

書 評

李 立榮著

『中国のシャドーバンキング
形成の歴史と今後の課題』

(早稲田大学出版部, 2022年7月)

若 園 智 明

1. はじめに

本書は、著者である亜細亜大学の李准教授が早稲田大学大学院において博士号を取得した論文をベースとした書籍である。中国のシャドーバンキングの現状を観察し、その背景や歴史を踏まえて、米国のシャドーバンキングと比較をしながら経済的な分析を試みている。

用語としての「シャドーバンキング」が強く意識されたのは、2008年9月のいわゆるリーマンショックに端を発する世界金融危機の時であろう。その震源地となった米国をみると、危機の原因を調査した金融危機調査委員会の報告書(FCIC, 2011)では、シャドーバンキングを「銀行業務と相似しているが、商業銀行よりも規制が緩やかな金融機関および活動」と定義し、投資信託や投資銀行、ヘッジファンドなどをその活動の担い手と記している。FCIC(2011)によると、シャドーバンキングで扱われているのはコマーシャル・ペーパーや証券ローン、レポ、ABS発行体の負債、MMFなどであり、これらの取り扱い額が金融危機の発生までに顕著に増加していたことが危機の根底にあったとされた(ただし、民主党系委員の意見)。

しかしながら、リーマンショック後に米国で成立したドッド・フランク法(包括的な金融規制改革法)の柱の1つであるボルカー・ルールが象徴的であるように、このようなシャドーバンキングに対して規制による活動制限を単純に当てはめることは必ずしも有効な対策とはならない。ボルカー・ルールは、銀行事業体(Banking Entities)がヘッジファンドやプライベートエクイティ・ファンドの株式やパートナーシップ等を保有することやファンドのスポンサーとなることを原則として禁止したが、その結果は、規制や監督の対象下である商業銀行から該当する業務がスピノフされ監視対象外の業態や地域へ移転し、かえって影を濃くする結果となった。つまりは、重要であるのはシャドーバンキングの経済分析を踏まえた対策であり、その機能や特性に合わせた対処が求められていると言える。このシャドーバンキングの分析は、本書の主たる目的に他ならない。

本書の第3章で説明されるように、中国のシャドーバンキングは本書が①型と呼ぶ形態に米国と類似した部分があるものの、②型や③型では相当なる差異がみられる。それ故に、中国のシャドーバンキングの経済効果やメカニズムの分析において、米国を対象とした分析をその

まま導入することは必ずしも最適とはならず、改めて中国を対象とした独自の分析が求められる。しかしながら、中国のシャドーバンキングの実態を知るために必要な公式の統計情報は乏しく、信頼できる情報の不足が本書の挑戦を極端に困難なものとしている。本書は、金融機関やリサーチ会社などが公表したレポート等を多数活用することで情報不足への代替としているが、読者はこれを次善の策であると心得るべきであろう。

2. 本書の構成と内容

本書の構成は以下の通りである。

序章 シャドーバンキングとは何か

第1章 中国のシャドーバンキングの概観

(①から③型までの現状や規模の把握)

第2章 中国のシャドーバンキング①型

(①型の発展・形成の過程、主要な業務の実態)

第3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

(①型の特徴と役割を米国と比較)

第4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

(②型と③型の業務の実態)

第5章 中国のシャドーバンキングの潜在的なリスク

第6章 規制当局の対応と今後の方向性

終章 シャドーバンキング②型と③型の規制監督の概観・評価と方向性

本書は序章において、中国のシャドーバンキングに対して①経済的・社会的な要因、②二重

構造の金融体制の要因、③規制監督の制度的な要因にわけてアプローチをすることにより、シャドーバンキングを以下の大きく3つに分類している。

第一が、免許を取得している金融機関（銀行）ならびに金融監督の対象となるノンバンクが該当するシャドーバンキング①型である。ノンバンクとしては、信託会社や証券会社、保険会社やファンド会社などが該当する（主に銀行の貸出債権をオフバランス化し理財商品に転換）。このシャドーバンキング①型は銀行を中心として規制監督の対象でありながら、より緩やかな規制の金融行為に従事している。その意味で、米国のシャドーバンキングと比較的類似した存在であると説明される（ただし第3章の比較分析をみると同列に論じることは出来ない）。

第二が、民間錢庄（高利での貸し付け）や民間担保会社、小額貸付会社、投資組合や質屋など、中国の金融システムが近代化される以前から存在しているもののインフォーマル（規制のグレーゾーン）に留まっている②型である。この②型の多くは中国で観察される個人間貸借から派生したシステムと呼ぶことができ、銀行のチャネルの外にありながら中小企業や個人の資金調達手段として発展している。

第三は、近年発展が著しいフィンテックを活用した業態である③型である。P2P レンディングやクラウドファンディング、ネット小口融資などが該当し、オルタナティブファンディングやオンライン・オルタナティブファンディングとも呼称されている。

第1章では、これら3つの型の主要プレイヤーやビジネスモデルをまとめている。

2.1. シャドーバンキング①型の分析 (第2章, 第3章)

第1章で引用されている日本銀行北京事務所(2014)によれば、中国のシャドーバンキングを資金の貸し手(預金者や投資家などの運用者)からみれば、銀行理財商品や信託商品が代表的な運用対象となる。預金金利には上限が設定されているが、これら運用対象は金利規制の対象外であったため高い運用利回りを追求することが可能となる。その一方で、調達された資金は、社債や銀行引受手形、信託貸出、委託貸出(銀行を仲介した企業間貸付、2018年の規制で不可)(中国では企業間での直接的な資金の貸借は禁止)を通じて企業や地方融資平台(地方政府傘下の投資会社)に流れている。中国経済の急速な発展やリーマンショック時の大規模な景気刺激策もあり中国におけるシャドーバンキングは急拡大したが、このようなシャドーバンキングにおける資金の流れには脆弱性が内在していることは明白であろう。

比較的大規模な金融機関が含まれる①型に関して、第2章は時系列でみた①型業務の推移を、続く第3章では中国の金融システム全体に与えている影響の分析を試みている。

中国のシャドーバンキング①型の中心には銀行が位置し、銀行が既存の規制を回避すべく信託会社や証券会社などを活用していった記述は生々しい(第2章)。第2章は①型のビジネスの詳細を扱っているが、特に上述の危機時に実施された4兆元にのぼる景気刺激策の後に訪れた金融引き締めが不動産開発業などの銀行借入を困難とし、その結果①型を通じた資金への依存度を高める結果へと繋がる過程は、バブル経済とその崩壊を経験した我が国からみても非常

に興味深い。続く第3章では、中国のシャドーバンキング①型と米国との比較分析を行っている。

2.2. シャドーバンキング②型と③型 (第4章)

②型に該当する金融機関としての免許を持たない民間錢床や小額貸付会社、質屋や民間担保会社などは、類似した組織が東南アジアでもみることが出来る。第4章で説明するように、個人間での貸借を発祥とする自発的金融活動が組織化された形態とも言える。

前述の①型は比較的大規模な金融機関であり、これまで中国銀行業監督管理委員会(以下、銀監会)などによる規制の見直しの対象となっていることから我が国でもその概要は知られているが、この②型は規制の観点からグレーな取引として扱われている。地下金融とも言われており、その実態についての日本語での記述は貴重となろう。

中国の金融で近年特に注目されるのはフィンテックを活用した取引である。著者は中国のフィンテックに関して多数の学術論文を執筆されていることもあり、評者としてこのパートを最も興味深く読んだ。第4章では、この③型の代表としてP2Pレンディングやクラウドファンディング、ネット小口融資が取り上げられている。この内、取引金額をみればP2Pレンディングが③型に該当する取引の殆どを占めており、特に消費者向け(2015年で524億ドル)と事業者向け(同396億ドル)のP2Pレンディングは巨額である。個人投資家にとって、P2Pレンディングは資産運用手段として認識されているが、2015年に国内株価が暴落したことにより、P2Pレンディング市場に個人の資金が流れ

混んだとの指摘は重要であろう。その一方で、P2P レンディングにおける詐欺的行為が増加したことが、銀监会による規制の強化へと繋がっている。クラウドファンディングにおいても同様な傾向が報告されているが、興味深いのはP2P やクラウドファンディングのプラットフォームに対する監視の強化であろう。例えば米国では、SNS における投資詐欺の増加を受けて、2012年の JOBS 法に基づきレギュレーション・クラウドファンディングが導入されている（この規制は SEC が作成）。この米国の規制ではファンディングポータルに明確な責任を課すことで規制的な対処が行われているが、中国のシャドーバンキング③型に対する銀监会と類似したアプローチとなっている。

2.3. 潜在的なリスクと規制的対応（第5章、第6章）

残る第5章と第6章は、シャドーバンキングが金融システム全体に与える影響の把握と監督当局による規制的対応である。特に、銀监会による規制的対応の効率性を検討するためには、規制の前提となるリスクの把握は必要条件となる。

シャドーバンキング①型に内在するリスクに関して、第5章は金融システム（マクロ）と銀行理財商品等（ミクロ）にわけて考察している。金融システムにとってのリスクは、①運用（長期）と調達（短期）の期間のミスマッチ、②中国の金融システム自体の不安定性、③中小型商業銀行の構造的課題、④銀行と銀行以外の①型機関とのリスク相関性などを挙げている。ただしこれらの内、運用と調達の期間のミスマッチは通常の銀行の預貸業務でも同様であり、シャドーバンキング固有のリスクとは言え

ないであろう。一方で、中小型商業銀行に関しては、その理財業務を拡大させた背景として、大型銀行と比較して預貸業務からの収益性が低いことを挙げており、譲渡性預金で調達した資金を用いた債券投資で収益を確保するためにレバレッジをかけていたとの指摘は非常に興味深い（ただし、そのメカニズムについての解説は無い）。銀行理財商品等が抱えるリスクについての分析は、マクロと同様な期間ミスマッチや流動性リスクなどを用いた解説であった。さらに第5章は②型と③型のリスクに関しては基本的には第4章の説明を繰り返すに留めている。

このようなリスク分析を踏まえて、第6章は今後の規制的対応を展望している。最初に指摘しているように one size fits all の規制は適切ではなく、個別の経済的特性等を加味した規制が求められるのは尤もである。第6章の記述の中心は①型、②型と③型に関するこれまでの規制的対応のまとめであるため、中国の金融規制について学ぶ読者にとっては貴重な文献となろう。

シャドーバンキング①型に関して、銀监会は2009年10月から銀行の理財業務に関連する通知を複数出している。銀信合作業務については、特に2010年8月の通知が重要であろう。銀行に対してオフバランスの資金をオンバランスに計上し、貸倒引当金の積み増しや自己資本の積み増し（大手行は11.5%の自己資本比率、中小型行は10%）を義務付けるなど銀行の安定性確保を目的とした規制の強化を打ち出している。このような規制強化により、2014年以降はオフバランス取引が大きく減少した。

②型については貸出金利の適正化を目的とした制度作り、③型については規制サンドボックスの導入とプラットフォームを中心とした規制の

整備が紹介されている。特にフィンテックを活用した③型は金融の国際競争力の源泉でもあり、その特性を活かして健全なる発展を促す規制の設定は当局にとって最優先の課題となろう。③型の中から第4章で中心的に扱われたP2P レンディングへの規制を取り上げると、銀監会などの4当局は2015年12月にパブコメ結果を公表した後、2016年8月に新法を公布してP2P レンディングの法整備を行っている。この新法は①ネット貸借情報仲介機関を定義するとともに、②当該仲介機関にP2P レンディングにおける貸し手等の利益保護の義務や③顧客資産の分別管理の義務を課し、さらには④13項目から成る禁止行為も規定している。この新法の施行を受けて、2017年よりP2P レンディングを扱うプラットフォームに対する取り締まりの強化が実施されている。特に第6章では、問題のあったプラットフォーム摘発の実例を複数掲載している。

シャドーバンキング③型を含めて、著者は中国におけるフィンテック金融に対する規制の強化を危惧している。ボルカー・ルールで例示したように、経済的な機能や特性を考慮せずに単純に行為の禁止や制限を課すことは必ずしも危機の抑止とはならない。著者の学術論文である李(2021)を拝読すると、アントグループが提供する支付宝(アリペイ)など、中国の金融における新たなテクノロジーの活用は目覚ましい。著者が予測するような規制の展開が、中国金融をどのように変えていくのかを注目していきたい。

3. 若干の指摘

本書に対して若干の指摘をして書評を締めく

くりたい。

評者は米国の資本市場規制を研究対象としているため、本書の複数の章で試みられている中米比較の箇所は大変参考となった。しかしながら、公開されている公的情報量の違いもあり、米国の先行研究とは分析の蓄積に差がある。本書の挑戦は大いに評価するものであるが、米国を対象とする研究とは異なり先行研究の活用が容易ではないこともあり、本書が提示する幾つかの分析に対しては隔靴搔痒の感があった。さらなる分析の余地は大いにあろう。

また、冒頭で記したように本書は博士号の書籍化である。最初から1冊の専門書として執筆されていれば、各章が担当する分析は明確に確立して提示されたのであろうが、本書では、例えば第1章から第3章などで似通った説明が見受けられる。これは論文を集めて書籍化する際にみられる特徴であるが、読者は議論が行ったり来たりする印象を持ち些かの戸惑いを覚えるかもしれない。本書を中国のシャドーバンキングを共通タイトルとする論文集としてお読みいただくのが適当であろう。

最後に、読者の誤解を招きかねない説明があることを指摘しておきたい。例えば、序章で英国のターナーレビューを引用して、(米国において)「多くの場合、ミューチュアルファンドは「元本割れ」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または明示的に約束していた。」と記述しているが、ターナーレビューがシャドーバンキングとして分析している「ミューチュアルファンド」は米国のMMFである。MMFは原則として元本割れを起こさない金融商品として喧伝されていたが、通常ミューチュアルファンドでは元本保証を連想させる表記は出来ない(元本確保型の

商品はある)。またシャドーバンキング①型を対象とした第2章において、銀行の理財商品と並んで理財業務が説明されているが、理財業務の英語表記に「wealth management business」が使用されている。英文でのウェルスマネジメント・ビジネスは、通常は富裕層向けのオーダーメイド型の資産管理業務を指し、顧客からの預かり資産は厳格に分別して管理されている。適切な注釈が無いため、銀行の当該業務が中国ではシャドーバンキングに該当するとの誤解を招きかねないのではないか。

これは自省自戒でもあるのだが、完璧な学術

書の執筆はなかなか難しい。

書評中の参考文献

日本銀行北京事務所（2014）「中国のシャドーバンキング」、『にちぎん』No.38, pp.32-35。

李立栄（2021）「中国におけるデータ駆動型金融に関する研究」『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所，第3章。

FCIC（2011）, *Financial Crisis Inquiry Report*, Public Affairs New York.

（当研究所主席研究員）