部へと変化していくであろう。

第3節 小括

本論文では、中国シャドーバンキングの変遷と実態、規模、メカニズム、リスクの特徴、米国のシャドーバンキングとの比較、さらに潜在的なリスクと規制当局の対応を分析した。本論文の主なポイントとして以下の7点が指摘できる。

第1は、中国のシャドーバンキングに関する公式な定義は存在していないものの、そのリスクと規制方針について、規制当局間ですでに共通の認識を持っている。シャドーバンキングを研究するにあたり、まず定義を明確にする必要がある。しかし、世界の学者と規制当局の間で、シャドーバンキングに関する統一した定義はまだ存在しない。米国は、金

融安定理事会（FSB：Financial Stability Board）、ニューヨーク連銀、IMF、欧州中央銀行の4つの権威ある機関によるシャドーバンキングの定義を比較し、ニューヨーク連銀が最も的確に解釈していると考えられる。すなわち、シャドーバンキングとは、期間や信用、流動性の変換を提供しているが、中央銀行から直接流動性の支援や公共部門から信用担保を受けていない信用仲介である。2008年のサブプライムローン危機が勃発した要因は、米国のシャドーバンキングと金融デリバティブ商品に対する規制の不備であった、と指摘されている。その後、米国では議論を重ね、2010年7月にドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法が成立し、シャドーバンキングに関する規制を強化した。

一方、中国では、2014年初に、中国国務院弁公庁が金融機関に対する内部文書「中国シャドーバンキング業務の強化に関する若干問題の通知」（107号文）を傳達し、シャドーバンキングの規制強化を図った。当該通知は、中国のシャドーバンキングを規制する基礎的法案と、業界内でみなされていた。

第2は、シャドーバンキングは、従来の銀行と共通のリスクを持つ一方、独自のリスクも抱えている。シャドーバンキングは、銀行同様に、期間ミスマッチ、流動性ミスマッチ・信用ミスマッチなどのリスクに直面している。一方、銀行が基礎的な貸出商品を提供しているのに対して、シャドーバンキングは、その基礎的な貸出商品の上に、期間・信用・流動性の転換機能を提供している。それゆえに、シャドーバンキングは、銀行よりもリスクが集中しやすい。シャドーバンキングの独特なリスクとして挙げられるのは、①シャドーバンキングの主な業務は、証券化サービスである。銀行の貸出と比較して、証券化サービスは構造が複雑でチェーンが長く、リスクも大きい。②シャドーバンキングの資産の多くは、証券化商品で構成され、一般の貸出資産より質が悪い。資金調達は主に貨幣市場に依存し、期限が短いうえに、変動幅が大きい。リスクに対して敏感で脆弱である。③シャドーバンキングは、金融セフティーネットから保護されておらず、中央銀行の最後の貸し手からの担保もなければ、預金保険のようなシステムも存在しない。

第3は、急拡大するインターネットファイナンスは、シャドーバンキングの重要な一部となる。金融業におけるモバイルインターネット、ビッグデータ、クラウド演算などの技術の応用は、インターネットファイナンスの発展を大きく促進した。技術力が優れたインターネット企業は積極的に金融業に参入し、インターネットをベースにした支払決済、P2Pレンディング、クラウドファンディングなどの新しい金融サービスを発展させた。また、インターネットファイナンスに対する規制は、まだ模索の段階にあり、イノベーションの

変化に追いついていない。今後、従来の金融業務の多くは、インターネットファイナンスに取って代われ、ディスインターミディエーションがさらに進展していくとみられる。

インターネットファイナンスの時代において、従来の金融規制の多くは技術によって突破され、限界線を越えた融資拡大を可能にした。新興のインターネットファイナンス事業は、金融システムにおける役割がますます高まるであろう。こうした新しい領域に関する研究は、今後の重要なテーマとなる。

第4は、中国のシャドーバンキングは、システムリスクを引き起こす確率は低い、潜在的なリスクが顕在化する可能性がある。中国のシャドーバンキングは、広範囲のデフォルトを引き起こす可能性が低い。シャドーバンキングの割引前銀行引受手形や委託貸付などの業務は、構造がシンプルで、かつ銀行のオフバランス業務に属し、リスクのレベルは銀行の貸出業務と同等である。銀行理財商品に関しては、最大のリスクが期間のミスマッチと収益率のミスマッチにある。銀行システム自身に問題さえなければ、理財商品を断続的に発行することで資金を調達でき、期間のミスマッチの問題も流動性の問題も拡散する可能性が低い。信託貸付の中で、不動産信託の貸出は比較的安全である。問題なのは、地方政府融資プラットフォーム向けのインフラ信託や生産能力過剰の業種向けの信託融資である。一旦デフォルトが生じると、それに連鎖して問題が広がることもある。また、小額貸出会社などのノンバンクは規模が小さく、リスクが低いものの、これらの業務が規範化されていないため、今後留意していく必要がある。

第5は、シャドーバンキングに対する規制は断片的であり、異なる規制部門間の協調強化が必要不可欠である。現在の中国シャドーバンキングに対する規制は、主に銀行と関連のあるシャドーバンキング業務を対象としており、システムリスクの防止を目的としている。そのために、規制の対象範囲が狭まれ、一部のシャドーバンキングは規制の対象外に置かれたままとなっている。2014年にシャドーバンキングに対する規制通達が公表されたが、異なる規制部門による分業管理の体制が根本的に変わっていない。事業領域を跨るシャドーバンキングにとっては、規制のグレーゾーンが依然残されたままである。今後は、シャドーバンキングに対する規制監督の主体を明確化するとともに、監督部門間の協調枠組みを早期に確立していかなければならない。また、シャドーバンキングの機能面だけでなく、その運営主体に対する規制も強化すべきである。特に、小額貸出会社や民間貸借などに関する法案を制定し、シャドーバンキング全般に対する規範化をさらに推進していく必要がある。

第6は、中国シャドーバンキングは大きな転換期を迎えている。金利自由化と金融イノベーションは、シャドーバンキングの発展を促す重要な要素である。中国における金利自由化の進展に伴い、銀行理財商品を中心とした現在のシャドーバンキングのビジネスモデルに大きな影響を及ぼす。1つ目は、金利の完全自由化により、理財商品の魅力が低下すると予想される。金利規制が存在する中で、理財商品の利回りが通常の預金金利より高く、預金の代替品として人気を集めていた。金利規制が完全撤廃に伴い、預金と理财商品の金利差が縮小し、理财商品の優位性が徐々に失っていくと考えられる。2つ目は、銀行間の競争激化は、金融イノベーションを更に加速させていくであろう。理财商品に取って代わる新たな金融商品が登場し、規制緩和の流れを受けて、銀行による資産証券化が活発化し、様々な金融デリバティブ商品が生まれる可能性が高い。

シャドーバンキングを取り巻く環境の変化に伴い、シャドーバンキングの特徴も、リスクも変わっていくであろう。規制当局は、シャドーバンキングの規制枠組みを策定するうえで、こうした市場環境の変化を考慮し、先見性をもって柔軟に対処していかなければならない。

第7は、シャドーバンキングは、中国の実体経済の発展に寄与している。シャドーバンキングは、銀行同様に、リスクがあるものの、実体経済にとってのプラス効果を見逃してはならない。具体的には、①シャドーバンキングは、実体経済に流動性をもたらしていること、②流動性の構造と融資環境の改善に寄与していること、③事業領域を超えた利便性の高い金融サービスの提供を可能にしたこと、などが挙げられよう。従って、シャドーバンキングのリスクだけにフォーカスするのではなく、シャドーバンキングが金融イノベーションの促進、金融構造の改善、さらには金融市場の発展にも貢献していることを客観的に捉え、シャドーバンキングの発展をさらに推進していくべきである。

謝辞

本論文では、オーソドックスに中国のシャドーバンキングの態様や規模を確認した上で、その形成過程に着目し、米国との比較を通じて中国で発達した制度的な要因について分析を試みた。さらに、中国のシャドーバンキングが世界金融危機後においても業容を拡大していることについても言及した。こうした中国のシャドーバンキングの発展メカニズムを明らかにすることで、その潜在的なリスクを解明するとともに、今後の中国の金融システムの制度設計に関する示唆を提示することとした。

本論文は、2004年以來、筆者が民間の研究機関で米国の経済・金融に関する研究、なかでもサブプライム問題、シャドーバンキングの実態と金融システムの不安定性、中国のシャドーバンキングの形成過程、中国のインターネットファイナンスの発展、中国のオルタナティブファイナンス、中国のフィンテックの発展に関する内外経済学術誌への寄稿を一冊に集大成したものであるが、そのアイデアは多くの方々との議論から生まれたものが殆どである。特に、本論文の指導委員長（プロジェクト研究指導教員）、本論文の指導委員（副指導教員）を務めて頂いた早稲田大学大学院アジア太平洋研究科の山岡道男教授と早稲田大学商学大学院の坂野友昭教授、副査に努めて頂いた早稲田大学大学院アジア太平洋研究科の三友仁志教授と獨協大学経済学部の童適平教授、さらに日本総合研究所調査部の藤田哲雄上席主任研究員、大阪市立大学大学院創造都市研究科の王東明准教授、からは多大な助言と支援を頂いた。また、米国・中国在住のエコノミストや学者の方々との議論を通じて得られた貴重なコメントや示唆は、日本では得られないような視点から考えることが出来、大変有益だった。ここにすべてのお名前を挙げることはできないが、心より感謝申し上げたい。

さらに、本論文の完成が大幅に遅れることになって、山岡先生、坂野先生、三友先生、童先生、藤田先生は辛抱強く筆者に貴重な助言を与えると同時に、叱咤激励して本論文完成までこぎ着けることができた。心から深くお礼を申し上げたい。また、本論文の内容と全体構成については、筆者前職（日本総合研究所 調査部）の元上司 藤田哲雄先生、中国のフィンテック分野に詳しい杜宇様から貴重なコメントを頂いたこと、心より御礼を申し上げたい。

最後に、私事ながら本論文の執筆にあたっては、病気で倒れた私を支え続けて暖かく見守ってくれた夫に感謝の意を述べたい。本論文は先生方と家族に支援いただくことなしに

は実現していなかった。山岡先生、坂野先生、三友先生、童先生、藤田先生、王先生、私の家族には、浅学非才な私の夢を実現させていただいたことに改めて深く御礼を申し上げたい。

本論文が中国金融の研究者に近年の中国の金融の構図の変化を示すことで、いささかなりとも、裨益するところがあれば筆者の望外の喜びである。

参考文献

<中国語>

- ・ 閻慶民, 李建華 (2014). 『中国影子銀行監管研究』中国金融四十人論壇書籍シリーズ, 中国人民大学出版社.
- ・ 王岩岫 (2014). 「P2P 規制監督の 10 大原則」, 銀監会イノベーション監督管理部王岩岫主任の発言, 9 月 30 日.
- ・ 王喆, 張明, 劉士達 (2017). 「從“通道”到“同業”——中国影子銀行体系的演進歷程、潜在風險与發展方向」, 中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際投資研究室, *Working Paper No. 201702*, March 28, pp.1-27.
- ・ 銀行業理財登記託管中心(2017). 「中国銀行業理財市場報告 2017 年上半年」, 9 月 22 日.
- ・ 銀行業理財登記託管中心(2018). 「中国銀行業理財市場報告 2017 年」, 2 月 2 日, p.11.
- ・ 吳曉求 (2014). 「中国における金融の本質的改革とインターネット金融」, 中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』, 第 1、2 期, 春号, pp.1-15.
- ・ 國務院(2013). 「國務院办公厅關於加強影子銀行監管有關問題的通知」(国办发【2013】107 号文) ,12 月, <http://www.gzmjrrj.com/2014/0114/568.html>
- ・ 高海紅, 高蓓 (2014). 「中国影子銀行与金融改革：以銀証合作為例」、中国社会科学院世界經濟与政治研究所, 『國際經濟評論』, 第 2 期, 3 月, pp.118-132.
- ・ 邵宇 (2013). 「影子銀行：國際図景及中国形態(下)——流動性經濟学之四一」東方証券, 6 月 20 日, pp.1-45.
- ・ 辛齊利 (2010). 『Shadow Banking System 影子銀行』, 中国經濟出版社.
- ・ 陳玉雄(2010). 『中国のインフォーマル金融と市場化』, 麗澤大学出版会, pp.20-22.
- ・ 張明(2013). 「中国式影子銀行：界定、成因、風險与对策」, 中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際金融研究中心, *Working Paper No. 2013W05*, April 25, pp.1-18.
- ・ 張明, 鄒曉梅, 高蓓 (2014). 「中国における資産証券化：現状と展望」, 『季刊中国資本市場研究 2014 年春号』, 公益財団法人野村財団, pp.41-53.
- ・ 張明, 高海紅, 劉東民(2014). 『透視中国影子銀行体系』, 中国社会科学院出版社.
- ・ 中国人民銀行(2011). 「第 2 四半期金融政策實施報告」中国人民銀行, 8 月 12 日 pp.1-25.
- ・ 中国人民銀行調查統計司等(2012). 「影子銀行体系的內涵及外延」 中国人民銀行調查統

計司与成都分行調査統計処聯合課題組, 10月, pp.1-15.

- 中国人民銀行行金融穩定分析小組(2017).「中国金融穩定報告 2017」,8月.
- 中国人民銀行行金融穩定分析小組(2014).「中国金融穩定報告 2014」,7月.
- 中国銀行業監督管理委員会 (2010).「中国銀監会關於規範銀信理財合作業務有關事項的通知」,8月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2011).「中国銀監会關於進一步規範銀信理財合作業務的通知」,1月.
- 中国互聯網絡信息中心 (CNNIC) (2016).「第 38 次中国互聯網絡發展狀況統計報告」,7月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2015).「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(パブリックコメント募集稿),12月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2016).「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(2016年第1号),8月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2017).「中国銀行業監督管理委員会 2016 年報」,7月 25日.
- 方正証券(2017).「中国影子銀行報告：銀行的影子和監管博弈—金融去杠杆之十四」,7月 12日,pp.1-26.
- 文維虎,陳榮重(2010).「重視影子銀行動向 避免風險隱患顯現」*1994-2010 China Academic Journal*, No.343.
- 步艷紅,趙曉敏,楊帆(2014).「我国商業銀行同業業務高杠杆化的模式、影響和監管研究」,2014年第2期, pp.33-46.
- 北京銀聯信投資顧問有限責任公司(北京銀聯信)(2011).「影子銀行：隱身惡魔的挑戰与征服」北京銀聯信,第17期.
- 孟祥娟(2016).「委外規模測算及去杠杆影響分析」,申万広源研究報告,4月.
- 零壺研究院 著(2016).『中国 P2P 借貸服務行業發展報告』,中国經濟出版社.
- 李俊霞,鐘偉(2015).『影子銀行体系』,中国金融出版社.

<日本語>

- 河野正道(2012).「国際的な金融規制改革の現状」(金融庁)、時事通信社「金融懇話会」の講演資料、12月19日.

- ・ 城田真琴(2016).「マーケットプレイス・レンディングの進展と規制論の高まり」, 野村総合研究所, 6月.
- ・ 童適平 (2013).『中国の金融制度』, 勁草書房.
- ・ 日本銀行北京事務所(2014).「中国のシャドーバンキング」 No.38, pp.32-25.
- ・ 李建軍等共著(2014).『中国普惠金融体系—理論、発展与創新—』, 知識産権出版社, 8月.
- ・ 李立栄(2008).「サブプライム問題発生メカニズムとアメリカ経済・金融への影響」
Business & Economic Review 日本総合研究所, 2008年2月号, pp.2-54.
- ・ 李立栄(2011).「中国の銀行の国際化に向けた動向」 *Business & Economic Review* 日本総合研究所, 2011年4月号, pp.60-93.
- ・ 李立栄(2012).「中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題—資金仲介の多様化と規制監督の在り方—」 *Business & Economic Review* 日本総合研究所, 2012年7月号, pp.144-174.
- ・ 李立栄(2013a).「中国人民元の国際化の動向と金融自由化の展望」『JRI レビュー』 Vol.6, No.7, 日本総合研究所, 2013年7月号, pp.117-162.
- ・ 李立栄(2013b).「シャドーバンキングの実態と金融システムの不安定性」 『金融ビジネスの病態と素因—インセンティブ構造再設計の視点—』の第4章, 一般社団法人金融財政事情研究会, pp.78-105.
- ・ 李立栄 (2014).「世界金融危機は再来するか—中国シャドーバンキングの実態—」(対談), 『ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.18』, 4月, pp.8-24, http://www.ares.or.jp/publication/pdf/ares_j18.pdf
- ・ 李建軍等共著(2014).『中国普惠金融体系—理論、発展与創新—』, 知識産権出版社.
- ・ 李立栄(2015a).「中国のシャドーバンキングの動向と金融システム改革の課題」学会誌『証券経済学会年報』第49号別冊(第81回春季全国大会・学会報告論文), 証券経済学会, 2月, pp.1-18.
- ・ 李立栄(2015b).「中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と金融システム改革の課題」『資本市場の変貌と証券ビジネス』の第5章, 公益財団法人日本証券経済研究所, pp.136-175.
- ・ 李立栄(2015c).「中国のシャドーバンキングと金融システム改革の課題」『信用理論研究』, 信用理論研究学会, 5月, pp.83-107.

- ・ 李立栄(2015d).「急成長する中国のコンシューマー向けインターネットファイナンス」『野村資本市場クォーターリー』, 2015年夏号, 第19巻, 第1号, pp.82-106.
- ・ 李立栄(2015e).「中国個人金融における異業種参入がもたらすイノベーションの進展—インターネットを活用した金融サービスの多様化—」『パーソナルファイナンス研究』, No 2, 11月, pp.67-85.
- ・ 李立栄(2017a).「独自の発展を遂げる中国のフィンテック」『国際金融』新年特別号, 1月, pp.42-51.
- ・ 李立栄(2017b).「急成長する中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』, 2017年冬号, 第20巻, 第3号, pp.170-190.
- ・ 李立栄(2017c).「中国のパーソナルファイナンスにおけるビッグデータの活用」『パーソナルファイナンス研究の新しい地平』の第2章, pp.25-53.
- ・ 李立栄(2018a).「中国型フィンテックの発展モデルについて」『変貌する金融と証券業』の第8章, pp.193-240.
- ・ 李立栄(2018b).「中国で進展するデータ駆動型金融—アリババグループの先進的な取り組み—」『国際金融』, 外国為替貿易研究会, 9月, pp.32-44.

<英語>

- ・ Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009a). “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” *Banque de France Financial Stability Review*, No. 13, September, pp. 1-10.
- ・ Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009b). “Money, Liquidity and Monetary Policy,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No360, January, pp.1-11.
- ・ Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009c). “Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 396, October, pp.1-12.
- ・ Adrian, Tobias , Chris Burke, Jamie McAndrews (2009). “The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility,” *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, vol. 15, number 4, August, pp.1-9.
- ・ Adrian, Tobias, Emanuel Moench and Hyun Song Shin (2010). “Financial Intermediary, Asset Price, and Macroeconomic Dynamics,” *Federal Reserve Bank*

- of New York Staff Reports*, No.422, Revised September, pp.1-35.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demircug-Kunt and Vojislav Maksimovic (2010). “Formal versus Informal Finance Evidence from China,” World Bank, May, pp.1-45.
 - Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2011). “Financial Intermediary Balance Sheet Management,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.532, December, pp.1-25.
 - Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft (2012a). “Shadow Banking: A Review of the Literature,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.580, October, pp.1-36.
 - Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft (2012b). “Shadow Banking Regulation,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.559, April, pp.1-54.
 - Adrian, Tobias, Adam B. Ashcraft, Nicola Cetorelli (2013). “Shadow Banking Monitoring,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.638, September, pp.2-33.
 - ARBOR VENTURES (2016). “China FinTech Market Analysis,” March 19.
 - Accenture(2016). “Global Fintech Investment Growth Continues in 2016 Driven by Europe and Asia,” April 13.
 - BBVA (2011). “China’s shadow bank lending: a threat to financial stability?,” November 23, pp.1-8.
 - Bhatia, Ashok Vir (2011). “Consolidated Regulation and Supervision in the United States,” *IMF Working Paper*, January, pp.6-12.
 - Bloomberg Business (2012). “A Death Sentence Puts Shadow Banking on Trial,” April 16-22, pp.46-50.
 - B20 China (2016). “Financing Growth Taskforce Policy Paper,” July.
 - Credit Suisse (2012). “China’s shadow banking”, November, pp.1-5.
 - CICC (2012). “Shadow Banking Risks Surfacing,” *Macroeconomy weekly#220*, December, pp. 1-7.
 - CITI Global Perspectives & Solutions (2016). “Digital Disruption,” March.
 - Deutsche Bank (2014). “Chinese Banks : Banks’ connectivity with the shadow banking system” , *Deutsche Bank Market Research*, 7 April, pp. 29-37.

- Elliott, Douglas, Arthur Kroeber, Yu Qiao (2015). “Shadow banking in China: A primer,” *The Brookings Institution*, March.
- Financial Times (2011). “Chinese Finance: A shadow presence,” March 31.
- Financial Times (2012). “China’s lending laboratory,” May 23.
- Financial Service Authority(FSA)(2009). “The Turner Review: A regulatory response to the global banking,” March.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011). “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States,” pp.27-37.
- FSB (2011a). “Shadow Banking: Scoping the Issues,” 12 April.
- FSB (2011b). “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation,” 27 October, pp.1-43.
- FSB (2012). “Global Shadow Banking Monitoring Report 2012,” 18 November, pp.1-27.
- Federal Reserve Bank of San Francisco (2013). “Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure,” April, pp. 1-5.
- FSB (2013a). “FSB Publishes Policy Recommendations to Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking,” 29 August.
- FSB (2013b). “Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking,” 29 August.
- Financial Conduct Authority (2015). “Regulation Sandbox,” November.
- FSB (2017a). “Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns,” 3 July.
- FSB (2017b). “Global Shadow Banking Monitoring Report 2016,” 10 May.
- FSB (2017c). “Global Shadow Banking Monitoring Report 2016 - Monitoring Dataset,” 10 May.
- Geithner, Timothy F. (2008). “Reducing system risk in a dynamic financial system,” June 9th.
- IMF (2010). “Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions,” November 3, pp.4-37.

- IMF (2012). “Global Financial Stability Report,” October, pp.5-20.
- IMF (2013). “Global Financial Stability Report,” October, pp.63-146.
- IMF (2013). “People’s Republic of China,” *IMF Country report No. 13/211*, July, pp.1-56.
- IMF (2014). “Global Financial Stability Report,” October
- IMF (2017). “People’s Republic of China: Financial System Stability Assessment-Press Release and Statement by the Executive Director for People’s Republic of China,” December, p.60.
- Nomura Equity Research (2011). “Unmasking the shadow banking system: Shadow banking exposure less than feared and more than priced in,” June 24, pp.1-47.
- PIMCO (2007). “Global Central Bank Focus- Teton Reflections,” August 8, pp.1-4.
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky (2010). “Shadow Banking,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.458, July, Revised February 2012, pp. 1-26.
- Pozsar, Zoltan and Manmohan Singh (2011). “The Nonbank-Bank Nexus and the Shadow Banking System,” *IMF Working Paper*, December, pp.1-16.
- Pozsar, Zoltan (2011). “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System,” *IMF Working Paper*, August, pp.1-32.
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky (2013). “Shadow Banking,” *FRBNY Economic Policy Review*, December, pp. 1-14.
- PWC (2015). “Peer Pressure: How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending industry,” February.
- Secretariat of the Group (2009). “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU,” 25 February.
- Shin, Hyun Song (2010). “Financial Intermediation and the post-crisis financial system,” *BIS Working Papers*, No 304, March, pp.1-28.
- Société Générale (2011). “China’s Shadow Banking Needs A Rescue,” October 5.
- Standard Chartered (2013). “China-The expanding interbank universe,” 26 November.
- Standard Chartered (2014). “China-A primer on Banks’ wealth management,” 7

January.

- The Economist (2010). “Financial regulation: Out of the shadows,” July 13th, pp. 80-81.
- The Economist (2011a). “Special Report: Chained but untamed,” May 14th.
- The Economist (2011b). “China’s shadow banking system,” Feb 10th, pp.82-83.
- The Economist (2011c). “China’s economy: Hitting the Kerb: A squeeze on leading hits China’s entrepreneurial heartland,” October 22nd, pp78-80.
- The Wall Street Journal (2011). “China puts Light on Shadow Loans,” October 13.
- The Economist (2012a). Leaders: “How strong is China’s economy,” May 26th, pp.11.
- The Economist (2012b). Special Report of China’s Economy: Pedalling Prosperity, “Shades of grey: Wenzhou’s shadow banking system has taken a knock,” May 26th, pp.14.
- The Economist, Special Report of China’s Economy: Pedalling Prosperity (2012c). “Bending not breaking: China’s financial system looks quake-proof, but for how long,” May 26th, pp.12-16.
- The Economist (2013). “China’s Shadow banks: The Credit Kulaks,” June 1st-7th, pp.66-67.
- The Cambridge Centre for Alternative Finance et al. (2016). “Harnessing Potential: The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report,” March.
- UBS securities (2012). “China’s shadow bank lending,” October.
- Viñals, Jose, Jonathan Fiechter, Ceyla Pazarbasioglu, Laura Kodres, Aditya Narain and Marina Moretti (2010). “Shaping the New Financial System,” *IMF Staff position note*, October 3, pp.4-26.
- Zhang, Bryan., Peter Baeck, Tania Ziegler, Jonathan Bone and Kieran Garvey (2016). “Pushing boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report,” February.

付録

金融機関資産管理業務規範化に関する指導意見（パブリックコメント募集稿）の概要

項目	概要	
1	基本原則	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産管理業務におけるリスクの防止と解消に重きを置く。 ・ 資金の金融システム内での滞留や空転、商品の複雑化、リスクの異業種、他市場及び他地域への拡散を回避し、実体経済の投融資ニーズを満たすよう規範、引導する。 ・ マクロとミクロ、金融機関と金融機能に対する監督を有機的に融合し、資産管理業務に対する全面的、統一した規制措置を導入するとともに、消費者保護を強化する。 ・ 迂回融資チェーンの複雑化、レバレッジの不透明化、裁定取引や投機的活動の蔓延などの問題に対して、統一した規制基準を設け、金融イノベーションとを区別して対処する。 ・ 市場の受容能力を考慮し、本格実施までの過渡期を設け、漸進的で慎重に改革を進め、市場との対話を強化するとともに市場の予期を有効に導く。
2	資産管理業務の定義	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産管理業務は、銀行、信託、証券、基金、先物、保険資産管理機関などの金融機関が投資家からの委託を受け、受託された投資家の財産に対して提供する投資と管理の金融サービスのこと指す。金融機関は、委託者の利益に対して責務を果たす代わりに相応の管理費用を受けとる。委託者は、自ら投資リスクを負い、利益を享受することができる。 ・ 資産管理業務は、金融機関のオフバランス業務であり、その業務を展開するにあたり、金融機関が元本や収益を保証してはならない。返済が困難な時、金融機関はいかなる形で立て替え返済をしてはならない。金融機関は、資産管理業務をオンバランス化して提供してはならない。
3	資産管理商品	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産管理商品は、銀行の元本非保証の理財商品、資金信託プラン、証券会社及びその子会社、基金管理及びその子会社、先物会社及びその

		<p>子会社、保険資産管理機関の発行する資産管理商品などを含むが、これに限らない。ただし、金融監督部門が定める資産証券化業務は、本指導意見の適応外とする。</p>
4	商品分類	<ul style="list-style-type: none"> ・ 募集形式により、公募商品と私募商品に大別される。私募商品は、適格投資家に対して非公式の形で発行される。 ・ 投資性質の違いから、固定収益類（債券類資産の投資比率は 80%以上）、エクイティ類（株式などの権益類資産の比率は 80%以上）、商品とデリバティブ類（商品とデリバティブ商品の合計比率は 80%以上）、混合類に分類される。 ・ 金融機関は、上記の基準に従い、資産管理商品を発行する時に投資家に対してその商品の種類を明示し、商品投資期日満了までに投資家の同意なしに商品の種類を独自で変えてはならない。
5	投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産管理商品の投資家は、不特定多数の一般公衆とリスクの識別や負担能力を擁する適格投資家に大別される。 ・ 適格投資家とは、一定基準の単一資産管理商品への投資額を満たす自然人（家庭資産が 500 万元以上もしくは直近 3 年間の平均年収 40 万以上かつ 2 年以上の投資経験を持つ本人）と法人（直近の年末の純資産は 1000 万元以上の法人）を指す。
6	投資家適性管理に対する要求	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、投資家の適性に関する管理を強化し、投資家のリスク識別能力やリスク引受能力に相応した資産管理商品を販売しなければならない。 ・ 金融機関は、資産管理商品をばら売りしたり、投資家のリスク識別能力やリスク引受能力より低い資産管理商品を販売したりしてはならない。 ・ 金融機関は、投資家に対する教育を強化し、投資家の金融リテラシーやリスク意識を高め、リスクの自己負担という意識を投資家に植え付け、金融機関による元本利息の保証という通念を打破しなければならない。
7	金融機関及び資産管	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関が資産管理業務を展開するにあたり、相応の管理体制と管理

	理従業員の資質に対する要求	<p>制度、健全な企業ガバナンスやリスク管理、問責制度などを備えていなければならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 資産管理業務に携わる従業員に対して、資産管理業務に必要とする専門知識、経験及び管理能力を習得するよう、資格認定やトレーニング、人事評価、問責制度などを用意しなければならない。 ・ 法律や規定などを違反した従業員を処罰し、資格取消や他の金融機関での資産管理業務の禁止などの措置をとらなければならない。
8	金融機関の受託管理 責務及び投資家保護	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、管理人としての職責（合法的な資金募集、商品登記、受託財産の個別管理と記帳及び投資、タイムリーな収益分配、受託財産管理業務活動に関する情報開示など）を履行しなければならない。 ・ 職責履行の原則を怠ることにより投資家に損失をもたらした場合、投資家に対して賠償責任を負わなければならない。
9	商品代理販売	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融管理部門の許可なしで、いかなる非金融機関及び個人は資産管理商品を代理販売してはならない。 ・ 金融機関が資産管理商品を代理販売するにあたり、発行機関の信用状況、経営管理能力、投資スキル、リスク対処能力などについてデューデリジェンスを実施し、十分な情報検証とリスク審査をしなければならない。
10	公募と私募商品の投資要求	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公募商品は、主にリスクが低く流動性の高い債権類資産及び上場企業の株式に投資することができるが、別途で定める規定以外に、未上場企業の株式への投資をしてはならない。また、法規定及び金融監督管理部門の関連規定を満たせば、商品とデリバティブ商品への投資も可能である。 ・ 私募商品の投資範囲は、契約により約定される。私募商品は、債権類資産、上場企業の株式、未上場企業の株式（転換社債含む）及び受益権に投資できるが、投資家適性管理の要求に遵守しなければならない。
11	投資制限及び奨励	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関が発行する資産管理商品で、非標準化債権類資産（インターバンクや証券取引市場で取引されない債権類資産）に投資する場合、

		<p>限度額の管理やリスク準備金の計上、流動性の管理などの基準を遵守しなければならない。金融機関は、資産管理商品の資金を直接あるいは間接的に商業銀行のクレジット資産に投資してはならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 資産管理商品は、直接あるいは間接的に法律規定や国家政策で禁止する業種と領域の債権及び株式への投資をしてはならない。 ・ 金融機関が資産管理商品の発行によって募集した資金を、国家が指定する重点領域と重大プロジェクト、科学技術のイノベーション及び戦略的新興産業、「一带一路」のプロジェクトなどに投資することを支持する。また、金融機関が資産管理商品の発行により募集した資金を経済構造の転換と企業レバレッジの削減に使用することを支持する。 ・ クロスボーダー資産管理商品と業務並びに国内外貨資産管理商品及び業務は、外貨管理局の関連規定に満たさなければならない。
12	情報開示と透明度	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、投資家に対して、真実で、正確かつリアルタイムで資産管理商品に関する募集情報、投資先情報、レバレッジ、収益分配、信託アレンジ、投資家アカウント情報及び主な投資リスクを自主的に開示しなければならない。
13	企業ガバナンスとリスク隔離	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、非標準化債権類資産あるいはエクイティ類資産に対して、直接あるいは間接、明確なあるいは隠蔽した担保もしくは買戻し約束をしてはならない。 ・ 金融機関は、資産管理業務を展開するにあたり、資産管理業務とその他業務の分離、代理販売業務と自社運営業務の分離、資産管理商品と代理販売の金融商品の分離、資産管理商品間の分離、資産管理業務運営とその他業務運営の分離を確保しなければならない。
14	第三者による独立信託管理	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関が発行する資産管理商品の資産は、預託管理資質を有する第三者の機関により独立して預託管理しなければならない。
15	資金プールの規範	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、資産管理商品ごとに、資金の単独管理、単独記帳、単独決済を行わねばならない。資産管理商品の連続発行、集合的な運営など資金プールの特徴を有する業務を展開してはならない。 ・ 単一のプロジェクトのために複数の資産管理商品を発行する場合、単

		<p>ープロジェクトへのリスク集中を回避するため、当該プロジェクトに投資する複数の資産管理商品の合計投資額は 300 億円を超えてはならない。</p>
16	資産ポートフォリオの管理	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関は、資産管理商品ごとに、その投資資産が投資家のリスク引受能力に適していることを確保しなければならない。それぞれの商品の投資資産の構成がクリアで、リスクが識別できることを図らなければならない。 金融機関は、資産管理商品の単一投資資産への集中をコントロールしなければならない。
17	資本強化と準備金計上の要求	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関は、リスク準備金として、資産管理商品の管理費収入の 10% 相当、あるいは規定に従ってオペレーショナルリスク準備資本または相応のリスク資本準備金を積み立てなければならない。リスク準備金残高は、資産管理商品残高の 1% に達した時点で積み立てを終了することができる。 リスク準備金は、主に金融機関の規定違反、契約違反、操作ミスあるいは技術故障などによってもたらした損失を補填するために使用される。
18	元本利息保証の打破に関する監督要求	<ul style="list-style-type: none"> 人民銀行あるいは金融監督管理部門の確認により、資産管理商品の元本収益に対して保証を提供する行為が認められた時、金融機関に対して罰則を強化する。
19	負債基準統一化の要求	<ul style="list-style-type: none"> 資産管理商品に対して負債比率の上限を設定し、同種類の商品が統一した負債比率が適応される。オープン型公募商品の総資産は当該商品の純資産の 140% を超えてはならない。クローズ型公募商品あるいは私募商品の総資産は、当該商品の純資産の 200% を超えてはならない。単一商品の総資産を計算する時、ルックスルーの原則に基づき、投資先の資産管理商品の総資産も合計の対象となる。 資産管理商品の所持者は、その所有の資産管理商品を担保融資に差し出してはならない。 個人は、銀行の借入など自己資金以外の資金をもって資産管理商品に

		投資してはならない。また、資産負債率が警戒レベルに達すもしくは超過した企業は、資産管理商品に投資してはならない。
20	優先劣後構造商品の設計	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公募商品、オープン型私募商品、（投資比率 50%超の）単一投資先に投資する私募商品、投資先の債券や株式などの標準化資産の比率が 50%超の私募商品は、優先劣後構造の商品設計をしてはならない。 ・ 優先劣後構造の私募商品の総資産は、当該商品の純資産の 140%を超えてはならない。優先劣後構造の私募商品は、投資先の資産リスクの程度に応じて優先劣後の比率を決めなければならない。固定収益類商品の優先部分対劣後部分の比率は 3:1、同エクイティ類商品の比率は 1:1、商品とデリバティブ商品及び混合商品の比率はそれぞれ 2:1 を超えてはならない。
21	多重的な迂回融資チェーンの解消	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、その他金融機関の資産管理商品に対して、投資範囲やレバレッジの制約を回避するためのチャネルサービスを提供してはならない。 ・ 資産管理商品の資金による資産管理商品への投資は一層のみである。投資した資産管理商品によるその他資産管理商品への投資は禁じる（公募証券投資基金は除く）
22	人工知能投資顧問	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、人工知能の技術を利用して、ロボアドバイザーの起用による資産管理業務を展開する場合、金融監督管理部門の許可を得なければならない。 ・ 金融機関は外部機関に人工知能による投資アルゴリズムの開発を委託する場合、異なる商品の投資戦略に対応した人工知能投資アルゴリズムを開発し、アルゴリズムの同質化による投資行動の一辺倒を回避しなければならない。アルゴリズムの同質化、プログラミングの設計ミス、データ分析利用の不十分などの人工知能の欠陥やシステムの異常によって投資家のハーディング現象を引き起こしたものに対し、金融機関は、強制的に人工知能投資アドバイザー業務を修正あるいは終了させるなどして、人工による干渉措置を取らなければならない。
23	関連取引	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は、資産管理商品の資金を利用して、不正取引や利益供与、

		インサイダー取引、市場操作、関係者の虚偽プロジェクトへの投資、上場企業に対する関係者との共同買収、自己への資本注入などをしてはならない。
24	統計制度	<ul style="list-style-type: none"> 資産管理商品の統一的な報告制度を確立する。人民銀行を中心に、資産管理商品のデータコードと統計制度を策定し、資産管理商品の情報システムを構築する。資産管理商品の基準、情報分類、データコード、データ様式などを統一する。各商品の基本情報、募集情報、資産負債情報及び中止情報などを統計する。
25	監督分業	<ul style="list-style-type: none"> 人民銀行は、資産管理業務に対するマクロブルーデンスの管理、金融監督管理部門は、資産管理業務の市場参入と日常の監督をそれぞれ担当し、投資家の保護を強化する。
26	監督原則	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関と金融機能に対する監督の融合を図り、商品類により機能監督を実施し、同類の資産管理商品は同じ監督基準を設け、裁定取引を減少させる。 ルックスルー原則に基づく監督を実施し、迂回融資によって発行された資産管理商品に対しては、商品の最終投資家並びに商品の基礎資産を識別できるようにする。 マクロブルーデンス管理を強化し、資産管理業務のマクロブルーデンスの枠組みを構築する。 リアルタイムの監督を実現し、資産管理商品の発行、投資、決済などすべてのプロセスに対して動的に監督し、総合的な統計制度を確立する。
27	規定違反行為の罰則	<ul style="list-style-type: none"> 違法行為に対して、統一した処罰基準を設ける。
28	過渡期の設定	<ul style="list-style-type: none"> 2019年6月30日までを過渡期とし、過渡期過ぎた後、金融機関は本指導意見に違反する資産管理商品を発行してはならない。
29	非金融機関による資産管理業務の展開に関する要求	<ul style="list-style-type: none"> 資産管理業務は、金融業務として特別に許可された経営事業であり、金融監督下に置かねばならない。国家による特別規定がない限り、非金融機関は、資産管理商品の発行や販売を行ってはならない。

(出所)「金融機関資産管理業務規範化に関する指導意見(パブリックコメント募集稿)」より筆者作成・訳出。