

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

さまざまな定義の併存 肯定説と中小企業金融への貢献説

福 光 寛

2014年11月

The Institute for Economic Studies
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya
Tokyo 157-8511, Japan



How does the shadow banking work in China?: its contribution to small business finance

Hiroshi Fukumitsu

NOVEMBER 2014

Abstract

In Japan we tend to argue against the shadow banking system in China. But our discussion on them is too much concentrated on wealth management products (WMPs). WMPs are only part of the shadow banking system in China which involves various activities and products. It should be recognized that Chinese intellectuals, in general, view the shadow banking system as a useful market force in China. In recent years its role in small business finance is highly appreciated and draws attention in China.

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

さまざまな定義の併存 肯定説と中小企業金融への貢献説

福 光 寛

目 次

はじめに 中国のシャドーバンクをどうとらえるか

1. 日本における捉え方と中国における広義説

2. 中国における狭義説

3. 狭義説と中小企業金融への貢献説

むすび 狭義説の妥当性の検討

参考文献

はじめに 中国のシャドーバンクをどうとらえるか

中国のシャドーバンク（影子銀行）をどうとらえるか。日本では中国のシャドーバンクについて、理財商品の販売を中心に説明して、理財商品の役割として不動産開発などに使う資金の調達を指摘。その上で、その不動産開発がバブル的開発となり、理財商品そのものも資金繰りで行き詰まりを見せているとするテレビ報道が2013年から2014年にかけて見られた。このような報道もあって中国のシャドーバンクについて、日本では否定的イメージが広がった。

これに対して小稿が伝えようとしていることは、中国ではシャドーバンクを肯定的に評価することも多いということが一つ、今一つは日本のこうした一連の説明は、中国でシャドーバンクとして議論されていることの一部あるいは一面をとらえたものに過ぎないということである。

まず肯定的評価だが、さまざまな規制があるなか、運用や調達のニーズが規制の抜け穴を拡大する形で中国のシャドーバンクを発達させたという認識のことを私は肯定的評価と表現している。こうした肯定的評価の事例を小稿では、

複数提示することになる。

中国でシャドーバンクというときには、銀行の預金 貸し付けという伝統的なルート以外の金融商品・金融組織を幅広く指しているので、理財商品の話は、そのなかのさまざまなお話しの一つに過ぎないということが、次に示したい点である。理財商品は、さまざまな金融機関が組成できるが、商品開発力の点から、銀行が作る銀行理財と、信託会社を作る信託商品の発行量が大きい。日本における中国のシャドーバンクの議論は、この理財商品に偏っている。

ところで中国では、シャドーバンクの規模を明らかにするという実務的な必要もあって、その全体像を描く試みが続いてきた。その試みを手がかりに理財商品以外のシャドーバンクを認識することは、銀行が組成して銀行が販売する理財商品（銀行理財）をシャドーバンクの定義から外す考え方（狭義説）をめぐる論争を理解する上でも不可欠である（この狭義説への疑問は最後に述べる）。

また、金利規制など各種規制が残るなかで、シャドーバンクを市場のニーズ、とくに中小企業金融のニーズを満たす動きとして肯定的にとらえる考え方（さきほどの肯定的評価の中小企業金融の側面）は、シャドーバンク肯定説の一つとしても、無視できない。

小稿はこれらの絡み合った議論を近刊の中国語論文・図書などを用いてまとめたものである。

まず実際に目で見た方が分かりやすいので、影の銀行に対する中国研究者の肯定的評価の事例から始めよう。

引用するのは揚旭：《中国“影子銀行”的产生发展和影响》，载《中外企业家》2012年1月，67-70。である。著者揚旭は宁夏社会科学院（在宁夏回族自治区）所属。辺境在住の研究者だが、彼の論文はよく引用されている（米国の学術文献サイトでも同様のことがあるが中国の学術文献検索サイトでもダウンロード回数に加えて引用回数が明示されているので重要度の検討をつけることができる）。沢山の論文があるなかで、揚旭が良く読まれ引用される理由は、規制を逃れるために影子銀行が発達したというロジックを明瞭に書いているからではないか、つまり肯定的ニュアンスがわかりやすく説かれているからではないかと、私は考えている。

揚旭は影子銀行を4つに区分している。すなわち銀信合作，企業転貸，民間

貸借、貿易金融の4つである。このうち貿易金融の議論はそれを影子銀行だとする説明が分かりにくかったのでここでは外しておく。最初の銀信合作というのは、信託会社が理財商品（信託商品）を組成して銀行を窓口で販売することなどを指している。そのほかに企業転貸、民間貸借という日本人にはなじみのない表現が続けて2つでてくる。

揚旭は影子銀行の発展の動因を最初にこう説明する。2010年以來、マクロ経済が緊縮状態にあるなか金融監督当局が銀行貸付を厳格に統制したため、多くの組織や個人が、規制を逃れようと様々な方法でなんとかして（想法设法）伝統銀行の貸借関係を影子銀行の非銀行貸借関係に作り替えようとしたと（揚旭（2012）67 下線は福光 以下同じ）。

まず銀信合作では、形式的には信託会社が銀行窓口で集めたお金を信託会社が貸付（贷款）に使う。銀行が預金を貸付に用いるわけではないので、資本充足、貸出限度額から利率に至る伝統的銀行が受ける制約を受けない（同前）。

企業転貸というのは、委託貸付（贷款）とも呼ばれるもの。中国の金融制度では国有大型企業は（ほかの企業に比べて、銀行だけでなく株式市場を含めて）正規資金を有利な条件で調達しやすい。その余裕資金を貸し付ける。しかし企業間で直接貸し付けることは厳格に禁止されているので、銀行を介して貸し付ける。委託貸付とも呼ぶ。この委託貸付は委託企業が貸出先企業、貸付条件をすべて指定。銀行は手数料費用を取るだけで貸付リスクも被らない（同前）。

民間貸借というのは、経済発展が進み企業や個人の富の蓄積が進んだことで、政府が設立を承認した金融機構以外の自然人、法人など民間の経済主体間で行われるようになった貸借活動を指している。最高利率が基準利率の4倍という法規制があるが、個々の主体の在り方に法整備が追い付いていない。金融引き締め政策のため、（民間貸借が非合法なところも含めて）広がっている面もある。企業経営が正常なもとではまた流動性問題が短期にとどまる限り短期合理的民間貸借は正規金融を補う有益な側面がある（短期合理的民间贷借可以发挥对正规金融补充作用）（揚旭（2012）68）。

この揚旭（2012）のように、規制や金融引き締めなどがあるなかで（ニーズに対応して）影子銀行が拡大したという言い方を中国の文献ではしばしば見かけるが、ここで読み取るべきことは、影子銀行についての肯定的ニュアンスである。こうしたシャドーバンクに対する肯定的評価は日本人のとらえ方にはそも

そも入っていないので、まず肯定的な考え方が中国では多いということを理解してほしい。その事例としてこの論文から始めた。

他方、日本では、中国のシャドーバンクには良くないイメージがつきまとう。

1. 日本におけるとらえ方と中国における広義説

日本で中国のシャドーバンクといえば、地方政府の都市住宅開発を生み出すためのプロセスで発行される「理財商品」のこととして報道されることが多かった。つまり中国経済に混乱を引き起こしている元凶といわんばかりの報道となっている。また報道は、理財商品で集めた資金を使って、不動産開発が進められているが、不動産開発がなんらかの理由でとん挫あるいは破綻しており、理財商品の利払いや償還に懸念が出ているというストーリーで書かれており、影の銀行を否定的ニュアンスで紹介している。

収集した日本のテレビ局での報道事例には、㊦2013年6月27日TV東京Morning サテライト「中国版サブプライムローン 広がる影の銀行」、㊧2013年7月15日テレビ朝日報道ステーション「中国経済減速鮮明に 影の銀行巨額投資の現場」、㊨2013年9月25日TV東京WBS「影の銀行 ほころび始まる」、㊩2014年2月26日テレビ朝日報道ステーション「国有銀行で取り付け騒ぎ 中国 影の銀行 広がる懸念」がある。その内容をまとめたのが表1である。そこで共通するのは「理財商品」というキーワードと、理財商品をめぐる否定的状況（集めた資金による過剰開発 開発のとん挫による返済不能・投資家の抗議など）である。

これに対して、中国におけるシャド - バンクの議論は、すでに揚旭 (2012) でみたように、まず理財商品は影子銀行の一部に過ぎないことと、規制がある中で（ニーズに対応して）拡大したという意味での肯定的ニュアンスとが大きな違いである。

理財商品は影の銀行の一部といったが、ではシャドーバンクとして中国で議論されている全体像はどのような広がりをもつものか。できるだけ大きく広げた全体像の実物を見ていただいた方がよい。そこでここではとらえ方が広い、李建軍、徐赛兰 (Sara Hsu)、田光宇主編：《中国影子金融体系研究报告》，知识产权出版社 2012 年版，238p. を紹介する。これは中央财经大学金融学院の研

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

表1 日本のテレビでの中国影子銀行報道事例（2013年6月 - 2014年2月）

報道日付	取材場所	取材対象	報道内容の要旨
2013/06/25 ㉞	陝西省延安市	延安市郊外土地造成の様相	延安市の財政規模に比べて巨大な都市開発 資金は理財商品の販売
㉞	北京 中国人民大学	中国人民大学教授陶然氏	無秩序な開発を懸念する意見を聞きだす
2013/07/15 ㉟	モンゴル自治区オルドス市	カンバン新区住民	1500億元かけた巨大都市開発だが入居が進んでいない。
㉟	モンゴル自治区オルドス市	理財商品の販売会社（電話取材）	入居は進んでいないが 現在も開発に絡んだ理財商品の販売が継続されている。国有企業の余裕資金の委託融資とともに理財商品が都市開発資金源。
2013/9/25 ㊱	江蘇省連雲港市	市庁舎前等での投資家の様子。	市政府認可の理財商品販売会社が破綻。投資家が市庁舎前で抗議活動
㊱	同上	農業資金互助社前の投資家の様子。	大手国立銀行傘下を伺わせる営業を行っていたが破綻。投資家が抗議。
㊱	江蘇省塩城市	農業資金互助社理財商品に投資した農民宅を訪問し聴取。	実質破綻。資金の返還を農民が求めている。資金は市の公共事業や住宅建設へ。未払いなどで建設は中断中。
㊱	貴州省貴陽市郊外	総額4兆円超の巨大事業工事の様子	立ち退き料が未払いのため建設事業が中断。工事のための断水で住民が困惑。
2014/02/26 ㊲	山西省太原市 中国建設銀行山西支店前	吉林省信託の組成商品を販売した銀行への抗議の様子	吉林省信託が組成した理財商品がデフォルト。石炭採掘の聯盛能源集団に貸し付けたが石炭不況で焦げ付いた。

資料：Web サイト「TV トピック検索」「TV でた蔵」「Youtube」（2014年8月24日閲覧）

究報告である。

同書で挙げられている中国の影の銀行の属する業態を表2にまとめてみると、貸付だけでなく投資の領域を含んでおり、最近、日本でも注目されるネット金融絡みのものを始めさまざまな業態が見られる。なお表2の報告書の影子銀行の定義は、銀行の預金 貸し付けというルート以外の貸し付け・投資の担い手を、影の銀行として広く拾うというもの。これを広義説と呼んでおこう。

ただし表2は広義説といえるものだが、ほかの中国の論者が影の銀行としてしばしば上げるもので落としている点もある。それは揚旭(2012)にもあった大企業による委託貸付。委託貸付は大企業が余剰資金を銀行に委託して(形式的に銀行を通して)貸し付けるもの。そうなる理由は企業間の直接貸付が禁止されているからとされる。この委託貸付も入れたものとしては、たとえば李蔚、

表2 中国影子金融体系（1）

汉语 中国語名	英 訳	挙示された規模など
商业银行理财产品	Commercial Bank Financial Products	2011年間発行16.49兆元
信托公司理财产品	Trust Financial Products Bank-trust Cooperation FP	2011年間発行8.44兆元
融资租赁	Financial Leasing Leveraged Lease	2011年末。残高0.93兆元。
券商集合理财产品	Collective Asset Management System Asset Management Plan	2011年末。純資産0.12兆元。
准房地产信托	Quasi Real Estate Investment Trust	2011年間発行0.27兆元
信用风险缓释工具	Credit Risk Mitigation Instrument	2010年11月に始まり間がない
小额贷款公司	Micro-Credit Company Small Loan Company	2011年末。残高0.39兆元。
融资性担保公司	Financing Guarantee Companies	2010年間保証額1.58兆元
典当行与寄售行	Pawn Shop and Consignment Shop	2010年典当行投資型0.18兆元
投资公司	Investment Companies	所管法制ともにあいまい
私募股权投资	Private Equity	2006-2011 募集累計0.19兆米ドル
风险投资基金	Venture Capital	2006-2011 募集累計0.045兆米ドル
商会与企业家俱乐部	Chamber of Commerce and Entrepreneurs's club	会員の抛出により基金 会員に資金貸付など。要法整備。
速贷邦	Fast-lending Web Service Platform 銀行を介して P2P（中小企業金融）	2010年9月開始。2011年半ばより急激に発展。
网络借贷电子平台	Internet Lending Platform 一般に民間貸借利率は法定利率の4倍を超えないこと...を除くと形式について法律は無規定。	電子商取引の発展に伴うもので多様な主体が既に存在。法規制・監督は今後。

資料：李建軍ほか（2012） 非合法組織の事例を除き挙示されている業態を表にまとめた。

苏振天：《我国影子银行体系及监管研究》，载《学术界》总第167期，2012年4月，59-63がある。この著者は二人とも、安徽财经大学金融学院講師で、中南财经政法大学（在武漢）の金融学博士課程の院生。またかれらは影子銀行を組織形式と金融工具に分けるとしている（表3）。

表2表3から中国の影子銀行の議論の対象の広がりや、理財商品の問題が影子銀行の議論の一部に過ぎないことは理解されるはずである。また中国の影子

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

表3 中国影子銀行体系(2)

組織形式		説明の要旨
	銀行機構内部	2004年以来 影子銀行の最重要取引
	信託投資会社	中国で最も影子銀行の特徴を備えた機構
	承認民間金融	監督機構が承認した非銀行金融機構 政策不足監督比較的弱 少額貸付会社 自動車金融 リースなど
	承認専門会社	政府の関連部門が承認あるいは支持している専門会社 貸借機能に直接間接に関与 質屋 保証会社 互助組織など
	民間金融組織	非合法非正規金融 地下金融
	資金余剰大企業	緊縮貨幣政策のもとで中小企業に大企業資金が向かっている
金融工具		説明の要旨
	銀行理財商品	銀行単独のものと銀信合作のものがある。貸付、債券、手形などを理財商品化しており監督管理を受けにくい
	手形	もともと低リスク。理財商品と絡むことで隠れて規模が拡大。手形を買って(買断加远期回购),手形をはめた理財商品を売ることによって手形業務をBS外に移す。貸出規制回避など。
	委託貸付	大企業から中小企業へ 利差を獲得 関連企業へは利率優遇
	資産証券化	海外で最主要部分だが国内ではなお小規模
	私募基金	純民間行為だが法律による規範付けが不足している
	民間金融	緊縮貨幣政策, マイナスの金利, 中小企業不動産金融の資金需要から拡大 外部監督の不足, 資金配置に不合理など問題

資料：李蔚，苏振天(2012)の記述を表にまとめた。

銀行は日蔭の存在とも言えないという議論が出ることも頷ける。郑州大学法学院大学院の丁銘はつぎのように表現している。経済の急速な発展と市場の資金需要が明らかなもとの、「米国で生まれた影子銀行が中国では至るところで花を咲かせている(在美国“生根发芽”的影子银行在中国“遍地开花”)」(《法制与经济》总第377期2014年3月,114)。

2. 中国の影子銀行：中国における狭義説

次に中国における影子銀行の狭義説を検討したいが、これにも実にいろいろな学説があり、決して一つの説にまとまっていない。その一つの考え方は、影の銀行というのはそもそも銀行の監督管理システムの外の領域を指すのだという主張である。この考え方から、銀行の理財商品のところを銀行の監督機関に

より監督されているという理由で、影の銀行から除くという考え方が出てくる。

この狭義説の例として、最近刊行された閻庆民、李建华：《中国影子銀行監管研究》，中国人民大学出版社 2014 年版，318p。を上げたい。なお全く正反対の狭義説として、理財商品こそ影の銀行の代表的なものとする周莉萍：《影子銀行体系：自由銀行業的回归》，社会科学文献出版社 2013 年版，227p。がある。本項では前者について述べる。

表 4 1 影の銀行の判定基準

広義の影の銀行にあたるか	
非銀行信用仲介（中介）	伝統的銀行システムの外での信用仲介かどうか
狭義の影の銀行にあたるか：市場の要求に応じている面があり以下の要素を総合的に判断する。	
監督管理の程度	監督管理を受けていないか 銀行と同程度の監督管理を受けていない
システムリスクの可能性	高レバレッジ 期間のミスマッチ 監督の欠如など重なると可能性高まる
監督管理の差利（套利）	監督管理が緩いことによる利益の有無

資料：閻庆民，李建华（2014），42-53，esp.，44-48

表 4 2 三会のいずれかが監督管理している金融機構

汉语	規模数値例 単位：兆元	影の銀行にあたるか
銀行理财业务	2013年6月末 4万種近い 残高9.08兆元	<u>銀行業務として厳格な監督のもとにあり</u> <u>影子銀行ではない</u>
信托理财业务	2013年9月末 管理信託資産10.13 兆元	<u>信用仲介には該当。厳密な意味では影子</u> <u>銀行ではない</u>
証券理财业务	2013年6月末 同3.42兆元	広義には該当 狭義には該当しない
基金理财业务	2012年12月末同3.62兆元	一部影子銀行に該当する。管理の厳格化により影子銀行から外せる。
保険理财业务	2012年末 「寿」保険純売上0.74兆元	狭義の影子銀行には該当しない
財務公司	2012年末 資産総額2.10兆元 負債 総額1.80兆元	銀監会が監督しており影子銀行ではない。 企業集団の資金管理をしている。
金融租賃公司 (リース)	2013年6月末総資産0.90兆元 総負 債0.80兆元	影子銀行の特徴の一部をもつが、規模も 小さく監督の厳格化により外せる
汽車金融公司	同上総資産0.22兆元 総負債0.19兆 元	同上
消費金融公司	同上0.0078兆元 同上0.0052兆元	同上

資料：閻庆民，李建华（2014），71-154 汽車は自動車の意味。

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

閻庆民, 李建华 (2014) の序文は中国人民大学校長の陈雨露。著者の閻庆民は中国銀行業監督管理委員会(銀監会)党委委員。同じく著者の李建华は同委員会非銀部主任。本書はこの2人の共著にはなっているが、この二人の肩書からみて中国銀行業監督管理委員会という組織の力量をあげて作成した研究書とって間違いないだろう。それだけにこの狭義説は無視できない。

ここではその見解を表4-1から表4-4にまとめた。これによると判定基準を作成して、影の銀行に該当するかを判断している。閻庆民, 李建华 (2014) は、

表4-3 各部あるいは地方政府監督管理下の金融機構

典当公司	2013年6月末資産総計0.12兆元	質屋。広義の影子銀行。狭義には該当せず。
担保公司	2012年末融資保証残高1.45兆元	保証会社。単独で影子銀行にはなれない。
融资租赁公司 (リース会社)	ファイナンス・リース。2012年末契約1.55兆元に達した	広義の影子銀行。規模はなお小さく商務部と銀監会の監督管理下にある。
私募股权公司	未公開株投資。2012年募集0.025兆米ドル。投資0.019兆米ドル。	広義の影子銀行。システムリスクはなく狭義の影子銀行ではない。
小额贷款公司	2013年9月末貸出残0.75兆元	広義の影子銀行。商業銀行に比べ貸出額規模とも小さく問題ない。
金融资产交易所	統計開示は北京だけ。北京の2012年取引額は0.64兆元。	影子銀行。2010年以来北京ほか5ヶ所に設立。

資料：閻庆民, 李建华 (2014), 155-198 典当は質屋, 担保は保証という意味。

表4-4 現在は監督管理を受けていない金融機構

現在 監督管理を受けてない組織の業務		
新型网路金融公司 (新型ネット金融会社)	電子商取引でのファイナンスとP2P	影子銀行である
民间融资 (民間融資)	2008年の推計2.5兆元 金融機構貸出の8%前後	影子銀行である
第三方理财機構	商業銀行, 証券会社の外にあるもの	影子銀行である
金融市場新型の影子銀行業務		
資産証券化業務	2013年6月末 資産担保証券累計発行0.089兆元	影子銀行である
融資融券業務(信用取引)と 回購業務(レポ取引)	2013年4月25日信用取引貸付残高0.17兆元。2013年6月末銀行間債券市場レポ取引残高23.49兆元。	影子銀行である
货币市场基金 (MMF 貨幣市場基金)	2012年末純資産規模0.79兆元	影子銀行である

資料：閻庆民, 李建华 (2014), 199-234

銀行の理財業務について影の銀行から外すという「衝撃的な」判断，こうした議論を知らない日本の研究者が驚くに違いない判断を淡々と記載している。

3. 狭義説と中小企業金融

前項で紹介したような影子銀行から理財商品を外す考え方は，銀行や信託会社が，監督機関の監督管理下にあることを一つの根拠にしている。この考え方に対する疑問はあとで述べるとして，理財商品の部分を隠して中国の影子銀行を考えると，中小企業金融問題との関係が浮かび上がる。というのは理財商品の部分を除くと，影子銀行の多くは銀行以外の少額貸付の業態で（表2・表3参照），中国で銀行など正規金融が国有大企業に偏った融資を行っていることの裏返しとして，影子銀行は，中小企業の資金不足を補うという役割分担，補完関係になっているからである。

さらに中国で出されている文献を見ると，これらの影の銀行が，情報の非対称性など，日本でも指摘される中小企業金融の困難を生み出す原因の緩和にも役立つほか，借り手が返済をしない行動をするといったモラルハザードの防止にも役立つとしている。その根拠になっているのは，これらの影の銀行が地域の地縁などをベースに，企業と密着した活動をしている点である。見られるように説明の論理構成や道具立ては，日本における中小企業金融の議論となんら変わりはないし，目新しいものではないが，規制のもとで，資金ニーズに対応しているということにとどまらない，シャドバンクの積極的意義付けにこうした考え方が使われていることは注目してよい。

こうした文献の一例として侯健：《影子银行发展对中小企业融资影响发展研究》，载《企业与银行2012年6月》，84-86。をとりあげる。著者は中国建設銀行広東省支店所属。影子銀行は，伝統的銀行に比べて3つの優れた点があるとしている。一つは情報コスト。地域や社会，血縁などを原因として貸し手と借り手が頻繁に接触していることで情報の非対称性問題はある程度解決され，モラル面のリスクも防ぐことができる（一定程度上解決正规金融机构所面临的信息不对称问题，防止道德风险和逆选择）。2番目は取引コストで，手続きが簡便で，担保などについても柔軟に判断，返済が困難になったときの契約の見直しも可能とする。第三に社会的関係は無形資産の一種といえ，借り手は債務不履行をで

きるだけ避けるとしている（侯健（2012）85）。

影の銀行として、侯健（2012）が注目するのは、銀行監督管理システムの外にある、民間貸借（保証会社、信託会社、投資会社、質屋など）である。

こうした考え方、つまり影子銀行とは、銀行以外の貸付システムを指す言葉で、それは中国の金融制度の欠陥である、中小企業金融制度の不備を補うものだという考え方を助ける有力な本が2013年に登場して大きな話題になった。

张化桥：《影子銀行内幕》，机械工业出版社2013年版，203p。である。

本書は英文でも出されたこともあり欧米のメディアにも注目された。著者の张化桥は、UBSの中国調査部門（香港）から2006年に深圳控股有限公司のCOOに転じて話題を呼んだ人物。UBSは投資銀行の一角。これに対して深圳控股有限公司が広州で行っていたビジネスは、中小企業を相手にした少額の貸付業務（少額貸付会社）。花形の投資銀行からなぜ格下のビジネスに転じたのかが関心を呼んだ。本書はその本人による2006 - 2012年の深圳控股有限公司での顛末である。

なお李建军ほか（2012）によると、小額貸付会社（小额贷款公司）については、2005年5月に5つの省で試験的に試みることが中央銀行（中国人民銀行）により決定され、2008年5月に銀監会と中国人民銀行により正式に全国で認められ、以後、急速に発展した（李建军ほか（2012）113）。

张化桥（2013）が描いたのは、影の銀行と呼ばれる、企業向けの小額貸付という業態が、中国で急成長しているという状況と背景である。その会社はつぎのようなものだった。

登記資本1億5,000万元。国家開発銀行から7,500万元借入。社員数50名（同業者が6 - 8名のところ）。業務は主として中小企業貸出（消費者金融はわずか）。顧客数1,700，平均貸出額13万元。貸出総額2億2,100万元（张化桥（2013）15-16）。

借入に比べて自己資本が大きく、基本的には自己資本を貸し出す業態。平均貸出利息は年20 - 24%の高利。平均貸出期間は6 - 9ヶ月の短期。つまり短期で比較的高利で貸す業態である（张化桥（2013）17）。

2012年の財務数値が出ている。平均貸出残高2億3,000万元。収入6,900万元。そこから55.6%の営業税と付加経費380万元。55人の人件費1,200万元。2%の償却費，賃貸料，管理費用500万元。25%の企業所得税860万元。

残る純利潤 2,600 万元 (张化桥 (2013) 19)。

日本から見ていて不思議なのは、年利で 24% という高利 (基準貸出利率の 4 倍でこの業態で許される上限) である。それこそバブル的投資との関係があるのではとも思ってしまうことと、2006 - 2007 年当時ということはあるが行き過ぎた高利との疑問も残る。

张化桥は、銀行は、農業や中小企業への貸付を所有構造やガバナンス、経費構造から行えないのだと述べる。また農民や中小企業者も、時間のかかる貸付審査、担保、貸付規模、文書などを見て銀行とのトラブルを避けようとする。信用引き締めするとき、銀行により真っ先に切り捨てられるのは農民と中小企業者。問題は利率ではなく資金の入手可能性 (能不能顺利借到钱)。たとえ 24% の金利を顧客に求めるとしても、銀行の場合の厄介な手続きや、長い待機期間、ときには特別費用という名のワイロを考えると、また彼らのお金の回転数が年 3 - 4 回ということを考慮すると、顧客はその金利に納得している (他们就会认为这利率还是很划算的) (张化桥 (2013) 28-29)。

リスク管理については、貸付担当者は受持ち地域に積極的に出かけて顧客を開拓している。顧客が貸付を求めるときには、実質的な審査を終えている (我们已经对他们做了不错的尽职调查了)。再度の借入は、審査コストを下げることになり歓迎したうえで、30 万元以上の貸付には担保 (不動産あるいは工場又は事業の所有権) を求め、30 万元未満については有資格者 (不動産あるいは高所得職業を保有する者) の保証書を求めるとしている (张化桥 (2013) 25-26)。

このような影の銀行が、中小企業金融で果たす肯定的側面の理解は、実は张化桥の指摘を待つまでもなく、もともと知られている。たとえば张佳坚:《浅议中国影子银行》, 载《现代营销 2013 年 1 月》, 46-48。の著者は浙江工业大学经贸管理学院所属の研究者だが、伝統的な貸付機構が、中国経済、なかんずく中小企業を作り上げようとする大きな資金圧力にこたえきれなかったことを指摘したうえで、影子銀行は中小企業の発展に一定の貢献をしたとしている (张佳坚 (2013) 46-47)。

このほか中小企業金融に絞って、影の銀行を論じた論文には徐军辉:《中国式影子银行的发展其对中小企业融资的影响》, 载《财经科学》总第 299 期, 2013 年 2 月, 11-20。がある。なお徐の肩書は広州大学公共管理学院副教授。

徐军辉は、影子銀行を、政府の対応を基準にとらえ 4 つに区分する。すなわ

ち、政府が支持していない民間金融，政府が支持している委託貸付，政府が支持している銀信合作理財，政府が認めている民間金融の4つである（徐（2013）13-15）。

徐は中国の金融制度は政府主導型であるとして、政府がどういう態度をとっているかを重視して影子銀行を4つに分ける。

最初は政府が認めていない民間金融。ここで強調されているのは、明確に政府の保護とか監督とかを受けていない民間金融が意外に大きいということである。徐は影の銀行の中の33%つまり3分の1という大きさを示している。

二番目は、委託貸付。ここで示されるのは国有大企業が入手した低利資金が、下屬企業や関連企業には低利で、また外部企業（非親屬企業）には高利で貸されるということ。貸す企業の判断がこのスキームでは優先されている。

三番目は、銀信合作理財。このスキームでは運用の責任は信託投資会社（公司）にある。信託会社は銀行の貸出限度額規制を超えて貸出ができる。（お金を集めた）銀行は利ザヤをまるごと収益とできる。銀行の収益は、委託貸付では仲介の手続費用が得られるだけだったが、ここでは利ザヤが加わり儲けが大きい。かつすべてが銀行のバランスシートの外の取引である。

そして四番目は、政府が設立を認めた金融機構による民間金融。ここには信託投資会社、財務会社、保証会社、質屋、小額貸付会社、リースなどが入る。ここが政府の奨励もあり急速に発展しているとまとめている（同前）。

徐（2013）は中国影子銀行の特質を、政府の監督を受けながら、未だ十分に注目されていない領域であり、なお本当の意味での資産証券化は存在せず、委託貸付や委託理財にみられるように、影子銀行と伝統銀行は相互依存関係にある（形成了依存关系）とまとめている（徐（2013）16）。

なお影子銀行の急速な発展は、銀行など伝統的金融機関が中小企業や農民のニーズを満たさきれていないことに対応している。中小企業はそもそも経済力あるいは財務の規律面で銀行や信用組合など、伝統的金融機関からの借り入れがむづかしい。加えて銀行の審査時間の長さ、効率の低さ、隠れたコストの高さが一部の中小企業を小額貸付会社に向かわせている。また農家に関しては、土地が集団所有であるので土地や家屋を担保に使えないことや、借入限度が小さいといったことが、同様に伝統的銀行からの借り入れを困難にしている。

ではこのような非伝統的金融機関に問題はないのか。この点についても指摘

は多いのであるが、ここではさきほども引用した李建军ほか(2012)の議論を紹介しておこう。

まず預金業務を行えないため、資本コストが高いこと(李建军ほか(2012)123)。なお張化橋は借入についても厳格な規制(登記自己資本の半分まで)が続いていると述べている(張化橋(2013)167)。実は銀行やリース会社に対して借入上限は自己資本の10倍とゆるく、信用組合(信用社)についての上限はさらに緩いと張化橋は続けている(張化橋(2013)21)。

2番目に税負担が、企業所得税を免除され3%の営業税を課されるだけといった優遇を受けている信用組合(信用社)に比べて重いこと。3番目に中国人民銀行の信用照会(征信)システムに未加入であるため、企業の信用履歴(誠信記録)を参照する道がないことは、効率化とリスク管理の両面で問題があること(李建军ほか(2012)123-124)。

4番目として省のほか、銀監会さらに人民銀行の監督のもとにあるなど重複した監督を受けていること。銀監会が法律にしたがった審査批准に責任があるものの、実際の運用では中央銀行との重複がある、結果として地方では監督権限の混乱も生じているとする(李建军ほか(2012)124)。このような重複規制については、張化橋も(区发改委,市金融为公室,省金融为公室)3層の規制を受けていると指摘している(張化橋(2013)21)。

むすび 狭義説の妥当性の検討

最後に理財商品を影の銀行から外してしまうという扱い(狭義説)は正しいかについて議論しておこう。披見した資料で見ると、大多数の研究は異議を唱えているように見える。

たとえば先ほども上げた周莉萍:《影子銀行体系:自由銀行業的回归》,社会科学文献出版社2013年版,227p。この人は、中国の影子銀行のむしろもっとも典型的な姿(狭義の影子銀行)として、信託会社と銀行の合作による理財商品の販売を挙げている(周(2013)210以下)。つまり一方の論者が、影子銀行の典型としている、その理財商品を影子銀行から外すという閻庆民,李建军(2014)の主張は、無理があるのではないか。

もう一つは政府機関に監督されているとしても、監督上の問題はないのかと

いう点である。なお課題があるという指摘がある。その一例は郭春松：《金融危机，影子银行与中国银行业发展研究》，经济管理出版社 2013 年版，287p。である。

この著書は博士号をすでにもっているものに博士後（后）の勉強をさせる中国独特の制度の成果。著者は廈門大学で 2006 年学位を取得。しかも銀監会福建監管局勤務。彼は 2008 年に博士後制度を申請。2008 年から中国社会科学院財經戰略研究院で学び 5 年後の 2013 年にその研究成果として認められたのが本書である。そして著者郭春松は中国国内だけで育ってきた経歴と合わせて、中国の次世代の金融学者として注目されてよい。

まず郭春松 (2013) は以下の 4 つを中国の影子銀行の形態としている（表 5）。

表 5 中国の影子銀行の形態

銀信合作業務	2012年 4 季末発行残高2.03兆元
商業銀行理財商品	2011年上半期の発行規模8.51兆元
民間金融	2011年中 残高3.8兆元
資産証券化	2011年末 発行総額734.46億元

資料：郭春松 (2013) 32-33

郭春松 (2013) は、4 つの形態それぞれのリスクと監督管理上の問題点をかなり詳しく書いている。影子銀行であるなしに議論を集中させる、閻庆民、李建军 (2014) の姿勢とは大きな違いがある。そして以下の郭春松 (2013) の指摘からすると、理財商品には銀行のリスク管理と絡んだ複数の問題がある。影の銀行であるなしの議論に比べて、郭春松 (2013) の議論は実質的で好感を持てる。

まず銀信合作業務というのは、銀行を窓口信託会社作成の理財商品売るケースなどを指しているが、そのリスク上の問題としては、バランスシート外とすることで銀行のリスク資産を減らし資本監督や準備金を回避している問題がある。そして 2 点目として、バランスシートの外にしても資金回収の実質的法律責任が残り、ブランドが傷つくリスクがある。また加えて、政府の公共事業などに大量投資をしている集中リスクや融資仲介組織（平台）の違約リスク（債務不履行リスク）がある（郭春松 (2013) 32）。

商業銀行理財商品についても、商業銀行内とはいえ、なお監督管理が十分でない。つまりまだ監督管理の外にあること、監督管理が日まじに厳格になり、

監督管理も絶えず強まっているが、商業銀行理財商品の販売について損害を受けた投資家が多いなど混乱がみられること、さらに貸付資金が緊張しているもとで高利の理財商品を提供することは、金融市場の健康な発展によくないこともある(郭春松(2013)33)。

民間金融については、高利貸などが借り手の中小企業の財務負担をふやし、破産リスクを増加させること、また法律に法規や制約がない民間組織については、不透明な利益、財務の混乱、投資人の利益が保障しにくいなどの問題がある(郭春松(2013)33-34)。

さらに資産証券化については、[貸付債権をつくった]商業銀行の隠れた保証[責任]リスクが実質なくなること、[他方で売却できることで]商業銀行の貸付におけるモラルが低下する道徳リスクがあること、市場参加者が少なく投資主体がまた銀行ということから、貸付リスクが依然として商業銀行システム内に残るというリスクがあるなどの問題がある。また資産証券化は銀信合作に助けられるだろうが、理財商品のように非伝統的(非正式)な経路での進行では有効な監督が不足している(郭春松(2013)34)。

こうした一連の指摘をみると、理財商品についての問題は非伝統的領域全体の監督管理の具体的なあり方と絡んでいる。未解決の問題も多く、理財商品を影の銀行の定義から外すか否かを、監督の所在で切り分けただけで議論を打ち切るのはいかにも性急である。

銀監会の狭義説に異論を立てていると思われるもう一つの研究書は殷劍峰、王編武主編：《影子銀行与银行的影子》，社会科学文献出版社2013年版，248p。である。これは中国社会科学院金融研究所の研究報告で、書物の表題が示すように、銀行の影子、つまり理財商品を重視している。大変興味深いことだが、影子銀行の定義をめぐって、銀監会と社会科学院という2つの巨大な研究組織が、正面から論争しているよう見える。なおこちらの序文を書いているのは社会科学院副院長の李扬である。

殷劍峰、王編武(2013)が理財商品を重視する理由は、銀行の理財商品を通じた社会的な資金のバイパスが巨大なものになっているという認識にある。そのことを象徴する二つの表の抜粋を表6そして表7として掲げる。

表6・表7のいずれでも「非金融企業の債券」とともに「他の銀行に対する債権(对其他存款性公司债权)」の伸びが大変著しい。「他の銀行に対する債権」

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

表6 信用工具統計

単位：億元，%

残高 億元	非金融企業債券	人民幣貸出	他の銀行に 対する債権	非銀行金融機構 に対する債権	国債
2005	3,247	194,690	35,193	10,667	34,353
2010	36,563	479,196	134,453	19,736	68,893
2012	72,855	596,423	218,383	41,849	78,174
構成比率					
2005	1.17%	69.99%	12.65%	3.84%	12.35%
2010	4.95	64.86	18.20	2.67	9.32
2012	7.23	59.16	21.67	4.15	7.76

資料：殷劍峰，王編武（2013）9表6を抜粋 構成比率は上記5項目の合計に占める比率 貸出の数値は通貨統計から，債権の数値は銀行の資産負債集計表から引用とのこと

表7 信用工具の GDP 比率

単位%

残高 億元	非金融企業債券	人民幣貸出	他の銀行に 対する債権	非銀行金融機構 に対する債権	国債
2005	1.76%	105.27	19.03	5.77	18.58
2010	9.11	119.35	33.49	4.92	17.16
2012	14.03	114.85	42.05	8.06	15.05

資料：殷劍峰，王編武（2013）12表9を抜粋 配列を変更

という表現は分かりにくいだが，銀行間の債権を指している。そしてこの銀行間の「債権」の伸びに反映しているのは，理財商品に代表される，銀行そのものによる影の銀行，つまり銀行の影子（銀行的影子）活動だとしている（殷劍峰，王編武（2013）12-14, esp. 13）。たとえば銀行が理財商品で資金を調達すると，その運用で銀行間の債権が膨らむということだろう。また殷劍峰，王編武（2013）は別の箇所でも，「他の銀行に対する債権」はほかの銀行が発行した金融債とか，同業間の貸し付けなど，銀行間の貸借，言葉を変えれば信用創造を反映していることを詳しく説明している（殷劍峰，王編武（2013）54-55）。

表6表7で確認できることは，その他の銀行に対する債権の急拡大に示される新たな資金の流れ（資金のバイパス）が，マクロ経済政策的にも注目してよい規模，変化だということであり，当然十分に監督の目を注ぐべき対象だということだろう。

こうした点からも，影子銀行であるか否かだけに議論を集中させる閻庆民，李建軍（2014）の報告書に違和感が残る。なお量的な側面からみた銀行理財の

重要性はさきほどの表5でも確認できる。

なお2013-2014年にかけて理財商品に関して、銀行業監督管理委員会や国務院は、監督姿勢を強化させた。この点は、別稿で改めて考えることにしたい(規制強化の動きについては以下を参照されたい。栗原浩史:《中国理財・信託商品に関する金融リスクの現状と評価》, 載《三菱UFJ銀行経済マンスリー》2014年4月30日, 1-18, esp. 8第2表.)。

参 考 文 献 (著者名を中国語音で配列)

- 大江周刊(无签名):《中国式“影子银行”》, 載《大江周刊》2013年7月, 14-19。
- 丁铭:《我国影子银行体系的理论与监管研究》, 載《法制与经济》总第377期, 2014年3月, 114-116。
- 福光寛:《中国概念股の理論・歴史・現状》, 載《成城大学経済研究》203号, 2014年1月, 15-76。
- 福光寛:《中国经济入門 - 『図解中国经济』を読む - 》, 載《成城大学経済研究》206号, 2014年11月, 95-145。
- 龚颖:《全国农村合作金融机构理财业务透视》, 載《中国信用卡》2012年7月, 49-51。
- 関根栄一:《中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き》, 載《中国資本市場研究》2013年夏号, 27-44。
- 関志雄:《中国におけるシャドーバンキング 現状と課題》, 載《中国資本市場研究》2013年夏号, 19-25。
- 郭春松:《金融危机, 影子银行与中国银行业发展研究》, 经济管理出版社2013年版, 287p。
- 黒岩達也:《中国のシャドーバンキングと地方政府債務》, 載《信金中金月報》2013年9月, 4-7。
- 侯健:《影子银行发展对中小企业融资影响发展研究》, 載《企业与银行》2012年6月, 84-86。
- 津上俊哉:《中国の「影子銀行」 - シャド - バンキングの急拡大が暗示するもの》, 載《JOI》2013年5月, 18-19。
- 李建军, 徐赛兰(Sara Hsu), 田光宇主编:《中国影子金融体系研究报告》, 知识产权出版社2012年版, 238p。
- 李蔚, 苏振天:《我国影子银行体系及监管研究》, 載《学术界》总第167期, 2012年4月, 59-63。
- 栗原浩史:《中国理財・信託商品に関する金融リスクの現状と評価》, 載《三菱UFJ銀行経済マンスリー》2014年4月30日, 1-18。
- 骆振心, 冯科:《影子银行与我国货币政策传导》, 載《武汉金融》2012年4期, 19-22。
- 南风窗(无签名):《华夏银行飞单纠纷》, 載《南风窗》2012年12月31日, 22。
- 清水顕司:《影の銀行と地方債務問題》, 載《ジェットロセンサー》2013年10月, 60-61。
- 三浦有史, 佐野淳也:《シャドーバンキングが映し出す中国の構造問題》, 載《日本総研 Research Focus》, 2013年9月2日, 1-10。
- 王淳力, 李建军:《中国影子銀行の規模, 风险评估与监管对策》, 載《中央财经大学学报》2013年第5期, 20-25。

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

- 王铮：《理财产品风险上升》，载《上海国资》2013年1月18日，38-39。
- 徐军辉：《中国式影子银行的发展其对中小企业融资的影响》，载《财经科学》总第299期，2013年2月，11-20。
- 吴会：《商业银行理财产品销售中的信息披露义务》，载《经济与法》2014/3（下），96-97。
- 阎庆民，李建华：《中国影子银行监管研究》，中国人民大学出版社2014年版，318p。
- 扬旭：《中国“影子银行”的产生发展和影响》，载《中外企业家》2012年1月，67-70。
- 殷剑峰，王福武主编：《影子银行与银行的影子》，社会科学文献出版社2013年版，248p。
- 张化桥：《影子银行内幕》，机械工业出版社2013年版，203p。Joe Zhang, *Inside China's Shadow Banking: The Next Subprime Crisis?* Enrich Professional Publishing: 2014, 166p.
- 张佳坚：《浅议中国影子银行》，载《现代营销》2013年1月》，46-48。
- 周莉萍：《影子银行体系：自由银行业的回归》，社会科学文献出版社2013年版，227p。
- 周韵秋：《银行理财产品告知不足的问题及其治理》，载《当代经济》2014年第10期，2014年5月，28-29。
- 植田賢司，五味祐子：《中国のシャドーバンキングと拡大する地方政府債務》，载《国際通貨研究所 News Letter》No. 13，2013年8月15日，1-15。

附記

小稿は、成城大学特別研究助成および成城大学経済研究所研究第2部プロジェクトによる研究成果の一部である。

（ふくみつ・ひろし 成城大学経済学部教授）

中国のシャドーバンクをどうとらえるか

さまざまな定義の併存 肯定説と中小企業金融への貢献説

(研究報告 68)

平成 26 年 11 月 20 日 印 刷

平成 26 年 11 月 29 日 発 行

非売品

著 者 福 光 寛

発行所 成城大学経済研究所

〒157 8511 東京都世田谷区成城 6 1 20

電 話 03(3482)9187 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社
