

李立栄著

## 『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5月)

福 光 寛

はじめに

李立栄先生は本書を、中国のシャドーバンキングについて「形成過程と機能、発展のメカニズムを分析するほか、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」、「最新の一次情報に基づき」「理論的な考察を加えて明確な類型化を行い、その功罪を分析」したものとされている(本書ii頁)。そして結論として、中国のシャドーバンキングの形成と発展は、寡占的な「伝統的な金融システムから」「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」に重なるもので、ネガティブに評価すべきではなく、「資産運用・調達の実需が新たなルートでマッチングされたもの」「実体経済にプラスの側面が」があり、シャドーバンキングを「リスクマネーの補完的な仲介ルートとして育てていく」ことを提言されている(同iii頁)。

他方、私見によれば、本書は、欧米のシャドーバンク研究を踏まえて、中国のシャドーバンクと米国のそれとをその仕組み=構造に立ち入って対比し、中国のシャドーバンキングの発展過程の詳細を明らかにしたものである。構造に立ち入ることで、金融規制など環境の変化が、シャドーバンキングの発展にいかに関与したかの解明に成功している。なお李先生の意

図とは異なるかもしれないが、シャドーバンキングが過剰投資や資金の空回りにつながっていることを示された点で本書を私は評価している。金融取引には架空的側面があり、そうした架空性を明らかにすることは重要だと私は考えるからである。

## 1. 中国のシャドーバンキングの定義と定量的分析の意義

ところで議論を厳密に行うとき、使用する言葉の定義を明確に行うことが大事であるが、「シャドーバンキング」については、李先生も指摘されるように、論者によりその範囲についての認識の違いが大きい。本書ではシャドーバンキングについて、個別の業態名称を具体的に上げて範囲を確定しようとされている(12頁以下の議論を見よ)。こうした姿勢は、業務実態についての深い理解がないと不可能なことである。

またこのような制度論では、統計数値を示すことで、それぞれの金融業務の客観的比重を明らかにすることも重要で、数値を確認することで、我々は量的に見て本筋は何かを確認しながら、生産的に議論を進めることができる。この点は著者自身も強く意識されているところでもあって、著者は「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きまる。」とされたうえで、本書は可能な限り、実態と構造について、「定量的な分析を行う。」と宣言されている(35頁)。

李先生は、中国のシャドーバンキングを、銀行システムに関連する①型(理財商品、委託貸付など)、銀行システムの外の②型(地下金融、小額貸付など)、フィンテック型といえる③型(P2P貸付、クラウドファンディングなど)に三分類されている(同27-29頁)。

表1-5(52頁)そして表1-6(56頁)から、三つの型の量的な比重とその推移が明らかになる。以下の表1は表1-6(56頁)をもとに、ノンバンクの資産管理業務の発展こそ、中国のシャドーバンキングの中心であるこ

表1 中国のシャドーバンキングの構成比率の推移（単位：兆元、%）

	2011	2013	2015
銀行の非伝統的貸出業務	9.56	42.4	14.22
ノンバンク資産管理業務	32.5	16.78	21.4
その他の融資関連業務	9.82	43.6	24.61
小計：広義シャドーバンキング	56.3	55.10	70.2
銀行の資産規模	3.16	14.0	4.89
	11.2	6.58	8.4
	22.54	100.0	43.72
	100.0	78.46	100.0
	104.93	149.99	187.32

注：表1-6（56頁）から各業務合計とその構成比率を算出した。

とを確認したものである。その発展を支えたのは実は銀行であり、これは①型の理財商品にあたる。表1の数値は、①型を中心に本書がまとめられた（全体で300頁のうち①型を論じた第2章と第3章に3分の1の約100頁が、また②型と③型には第4章の約50頁が割り振られている）ことを統計面から肯定する。

なお分析対象の中心を①型に絞ったことは、以下小稿の第2節と第3節で確認するように、中国のシャドーバンキングの変遷を明確に把握することにもつながっている。

## 2. 2009年景気刺激策のあとの2010年の金融引き締めによる①型の急拡大

リーマンショックのあと、2009年春、中国では4兆元の景気刺激策が実施されたが、その副作用で2010年から2011年にかけて、過剰流動性とインフレ昂進がもたらされた。そこで2010年2月以降、中国人民銀行は金融引き締めへ転換し、利上げと預金準備率引き上げを繰り返した。中国人民銀行と銀監会は、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も、金融を引き締め、不動産開発業者及び地方政府プラットフォームへの銀行による新規貸出を厳しく制限した（107頁）。その結果、すでに景気刺激策を受けての貸出の急増で、預貸比率75%以内の上制限や、8%の自己資本比率規制に抵触する恐れがあった

ことも重なり(同109頁)、銀行は貸出余力を失った。「これまで景気刺激策の恩恵を受けていたプロジェクトは、銀行からの継続的融資を正常なチャネルでは受けられなくなった。」(107頁)。「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、シャドールーピング①型のチャネルを経由した融資に頼らざるを得ない状況になった。」(同82頁)。かくして①型がインフラストラクチャーや不動産開発への資金ルートになった。

銀行組成の理財商品 Wealth Management Products の「6割近くは満期到来期間が1~3ヶ月以内であって、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ある。」(60-61頁 福光注記:この説明は63頁の図1-15 銀行組成 WMPs の満期(2012年)と対応している)。信託業の投資先について、「2010年から2013年にかけては、インフラストラクチャーと不動産の2つの事業向けの投資が最も多かった(図1-17)(63頁)。「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関わる」(図1-21)(64頁)。

### 3. 2010年-2013年以降:

#### ノンバンクとの協業の拡大とインターバンク取引の拡大

2007年以降、銀信合作の理財商品の発行の急増を受けて、2008年から2012年まで一連の規制強化の通達が銀監会により行われた(表2-1)(97頁)。当局は特に、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増による金融リスクを懸念した(108頁)。そこで行われた規制強化の影響で、信託会社管理資産残高に占める銀信合作の残高の比率が2010年以降急減した(図2-12)(99頁)。また銀行は、信託会社の代替チャネルを模索し、証券会社(銀証)、ファンド(銀基)、保険会社(銀保)など多くのノンバンクとの協業を発展させた(98-99頁)。そうした①型の新たな発展が生じた。

## 『中国のシャドーバンキング 形成の歴史と今後の課題』

なおその運用で使われたのは、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）への融資という手法であった。最初は手形類レポ取引、さらに信託受益権レポ取引へと進んだが、規制対象にまだなっていないものへと、理財資金の運用の基軸は次々に移っていった。2013年に入ると、非標準化債権資産への投資規制が始まり（表2-2）（102-103頁）、2012年から2013年にかけては銀証合作、銀基合作、银保合作にも相次いで規制が導入された（表2-3）（115-117頁）。こうした新たな規制の中で、銀行は、同業取引、インターバンク取引に向かうことになり、インターバンク取引が急拡大した（117頁）。それは例えば同業預金という形をとり、銀行が他行の銀行理財を購入する形をとった（128-132頁）。

李先生は、中央銀行である中国人民銀行による低利資金の供給によって、リスクフリーの利益を関係者が享受する構図を最後に描いている（図2-30）（137頁）。以上をまとめると、まず銀信合作が始まり、信託が規制されるとそのほかのノンバンクとの協業が追求された。しかしさらにそれらが規制されると、同業である銀行とのインターバンク取引の拡大が起きた。「銀行と銀行、銀行とノンバンクと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チェーンはより長くな」り「銀行は、信託会社、証券会社、ファンドに委託して、債券やエクイティなどの標準化債権資産に投資」している（128頁）。背景には非標準化債権資産への投資規制の強化があった。

資金の起点に中央銀行である中国人民銀行から大型商業銀行、政策性銀行への低利資金供給があり、それが同業預金、同業譲渡預金、同業理財などの形で、下位の中小銀行、ノンバンクに流れ、そこから標準化資産とよばれる債券やエクイティに資金が流れるようになった。2015年の株暴落の後には、債券に資金が流れている。また同業預金、同業理財などシャドーバンクのなかで、「資金の空回り」が生じている（134-137頁）と李先生は指摘している。

#### 4. 米国のシャドーバンキングとの対比における疑問

このようなシャドーバンキング①型の発展過程の変遷は、学べる知識が多く、本書の精髓といえる。これに対して、米国のシャドーバンキングと対比しているところも興味深いのが、著者の言い方に納得できないところがあった。①型について「金融政策の効果が表れにくい」(139頁)、あるいは「規制監督が緩い」(140頁)、と言った指摘は納得できる。しかし、「資金仲介の実需」を実現している(139頁)、あるいは米国の証券化商品と比較して、運用方式がシンプルだ(141頁)という指摘には、疑問がある。

まず、著者自身が述べているように、4兆元の景気刺激策がもたらした過剰流動性とインフレを契機とするインフラ投資や不動産プロジェクトを実需と呼んでいいのだろうか？著者自身こう言っている。「2015年以降、实体经济の減速が強まる中」「SB①の資金は」「これまで貸出を厳格に抑制してきた分野、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」「エネルギーを多く消費し、高度の汚染を生じさせ、生産能力が過剰な業種・企業へ流れた。」(88頁)。これは、実需を超えた過剰投資であったと指摘しているように読める。つまり景気刺激策がインフラ投資や不動産プロジェクトをもたらし、さらには景気減速下の投資には、過剰投資の面があった。これらは実需だろうか。

2015年以降の資金の空回りについては、金利差があるなかの資金の移動そのものは空回りとはすぐには言えない。しかし①借入資金の返済が、こうした資金の移動によって実現され、②債券取引や株式取引で「利益」が生み出されるようになると、そこに空回りといってよい現象が生じている(134-137頁)。これは、中国のシャドーバンキングの実態＝架空性の解明といえるのではないか。

私見では、李先生は「資金の空回り」という表現で、中国のシャドーバンキング①の架空性を明らかにした。私はそこが本書の分析の優れている

ところとみるのだが、先生はそこを結論とはされずに、正規の貸出ルート  
を補完する融資を実現したことに、中国のシャドーバンキング①の意味を  
求めておられる（159-160頁）。

なお米国の証券化商品と比較して、運用方式がシンプルだという指摘に  
ついては、銀信合作のように信託会社への委託という関係を利用するにせ  
よ（94-95頁）、銀証合作のように証券会社への委託という関係を利用する  
にせよ（110-113頁）、銀行の主体性を覆い隠している点で、これらの仕組  
みは十分に **tricky** であって、私にはシンプルではなかった。ノンバンクと  
の協業において「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。」「銀行はノンバンクの複数チャネルを  
利用して、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。」（99頁）。「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  
出をする。」（112頁 融資企業とあるが、融資先企業あるいは被融資企業とすべ  
きだろう）。そして銀行は「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。」（113頁）。確かに米国の証券化商品のように、巧妙な  
信用補完の仕組みが存在するわけではないが、中国のシャドーバンクは、  
委託関係を通じて、銀行の主体性を隠している点で、十分に **tricky** であり、  
米国の証券化商品とは異なる意味でこの運用方式は十分に複雑だ。

## 5. 満たされない中小企業の資金需要と「空回り」を対比すべき だった

もともと中国では、中小企業が円滑に銀行貸出を利用できないという問  
題が知られている。これを補ってきたのが、民間貸借（シャドーバンキング  
②型）である（70頁）。資金の実需を議論するなら①型で資金の実需が実現  
していることを指摘（139頁）するより、中小企業の資金需要が十分満た  
されないなかで、中央銀行から出された低利資金が、实体经济に回らず

「空回り」している「いびつさ」の方を問題にした方が分析として意味がある、というのが私の意見である。

ところでこの②型では、資金の出し手も受け手も民間で分散的。情報が分散しており質もわるく、非対称的。借入側のモラルハザードもある。つまり貸付リスクが高い。資金を出す側は利益を確保しようと、リスクを上回る利息を要求している。「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利益率を遥かに超えている。」(230 頁)。また、資金を出す側は短期性を好み、受け入れ側は長期運用を好むというミスマッチもある。

こうした行き詰まった状況で事態を打開する方策になるかに、一時考えられたのが、フィンテックとかオンライン・オルタナティブ・ファイナンスと呼ばれる分野である (170 頁以下)。

とくに期待されたのは P2P という、ネットを通じて、貸し手が借り手を直接評価して、貸し手と借り手が直接結びつくという分野であった。しかしこのスキーム (P2P プラットフォーム) は、借り手側のモラルハザードもあって、大量破綻し 2020 年までに壊滅している。

## 6. P2P プラットフォーム壊滅の評価について

P2P プラットフォームについて、2018 年に 4,000 以上の事業者が破綻し、2020 年 11 月には完全に壊滅、文字通りゼロ化したことは、日本でも報道された (「中国でネット金融が無差別に拡大」『東京新聞』2021 年 12 月 23 日 [tokyo-np.co.jp/article/150485](http://tokyo-np.co.jp/article/150485))。本書のなかでも 270 頁で 2020 年末に「新規取引が中止」されたと指摘されている。P2P は期待が大きかっただけに、その壊滅は、シャドーバンキングの今後を占う、本書の第 4 章以下の記述に深刻な影響を及ぼしている。またこの P2P プラットフォームの壊滅と同時に起きたのが、アントグループの 11 月 5 日上場の中止である (2020 年 11 月 3 日発表)。



これらの事象から、フィンテック③型に対して、監督当局が抑制に転じたことは明らかだと私は考えている。このうちアントGに関わる問題は本書でも256頁以下で詳しく書かれており参考になる(271頁まで)。他方で本書には、オンライン・ファイナンス拡大要因についての記述も相当量がある(176-205頁まで)。つまり本書には、③型について拡大要因と規制が必要になる事情との両面が書かれている。そこで、P2Pプラットフォーム壊滅のあと、フィンテック③型について、著者は今後どのような可能性があると考えているのか?という疑問が出てくる。P2Pプラットフォームの壊滅や、アントGの上場の延期は、監督当局の③型への極めて厳しい姿勢、健全な発展を支持するというよりは、明確に抑制に転じたことを示すものではないか?李先生はこの点をどう考えているのかという疑問である。

なお2021年9月24日、中国人民銀行など10機関が合同で、仮想通貨取引や仮想通貨のマイニングを全面禁止する通達を出している(同日付けロイターなど各報道による)。この通達については本書では言及がない。しかし規制当局が仮想通貨に厳しい姿勢で一貫してきたことや2017年9月の通達は記述されている(275-278頁)。いずれにせよこの件もまた、フィンテック③型について、規制当局が厳しい目で見ていることの証拠になる。

#### むすび — 他の気になったこと —

なおP2Pへの監督強化の動きのところで、行政法規である弁法を、法律と全く同位の扱いで論じていることは少し気になる(262-265頁)。法律と行政法規は、峻別すべきではないか?行政法規であることを明確化する上では、弁法を「公布」(256頁)とはいわずに「告示」とされた方がよかったのではないか。

同様に気になったことは、債券とか債券市場という多様な内容を指す言葉が、明確な定義を与えずに使われていることである。とはいえ中国でも銀行間債券市場での取引の対象は、ほとんど国債だと言われている。そこ

で例えば、134頁9行目、「株式市場の暴落を受けて銀行資金は債券市場にシフト」とあるときの債券は国債と推定できる。しかし同10行目で理財資金の債券類への投資比重増加というときの図表2-28(135頁)の債券類は、国債だけではない。図2-30では銀行理財は、企業の社債(公司信用債券)を取得するとしている(137頁)。最近の中国の債券発行量、現存量をみると(表2)、銀行理財の投資対象が社債以外にどのように広がるのかという疑問は残る。投資対象がどのような債券で構成されているか、その実態を債券の種類別に詳しく教示してもらえないだろうか。

研究の枠組みと関係して、中国を取り囲む国際関係がほとんど捨象されていることも気になる。たとえば、欧米や日本で展開された金融緩和政策あるいはその原因としての成長鈍化が、中国のシャドーバンキングにどのような影響を与えたか、また逆に中国のシャドーバンキングはどのような国際問題だといえるのか。私見を述べるなら、こうした国際状況(先進国の成長鈍化と金融緩和)が中国の国内経済政策(端的に中央人民銀行の金融緩和政策)につながり、中国のシャドーバンキング拡大をもたらしたのである。今後はこうした国際的な相互の影響や関係を意識して、中国研究は行われる必要があるのではないか。

最後に。本書は、欧米のシャドーバンク研究と対比しつつ、中国のシャ

表2 中国の債券発行の状況(2022年6月) 資料:人民日報2022年7月21日

月間発行	6,5996.6億元	100.0	託管余額③	141.7万億元	100.0
国債	5040.6	7.6	国債	23.2	16.4
地方政府債	1,9336.6	29.3	地方政府債	34.3	24.2
金融債	9674.6	14.7	金融債	32.7	23.1
公司信用類債券	1,1696.9	17.7	公司信用類債券	32.2	22.7
信貸資産支持証券①	446.8	0.7	①	2.5	1.8
同業存単②	1,9062.7	28.9	②	14.7	10.4
その他	738.4	1.1	その他	2.1	1.5

注:①:貸付資産担保証券 ②:銀行預金証書 ③:現存額 構成比率を算出した。

『中国のシャドーバンキング 形成の歴史と今後の課題』

ドーバンクをその商品の構造に立ち入って紹介・対比し、またその発展過程の詳細を明らかにしている。私の知る限り内容はかなりユニークである。しかし金融商品の構造への関心は、中国の文献ではときどき見られる。厳密に何が新たな指摘なのかを確定する上では、徹底した文献調査が必要である。その点で挙示された文献範囲は中国語、日本語ともに私には禁欲的に思えた。例示すると、中国については、張化橋『影子銀行内幕』機械工業出版社 2013 年、殷劍峰・王編武主編『影子銀行与銀行的影子』社会科学文献出版社 2013 年のようなポピュラーな文献が落ちている。日本についても、著者に先行して銀行理財のリスク分析をした、関根栄一（野村資本市場研）、栗原浩史（三菱 UFJ 銀行）らの 2013 年から 2014 年にかけての論文が落ちている。挙示文献はもっともっと網羅的かつ徹底したものでもよかったのではないか。