

## < 論文 (経済学) >

# シャドウバンキングの功罪と中国金融セクター

染 矢 将 和  
岡 室 美恵子

## 要旨

シャドウバンキングは1970年代の米国に始まり、2000年代に米・EU圏、イギリスで飛躍的に拡大した。2007年のサブプライム住宅ローンに端を発した金融危機とその後の中国の融資プラットフォームを通じた理財商品の活況により最近ではシャドウバンキングのリスクに焦点があてられることが多い。本稿の前半ではシャドウバンキングの機能を解明し、功罪を分析する。シャドウバンキングの台頭の背景に伝統的銀行業務の変容があるものの、銀行はシャドウバンキング活動においても広範囲な役割を果たしていることが判った。また、シャドウバンキングによる悪影響はあるものの、銀行、借り手、投資家、経済全体に対しても貢献していることが観察された。後半部では、中国のシャドウバンキングと呼ばれているセクターの発展状況とその背景を公式統計データ利用し考察した。中国のシャドウバンキングの特徴は、金融セクターが未成熟な段階で、資金融資のニーズが生じ、公有セクターを中心とした金融体制の中で規制を回避し迂回して融資を提供または調達する構造がデータ上からも明らかになった。また、特定の資金融通スキームに規制が加わると、それを回避しつつ、資金は流動しつつも社会における融資の規模は拡大している。

## キーワード

シャドウバンキング 証券化 担保仲介 SPV 資産担保証券 信用補完措置  
転担保 組成 融資プラットフォーム 城投債 理財商品

## はじめに

銀行のバランスシートを通さない金融仲介の形態は1970年代のアメリカに始まり主に米国やイギリス、ユーロ圏で次第に普及してきた。特に銀行倒産が増加した1980年代と吸収・合併により銀行の集約が進んだ2000年代の米国で飛躍的に拡大した。それまでは、新しい形態の金融仲介としてしか見られていなかったシャドウバンキングのリスクに注目が集まったのが2007年のサブプライム住宅ローンに端を発した金融危機とその後の中国の融資プラットフォームを通じた理財商品の活況であった。以降、主にシャドウバンキングのリスクに焦点を当てた研究・調査が相次いで行われてきた。

本稿では、前半部でこれまでのシャドウバンキングにかかる議論からシャドウバンキングが台頭してきた背景にある伝統的銀行業の変容の要因を分析し、シャドウバンキングのメリットとデメリットを整理し、近年のシャドウバンキングの主力商品である証券化と債券による担保仲介に若干の解説を加える。後半は、中国のシャドウバンキングに焦点を当て、興隆の背景を解説し、中国のシャドウバンキングのリスクについて分析する。

## 1. シャドウバンキングの定義

シャドウバンキングの定義については幾つか提案されてきているが広く用いられている定義として米Financial Stability Board (FSB)による以下の定義がある。

“The system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system.” (FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report, 2011)

この場合、慣用的にシャドウバンキングと考えられていないリースやクレジットカード等の金融会社が含まれることになる。また、この場合、銀行はシャドウバンキングに関与していないことになるが実際にはシャドウバンキングの

中核である証券化業務や債券をベースにした担保仲介等シャドウバンキング業務には銀行が深くかかわっている。そこで、Claessens and Ratnovski (2014)ではシャドウバンキングのノンバンクによる金融仲介と異なる点である銀行を含む民間企業または公的企業による最終的なリスクの引受（信用供与・保証）に着目し以下のように定義している。

“all financial activities except traditional banking, which require a private or public backstop to operate.”

何故、最終的なリスクの引受に着目するのか？シャドウバンキングが今日の様に発達してきたのは金融市場や伝統的銀行業務とは異なる金融サービスを提供してきたからである。発行企業の倒産により無価値になる可能性を有する金融市場で扱う株式・債券や預金保険等で保証されているものの付利は低く機能が画一的で投資家多様な需要にこたえることはできない銀行預金とは異なり、シャドウバンキングでは安全且つリターンが高く、投資家の多様な需要に合わせた金融商品をそろえる事ができる。通常リターンが高い商品の安全性は低い。そこで、リターンが高く危険な商品に多くの場合銀行による各種の信用補完措置（credit enhancement）が付与されることにより安全性をコントロールする。そして、その事を可能にしたのがシャドウバンキングに於ける民間企業または公的企業による最終的なリスクの引受（信用供与・保証）である。

## 2. シャドウバンキング台頭の背景

### 2.1. 伝統的銀行業務の変容 Originate-to-hold からOriginate-to-distributeへ

1970年代に米国で始まったシャドウバンキングが1980年代の米国で拡大した背景には当時の米国の金融市場の発達と銀行を取り巻く市場環境の変化がある。従来の銀行業務は、銀行に口座を持つ企業の金融取引の履歴や銀行の持つ企業の財務情報により、銀行は企業の信用力審査において競争優位を有していたことから、企業への金融仲介から大きな利益を得ていた。ところが、1970年

代以降、情報・コミュニケーション技術（IT）の進化により金融情報が取りやすくなったため以前は優良企業しかアクセスできなかった社債市場に信用力の低い企業もアクセスできるようになった。その為Junk BondやCP市場が急速に拡大、それに伴い貸付市場は縮小し、貸付からの利益が低下したことを背景に貸付とは異なる収益源＝手数料型の銀行業務の拡大に迫られた。更にこの頃から更に、金融技術・制度（クレジットカードや自動車ローン）の発達によりMoney Market Mutual Fund ( MMMF ) 等預金と代替的商品の出現したことでこれまで有していた低コストでの預金調達という競争優位が失われ銀行の収益を圧縮した。

## 2.2. 規制強化と規制の迂回メリットの増加

金融市場の拡大もあり1980年代の米国では大手銀行の倒産が相次ぎ、伝統的な銀行業務に関する数々の保護・規制が設けられた。銀行に関する保護・規制は銀行の信用力を高める一方で、自己資本規制等銀行のバランスシートを使った伝統的銀行業務にかかった規制＝負担増を迂回するメリットも増大した。

## 2.3. IT技術・統計手法の進化

1990年代に入ると統計手法の発達によりリスクの数量的把握による金融商品の標準化が可能となり、金融工学により様々な金融商品の組成 ( securitization ) が進んだ。IT技術の進歩＝情報創造の拡大により金融取引の取引コストも低下した。統計手法の発達や格付け会社の台頭は銀行以外の金融機関にもリスク把握の道を開き、銀行は資産債サイドにおいても信用力審査等の優位性を失った。

## 2.3. 金融のグローバリゼーションと競争の激化

2000年代に入ると金融のグローバリゼーションが進み、世界的な銀行同士の競争の高まりや代替的なオフショア市場資金市場の拡大を背景に利益率が低下

し、ビジネスチャンスが縮小する一方、銀行規模の拡大とToo-Big-to-Failステイタスによる公的部門からの暗黙的保護を背景に過剰流動性という市場環境の中で銀行によるリスク・テイクが進んだ。

## 2.4. 機関投資家の台頭と過剰流動性

年金基金や保険といった大規模な機関投資家が市場の主要なプレーヤーとして存在感を増す中で、過剰流動性といった市場環境の中で次第に安全資産と大規模な資金運用への需要が高まった。

このような潮流を背景に、経済活動が自由で、著作権保護に関する法制度の整備が整備された先進国でシャドウバンキングが台頭してきた。シャドウバンキングは銀行業務を一変させた。それまではバランスシートの負債サイドの預金を原資として、資産サイドの貸付を収益の源泉としてきた。つまり資産を保有することから収益を得ていたOriginate-to-holdモデルであったが、シャドウバンキングの活用により債券や証券といった資産を転担保(rehypothecation)することにより資産を保有せず他の金融機関や投資家に売ることによって収益を生むOriginate-to-distributeモデルに銀行ビジネスが変わった。

## 3. シャドウバンキングの活動

シャドウバンキングは大きく、証券化(securitization)、担保サービス(collateral service)、銀行による市場からの資金調達措置(bank wholesale funding arrangement)、中国やインド、フランスにおいて見られるノンバンクによる預金調達・貸出(Deposit-taking/lending by non-banks)に分かれる。

### 3.1. 証券化(securitization)

様々な資産を集め、特別目的会社(Special Purpose Vehicle、SPV)に売

ることにより流動性の低い資産を流動性が高く市場で流通するような資産・証券を組成することである。証券化は上記のシャドウバンキング活動の中で担保サービスと並び中核を成す。

### 3.1.1. 資産選択

originator（多くの場合銀行）は最終的に開発する商品である証券の詳細を念頭に住宅ローン、自動車ローン、クレジットカードの返済等のように質的に同じ且つ安定した収益が見込める資産を集め（pooling）一つにまとめる。

### 3.1.2. SPV設立と証券の転売

上記の証券をoriginatorのバランスシートから切り離すためのSPVを設立する<sup>1</sup>。SPVは特段大きな資本金を持つ必要はなく、多くの場合従業員も持たない。originatorは上記資産をSPVに売る。証券の所有権はoriginatorからSPVに移るために、組成される証券の信用力にoriginatorの信用力が考慮されることはないし、originatorはこの証券の裏付け資産に対する遡求権も放棄する。originatorの権利や信用力を証券から切り離すことにより、証券の所有者（投資家）は、originatorの倒産の際にもこの証券からの収益に対する権利を有する。

### 3.1.3. 組成

これらのpoolされた資産は金利と償還確実性に応じて幾つかの金融請求権の異なるトランシェに分別する。例えば、金利は低いものの償還確実性の高い債券クラスのトランシェと、償還確実性は低くなるが金利が高いトランシェを作り出し、様々な需要を持つ投資家の需要に応えながら裏付け資産のリスクを投資家に分散する。

また、最終的な商品の性格により、信用リスクの軽減や格付けの引き上げ、そして商品の価格や市場流通性の向上を目的とした信用補完措置（credit enhancement）や信用保証が各トランシェに与えられる。信用補完措置とは、契約型の信用供与で次のような形をとる。証券内部にて contractual retained interestと呼ばれ予定されるキャッシュフローから予め担保される<sup>2</sup>。当該証券の劣位部から担保される。または、originatorが流動性供与、過重担保

(over-collateralization)、スタンバイ信用状 (standby letter of credit) により保証する。また、外部機関による信用補完措置としては、信用補完 (credit support)、第三者信用状 (third party letter of credit)、現金担保勘定 (cash collateral account)、保証証券 (surety bond) 等がある。

信用補完措置の種類と額については、最終的なABSが目的とする証券の性格・リターンにより格付け機関により決められる。最上には、AAA トランシェ、AA トランシェ、BBB トランシェ、equity トランシェ、最下位には上記の現金担保勘定とEquity Spreadが来る。

#### 3.1.4. 資産担保証券 (ABS) の発行

SPVは資産担保証券 (Asset Backed Security, ABS) を発行し資金を調達し、こoriginatorへ支払う。つまり、このSPVのバランスシートの負債には当初ABS、その後キャッシュが、資産には上記のpoolされた資産が記載される。SPVは組成されたABSを、各トランシェのリスク、期間等の性格により切り離されて売却する。シニア・トランシェはメザニン・トランシェから信用補完を受け、メザニン・トランシェはイクイティ・トランシェから信用補完を受ける。当初、イクイティ・トランシェはoriginatorである銀行が保有し、それにより銀行に資産監督のインセンティブを与えていたが、credit derivative市場の発達によりイクイティ・トランシェをヘッジするようになった。これにより銀行の資産監督に対するインセンティブが低下した。

### 3.2. 担保サービス

担保サービスはシャドウバンキング活動のもう一つの中核を成す。ディーラー・バンクは貸出料を目的とした年金基や保険会社や資金調達を目的としたヘッジファンド等から担保となる国債・社債を入手し、第三者に向けて担保権を設定し、資金調達若しくは貸借契約を補完する。ディーラー・バンクとなる銀行はカウンター・パーティー・リスクが低いとみなされる限られた銀行が担っている。また、担保となる資産は国債等信用力の高い資産からCCC格付け資

産まで価格付けされていればどんな金融資産でも可能である。担保を貸し出した年金基や保険会社は、貸出料を受け取る。担保権を設定された担保はディーラー・バンクにより更に別の資金調達に使用される。このようにして担保は転担保 (rehypothecation) が繰り返され、原資であった担保以上の価値の信用を創造する。

担保はカウンター・パーティー・リスクが高い特にノンバンクによるOTCデリバティブやレポ、プライム・ブローカー<sup>3</sup>、証券貸出等の取引において使用される。

### 3.3. 銀行による資金調達措置 (bank wholesale funding arrangement)

上記の担保サービスと似ているものの、ヘッジファンド等ノンバンクによるレポ等の資金調達の際に借り手と貸し手の仲介をすることにより手数料を取る。

### 3.4. ノンバンクによる預金調達・貸出 (Deposit-taking/lending by non-banks)

特に中国やインドのにおいて見られる銀行の関連金融機関による預金調達や貸出の際に支援サービスを行う。

以上が主要なシャドウバンキングの活動である。確かにシャドウバンキング業務は銀行のオフバランスシートで行われることが多いが、シャドウバンキングにおいても伝統的な銀行はその公的資金へのアクセスや保護に由来する高い信用力や低価格での資金調達力、蓄積された情報と金融業務スキルにより originator やサービサー、信用補完措置等のシャドウバンキング業務の広範囲において役割を有することが判る。

## 4. シャドウバンキングの功罪

シャドウバンキングは2007年-2008年のサブプライムショック・リーマン



ショック以降の金融危機の原因と見られ、規制の対象となることが多い。確かに、シャドウバンキングが経済の長期停滞の起因となったのは否定できないが、発展途上国ではシャドウバンキングは金融深化の不可避な過程と見られており、また、銀行資産と経済成長の間にはっきりとした関係が確認されない先進国では、これまでシャドウバンキングが果たしてきた役割に対して否定することも難しい。本節ではシャドウバンキングの功罪についてまとめる。

#### 4.1. 銀行

銀行にとって証券化・担保仲介等のシャドウバンキングは、預金・資金市場からの資金調達分散、資金調達コストの低下、サービサー<sup>4</sup>として、レポ等のアレンジ業務からの手数料収入が増加し、収益源の分散が可能となると共に収益も上昇した。また、銀行から投資家・その他の金融機関へリスク移転が加速されると同時に、証券化商品を保有することにより銀行のポートフォリオの分散も可能となり銀行の信用リスクは軽減され、且つ、銀行のバランスシートの資産・負債の期間構造や金利の制御が可能となりリスク管理の向上に貢献した。銀行の保有する資産も縮小した結果、必要な自己資本負担も軽減した。

一方で、預金以外からの資金調達が増加したことで、預金保険により保護されない銀行の負債が増した。銀行にとっては、SPVに売却後銀行のバランスシートからは消えてしまうために資産選択時にクオリティーの低い資産を選択してしまう可能性がある(アドバース・セレクション)。同じようにバランスシートから切り離された資産のサービスに当たって借り手のモニタリングのインセンティブが低下するリスクを孕む。

また、トランシュとSPVにより銀行の自己資本保有負担は軽減される一方、Stand-by letter of creditの設定や銀行の追加保証といった信用補完措置<sup>5</sup>により準備金でカバーできないバランスシートに現れないソルベンシー・リスクが増加した。ABS等証券化商品及び証券化商品を扱うヘッジファンド等は負債サイドを短期CPであることが多く、証券化商品を保有する金融機関は常にロー

ルオーバー・リスクを抱えている。

#### 4.2. 借り手

借り手は、シャドウバンキングにより信用供給の増加、借入コストの低下により恩恵を受ける。一方、借入の所有権が銀行から移ってしまったため、返済が困難な場合、期間等の再交渉が難しくなった。

#### 4.4. 投資家

安全で流動性が高く額面価格での償還が可能な商品の出現により、投資額の拡大と投資先の安全性が増した。また、リスクとリターン、期間構造が制御され、非流動性資産の流動化と標準化が可能となり投資家の多様な需要に合わせた商品が提供されるようになった。その一方で、組成化によりリスクが複雑化し透明性低下したため投資家が金融商品の価値を正確に判断しにくくなった。

#### 4.5. マクロ経済

経済全体としては、証券化・金融仲介のプロセスで金融機関の機能特化が進み取引コストの低下したことにより、金融システムの効率性が上昇、レボやデリバティブ時での債券等による有担保取引の進捗、リスクが銀行から経済の幅広い層に分散されたこともあり、金融システムの安定化が進んだ。また、安全資産の提供による市場（貯蓄）拡大し、信用供給も増大した。

一方で、経済全体で銀行以外による資金仲介が増したことから中央銀行の流動性へのアクセスがない金融機関が増加し、中央銀行や規制により保護されない金融仲介が増えたことによる金融システムのリスクが高まった。また、シャドウバンキングでは情報開示の必要がなくもともとデータが少ないうえに開示していないので政策形成が難しい。

投資家は品好景気時には過剰投資し、金融危機の際には過剰反応することから、システミックリスクが起きた際には組成された金融商品を構成する資産価

は通常期に比べて過剰相関することから金融危機時のprocyclicalityを増幅させることが2007年以降の金融危機で明らかになった。

証券化により機能特化により金融仲介機能の細分化が進み、また、転担保(rehypothecation)の繰り返しにより多くの金融機関が関与する(Interconnectedness)ことになったためにリスク感染の範囲が広がった(スビルオーバー・リスク)。更に、多くの場合、担保に国債が使用されているため財政と金融の距離が縮小し、リーマンショックの際のアイスランドやアイルランド、更にはギリシャ危機で見られたように、金融部門のリスクがソブリンリスクに転移するリスクや財政リスクが金融部門へ拡大するリスクが増したと共に経済のprocyclicalityが上昇した。

シャドウバンキングは銀行に預金以外の資金調達的手段を与えたが、そのことによる預金保険等伝統的な銀行保護のプログラムを無機能化し、金融政策の伝達経路の変容を促し、既存の金融政策の効果を弱めたとも言われている。

## 5. 中国の金融とシャドウバンキング

IMFは、2014年9月に発表した「Global Financial Stability Report」で、中国における正規の銀行業務外の取引を「シャドウバンキング」と呼んだ。金融安定理事会(FSB)の「Global Shadow Banking Monitoring Report 2014」によると、2013年現在の中国のシャドウバンキングの規模は、2998.6億ドルであり、金融規模全体の1割弱にあたる。中国の中央銀行である人民銀行は、「中国金融安定報告2013」において、国際的に普及している定義のようなスキームはまだ出現していないとしながらも、「銀行の実がありしかし銀行の名をもたない組織や業務が存在している。海外の定義を借り、中国の実情を汲み取るならば、中国におけるシャドウバンキングは正規の銀行システム外の、流動性と信用転換の機能を持ち、システミックリスクを持ち、または規制の迂回の可能性のある組織と業務構成の信用仲介システム」と定義している。

本章では、中国のシャドウバンクとよばれる銀行のバランスシート業務に

載ってこない金融仲介取引について、その発展の状況や背景について、中国政府などが公開する公式統計から読み解き、考察を加える。

### 5.1. 「社会融資総量」による資金流動性の把握

人民銀行が公表する「社会融資総量」とは、マネーサプライ指標であり、「一定期間内に実体経済が金融システムから獲得した全資金の総額」と定義づけられており、実体経済の流動性を示すものとして重視されている。人民元貸付、外貨貸付、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債、非金融機関による国内株式発行およびその他から構成される。

構造上、これらの与信類型は、①金融機関のバランスシート上の業務（人民元と外貨による貸付）、②金融機関のオフバランスシート業務（委託貸付、信託貸付、未割引銀行引受手形）、③直接投資（非金融企業株式、企業債券）、④その他（投資性不動産、保険賠償、小額ローンなど）の4種10項目で、算出が始まった。

第12次五カ年計画において、中国政府は、実質GDPの成長率を7%とする一方、金融業の成長をGDP以上に加速させ、GDPに占める割合を5%前後以上にすると設定した。また社会融資規模に占める非金融機関の直接金融の比率を2015年末に15%以上にすると示した。計画の公表に先立ち、人民銀行は「社会融資総量」の構成内訳とデータを公表した。

同行南京支店統計処が指摘しているように、中国の銀行業は、絶えず変革と発展を続けている。中央銀行（人民銀行）と金融監督部門は新たに開発される融資スキームや産み出される融資量の制御がいずれ困難となると見ている。与信の類型は、現在の実体経済と現段階での新たな融資スキームを把握するために設置された要素であり、すでにIMFほかの中国のシャドウバンキングに関する分析でも引用されている。本節では、与信類型の構成割合の変動に注視し、その背景(中国の経済状況および当局の経済・金融政策)を読み解きながら、シャドウバンキングの発展状況と要因について考察してみたい。

まず、図表1から、2002年以降の社会融資総量の増減および構成割合について、以下の特徴がみられる。

図表1 社会投資規模総量と構成割合 (単位：%)

年	合計 (億元)	人民 元 貸付	外貨 貸付	委託 貸付	信託 貸付	銀行引 受手形	企業 債券	株式	その他
2002	20,112	81.9	3.6	0.9		-3.5	1.8	3.1	2.1
2003	34,113	81.1	6.7	1.8		5.9	1.5	1.6	1.5
2004	28,629	79.2	4.8	10.9		-1.0	1.6	2.4	2.1
2005	30,008	78.5	4.7	6.5		0.1	6.7	1.1	2.4
2006	42,696	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6	2.0
2007	59,663	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3	1.8
2008	69,802	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8	2.1
2009	139,104	69.0	6.7	4.9	3.1	3.3	8.9	2.4	1.7
2010	140,191	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1	2.2
2011	128,286	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4	3.6
2012	157,631	52.0	5.8	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6	3.3
2013	173,168	51.3	3.4	14.7	10.6	4.5	10.5	1.3	3.7

出典：『中国統計年鑑2014』より作成

- ①社会融資総量は、2004年に縮小がみられるがその後拡大を続ける。特に2009年の増加が著しく、2010年にそれまでの最大規模となったのち2011年に減少し、2013年に再び過去最高となった。
- ②人民元貸付は、各年ともに最大の資金融通チャネルであるが、その割合は2007年まで減少傾向にあり、2008年に回復した後、減少に転じ、50%–60%で推移している。
- ③外貨貸付は、2007年、2009年、2011年に前年比増となっている。
- ④委託貸付は、2005年以降4–6%で推移していたが、2011年に10%を超え、2011年にわずかに減少した後、2013年から約15%を占めるようになった。

- ⑤信託貸付の割合は、2012年に前年の4倍強に上昇し、2013年には10%を超えたのち、2014年に3.15%へと大きく下降した。
- ⑥未割引銀行引受手形のシェアは、変動が大きいのが、2007年に11%強、2010年に16%強を占めている。
- ⑦企業債券は、2007年に下降し、2008年から8%前後で推移、2011年以降10-14%強で推移している。
- ⑧非金融企業国内株式融資は、2007年に7%でピークとなり2008年に減少に転じた。

2003年以降、中国の景気は過熱し、2006年からはインフレが進行した。2007年の実質GDP成長率は11.5%に達し、インフレも進行した。中国人民銀行は金融引締め策を実施した。具体的には、5度の貸出金利の引き上げ、定期預金金利の引き上げ、10回の預金準備率の引き上げと「窓口指導」による融資抑制を行った。さらに、商業銀行に対し、貸出総量規制を導入した。一連の引締め策により、金融市場には流動性の不足が生じ、多くの中小企業が資金難に陥った。

2008年9月のリーマンショック後、景気後退が世界中で進行するなか、温家宝首相(当時)が主宰する国务院常务会议で、財政政策を「穏健」から「積極」に、中国政府は2010年末までに4兆元を投入する経済刺激計画を採択した。内需拡大で比較的速いスピードの経済成長を促す10項目の政策が含まれている。計画の実施を速めるため、2008年に第4四半期に総投資額の10%(4000億元)を先行投資することも決定した。2010の政策の1つが、貸出を増加させるため商業銀行の貸出窓口規制を廃止するというものであった。この結果、2008年以降、融資の拡大が顕著とあり、特に2009年は、前年比59%増となっている。その資金の一部が住宅市場に流入し、不動産バブルが発生したため、中国政府は、大都市の住宅価格の上昇を抑制するために、金融引き締め政策を実施した。具体的には、5回の利子率の調整と、2010年11月に2回、12月から2011年6月にかけて毎月1回の預金準備率の引き上げを、また不動産開発業者への新規融資を厳

しく規制した。

経済状況や政策的な背景に留意しつつ、次節ではバランスシート業務外の与信類型の詳細を考察する。

### 5.3. 委託貸付と企業のニーズ

中国では、資金の融資、貸付行為は中国人民銀行の許可を得た金融業者のみが行える営業行為であり、銀行以外の一般企業による貸付は禁止されている。しかし、銀行が仲介者となって、委託者の資金を、借入人に融資することは認められている。このような形式の貸付を委託貸付という。

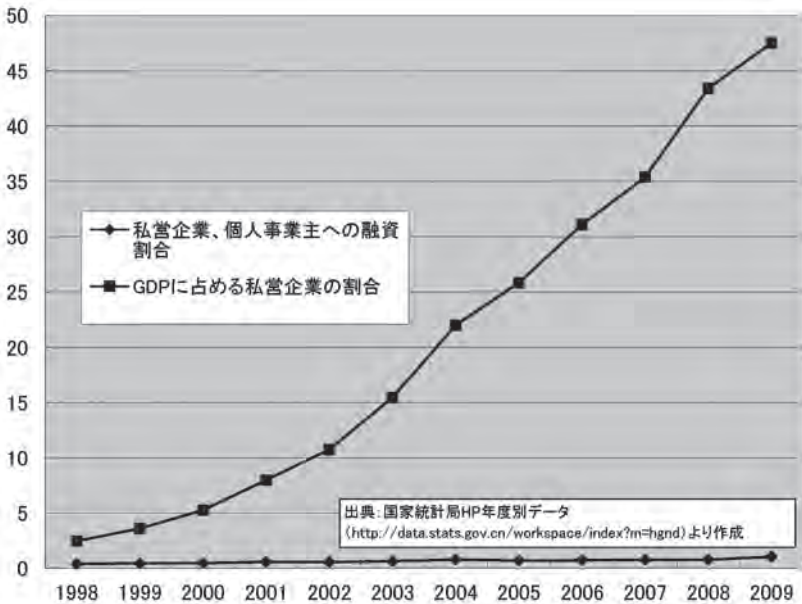
図表2は、銀行の融資における私営企業および個人事業主の割合の推移を示したものである。改革当初、私営経済がGDPに占める割合は1%程度であったが、2010年に50%を超えた。一方、私営企業および個人事業主への融資額は、融資総量の増加とともに年々増加している。その割合は、わずかな上昇がみられるものの、全体の1%程度にとどまっている。

中国中小企業協会が、2015年1月に発表した「中小企業融資状況調査簡報」(中国中小企業協会が北京華人商用情報有限公司に委託して実施)によると、中小企業の存続・発展の制約要因の第1位はマクロ経済の不景気(49.6%)、第2位に融資の困難(23.5%)、人材技術労働力の不足(21.7%)、原材料・労働力・営業コストの上昇(21.7%)、市場によける競争力の弱さ(21.7%)、税の圧力(13&)、技術の制約(8.7)、その他(14.8%)となっている。

市場における融資供給については、34%が不足、48%が普通、18%が充足と答えている。全体の54%企業が融資を必要としており、うち58.1%が銀行からの貸付と回答している一方、民間融資が32.3%を占め、以下ネット融資12.9%、小額ローン会社12.9%、私募株式とリスク投資8.1%、典当業(質)1.6%となっている。また、54%の企業が資金調達コストが高いと感じている。

2011年、北京大学国家発展研究院とアリババグループによる合同調査では、温州の大部分の企業は、年商3000万円以下、従業員100人以下であり、このよ

図表2 銀行ローンにおける私営企業・個人企業の割合



うな企業は、銀行の信用業務における弱者である。珠三角の企業は融資についてはさらに控えめで、53.03%の企業がいかなる外部融資も使用したことがないという。利潤の蓄積で経営を維持するという回答が長江三角州22%を占めた。同調査チームが四川省、湖北省など中西部で行った調査では、親類、友人からの借り入れは69.3%で、銀行借り入れは37.7%にとどまっている。

中国のシャドウバンキングは、「金融双軌制」とよばれる金融体制の二重構造であり、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ウバンキングの金融仲介を通じて資金調達を行っている（李立栄、2014）。

#### 5.4. 政府の二ーズ

1994年に導入された分税制は、中央政府の財力を強化する一方、地方政府の



財力を弱めた。移転、交付制度が未整備のまま、このような状況になると、地方財政は直接的な影響を受け、さらに地方政府は大量の公共サービス支出を負担することになった。

2009年、中国政府は積極的な財政政策を実施した。3月、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会は合同で「信用貸出構造の調整を強化し、国民経済の穏やかだがテンポの速い発展を促進することに関する指導意見（銀発〔2009〕92号）」を発表した。この第1項に、条件の合う中央投資プロジェクトが必要な融資を適時着実な実行を保証するとあり、この中で、条件の整った地方政府が融資プラットフォームを設立し、企業債、中期手形などの融資ツールを発行し、中央政府の投資プロジェクトの資金融資チャネルを広げることを支持すると記された。「融資プラットフォーム」が発行する債券が「城投債」である。城投債の発行は劇的に増え、図表1のとおり、企業債の割合は、前年より2%増加、金額では、前年5,523億元の、2.2倍（1兆2367億元）へと急増した。既述、資金の一部は不動産市場へ流入し、バブルが発生したため、大都市の住宅価格の上昇を抑えるため、金融引締め策が講じられ、融資プラットフォームを含めた不動産開発業者への新規融資を規制した。しかしながら、その規制を抜け、理財商品や信託による投資が継続して行われた。

地方政府の融資プラットフォームは、地方政府および地方政府部門が財政支出または土地、株式などの資産を投入し設立、政府の投資プロジェクトの融資機能を担い、併せて独立した法人格を有する経済組織である。2008年以来、地方政府の融資プラットフォームは基礎インフラ建設と金融危機への対応において、積極的な役割を果たしてきた。しかし、プラットフォームの数の増加は加速し、融資規模も急速に拡大し、運営上の問題が出現し、潜在的なリスクが注目された。国務院は「地方政府の融資プラットフォーム管理を強化することについての若干問題の通知（国発〔2010〕19号）」などの通知を次々と通達し、プラットフォームの整理と規範化を進めた。中国人民銀行は2008年以来全国各地の政府融資プラットフォームの状況を調査し、2010年末現在、全国の融資プラットフォーム数は1万余、2008年末と比較し25%増加した。

## 5.5 銀行のニーズ

中国の「商業銀行法」によると、商業銀行は中国人民銀行が定めた貸付利率の上限及び下限に従い貸付利率を確定しなければならない（第38条）という利率規制の他、貸付を行う場合、1) 自己資金比率が8%を下回らないこと、2) 貸付残高と預金残高との預貸比率が75%を超えないこと、3) 流動資産残高と流動負債残高の比率が25%を超えないこと、同じ借入人に対する貸付残高と商業銀行の資本残高との比率が10%を超えないこと（第39条）という規制がある。この規制を回避しオフバランスシートで、委託貸付や信託貸付が実行されている。社会融資総量の類型において、シャドウバンキングの範疇にあるもう1つの類型が、銀行引受手形である。

### 5.5.1 銀行引受手形

銀行引受手形は、銀行自らを支払人として引受署名を行った期限付きの為替手形である。理財商品や信託商品の規制が強まった2010年、銀行引受手形による融資は、全体の16.7%、全体の第2位を占めている。図表3をみると、金融部門の運用総額に占める割合は0.5%にも満たないが、企業の運用においては11%を占めている。企業セクターの資金循環をみると、銀行引受手形による資金調達的一方で、銀行引受手形による運用がみられる。これは、融資の受けやすい国有企業や有力企業が銀行から低い利率で借り出した資金を中小企業などに貸し付けているものと推察される（シャドウバンキング）。

### 5.5.2 同業業務

同業業務つまりインターバンク取引は、中国においても最初は銀行間の短期取引で、短期の流動性を決済する手段であった。しかし、2010年以降、徐々にその内容が変化し、商業銀行が同業者の資金を借り入れ、または、理財資金を吸収し、各種資産を拡大させる取引が発展した。中国人民銀行（中央銀行）と銀行業監督管理委員会、証券監督管理委員会、保険監督管理委員会、国家外匯管理局が合同で通達した「金融機関同業業務の規範に関する通知」（銀發〔2014〕127号）は、同業業務を銀行間の短期融資、預金、貸出、同業代付、レポ取引

図表3 企業と金融部門の資金循環

(億円)

取引項目	企業				金融			
	2012年		2011年		2012年		2011年	
	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達
金融純投資	-44,272		-44,271		-18,554		-1,318	
資金運用合計	94,843		66,790		227,219		194,721	
資金調達合計		139,116		111,061		245,774		196,038
通貨	321		555		31	3,910	153	6,162
預金	46,968		41,373		5,290	129,748	5,396	113,415
外貨預金	9,811		4,989		295	8,259	111	3,126
その他預金	9,723		10,753		4,995	18,291	5,285	19,655
証券会社顧客保証金	-4		-4,020		-232	-685	-571	-6,511
貸付		91,609		66,963	122,250		95,764	1,442
うち委託貸付		13,208		10,739	13,208		14,154	1,442
うちその他貸付		17,559		1,901	19,073		1,830	
銀行引受手形	10,499	10,499	10,271	10,271	10,499	10,499	10,271	10,271
保険準備金	646		931			6,868		5,242
同業業務					9,329	-60	2,308	4,188
準備金					23,150	23,150	36,154	36,154
証券	951	24,660	-157	19,397	38,012	12,625	18,758	-3,927
債券	1,078	22,532	-86	13,659	36,951	9,764	17,075	-3,605
国債	-31		-8		6,353		6,944	
金融債券	-16		-13		17,610	17,614	16,226	16,213
中央銀行債券	-55		-22		-7,743	-7,850	-19,797	-19,818
企業債券	1,181	22,532	-44	13,658	20,730		13,702	
株式	-128	2,129	-71	5,738	1,062	2,861	1,683	-322
証券投資基金	29		860		1,764	5,198	376	2,282
現金	27,388		8,808		971	928	1,072	1,042
中央銀行貸出	3,919	15,932	3,211	14,224	476	476	-727	-727
その他	4,126	1,429	4,958	2,466	9,208	51,780	4,139	26,753
直接投資								
その他対外債権					403	1,338	-3,428	252
国際収支錯誤		-5,014		-2,259				
国債準備資産					6,069		25,057	

出典：『中国統計年鑑2014』より作成

などの銀行間の同業融資業務と同業投資業務と定義しており、取引科目も絶えず変化し、従来の同業者間の貸し借りや手形移転だけでなく、多様化している。2009年に始まった同業代付は、貸出総量、銀信協力、割引手形などが規制されていくなかで、2011年以降、特に中小銀行で広く使われるようになった。同業代付とは、委託側銀行が、顧客の申請に基づき、委託側の名義で、別の銀行に融資の提供を委託する。受託側銀行は、委託側の支持に基づき、支払日に委託側の口座に移しておく。または、直接顧客に支払い、約定日に委託側は受託側

図表4 信託会社の特色ある業務の残高および全体に占める割合 (万元/%)

		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
銀信 理財協力	残高	166,052,981	167,096,133	203,038,716	218,523,258	309,585,893
	割合	54.61%	34.73%	27.18%	20.03%	22.14%
信政協力	残高	35,632,720	25,368,487	50,155,019	96,073,684	118,511,220
	割合	11.72%	5.27%	6.71%	8.81%	8.48%
私募ファンド 協力	残高	12,632,186	16,778,158	25,703,966	25,439,788	33,349,655
	割合	4.15%	3.49%	3.44%	2.33%	2.39%
PE	残高	2,270,027	3,801,782	4,095,458	5,038,105	6,135,884
	割合	0.75%	0.79%	0.55%	0.46%	0.44%
基金化不動産 信託	残高	1,683,745	3,353,424	2,987,822	1,379,460	1,193,871
	割合	0.55%	0.70%	0.40%	0.13%	0.09%
QDII	残高	44,334	90,134	737,401	746,470	1,371,414
	割合	0.01%	0.02%	0.10%	0.07%	0.10%

出典：「中国信託業協会期末信託公司主要業務」各年版より作成

に代金と利息を支払う。債権、債務関係が発生しない状況化で委託側の顧客は融資問題を解決し、貸出規制は受けない。

### 5.5.3 銀信協力

信託会社が銀行と提携し、銀行の貸出資産を投資対象とする「銀行信託合作」は、2007年の金融引締めの際にすでに開発されていたが、急速に拡大したのは2010年に入ってからで、全体に占める残高の割合は5割を超えている。銀信協力には2つの方法がある。銀行が募集した理財資金を信託会社の信託計画に投資し信託会社が関係企業に貸し付けるものと、信託会社が銀行から委託された理財資金を他の銀行の貸出資産や引受手形を買い取る方法である。2010年に「銀信理財合作業務の規範化に関する事項についての通知」、翌年、「銀信理財合作業務のさらなる規範化に関する通知」が発表され、年々その割合が減ってきている。

2010年、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）は、「銀信理財協力業務に関する関連事項の通知」を通達した。これによると、「銀信協力」とは、商業銀行が顧客の理財資金を信託会社に委託し、信託文書の約定に従い管理、運用、処分する行為である。同通知により、信託会社における銀信理財業務の残高は、

上限が30%となり、理財商品をバランスシートに載せることを要求している。図表4は、信託協会の発表した各年第4四半期の信託公司における特定業務の残高と全体に占める割合を示したものであり、2010年以降、残高は拡大する一方、全体に占める割合は縮小している。

図表5 家計の資金循環 (%)

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
純金融投資	69,335	48,644	37,715	35,907	50,290	23,119
資金運用合計	97,059	74,140	68,263	60,796	57,302	35,098
資金調達合計	27,724	25,496	30,548	24,889	7,012	11,976
資金運用に占める割 (%)						
通貨	3.3	6.7	8.0	5.5	6.0	7.8
預金	60.7	64.3	65.2	71.0	81.2	29.7
証券会社顧客保証金	▲ 0.4	▲ 2.5		3.9	▲ 9.3	25.6
保険準備金	14.0	8.7	8.3	13.8	14.1	17.7
証券	4.6	3.4	9.5	7.4	3.1	5.4
債券	2.7	▲ 1.1				
国際	2.7	▲ 1.1				
企業債券	0.04					
株式	1.9	4.4				
証券投資基金	3.2	0.8	▲ 0.7	▲ 1.7	5.1	9.8
決算資金						▲ 0.0
その他	14.5	18.6	10.8	0.1	▲ 0.1	4.0

出典：『中国統計年鑑2014』から作成

2013年、銀監会は「商業銀行の理財業務における投資管理の規範問題に関する通知」を発表した。この通知は、理財商品のうち銀行間市場或いは証券取引所などで運用を行わない資産（貸出資産、信託貸出、委託債券、引受手形、未収金、各種受益権）を「非標準化信用資産」と定義し、情報開示の強化と総量規制を示した。この通知によると、各理財商品とその投資対象を対応させ、理財商品ごとに投資明細書、貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書を作成することを義務付け、それが不可能な非標準化信用資産は、リスク資産として計上することになった。また、投資家に理財商品の詳細を十分に開示すること、非標準化信用資産に変更なるリスクが生じた場合は、5日間以内に開

示しなければならない、非標準化信用資産の残高は総資産の4%または理財商品残高の35%のうち低い方を超えてはいけない等示した。この規制は、非標準化信用資産の残高の上限を定めると同時に、理財商品における非標準化信用資産の割合を定めることにより、銀行資産における理財商品の上限を11.42%以内とすることを意味する。信託商品の一連の規制強化が行われた2010年に構成割合が増加したのは、均衡引受手形であった。

## 5.6 家計のニーズ

図表5は、資金循環表から作成した家計の運用状況の推移である。これを見ると、家計の運用傾向は、運用対象の規制や緩和に応じ、変化していることがわかる。

資金の運用合計は、年々増加し、2012年の合計は、2007年の3倍となっている。2007年、経済が過熱傾向にある中で、前年2006年における投資信託への投資収益が、株式投資収益を上回ったことを受け投資信託の規模が急成長する一方、依然として、株式投資も大きい。2008年、資金運用は保守化傾向にあり預金の占める割合が大きい。2009年景気刺激策の導入とともに、徐々に預金以外の運用への移転が始まり、2010年、金融抑制策がとられると、預金の占める割合は減り、証券、およびその他への投資が増加した。その他での運用は、2010年に増加が顕著となり、2011年には、家計の資金運用の18.6%を占めた。その他に含まれているのが「理財」と呼ばれる金融商品である。

### 5.6.1 理財

理財商品とは、主に個人向けの資産運用商品であり、銀行や信託会社などが取り扱う高利回りの金融商品である。

2013年、銀行業監督管理委員会弁公庁は「全国銀行業理財情報登録システム運行業務の関連事項の通知（銀監辦[2013]213号）」を公表し、翌2014年、初の理財市場レポートとなる「中国銀行業理財市場年度報告（2013）」を公表した。これによると、2013年末、理財商品は44,525種、残高は10.24万億元、翌14年

図表6 理財商品の構成

理財商品の販売主体と投資主体 (%)			理財商品の主要投資対象業界 (億元)			
	2013	2014				
<b>販売主体</b>			2013年初	2013年末	2014年6月	
国有商業銀行	62.0	61.2	複合	4,141	9,517	11,700
株式制商業銀行	27.6	28.7	その他金融	4,914	7,294	7,781
都市商業銀行	5.7	6.0	商業サービス	1,780	4,217	5,437
外資銀行	3.4	2.6	貨幣金融サービス	1,832	3,508	4,247
農村合作金融機構	1.4	1.5	公共施設管理	2,646	3,832	3,874
<b>投資主体</b>			<b>重点的に監督管理が必要な理財商品投資先(残高)</b>			
一般個人	69.9	69.5	融資平台	1,621	1,249	1,343
機関投資家類	23.6	23.2	商業不動産 (保障住宅を除く)	910	923	805
私営銀行	4.5	5.3	商高一割業界	242	235	158
銀行同業者	1.9	2.0	合計	2,772	2,407	2,305

出典：全国銀行業理財信息登記系統  
『中国銀行業理財市場半年度報告(2013年下半年～2014年上半年)』より作成。

6月現在では、51,560種、残高は、12.65万億元へと増加している。2010年に信託会社を利用した銀行の迂回融資が顕著になった際、銀監会は既出「銀行信託合作」業務のバランスシートへの算入を決定した。家計の資金運用状況では、保険準備金が増加に転じたことも注目される。この背景には、投資付保険、理財付保険など、保険会社による理財商品が大きく伸びていることも関係していると考えられる。2012年以降、金融政策の緩和されるなかで、保険会社による理財商品への投資も許可された。保険監督委員会の調査では、2014年第2四半期末現在、保険会社78社が739種の信託プランに投資しており、投資残高は2,805億元で同期の保険会社の総資産の2.99%にあたるという<sup>6</sup>。

## 6. 中国のシャドウバンキングの課題

IMFの発表した「Global Financial Stability Report : Moving from Liquidity-to Growth-Driven Markets April 2014」は、「中国当局にとっての課題は、暗黙の政府保証を撤回することなどで、金融システムを通じて、より市場規律が働く体制に混乱なく移行することである。この際には、過去の過剰な投融資に伴う損失を投資家も貸手もいくらかは負担する必要がある、市場価格もリス

クをより適切に反映した水準に調整される必要がある。この過程では適切な移行スピードを保つことが大切である。移行のペースが速すぎると混乱をひきおこす恐れがあり、一方、遅すぎるとリスクがさらに蓄積してしまう。円滑な移行を実現するには、突発的な流動性需要の変動に対する中央銀行の対応能力を高めるとともに、預金保険の導入と金利の自由化を急ぎ、破綻金融機関処理のしくみを強化する必要がある」と提言する。

この点については、人民銀行も「中国金融安定報告2014」において、理財業務について、社会の投融資ニーズを満足させる一方、隠れたリスクとして「剛性兑付現象」を指摘している。絶対支払いを意味する同現象は、中国政府によるセーフティネット行為である。これは、「売方は責を尽くし、買方は自己で責任を負う」市場原理と矛盾し、信用取引における自己規律を喪失させ、市場での無リスク価格を引き上げ、異なる市場間での資金の不合理な配置と流動を誘発している。

サブプライムローン問題における米国のシャドウバンキングの問題は、金融商品の派生・高度化であり、中国のシャドウバンキングは、その融資方向は実態経済であると分析されてきたが、構造上の問題点は、未成熟な金融市場において、ニーズを満足させる迂回融資的な資金の流動の一方で、情報の非対称、また資金の需給を解決するための新たなスキームを本来の目的から拡大解釈し、業務を拡大していくプレーヤーが現れ増えてきている点であろう。

## 結 論

本稿では前半部でシャドウバンキングの興隆の背景を分析した。シャドウバンキングの背景には資本市場の発達による伝統的銀行業務の縮小があった。また、IT技術の発達と統計手法の進化、更にはグローバリゼーションの進捗に起因する銀行間競争の激化と年金基金や保険といった機関投資家の台頭及び1980年代に端を発したバーゼル等の銀行規制の強化があった。次にシャドウバンキングの機能解明の過程でシャドウバンキングシステムにおいて銀行が大き



な役割を果たしていることが判った。また、確かにシャドウバンキングのマイナス面はあるもの、銀行、借り手、投資家、経済全体に対しても正の貢献をしていることが明らかになった。

後半部では、中国のシャドウバンキングと呼ばれているセクターの発展状況とその背景を公式統計データ利用し考察した。中国のシャドウバンキングの特徴は、金融セクターが未成熟な段階で、資金融資のニーズが生じ、公有セクターを中心とした金融体制の中で規制を回避し迂回して融資を提供または調達する構造がデータ上からも明らかになった。また、特定の資金融通スキームに規制が加わると、それを回避しつつ、資金は流動しつつも社会における融資の規模は拡大している。シャドウバンキングの今後の発展に不可欠なものは信用を介した金融取引を行うための信用リスク文化の醸成であろう。

## 参考文献

(英文)

- Adrian, T, A.B.Ashcraft and N.Cetorelli, 2014, “Chapter 16 Shadow Bank Monitoring”, in *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford Press.
- Allen, F., E.Carletti and X. Gu, 2014, “Chapter 2 The Role of Banks in Financial System”, in *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford Press.
- Berger, A., P.Molyneuz and J.O.S. Wilson, 2014, “Chapter 1 Banking in a Post-Crisis World”, in *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford Press.
- Casu, B. and A. Sarkisyan, 2014, “Chapter 15 Securitization”, in *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford Press.
- Claessens, S, Z.Pozsar, L.Ratnovski and S.Monmahan (2012), *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF.
- Claessens, S. and L. Ratnovski, 2014, *What is Shadow Banking?*, IMF.
- International Monetary Fund, 2014, “Chapter 2 Shadow Banking Around the Globe” in *Global Financial Stability Report*, IMF.

Financial Stability Board, 2011, *Global Shadow Banking Monitoring Report*, FSB.

(和文)

全国銀行業理財情報登記システム『中国銀行業理財市場半年度報告（2013年下半年～2014年上半年）』

中国人民銀行金融穩定分析小組『中国金融穩定報告』2013年版、同2014年版

中国人民銀行貨幣政策分析小組（2011）「2010年中国区域金融運行報告」

中国中小企業協会（2015）『中小企業融資状況調査簡報』

北京大学国家發展研究院、アリババ集団（2011）『珠三角小企業経営与融資現況調研報告』

三菱東京UFJ銀行（2014）『経済マンスリー〔解説〕』2014年4月30日

李立栄（2014）「中国シャドウバンキングの動向と金融システム改革の課題」『証券経済学会年報』第49号別冊。

## 注

<sup>1</sup> 証券化が始まった当初は証券化商品ごとに別のSPVが設立されていたが、現在はMaster SPVを設立し、継続して使用している。

<sup>2</sup> Excess Spreadとも呼ばれる。

<sup>3</sup> ヘッジファンド等のノンバンクが銀行等の信用力を活用しつつ、金融機関等と資金調達や借入等を行う取引。

<sup>4</sup> ABSに証券化された資産についても、銀行は支払の徴収役割を果たす。

<sup>5</sup> 但し、信用補完措置の一環であるcontractual retained interestについては、銀行の借入先のモニタリング強化のインセンティブとなることから導入する政策が見直されている。

<sup>6</sup> 一財網「保監会：険企業投資信託五大風険」2014.10.14。

（そめや まさかず 本学准教授）

（おかむろ みえこ NPO研修・情報センター理事）