

シャドウバンキングに思うこと

岸 真清 (経済学博士)

アジア近代化研究所副代表、中央大学商学部教授

資金チャンネルの歪みを補完するシャドウバンキング

シャドウバンキングが、不動産バブルを引き起こした元凶のように扱われている。しかし、不動産バブルは、シャドウバンキングを必要とした中国の金融システムが抱える根深い問題であると思われる。

シャドウバンキングとは規制の厳しい銀行部門を経由することなく資金を融通する金融取引のことである。この型の取引は、4大官営商業銀行と国営大企業を軸とする資金チャンネル外にあって資金調達が難しい中小企業などの諸経済主体の資金調達手段として活用されているだけでなく、地方債の発行を原則禁止とされさらに1990年代の税制改革によって財源を制約された地方政府も、中小企業と同様、資金財源獲得手段としてシャドウバンキングを活用している。その一方で、低い規制金利を避けて有利な機会を求める企業や家計の資金運用の場になっている。

しかし、融資プラットフォームといわれる投資会社や不動産開発会社に企業や家計の資金が流入し、それを地方政府が借入して不動産開発を行う資金チャンネルが過熱化すると、バブルを引き起こすことになる。ただし、シャドウバンキングそのものは、マイナスだけでなく、プラスの側面も有している。シャドウバンキングには、信託会社に代表さ

れるフォーマル金融機関と、高利貸や小口貸付会社のようなインフォーマル金融機関が存在している。

インフォーマル金融機関の金利はフォーマル金融機関に比べて高いが、潜在的な可能性を有しながらもフォーマル金融機関にアクセスが難しい中小企業、農業、ベンチャービジネスの資金調達の間となっている。本来、債券および株式市場が、規制金利に対抗あるいはチェック機能を果たすはずであるが、銀行に比べて残高がいまだに小さな資本市場が大きな影響力を及ぼすことは難しい。その肩代わりをインフォーマル金融が担っているとも言えよう。

地域経済格差、少子高齢化、環境問題の悩みが増えそうな状況下で、バブルに繋がる過剰な投資・投機資金を实体经济と切り分け地域経済に振り向ける必要性に迫られている。それだけに、地域経済の推進者であるベンチャービジネスや中小企業などのコミュニティビジネスを支える金融システムの拡充が喫緊の課題になっている。

投資主導型、外需依存型の経済発展パターン

中国の不動産バブルが国内的な要因に基づくと考えられる理由は、貯蓄が投資を上回っていることによる。1990年代のアセアン諸国や韓国の経常収支が赤字であったのと対

照的に、中国はアジア通貨危機もアジア通貨危機もサブプライムローン問題からも打撃を受けなかったかのごとく、経常収支は黒字を続けた。好調な輸出がもたらした外貨準備高は2011年には3兆2,027億8,900万ドルにまで増加した。2011年の外貨準備額が1兆2581億7200万ドルであった日本に比べても、中国の外貨準備額の大きさがきわだっている(IMF(2012) *International Financial Statistics Yearbook*)。

投資主導型、外需依存型の中国経済の成長はめざましい。アジア開発銀行(ADB)によれば(*Key Indicators for Asia and the Pacific 2012* (<http://www.adb.org/sites/default/files/ki/2012/pdf/ki2012-rt3-money-finance-prices.pdf>))、2010年と2011年の実質経済成長率は、それぞれ、10.45%、9.2%であった。それを支えたのが高い投資率である。まさしく、投資主導型の経済であることがわかるが、2010年、2011年の投資率(GDP比)がそれぞれ48.2%、48.6%と、中国に次いで高いインドネシアの32.8%、日本の19.9%をはるかに上回っている。しかし、その反面、消費は伸び悩んでいる。2011年の消費率GDPは34.5%であったが、同年の日本の60.4%と比べてはるかに低だけでなく、1990年の50.6%から低下現象が続いている。

この間、マネーサプライ(GDP比)は1990年の81.9%から2011年の180.6%へと急増しているが、同期間の韓国が76.1%から141.6%に増加したのと比べても、その増加率がきわだっている。しかし、マネー

サプライの急増が投資に向けられ消費に結び付かなかったことから、投資主導型経済、外需依存型経済から内需拡大への転換の必要性が問われることになる。また、そのための金融システムが求められることになる。

中国は、典型的な間接金融システムである。銀行部門が1998年末時点の総金融資産に占めるシェアは、中国が78%、日本48%、韓国38%であった。間接金融は、本来、リスク負担機能と情報生産機能(情報収集、審査、監視)を持っているはずなのに、政府の介入が強い場合、借り手の企業も貸し手の銀行も経営効率を軽視しがちになる。企業や銀行をチェックするのが債券市場や株式市場の役割であるが、資本市場が急速に伸長している中国も、2009年時点の残高構成は銀行融資50%、債券30%、株式20%であったことから、銀行主導型の金融システムであることに変わりはない(21世紀政策研究所ウェブ・ページ「アジア債券市場整備と域内金融協力」(<http://www.21ppi.org/pdf/thesis/11041s.pdf>))

中国において、不動産バブルはリーマン・ショック後に初めて起こったわけではない。1993年頃、中国政府はすでに不動産バブルがもたらした不良債権処理に取り組むなど、金融リスクの防止・解消を目的とした金融改革を実施していた(拙書(2013)『共助社会の金融システム—生活者と投資家の視点—』文眞堂)。当時の改革は、国有企業と中央政府・地方政府の介入を避け、金融機関の経営効率を改善するため、中央銀行の監督体制の強化と商業銀行のリスク

意識の高揚およびモニタリングに主眼が置かれた。たとえば、1998年の証券法によって、中国人民銀行（PBC）、中国保険監督委員会（CIRC）、中国証券監督委員会（CSRC）の3つの主要監督局が監督機能の強化を目指した。

同様に、1999年には、中央銀行と国有銀行の組織の変更と不良債権の処理を目的とする金融改革が行われた。このうち、組織の変更に関しては、中国人民銀行の総行が金融政策を担当する一方、分行が金融監督業務を担当する分業体制が敷かれた。また不良債権の処理に関しては、中国工商銀行（ICBC）、中国建設銀行（ICCR）、中国農業銀行（ABC）、中国銀行（Bank of China）の4大国有銀行ごとに資産管理会社が設置された。

さらに金融自由化も金融改革とともに進められたが、ねらいは政治の介入を牽制することによって経済効率を高めることにあった。その柱となってきたのが、政策融資と商業融資の分離、政策銀行の設立、国有専門銀行の商業銀行化であった。1980年以降、資金の供給体制が貸借関係に変更されたことに加えて、招商銀行（China Merchants Bank）、広東発展銀行（Guandong Development Bank）などの商業銀行を設立するなど経済効率を重視する政策運営に変わった。これらの手段は収益性を高めるものであったが、それとは別に非営利目的も追求すべく、1994年に新たに国家の重点建設プロジェクトの遂行を目的とする中国開発銀行（CDB）、輸出の促進を目的とする中国進出口銀行（輸出

入銀行：Export-Import Bank of ROC）、農業政策金融を担当する中国農業発展銀行（ADBC）の設立によって、収益性を基準とする融資と効率性よりも政策目的を遂行する融資が峻別されることになった。

地方政府、中小企業、家計とシャドウバンキング

銀行融資の順調な増加も債券市場特に社債の著しい伸長も事実である。さらに市場メカニズムを重視した金融改革が行われていることも確かである。しかし、それにもかかわらず、何故、地域経済格差が目立ち、バブルが深刻化しているのであろうか。膨大な外貨準備とマネーサプライの増加が地域経済の活性化に結びついているとは思われない。

地域経済の担い手は、マイクロビジネス、中小企業、農業などの小規模事業あるいは環境、医療・看護、子育て・教育関連のソーシャルビジネスである。前者は当初から営利を目的とする事業である。後者は立ち上げ時には非営利事業であるが、事業の発展に伴って、営利事業に転換するケースも増えるものと思われる。また、非営利事業に留まるとしても、事業の継続を賄うだけの収益を目指すことになる。

これらの地域密着型の小規模事業は、潜在的な成長力を有するものと考えられることができる。その理由は、情報の非対称性が生じにくいこと、固定費を低く押さえることができること、取引コストが低いことから、イノベーションを生じやすいことによる。しかも、地域のニーズに合致した財・サー

ビスを提供できるので、需要を確保しやすいことになる。

技術革新は今後の中国の発展の鍵を握るものと思われる。と言うのも、人口成長率が鈍化しているだけに、高い成長率を維持するためには、人口成長率の低下をカバーする技術革新が必要になるからである。

ところが、国営商業銀行を通じて国営企業に低金利資金を優先的に供給する政策金融が市場メカニズムを弱めるとともに、高い経済効率を見込めるコミュニティビジネスの資金調達さえ難しくしている。また、預金者の実質金利もマイナスにしている。

金融抑圧下ではインフォーマル金融と呼ばれる民間金融が家計と郷鎮企業などのコミュニティビジネスを仲介する機能を果たすことになる。規制に対抗して、自発的な金融組織を作り上げるケースは、中国に限らない。日本の場合も、戦前期には頼母子講、無尽と呼ばれるインフォーマル金融機関が小規模事業者の資金調達に関して重要な役割を果たしていた。これらの金融機関は庶民金融とも呼ばれるが、戦後、相互銀行さらに第2地方銀行へと普通銀行化することで政府の規制を受けることになった。しかし、1980年代における金融自由化の進展の中で、低迷していた企業の資金需要を補うかのごとく住宅金融が伸長した当時、規制の弱い住宅金融専門会社（住専）の貸出額は80年代後半に急増し、それがバブル醸成の一因となった。

中国のシャドウバンキングも、厳しい金融規制に対抗する形でより高金利の資金を活用して不動産融資を行った。ただし、日

本のケースと異なって、シャドウバンキングは地方政府の財源獲得の一翼を担っている。と言うのも、地方債の発行が2009年に解禁されたものの上海市、浙江省、広東省、深圳市に留まるなど原則禁止の状態が続いているため（[日本経済新聞 2011年10月21日](#)）、規制の厳しい銀行融資をカバーする必要があるからである。地方債の発行が制限されまた銀行からの融資も規制された中で、地方政府はさらに1990年代の税制改革によって財源を制約されることになった。それだけに、農民から土地使用権を安く買い上げて不動産開発業者に高値で販売する手段を用いて、地方のインフラ投資や不動産開発向けの財源を獲得する必要性に迫られることになった。

加えて、地方政府は融資プラットフォーム（プラットフォーム）といわれる投資会社や不動産開発会社を通じて資金を借入してインフラを拡大している。その原資は、高金利を求めて融資プラットフォームや不動産販売会社に流入する企業や個人の資金である。この資金チャンネルには、企業向けに高金利の資金を直接貸し出す大手企業の委託融資と、貸出債権を小口化した理財商品（資産運用商品）を企業や個人が購入する2つの経路があるが、投機的行動の拡大につれてバブルを醸成することになる。いずれの経路であっても、銀行が融資の責任を取ることはない。実際に、直接融資の相手先は地方政府が傘下に抱える融資プラットフォームであることが多いが、規制当局の監視が制約され、不良債権が発生しやすくなる。

しかし、シャドウバンキングのネガティ

ブな側面が懸念される中で、ポジティブな側面を強調する主張も見られる。李は、シャドウバンキングの形成と発展過程に着目して、規制強化論に疑問を投げ掛ける（**李立栄(2012)『中国のシャドウバンキング(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』日本総合研究所『Business & Economic Review』pp.147-156**）。すなわち、相対的間接金融を中心とする伝統的な金融システムから市場化への試行、大型商業銀行による伝統的な商業銀行業務の寡占的状态から脱却し、自由競争に基づく多元的な銀行システムへの転換、過去30年余り行われてきた金融システム改革の加速、金融自由化（金利、為替、資本取引）の進展、金融イノベーション（多様な商品開発）の視点から、シャドウバンキングの形成と発展を捉えるべきであるというのが、李の主張である。

中国のシャドウバンキングは、フォーマル金融機関として分類されるシャドウバンキングと、インフォーマル金融機関として分類されるシャドウバンキングの2つのタイプが存在している。後者は金融システムが近代化される以前から存在するもので、高利貸、質屋、民間担保会社、小口貸付会社などの民間金融組織を中心とする金融仲介機関などが含まれるが、中国の中小企業の重要な資金源になっている。特に急速に経済発展を遂げている地域たとえば浙江省温州市の7割の企業の場合、インフォーマル金融から資金調達している。しかも、不動産価格の急騰を止めるため金融引締めが行われると、中小企業は銀行から資金を

借りるのが難しくなるが、それを補うがごとく高金利のインフォーマル市場に家計の資金が流入している。

李によれば、証券化が限られていること、レバレッジ比率が低いことから、中国のシャドウバンキングは欧米諸国のそれと異なるが、次の理由で伸長した。1) 市場経済化の進展につれて、金融イノベーションが生じたことである。たとえば、銀信合作や委託貸付のように技術革新によって生まれたバランス商品は、取引コストを抑えることができる。2) 金利の裁定が活用されるようになったことである。そのため、銀行と信託会社のようなノンバンキングの協業は、金融機関ごとに異なる規制基準の差異を享受できることになった。3) 中小企業の資金調達の場が必要になったことである。サブプライム問題後の金融緩和がもたらした過剰流動性とインフレに応じて2010年に引締政策がとられ、中小企業が銀行から資金調達するのを難しくしたため、インフォーマル金融に依存せざるを得なくなったからである。

農村地域のシャドウバンキング

シャドウバンキングの資金は主に銀行借り入れが困難な中小企業や農業に向けられているが、シャドウバンキングから資金調達している企業の経営破綻が目立つようになったことから、地域経済の活性化が難題であることをうかがわせる。これまでも、中国政府は地域経済での資金循環を円滑化する目的の下でさまざまな金融改革を行ってきたが、成功の鍵は実体経済の活性化を

実現できるかどうかにかかってくる。

中国の農村金融は、政策的金融機関の農業発展銀行、商業銀行の中国農業銀行、協同組合的金融の農村信用社などのフォーマル金融と農村合作基金会、互助組織（会）、親戚・友人などのインフォーマル金融によって構成されている。地方銀行の設立が農村部での改革の重要なねらいの一つであったが、その一環として、地方銀行の設立や農村信用社の再編も試みられたが、農村金融を代表する農村信用社は1994年と1996年に農業発展銀行から分離したものである。しかし、農業銀行が都市商業銀行の性格を有している中で、協同組合的な農村信用社は市場ベースでの経営が難しい零細資金需要に応える目的を持っている。

しかし、市場経済を貫徹する企業金融と相互扶助としての組合金融の双方の性格を有する農村信用社の経営は深刻な状況にある。その状況を打開するため、2006年に、「社会主義新農村建設促進に関する中央政府、国务院の意見」が提出され、扶助組織と民間貸借を峻別する一方、地方政府に担保機関を設置するよう求めた。また、私有資本や外資の参入を許可してコミュニティ金融機関の設立を急がせるなど、市場メカニズムを重視する農村金融活性政策が打ち出された。

新政策の方針に沿って、中国農業銀行、中国農業発展銀行、農村信用社のフォーマル金融機関と、実際に農村においてインフォーマルな貸付業務金融機関の協業をめざす少額貸付プランが重視されることになった。実際、2006年に新疆、青海、甘肅、河

北の4省で農村調査を実施した楊は、参入および金利自由化の意義を強調するとともに農村信用社などフォーマル金融機関を補完するインフォーマル金融機関の仲介機能の強化が自由化促進条件になると主張した（楊思群（2006）「少額貸付の供給、需要及び利率分析」対玲玲・楊思群等著『中国農村金融発展研究』北京：清華大学出版社，pp.190 - 207）。

すなわち、楊は インフォーマル金融機関とフォーマル金融機関の協業と、市場金利の採用の2つの視点から、政府の金融改革を評価した。第1に、大手国有商業銀行などのフォーマル金融機関が小口貸付会社を活用するしくみの構築である。協業が有効になるのは、商業銀行が貸出業務を行おうとしても行員一人当たりの利益が低い上に情報収集が難しい状況を、小口貸付専門業者に卸売業者として資金を供給することで利益を得る可能性が生じると考えた。

と言うのも、商業銀行は農村部でも預金業務を行うが、都市部の中小企業および高所得者などの低リスク貸出を優先する。他方、農村信用社の貸出も農家の収入を基準にするので、低所得層は融資を受けにくくなるのが実情である。しかし、小口貸付会社などのインフォーマル金融機関は、金利は信用社よりも高いものの中低位所得層を対象とした貸出を行うので、商業銀行および農村信用社と小口貸付業者との分業の可能性を生むことになるからである。

この可能性を高めるために、小口貸付会社の設立を許可することによって、農村信用社と小口貸付会社を農村金融の核とする

ことに改革の主眼が置かれることになった。そして、商業銀行は農村信用社と小口貸付会社に対して金融卸売業務の役割を受け持つことで、農村の資金を農村で還流するための環境整備を行うことになった。

第2に、自主的な金利決定を認めたことである。すなわち、小口貸出会社の金利規制を止め、経営コストと貸出リスクに基づいた金利決定を小口貸出会社と農村信用社自身にゆだねる方針がとられることになった。政策金融としての低金利政策は、実際には、高所得が貸付資金を獲得するケースが多い反面、中低位層が貸付を得るのを難しくした。政府の援助資金という認識を生み、借り手のモラル・ハザードを呼ぶことになった。政府系金融機関が低金利資金を利用した投機を行うなど管理上の問題をもたらしやすくした。商業的な金融機関の経営を厳しくして、不良債権を生じさせ、また退出させることになった。フォーマル金融機関による貸出制約がインフォーマル金融の金利を高め、農村地域の融資を深刻化した。

この状況を打開すべく、中国人民銀行(PBC)は金融機関が金利を高めることを認可した。中低位所得農家にとって、金利水準よりも資金獲得の可能性そのものが重要であるだけに、金利自由化が農業生産の拡大を実現するものと考えられる。同時に、農村信用社、小口貸付業者、中国農業銀行などの経営環境を改善するものと思われる。

参考になるのか、日本の事例

市場メカニズムを重視する政策によって

農業生産を拡大させ、シャドウバンキングの関与を減らすことが可能になる。ただし、地方の資金を地方で還流させるためには、地方政府が財源を確保し得る税制改革が待たれるところである。金融サイドにおいても、間接金融を土台とする新しい型の融資やファンドの設定のように直接金融型の金融商品の開発も重視されることになる。その条件となるのが市民、家計の参加とチェック機能であるが、最近の日本の経験も、参考になるものと思われる。

第1に、間接金融型金融システムの本来の利点を生かした改革である。その核となるのは協同組織金融機関であろうが、中国の場合、農村信用社に期待が掛かることになる。と言うのも、地域密着型の金融機関であるだけに、情報の非対称性を比較的容易に克服できるという利点を持っているからである。しかし、その反面、協同組織金融機関の経営は営利事業でなく非営利事業をも対象としているので、収益獲得に制約を受けがちになる。この弱点を補おうとしたのが、農村信用社と小口貸付会社および商業銀行の協業である。

しかし、日本の協同組織金融機関が実施している産学間の連携や企業間ネットワークの形成が進展しているとは思われない。仲介者としてのNPO・NGO、市民団体、投資事業組合の活動基盤となるコミュニティが形成されると、日本のコミュニティクレジットの手法を用いる可能性が芽生えるものと思われる。インフォーマル金融機関である頼母子講をモデルにした協業の例として、2001年に日本政策投資銀行によって企画さ

れた神戸市コミュニティクレジットが参考になる。すなわち、地域社会において互いに信頼関係がある企業等が、相互協力を目的に資金を拠出し合い連携することで、信用を高め金融機関からの資金調達を円滑化する可能性が生じる。

第2に、直接金融型のファンドに期待を寄せることができよう。日本の場合、2001年に群馬県で発行された愛県債を皮切りに地方債の一種である住民参加型のミニ公募債の発行が続いている。中国においても地方債の発行がいきわたるようになれば、市

民自身の参加意欲に支えられたミニ公募債の発行が実現するものと思われる。

また、少子高齢化の進展につれて医療・看護、教育・子育てが、また温暖化対策として環境関連のソーシャルビジネスが重視されることになる。コミュニティが強固になれば、2001年創立の北海道グリーンファンドのように、NPO および NPO バンクを仲介者とした地方政府、地域金融機関、市民が協業するコミュニティ・ファンドが登場するものと思われる。