

# 中国におけるシャドー・バンキングの構造的特質と 日本経済への影響※

王 湊          京 濱<sup>†</sup>  
                    照 宏<sup>††</sup>

## 要 旨

本稿の目的は、中国の「影の銀行」と一般的な意味でのシャドー・バンキングとの違いについて検討し、この問題における中国の構造的特質を探り出すことである。近年、金融抑圧が長期にわたって続いてきた中国では、銀行のユニバーサルバンク化改革が行われ、金融機関は業種別金融規制制度の欠陥を利用し、利潤を追求している。その結果、銀行理財商品や銀行と信託会社の「協力」による資金プール、企業間における委託貸付け、手形割引制度の悪用による資金調達、インターバンク市場を利用した資金調達といった金融手段が急増し、中国のシャドー・バンキング・システムが形成された。このことから明らかなように、中国のシャドー・バンキング・システムは、金融機関による金融自由化の立ち遅れに起因する金融業余剰利潤の囲い込みにほかならない。これは単なる金融的事象ではなく、地方財政が長期的に疲弊化しているにもかかわらず、経済成長至上主義の下で資金需要が膨張した状況での財政事象でもある。以上から、中国のシャドー・バンキングは中国国内における独特の経済・政治的要因によって形成されたものであり、資本取引がまだ自由化されていない現状において、その崩壊による日本経済への影響は限定的と予測される。

キーワード：シャドー・バンキング、金融自由化、金融規制、理財商品、資金プール、地方財政の疲弊化

## I. はじめに

2007年夏以降、アメリカのサブプライム・ローンの焦げ付き問題が深刻化するにつれ、

---

† 大阪産業大学 経済学部 国際経済学科 教授，天津理工大学 客座教授

†† 大阪産業大学 経済学部 経済学科 准教授

草 稿 提 出 日    8月4日

最終原稿提出日    8月28日

※本稿は公益財団法人全国銀行学術研究振興財団より2013年度研究助成を受けた成果の一部である。記して感謝を申し上げる。もちろん文責は著者に帰する。

米国金融の抱えるシステミック・リスクがクローズアップされるようになった。そうした中で、PIMCO（パシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー）の取締役を務める McCulley 氏は、金融監督システムの蚊帳の外に置かれている「短期かつ不確実性の高い資金を集めながら、再割引の権利が享受できず、預金保険制度にも加入できない」「レバレッジのかかったすべてのノンバンク投資にかかわるコンデュイットやビーグル、ストラクチャー」を「シャドー・バンキング・システム」（shadow banking system）と名づけ、時の人となった（McCulley, 2007, p.2）。翌年のリーマンショック後における金融危機の世界範囲への広がりに従い、シャドー・バンキング問題が大きく取り上げられるようになった。

シャドー・バンキング・システムは世界金融危機がきっかけで顕在化したものとは言え、かなり長い発展史を経て今日のような構造的なものとなった。これまで常に金融革新の尖兵として発展してきたシャドー・バンキングは、三度の栄枯盛衰を経てきたと思われる（周, 2013）。その「第一の発展期」と呼ばれる1960年代においては、アメリカの商業銀行が預金の減少と貸出需要の拡大の問題を解消するため、通信技術の発達を利用しながら、さまざまな借入債務の手段を考案し、資金調達に活用した。1961年の大口預金（CDs）の開発はそれを象徴する出来事である。こうした商業銀行の「資産管理」から「負債管理」への経営様式の転換は、拡大しつつある貸出需要に応える必要性があったとは言え、同時に高い収益性商品への投資拡大も強いることになった。

「第二の発展期」と称される1970年代においては、IT 産業の発展は金融革新をさらに促進し、市場におけるプレイヤー及び金融商品が急増した。この時期においては、戦後ブレストンウッズ体制の崩壊にともない、先進国を中心に、金融自由化の理念が芽生え、金利の自由化や金融市場の自由化、資本取引の自由化が推し進められるようになった。ノンバンク金融機関がこうした背景で急成長し、マネー・マーケット・ファンド（MMF）などが勃興した。そして、1980年代からの「第三の発展期」では、1987年にS&L（米国連邦貯蓄貸付組合）の破綻を機に、ファニー・メイ（Fannie Mae 連邦住宅抵当公庫）およびフレディマック（Freddie Mac 連邦住宅金融抵当公庫）の主導下での資産証券化が繁盛し、今日のような資産担保コマーシャルペーパー（ABCP Conduit）や、債務担保証券（CDO）および資産担保証券（ABS）などの高利回りの長期証券化商品が開発された。とりわけ、1980年代から債権の市場化や証券化が金融革新と謳歌され、世界的な潮流となった。日本ではそれを「市場型間接金融」（池尾, 2007）の一つとして捉えた上で、資金循環における役割が強調されたのみならず、日本の金融制度のあるべき姿としても規範的に概念化されている。



中国は世界金融危機勃発後の2008年11月9日にG20およびAPECへの出席を控えた胡錦濤主席が欧米諸国の輸入減を念頭に入れた「内需拡大」政策の一環として、「4兆元」経済対策を発表した。その代わり、金融面では基準金利の引き上げや預金準備金率の引き上げといった引き締め気味の政策も同時に実施した。これらの一連の政策に埋もれたかのように、中国におけるシャドー・バンキングが白日の下に晒されなかった。しかし、2013年6月20日に起きたインターバンク市場金利の乱高下（オーバー・ナイト金利は13.44%に高騰）を機に、中国において「銭荒」（資金不足）問題が急浮上した。それを機に、シャドー・バンキングの問題が表面化し、たちまち米国のサブプライム・ローンに匹敵するほどの金融不安要因としてクローズアップされた。その規模について様々な推計があるが、2013年末時点において27兆元、対GDP比で46%にのぼると言われている（胡主編、2014）。

中国の世界経済への影響力が拡大しつつある中で、シャドー・バンキングの崩壊は中国発世界金融危機を引き起こす可能性が大きいとされる。そのため、この問題に対する海外の評価は厳しいものとなっている。一方で、中国政府はこの問題が「コントロール可能」との立場を繰り返し表明している。こうした相反した認識はもちろん、単なる政治体制の違いにより生まれたイデオロギー的なものではない。本稿は中国におけるシャドー・バンキングの特質を明らかにした上、その発生の原因およびその崩壊による日本経済に与える影響について検討してみたい。

本稿は以下のように構成される。続く第Ⅱ節では、既存の研究について再検討し、金融事象としか捉えられてこなかった中国のシャドー・バンキングが本質的に財政事象の一つでもあることを指摘する。第Ⅲ節では、中国におけるシャドー・バンキングの実態を把握し、その構造的特質を明らかにする。第Ⅳ節においては、財政と金融の結託により生まれてきた中国のシャドー・バンキングに迫る。第Ⅴ節では、日本の対中国国際収支状況について考察することにより、中国のシャドー・バンキングが崩壊した場合に日本経済への影響について考察する。「おわりに」では本研究の到達点をまとめ、残された課題について展望を行う。

## Ⅱ．既往の研究についての再検討

シャドー・バンキング・システムについては、2008年の世界金融危機後も共通した認識で語られてこなかった。たとえば、ニューヨーク連銀総裁のガイトナー氏は2008年6月9日に行われた講演において、シャドー・バンキングという言葉を避け、「並行的な銀行システム」（the parallel banking system）という用語を使用した。しかし、この時期におい

ては、一般的に Tucker (2009) の定義した「企業や個人またその他の金融機関に流動性変換、満期変換および高いレバレッジサービスを提供し、商業銀行を代替して信用創造機能を果たせる金融手段や企業、構造および市場のこと」をシャドー・バンキングとして理解していた。

金融危機が進むにつれ、先進国、とりわけアメリカのシャドー・バンキング・システムをめぐる研究が大きく前進し、それに対する認識も発生当時の警戒感一色から次第に客観的なものになった。それらは基本的に、金融革新、利益追求手段、新しい金融パラダイムの三種類に分けることができよう (周, 2013)。

金融革新として論じた Mehrling (2009), Gorton ら (2010), Acharya, Schnabl and Suarez (2011) などは、シャドー・バンキング・システムの实体经济への積極的な意義に光を当て、資金不足主体の資金アクセスの容易さや資金コストの低減といった側面に高い評価を下した。

これに対して、Stein (2010), Bernanke (2010) などは、シャドー・バンキング・システムはリスクの隠蔽、換言すれば、高いレバレッジにより利益を荒稼ぎする業界であり、商業銀行が絶えず高い利潤を追求する過程で生まれたものに過ぎないと厳しく批判している。

新しい金融パラダイムとして考える研究者のうち、Eichengreen (2008) は、金融制度の変更、とりわけ1999年に「グラス・スティーガル法」が廃止されたことにより、商業銀行と投資銀行が再融合した形でシャドー・バンキング・システムを生成させたと指摘した。Bordo, Redish and Rockoff (2011) は、アメリカとカナダの金融発展史を跡付けながら、カナダでは20世紀末期から銀行業のユニバーサル化が進み、抵当貸付市場や投資銀行業が銀行システムに受け入れられ、金融監督制度も整備されていたため、シャドー・バンキング・システムの並存および金融システミック・リスクが未然に防げたと指摘した。一方、アメリカでは銀行業は19世紀から脆弱性を抱えながら進化するものの、金融危機の発生を防ぐために、常に金融市場に依存せざるをえず、結局、証券化市場や投資銀行業、マネー・マーケット・ファンド市場といったシャドー・バンキング・システムが誕生し、新しい金融パラダイムとして独特の構造を持つようになった。

シャドー・バンキング・システムの性質はどうであれ、その内容の把握こそ重要だと考えた Gorton ら (2009) は従来の銀行と比較しながら、シャドー・バンキングが準備金や預金保険、金利およびバランスシートの違いを指摘した。また、Gorton ら (2010) は、業務分野に基づき、投資銀行をはじめ、プライベート・エクイティ・ファンド、マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド (MMMF)、抵当貸付仲介機関、ヘッジファンド、債券保険会社、ストラクチャード・インベストメント・ビークルなどのノンバンク金融機関

をシャドー・バンキングとして指した。一方で, Pozsar ら (2010) はシャドー・バンキング・システムを「政府支援のもの」、「内部のもの」および「外部のもの」の三種類に分けた。この中で、「政府支援のもの」はファニー・メイやフレディマックのような金融機関, 「内部のもの」は金融ホールディングス, 「外部のもの」はノンバンク金融組織が相当し, それぞれ住宅抵当貸出市場で債権の買い占め, 各種のオフバランス取引, 貸出・証券化・担保保険の供与といった業務を行っている。

リーマンショック後に開かれた G20 ワシントン・サミットでは FSF (financial stability forum) の加盟国を新興国への拡大で合意が得られ, 2009 年 4 月の G20 ロンドン・サミットで金融安定理事会 (FSB, financial stability board) が発足した。その下で, 世界範囲でのシャドー・バンキングに対する監督強化が目論まれた。FSB は 2011 年から研究成果の一部をグローバル・シャドー・バンキング監督報告書として公表してきた。25 カ国と EU から組織される FSB は, シャドー・バンキングを「金融監督外にある非銀行機関の提供する信用仲介システム」として捉えた上, シャドー・バンキング・システムには「満期変換, 流動性変換, レバレッジ操作および信用リスクの移転」といった四つの内的特質が備えられていると指摘している (FSB, 2011)。

中国においても世界金融危機の勃発とともに, シャドー・バンキング・システムへの関心が高まり, 研究ブームを引き起こした。中国のすべての学術誌を網羅したデータベースとして知られている中国知網 (CNKI) において, 題目にシャドー・バンキングを指す「影子銀行」が含まれる論文は 2011 年以降に急増している (図 1)。

こうした膨大な研究蓄積の中, 最新かつ注目度の高いものを抽出し再検討を行ってみた結果, 以下の三つに要約することができる。

第一に, 中国のシャドー・バンキングの生成メカニズムについて, 金融抑制下の金融イ

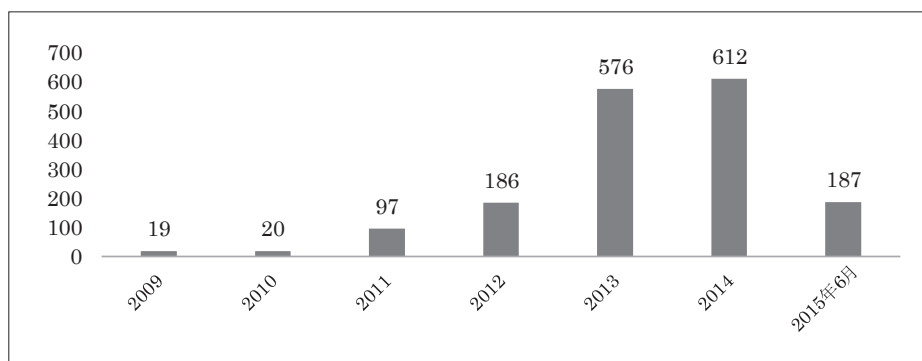


図 1 CNKI に収録された「影子銀行」の論文数

出所：中国知網 (<http://www.cnki.net/>) より作成。

ノベーションとして捉えられるのが一般的である。

中国でシャドー・バンキング問題がまだ認識されなかった時期に中国社会科学院副院長を務める李揚氏は、それを金融イノベーションとして捉え、その発展により金融機関による金融資源の独占状態が改善されることを期待していた（李，2011）。李揚氏の論点はその後における研究にどれほど影響を与えたか知る由もないが、確認できた文献を見る限りほぼ一様に同じ論点が述べられている。たとえば、張（2013）は金融仲介、資金調達および資産運用の三つの側面から検討し、銀行の規制潜脱行為、中小民営企業による旺盛な資金需要および家計部門の膨張した資産運用を背景に、金融抑制の下での自発的な金融イノベーションとして中国のシャドー・バンキングを捉え、その拡大が金融制度の改革を促し、資源配分効率を高めると指摘している。魯・潘（2014）は、シャドー・バンキングの発生メカニズムを金融イノベーションとしているが、規制潜脱行為をめぐる金融規制の在り方の議論については独創性があった。紀・徐（2015）は、中国政府が定義したシャドー・バンキング<sup>1)</sup>の規模を推定し、その形成メカニズムについて「金融抑制に置かれている経済主体が多様な資金調達手段を求める過程で生じた金融イノベーションであるとともに、規制当局が市場の内在需要と融資主体からの要請に自ら応えようとする行政緩和」として指摘した。

第二に、マクロ金融政策の有効性を阻害したと指摘する研究である。

裘・周（2014）はニューケインジアン型の確率的動学一般均衡 (DSGE) モデルにシャドー・バンキングを含む金融仲介の変数を導入し、それが金融政策の有効性に対する影響を検証した。その結果、プラスの金利ショックは市中銀行の貸付の抑制、ハイリスク企業のレバレッジを低める方向に働くが、マイナスの金利ショックはその逆に働く。つまり、シャドー・バンキング・システムの存在は、伝統的金融政策の有効性を阻害する働きをしているという。封・張（2015）は、委託貸付、金銭信託および未払い手形をシャドー・バンキングとして統計し、これを被説明変数としたうえで、歪められた金利<sup>2)</sup>として定義された諸変数を説明変数に、実証研究を行った。その結果、歪められた金利体系はシャドー・バンキングを生成させる重要な前提条件であるが、預金金利は貸出金利よりも効果が強いことが検

1) 中国国務院は2013年に「シャドー・バンキング業務に対する管理監督の強化についての通知」（国弁発〔2013〕107号）を公布した。これは、伝統的な銀行システムの外で行われた信用仲介業務またはその金融機関をシャドー・バンキングとして定義したうえ、それが中国経済における多様な資金需要を満たした点があると評価する一方、同時に無秩序、管理監督の欠如および規制潜脱行為なども深刻な状況にあるため、管理監督制度の強化が必要であることを主旨とする政令である。これは中国政府のシャドー・バンキングに対する正式な見解となる。詳細はⅢ－1節を参照。紀・徐（2015）では、中国のシャドー・バンキングの規模は2013年末に17.2兆元（この内、第一種類は0.5兆元、第二種類は2.3兆元、第三種類は14.4兆元）、2014年第1四半期時点で21.8兆元強に達していると推計される。

2) 歪められた金利＝規制金利（中国人民銀行基準金利）－市場金利（上海インターバンク市場金利）

出された。胡・王・文（2015）は、シャドー・バンキングの中国金融政策への影響についてIS-LMモデルを発展させた理論枠の下、SVARに基づいて実証研究を行った。シャドー・バンキングの発展が貸し出しや金利といった政策手段への影響を通じて金融政策の実効性に悪影響を与えたとの結果が得られている。これらの研究に対して、聞・肖（2014）は銀行と信託との業務提携により生まれたシャドー・バンキングをGennaioliモデルに導入し、市場均衡が達成された場合、シャドー・バンキングが金利自由化やリスクの分散に積極的に働き、社会福祉水準の引き上げに貢献できると結論付けた。

第三に、ミクロ的企業資金調達への影響をめぐる研究である。

程・姜・鄭（2015）は企業の資金調達時の制約条件やリスク負担について実証研究を行い、シャドー・バンキングが短期資金源の拡大を通じて資金調達制約の緩和やリスク負担能力の向上に繋がったと結論付けている。蘆・方・毛（2015）は、中小企業の資金調達におけるシャドー・バンキングの役割に着目し、大手の銀行が大型企業とりわけ上場企業に融資する構造の下、ノンバンクや民間インフォーマル金融といったシャドー・バンキングが中小企業にとって資金提供の重要な源となっていると指摘した。王・張・陳（2015）も民営中小企業を対象にシャドー・バンキングと資金調達との関係について実証研究を行い、シャドー・バンキングがフォーマル銀行の民営中小企業への資金調達に対してクラウディングアウト効果を持つ一方、中小企業の資金需要の拡大にともないシャドー・バンキングも急拡大し、持続的可能な発展が難しいとの見解を示している。さらに、シャドー・バンキングが中小企業の融資コストを高めたことにより、資金調達難、貸し倒れリスクの向上といったデメリットをもたらすと主張する。

上記のように、膨大な数に上る先行研究があるにもかかわらず、それぞれの研究者が異なるニュアンスで語り、得られた結論は必ずしも斬新なものではなかった。ただ、中国のシャドー・バンキングに現れた金融抑制下での金融機関による規制潜脱行為という特徴は、米国の高度な証券化を特徴とするそれと大きく異なっている。

また、既存の研究ではシャドー・バンキングが専ら金融事象としてしか捉えられておらず、分析結果も金融面に偏っているのは明らかである。しかし、金融抑制が1980年代からの改革開放当初から今日まで行われてきたにも関わらず、シャドー・バンキングがなぜ2010年代になってから急浮上したのか、この疑問に対して既存の研究は応えられない。そこで、シャドー・バンキングは世界金融危機後における4兆元に上る中国政府の積極財政投資策と時期を一にして発生し拡大した事実を踏まえ、本稿では、それを単なる金融現象ではなく、中央銀行である中国人民銀行が独立性を持っていない状況下で生じた財政（権力）と金融（カネ）の結託による生まれた「鬼子」として捉え、その本質に迫ってみる。



### Ⅲ. 中国シャドー・バンキングの構造的特質

#### Ⅲ-1. 中国におけるシャドー・バンキングの範囲

前述したように、アメリカのシャドー・バンキング・システムにおいては、政府支援金融機関、金融会社、SIVs、不動産投資信託会社、資産担保コマーシャル・ペーパー・コンデュイット、証券会社や投資銀行などが中心となり債権や債務の証券化を展開している。これに対して、中国においては金融市場それ自体が政府の強い規制下に置かれ、資産の証券化も発達していない。また、市場型の金融機関は規模が小さいことに加え、投資銀行も商業銀行に対抗できる勢力までに成長しておらず、ブローカー業務がその主要の収益源である。

もう一つ先進国と大きく異なる特徴としては、地方政府の金融局が発行したライセンスで金融業を営むマイクロクレジット会社、リース会社、担保会社が数多く存在していて、これらは広く社会から預金を集めることができないが、貸付による信用創造能力は無視できない。さらに、日本の伝統民間金融である頼母子講に類似したインフォーマル金融や民間の高利貸しといったものが広範に存在し、金融当局の監督が及ばない状況にある。

このように複雑性を極めている中国では、そのシャドー・バンキング・システムを正確に把握することが容易なことではない。そこで、Pozsar ら (2010) の指摘した銀行システム「内部からのもの」、「外部からのもの」という手段が有効的だと考えられる。前者については、殷・王 (2013) が「銀行の影」(Bank's Shadow) と呼び、後者については「影の銀行」(Shadow Banking) と区別している。

2010年から中国国内でシャドー・バンキングに対する関心の高まりにともない、国務院や中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会など、当局から多くの関連政策が打ち出された。監督管理制度の強化を通してシャドー・バンキングの健全的な発展を促そうとする政策として、国務院弁公庁が2010年6月13日に公表した「地方政府融資プラットフォームの管理強化についての通知」(国発[2010] 19号) が挙げられる。そこを通して膨張しつつある地方政府債務の問題のみならず、地方政府融資プラットフォームの融資管理に対する強化や金融機関の信用貸付の厳格な審査が要請された。2013年12月に中国政府としてはじめて正式にシャドー・バンキング・システムに関する政策を打ち出し、「シャドー・バンキング業務に対する監督管理の強化についての通知」(国弁発[2013] 107号) を通達した。これにより、中国のシャドー・バンキングについて以下のような三種類の内容が含まれると明確化された。

第一に、金融業営業許可証を持たず、完全に金融監督当局の管理外にある信用仲介機関、たとえば新型のネット金融会社、第三者資産管理機関などが含まれる。第二に、金融業営



業許可証を持たず、金融監督当局の管理が不十分な信用仲介機関、たとえば融資型担保金融会社、マイクロクレジット会社などが含まれる。第三に、金融業営業許可証を持っているが、金融監督当局の管理が不十分もしくは当局の管理監督を逃れている金融業務、たとえばMMFや資産の証券化、一部の理財業務が含まれる。

しかし、中国の金融監督体制は極めて独特であり、いわゆる「一行三会」からなるシステムが構築されている。つまり、中央銀行である中国人民銀行のほか、中国銀行業監督管理委員会、中国证券监督管理委员会、中国保険监督管理委员会が同時に当局として金融監督業務を実施している。中国人民銀行も独立性を持たず、国務院の一組織に過ぎず、独自の金融政策を作成することも実施することもできない。さらに、「一行三会」のほか、各地方政府が中央政府の権限委譲を受け、地方で創立された金融会社（マイクロクレジット会社や融資型担保会社）に対して監督責任を持っている。

このような制度設計の下、中国銀行業監督管理委員会のシャドー・バンキングに関する認識は学界などのそれと異なる。主に信託商品や銀行の理財商品については、監督体制下に置かれているため、中国銀行業監督管理委員会ではそれをシャドー・バンキングとして認めていない。

一方で、学界においてもFSBの国際基準および中国の国内基準と二種類の認識方法がある。その中で、中国社会科学院に設置された金融法律と金融監督管理研究拠点が2014年に出した報告書において、シャドー・バンキング・システムについてFSBの定義に従い、①金融監督下にあるかどうか、②金融システミック・リスクを引き起こすかどうか、③非伝統的な銀行貸付、といった三つの特徴をもって「最も狭義」、「狭義」および「広義」の三種類に分けて把握し、2013年末の規模を27.0兆元とした（図2）。

これに対して、中国国務院発展研究センター金融研究所副所長を務める巴曙松氏が金融機関の行う業務に従って四つの分類に分けて考察した（図3）。第Ⅱ節で検討した既存の研究においては一般的に銀行理財、信託および委託貸付の三つをシャドー・バンキングとして把握している。2014年末時点では、銀行理財残高は15.8兆元、信託は14.0兆元、委託貸付は2.5兆元に達している（『中国銀行業理財市場年度報告書2014』、『2014-2015中国信託業発展報告』、中国人民銀行など）。

いずれにせよ、中国におけるシャドー・バンキングは、FSBが基準とした満期変換、流動性変換およびレバレッジ機能といったものにより分類されにくいことが明らかである。こうした中で、本稿では、金融抑制下の金融機関の潜脱行為（regulatory arbitrage）を中国のシャドー・バンキングとして捉えることにしたい。その理由として、以下の二つがあげられる。

特徴	業務内容	定義区分		
規制体制外 または 規制不足	インフォーマル金融	最も 狭義 (約6.0兆元)	狭義 (約21.0兆元)	広義 (約27.0兆元)
	第三者資産管理			
	ネット金融			
	未登録PE			
	マイクロクレジット			
	融資性担保			
銀行以外 規制不足	理財商品			
	信託			
	金融会社			
	MMF			
	資産運用管理会社			
	ファンド・保険の子会社による融資			
	資産証券化			
非伝統的 貸付業務	融資性のインターバンク市場			
	一部の信用状取引			
	一部の手形割引			
	一部の代理決済			

図2 FSB 基準により分類した中国のシャドー・バンキング・システム

出所：胡主編（2014）より作成。

業務内容		定義区分		
銀行理財	最も	やや  狭義	やや  広義	最も  広義
信託会社	狭義			
金融会社				
自動車ローン会社				
金融リース会社				
消費者金融会社				
インターバンク市場				
委託貸付オフバランス業務				
融資担保会社				
マイクロクレジット会社				
質屋				
インフォーマル金融				

図3 既存研究における一般的な定義

出所：巴（2012）より作成。

第一に、シャドー・バンキングは、金融イノベーションというよりも、現行する金融制度の「死角」を突いた投機行動であるからである。いうまでもなく、金融は本質的に資金の需要者と供給者の間における情報の非対称性の問題であり、資金の異時点間配分における不確実性の問題である。先進国における「証券化商品」にせよ、「市場型間接金融」にせよ、

これらは究極的に情報非対称の問題を一層複雑化し、本来のリスクテイクを曖昧にした行為に過ぎない。中国のシャドー・バンキングはさらに初級的であり、規制回避による赤裸々な利潤追求行為である。

第二に、金融会社、自動車ローン会社、金融リース会社、消費者金融会社、マイクロクレジット会社、質屋およびインフォーマル金融などは、経済発展、金融活動の活発化にともない、必然的に拡大する金融機関である。それ自体は、金融監督の不足が原因で発達した歴史的経緯もなければ、理論的にも考えられない。中国では、これらはあくまでもシャドー・バンキングの拡大にともない、派生的に生じたにすぎない。

こうして、本稿では中国のシャドー・バンキングを主に銀行およびそれと提携する信託会社から把握し、銀行理財、インターバンクマネーの一部、信託貸付、委託貸付、銀行引受手形などが含まれることになる。

## Ⅲ－２．中国のシャドー・バンキングの実態

### １）委託貸付・銀行引受手形・信託貸付

中国人民銀行は、実体経済部門が金融システムから獲得したすべての資金を合計した「社会融資総量」を月次データとして公表している。これは、その期間内における新規の資金調達額であり、フローのデータとして中国の実体経済部門の資金調達手段を端的に示している（表１）。

表１に示されている委託貸付、信託貸付および銀行引受手形の三項目が伝統的銀行業務でもなければ、そもそも銀行以外の金融機関が行った業務であるため、既往の研究でシャドー・バンキングとして指摘される。その資金調達総額に占める割合は2006年ごろから増加し始め、2013年に30%に迫る高い水準に達した。このうち、委託貸付は2009年以降、信託貸付は2012年以降において急拡大している。

まず、委託貸付とは、金融機関の仲介による企業間の貸付のことをいうが、指定性委託貸付と不指定性委託貸付の二種類が含まれる。指定性委託貸付は資金の貸し手企業と借り手企業が金利を含む返済条件について協議したうえ、銀行に仲介してもらうことを指す。この場合、銀行は0.1-0.3%の手数料を徴収する程度で、貸出リスクを一切負わない。不指定性委託貸付は、資金の貸し手を銀行が確定し、銀行が担保リスクを負う一方、比較的高い手数料を求める。

委託貸付は一般的に取引関係のある企業間、グループ企業の親会社と子会社の間（この場合は親会社が資金プールを銀行に設けて、それを通して子会社との間で委託貸付を行うが、日本における金融機関の提供する資金集中配分サービスと類似している）、または人

表1 中国における社会融資総量とシャドー・バンキング

	総融資額 (億元)	うち：							
		銀行貸出 (%)	外貨貸出 (%)	社債 (%)	株式 (%)	委託貸付 (%)	信託貸付 (%)	銀行引受 手形 (%)	その他
2002	20,112	91.9	3.6	1.8	3.1	0.9	—	-3.5	2.1
2003	34,113	81.1	6.7	1.5	1.6	1.8	—	5.9	1.5
2004	28,629	79.2	4.8	1.6	2.3	10.9	—	-1.0	2.1
2005	30,008	78.5	4.7	6.7	1.1	6.5	—	0.1	2.4
2006	42,696	73.8	3.4	5.4	3.6	6.3	1.9	3.5	2.0
2007	59,663	60.9	6.5	3.8	7.3	5.7	2.9	11.2	1.8
2008	69,802	70.3	2.8	7.9	4.8	6.1	4.5	1.5	2.1
2009	139,104	69.0	6.7	8.9	2.4	4.9	3.1	3.3	1.7
2010	140,191	56.7	3.5	7.9	4.1	6.2	2.8	16.7	2.2
2011	128,286	58.2	4.5	10.6	3.4	10.1	1.6	8.0	3.6
2012	157,631	52.0	5.8	14.3	1.6	8.1	8.1	6.7	3.3
2013	173,168	51.3	3.4	10.5	1.3	14.7	10.6	4.5	3.7
2014	164,133	59.6	2.2	14.5	2.7	15.3	3.2	-0.8	3.4

出所：中国人民銀行ウェブサイト (<http://www.pbc.gov.cn/>) より作成。

的コネクションを持った会社間において行われる。それが正常に執り行われていた場合は、資金不足の企業と資金余剰の企業の間における情報の非対称性が緩和されるのみならず、貸出金利も企業間で決定され、革新的な金融行動と言えよう。しかし、企業にとっては財テクの温床にもなったため<sup>3)</sup>、中国銀行業監督管理委員会が2015年1月16日に「商業銀行委託貸付管理弁法（意見徴収稿）」を公布し、規制に乗り出そうとしている。

委託貸付が2010年以降に急増したことについては、上述したリスクを負担せずに手数料収入が得られるという単純な理由だけではなく、規制回避の絶好の手段でもあったからである。企業の資金需要が拡大する一方、金融当局が金融引き締めにより乗出した原因はそこにある。具体的には、世界金融危機発生直後の2008年に、中国は4兆元の景気刺激策を打ち出し、これに連動して、銀行システムからの与信活動も活発となった。その結果、2008年における銀行貸出の社会総融資額に占める比率は前年比10ポイントも増え、70.3%にも達した。しかし、その後、中国政府が銀行の自己資本比率の急速な低下を警戒し、金融引き締めにより方向を転換した。そうした中で、貸出規模の総量規制、預貸率規制（1995年に実施された「商業銀行法」でいまだに75%を上限にしている）、貸出構造の高度化（過剰設備を抱える産業への貸出禁止）などが行われた。そこで、金融機関は企業同士に資金融通の契約を締結させ、資金の取引を企業同士で直接的に行わせた。これにより、資金仲介と

3) たとえば、信用力のある企業 A が金融機関から資金を借り入れ、それを企業 B に又貸しを行い、企業 B は資金を高利回りの理財商品に運用するなどのケース。また、信用力のある企業が委託貸付を利用して高利貸しを行ったりするケース。また銀行が貸出しにおける預貸率規制をクリアするため、A 会社から預金を集め、それを委託貸付という形で B 会社に貸出すことが多い。

いう形での委託貸付は、金融機関のオフバランス取引であるため、貸出資産として計上されず、預貸率規制、貸出総量規制を回避することができた。そのみならず、金融機関にとっては、手数料収益を獲得できるまさに一石二鳥の得策であるため、銀行は特定の会社から預金を集め、それを委託貸付という形で他会社に貸出すこともよくあると言われている。

次に、銀行引受手形は2010年において2009年の5倍にもなる2.3兆元の規模に達し、資金調達総額の16.7%も占めた。これは中国の企業が銀行引受手形の満期前割引制度を利用して、資金調達を行っている事実を端的に反映している。ここでシャドー・バンキングに計測したのは、手形割引制度が悪用されているからである。具体的には以下のようなプロセスにより、手形割引による「資金詐欺」が行われる。まず、企業Aが銀行Bに一定の保証金（手形額面の30%程度）を預け、手形を発行してもらう。一般的に企業Aの関連企業Cは手形の受取人となる。そして、企業Cは満期前の手形を銀行に割引をしてもらい、現金を企業Aに返還する。さらに、企業Aはこれらの現金を保証金として銀行に預け、また手形を発行してもらう。上記の手形発行と割引の繰り返しを通して、企業Aが必要な資金を銀行から「騙し取る」ことができる。銀行職員は、自分の営業業績の向上を考慮するため、これを黙認するか積極的に関与するのが一般的である。しかし、このような手形割引方法は銀行にとって貸出枠が使用され、預貸率規制や貸出総量規制などの規制対象となるため、さらにこれらの手形を信託会社や証券会社との間で証券化または信託受益権といった金融派生商品の形にし、オフバランス化が図られる。

最後に、信託貸付は2013年の資金調達総額の10.6%を占め、1.8兆元にのぼったあと、2014年で急激に減少し0.5兆元という規模に縮小した。その背景としては、中国金融改革の一環として直接金融が強化されたためであったと思われ、社債による資金融資は2.4兆元にのぼっている。

中国で信託会社が「影の銀行」と認識される原因としては、次の二つがある。第一に、信託会社が資金面において銀行に依存する一方、銀行が貸出規制を回避するために信託を利用する（「銀信合作」）。第二に、銀行貸出のような資金調達手段で対応できない資金需要者に対して信託会社が優位性をもっているが、信託商品は往々にして「確実な元利払い」（「剛性兑付」）条件付きの債務関係へと転化し、本来の信託関係が変質してしまう（殷・王（2013），pp.107-108）。信託業についてよりよく理解するために、上記のフローのデータと異なる、信託業協会から公表するストックのデータも存在するため、詳しく考察してみる。

銀行と信託会社が提携するという形で、「銀信合作」が近年において急速に成長している。表2に示されているように、信託総資産における「銀信合作」の割合こそ大幅な停滞傾向

表2 信託業における対銀行・政府提携の実態

年	「銀信合作」 (億円)	信託総資産 に占める割合 (%)	「信政合作」 (億円)	信託総資産 に占める割合 (%)	プライベート エクイティ (億円)	信託総資産 に占める割合 (%)
2010	16605.3	54.6%	3563.3	11.7%	1263.2	4.2%
2011	16709.6	34.7%	2536.8	5.3%	1677.8	3.5%
2012	20303.9	27.2%	5015.5	6.7%	2570.4	3.4%
2013	21852.3	20.0%	9607.4	8.8%	2544.0	2.3%
2014	30958.6	22.1%	11851.1	8.5%	3335.0	2.4%
2015.Q1	30422.8	21.1%	12180.3	8.5%	3806.1	2.6%

出所：中国信託業協会 (<http://www.xtxh.net/txth/statistics/25635.htm>) より作成。

を示したものの、残高は年々増加し、2015年第一四半期現在では3兆元を超えている。信託会社と政府との「信政合作」は、金融引き締めのため、2011年に一旦割合が減ったものの、その後また増加傾向にあり、2015年第一四半期現在の残高は1.2兆元にのぼった。

一方、中国の信託業は、本来の「客に信頼され託された資金を管理運用する」という機能は殆ど果たしておらず、その資金源に占める割合が5～6%程度に過ぎない（表3における「資産管理型」）。それに対して、「単一資金型」と「集合資金型」が圧倒的に多い。この中で、前者は主に一つの機関投資家を対象に、後者は不特定多数の個人投資者を対象に、信託商品が売り込まれる。このうち集合資金型は、銀行が多店舗経営の優位性を生かして販売を担当するケースが多い。

表3 信託業の資金源

	残高総額 (億元)	集合資金型 (%)	単一資金型 (%)	資産管理型 (%)
2010	30404.6	20.6	74.5	4.9
2011	48114.4	28.3	68.2	3.6
2012	74705.6	25.2	68.3	6.5
2013	109071.1	24.9	69.6	5.5
2014	139799.1	30.7	62.6	6.7
2015.Q1	144098.6	33.3	60.1	6.6

出所：表2と同じ。

表4 集合資金型信託と単一資金型信託の資金運用構造 (%)

	貸付	市場型金融 資産投資	売却または 満期保有投資	エクイティ 投資	リース	逆買戻し	同業貸出	その他
2010	54.4	8.4	10.2	15.7	0.2	1.3	2.9	7.1
2011	37.4	7.3	18.4	14.1	0.2	2.0	9.7	10.9
2012	42.9	9.4	17.5	9.9	0.2	2.1	7.8	10.1
2013	47.1	9.1	18.5	9.1	0.1	1.8	6.8	7.4
2014	40.4	12.7	21.6	8.5	0.1	2.9	7.8	6.1
2015.Q1	39.5	14.8	22.7	8.2	0.0	3.1	5.8	5.9

出所：表2と同じ。



上述したように、信託会社が「集合資金型」と「単一資金型」の二つの手段で集めた資金をどのように運用したかについては、表4に示されたように、貸付が最大のシェアを保持していた。貸付のシェアとしては確かに2010年の54.4%から2015年第一四半期の39.5%に減少したが、残高では2010年の1.6兆元から2015年の5.3兆元に拡大している。中国の信託が銀行機能を果たしていると言えよう。

## 2) 銀行理財商品

王（2014b）で指摘されたように、理財商品は家計の高利回りの金融商品に余剰資金を運用したいという状況下で、最初は富裕層向けに開発された最低投資金額5万元の設定で2004年に登場し、中国の遅れた金利自由化の死角を突いた「金融革新」とも思われる。しかし、それは世界金融危機後の2008年から急膨張し始め、中国最大のシャドー・バンキングとして認識されるようになった。2008年からの毎年の新規発売規模について考察すると、2007年においては2兆元以下であったが、2008年では4兆元強に、2012年では30.4兆元にのぼった。2014年では18万507の理財商品が新規に発売され、114.0兆元の資金を吸収し、その残高は15.0兆元にのぼった（全国銀行業理財信息登記系統、『中国銀行業理財市場年度報告（2014）』）。

理財商品は、金融市場における長期的な低金利政策に対する反動とも言えるが、世界金融危機と軌を一にして急膨張したのは偶然ではなかった。2004年から2007年までの期間では、外資系銀行が最大の理財商品発売主体であった。2008年以降のそれは、国有商業銀行に取って代わられた。2014年末において、15.0兆元のうち、国有商業銀行により発売されたのは43.1%、株式制商業銀行により発売されたのは37.8%を占めたのに対して、外資系銀行は2.6%強に過ぎなかった。2008年以後における規模拡大および発売主体の変化は、シャドー・バンキングの特徴を端的に示したものである。

第一に、銀行は理財商品で調達した資金を地方融資プラットフォームに供給している。地方融資プラットフォームは、各地方政府の土地や株式といった現物出資により設立された国有企业であり、銀行から調達した資金を主に社会インフラへ投資している。地方融資プラットフォームについては、中国人民銀行が2011年6月1日に公表した『2010中国区域金融運行報告』によると、2010年末に全国に1万社ほど存在していて、そのうちの7割が県レベルの地域にあるとされる。また、中国審計署（会計検査院）の公表した情報によると、2010年末における地方債務残高10.7兆元のうち、46.4%にあたる5兆元弱は地方融資プラットフォームの負債である。2013年6月末においては10.9兆元のうち4兆元強は地方融資プラットフォームの債務である。これらの資金は主に地方融資プラットフォームを支

える政府権力が地方金融機関と結託した結果といわざるを得ないが、下記の三つのルートを通して地方融資プラットフォームに資金が供給される。1) 地方融資プラットフォームが信託会社に信託商品を設計してもらい、それを理財商品に組み入れる。2) 銀行は直接的に貸付型の理財商品を通して地方融資プラットフォームに資金を供給する。3) 銀行が吸収した理財資金を委託貸付という手段で地方融資プラットフォームに供給する（『証券時報』2013年8月8日）。

第二に、銀行は理財商品を通して金融規制を回避しようとしている。1995年に『中国商業銀行法』が公布されたが、その第39条に預貸率（75%以下）規制項目があるため、銀行にとっては、旺盛な貸出需要に常に預貸率規制に縛られている（中国政府は2015年6月に開かれる米中戦略経済対話の前に、商業銀行法を改正し、預貸率75%規制を廃止するという法改正案を全国人民代表大会に提出する予定と発表）。このほか、2007年1月にまだ9.5%に留まっていた預金準備率は、2008年6月に17.0%に上昇した時点から大型金融機関と中小金融機関の差別的準備率が適用されるようになった。同年12月までに中小金融機関と大型金融機関のそれは、それぞれ13.5%、15.5%へ引き下げられた。しかし、金融政策はふたたび金融引き締めに向き転換し、2011年6月に中小金融機関では18.0%、大型金融機関では21.5%に引き上げられた。2015年6月現在では、それぞれ14.5%、18.0%の預金準備率が適用されている。日本の1.3%（2兆5000億円超）～0.05%（500億円超、5000億円以下）に比べ、いかに高いかが明白である（データは中国人民銀行、日本銀行より）。

上記の状況下では、銀行が貸出を拡大させたいなら、まず預金拡大を図らざるを得ないが、預金金利は中国人民銀行の規制を受けなければならない（中国人民銀行の決めた基準金利の上下20%以内）。そこで、規制金利より高い利回りの理財商品が銀行の預金獲得競争の手段として使われるようになった。この現象は商業銀行が月末、四半期末の審査時に大量に短期の理財商品を高い利回りで発行する行動から分かる（理財商品で調達した資金は、理財商品の発売日から利息計算日の期間内において預金として銀行の貸借対照表に計上される）。2011年11月から元本保証型の理財商品は銀行の預金項目に計上されるようになったことにつれ、元本保証型、収益保障型の理財商品は急増し、2014年末に4.9兆元にのぼり、全体の33.9%を占めた（『中国銀行業理財市場年度報告2014』）。

さらに、銀行は理財商品を通して貸出資産をオフバランスすることができ、預貸率規制を回避している。これは2008-2009年においては、信託会社との提携により実現したが、2009年末ごろに中国銀行業監督管理委員会が理財商品の信託貸付への運用を禁止した規制に乗り出したため、銀行は二重信託（二社の信託会社の仲介）や信託受益権といった形式で貸出のオフバランス化を行った。2011年に、規制当局による信託受益権、委託貸付、手

形融資といった金融商品に対する規制強化に伴い、資産証券化を利用したオフバランスが行われた。2013年8月から理財商品に対する監督管理がさらに強化されたが（銀監発[2013]8号令、「商業銀行の理財商品の投資運用における諸問題の規範化についての通知」）、銀行の資産証券化がさらに巧妙な形に進化している。

こうして、理財商品を通して、銀行は預金を吸収することができ、預貸率規制での分母を拡大させたのみならず、さまざまなオフバランス取引を通して預貸率規制での分子を縮小させることに成功した。しかし一方で、中国のマクロ金融調節は不確実性が増幅し（預金準備の計算が困難のほか、金利規制も回避されている）金融政策の効果はますます予測困難となった。理財商品は金融規制当局といたちごっこで拡大し、中国金融のシステムミック・リスクを高めたと言えよう。

### 3) インターバンク市場におけるシャドー・バンキング

銀行間におけるシャドー・バンキングは、銀行のバランスシート上において貸出項目として計上されない取引のことを指す。それは預貸率75%以下という法規制（『中国商業銀行法』）を巧妙に回避するために行われているからである。中国におけるインターバンク取引そのものとしてはWTOへの加盟が果たした2001年以降から急速に拡大した。近年、中国の金融システムの改革に従い、「銀銀」（銀行と銀行）協力を中心として、「銀信」（銀行と信託会社）、「銀証」（銀行と証券会社）、「銀基」（銀行とファンド会社）、「銀保」（銀行と保険会社）、「銀租」（銀行とリース会社）などの協力関係が強化され、銀行のディスインターメディアエーションが進み、銀行の経営様式が利鞘稼ぎから脱出せざるを得ない局面を迎えている。そうした状況に加え、厳しい金融規制下での金融抑圧が続くため、銀行にとっては規制を回避し、「貸出」と呼ばれない貸出により信用創造を行っている。

実際、インターバンク市場におけるシャドー・バンキングは、「銀銀合作」（銀行間提携）を通して、銀行の資産と負債の両建てで急膨張した形で現れている。2006年以降、インターバンク資産の銀行総資産に占める比率が一貫して増加傾向にあり、2010年からはその傾向がさらに強まった。2012年において、インターバンク資産の規模は28.8兆元、銀行総資産の21.5%を占めるようになった。2013年のそれは、33.3兆元に拡大し、総資産の21.8%を占めた（図4参照）。一方で、インターバンク負債も近年において急増し、2012年では17.2兆元、2013年では18.5兆元にのぼった。

上記のようなインターバンク市場の変化は2010年から中国金融当局の打ち出した貸出構造の高度化、貸出総量・自己資本比率・預貸率規制の厳格化および地方政府融資プラットフォームへの融資規制の下で、銀行が死活をかけた「対策」である一面が否定し得ない。

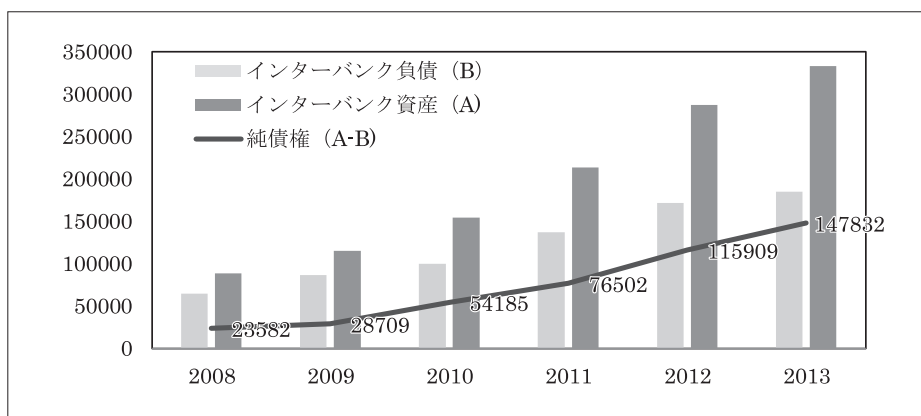


図4 インターバンク市場におけるシャドー・バンキング（億元）

注：インターバンク資産は、「預金取扱機関」のバランスシートに計上される「対その他預金取扱機関負債」と「対その他金融機関負債」の合計である。同様にインターバンク負債は「対その他預金取扱機関資産」と「対その他金融機関資産」の合計である。

出所：中国人民銀行ウェブサイトより作成。

すべてのインターバンク取引をシャドー・バンキングとして見るのは適切でないが、下記のような三種類の取引（殷・王，2013）は、バランスシートにおいて貸出項目に計上されないため、銀行の規制回避行動を端的に示し、シャドー・バンキングとして認識されている。

第一に、銀行と農業信用社との間における手形取引である。

中国では、銀行と農村信用社に対する金融規制制度に違いがあり、それは自己資本比率、貸出総量規制、預金準備率などに現れているのみならず、会計処理制度も異なる。とりわけ、農村信用社においては手形取引をめぐる資金移動は貸出項目に計上されず、オフバランス化できるのに対して、銀行においては満期前の割引・再割引済み手形を他行から買い戻し条件付で買い取る際の逆買戻しはオフバランスとなっている。この違いを利用し、農村信用社と銀行との間ではインターバンク市場で手形取引を頻繁に交わしている。殷・王(2013)によると、上述した取引によるシャドー・バンキングの規模は2009年にわずか10.0億元弱であったが、2011年6月に1.3兆元に拡大した（p.59）。2011年後半から中国銀行業監督委員会が再三にわたって禁止策を打ち出したため、2011年末に0.2兆元に急落した。しかし、銀行が信託会社との信託受益権逆買戻し取引を行うことによって、手形取引によるシャドー・バンキングは2012年に入ってから再び増加した。

第二に、国内信用状の代行支払いを利用したインターバンク融資である。

これは主に国内信用状の決済代行を利用した規制回避である。具体的な取引は以下の通りである。買主は信用状の満期前において資金需要が発生し、発行銀行に信用状の支払いを求めるが、発行銀行は資金繰りの厳しい状況または資金コストの高い状況にあるとする。

そのため、発行銀行はその他の銀行に買主を紹介し、その銀行が発行銀行に代わって支払いを行う。発行銀行にとっては、信用状の発行はオフバランス業務であり、支払い代行の銀行にとってはインターバンク取引に属するこうした資産はリスクが低い（発行銀行が信用状の支払いを保証している）、手数料収入をもたらす。そうした中で、中小銀行にとっては預貸率規制に抵触せずに資産規模を短期間で拡大させることができる魅力的な取引である。代行支払いは2011年以降の手形取引が規制された後、一旦急拡大を見せたが、2012年8月に中国銀行業監督委員会の規制強化により、「貿易融資」として貸出資産項目に計上されるようになったため縮小した。

第三に、ブリッジ企業、ブリッジ銀行および信託会社を取引チャンネルに導入した信託受益権の譲渡である。

手形取引と信用状の代行支払いは金融当局に相次いで禁止されたあと、銀行は2012年からブリッジ企業、ブリッジ銀行、信託会社を巻き込んで信託受益権の譲渡という手段で貸し出しのオフバランス化を図った。具体的な取引手法は以下のようである。

C銀行はX企業に融資を行いたい、が、預貸率規制などによりできない状況にあるとする。そこで、A銀行およびA銀行と提携する信託会社に信託貸付商品を発行してもらうが、A銀行は当該信託商品の信託受益権をY企業（ブリッジ機能を担う）に譲渡する。Yというブリッジ企業はさらに信託受益権をB銀行（ブリッジ機能）に譲渡する。C銀行はB銀行からこの信託受益権を買い取る。

上記の取引チャンネルにおいて、信託会社からX企業に信託貸付を行ったが、実際にはC銀行が銀行と信託会社の提携プラットフォームを利用した貸し出しである。C銀行にとっては、資金の移出は貸出の資産項目ではなく、実情により逆買戻し資産、売り出し可能資産もしくは売掛け類の資産、といった会計項目で処理される。結局はこれも貸出規制に抵触しない取引となる。

その中で、ブリッジ企業が導入されたのは、金融規制当局の規定に適合させるためである。一方で、ブリッジ銀行Bが導入されたのは、銀行Cが銀行Bからの信託受益権を買い取るにより、同業から資産を取得したことになるからである。それについてのリスク資産評価はわずか20%に過ぎず、C銀行の自己資本金比率規制にきわめて有利である。

インターバンク市場の実態からも、当局の金融規制と銀行の市場行動とのいたちごっこにより、シャドー・バンキングを拡大させたことが明白である。しかし、これらはなぜ世界金融危機の2008年以降に急膨張したのかについて、金融抑圧や金融規制のみで説明できない。以下でその構造的本質について検討してみる。



## IV. 中国におけるシャドー・バンキングの構造的特質

### IV-1. 実体経済の変化からの考察

中国は世界金融危機後に、金融面において量的緩和こそ実施しなかったものの、低金利政策を継続していた。これに財政面における積極財政が加えられ、マクロ経済構造は大きく変容した。これまでは輸出主導型の経済成長が中国経済を牽引してきたが、世界金融危機を前にして大きく変容した。その結果、内需拡大による成長様式への転換が喫緊の課題となった。

図5には、中国における需要項目別実質 GDP の構造の推移を示した。内需の最も重要なファクターとして家計最終消費が挙げられるが、その GDP に占める比率は、1981年に最高水準の52.5%に達した後、一貫して減少傾向を示している。具体的に、1980年代においてはおよそ50%前後で安定的に推移したが、1990年代においては毎年3ポイント以下の減少を示した。しかし、2000年代に入ってから急速に縮小し、2010年には34.9%との最低水準を記録した後、2013年まではわずかながら回復し、36.2%になっている。一方で、政府最終消費の GDP に占める比率は、一貫して安定していて、2013年では13.6%であり、1978年のそれとほぼ同じ水準にある。

在庫品増加の GDP に占める比率の推移は、景気変動そのものを反映しているため、一定した傾向を示していないが、1989年における「天安門事件」の影響で11.1%の最高水準

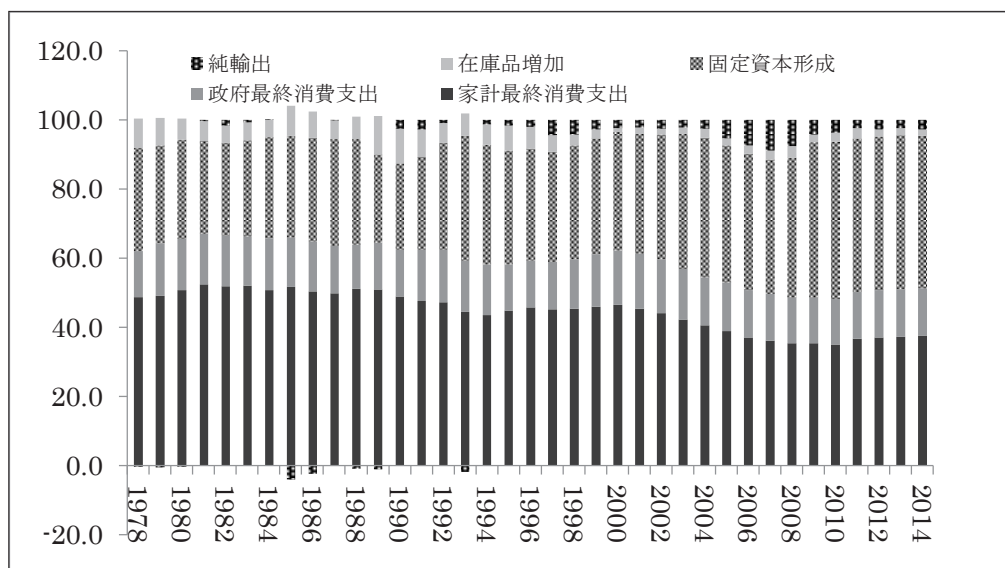


図5 中国における需要項目別実質 GDP 構造の推移 (%)

出所：国家統計局ウェブサイトより作成。



を記録した後、2000年の1%までに減少した。2000年以降においては、再び増加したものの2013年現在まで1.9%の低い水準に落ち着いている。純輸出のGDPに占める比率は、2001年のWTO加盟にともなって上昇し始め、世界金融危機直前までに最高水準の8.8%に達した。その後の減少は甚だしく、2013年現在では2.4%という低い水準になっている。

これらと対照的に、固定資本形成は1980年代においてGDPの30%を占めていたが、天安門事件後に一気に25%台に落ち込んだものの、1990年代においては、再びシェアを伸ばしつつ、2002年には36.2%までに拡大した。その後、2003年から2008年までの間は、39%前後で安定的に推移したものの、2009年以降において急速に拡大し、4年連続して45%の水準を超えた。

このように、2004年までに家計最終消費はGDPの最大の構成要素であったが、その後、固定資本形成が家計最終消費を逆転しながらシェアを拡大し続けた。その結果、2013年には固定資本形成は家計最終消費より10ポイントも高い45.9%を占めるに至った。明らかに中国は依然として投資主導型の経済成長様式から脱出できていない。それを達成するためには膨大な資金が必要である。

## Ⅳ－２．金融抑圧の下での金融改革

2003年以降、「国進民退」が進む中、大型の国有企業の台頭が著しくなるにつれ、中国の実体経済面における投資効率は損なわれた。図6に示されたように、限界資本係数は

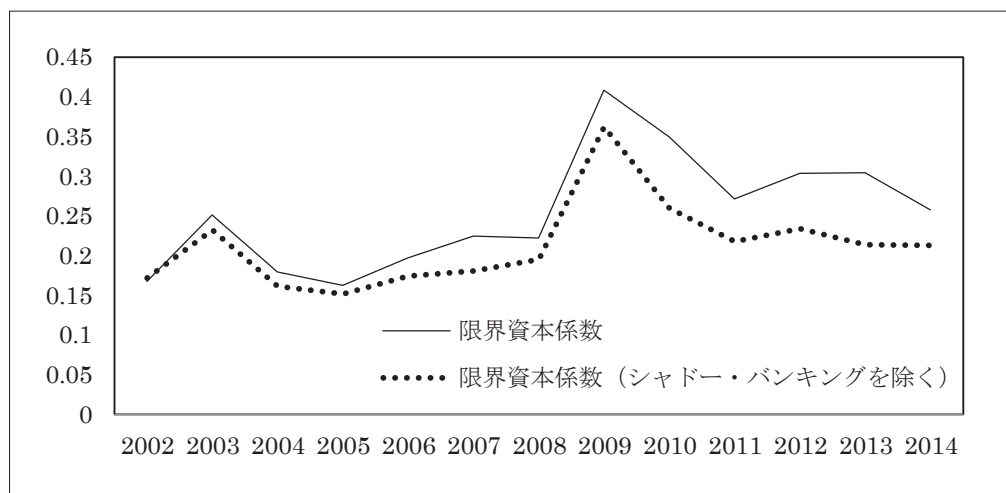


図6 中国における投資効率の低下

注：限界資本係数＝社会融資総量/GDP。

限界資本係数（シャドー・バンキングを除く）＝（社会融資総量－委託貸付－信託貸付－銀行引受手形）/GDP。

出所：国家統計局ウェブサイトより作成。

2004年から2007年まで緩やかに上昇していた。その後の投資効率の悪化は、明らかに2008年の4兆元景気刺激策による効果である。金融引き締めにより、限界資本係数が2010年までに好転する傾向を示したが、シャドー・バンキングの存在により、2011年から再び悪化した。シャドー・バンキングを除いた限界資本係数とそうでない場合の限界資本係数の間における差がとりわけ2009年以降において大きく乖離したことからも、シャドー・バンキングは実体経済面に積極的な影響を与えなかったことが分かる。

実体経済への悪影響のみならず、金融部門に対する悪影響も徐々に明るみに現れてくる。銀行の不良債権率は2012年後にわずかながらも上昇し、2014年にその上昇傾向が強まっていることが明らかである（中国銀行業監督委員会ウェブサイト）。

実体面と金融面の両方を悪化させたのは言うまでもなく金融抑圧にほかならない。その状況下では資源が効率的に配分されないからである。一般的に金融抑圧とは、政府が何らかの形で経済に介入する場合の状態をいうが、とりわけ政府の抑圧により超低金利が長期にわたって継続する弊害は大きい。

図7に示されているように、2013年に貸出金利の自由化が行われるまでは、貸出金利も預金金利も中国人民銀行より決められていた。その下では民間インフォーマル金融の貸出金利は資金の需給関係をよく反映していると思われる。30%超の民間金融金利はようやく10%台に落ち着いたが、2008年から急上昇した。これとは反対に基準金利は2008年から引き下げられてしまった。長期的にみても実質金利のマイナスの状態が継続している。金融抑圧の下では、金融機関と住民との高利回り商品への需要が一致し、シャドー・バンキン

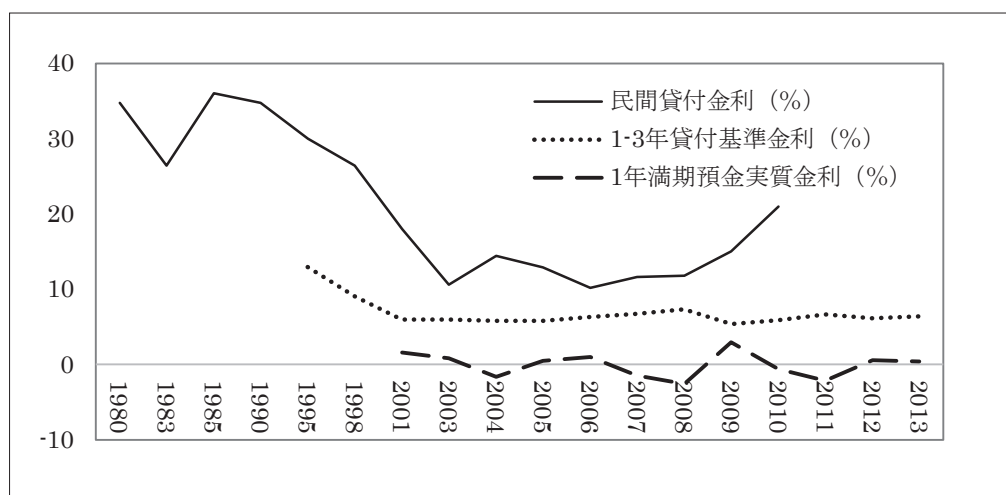


図7 中国における金融抑圧の現状

注：民間貸出金利は民間インフォーマル金融のことをいい、江蘇省と浙江省で観測される数値である。  
出所：魏（2012）p.121；国家統計局（2014）より作成。

グを生成させた。

#### Ⅳ－３． 地方財政困窮下での４兆元対策<sup>4)</sup>

リーマンショック発生後、中国政府は早々と内需拡大による経済成長促進策を打ち上げ、2010年までに４兆元の大規模投資を発表した。具体的には、１）道路・鉄・電気などのインフラ整備1.5兆元、２）四川大地震の復興対策費1.0兆元、３）低所得者向け住宅開発0.4兆元、４）農村開発0.4兆元、５）技術開発・産業構造調整対策0.4兆元、６）環境保護対策0.2兆元、７）医療・福祉・教育対策0.2兆元といった内容が含まれることになった。投資主体には中央・地方政府のみならず、独立採算の政府機関や企業が含まれ、中央財政支出は1.2兆元（全体の28.5%）、地方財政支出は1.25兆元（31.3%）、その他のセクターは1.6兆元（39.3%）となっている。

周知のように、計画経済時代の中国は地方分権的な財政制度を採用していた。しかし、改革が進むにつれ、国営企業の利潤分配制度における政府の財政収入は減少し、かつてのように「県財政のワク内」で採算を取ることが不可能となった。1980年11月に、国営企業における「撥改貸」が実施され、企業資金は財政投資から銀行借入金へと切り替えられた。その後、国営企業をめぐる付加価値配分が変わり、企業が利潤を直接的に財政へ上納する形式は納税方式に変更した。これは「利改税」であり、1981年から試験的に導入された後、1983年の「第１次改革」、1984年の「第２次改革」を経て定着した。

上述した改革を経て、国営企業が急速に銀行から資金を調達するようになったが、銀行借入金の納税前返済が行われていたため、政府の財政収入は減少した。しかし、これは基本的に国営企業と政府との間における付加価値の配分関係を変えたにとどまり、地域内部における資金循環そのものには大きな影響を及ぼさなかった。一方で、中央政府と地方政府との経済関係では、財政資金に対する請負制度に基づいた上納方式が採用されていたため、県や市などの地域財政というワクで地方国有企業の一括採算が取れるような「属地的経済システム」は維持されていた。

ところが、財政収入の対 GDP 比重は、1980年の25%から1993年の12.0%に、国家財政における中央政府の比重は、1980年の24.5%から1993年の22.0%へと急速に低下した（表５）。中央政府は、1994年に「分税制」を導入し、各税目を中央税、共通配分税、地方税に区分したうえで、中央政府と地方政府の機能分担を明確にしつつ、中央財政の強化を図った。

「分税制」の結果の一つとして、中央政府は財政力において地方政府から「強さ」を取

---

４）本節は王（2014b）によるところが多い。

表5 財政収支における中央政府と地方政府の変化

	全国財政収入 (億円)	うち：		全国財政 支出 (億円)	うち：	
		中央財政の比率 (%)	地方財政の比率 (%)		中央財政の比率 (%)	地方財政の比率 (%)
1979	1,146.4	20.2	79.8	1,281.8	51.1	48.9
1980	1,159.9	24.5	75.5	1,228.8	54.3	45.7
1981	1,175.8	26.5	73.5	1,138.4	55.0	45.0
1982	1,212.3	28.6	71.4	1,230.0	53.0	47.0
1983	1,367.0	35.8	64.2	1,409.5	53.9	46.1
1984	1,642.9	40.5	59.5	1,701.0	52.5	47.5
1985	2,004.8	38.4	61.6	2,004.3	39.7	60.3
1986	2,122.0	36.7	63.3	2,204.9	37.9	62.1
1987	2,199.4	33.5	66.5	2,262.2	37.4	62.6
1988	2,357.2	32.9	67.1	2,491.2	33.9	66.1
1989	2,664.9	30.9	69.1	2,823.8	31.5	68.5
1990	2,937.1	33.8	66.2	3,083.6	32.6	67.4
1991	3,149.5	29.8	70.2	3,386.6	32.2	67.8
1992	3,483.4	28.1	71.9	3,742.2	31.3	68.7
1993	4,349.0	22.0	78.0	4,642.3	28.3	71.7
1994	5,218.1	55.7	44.3	5,792.6	30.3	69.7
1995	6,242.2	52.2	47.8	6,823.7	29.2	70.8
1996	7,408.0	49.4	50.6	7,937.6	27.1	72.9
1997	8,651.1	48.9	51.1	9,233.6	27.4	72.6
1998	9,876.0	49.5	50.5	10,798.2	28.9	71.1
1999	11,444.1	51.1	48.9	13,187.7	31.5	68.5
2000	13,395.2	52.2	47.8	15,886.5	34.7	65.3
2001	16,386.0	52.4	47.6	18,902.6	30.5	69.5
2002	18,903.6	55.0	45.0	22,053.2	30.7	69.3
2003	21,715.3	54.6	45.4	24,650.0	30.1	69.9
2004	26,396.5	54.9	45.1	28,486.9	27.7	72.3
2005	31,649.3	52.3	47.7	33,930.3	25.9	74.1
2006	38,760.2	52.8	47.2	40,422.7	24.7	75.3
2007	51,321.8	54.1	45.9	49,781.4	23.0	77.0
2008	61,330.4	53.3	46.7	62,592.7	21.3	78.7
2009	68,518.3	52.4	47.6	76,299.9	20.0	80.0
2010	83,101.5	51.1	48.9	89,874.2	17.8	82.2
2011	103,874.4	49.4	50.6	109,247.8	15.1	84.9
2012	117,253.5	47.9	52.1	125,953.0	14.9	85.1
2013	129,209.6	46.6	53.4	140,212.1	14.6	85.4
2014	140,349.7	45.9	54.1	151,661.5	14.9	85.1

出所：国家統計局,『中国統計年鑑2014』より作成。

り戻した。表5に示されたように、全国の財政収入に占める中央財政の比率は1994年以降において一貫して50%台を維持することができた。一方で、全国の財政支出における中央財政の比率は、2003年までにおよそ30%程度で安定していた。これと対照的に、地方財政が全国の財政収入における比率が縮小するとともに、財政支出における割合が拡大した。

特に県以下の地域において、中央政府に吸い上げられた税収分と支出拡大分を抱えながら、自力で財政均衡を維持できなくなった。こうした状況から脱出するため、農民に対してさまざまな費用負担を強いた。しかし、21世紀に入り、農家負担を減らすために、負担

する費用を一括して農業税にする「費改税」改革が行なわれ、2006年から農業税そのものを廃止とする政策が実施された。2006年に比べ、2007年における全国財政収入に占める地方財政の比率は45.9%までに低下したと同時に、全国の財政支出に占める地方財政の比率は77.0%に上昇した（表5）。

上記のように、中央政府の財政力の強化により、地方財政はますます困窮化せざるを得ないが、不足資金を地域内に呼び戻すための公債発行が法律で禁じられている。こうした中で、世界金融危機が勃発し、中央政府が4兆元の景気刺激投資を推し進めるが、地方財政にとってはまさに泣き面に蜂であった。表5からわかるように、2008年から2014年にかけて、全国の財政支出に占める地方財政の比率は、78.7%から85.1%までに拡大していた。

2008年以降、中国の金融部門、とりわけ銀行は、リスク負担能力の著しい低下が見られる。それは、4兆元の大規模政府積極投資の実施と中国特有の地方財政状況とが合致し、中国経済の構造的欠陥が一気に深刻化した。

このように、世界金融危機は中国における政府行動を金融に強く結び付かせた。財源不足の地方政府にとって、自ら立ち上げた地方融資プラットフォームを通して、銀行に政府権力を背景に資金を「強要」した。しかし、金融においては、1998年には、中国人民銀行地域支店の米国連銀方式への配置換えや中国証券監督管理委員会および中国保険監督管理委員会が設立され、さらに2003年には中国銀行業監督管理委員会が設立されるに至り、着々と中央集権的システムが確立された。結局、銀行は地方政府と中央金融規制当局の板ばさみとなり、前者の資金需要を満たしたいが、貸出規制に抵触してしまうジレンマに陥る。シャドー・バンキングはこうした状況下で生じた規制回避に過ぎない。

## V. 日本の対中国経常収支および資本収支

日本の国際収支は2000年代に入って構造転換を迎えた。経常収支においては、2005年以降、所得収支黒字が貿易収支黒字を上回るようになり、2011年以降は貿易収支が赤字に転化した。2007年に過去最高を計上した経常収支黒字は、それ以後急速に縮小する展開となった。資本収支においては、基本的に流出超過の傾向にあったが、2011年と2013年は流入超過となっている。こうした構造転換を示しつつある日本の国際収支において、対中国经济関係はどのような位置を示すのであろうか。V-1で2007年以降の日本の対中国経常収支を考察し、V-2では日本の対中国資本収支に着目し、日本の国際収支における中国经济の客観的位置付けを図りたい。また、これまで構造的特質から論じてきた中国シャドー・バンキングのシステムミック・リスクが現実となった場合、日本経済への影響はどのような

ものになるであろうか。対中国の経常収支および資本収支に着目したうえで、この問題を考察してみる。

## V-1. 経常収支

2007年以降における日本の対中国経常収支は表6に示され、貿易・サービス収支赤字、所得収支黒字、経常移転収支赤字が基本的趨勢となっている。以下、貿易収支、サービス収支、所得収支の順に確認していく。

2007年以降、日本にとって最大の貿易相手国は米国に代わって中国となった<sup>5)</sup>。日本の対中国貿易収支は輸入超過の傾向にあり、その輸入超幅は2010年までは縮小していたが、2011年以降は拡大に転じ、2013年は約4.5兆円の赤字となっている。日本から中国への輸出品は、半導体等電子部品が首位、鉄鋼が2位という状態が続いていたが、2012年以降は鉄鋼が順位を下げる代わりに科学光学機器・有機化合物が首位に迫りつつある。また、中国からの輸入品は衣類・付属品が首位、電算機類（含周辺機器）が2位という状態が続いていたが、2012年以降は通信機が電算機類（含周辺機器）を抜いて首位に迫っている。中国からの電算機類（含周辺機器）の輸入増加傾向は継続していることから、2011年以降の対中国輸入超幅拡大の主要な原因は、電算機類（含周辺機器）・通信機の輸入増加に求められ、中国の輸出品構成の高度化と関係している。

日本の対中国サービス収支については、貿易の拡大とともに輸送収支の黒字が拡大しており、黒字基調にある。また、訪日旅行客の増加による旅行収支の黒字転化にともない、対中国サービス収支黒字超幅は拡大傾向にあり、2013年は約0.3兆円となった。表中には示されていないが、その他サービスに含まれる特許等使用料の黒字は、2007年の約0.2兆円から2013年には約0.4兆円に増加している。以上から、日本の対中国サービス収支黒字を拡大させつつある要因は、輸送収支と特許等使用料の黒字に求められる。

日本の対中国所得収支は、直接投資収益の受取増加によって黒字基調にある。特に、日本自動車メーカーの中国現地子会社による自動車・部品の現地生産・販売拡大を背景に、輸送機械からの受取が増加した（日本銀行国際局、2010）。2007年に約0.4兆円であった対中国所得収支は徐々に増加し、2011年以降は約0.7兆円の水準で安定している。

概して、サービス収支（輸送収支と特許等使用料）と所得収支（直接投資収益受取）で中国から日本への資金の流れがありつつも、貿易収支での日本から中国への資金の流れが

5) 日本の対中国貿易収支に関する記述は、財務省貿易統ウェブサイト

([http://www.customs.go.jp/toukei/suii/html/time\\_latest.htm](http://www.customs.go.jp/toukei/suii/html/time_latest.htm)) の統計に依拠した。なお、本統計では表6中の貿易収支より輸入超幅が大きく、2010年も輸入超過となっている。



表6 日本の対中国経常収支（億円）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
経常収支	△ 13,203	△ 10,042	△ 4,743	5,864	△ 6,053	△ 21,509	△ 36,180
貿易・サービス収支	△ 16,037	△ 12,961	△ 9,319	2,110	△ 11,285	△ 27,226	△ 41,971
貿易収支	△ 16,054	△ 13,111	△ 8,446	1,048	△ 13,538	△ 30,370	△ 45,434
サービス収支	17	150	△ 873	1,062	2,253	3,144	3,463
輸送	938	1,614	1,371	2,009	1,582	1,839	2,642
旅行	△ 217	7	△ 1,094	△ 319	△ 82	949	807
その他サービス	△ 704	△ 1,471	△ 1,150	△ 628	753	356	14
所得収支	3,831	4,276	5,909	5,392	6,725	6,999	6,789
経常移転収支	△ 997	△ 1,357	△ 1,333	△ 1,638	△ 1,494	△ 1,283	△ 998

出所：財務省ウェブサイト（[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/bpm5bparea.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/balance_of_payments/bpm5bparea.htm)）より作成。

上回っていた。以上の対中国経常収支は、当然ながら中国シャドー・バンキングのシステム・リスクと直接関係はなく、中国不動産・株式価格の崩落から直接的に影響を蒙る要因はない。ただし、リスク顕在化にともなう中国経済減速によって対中国輸出が停滞するという間接的な経路で、対中国貿易収支の赤字幅を一時的に拡大させることはあり得よう。

## V-2. 資本収支

2007年以降における日本の対中国資本収支は表7に示され、直接投資は一貫して実行超、証券投資は2009年以降実行超となり、赤字が継続している。以下、直接投資、証券投資の順に確認していこう。

中国からの対内直接投資は相対的に小額であり、直接投資は日本からの対中国直接投資の動きに規定されている。まずはアジアへの対外直接投資を確認しつつ対中国直接投資の推移を概観してみよう。2007年の対アジア直接投資は、海外生産拡大を目的とした合弁会社への出資や現地市場進出を目的とした買収がみられ、2.3兆円の実行（流出）超となった（日本銀行国際局、2008）。2008年の対アジア直接投資も、医薬による事業拡大を目的とする大型買収、金融による支店資本の増強などから、前年並みの2.4兆円の実行（流出）超となった（日本銀行国際局、2009）。こうした状況で、表中に示されるように対中国直接投資は両年とも0.7兆円の実行（流出）超となっている。2009年の対アジア直接投資は、通信および食品による市場確保を目的とした大型の資本参加がみられたが、実行（流出）超幅は1.9兆円に縮小した（日本銀行国際局、2010）。2010年のアジア向け直接投資でも、市場確保を目的とした食品での買収や、現地日系企業の資金需要の高まりを背景とした銀行による資本増強、また、鉄・非鉄・金属による資本参加がみられ、前年と同じ1.9兆

円の実行（流入）超となった（日本銀行国際局，2011）。こうした状況で，表中に示されるように対中国直接投資は兩年とも0.6兆円の実行（流出）超となっている。2011年以降，アジア・新興国向けの直接投資が増加し，対中国直接投資も2011年約1.0兆円，2012年約1.1兆円，2013年約0.9兆円の実行（流出）超と高水準に推移している。先に見た対中国経常収支における所得収支黒字は，こうした直接投資の累積が前提となっていたことが確認されよう。

安定的な直接投資の動きと異なり，証券投資の動きには変化がある。まずは処分・取得額が大きい株式に着目し，対中国証券投資について検討してみる。2007年の対中国株式投

表7 日本の対中国資本収支（億円）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
資本収支	△ 8,922	△ 5,270	△ 9,289	△ 11,490	△ 44,473	△ 13,357	△ 18,560
投資収支	△ 8,834	△ 5,061	△ 9,196	△ 11,393	△ 44,225	△ 13,202	△ 18,284
直接投資（ネット）	△ 7,288	△ 6,662	△ 6,627	△ 6,008	△ 9,957	△ 10,702	△ 8,732
対外直接投資	△ 7,305	△ 6,700	△ 6,492	△ 6,284	△ 10,046	△ 10,759	△ 8,870
対内直接投資	17	38	△ 135	276	89	57	138
証券投資（ネット）	334	1,852	△ 2,716	△ 3,487	△ 34,147	△ 1,780	△ 2,824
対外証券投資	951	1,474	△ 1,914	1,190	630	511	1,265
株式	910	1,528	△ 1,800	1,117	666	597	1,983
処分（流入）	17,323	9,253	9,107	10,867	7,638	5,766	6,299
取得（流出）	△ 16,413	△ 7,724	△ 10,907	△ 9,750	△ 6,972	△ 5,169	△ 4,316
中長期債	40	△ 55	△ 114	73	△ 20	△ 81	△ 541
処分（流入）	231	134	180	131	78	456	1,057
取得（流出）	△ 191	△ 188	△ 294	△ 58	△ 98	△ 537	△ 1,598
短期債					△ 16	△ 4	△ 177
処分（流入）						16	34
取得（流出）					△ 16	△ 21	△ 212
対内証券投資	△ 617	378	△ 802	△ 4,677	△ 34,777	△ 2,291	△ 4,089
株式	△ 28	△ 3	△ 15	1	△ 3	△ 35	△ 12
取得（流入）	6	3	2	3	1	21	27
処分（流出）	△ 34	△ 6	△ 17	△ 2	△ 4	△ 57	△ 38
中長期債	1,714	1,761	△ 1,200	△ 374	5,414	3,735	△ 23,766
取得（流入）	7,110	5,713	2,768	6,648	32,367	15,537	18,311
処分（流出）	△ 5,396	3,952	△ 3,968	△ 7,022	△ 26,953	△ 11,802	△ 42,077
短期債	△ 2,303	△ 1,379	413	△ 4,304	△ 40,188	△ 5,990	19,689
取得（流入）	3,248	1,098	769	97,506	270,657	356,343	411,056
処分（流出）	△ 5,551	△ 2,477	△ 356	△ 101,810	△ 310,845	△ 362,333	△ 391,367
金融派生商品（ネット）	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
その他投資（ネット）	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
その他資本収支	△ 88	△ 209	△ 93	△ 97	△ 248	△ 155	△ 276

出所：財務省ウェブサイト（[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/balance_of_payments/)）より作成。

注：対外短期債投資の空欄は5000万円未満。

資においては、利益確定売りが進んで前年の大幅な取得（流出）超から処分（流入）超に転化した（日本銀行国際局，2008）。2008年の対中国株式投資も処分（流入）超であったが、2009年は個人投資家による投資信託を通じた購入にともなって約0.2兆円の取得（流出）超に転じた（日本銀行国際局，2010）。しかし、2010年の対中国株式投資は投資信託の解約にともない（日本銀行国際局，2011）、再び約0.1兆円の処分（流入）超に転化した。以後、株式を中心とする対中国証券投資は処分（流入）超が継続しているが、次に述べる中国からの対内証券投資額よりも小規模である。

中国からの対内証券投資については、表中に示されるように、2010年から短期債の取得・処分額が、2011年から中長期債以降の取得・処分額が急増している。2011年は、前年に急増した短期債の取得・処分額がさらに拡大し、約4.0兆円という大幅な処分（流出）超となった。証券投資は3.4兆円の流出超となり、2011年の対中国資本収支赤字は約4.4兆円という高水準になった。2012年は短期債の取得・処分額がさらに拡大したが、取得額の増加幅が大きかったため、中国からの対内証券投資の処分（流出）超幅は約0.6兆円に縮小した。このことから2012年の対中国資本収支赤字は約1.3兆円と前年から大幅に縮小した。しかし、2013年は中長期債における約2.4兆円の処分（流出）超が、短期債における約2.0兆円の取得（流入）超を上回り、このことが効いて2013年の対中国資本収支赤字は約1.8兆円に拡大している。

対中国資本収支については、2010年以降における対内短期債・中長期債投資の取得・処分額の急増という変化があるものの、旧来の赤字傾向を劇的に変化させたとはいえない。取得・処分額のどちらか一方が偏って急増したわけではなく、額の大きさの変化の割には、差額の変化は抑制されていたといえる。このことから、たとえ中国でシャドー・バンキングに関するシステミック・リスクが顕在化したとしても、対内証券投資において取得・処分額のどちらか一方が偏って大きく変化するとは考えられず、日本の対中国資本収支に大きな影響を与えることはないであろう。

## Ⅵ. おわりに

本稿は中国のシャドー・バンキングに焦点を当て、その発生メカニズムにおける中国特有の性格を明らかにしようとした。中国はGDPで日本を超え、世界第二の経済大国となつてから、その経済システムの特異性が往々にして看過されがちとなっている。金融抑圧の体制下では、公権力と金融が結託しやすく、資金は非生産的な分野に流れていく傾向が強まりつつある。アメリカで問題となったシャドー・バンキング・システムと相当異なり、

中国における金融機関の行った規制回避行動が結局のところ「シャドー・バンキング」と混同されてしまっているように思われる。

本稿では、中国のシャドー・バンキングはアメリカのように高度な金融工学理論によってシステム化されたイノベーション的な特徴を有せず、その大半は銀行のディスインターミディエーションの中で市場主導型の金融自由化（market-led liberalization）として考えられる。また、資本項目の自由化をしていない中国のシャドー・バンキングは国際金融システムへの影響が小さく、世界金融危機を引きこす可能性も低い。

中国のシャドー・バンキングは「上に政策あり、下に対策ある」との特質を持っていて、基本的に金融抑圧の状況下で銀行のユニバーサル化といった金融改革を進めようとしたため、現れた一過性的な歴史的現象である。それは、金融自由化が進展することにより、資源配分の歪みが是正されることに従い、自ずと正常化に向かうと考えられる。いうまでもなく、財源の地方への傾斜的配分が最終的に地方権力による金融介入を取り除くための有効手段として考えられるが、一方で政府主導下の投資型経済成長様式の一日も早い方向転換が必要であろう。

## 参考文献

### 日本語

- 池尾和人＋財務省財務総合政策研究所（2007）『市場型間接金融の経済分析』、日本評論社。
- 王京濱（2014a）「金融制度—独立性なき金融システムの限界」、中兼和津次編『中国経済はどう変わったか』第9章所収、国際書院。
- 王京濱（2014b）「『リコノミクス』形成の背景と本質」、『大阪産業大学経済論集』第15巻第1号、pp.1-29。
- 鹿野嘉昭（2008）「金融システムの進化と市場型間接金融：消費者利益向上の視点から」『経済学論叢』第60巻1号、pp.55-79。
- 日本銀行国際局（2008）「2007年の国際収支（速報）動向」。
- 日本銀行国際局（2009）「2008年の国際収支（速報）動向」。
- 日本銀行国際局（2010）「2009年の国際収支（速報）動向」。
- 日本銀行国際局（2011）「2010年の国際収支（速報）動向」。

### 中国語

- 巴曙松（2012）「從改善金融結構，促進經濟轉型角度評估影子銀行」，WorkingPaper。
- 程小可・姜永盛・鄭立東（2014）「影子銀行，企業風險承擔與融資約束」『經濟管理』2015年第4期（総第532期），pp.106-115。
- 封思賢・張瑤（2015）「我国影子銀行發展與利率市場化改革的關係—基於金融創新的視角」『当代

- 『経済研究』2015年第5期, pp.82-91.
- 高旭東・劉勇（2013）『中国地方政府融資平台研究』, 科学出版社。
- 高海紅・高蓓（2014）「中国影子銀行与金融改革:以銀証合作為例」,『國際經濟評論』,2014年第2期。
- 国家統計局（2014）『中国統計年鑑2014』, 中国統計出版社。
- 胡濱主編（2013）『中国金融監管報告2013』, 社会科学文献出版社。
- 胡濱主編（2014）『中国金融監管報告2014』, 社会科学文献出版社。
- 胡濱・鄭聯盛（2014）「中国影子銀行体系:規模, 風險與監管」胡濱主編『中国金融監管報告2014』B.1所収, pp.1-29。
- 胡振華・王振・文興易（2015）「影子銀行对我国貨幣政策調控效果的影響」『統計與決策』2015年第10期（総430期）, pp.151-155。
- 紀彥彬・徐挺（2015）「中国影子銀行形成機制研究」『内蒙古大学学报（哲学社会科学版）』第47卷第3号, pp.88-96。
- 李波・伍戈（2011）「影子銀行的信用創造功能及其对貨幣政策的挑戰」,『金融研究』,2011年12期。
- 李建軍・徐賽蘭（Sara Hsu）・田光寧主編（2012）『中国影子銀行体系研究報告』, 知識產權出版社。
- 李揚（2011）「影子銀行体系發展與金融創新」『中国金融』2011年第12期。
- 劉東民（2013）「中国城投債:特徵, 風險與監管」,『國際經濟評論』,2013年第3期。
- 魯籬・潘静（2014）「中国影子銀行的監管套利與法律規制研究」『社会科学』,2014年第2期, pp.101-107。
- 蘆馨・方睿孜・毛丹（2015）「我国影子銀行对中小企業融資困境的影響」『經濟與管理』第29卷第3期, pp.64-73。
- 裘翔・周強龍（2014）「影子銀行與貨幣政策伝導」『經濟研究』2014年第5期, pp.91-105。
- 王蕾・張婧婕・陳霄（2015）「影子銀行, 中小企業融資與深化金融改革」『華東經濟管理』2015年第4期（第29卷第4期）, pp.102-108。
- 魏源（2012）『中国農村民間借貸市場研究』, 經濟管理出版社。
- 聞嶽春・肖敬紅（2014）「銀信合作視角下影子銀行对金融市場的影響」『同濟大学学报（社会科学版）』第25卷第2期, pp.111-116。
- 吳曉靈主編（2014）『中国金融政策報告2014』, 中国金融出版社。
- 西南財經大學信託與理財研究所・普益財富編（『中国理財市場發展報告2012-2013』中国財政經濟出版社2013年）
- 肖立晟（2013）「人民幣理財產品:概況, 運作, 風險與監管」『國際經濟論壇』第3期, pp.93-102。
- 蕭維嘉・趙全厚（2013）「我国地方政府融資平台發展歷史」高旭東・劉勇編『中国地方政府融資平台研究』第2章所収, 科学出版社。
- 殷劍峰・王增武主編（2013）『影子銀行與銀行的影子』, 社会科学文献出版社。
- 張明（2013）「中国影子銀行:界定, 成因, 風險與对策」『國際經濟論壇』第3期, pp.82-92。
- 鄭聯盛・張明（2013）「中国銀行同業業務:現狀, 類型, 風險与応対」, Working Paper No.2014W11。



周莉萍 (2013)『影子銀行体系：自由銀行業の回帰?』, 社会科学文献出版社。

英語

- Acharya,V., Schnabl,P. and Suarez,G., (2011), Securitization Without Risk Transfer, *New York University Working Paper*.
- Bernanke,B., (2010), FED Did not Understand Shadow Bank Risks, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Bordo, M.D., Redish, A., and Rockoff, H., (2011) “Why didn’t Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or ...)?” *NBER Working Papers 17312, National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Eichengreen,B., (2008), Origins and Responses to the Crisis, *Mimeo, UC Berkeley, Oct.2008*.
- Financial Crisis Inquiry Commission, (2010), Shadow Banking and the Financial Crisis, *Preliminary Staff Report, www.fcic.gov*.
- FSB, (2011), Shadow Banking: Scoping the Issues, April 2011.
- FSB, (2014), Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, 30 Oct. 2014.
- Geithner, Timothy F. (2008), Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System, *Remarks at The Economic Club of New York, New York City, June 9, 2008*.
- Gorton,G., (2008), The Subprime Panic, *Yale School of Management Working Paper Prepared for the Journal of European Financial Management*.
- Gorton, Gary and Andrew Metrick, (2009), Securitized Banking and the Run on REPO, *Working Paper 15223, National Bureau of Economics Research, August 2009*.
- Gorton,G.and Metrick, A., (2010), Regulating the Shadow Banking System, *Brookings Working Paper, September 2010*.
- McCulley, Paul, 2007, Teton Reflections, *PIMCO Global Central bank Focus*, Aug/Sep 2007.
- Mehrling,P., (2009), Economic Crisis: What Have We Learned and Where Are We Heading?, *Columbia University Working Paper*.
- Pozsar Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky, 2010, Shadow Banking, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No.458, July 2010*.
- Stein,J. C., (2010) Securitization, Shadow Banking & Financial Fragility, *Daedalus* 139 (4): 41-51
- Tucker,P., (2009), The Crisis Management Menu, *Suerf, Ceps and Belgian Financial Forum Conference: Crisis Management at the Cross-roads, Brussels, 2009*.
- Tucker, P., (2010), Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability, *Bank of England, Jan. 2010*.

## The Structural Characteristics of the Chinese Shadow Banking System and its Impact on the Japanese Economy

WANG Jingbin

MINATO Teruhiro

**Key Words :** shadow banking, financial liberalization, financial regulation, wealth management products, pool of funds, the local finances become exhausted

### Abstract

This paper examines the unique characteristics of the Chinese shadow banking system, identifies its structural characteristics, and emphasizes its impact on the Japanese economy.

In recent years, after three decades of financial repression, the Chinese government has been rapidly promoting the universalization of traditional banking. The Chinese shadow banking system ("Yingzi Yinhang" in Chinese) emerged as most domestic financial institutions took advantage of shortcomings in the existing financial regulation, where a banking institution was supervised as per its industrial sector categorization. For example, banks could provide diversified financial products and services, all named as "wealth management products" that were effectively unconstrained by financial regulation. The banks and trust companies would cooperate to create a new pool of funds. Companies are financially supporting each other, directly and secretly, instead of going through formal financial institutions. Further, companies are willing to help other companies, with whom they have a good relationship, to cash discounted bills and create an interbank financial market as well. This study indicates that the Chinese shadow banking system is an example of pooling the surplus profits of banking institutions, which is a function of the slow pace of deregulation.

Furthermore, in China, local government finances have long been under significant pressure. Without strengthening their financial base, these local governments would be unable to fulfill the expanded capital needs. Hence, the problem of the Chinese shadow banking system is considered a result of outdated financial policy, rather than a market phenomenon found in countries with a sound financial system. As the Chinese shadow banking system was formed domestically by unique economic and political factors, its influence on the Japanese economy in the event of a future collapse will be limited, as capital transactions have not yet been liberalized in China.