



書評 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』

梶谷， 懐

(Citation)

金融経済研究, 48:104-106

(Issue Date)

2025-01

(Resource Type)

journal article

(Version)

Version of Record

(Rights)

©Japan Society of Monetary Economics 2025
発行元の許可を得て登録しています。

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100493279>



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』

早稲田大学エウブラクシス叢書、328頁、2022年

中国のシャドーバンキングとは

本書は、中国のシャドーバンキング（影の銀行）について書かれた、日本では初めての本格的な研究書である。中国のシャドーバンキングは、2008年のリーマンショック後の大規模な景気刺激策の際、地方政府がインフラ開発など行う際に利用した「融資プラットフォーム」と呼ばれるダミー会社が資金調達に利用したことで注目されるようになっていった。特に2013年ごろから顕在化した、「影の銀行」の資金調達やその運用にかかわる様々なリスクの存在は、中国の金融システムの脆弱性と、さらなる改革の必要性を内外に強く印象づけるものとなった。しかしながら、一口に中国のシャドーバンキングといっても、その形態は非常に多岐にわたっており、中にはその実態が中国国内においてもほとんど知られていないものも多い。そんな中で、早くからシャドーバンキングの存在に注目し、その実態を詳細に調べてきた著者の手による本書は、日本の読者がその全体像をつかむうえで有益なガイドブックとなるだろう。

まず、本書の概要の紹介も兼ねて、中国のシャドーバンキングとはどのようなものか、その特徴について簡単にまとめておこう。まず、制度化された銀行システムの中から、外部のノンバンクを統合する形で発展してきたのが、著者の言う「シャドーバンキング①型」である。そして第二の類型（シャドーバンキング②型）が、銀行引受手形を通じた融資、民間担保会社、地下銀行、質屋、基金会、民間銭荘など、銀行システム以外にあるインフォーマル金融などである。第三の類型が、フィンテックを活用したオルタナティブな金融サービス（シャドーバンキング③型）である。本書では主に一時期急速に広がったP2Pレンディングに焦点が当てられている。

このうち、著者がいち早く日本にその実態を紹介し、本書でも最も詳しく論じられているのが銀行のオフバランス取引を中心とした「シャドーバンキング①型」であり、本書では第2章「中国のシャドー

バンキング①型—その形成過程と主な業務実態」と第3章「中国のシャドーバンキング①型の特徴と金融システムの役割」の2章を割いてその実態と特徴について詳しくまとめられている。ちなみに、「シャドーバンキング②型」「シャドーバンキング③型」の実態については第4章にまとめられているほか、それぞれのシャドーバンキングが抱えるリスクについては第5章で、規制当局の対応と今後の方向性については第6章で論じられている。

シャドーバンキング①型について

さて、本書の最大の貢献は、何と言っても中国のシャドーバンキング①型の諸形態について、その特徴や機能を詳細に紹介したことにある。著者は今から10年ほど前、世界的に中国のシャドーバンキング①型に注目が集まった際に、その本質が銀行の資金仲介機能を補完するものであることをいち早く指摘し、事態の冷静な理解に寄与した。その優位性が第2章、第3章の議論にはいかに発揮されている。特に、第2章において、「銀証合作」「手形の売戻条件付き買い入れのレボ取引」「同業理財」「インターバンク取引の『資金空回り』」など、これまでほとんど知られてこなかったシャドーバンキングの形態についても詳しく解説する姿勢は貴重である。

また、第3章では中国のさまざまなシャドーバンキングが、米国のそれと比較した際にどのような特徴があるのかが詳しくまとめられている。たとえば、米国では、投資銀行を中心に非常に洗練された金融仲介の手法が発達し、FRBの規制の及ばないところでレバレッジと流動性リスクを急激に増加させてきた。このような欧米の「影の銀行」の特徴は、投資銀行がCP（コマーシャルペーパー）の提供によって市場から短期資金を大量に借入れ、CDO（債務担保証券）など仕組み債の取引を通じて、レバレッジを高めた高リスクの運用を行うところにある。

これに対し、中国のシャドーバンキング①型はこ

のような高度な金融商品の取引を前提としたものではなく、金融当局の規制の目を逃れるため商業銀行が簿外取引を行うというものであった。このような商業銀行の簿外取引には、いくつかのパターンがある。代表的なものは、銀行が資産をバランスシートから切り離し、信託会社などと協力してスキームを作り、不動産などに投資を行うというもので、一般に「信託貸付」あるいは「銀信合作」と呼ばれている。本書では、このほか、銀行と証券会社が協力する「銀証合作」という形態についても紹介されている。いずれにせよ、中国の法律では、商業銀行と証券・保険業務の相互乗り入れには厳格な規制が設けられてきた。このため、銀行は資産項目のうちいくつかのものをバランスシートから切り離して別スキームに移し、それを小口の金融資産（「理財商品」）に分割した上で、銀行の窓口を通じて代理販売する、という手の込んだ方法を採用したのである。著者は、このような硬直した金融制度の下で広がりを見せたシャドーバンキングについて、銀行による間接金融を補完し、証券業務との仲介的役割を果たすものとして、当時からポジティブな見方を示してきた（李（2012））。

一方で、このようなシャドーバンキング①型の広がりには、商業銀行のような厳格な規制・監督を受けないにもかかわらず、短期の資金を調達して長期で運用するという「期間のミスマッチ」を生じさせ、金融システムの不安定を増大させるなど、一定のリスクをもたらしている。これらのシャドーバンキングが持つリスクについても、本書は丹念にその整理を行っている。

本書の評価について

その一方で、本書の記述にはやや不満が残るところもある。一つは、第4章で取り上げられたシャドーバンキング③型、すなわちフィンテック型のシャドーバンキングの今後の発展と規制のありかたについてである。すでに述べたように、本書ではP2Pレンディングに多くの紙幅が費やされている。しかし、本書でも指摘されているようにP2Pレンディングに関しては2018年から厳しい規制が行われるようになり、2020年末にはその新規取引が中止となり、

現在はほとんどのプラットフォームが小口金融業者へと転換し、ビジネスとしてほぼ消滅している。¹⁾ このように、P2Pレンディングの今後の発展がほとんど望めない状況にある以上、本書におけるシャドーバンキング③型に関する記述のほとんどをP2Pレンディング関連のものが占めているのは、若干バランスを書いたものと言わざるをえない。

また、それ以外のフィンテックの発展についても決して楽観は許されない。本書の第6章では、フィンテック型のシャドーバンキングに対する政府の規制について、「穏健で寛容な規制改革」、すなわちある程度まで民間企業の実験的な営業行為を認めて、あとで必要な規制を行うというイギリス流の「規制のサンドボックス」に近い規制方式を採用している、という認識を示している。たしかに、フィンテックにとどまらず、民間のIT企業に対するある時期までの政府の姿勢はこのようなものだったかもしれない。しかし、コロナ禍以降の社会情勢の下で、状況は一変する。実際、2020年後半になると、中国アリババ集団傘下の金融会社、アント・グループの新規株式公開（IPO）が突如延期になるなど、IT企業への締め付けが本格化した。その背景として、中国人民銀行を筆頭とする金融当局が、デジタルプラットフォーム事業者の金融分野への進出と業務拡張に伴い、既存の金融機関の利益が脅かされることに懸念を抱いたことを指摘する識者もいる（川島（2022））。このような状況を見る限り、本書の最後に述べられているように規制当局が「市場環境の変化を考慮し、先見性をもって柔軟に対処して」（288頁）いけるかどうかについてはかなり疑問がある。

もう一つ疑問に感じた点は、今後中国経済が直面することになるであろうシャドーバンキングのリスクについての本書の評価である。本書では「米国のシャドーバンキングは、債務担保証券（CDO）や資産担保証券（ABS）など多種多様な証券化商品が含まれていて、複雑」であるのに対し、中国のシャドーバンキングは、「米国と比較して運用方式がシンプル」な上に、銀行のレバレッジ比率も低く規模も相対的に低いため、「全世界に伝播するシステムリスクは大きくない」（141頁）と指摘してい

1) 「個人間貸し借り、ネット仲介 中国『P2P』金融消滅へ」『日本経済新聞』2020年2月28日 <https://www.nikkei.com/article/DGKKZO56149720X20C20A2FFE000/>, 2024年10月8日アクセス。

る。しかし、このような状況は中国国内の金融技術の深化によって大きく変化しつつある。例えば、有力な経済誌『財新周刊』2023年5月22日号の特集「融資平台による起債ブーム」の記述によれば、起債形態がいわゆる「仕組債」と呼ばれるより複雑なものになっている点が、近年の城投債発行にみられる大きな特徴だと指摘している。代表的なものは、融資平台が自社の発行した城投債を自己資金で購入した上で資産として計上し、それを担保に資産担保証券（ABS）のスキームを用いて新たな資金調達を行うというものである。すなわち、現状では中国においてもかつての米国のような証券化を通じたシャドーバンキングはより広がりを見せつつあり、そのリスクもより大きなものになっているのではないだろうか。

すでに述べたように、著者は早い段階から中国におけるシャドーバンキングの広がりを、既存の金融システムの硬直性を補完するものとして、比較的ポジティブに捉えてきた。本書においても、「中国の市場化に向けた金融システム改革の中で必要不可欠な金融仲介の主体を構成している」「欧米での規制強化論の下でのネガティブな視点から評価すべきではない。むしろ、中国の金融システム改革は新しい局面に入ったと捉えるべきである」（282頁）など、著者はシャドーバンキングについての楽観的な姿勢を崩していない。しかし、その見解は上記のような2018年以降のシャドーバンキングに対する厳しい規制と、それを受けた規模縮小を十分に反映したものだろうか。著者の楽観的な姿勢は、本書の分析に用いられている資料が、2012年ごろから2016年ごろまでのものに集中しており、2018年以降に、研究者によって行われた分析が十分にフォローできていない

ことに起因するのではないだろうか。たとえば、BISのエコノミストはシャドーバンキングに関する資料をワーキングペーパーとして発表している（Ehlers=Kong=Zhu (2018), Sun (2019)）が、残念なことに本書では参照されていない。

著者も指摘するように、中国のシャドーバンキングは制度化された金融システムと制度外の民間部門の金融活動が融合した、独自の発展を遂げてきた。このような特徴的な制度を理解することは、すなわち中国経済の独自性を理解することに他ならない。このような中国の金融市場及びシャドーバンキングに関する新たな状況を踏まえたうえで、今後より活発な議論が展開されることを期待したい。

[参考文献]

- 川島富士雄 (2022) 「中国におけるデジタルプラットフォーム事業者の規制強化——独占禁止法を中心に——」 *RIETI Discussion Paper Series*, 22-J-009.
- 李立栄 (2012) 「中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題——資金仲介の多様化と規制監督の在り方——」 *Business & Economic Review*.
- Ehlers, Torsten, Kong, Steven and Feng, Zhu. 2018. "Mapping Shadow Banking in China: Structure and Dynamics." *BIS Working Papers*, No. 701.
- Sun, Guofeng 2019. "China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Bankings." *BIS Working Papers*, No. 822.
- (神戸大学 梶谷 懐)