

## 中国のシャドーバンキング

—最近の動向と今後の課題—

李 立 栄

ただいま御紹介いただきました亜細亜大学の李です。本日はこのような機会を頂戴し、大変光栄に存じます。

本日は、「中国のシャドーバンキング—最近の動向と今後の課題—」というテーマでお話しさせていただきます。昨年、早稲田大学出版部より上梓した『中国のシャドーバンキング—形成の歴史と今後の課題』に最新事情を加えたものが本日の内容です。この本は、中国のシャドーバンキングの実像を明らかにした初めての研究書ですので、御関心がある方はぜひ御覧いただければと思います

す。

本題に入る前に、シャドーバンキングについて簡単に説明いたします。

皆さんは「シャドーバンキング」と聞いて、どのようなイメージを持ちますでしょうか。シャドーとは「影」で、映し鏡という意味で使われることがあります。中国では、シャドーバンキングを「影子銀行」といいます。日本ではシャドーとシェードが混同されていることがあり、シェードも「陰（かげ）」と訳しますが、「影（かげ）」とは全く異なる概念です。それにもかかわらず、日

陰というニュアンスから闇金を連想し、シャドーバンキングを取り締まるべきといった意見も見られます。

シャドーバンキングという言葉が広く世界に知られるようになったきっかけは、皆さん御承知のように、二〇〇八年にアメリカでリーマン・ショックが起こり、世界金融危機が生じたことでした。アメリカは自由の国という印象があります。銀行規制に関しては日本よりはるかに厳しい規制があり、アメリカの銀行業の重荷になっています。ところが、シャドーバンキングを使うことで銀行規制を回避し銀行と同様の資金提供ができました。健全に利用すれば大きな問題はなかったのですが、見えないリスクが蓄積されてモラル・ハザードが生じ、悪用する金融機関が現れたのです。それが明らかになっていったのが、二〇〇八年のリーマン・ブラザーズの破綻でした。世界金

融危機の後、世界の主要二五カ国・地域の中央銀行・金融監督当局・財務省などが集まって金融システムの安定に向けて議論を行う金融安定理事会（FSB）が立ち上がり、シャドーバンキングにも規制を設けようという論調が強まりました。また、中国でもシャドーバンキングの議論が盛んになっていました。

この本を書いた当時、中国に行ってヒアリングをしたり、当局の方と議論しました。また、G20のシャドーバンキングのワーキンググループで当局や専門家とも対話しましたが、欧米や日本のようなイメージではなく、切迫感や焦りといったものはほとんど感じられませんでした。アメリカと中国、両者のシャドーバンキングの議論の対象が異なるのではないか、その評価も異なるべきではないかという問題意識を出発点として、この本をまとめました。

最近、一〇年前に注目したシャドーバンキングに再び目を向けたのは、昨今、中国の不動産開発業者である恒大グループの債務危機問題から流動性リスクが顕在化したほか、信用力の低い不動産会社が依拠していたシャドーバンキングからの資金調達が困難となり、住宅建設の停止が相次いだこと、さらに近年河南省や安徽省の村鎮銀行で口座凍結騒ぎが起こり、住宅ローン返済停止問題が浮上するなど、シャドーバンキングが中国の金融システムの不安定性をもたらしっていると話題になったからです。

中国のシャドーバンキングは、大きく三つに分類することができます。

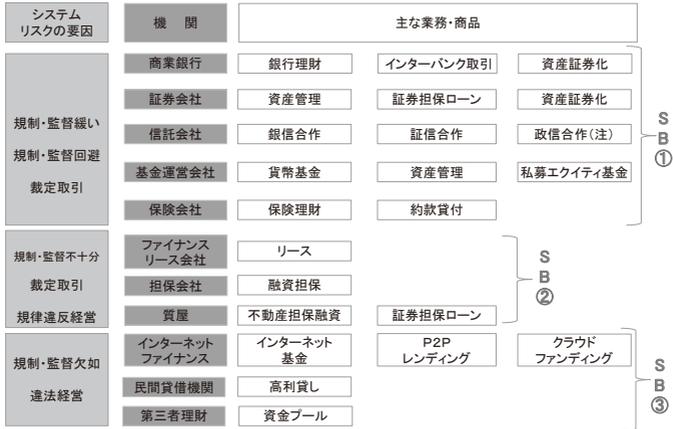
- ① 制度化された金融システムに組み込まれたもの（ノンバンクなど）
- ② インフォーマルな民間貸借（質屋や投資組合など）

- ③ 銀行システム外のフィンテック型（ネット小口融資やオンライン・オルタナティブ・ファイナンスなど）

それぞれの発展メカニズム、形成過程、リスクについて勘案すれば、後二者はさまざまな問題の指摘がありますが、自由競争への転換と金融包摂の意義、金融分野におけるイノベーションの活性化をもたらした面にポジティブな評価があるのではないかと考えています。本日は、こういった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、最近の不動産金融問題にも触れながら、今後の課題と展望について解説したいと思います。

図表 1

中国のシャドーバンキングの全体像と類型



Copyright (C)2023 Lirong LI ALL Rights Reserved.

(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を、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〕 発表者作成

## 一、中国のシャドーバンキング 概観

先ほど申し上げたとおり、私は、中国のシャドーバンキングを三つに分類しています（図表1）。一つ目は制度化された金融システムに組み込まれたもの（ノンバンクなど）です。具体的には、金融資産管理会社、信託会社、証券会社、ファンド管理会社などで金融監督を受けるノンバンクです。また、商業銀行とノンバンクの協業、信託会社との合作（銀信合作）、証券会社との合作（証信合作）もここに含まれます（以下、本稿では「類型①のシャドーバンキング」又は「類型①」と記載）。これらは中国の金融規制がある中で、銀行と同様に金融仲介機能を果たしながらも、規制を回避してさまざまな形態を展開する金

融イノベータータイプな「銀行の影」の存在だと理解しています。

二つ目の形態は、銀行システム外のシャドールンキング、いわゆるインフォーマル金融です。金融機関の免許を持たず、規制・監督も不十分な貸金業、消費者金融です。これらは金融システムの近代化以前から存在しており、民間担保会社、質屋、投資組合などがその例です（以下、本稿では「類型②のシャドールンキング」と記載）。インフォーマル金融は、日本では闇金を連想されますが、中国では政策金融あるいは公的金融の対極的な存在としてよく語られます。本日は時間の関係でこの形態について割愛しますが、御関心のある方は本をご覧ください。長い歴史を遡ると、紀元前八世紀から紀元前三世紀末までの春秋戦国時代に出現した。唐時代（七世紀～十世紀）に最も盛んになり、最初の金融市場が生まれて、現代の金

融にも通じるインフォーマル金融の手法（信用貸付・抵当貸付など）が用いられました。明の時代（十四世紀中葉～十七世紀初頭）には「大明律」で貸金の上限金利を三六％に設定し、日本の江戸時代や現在の消費者金融の貸出金利の参考にもなりました。

シャドールンキングの三つ目の形態は、銀行システムの外側にあり、フィンテック型のシャドールンキングと呼ばれています（以下、本稿では「類型③のシャドールンキング」又は「類型③」と記載）。フィンテックはファイナンスとテクノロジーを組み合わせた略語で、それを活用したオルタナティブ・ファイナンスです。具体的には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が該当します。これらも金融機関の免許を持たず、規制・監督もされていない金融仲介業です。

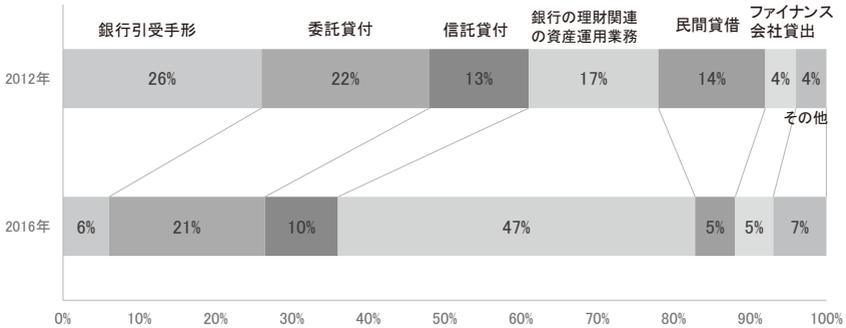
このように、中国のシャドーバンキングについては、①経済的・社会的な要因、②二重構造の金融体制（中国語で金融双軌制）の要因、③規制監督の制度的な要因の三つの側面から、三種類に分類しました。この三つの形態に関して、後二者（インフォーマル金融、フィンテック型のシャドーバンキング）は、先進国、とりわけアメリカのシャドーバンキングの定義と分類には含まれないほか、金融サービスにアクセスすることが困難な個人や零細・中小企業を対象に、新たな資金の運用・調達ルートを提供しました。また、金融包括の役割も果たしており、後二者をポジティブに捉えています。

中国のシャドーバンキングの規模は、二〇一三年以降急拡大しています。二〇一七年八月に中国人民銀行が取りまとめた金融安定レポートでは、シャドーバンキングの資産管理業務のデータが初

めて公表され、業態間の重複分を除いた規模は二〇一六年末時点で約六〇兆元（約一二〇〇兆円）となつています。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ました。当局・国際機関や国内外の金融機関の推計をみますと、二〇一六年の中国のシャドーバンキングの規模はおよそ五〇兆元から六〇兆元であり、前述の中国人民銀行が発表したデータとほぼ同じで、二〇一三年の三十兆元〜三五兆元より約二倍近く拡大しています。ムーディーズによれば、二〇一六年末の広義のシャドーバンキングの残高は六四・五兆元に上り、当時の中国の名目GDPの八七%ほどに達します。中国のシャドーバンキングを構成する多くの要素は、实体经济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の指標に反映されていませんが、二〇一二年前後に構造変化が起きました。

図表2

中国のシャドーバンキングの構成(2012年末と2016年末の比較)



Copyright (C)2023 Lirong LI ALL Rights Reserved.

(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) 及び消費者金融会社を含む。

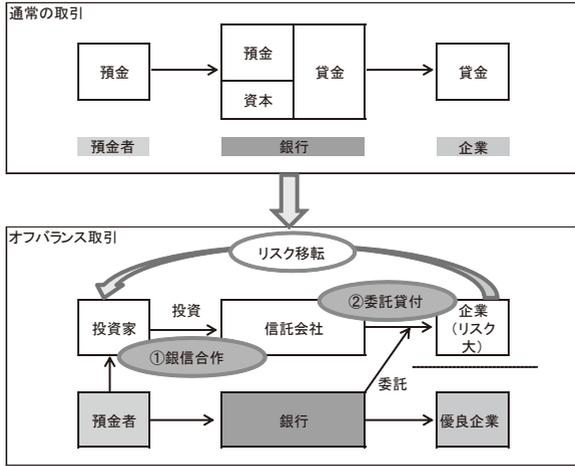
[出所] Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」(2016年4月と2017年11月) より 発表者作成

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)以外の要素が、二〇一二年の約四〇%から二〇一六年の六四%まで拡大しています。特に、銀行の理財関連の資産運用業務が全体に占める割合は、二〇一二年末の一七%から二〇一六年末の四七%まで増加しています(図表2)。

二、類型①のシャドーバンキング(制度化された金融システムに組み込まれたシャドーバンキング)

シャドーバンキングの業務は幅広く、二〇一三年まで、主にオフバランス取引、つまり、銀信合作、委託貸付・信託貸付というコアな部分の理財商品が中心でした。これは、二〇〇八年に世界金

図表3  
銀行のオフバランス取引の仕組み



Copyright (C)2023 Lirong LI ALL Rights Reserved.

〔出所〕 発表者作成

融危機が発生し、中国政府が四兆元に上る財政政策と金融緩和を行った結果、資金需要が急増したものの、銀行のオンバランスの貸出業務は規制があるために十分対応できず、外部のチャネルを経由したオフバランス取引（シャドーバンキングのコアの貸出）が活発になったためです。

銀行のオフバランス取引の銀信合作は、個人が銀行に預金するのではなく、銀行から紹介された信託会社に個人投資家として投資するものです。ここでは、銀行のバランスシートを経由しない金融仲介が行われます。一方、委託貸付は信託会社が銀行に委託される形で貸付を行うもので、信用リスクが大きい企業向けの貸出に銀行はあまり積極的ではありません。このように、オフバランス取引は、銀信合作と委託貸付によってリスクが銀行から個人投資家に移転します（図表3）。

ここで銀信合作の具体例である資産運用商品

(理財商品、ウェルス・マネジメント・プロダクツⅡ W M P s) を説明します。信託会社は個人投資家に W M P s を販売し、得られた資金は不動産ローンといった典型的貸付のほか、債券、信託商品や P E ファンドなど様々な担保付資産運用商品に投資されます。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す。

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、銀行が得た資金の投資先は多岐にわたりますが、二〇一〇年から二〇一三年にかけては、インフラストラクチャーと不動産の二つの事業向けの投資が最も多い状況です。ただ、企業への投資や債券購入を通じて提供された資金もあり、実態はかなり多くの投資信託の資金が地方政府のインフラや不動産事業に流れ

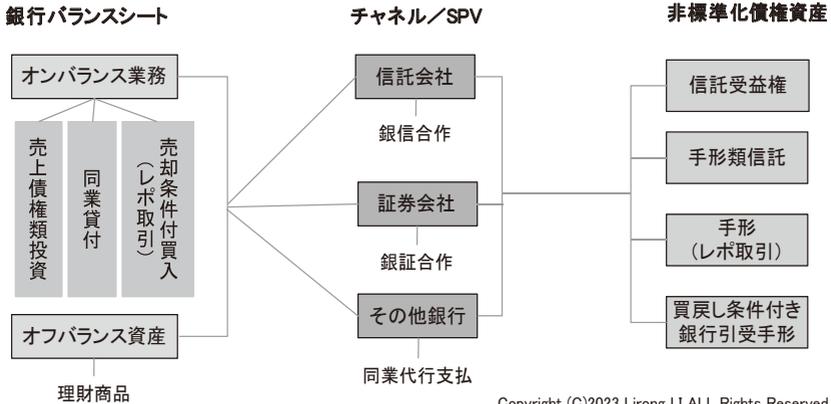
ていたと考えられます。

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産運用のうち、貸出の形態をとるものです。日本の信託銀行と違い、中国の信託会社は預金業務が禁止されていますので、地方政府の長期の資金調達、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関わっています。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が急速に拡大し、受託資産は二〇一〇年以降、右肩上がりとなっています。

さて、二〇一三年まではコア業務を中心に拡大したのですが、二〇一三年以降、中国ではインターバンク取引(銀行間取引)が急拡大しています。業態別の銀行貸出の推移をみますと、二〇一三年以降、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ています。インターバンク市場は、参加

図表4

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



Copyright (C)2023 Lirong LI ALL Rights Reserved.

(注) 銀監会によると、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  
ていない債権資産を指す。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。

〔出所〕 発表者作成

者が銀行を中心とした金融機関に限定された市場  
なので、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でもあります。  
こちらが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仕組みです（図表4）。イン  
ターバンク取引は、中国国内で設立された金融機  
関同士が投融资を中心として様々な業務を展開し  
ています。主なものとして、インターバンク預  
金、インターバンクプレースメント、同業借入、  
同業代行支払、アメリカのシャドーバンキングに  
近いレポ取引（売戻し条件付買入もしくは買戻し条件  
付売却）など、同業融資業務および同業投資業務  
が含まれます。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より  
積極的にリスクをとるように行動しました。具体  
的には、オフバランス資産の理財商品の資金は、

信託会社（銀信合作）、証券会社（銀証合作）、その他銀行（同業代行支払）との協業業務のチャネルを通じて、实体经济に非標準化債権資産を提供しています。これらは実質的に企業向けの融資です。同業向けレポ取引資産や売上債権類投資などの会計項目に記帳されるこれらの資産は、通常、貸出項目に計上する必要がありません。そのため、銀行は、チャネルとなる企業、あるいはノンバンクの金融機関を取り入れることで、貸出規制を回避することができ、新しく収益も得られることが可能です。

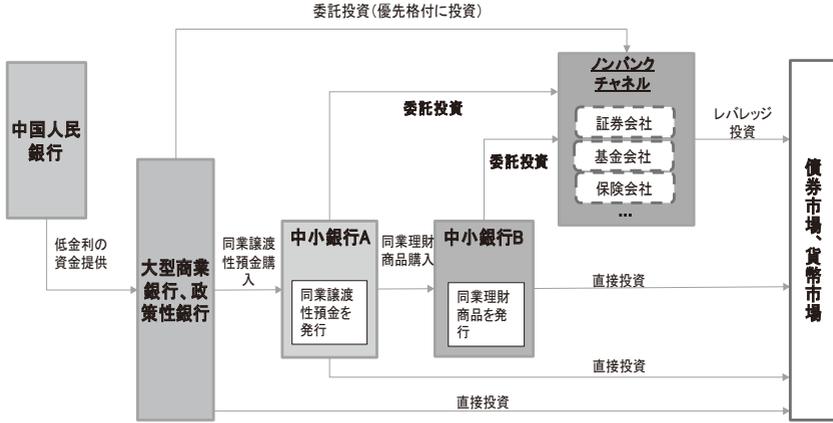
この背景には、従来行ってきたコア業務の規制が強化されたため、二〇一三年以降、新しく規制を回避する金融商品がインターバンク取引で登場したという、市場と規制監督との駆け引きの結果でもあります。

インターバンク取引の資金チェーンの仕組みを

見ると、アメリカのシャドーバンキングと近いのですが、短期資金の調達、長期投資の運用という期間ミスマッチが生じて、インターバンク取引のチェーンが長くなっていることが分かります（図表5）。大型商業銀行、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もしくは委託投資業務などの形式で、中小型商業銀行とノンバンクに資金シフトして、最終的には債券市場、貨幣市場に中小型商業銀行が金融レバレッジをかけて投資します。ただ、アメリカのように三〇倍とか四〇倍ではなくて、一〇倍程度のレバレッジです。また、銀行間でお互いに同業譲渡性預金と同業理財を購入・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ています。

これまでの内容を踏まえて、類型①のシャドーバンキングの特徴を四点挙げるができます。

図表5  
インターバンク取引の資金チェーンの仕組み



Copyright (C)2023 Lirong LI ALL Rights Reserved.

〔出所〕 発表者作成

第一は、金融仲介機能を実際に発揮している点です。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ます。商業銀行の貸出に類似した機能で、ノンバンク系と協業する部分もあります。

第二は、金融政策の効果が比較的表れにくいことです。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です。アメリカのシャドーバンキングの拡大背景と同様に、九〇年代後半から二〇〇〇年の初めごろに過剰流動性が起こり、市場が金余りの状態が続きました。また、二〇〇八年の世界金融危機後、四兆元規模の財政政策・金融緩和などの景気刺激策を行ったことでも余剰資金が集まりやすいため、シャドーバンキングは容易に形成されます。他方、銀行を通じて融資の総量は規制されています。金融引き締めに伴って流動性が逼迫すると、シャドーバンキ

ングのニーズが高まるため、シャドーバンキングには資金に困りません。

第三は、規制監督が銀行に比べてかなり緩いことです。銀行の場合、預金準備金の保有や、自己資本比率の維持、バーゼルⅢ等の厳格な規制・監督を受けますが、シャドーバンキングはそれほどではありません。

第四は、金融仲介ルートが長いためリスクが大きいことです。この点は、アメリカのシャドーバンキングと同様です。

アメリカでは、銀行以外の金融仲介システムは、銀行同様の金融仲介機能を果たしながら、規制を掻い潜る形で行われているため、影に隠れた存在（影の銀行）となっています。これらはシャドーバンキングと呼ばれていますが、その定義は論者によって様々です。代表的な定義の一つは、「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）、ピークル及びストラクチャーの総称」と言います。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ムミックリスクや裁定取引などの問題を引き起こしうる信用仲介システム（ノンバンク系の投資銀行などを含む）と定義しています。

中国における類型①のシャドーバンキングとアメリカのシャドーバンキングの共通点は、法的属性から見ると、いずれも実体あるいは実体に準ずる機関です。規制監督の観点からは、いずれも制度の不備が存在しています。機能面では、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、満期変換及び流動性変換）の機能を担っています。また、アメリカと同様に、類型①のシャドーバンキング（類型①）と銀行は、オフバランスという形で実質的にリスクを共有しています。オンバランスになった場合、

信用リスク・流動性リスクが生じ、金融システム全体に不安定化をもたらす可能性があります。さらに、实体经济にも影響が大きいため、二〇〇八年以降、中国の規制当局は類型①に対して市場健全化に向けた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思われれます。

一方、中国の類型①とアメリカのシャドーバンキングの違いとしては、次の四点を挙げることができます。

一点目は、米中のシャドーバンキングの構造が異なっていることです。アメリカのシャドーバンキングは、証券化を通じて信用仲介チェーンが広がっています。そ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が一つの構造として存在しています。一方、中国の類型①は、各プレーヤーが殆ど独立し

た存在となっています。相互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ます。

二点目は、米中のシャドーバンキングの運営メカニズムが違うことです。アメリカ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をつながっています。アメリカ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ます。一方、中国では資本市場の発展が遅れているため、証券化業務がアメリカほど発達していません。中国の類型①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す。

三点目は、米中のシャドーバンキングの融資モデルが異なっていることです。アメリカのシャドーバンキングは、資産担保コマーシャルペー

パーを発行して集めた短期資金を、債務担保証券や資産担保証券などの高利回りの長期証券化商品に投資しています。その資金の提供源は、主にMFや年金基金などを運営する機関投資家です。一方、中国の類型①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ます。類型①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ます。

四点目は、米中のシャドールバンキングが伝統的な銀行との相互関係が異なっていることです。米銀はシャドール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、シャドールバンキングに対してデフォルトの担保をも提供しています。また、銀行自身も金融デリバティブ商品を発行し、保有しています。これに対し、中国の類型①は、銀行と複雑な関係を持っておらず、銀行にとって、銀行融資の代替または補完的な存在と

なっています。

また、金融システム要因・構造・仕組み・機能に関する比較という四つの視点から、類型①と米国のシャドールバンキングが異なる理由として、次の四点を指摘できます。

第一は、中国の金融システムが日本と同様に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す。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ません。シャドールバンキングによる金融イノベーションは中国の金融システム・資本市場の改革にもつながりますから、必ずしもネガティブに評価するべきではないと思います。

第二は、中国では金融が業態ごとに区分されて監督されており、業態を越えたサービス提供は禁止されています。従って、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ます。その結果、銀行が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は、規制上不可能です。類型①は、銀行以外の信用仲介を指すにとどまり、アメリカ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るシステムリスクは生じません。

第三は、中国では銀行に対して金融規制・監督が厳格化されたことで、かつてのアメリカと同様、規制回避の目的によるシャドーバンキングの金融仲介形態が増加しています。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ます。その資金仲介ルートが本来の銀行ルートでは規制の対象となるため、別のルートを

迂回しているという事に過ぎません。これに対して、アメリカの場合は金融機関の収益追求が主な目的であり、多様かつ複雑な資金仲介形態が発達していました。

第四は、中国の類型①のシャドーバンキングの資金提供先は、銀行の資金仲介ルートが提供する対象とは異なることです。中国は間接金融が中心です。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役割分担がされています。すなわち、大型国有企業は商業銀行から低金利で資金を借り入れることができる一方、中小・零細企業や政策規制の対象となっている企業は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ます。この後ご説明する類型③のシャドーバンキングが生まれた背景である金融包摂の面で、二つの金融システムが存在しているこ

とも、アメリカと異なる点です。

以上のことを踏まえて整理すると、類型①のシャドーバンキングは、投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、なくてはならないものです。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アメリカほど高くないという特徴を持っています。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ます。負債側にはデフォルトリスクが残りますが、そのリスクが世界的に波及する可能性は極めて小さい。また、市場性において、類型①は海外とのリンケージが弱いため、世界金融システム全体を不安定化させるような波及効果を持っていません。さらに、二〇〇八年のグローバル金融危機のような市場の機能不全は生じないと私は思っています。一方、アメリカ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が強いいため、金融危機が起きると世界に波及する可能性が大きいです。なお、情報開示の面では、類型①はアメリカのシャドーバンキングと同じく不透明性の問題があります。

### 三、類型③のシャドーバンキング (フィンテック型シャドーバンキング)

続いて類型③のシャドーバンキングについてご説明します。

まず、類型③のシャドーバンキングの主要プレイヤーは、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します。これらは金融機関としての免許を持たず、ほ

とんど規制・監督もされていない金融仲介業です。本研究では、これらは銀行システム外のフィンテック型のシャドーバンキングと定義しています。

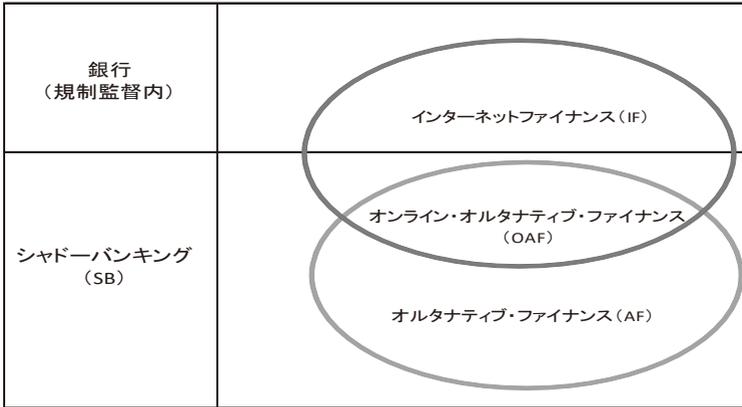
P2Pレンディング、クラウドファンディングは、フィンテックを活用したオルタナティブ・ファイナンス（代替貸出）、あるいはオンライン・オルタナティブ・ファイナンス（以下、OAF）の例であり、「インターネット元年」と言われる二〇一五年以降急拡大しています。P2Pレンディングとは、貸し手と借り手がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借することです。P2Pレンディングの事業者は、プラットフォームを通じて、貸し手と借り手をマッチングさせるが主な役割ですが、信用評価、投資アドバース、法的手続きなどのサービスも提供しています。また、一部の事業者は、ビッグデータ、AI

を活用して、資金の移転や決済、審査業務、債権回収・督促などのサービスも提供しています。

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は、こちらのとおりです（図表6）。OAFは、インターネットファイナンスの一部です。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が含まれます。もともと、中国ではOAFは、シャドーバンキング（影子銀行）の一種と考えられていましたが、シャドーバンキングの名称は、脱法的・非合法的などのネガティブなニュアンスがあるため、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りました。類型③のシャドーバンキングと、本日は割愛しました類型②のシャドーバンキング（インフォーマ

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



Copyright (C)2023 Lirong LI ALL Rights Reserved.

〔出所〕 発表者作成

ル金融)と同様、金融サービスにアクセスするところが困難な零細中小企業や個人を対象に、新たな資金の運用・調達ルートを提供しています。つまり、金融包摂という観点から、フィンテックを初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一定の評価ができます。

中国のOAFの市場規模は二〇一三年から右肩上がりが続けており、二〇一七年のピークには三千五百八十三億ドルと、二〇一三年の六四倍へ急増しました。一方、アジア太平洋地域のOAFの市場規模(中国を除く)も二〇一三年から拡大が続き、二〇一七年には三十六億ドルと、二〇一三年の三六倍となっています。

中国のOAFの拡大には四つの背景があります。

一点目は、中国は世界第二位の経済規模及び世界最大のインターネット人口と電子商取引市場を

擁することです。中国はインターネット人口及びモバイル利用者が世界最大であり、スケールメリットが存在しています。二〇二〇年末にはインターネットの利用者数が一〇億人を超え、普及率は七一%超となっています。この巨大なインターネット人口の成長に伴い、電子商取引（eコマース）の規模が増大し、二〇一三年にはアメリカを上回って世界一位となり、その後も拡大が続いています。成長の背景には、二〇〇三年に導入された第三者決済サービスが二〇一一年に法的位置づけを明確化したことです。中国のeコマース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、これを用いて多様な金融商品が取引されています。これらすべてがOAFの発展要因となります。

二点目は、既存の金融システムの効率性の低さです。先ほどお話ししたように、銀行にはリスクテ

イク能力の限界があります。商業銀行の自己資本比率、預貸比率、貸出総量など様々な規制があり、多様な資金ニーズに銀行の貸出能力が対応しきれっていない面があります。近年、实体经济に供給される流動性の量を示す社会融資総量の対名目GDP比率と銀行貸出残高の対名目GDP比率は、大きく乖離しています。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・ファインダンス（銀行以外の金融仲介）の成長によるものと考えられます。すなわち、シャドーバンキングの役割を果たしています。中国の商業銀行は一般的に大手・国有企業向けを中心に融資を行っています。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、銀行の審査は慎重であり、銀行だけでは中小企業のニーズに対応するには限界がありました。

三点目は、銀行預金金利よりも高いリターンを

求める投資家の資金運用ニーズの存在です。中国では、金利は制度的には自由化されていますが、実質的な金利規制（預金金利の上限など）が残っています。二〇一七年の中国の消費者物価上昇率が前年比一・六％で、それを下回る普通預金の金利（当時の利率・年〇・三五％）となったため、一部の投資家は資産運用商品に資産をシフトしました。このように、銀行は投資家の旺盛な運用・資金調達ニーズになかなか応えられていません。また、中国の資本市場は十分に発達していない要因もあります。そのような背景に、アリババの投資理財商品「余额宝」（当日の利回りは年四％台）に代表されるように、フィンテック企業の投資理財商品・MMFに資金が流れやすい傾向があります。

四点目は、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す。OAFは、預金

取扱金融機関のように厳格な規制・監督を受けていません。一方で既存の銀行は、貸出金利の自由化が進んだとはいえ、貸出基準金利は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ません。OAF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織り込んだ高い金利でのビジネスが成り立ちます。中国政府と金融当局は国内市場を十分に開放せず人為的に金利を低い水準に抑えていることが、OAF（類型③のシャドールバンキング）の事業機会の創出につながっています。

時間の関係で、米中のP2Pレンディングとクラウドファンディングの発展状況と代表的なビジネスモデルなどを割愛しますので、ご関心がある方は、拙著をご参考ください。ここで、米中のP2Pレンディングの違いについて四点ご紹介しま

す。

一点目は貸し手（投資家）の条件の違いです。

アメリカでは、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ます。一方、中国では投資家に対する制限がなく、基本的に個人であれば誰でもP2Pレンディングへの投資が可能です。そのため、アメリカの投資家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です。

二点目はビジネスモデルの違いです。アメリカの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ます。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サービスののみを提供しています。

三点目は業務規制の違いです。アメリカでは、

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・販売を認めていますが、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ます。

四点目は与信審査とリスク管理の違いです。アメリカの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、厳格な与信審査を実施し、さらに、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ません。対して、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、アメリカの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ません。こうしたなかで、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

者が多いです。なお、二〇〇六年に中国人民銀行が個人信用情報調査センター（征信中心）を設立し、二〇一三年に「信用調査業管理条例」が施行されました。二〇一八年に政府系個人信用調査機関（百行征信）を設立しました。

その他、中国でのインターネット企業による金融サービスの提供は、スケールメリットと（非金融取引データを含む）ビッグデータの活用という点で、日米より有利な面があり、既存の金融機関よりも新規事業者の方が効率性・収益性の高いリテール金融サービスを創出する可能性があります。また、欧米では厳格な金融規制の枠組みのなかで、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です。一方、中国では、類型③のシャドールバンキングは、伝統的な金融機関から独立する決済プラットフォームをもとにした、既存の金融サービ

スを補完・代替する新たなサービスを提供しています。実際、類型③のシャドールバンキングの発展は、従来利用できなかった人々にも金融サービスを普及させる一定の役割を果たしており、金融包摂の手段としても近年注目されています。

#### 四、規制当局の対応と今後の方向性

類型①のシャドールバンキングは、御承知のようにアメリカのシャドールバンキングと近いのがあります。当然、類型②や類型③のシャドールバンキングよりも規模が大きく、銀行のオフバランス取引も含めて実体経済に占める割合も大きくなっていくため、急拡大に伴う潜在的なリスクの増大は、金融システムあるいは銀行システムに不安定性をもたらします。資金調達の面では、短期金融

市場と密接な関係があり、もしリスクが拡大した場合、最近の恒大グループのような流動性危機が生じる可能性が大きいと考えられます。今後、規制監督が厳格化するなか、類型①の市場規模が縮小する見通しです。

一方、オフバランス取引の貸出競争の激化は、商業銀行の構造転換に寄与すると考えられます。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ります。低金利という制約から脱することができず、デイスインターミデイエーション（銀行の金融仲介機能の低下）に直面します。そのような中、商業銀行は、預金集めにおける優位性を活かし、むしろ自発的にデイスインターミデイエーションを選択し、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や、新しい金融イノベーション、商品開発などを展開していると思われる。

政府・規制当局は、類型③のシャドーバンキングに対して、二つの側面から規制に取り組んでいます。一つは「穏健で寛容的な規制政策」を導入しながら、イギリスのレギュレーションサンドボックスの手法に似た実験的な新ビジネスを許容するというスタンスでした。つまり、類型③の発展を当局がある程度容認しながら、問題が起きた場合に規制強化を検討するというものでした。実際には、インターネットを活用した金融サービスについて、異業種からの新規参入規制を緩和して金融イノベーションを促しました。また、フィンテックの急成長により中小企業の資金需要が充足され、金融包摂の面でも重要な役割を果たしつつあるとの評価があります。

もう一つは、二〇一五年以降に見られるフィンテック分野を公式に認定するとともに、しっかりとルールを定めて規制監督の強化を明確化するという

う方向性です。当局は様々な規制強化の内容を公表しました。例えば、二〇一五年七月、中国人民銀行が主導し、財務部、中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会など十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を公表し、規制の大枠を示しました。なかでは、フィンテック分野

の各サービスの主管部門の明確化や、各サービスの提供事業者の遵守法規を明示しました。また、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」の新設等基本的な規制方針を示しました。P2Pレンディングに対する規制強化を例にとると、二〇一五年に「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）が公表され、二〇一六年に正式に公布し、P2Pレンディング

の規制・監督管理の強化が行われました。二〇二〇年末には規制強化の影響もあつて同プラットフォームの新規取引が中止となっています。現在、中国のP2Pレンディングの大半は返済処理に追われたほか、一部の事業者が小額融資会社への転換を検討しています。

さらに、二〇二〇年以降、金融当局がフィンテック企業（類型③のシャドローバンキングを含む）に対する個別の業務指導を実施する一方、フィンテック企業の各種金融規制法案の整備も加速させています。こうした規制強化の背景には、外部的な要因として、二〇一七年以降、FSBとG20を中心としたフィンテック企業に対する規制強化の国際協調の影響があります。国際的な規制監督の理念上では、「同一業務・同一リスク・同一規制」を原則とし、フィンテックの発展促進と金融リスクの防止に重点を置きました。一方、内

部的な要因として、中国政府は实体经济を支えるためのフィンテック企業とプラットフォーム企業の健全な発展と法整備を進めています。具体的には、中国政府は独占禁止と無秩序な資本拡大の防止を再三強調しました。規制当局は金融市場における違法行為を厳しく取り締まり、無秩序の資本拡大を抑制するとともに、プラットフォーム関連企業の監督システムの整備や、公平競争と金融市場秩序の安定維持に努める方針を打ち出しました。このように、類型③に対する規制が段々と強まっています。二〇二〇年一月には、「金融持ち株会社監督管理試行弁法」及び「ネット小額融資業務管理暫定弁法」が相次いで施行されました。二つの規制導入の背景は、フィンテック企業に対する法整備の不備を踏まえた監督の空白地帯に規制を導入することや、一部のフィンテック企業が規制裁定取引を狙った金融事業を次々と展開

し、高レバレッジと期間ミスマッチの問題が顕在化することに伴うシステムリスクの懸念を受けたものです。過去の金融危機の教訓を踏まえ、今後、システムリスクを防止するには、金融システム安定の枠組みを全面的に構築していく必要があります。また、規制監督だけではなく、良質なマクロ経済環境、整備された金融インフラ、秩序ある金融市場、健全な金融機関及び有効な危機処理メカニズムなども備わっていることも重要です。

## 五、まとめと今後の展望・課題

本日のまとめとして、三点ほど説明させていただきます。

一つ目は、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展したこと

はアメリカのシャドールバンキングと共通するものの、基本的な構造は異なっていることです。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ます。アメリカとは異なった中国のシャドールバンキングの発展は、自由競争への転換と金融包摂の意義や、金融分野におけるイノベーションの活性化をもたらしたという点でポジティブな評価があるというのが私の意見です。

二つ目は、中国のシャドール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いうことです。中国のシャドールバンキングを欧米での規制強化論下のネガティブな視点から評価すべきではなく、金融システム改革の新しい局面と捉えるべきではないかと考えていま

す。アメリカと同じくシャドールバンキングと呼ばれますが、金融の浸透度、金融のイノベーションなどにおいて、アメリカのシャドールバンキングと大きく異なる部分もあります。さらに、アメリカのシャドールバンキングの主な特徴は証券化ですが、中国の証券化市場は未発達であり、アメリカのような様々なノンバンクの金融仲介者が参加する典型的なシャドールバンキングにはなっていません。

三つ目に、中国の銀行は従来の単一的機能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を提供することで、新しい金融・社会のインフラとしての役割を果たすべきで、シャドールバンキングの発展は中国の金融システムに欠かせない存在です。特にフィンテック型のシャドール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、金融包摂の手段としても注目されています。

## 六、中国の不動産金融の構造問題 と高まる金融システムリスク

最後に、中国の不動産金融の構造問題と高まる金融システムリスクについて、若干触れたいと思います。まず、中国の不動産金融を理解するには、日本と大きく異なる仕組みや構造を押さえないければなりません。

第一に、予約販売制度です。中国は九〇年代初、鄧小平の南巡講話を契機に、香港の住宅制度などの先進的なモデルを学び、予約販売制度を大陸に導入した経緯があります。中国の土地は国有で、不動産開発業者は、地方政府から土地の使用

権を購入して建設用地を確保し、マンションを建設・販売します。

一方、不動産開発業者は、住宅を建設前から予約販売を開始しています。つまり、頭金を払っているということですが。これは日本では考えられないものです。世界銀行のレポートによれば、二〇一一年、中国の不動産開発業者は年間予約販売収入だけで約一一兆元まで膨らみ（二〇一〇年同五億元）、不動産開発業者の債務全体の約六割を占めています。予約販売制度は、不動産開発業者の資金調達コストを低減し、物件の売れ残りリスクを回避できるメリットがあります。また、住宅購入者にとっても割引価格により住宅を事前購入して、好きなように内装やデザインを変更できるメリットがあります。

この制度の前提には、不動産価格の上昇が続くことがあります。業者は用地確保に巨額の借金を

しても、価格が上昇すれば、それを返済した上で利益を上げることができました。一方、巨額の収入を得た地方政府は、その資金をインフラ整備に投じて、地方経済の成長につなげることができました。しかし、この二年間で、恒大グループの債務危機問題から流動性リスクが発生し、建設中の不動産プロジェクトの工事延期や中断する事例が全国各地で急増しました。住宅を完成前に購入した人々は、銀行と住宅ローン契約を締結した時点から返済義務が生じるため、工事の延期や中断は個人にとって予想外の債務負担になったのです。住宅予約販売モデルが購入者にさまざまなリスクを転嫁していることが浮き彫りとなりました。

第二に、中国の不動産金融はシャドーバンキングと深い関りがあります。シャドーバンキングの資金は、不動産開発プロジェクトと地方政府融資プラットフォームへ多く流れています。これ

は、二〇〇八年の世界金融危機後、中国の金融当局が銀行による不動産開発関連の貸出や銀信合作、銀証合作に関する規制を強化した結果、地方政府はインフラ投資プロジェクト、不動産開発事業に対して銀行の貸出資金を計画どおり投入できなくなり、融資プラットフォームを経由して事業拡大の資金調達を行ったためです。

歴史を振り返ると、システムリスクを惹起した金融危機の多くは不動産市場と深く関係しています。例えば、一九九〇年代の日本の金融危機は土地神話の終焉の結果であったし、二〇〇八年の世界金融危機も不動産担保証券化商品のデフォルトが危機の引き金となりました。中国も例外ではありません。過去二〇数年間、世界銀行のデータによると中国の不動産業はコア産業として急成長した。中国の名目GDPに占める住宅投資の割合は二〇〇〇年の三%前後から二〇二一年末の約

一三%まで上昇しています。この急速な発展の背景には、①政府主導による政策面のサポート、②都市化による需要の創出、③住宅金融の発展による消費の促進、の三点が指摘できます。このような中国不動産市場の急成長が、住宅価格を押し上げてきたのです。

こうした住宅市場の好調を背景に、事業を拡大した不動産開発業者の債務が急増し、世界銀行のデータで二〇二〇年の負債残高は対名目GDP比八五%弱に達しました。これを受けて二〇二〇年八月、中国人民銀行は「三つのレッドラインと四つの分類による管理」を公開し、①負債対資産の比率が七〇%以下であること、②純負債対自己資本の比率が一〇〇%以下であること、③短期負債対現金の比率は一より小さいことを求めるとともに、これら三つの指標の達成度合いに応じて不動産開発業者をさらに四つに分類し、それぞれ新規

負債の上限を設けました。

さらに二〇二〇年一月には、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会が「銀行業不動産貸出集中度管理制度の確立に関する通知」を公布しました。これは、銀行の不動産業に対する貸出の集中によるシステミックリスクの防止を目的としたもので、銀行の規模に応じて貸出全体に対する不動産向け融資と個人向け住宅ローンの上限をそれぞれ設定しました。このような一連の規制強化を受け、二〇二一年下半期から一部の大手不動産開発業者の流動性危機が生じました。

中国の不動産金融問題を九〇年代の日本の不動産バブルと比較すると、共通点として、①不動産価格の上昇期待（土地神話）があったこと、②間接金融が主であり不動産向け融資は銀行のバランスシートと直結していること、③規制強化によって不動産市場の健全化を図ったこと、などが挙げ

られます。ただし、足元、中国の家計債務の増加は、一九七〇年代から一九九〇年代初期まで日本の状況を上回るペースとなっています。他方、相違点としては、①土地制度及び不動産金融の構造が異なっていること、②日本のバブルの崩壊の要因は主に商業不動産向け融資の焦げ付きであったことに対して、中国は個人向けの住宅バブルの問題であることが指摘できます。

中国政府は「不動産は投機ではなく住むためにある」という規制方針を示しています。最近の不動産に対する規制強化やリスクへの対応の背景は、経済発展モデルの転換という基本的な問題が横たわります。不動産市場の持続的な発展を実現するために、当局は短期的なリスク管理を強化し、中長期的には不動産依存からの脱却による構造改革を進める必要があるでしょう。中国国内では、日本のバブル経済崩壊もよく研究しており、

そこから得られた教訓を生かすことができれば、日本のような失敗を回避することが十分可能ではないかと思えます。

なお、中国不動産政策は規制強化と緩和が繰り返されています（図表7）。二年前の規制強化から足元の経済減速や最近の規制強化により、一部の不動産業者が債務危機に陥ったため、二〇二二年以降は不動産貸出条件の緩和と住宅取得条件（頭金の引き下げ）の緩和や政策金利の引き下げなど、政府は再び緩和方向へと舵をきりました。

これからの中国の金融システムの安定と实体经济の健全な発展に向けて、シャドーバンキングの役割と今後の発展を引き続き期待しています。

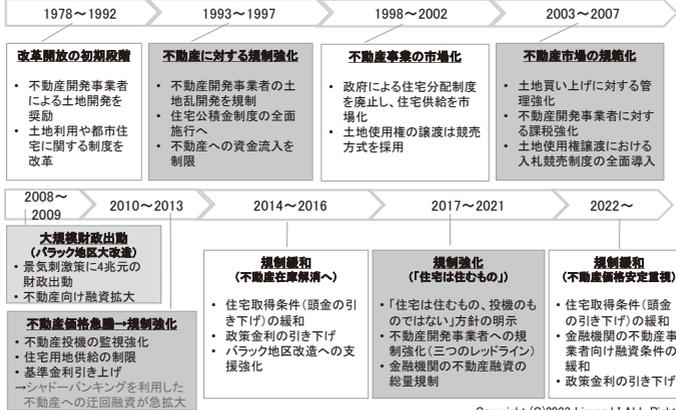
私からの話は以上です。ご清聴、ごありがとうございます。（拍手）

○森本理事長 李さん、中国のシャドーバンクに

図表7

中国不動産政策の変遷

中国の不動産政策を振り返ると、規制の強化と緩和が繰り返されてきた。最近の規制強化により、一部の不動産業者が債務危機に陥ったため、2022年以降は不動産貸出条件の緩和や政策金利の引き下げなど、政府は再び緩和方向へと舵をきった。今後は、「住宅は住むもの」の方針のもと、安定的で健全な不動産市場を発展させるため、当局の政策運営は不動産価格の安定化に重点を置いていくものと想定される。



Copyright (C)2023 Lirong LI All Rights Reserved.

〔出所〕 発表者作成

ついて、包括的かつ伝統的金融システムを補完しているという性格をわかりやすく説明していただいて、ありがとうございます。

御質問があればいただきたいと思えます。

○質問者 お話ありがとうございます。図表5を大変興味深く拝見しました。例えば日本やアメリカでは銀行の合従連衡が進んで、銀行の数が少なくなりました。先行き、中国のインターバンクの資金チェーンの仕組みがどのようになっていくか、教えていただきたいと思えます。

○李 鋭い質問をありがとうございます。

先ほど話しましたように、インターバンク取引の資金チェーンの仕組み自体はそれほど大きく変わらないと思います(図表5)。インターバンク取引の資金チェーンは、資金が中国人民銀行から大型商業銀行を通じて実質的に中小型商業銀行に提供され、中小型商業銀行の金融レバレッジを高

めることに寄与しています。もちろんシャドーバンキングのノンバンク系の協業（銀信合作、銀証合作、銀基合作など）を経由した規模は、現在は縮小傾向です。規制監督が強化され、レバレッジはピーク時の一〇倍から、今は四倍ぐらいまでに低下しています。同市場規模は今後縮小し、レバレッジも低下しますが、この仕組みは現在でも資金調達の重要な役割を果たしていると思います。

○森本理事長 それでは、本日の資本市場を考える会を終了したいと思います。

李さん、改めて今日はありがとうございました。（拍手）

（りりつえい・  
亜細亜大学都市創造学部・大学院アジア・  
国際経営戦略研究科准教授・  
当研究所客員研究員）

（本稿は、令和五年十二月八日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

李 立 栄 氏

御 略 歴

早稲田大学大学院アジア太平洋研究科修士課程・博士後期課程修了。博士（学術）早稲田大学。専門分野は金融論、ファイナンス論、国際経済学、中国の金融事情。2003年4月（株）日本総合研究所入社、同社調査部主任研究員。2014年12月野村証券（株）に移籍、ヴァイスプレジデント。同年12月（株）野村資本市場研究所への出向、同社研究部主任研究員。2018年4月京都学園大学（現京都先端科学大学）経済経営学部経済学科准教授を経て、2022年4月より現職。

主な著作

『中国のシャドーバンキングー形成の歴史と今後の課題』（単著、早稲田大学出版部、2022年）

『現代金融資本市場の総括的分析』（共著、日本証券経済研究所、2021年）

『中国の金融経済を学ぶー加速するモバイル決済と国際化する人民元』（共著、ミネルヴァ書房、2019年）

『変貌する金融と証券業』（共著、日本証券経済研究所、2018年）

『パーソナルファイナンス研究の新しい地平』（共著、文真堂、2017年）

『資本市場の変貌と証券ビジネス』（共著、日本証券経済研究所、2015年）

その他、学術論文、金融・経済関連の論文・記事等多数。