

中国におけるシャドーバンキングと住宅市場・景気循環との関係

亜細亜大学 社会学部、大学院アジア・国際経営戦略研究科 教授 李 立栄

要旨

2008 年 9 月に発生した世界金融危機は、1990 年代以降にグローバル化が進展した経済・金融の枠組みの脆弱性を改めて浮き彫りにした。「100 年に 1 度の信用危機の津波」と言われた金融危機は、欧米の金融システムに大きな打撃を与えたのみならず、信用収縮や逆資産効果を通じて世界の実体経済に急速かつ多大な影響を及ぼした。

2008 年の世界金融危機以降、金融安定理事会（FSB）、各国の規制当局、学界、金融業界の中では、危機発生の原因の 1 つとも言われたシャドーバンキングの発展メカニズムと潜在的なリスク、規制監督への関心が高まった。1990 年代以降のグローバル化と金融イノベーションの進展に伴い、シャドーバンキングは世界的に拡大し、金融システム全体における役割が高まる一方、規制監督が追い付かない状況であった。これは先進国だけの問題ではなく、近年急成長してきた新興国、とりわけ中国のシャドーバンキングについても同様のことが言える。

近年、中国の不動産金融における不良債権の増大と、それに伴う金融システムへのリスク波及が懸念されている。中国では、シャドーバンキング（影子銀行）と呼ばれる銀行以外の金融仲介が急速に発展し、実体経済の新規資金調達の上半分以上を担うまでに至った。不動産金融においても重要な資金供給源となっている。そのため、一部では、米国の事例になぞらえ、中国の不良債権問題の主要因がシャドーバンキングにあるとする見解も示されている。しかし、中国のシャドーバンキングは多様な形態を有しており、米国と同列に論じることは適切ではない。

2008 年の世界金融危機を引き起こした要因の一つとされるシャドーバンキングとは、通常の銀行融資を利用できない主体に対する融資や投資を指し、米国では証券化技術と結びついて拡大した。そのリスクは国際的にも認識され、G20 金融サミットや国際通貨基金（IMF）などで規制・監督強化の必要性が議論されてきた。学術的にも、米国を中心とした事例分析に基づき、シャドーバンキングが経済的ショックを増幅する仕組みの研究が進展している。

一方、中国におけるシャドーバンキングは、世界金融危機後の財政拡張策に続く金融引き締め過程で急速に拡大した。その後、不動産大手・恒大集団の債務危機に端を発する流動性不安が顕在化し、多くの不動産企業が資金調達に困難を抱えた。その結果、住宅建設の停止が相次ぎ、経済成長の下振れ要因となっている。こうした点から、中国のシャドーバンキングはリスク要因としての側面が強調されがちである。

中国のシャドーバンキングと金融安定理事会（FSB）などで議論された事象との異同が明らかではない中で、中国のシャドーバンキング問題が新たな世界金融危機の震源地となる可能性を指摘する向きもある。しかし、その実態、形成過程、発展メカニズム、リスクは十分に明らかにされているとは言えない。

中国のシャドーバンキングは、①制度化された金融システムに組み込まれたもの（ノンバンクなど）、②インフォーマルな民間貸借（質屋や投資組合など）、③銀行システム外のフィンテック型、の 3 類型に分類できる。それぞれの発展メカニズム、形成過程、そのリスクについて

考察すれば、後2者には、さまざまな問題の指摘が可能であるものの、自由競争への促進と金融包摂の拡大や、金融分野におけるイノベーションの活性化をもたらす面があるという積極的評価が可能である。

本論文では、中国のシャドーバンキングの発展過程と実態を明らかにするとともに、米国の事例との比較を通じて、中国の金融システムにおけるリスクの所在と今後の規制の方向性について分析を試みる。今後の課題として、引き続き中国のシャドーバンキングの住宅市場および景気循環に対する影響について実証的・理論的に明らかにしたい。

キーワード：シャドーバンキング、金融仲介、中国の金融システム、資産運用商品（理財商品）、フィンテック、金融包摂、規制監督

I. はじめに

近年中国においては、銀行以外の金融仲介形態が急速に拡大している。こうした金融仲介は、「影子銀行」（以下、シャドーバンキング）と呼ばれる。現在、中国における実体経済の新規資金調達の半分以上はシャドーバンキング経由であり、商業銀行の貸出残高だけでは資金調達の全体像は把握できないと指摘されている（張明, 2013）。

このように資金調達チャンネルが多様化する一方で、中国の資金調達における銀行融資の割合は徐々に減少している。この現象は銀行離れ（financial disintermediation）とも言われている。実際、米国では1970年代から預金金利規制を回避するために、コマーシャルペーパーやMMFに資金をシフトする動きがあった。近年の中国においても、制度化された銀行システムなどの金融仲介機関を通じた資金の流れ（間接金融）が縮小し、理財商品などの資産運用商品を通じた資金の流れにシフトする動きが見られる。

2008年に起きた世界金融危機は、世界の金融・経済に大きな影響を与えた。金融危機が発生した原因の1つとして、シャドーバンキングの拡大が指摘されている。国際的な金融規制を議論するG20金融サミット・金融安定理事会（Financial Stability Board : FSB）も、シャドーバンキングの規制・監督の強化に乗り出している。

中国でのシャドーバンキングがFSBで議論されている事象と同一であるかどうか明らかではない中で、2013年夏には銀行間市場金利の急騰、2016年下期には債券市場の価格下落と、市場流動性に関する問題が2度にわたって生じた。シャドーバンキング問題により、中国が世界金融危機の震源地となる可能性を指摘する向きもある。しかし、その実態、形成過程、発展メカニズム、リスクは十分に明らかにされているとはいえない。

中国の研究者が指摘する、中国におけるシャドーバンキング発達の背景としては、①厳しい金利規制と金利調整幅の制限、②金融引き締め政策の実施、③規制強化（貸出総量規制と商業銀行の預貸比率管理の強化）、④銀行の中小企業向け融資の貸し渋り、などがある（高・高, 2014）。こうした背景のもと、中国のシャドーバンキングは銀行の資金仲介機能を補完するものとして発達した。その点は、欧米など先進国のシャドーバンキングと共通する。しかし、その構造は欧米と異なり、制度化された金融システム内で資金提供者が多様化するとともに、制度外の民間金融活動が発展する形で行われているとされる（中国人民銀行, 2012）。

欧米の研究者はシャドーバンキング拡大の背景として、①1990年代以降、グローバル化、情報技術の進展、金融自由化、規制緩和など経済環境が変化したこと、②低金利・低インフレの金融緩和政策の下で数年間にわたる景気拡大期「大いなる安定期」(Great Moderation)が続いたこと、③世界経済の成長が持続する中、マクロ経済的な不均衡が拡大することにより、世界的なカネ余りが生じたこと、④世界の金融資産が大幅に増加したこと、⑤規制監督がシャドーバンキングの発展に追いつかなかったこと、などをあげる。これらは金融危機後の様々な報告書でも指摘されている。

欧米では、銀行やその他の金融仲介業者は相互に証券化商品を発行・購入し合うことでレバレッジを高め、高収益を追求することにより、金融システム全体に脆弱性がもたらされた(Adrian & Shin, 2009a, b, c)。中国でもそのような構造が存在するかは、明らかではない。また、中国のシャドーバンキングの急速な拡大は、自由競争への転換やイノベーションの活性化をもたらしたという積極的評価も可能であるが、銀行仲介ルートの回避という構造的な問題も指摘されている(閻・李, 2014)。すなわち、金融システムの歪みがシャドーバンキングの発達を促しているとの指摘である。

前述したように、サブプライム問題に端を発した世界金融危機の要因の1つとして、近年の欧米におけるシャドーバンキングの発展が指摘されているが、その形成過程・発展メカニズム・役割については様々な先行研究¹がある。世界金融危機後、FSBの枠組みの下で議論され、シャドーバンキングの定義・規模や、拡大背景・業務内容など基本構造が明らかになっている。

一方、本研究の対象である中国のシャドーバンキングについては、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、中国社会科学院世界経済と政治研究所国際金融研究室、国務院発展研究センター金融研究所といった金融当局や研究機関によって、中国における銀行以外の金融仲介の制度について、様々な観点から紹介されている。しかし、それらは仕組みの記述に留まり、その形成過程と中国で発達した制度的な要因については必ずしも体系的に解明されていない。さらに、中国のシャドーバンキングに関する公式の定義とデータが発表されていないために、その客観的実態は把握しにくい。日本でも様々な論考があるものの、その形成過程を分析したものや米国型との比較を行なっているものは見当たらない。

さらに、最近中国の不動産金融における不良債権の増大と金融システムへのリスク波及が懸念されている。恒大グループの債務危機問題を機に流動性リスクが顕在化したほか、信用力の低い不動産会社が依拠していたシャドーバンキングによる資金調達が困難となり、住宅建設の停止が相次ぎ、中国経済に深刻な影響を与えている。また、河南省や安徽省の村鎮銀行における口座凍結騒ぎや、住宅ローンの返済停止問題など、シャドーバンキングが中国の金融システムの不安定性をもたらしている。

そのような中で、世界経済における中国の存在感は年々拡大しているが、景気の減速もたびたび指摘されている。こうした中で、景気変動要因としてシャドーバンキング(通常の銀行融資以外の融資や投資)の存在が注目を集めており、特に景気後退を助長するリスクが認識されるようになってきている。中国におけるシャドーバンキングは、銀行が個人を信託会社に紹介する「銀信合作」や、信託会社や親会社が銀行の委託によって貸付を行う「信託貸付」および「委託貸付」が中心である。これらの手法が拡大していたことが一因となり、上述の2013年の銀

¹ 詳細については、ニューヨーク連邦準備銀行のAdrian & Ashcraft (2012a,b)による論文を参照されたい。

行間市場金利の急騰、2016 年の債券金利上昇の影響が商業銀行に波及したほか、2021 年の恒大グループの債務危機が流動性不安につながったとされている。こうした経験は、米国で証券化商品を契機に発生したリーマンショックを想起させるものであり、G20 金融サミットや国際通貨基金（IMF）でも、シャドーバンキングに関するリスクが再認識され、国際的な規制・監督の強化が議論されている。

筆者は、シャドーバンキングに関する研究や実務的な議論においては負の側面が強調される傾向が強いが、一定程度正の効果もあるものと考えられる。特に、中国の信用市場では諸外国に比べて資金の需要超過（信用割当）の傾向が強いことや、不動産市場の不確実性が高い面があることから、シャドーバンキングが金融安定化に貢献していた可能性もある。本研究の直接の対象は中国の事例であるが、経済的に緊密な関係にある日本にとっても重要であるとともに、諸外国の類似の現象の理解や国際規制に関する議論との関係でも有意義な内容になると期待される。

本論文は、中国のシャドーバンキングの変遷と実態を考察するとともに、その形成過程と機能、発展メカニズムを分析する。また、世界金融危機の震源地であり、かつ、世界最大のシャドーバンキング市場を擁する米国の事例と比較することで、中国のシャドーバンキングの金融システムにおける役割とリスク、および今後の規制改革の方向性を明らかにする。さらに、今後、引き続き中国のシャドーバンキングの住宅市場および景気循環に対する影響について実証的・理論的に明らかにするとともに、それをふまえた金融市場・住宅市場における望ましい規制について考察したい。

Ⅱ．先行研究と本研究の位置づけ

1. 国際的なシャドーバンキングに関する議論

シャドーバンキングという用語は、2007 年の米国連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）の年次会で、米国の大手債券運用会社ピムコのポール・マカリーが用いたのが始まりとされている。マカリーによれば、シャドーバンキングとは、規制監督の枠組みの外にあって、預金保険や中央銀行の最後の貸し手の制度を殆ど受けられないノンバンクを指す（PIMCO, 2007）。また、米国財務長官のティモシー・ガイトナーは、ニューヨーク連邦準備銀行総裁だった 2008 年 6 月 9 日の講演で、ノンバンクによる金融システムを並列的金融システム（Parallel Banking System）と呼んだ（Geithner, 2008）。これは、ポール・マカリーの言うシャドーバンキングと同義である。

2007 年のサブプライムローン問題に端を発した世界金融危機の発生要因の 1 つとして、近年におけるシャドーバンキングの発展²が指摘されている（Shin, 2010）。すなわち、資産の証券化を背景に資本市場を利用した銀行業務が近年急速に拡大しており、規制回避を目的として、従来の銀行が担っていた資金仲介機能をファンド形態で拡大させたというのである。

シャドーバンキングは、米国をはじめとして世界主要国の市場にも広がりを見せた。特に、1990 年代以降のグローバル化、情報技術の進展、規制緩和、金融イノベーションを背景に、シャドーバンキングに代表される市場型金融システム（Market Based Financial System）によ

² Shin 氏は、先進国、とりわけ米国の金融機関の役割変化や、資産の証券化および銀行と資本市場の発展との統合を背景にして、「影の銀行」（シャドーバンキング）の拡大に助長したと指摘された。

る金融仲介が、伝統的な銀行システムを越えて活発化した。こうしたシャドーバンキングの存在感の高まりは、金融仲介の機能性（Functions）と、リスク分散や資金調達コスト削減などの効率性（Cost Efficiency）に一定の役割を果たしたとの評価もある（Shin, 2010）。

2004～2007 年の世界同時好況期のもとでは、シャドーバンキングは金融工学を駆使した金融イノベーションと考えられ、問題視する向きは少なかった。また、情報開示も殆どなされておらず、実態が解明されたのは世界金融危機後の 2009 年以降、様々な機関から報告書が出され、今後の金融規制のあり方が検討されるようになってからである（FSB, 2011a,b）。以下、欧米のシャドーバンキングを論じた主要な文献について整理する。

（１）欧州（EU、イギリス）

欧州で最初にシャドーバンキングに言及したのは、EU（European Union）の「欧州金融監督に関するハイレベル・グループ」が公表した『ド・ラロジェール報告書』である。同報告書で、シャドー・バンキング・システムは並列的銀行システムと名付けられた。並列的銀行システムは、ヘッジファンド、投資銀行、他の投資ファンド、様々なオフバランスシート項目（場合によっては住宅ローン仲介者も）を含むとされる。例えば、一般の個人投資家を顧客としていなくても、システムに影響をもたらす金融活動を行う会社や事業体であれば、並列的銀行システムと呼ばれた。そのような並列的銀行システムは預金の基礎がないため、市場での流動性が消失した場合、非常に脆弱であり、実体経済にも大きな影響を与える可能性があるので注意が必要だとしている（Secretariat of the Group, 2009）。

次に、イギリスの金融サービス機構（UK Financial Services Authority : UK-FSA）による『ターナー・レビュー』が言及している。『ターナー・レビュー』は、銀行と別形態であるシャドーバンキングを通じた満期変換の割合上昇を指摘した（Financial Service Authority , 2009）。具体的には、次の３つが指摘された。一つ目は、銀行の連結対象外子会社の SIV（Structured Investment Vehicle : 投資子会社）³と導管体（オフバランスシートのコンデュイット）⁴が短期証券を発行する一方で、その資金を長期で運用するかたちでの満期変換（maturity transformation）⁵である。二つ目は、投資銀行が長期保有資産に対する資金調達を短期負債で賄うことによる満期変換である。三つ目は、投資信託（ミューチュアルファンド）による銀行類似の満期変換である。

このうちミューチュアルファンドは、長期の資産を保有するにもかかわらず、投資家に対して即時の払戻を約束していた。多くの場合、ミューチュアルファンドは「元本割れ」しないこと、つまり、投資価値が投資金額を下回らないことを暗黙的または明示的に約束していた。その結果、流動性危機においてミューチュアルファンドは、払戻義務を果たすために資産を売却

³ SIV（Structured Investment Vehicle : 投資子会社）とは、特別目的会社の一種で、銀行やアセット・マネージャーが様々な種類の資産担保証券の運用をファイナンスするために設立されたオフバランス（連結対象外）の運用会社である。大手銀行や投資ファンドがスポンサーとなり、オフバランスで投資を行う仕組みである。

⁴ 資産担保コンデュイットは、銀行が顧客に貸し出すための資金の調達を行う。長期の運用金利と短期の調達金利の間の潜在的な金利裁定を活用する際に、彼らが自分のバランスシートを通じて調達可能な金利よりも低い金利で調達するための大規模プログラムである。コンデュイットの資金調達は、すべて短中期の債務証券の発行によってなされる。

⁵ 満期変換（maturity transformation）とは、短期の資金調達（預金）を中長期の資産（ローン）に変換することをいう。満期変換の流動性リスクは、中央銀行の「最後の貸し手機能（lender of last resort）」によって担保される。

する行動に走り、銀行と同様、システミックな流動性リスクの惹起に加担した。『ターナー・レビュー』は、金融システム全体における満期変換の総額は、過去 20 年間で急激に増加した可能性が極めて高いと指摘した（Financial Service Authority, 2009）。

（２）米国

リーマンショックに始まる世界金融危機の要因の 1 つに、銀行以外の金融仲介形態の拡大が指摘されている。銀行については自己資本比率規制をはじめ厳格な規制が整備されているため、急速な規模の拡大や高収益の追求には限界がある。一方、私的ファンドへの規制は緩く、比較的自由な金融経済活動が可能だった。そこで、規制を掻い潜るかたちで、緩やかな規制が適用される銀行ルート以外の金融仲介を行う手法が編み出された。

このような銀行以外の金融仲介システムは、銀行同様の金融仲介機能を果たしながら、規制を掻い潜る形で行われているため、影に隠れた存在（影の銀行）となっている。そのため、シャドーバンキングと呼ばれているわけだが、その定義は論者によって様々である。代表的な定義の 1 つは、「レバレッジを多用する、ノンバンクの導管体（コンデュイット）、ピークルおよびストラクチャーの総称」（PIMCO, 2007）というものである。

米国の公式文書ではじめてシャドーバンキングに言及したのは、金融危機調査委員会（Financial Crisis Inquiry Commission : FCIC）⁶が 2011 年 1 月に発表した『金融危機の原因に関する調査報告書』である。同報告書では、シャドーバンキングを「商業銀行に比して緩やかな銀行規制に服する銀行類似の金融機関（投資信託、投資銀行、ヘッジファンドなど）および金融活動」と定義している。また、前述の並列的銀行システムは、1929 年の大恐慌を機に導入された規制措置を掻い潜って資本市場で自由に運営されていたため、かつて支配的だった伝統的銀行の役割を脅かしたとしている（FCIC, 2011）。

同報告書によると、米国のシャドーバンキングは 2000 年代に入って資金調達額を急増させた。例えば、米国におけるシャドーバンキングの債権保有残高は、1990 年代以降のピーク時には 20 兆ドルを記録し、銀行の資産規模 11 兆ドルを大きく上回っている（図表 1）。世界金融危機後、金融機関のビジネスモデルの見直しによる資産圧縮や規制強化などの影響を受け、米国におけるシャドーバンキングの資産規模は 15 兆ドルに急速に減少したが、それでも銀行の資産規模（14 兆ドル）を上回る（FCIC, 2011）。

同報告書は、このシャドーバンキングの拡大が金融危機の原因となったことを示唆している。シャドーバンキングが拡大する一方で、商業銀行は規制当局や議会に積極的なロビー活動を展開し、ゆっくりとではあるが着実に古くからの規制を撤廃させることに成功した。これによって、銀行は伝統的な枠から抜け出して急拡大する環境を整えていった。その結果、2 つの巨大な銀行システム（並列的金融システム）⁷が出現した。この新しい競争はウォールストリートの金融業者だけではなく、住宅ローンのコストを下げ、401K プランのリターンを高めるという形で米国の国民にも利益をもたらした。

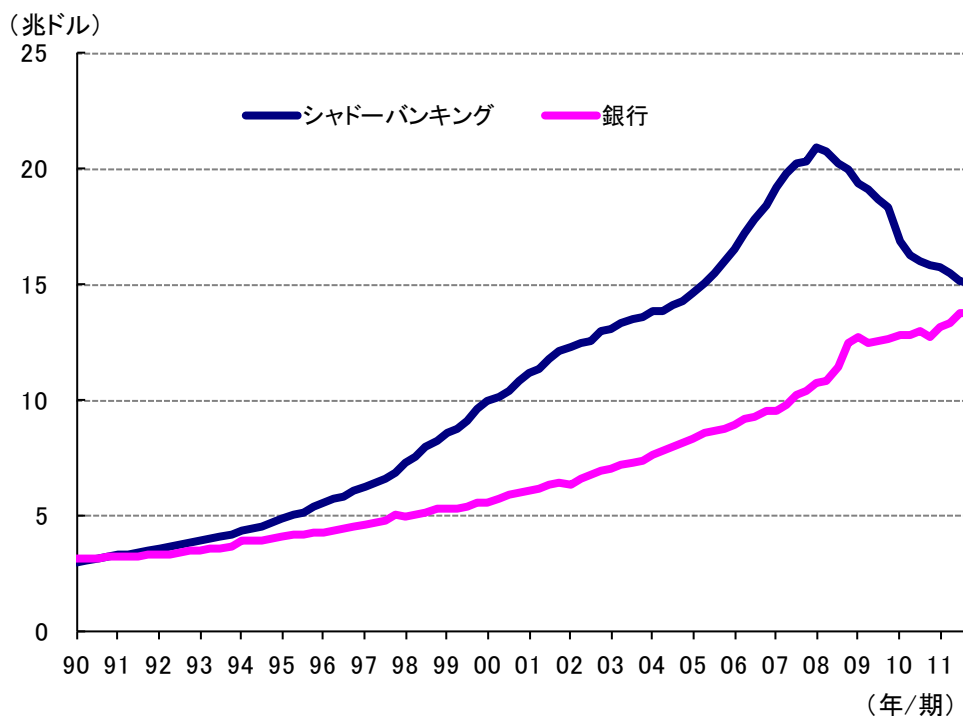
このように、シャドーバンキングと銀行は相互に依存する競争者であった。彼らの新しい活

⁶ FCIC は、金融危機の原因を調査することを目的に、連邦議会直属の委員会として 2009 年に設立された。委員は、民主党指名の 6 名と共和党指名の 4 名（計 10 名）で構成された。

⁷ 前米国財務長官のティモシー・ガイトナー氏は、ノンバンクによる金融システムを指して並列的金融システム（Parallel Banking System）と呼んだ。

動は高い収益性をもたらしたが、金融危機によりそのリスクもきわめて高いことが明らかになった（FCIC, 2011）。

図表 1 米国におけるシャドーバンキングと伝統的な銀行の債権保有残高の比較



(注 1) 伝統的な銀行債権保有残高は、国法商業銀行、外国銀行の在米支店、米国領内の銀行持ち株会社と銀行を含む。

(注 2) シャドーバンキングの債権保有残高は、FRB ニューヨーク連邦準備銀行のオーバーナイト・レポ取引、証券貸借の純資産価額、政府支援法人（GSE）、政府支援法人債（GSE Total Pool Securities）、資産担保証券（ABS）発行者の債権保有残高、MMF を含む。

(出所) FRB, Flow of Funds および FRB ニューヨーク連邦準備銀行のデータより筆者作成。

（３）G20 金融サミット

上述の報告書を比較すると、シャドーバンキングに関して統一的な定義はなく、公的機関、監督当局、金融機関の間の認識も異なっている。その原因として、①シャドーバンキングが未だ新しい概念であること、②各管轄における銀行セクターの構造と規制に差異があること、③取引スキームが金融イノベーションや規制変更といった要因により進化する事、の３点が指摘できる（FSB, 2011a,b）。こうした中で、G20 金融サミットの金融安定理事会は、上記 3 つの報告書をもとに、総合的な視点からシャドーバンキングの定義と規制内容を提示した。

シャドーバンキングとは、（完全にまたは部分的に）通常の銀行システム外の主体、または活動による信用仲介、あるいは端的にノンバンクによる信用仲介と広く定義することができる。そのような仲介は、適切に行われた場合には銀行融資に代わる実体経済活動を支える重要な手段となる。しかし、危機が生じた場合、いくつかのノンバンク主体による取引が、銀行と同様、

金融の安定に対してリスクをもたらす形⁸で大規模に行われる可能性があることを、われわれは経験上知っている（FSB, 2013a, 2017a）。

FSB は、「広義には通常の銀行を介さない事業体や活動を通じた金融仲介」という従来の定義を改め、「銀行規制に従うことなく満期、信用、流動性の転換を行う一方で、中央銀行が提供する流動性や公的な信用保証へのアクセスを有さない金融仲介ネットワーク」と定義した（FSB, 2013b）。また、シャドーバンキングは、銀行システムの外側にあるエンティティや、業務活動に含まれる信用仲介（credit intermediation）システムであるとしている（FSB, 2011a,b）。

FSB はシャドーバンキングを、銀行監督の枠組みの外部でシステミックリスクや規制裁定などの問題を引き起こしうる信用仲介システム（信用仲介機関とその業務を含む）と定義している。また、FSB は具体的にどの機関の業務がシャドーバンキングにあたるかについて、国際的な統一基準を示すことなく、異なる経済主体の金融システムと規制監督の体制の状況に応じて判断すべきとしている（FSB, 2017b）。

FSB は世界金融危機を、市場型システミックリスク危機と呼んだ。すなわち、金融機関による市場を通じた取引の割合が増大する中、ある金融機関が引き起こしたショックが市場を通じて伝染し、市場機能を麻痺させるというものである。このため、今後の金融システムの安定化に向けて、シャドーバンキングに対して、強化された規制・監督の仕組みを導入することが必要と考えられた。

こうした中で、金融危機の原因となった銀行同様の金融仲介機能をもつシャドーバンキングと言われる金融仲介ルートも含め、金融市場全体の安定を確保するための規制・監督体制の整備が進んでいる。具体的には、2011 年 11 月のカンヌ・サミットにおいて、G20 の首脳は最初の提言とそれらをさらに発展させるための作業計画を示した。世界の金融当局が協議する金融安定理事会（FSB）は、報告書『シャドーバンキング：監視および規制の強化』を承認した。この政策提言を策定するため、5 つの作業部会が設置された。それに加えて、シャドーバンキングにおける世界的な潮流とリスクを評価する「脆弱性評価に関する常設委員会」を通じて、FSB は毎年、グローバル・シャドーバンキング・モニタリングを行い、銀行に類似するリスクをもたらすノンバンクの経済活動を早期に感知している。

FSB は、2012 年 11 月に規制・監督案を公表した。そこで指摘されたのは、ノンバンク・エンティティによる短期の預金に類似したファンディングが信託を失った場合、市場での取り付けにつながるということである。また、担保付ファンディングの利用は、特に資産価格が上昇トレンドにあり、担保付ファイナンスのマージンやヘアカットの水準が低い場合、高いレバレッジをもたらすとも指摘している。さらに、銀行はシャドーバンキングの信用仲介チェーンの一部に加わるが多く、シャドーバンキングエンティティをサポートしていることから、シャドーバンキングのリスクが容易に銀行に波及する可能性があるとする（FSB, 2012）。

これに加えて、シャドーバンキングは金融規制を回避し、レバレッジとリスクを積み上げるために利用される可能性がある。すなわち、銀行とシャドーバンキングの間の規制について、裁定ギャップが生じることへの懸念である。今後 FSB は、規制裁定が生じやすい分野を対象にシャドーバンキングの規制強化を行う可能性がある。このように、シャドーバンキングの規

⁸ 具体的には、短期の資金調達に基づく長期の信用提供およびレバレッジを指す。

制強化を行う狙いは、金融危機で明らかになったシャドーバンキングによるシステムミックリスクを削減し、バーゼルⅢによって規制が強化された銀行との間の規制裁定の可能性を減らすことである。

FSBによるシャドーバンキングの監視と規制強化案では、①通常の銀行システムとシャドーバンキングとの間におけるリスク波及の防止、②MMFに対する取り付けの発生を抑止、③そのほかのシャドーバンキングによるシステムミックリスクの評価と抑制、④証券化に付随するインセンティブ問題とその対処、⑤市場が機能不全となった場合にその悪化を加速させる可能性のある契約への対処など、の5つの問題が焦点となった。規制案では、それぞれ具体的な方策が示された（図表2）。

2013年9月のサンクトペテルブルク・サミットで、FSBによるシャドーバンキングに関する政策提言がとりまとめられ、FSBの参加国は国際的かつ協調的な手続きによりこれを採択した。そこでは、以下の5つの政策手段をとることとされた。①リスク波及防止については、ブルーデンス目的の連結化のルールやシャドーバンキングエンティティに対する銀行のエクスポージャーの規模、質に係る制限とリスクベース資金規制、レピュテーションリスク、暗黙的な支援の取り扱いなどを明確化する、②MMFの改善については、MMFの健全性を強化し、システムミックな脆弱性に対処する政策オプションとして、安定的基準価格方式から変動基準価格方式への移行、あるいは安定的基準価格方式を維持する場合でも、損失吸収措置とMMFからの資金流出防止措置を検討する、③システムミックリスク抑制については、エンティティ・タイプに関して、各国の経験と規模に基づくリスクを測定、リストに挙げられた個々のエンティティ・タイプについて、満期変換、流動性変換⁹、レバレッジといったシャドーバンキングのリスクファクターに関する詳細な評価を実施し、政策対応が必要なエンティティ・タイプを絞り込む、④インセンティブ問題については、定量保有義務、透明性の改善と標準化の措置を検討する、⑤市場の機能不全については、レポやセキュリティ・レンディングを含む証券担保ファイナンス契約に関する規制を検討する。

図表2 シャドーバンキングの監視および規制の強化に関する具体的な方策

項目	主な方策
①リスク波及防止	連結化ルールの明確化など
②MMFの改善	基準価格方式の変更
③システムミックリスク抑制	各国の経験からリスクを測定、評価
④インセンティブ問題	透明性の改善
⑤市場の機能不全	レポ取引の規制

（出所）金融安定理事会（FSB）の資料より筆者作成。

（4）個別の論文

これらの規制監督機関による報告書のほかにも、シャドーバンキングに関する個人による論文として、国際通貨基金（IMF）と米国連邦準備制度委員会（FRB）のエコノミストによるも

⁹ 流動性変換（liquidity transformation）とは、非流動的な資産（ローン）を、より短期の流動負債（預金）に変換することをいう。

のがある。また、IMFのBhatiaの分析では（Bhatia, 2011）、米国におけるシャドーバンキングを構成する主体は、住宅関連のモーゲージブローカーやファイナンス会社、資産担保証券（Asset Backed Security : ABS）¹⁰と資産担保コマーシャルペーパー（Asset Backed Commercial Paper : ABCP）¹¹の発行者、銀行の連結対象外子会社のSIVやマネー・マネージメント・ファンド（Money Management Fund : MMF）¹²、ノンバンク（ブローカーディーラー&先物取引）、デリバティブ商品会社、ヘッジファンド、銀行持株会社（銀行持株会社、資金供給会社）などとされる。これらは2000年代後半から急速に増加し、2008年をピークにその後は減少に転じている（図表3）。

これらの報告書と論文は共通して、金融自由化と金融業におけるイノベーションの加速を背景にシャドーバンキングが急速に拡大したと述べている。この点については、次のようなことが指摘されている。

世界金融危機が起こる前、金融業は米国の競争力を牽引してきた。その競争力の源泉となったのが、金融イノベーションである。金融イノベーションは金融工学を駆使し、既存の金融規制に抵触しないかたちで生み出された。例えば、ABCPや資産担保融資（レポ取引）は、シャドーバンキングにおいて主たる資金調達手段となる金融商品である。これらによって調達された資金は、主に各種証券化商品、デリバティブ商品とストラクチャリング融資商品、ABS、不動産担保証券（MBS¹³）、CDO、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS¹⁴）などの革新的な商品に投資される。

金融危機前、こうした銀行以外の資金供給ルートが無視できないほど拡大しており、ファンドや証券化など、従来の銀行以外による資金仲介形態が増大するとともに、資金供給ルートとなって金融イノベーションを加速させる構造となっていた。

図表3 米国の金融資産とその内訳

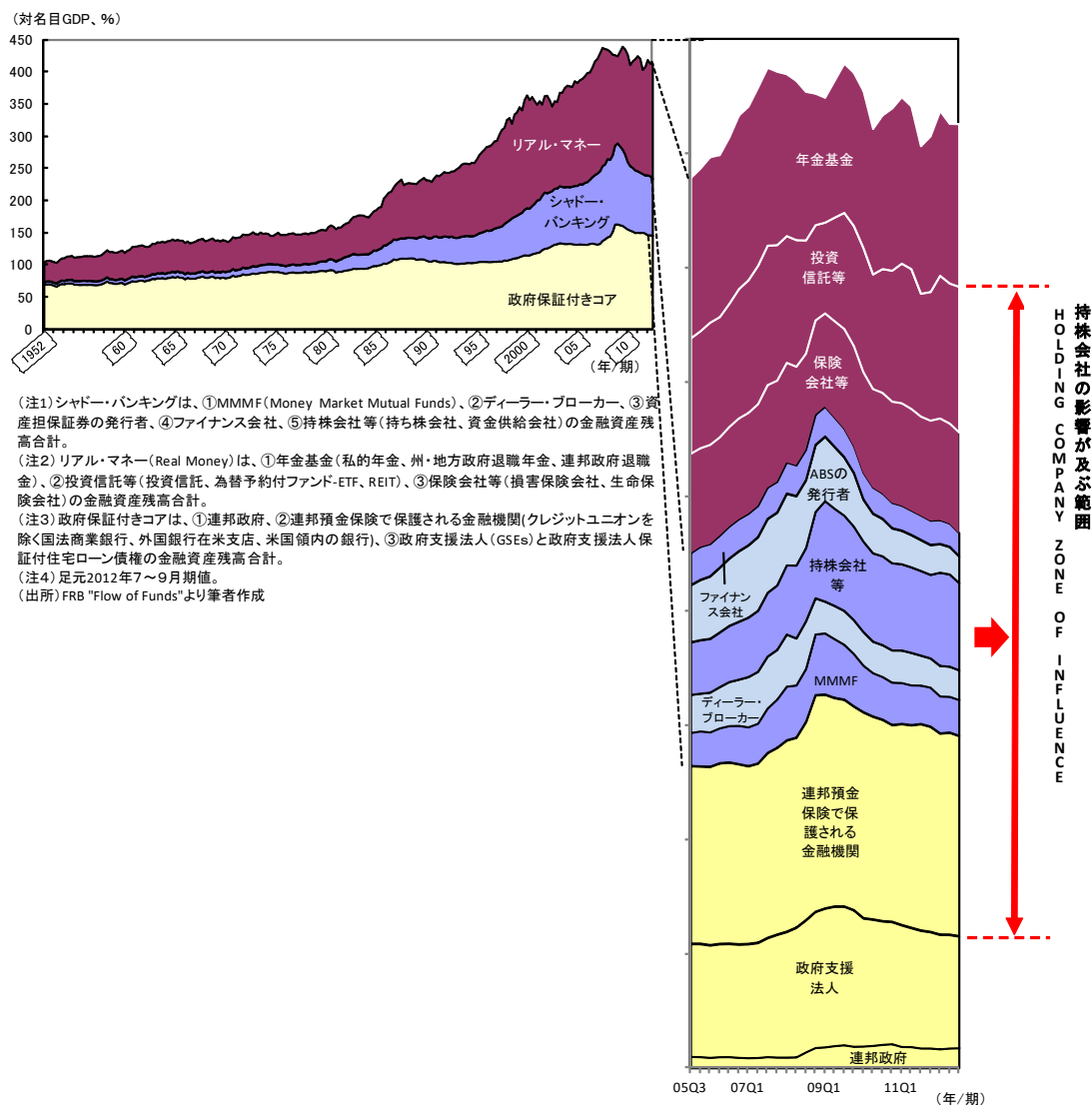
¹⁰ 資産担保証券（Asset Backed Security : ABS）とは、商業用不動産担保ローンや住宅ローン、自動車ローン、リース、クレジットカードなどに関する貸付金債権などの資産を裏付けとして発行される証券の総称である。典型的なスキームとしては、ある企業が特定目的会社（Specific Purpose Company : SPC）に特定の資産を譲渡し、SPCがその資産を裏付けとして証券を発行する「証券化」の仕組みにおいて発行される証券である。

¹¹ 一般的に、コマーシャル・ペーパー（CP）とは、企業などが運転資金を調達するために発行する短期証券を指す。規制によりCPの満期は270日以下でなければならず、実際、満期は翌日物から45日までの間で、平均は約30日である。ABCPは、CPのなかでも売掛債権など様々な資産を担保に発行される証券で、通常90日以内の満期構造となっている。その類型は、企業が短期の資金調達目的で特別目的会社を設立し発行するものと銀行など金融機関が発行するものがあるが、いずれの場合でも、ABCPプログラムあるいはコンデュイト（導管体：conduit）と言われる連結対象外の子会社によって発行される仕組みとなっている。その目的は、有価証券やローンなど金融資産への運用、売掛金の現金化などをファイナンスすることにある。

¹² MMF（Money Management Fund）は、主要な投資対象を国債など国内外の公社債や譲渡性預金（CD）、コマーシャル・ペーパーなどの短期金融資産とするオープン型の公社債投資信託である。運用成果は実績に応じて変わり、元本は保証されない。

¹³ MBS（Mortgage Backed Security）は、住宅ローンの証券化商品である。MBSは、個別の不動産担保付住宅ローンを原資産とする証券化商品であり、売掛債権や社債、各種ローン債権、リース債権などの資産を裏付けとして発行されるABS（資産担保証券）の一種である。

¹⁴ クレジット・デフォルト・スワップ（Credit default swap）とは、クレジットデリバティブの一種で最も取引が盛んなものの一つ。頭文字をとってCDSと呼ばれることが多い。銀行の自己資本比率を高める対策の一環として利用されるケースも多い。



FRBのエコノミストである Pozsar によれば、シャドーバンキングは中央銀行による流動性へのアクセスがなく、また公的部門の信用保証もない一方で、満期変換、信用変換、流動性変換を行う金融仲介業者と定義された (Pozsar et al., 2010)。その例として、ファイナンス会社、ABCP コンデュイット (導管体)¹⁵、SIV、信用ヘッジファンド、MMF、証券貸借業者、政府支援機関 (GSE)¹⁶ を挙げている。こうしたシャドーバンキングは、規制回避を目的として、

¹⁵ ABCP コンデュイット (ABCP conduit) は、資産担保コンデュイットのことであり。ABCP の導管体は、複数のオリジネーターから資産を買い、ポートフォリオのなかに保有することが可能となる。資産担保コンデュイットは、銀行が顧客に貸し出すための資金の調達を行う。長期の運用金利と短期の調達金利の間の潜在的な金利裁定を活用する際に、彼らが自分のバランスシートを通じて調達可能な金利よりも低い金利で調達するための大規模プログラムである。コンデュイット (導管体) の資金調達は、すべて短中期の債務証券の発行によってなされる。

¹⁶ 政府支援機構 (Government Sponsored Enterprises: GSE) は、米国における住宅や農業関連の政府後援企業のことである。住宅や農業の分野に対して、融資や債務保証などの方法で、資金の供給をしたり、その円滑化を実現している。住宅金融では、ファニーメイ (連邦住宅抵当公社) とフレディマック (連邦住宅貸付抵当公社) などがある。2007 年のサブプライムローン問題を受けて、ファニーメイ、フレディマックは信用危機に陥り、米連邦住宅金融局 (FHFA) の公的管理下に置かれ、ニューヨーク証券取引所の上場を廃止した。フ

従来の銀行による金融仲介機能をファンド形態で拡大させたものであるとしている。

シャドーバンキングが問題視される中で、米国では具体的にどのような形態が該当するのかについて統一的な見解は存在しない。例えば、IMF スタッフレポートでは、シャドーバンキングの負債は、コマーシャルペーパー（CP）、ミディアム・ターム・ノート（MTN¹⁷）、ABCP、ABS、レポ取引（資産担保融資）、トータルリターンズスワップ（TRS¹⁸）、ハイブリッド・レポ取引型トータルリターンズスワップ導管体¹⁹、ABS をもとにつくられた債務担保証券（ABS CDO²⁰）、ABS を再度証券化した CDO（ABS-CDO-squareds）、債券、資本借入手形、純資産価値 1 ドルのエクイティ（シャドーバンクの「預金」）²¹を含むとされる（Viñals et al.,2010）。

（５）実証研究と理論分析の論文

シャドーバンキング一般に関する研究は世界金融危機以来飛躍的に発展しており、Gertler and Kiyotaki (2015), Gertler et al. (2020) のような銀行取付けを含むモデルや、証券化に注目する Meeks et al. (2017), Ferrante (2018) などがある。これらは金融部門の要因がショックを拡大するという Diamond and Dybvig (1983), Kiyotaki and Moore (1997), Bernanke et al. (1999) などの延長にあり、本研究も同様の視点に立つが、不動産市場の独自の制度など、中国の特徴を盛り込むことにより、従来の研究よりも正の側面を明確に考慮する点で違いがある。

中国のシャドーバンキングの正の効果に注目した研究は限られているが、近年 Tian and Wan (2024) により、シャドーバンキングが発達している地域ほどイノベーションが生じやすいことが示唆されている。同研究は回帰分析によるものであるが、本研究では動学的な影響を把握するため VAR 分析を行うとともに、理論分析を行うことにより、さらに詳細にシャドーバンキングのメリット・デメリットを比較することが可能となる。

中国に関するその他の実証研究としては、Ouyang and Wang (2022) や Ma and Zhang (2024) が商業銀行のパネルデータを用いて金融市場の安定性や住宅価格との関連を調査している。また、マクロ実証分析としては、Chen et al. (2018) や Min et al. (2023) が金融政策の有効性や住

ァニーメイの設立は 1938 年、フレディマックの設立は 1970 年である。両公社は米国国民の住宅保有を促進する目的で設立された、事実上「半官半民」の存在である。両公社は政府支援企業（GSE）と呼ばれ、民間企業でありながら、暗黙の政府保証を背景に高い格付けを維持している。その信用力の下に、民間金融機関から住宅ローンの買取とその証券化業務、住宅ローン担保証券（Mortgage-Backed Securities : MBS）を組成し、保証料収入を獲得するほか、住宅ローンや MBS など住宅関連資産への投資を主な業務としている。

¹⁷ MTN（Medium-Term Notes）とは、スキームや使用通貨等について、多様な形態での発行を規定した 1 つのプログラム（MTN プログラム）に基づいて発行される債券のことである。

¹⁸ トータルリターンズスワップ（Total Return Swaps : TRS）とは、原資産のキャピタルゲイン・インカムゲインなどを全て含むリターンと事前に取り決めた金利を交換する取引である。株価のリターンや配当などの原資産から生まれた全てのキャッシュフローと、固定金利や変動金利を交換する。

¹⁹ hybrid and repo/TRS conduits と言われている。レポは repurchase（repurchase agreement）の通称である。債券などを一定の価格で売り戻し、あるいは買い戻しをする条件を付した売買取引を指す。

²⁰ 債務担保証券（Collateralized Debt Obligation : CDO）は資産担保証券の一種で、債券やローンなど様々な債権を原資産とする複雑な仕組み商品である。CDO は MBS と違って、発行される証券に優先劣後構造が付与されている。リスク配分を変えたシニア債（格付け AAA）、メザニン債（同 AA～BB）、エクイティ債（劣後債、無格付け）の三つのトランシェを組成することによって多様なリスクプロファイルを持つ商品を作り出すことができる。このように、CDO では、政府保証のない低格付けの MBS 等もまとめて証券化することができる。CDO はあらゆる債権（債券・ローンなど）を裏付けとする証券化商品であり、その組み合わせ方如何により収益も大きく変化することから、資産運用業務そのものとも言える。すなわち、CDO にはファンド・マネージャーが存在し、投資家から集めた資金を使って市場から様々なローンや債券を購入し運用している。

²¹ 1\$NAV shares: Shadow bank “Deposits”と言われている。

宅市場への影響について VAR 分析を行っている。しかし、Chen et al. (2018) は住宅市場の変数を含めておらず、Min et al. (2023) は地方インフラやシャドーバンキングの複数の形態を考慮していないことから、これらの点を加味した分析に拡張する。

理論分析については、Chang et al. (2019), Yang et al. (2019) および Le et al. (2022) が国有企業と非国有企業の違いなど一定程度中国の特殊性を考慮した DSGE モデルでシャドーバンキングを導入し、ショックの影響が拡大されることを示している。本研究は、これらのモデルの要素を取り入れつつ、住宅市場に関する特徴や生産性への影響といった視点を盛り込む点が異なる。シャドーバンキング以外の文脈では、Germaschewski (2022, 2023) が、中国の各種の特徴を加味した DSGE モデルを構築しているため、モデル化の参考とする。

2. 中国のシャドーバンキングに関する議論

前述したような高度な証券化とデリバティブ商品が発達した米国のシャドーバンキングとは異なり、中国のシャドーバンキングは同国の経済・金融体制に適合した独自のシステムで形成されている。

中国のシャドーバンキングの定義については、様々な見解がある。政府や当局が注目しているのは、信用貸付以外の融資活動に対して明確な規制があるか否かである。すなわち、規制監督の対象外である活動のみ、シャドーバンキングの範疇に入れるべきだと考えているようである²²。一方、銀行以外の貸出チャネルと信用貸付はすべてシャドーバンキングに含めるべきである、さもなくば貨幣供給量における全体の信用供給は大幅に過小評価される、と主張する見解もある²³。ここで、2010 年以降、当局と学界の間で関心が高まったシャドーバンキングに関する議論を整理する。

(1) 政府・当局の見解

2010 年 12 月 5 日に北京大学の講演で、中国の中央銀行である人民銀行の周小川総裁 (当時) は、先進国のシャドーバンキングについて、商業銀行の機能を果たしながら、規制や監督を殆ど受けない銀行以外の金融機関であると指摘した²⁴。ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、特殊目的事業体 (SPV²⁵) などが、これに含まれる。一方、中国におけるシャドーバンキングの定義は先進国と異なる。中国のシャドーバンキングは、先進国のようなヘッジファンドや SPV などは発達していない。主なものとして挙げられるのは、プライベート・エクイティ・ファンド、銀信理财合作を展開する投資会社、民間貸借機関などである。また周総裁は、中国のシャドーバンキングは主に従来の銀行に依存していると指摘した。

また、中国銀行業監督管理委員会 (以下、銀監会)²⁶は、2011 年の年次報告書で、シャドーバンキングの規制監督の強化について 14 回も言及し、中国のシャドーバンキングの定義と分

²² 中国人民銀行調査統計司等 (2012) の論文による。

²³ 2025 年 9 月に中国社会科学院世界経済政治研究所・国際金融室主任の劉東民博士、および 2025 年 10 月に同研究所副所長張明博士へのヒアリングの内容による。

²⁴ 2010 年 12 月 5 日の中国人民銀行・周小川総裁 (当時) の講演による。

²⁵ 特殊目的事業体 (special purpose vehicle : SPV) は前述の SIV と同じものである。

²⁶ 2018 年 4 月 8 日に、中国銀行業監督管理委員会 (銀監会) と中国保険監督管理委員会 (保監会) は統合され、「中国銀行保険監督管理委員会」(銀保監会) となった。また、2023 年 5 月 18 日、国務院による国家機構改革の一環として、銀行・保険の監督機関となる中国銀行保険監督管理委員会を廃止する代わりに中国金融監督総局を新設した。統一性の観点から、本論文では中国銀行業監督管理委員会 (銀監会) を用いる。

類を公表した。銀監会は、信託公司、ファイナンス会社、オートファイナンス会社、リース会社、マネーブローカー、消費者金融会社など 6 種類のノンバンクが規制監督の枠組みの中で管理されており、彼らはシャドーバンキングに含まれないと指摘した。中国のシャドーバンキングは、小口融資、質屋、信用保証など準金融機構、民間貸借を指す²⁷（銀監会, 2011）。筆者はこの銀監会の分類について、不合理な側面があり、中国のシャドーバンキングの全貌を反映していないと考える。

2012 年に、中国人民銀行調査統計司が『影子銀行体系の内包と外延』のレポート中で、シャドーバンキングを、「金融仲介活動を行い、従来の銀行と類似した信用、期限あるいは流動性の機能を有し、バーゼルⅢあるいは同等の規制を受けていない実体あるいは準実体」と、はじめて定義した。具体的には、商業銀行のオフバランスの理財、証券会社の集合理財、ファンド会社の個人理財、証券投資基金、ユニットリンク保険の投資アカウント、産業投資ファンド、ベンチャー投資ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、企業年金、住宅積立金、小額貸付会社²⁸、ノンバンク系の融資リース会社、專業保険理財会社、金融持ち株会社、質屋、信用保証会社、手形会社、価値貯蔵とプリペイド機能を有する第三者決済会社、貧困地域向け資金提供会社（マイクロファイナンス）、組織のある民間貸借など融資機関、などが含まれる（中国人民銀行, 2012）。

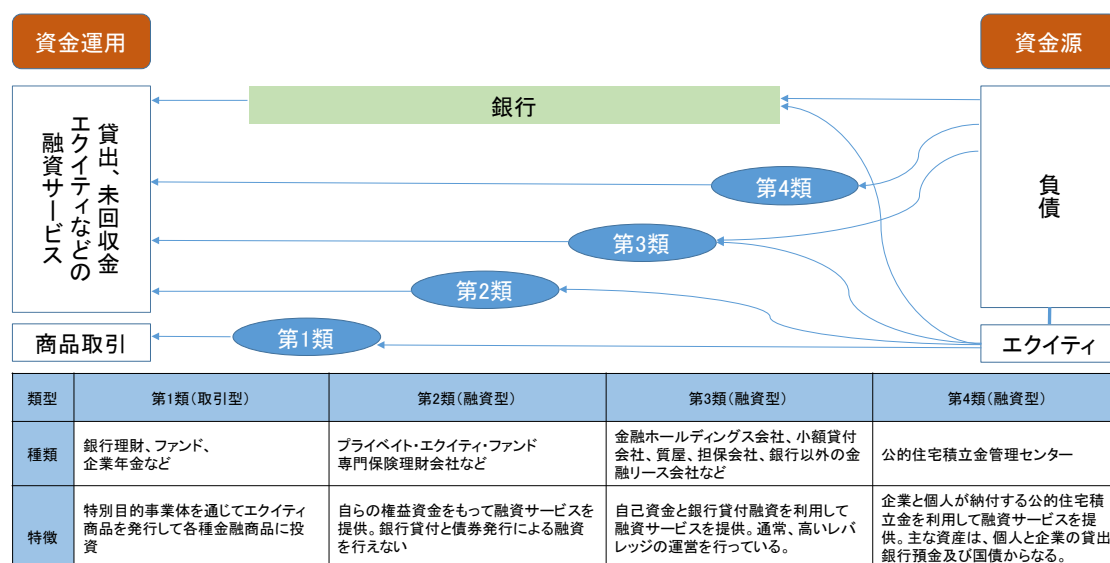
また、中国人民銀行は、融資形態を基に中国のシャドーバンキングの運営メカニズムを 4 つの類型に分けた。その種類と特徴は、図表 4 の通りである。

図表 4 中国のシャドーバンキングの運営メカニズム

²⁷ 中国銀行業監督管理委員会年次報告書（2011 年）による。

<http://www.cbirc.gov.cn/chinese/subject/subject/nianbao2011/2011zwzz.pdf>

²⁸ 小額貸付会社（中国語で小額貸款公司）は、日本語で少額ローン会社を訳されているが、本論文では小額貸付会社を用いて統一する。中国政府は、三農（農村・農業・農家）と中小企業向けの資金供給不足を解消するために、2005 年には小額貸付会社の設立が始まった。2008 年 5 月、銀監会が小額貸付会社の性格、設立条件、資金調達・運用業務の監督管理などを規定する「小額貸付会社試験に関する指導意見」を公布した。同規定によれば、小額貸付会社とは、自然人、企業法人、その他の社会組織により設立され、公衆的預金を吸収せず、小口ローンの業務を行う有限責任公司、あるいは株式有限公司である。資金面に関して、小額貸付会社の貸出原資は、株主が拠出した出資金のほか、金融機関からの借入金などからなる。ただし、銀行からの借入上限額は出資金の半分までである。



(出所) 中国人民銀行調査統計司等 (2012)「影子銀行体系的内涵及外延」 p.9 より筆者作成。

同レポートは、中国のシャドーバンキングは伝統的な銀行システムを補完する存在として、金融サービスの機能充実、金融市場における流動性強化、商業銀行の収益率向上に寄与し、未発達な中国の資金市場にとって重要な意味を持つと指摘した（中国人民銀行調査統計司等，2012）。

一方で、シャドーバンキングは固有の脆弱性も抱えている。シャドーバンキングの資産価格に対する敏感性は、市場の変動を増幅させる。期間ミスマッチは流動性リスク²⁹を招く。デレバレッジは資産の投げ売りを誘う。これらのリスクは高い伝染性を持ち、一旦勃発するとその影響は計り知れない。シャドーバンキングは、危機時には中央銀行から直接流動性を得られない一方、規制不備を利用した裁定取引が当局の金融政策の効果を削ぐ恐れがあると言及した。

2013年12月の国务院弁公庁の通知「シャドーバンキングに関する監督強化の通知」（以下、国弁発【2013】107号文）³⁰では、はじめて正式に中国のシャドーバンキングの概念を明確にし、今後の規制監督の方向性が示された。

同通知は、中国のシャドーバンキングを次の3種類に分類している。

①金融機関としての免許を持たず、完全に規制・監督もされていない金融（信用）仲介業。例えば、近年のインターネットを活用した金融サービスのイノベーションである新型インターネットファイナンス（インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディングなど）のほか、PEファンド、第三者理財といった独立系の資産管理会社（アメリカのインディペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）に相当）などが含まれる。

②融資型民間担保会社、小額貸付会社など、金融機関としての免許を持たず、規制監督が不

²⁹ 流動性リスクとは、運用と調達の間ミスマッチや予期せぬ資金の流出などにより、必要な資金確保が困難になる、または通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされることにより損失を被るリスク（資金流動性リスクあるいは資金繰りリスク）および市場の混乱等により市場において取引ができなかったり、通常よりも著しく不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を被るリスク（市場流動性リスク）をいう。

³⁰ 国弁発【2013】107号文の詳細は下記のサイトから確認できる。

<http://www.tjjw.gov.cn/html/jifaguangjiao/guojiagafgui/2013/1210/251.html>

十分な金融仲介業。

③MMF に相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業務と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業。

また同通知は、中国のシャドーバンキングは金融の発展や金融イノベーションから生まれたものであり、伝統的な銀行システムを補完する存在として、実態経済の発展と消費者の投資チャネルの多様化に積極的な役割を果たしているとした。

そのほか、2014 年の中国人民銀行の『中国金融安定レポート』³¹では、中国のシャドーバンキングの関連業務を 3 つのレベルに分類した。

第 1 レベルは、狭義のシャドーバンキングであり、規制を受けるか否かを判断の基準とした。主に金融事業ライセンスの持たない小額貸付、融資担保、P2P レンディング、申請登録されていない PE ファンド、第三者理財、民間貸借などが含まれる。

第 2 レベルは、一般的なシャドーバンキングであり、銀行システム以外の信用仲介と活動を評価の対象とした。狭義のシャドーバンキングのほかに、金融事業ライセンスを有する信託、理財、MMF、資産管理、資産証券化、エクイティファイナンス、債券融資などが含まれる。

第 3 レベルは、広義のシャドーバンキングであり、非伝統的な貸出を評価の基準とし、上記の第 2 レベルのほかに、オフバランスの銀行の非伝統的な貸出業務（銀行引受手形、信用状、未払代理決済、貸付承諾など）と、オンバランスの銀行の非伝統的な貸出業務（標準化と非標準化投資、インターバンク取引、無利息資産、人民銀行預金など）が含まれる。

さらに、2020 年 12 月に発表された中国銀行保険監督管理委員会（以下、銀保監会）の論文『中国影子銀行報告』（2020 年第 9 期）によれば、シャドーバンキングは通常の銀行システムに含まれない各種の金融仲介業務を指し、ノンバンク系の金融機構を介して金融資産における信用や流動性、満期といったリスク要素の変換を行い、「準銀行」の役割を果たすと指摘された。この論文は、中国のシャドーバンキングの業務を判別する 4 つの基準を提示した。すなわち、①規制監督の対象範囲と厳格さ、②商品ストラクチャーの複雑さとレバレッジ倍率、③情報の全面的かつ徹底的な開示度合い、④資金の運用と調達の間隔の相違（期間ミスマッチ）に起因する流動性リスクである。これらの基準に基づき、中国のシャドーバンキングの業務を広義と狭義に分類した。

広義のシャドーバンキング業務は、同業理財業務とその他銀行理財業務³²、銀行同業業務（特殊目的事業体（SPV）投資）、委託貸付、投資信託、信託貸付、未公開株基金、資産管理業務（証券・保険）、証券化業務、プライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）、P2P レンディング、融資リース、小額貸付会社貸出、商業ファクタリング³³、融資担保会社の担保業務、商業銀行ライセンスを持ってない消費者ローン、地方取引所提供の債権融資計画とストラクチャー融資商品などが含まれる。そのうち、SPV 投資業務と同業理財業務、銀行理財の非標

³¹ China Financial Stability Report 2014 による。

http://www.centerforfinancialstability.org/fsr/chn_fsr_201407.pdf

³² 中国語での理財は資産運用のことを指す。

³³ 商業ファクタリングは、中国語で「商業保理」である。中国での商業ファクタリング会社は、企業のために貿易融資、販売先別帳簿管理、顧客資産信用調査及び評価、売掛債権管理及び支払督促、信用リスク担保等のサービスを提供すると定めているが、商業ファクタリングの明確な定義はない。

準化債権資産³⁴への投資、委託貸付、信託貸付、P2P レンディングの貸出および PE ファンドなどに関わる業務は、リスクが相対的に高く、狭義のシャドーバンキングに属する。

（２）中国国内学者等の見解

中国の東方証券の首席経済学者である邵宇は、2013 年に発表したレポートにおいて、中国のシャドーバンキングはその提供資金の最終投資先（実体経済か資本市場）を基準に 3 つに分類できるとした（邵宇, 2013）。一つ目の類型は、実体経済支援型である。実体経済に対するサービス提供や融資業務を提供するものである。具体的には、信託貸付・リース、委託貸付、ノンバンク企業債券（社債、短期融資債券など含む）、割引前商業銀行引受手形、同業代行支払、ノンバンクエクイティ融資、小額貸付会社、融資リースなどを含む。二つ目の類型は、金融取引型である。資本市場、とりわけセカンダリーマーケットで専門的に取引される伝統的な業務を指す。具体的には、非貸出類信託、銀行理財商品、レポ取引、公募ファンド、社会保険基金、保険資産管理、証券会社資産管理などを含む。三つ目の類型は、レバレッジ型である。例えば、金利・為替デリバティブや、クレジットデリバティブ³⁵などを含む。

2014 年には、『中国影子銀行監管研究』の著者である閻慶民と李建華が、銀行以外の金融機関（ノンバンク）の業務実態を踏まえて、中国のシャドーバンキングを分別する三つの枠組みを提示した（閻・李, 2014）。

第 1 の枠組みとして、信託や証券、ファンド、保険などが資産管理会社を通じて提供するオフバランスの貸出業務は、シャドーバンキングの範疇に属する。これらの業務は、信用創造（預金業務に準ずる）を行うだけでなく、銀行負債のオフバランス化による信用拡大や裁定取引も助長している。金融監督が不十分な中で、銀行以外で提供する理財商品は、シャドーバンキングのツールとして、期間の変換や、流動性の転換、信用リスクの移転など、多層な金融機能の特徴を備えている。

第 2 の枠組みとして、ノンバンク、例えば信用担保会社、融資リース会社、民間貸付会社、一部のインターネットファイナンス会社は、「一行三会」³⁶の規制監督の対象には含まれていないが、シャドーバンキングに該当する。これらの業務は、信用仲介活動に対する規制監督の不備を利用して、イノベーションという名の下で、形を変えた貸出業務を行っている。

第 3 の枠組みとして、シャドーバンキングは、ノンバンクを指すだけとは限らない。銀行バランスシート上で統計対象になっていない貸出の信用創造も、シャドーバンキングの範疇に属する³⁷。例えば、前述の商業銀行による貸出以外の信用創造は、すでに銀監会の監督下に置かれているものの、商業銀行が、同業者向け業務などを通じて規制回避を図り、監督不備の領域へと信用創造のチェーンを拡大している。規制当局との駆け引きが続く中で、銀行の理財業務

³⁴ インターバンク市場と証券取引所で市場取引されていない債権資産である。

³⁵ 信用リスクを売買する取引をクレジットデリバティブと呼ぶ。

³⁶ 「一行三会」とは、中国人民銀行（中央銀行）、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）、中国证券業監督管理委員会（証監会）と中国保険業監督管理委員会（保監会）を指す。なお、2018 年 4 月 8 日に、中国銀行業監督管理委員会と中国保険業監督管理委員会は統合され、「中国銀行保険監督管理委員会」となった。2023 年 5 月 18 日、国務院による国家機構改革の一環として、銀行・保険の監督機関となる中国銀行保険監督管理委員会を廃止する代わりに中国金融監督総局を新設。この結果、中国の金融監督体制は、これまでの「一行三会」「一行二会」から「一行一会」へと変更された。

³⁷ 中国社会科学院金融研究所財富管理中心の殷劍峰や王増武などが、これを「銀行のシャドー」（銀行の影）と名付けている。

は、シャドーバンキングに流動性を提供する主な供給源になっている。

中国の方正証券の首席経済学者である任澤平が 2017 年に発表したレポートでは、シャドーバンキングの定義について国内外の研究者はまだ統一した見解に達していないものの、その重要な特徴については一致した認識を示していると述べている。すなわち、シャドーバンキングは、金融機関がイノベーションの創出、利益の拡大・監督規制の回避を追求するために生まれたものである。それは、伝統的な銀行と同様に、信用リスク変換、満期変換、流動性変換の機能を担う一方、中央銀行の預金保護を受けていない（方正証券, 2017）。

中国のシャドーバンキングは、信託会社や証券会社、基金運営会社、担保会社、小額貸付会社、P2P レンディング事業者などのノンバンクをも含む。その提供するサービスは、信託プラン、信託受益権、手形現先取引（Buying back the sale of financial assets、中国語で票据買入返售）、同業代理決済、外部委託投資（中国語：委外投資）、資産管理計画、同業向け理財、銀行オフバランス理財、手形割引、信託貸出、信託資産譲渡、委託貸出、小額貸付会社貸出、P2P レンディングの貸出などがある。

（３）中国社会科学院世界経済・政治研究所のヒアリング

筆者は、2025 年 9 月³⁸と 10 月³⁹の 2 回にわたって、中国社会科学院世界経済政治研究所・国際金融室主任である劉東民と同研究所の副所長である張明に、中国のシャドーバンキングについて再度ヒアリングを行った。

ヒアリングで劉東民は、①中国の金融イノベーションはまだ発展途上にあり、資産担保証券化（ABS）や債務担保証券（CDO）など高度で複雑な証券化商品がまだ存在しない、②欧米など先進国の市場経済と直接金融を中心とするシャドーバンキングの発展を比較すると、中国にはまだ真の意味でのシャドーバンキングが形成されていない、③米国のシャドーバンキングは 1971 年のマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドの設立時からすでに存在していた、④米国のシャドーバンキングは、主に資産の証券化とデリバティブ化に依存し、「投資銀行の影」と言ってもよい。一方、⑤中国のシャドーバンキングは銀行によって主導され、実質上「商業銀行の影」の存在として間接的な貸出を行っている、と述べた。

劉東民は中国のシャドーバンキングについて、次の 3 点を強調した。第 1 点として、金融安定理事会（FSB）によるシャドーバンキングの定義から、広義の意味で中国のシャドーバンキングの特性をみるべきである。第 2 点として、中国のシャドーバンキングは、自己資本比率規制（バーゼルⅠとバーゼルⅡ）、流動性規制、商業銀行の預貸比率規制が全て適用されず、預金保険機構の管轄下にも置かれていない。第 3 点として、中国のシャドーバンキングは、一部先進国のシャドーバンキングと類似しているものの、金融規制監督の対象か否かだけで判断すべきではない。例えば、商業銀行の銀信合作・委託貸付、銀証合作、銀行のインターバンク取引などの関連業務は銀監会の規制監督の枠内に入っているが、シャドーバンキングの中にも含まれる。

一方、張明博士によれば、①中国のシャドーバンキングは、米国と大きく異なると指摘した。

³⁸ 2025 年 9 月 16 日（火曜日）の 10：00～12：00 に、中国社会科学院世界経済政治研究所・国際金融室主任の劉東民とのオンライン会議を実施した。

³⁹ 2025 年 10 月 28 日（火曜日）の 14：00～16：00 に、中国社会科学院世界経済政治研究所・副所長の張明とのオンライン会議を実施した。

中国のシャドーバンキングは、銀行理財（資産運用）の関連業務（オンバランス資産のオフバランス化）と委託貸付も含めれば、小額貸付会社や担保会社、信託会社、ファイナンス会社および金融リース会社などのノンバンクが提供する「貯蓄から投資への転換」業務、さらに規制監督を受けない民間金融も含まれる、②欧米と異なる点として、中国のシャドーバンキングは、伝統的な銀行に類似した組織形態を採用して資金の調達と運営を行い、実体経済を支える役割として金融サービスを提供している。実体経済における金融効率の向上に寄与している点で、欧米のように複雑な金融デリバティブ商品によるバーチャルな貨幣信用創造を際限なく行うのとは異なる、③中国のシャドーバンキングは、従来の商業銀行業務に対して代替性、依属性、貨幣信用創造などの特徴から識別できる。最も代表的なのは、金融業の中にある理財関連業務である、と述べた。

以上の議論で指摘された中国のシャドーバンキングの特徴を要約すると、①制度化された金融に属するものと、制度化されていない金融に属するものがある⁴⁰、②銀行以外の者が担い手になっている、③免許が不要であるか、必要であったとしても規制が緩い、の3点である。

これまで国際的なシャドーバンキング、とりわけ米国のシャドーバンキングと中国のシャドーバンキングの議論を整理してきた。中国のシャドーバンキングは米国と似ている部分があるものの、その定義、特性、役割は米国のそれとは大きく異なる。筆者は、中国のシャドーバンキング（影子銀行）と米国のそれは、名称こそ同じであるが根本的に異なるものだと考えている。

3. 本研究における中国のシャドーバンキングの分類

本稿は中国のシャドーバンキングについて、①経済的・社会的な要因、②二重構造の金融体制（金融双軌制）⁴¹の要因、③規制監督の制度的な要因の3つの側面から、3種類に分類する。

1つ目は、制度化された銀行システムの内外を統合したシャドーバンキングである（以下、中国のシャドーバンキング①型：SB①）。具体的には、金融資産管理会社、信託会社、ファイナンス会社（財務公司）、金融リース会社、マネーブローカー、消費者金融会社、証券会社、ファンド管理会社など金融監督下のノンバンクが含まれる（前掲図表4）。金融機関として免許を有しながらも、MMFに相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業務⁴²と称される資産管理業務を緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

SB①は、前述した国際的な議論と米国のシャドーバンキングと共通の特徴を有する。法的属性からみると、いずれも実体、あるいは実体に準じる機関である。規制監督の観点からは、いずれも制度的不備が存在する。機能の面では、いずれも銀行と同様に、金融仲介プロセスの中で資産変換（信用リスクの変換、満期変換期と流動性変換）の機能を担っている。また、中国のシャドーバンキング①型は、米国と同様に信用リスク・流動性リスクが生じた場合、金融システム全体の不安定化を増幅させ、システミックリスクに波及する可能性がある。さらに実体経済への影響も大きいため、2008年以降、中国政府・当局は中国のシャドーバンキング①型に

⁴⁰ 本研究の制度化の意味については、中国の金融制度、規制監督の側面を捉えている。

⁴¹ 中国のシャドーバンキングは、二重構造の金融体制（金融双軌制）と呼ばれ、銀行を中心とする従来型の資金仲介ルートとは一定の役割分担がなされている。

⁴² 例えば、銀行理財（委託貸付関連業務の理財を含む）、銀信合作の理財、銀証合作の理財、銀行同業業務（インターバンク取引）の理財業務などを含む。

対して、通達を通じて様々な規制監督を行っている。今後、同市場の規模は縮小傾向に向かうと考えられる。

2 つ目は、インフォーマル金融などを含む銀行システム外のシャドーバンキング（以下、中国のシャドーバンキング②型：SB②）である。インフォーマル金融は金融システムの近代化以前から存在するもので、金融システムの外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会社、小額貸付会社、質屋、ファンド（基金会）、投資公司、投資組合などの民間金融組織による信用（金融）仲介を指す。彼らは金融機関としての免許を持たない、規制監督が不十分な金融仲介業である。

日本ではインフォーマル金融というとヤミ金融のイメージがあるが、中国では一般的に政策金融や公的金融と対極的な存在として語られている^{43 44}（陳，2010）。貸手は正規の銀行ではないが、これらのインフォーマル金融（民間貸借）は銀行貸出と同等の機能を持っており、貸出先は主に金融政策の引締めで銀行から融資を受けられない顧客、例えば、中小企業、不動産開発会社、その他政策的に規制されている産業（環境汚染とエネルギー消費の度合いが高い産業）などである。

SB②は、前述の先進国、とりわけ米国のシャドーバンキングの定義と分類には含まれないが、中国などの途上国では独自の金融形態を形成している。近年、中国のインフォーマル金融の市場規模も拡大しつつある。銀行以外の多様なチャネルを活用することによって、本来融資を受けられない中小企業や個人も資金調達が可能になり、金融包摂の役割を果たしている。

3 つ目は、銀行システム外にあるフィンテック型のシャドーバンキング（以下、中国のシャドーバンキング③型：SB③）、すなわちファイナンスとテクノロジーの融合であるフィンテック（FinTech）⁴⁵を活用したオルタナティブファイナンス（代替貸出）やオンライン・オルタナティブ・ファイナンスである。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスとは、金融機関としての免許を持たず、完全に規制・監督もされていない金融仲介業である。具体的には、インターネット上のP2P レンディング、クラウドファンディング、ネット小口融資などのインターネットファイナンスを指す。なお、中国のシャドーバンキング③型は、前述した米国のシャドーバンキングの定義と分類にも含まれていない。

オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、インターネットファイナンスの一部である。インターネットファイナンスには、オンライン事業に参入した伝統的な金融機関とオンライン金融商品・サービスを提供する非伝統的な金融プラットフォーム事業者の両方を含む（図表 5）。本研究では、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスについて、銀行システム外のオンライン市場を経由して個人や事業者に資金を提供している金融仲介を指すものと定義し、P2P 保険、オンライン MMF、第三者決済などは含まないものとする。

中国ではオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、シャドーバンキング（影子銀行）

⁴³ 陳玉雄の『中国のインフォーマル金融と市場化』pp.20-22 を参照。

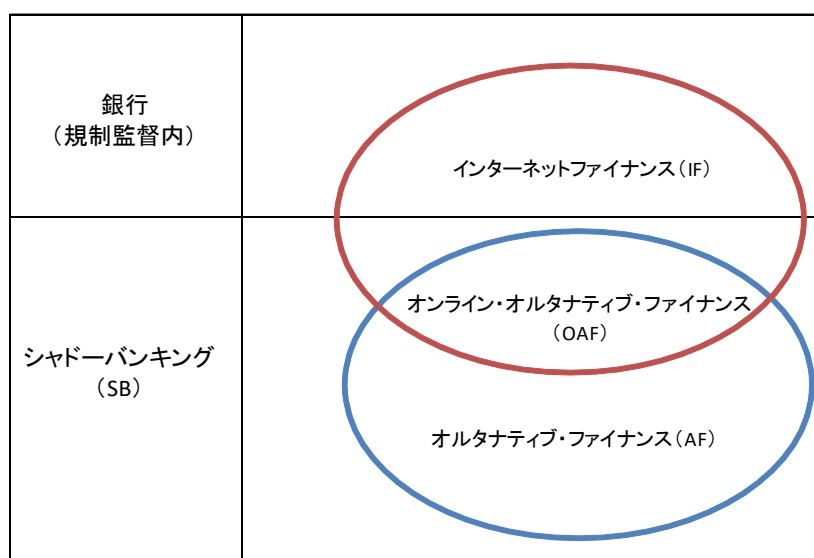
⁴⁴ 陳玉雄によれば、中国ではインフォーマル金融は民間における自発的な金融活動、民間資本による金融以外に、場合によっては高利貸やヤミ金融などの意味で使われることがある。『中国のインフォーマル金融と市場化』では、中国のインフォーマル金融は公式に認められていない金融機関による金融活動、それを営む仕組み、組織（あるいはネットワーク）および個人を指すと定義されている。

⁴⁵ フィンテック（FinTech: Financial Technology）は、Finance と Technology を組み合わせた言葉で、実態的には ICT 技術の発達によって出現した、従来存在しなかったような様々な金融ビジネスの態様、あるいはネットベンチャー企業などが提供する金融サービスと金融関連サービスを指す。

の一種と考えられていたが、シャドーバンキングという名称は脱法的、非合法的などのネガティブなニュアンスがあるため、銀行以外の金融仲介であるオルタナティブファイナンスと呼ばれるようになった（李, 2017b）。

近年中国において、フィンテックを活用したオンライン・オルタナティブ・ファイナンスが成長している。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスはインフォーマル金融と同様、金融サービスにアクセスすることが困難な個人や零細中小企業を対象に、新たに資金の運用・調達ルートを提供するものである。金融包摂（中国語で普惠金融）の観点でいえば、フィンテックをはじめとする金融イノベーションは、金融の対象領域を拡大したと一定の評価をすることが可能である。

図表5 オンライン・オルタナティブ・ファイナンスとシャドーバンキングの関係



(出所) 筆者作成

このように本論文では、SB①、SB②、SB③の3つに分類し、それぞれの実態、形成過程、発展メカニズム、その潜在的なリスクと規制当局の対応を論じる。加えて本論文では、SB①の実態と特徴を把握するため、金融システム全体に影響を及ぼすシステムリスクが生じた米国のシャドーバンキングと比較するほか、伝統的銀行システムとの比較を行う。一方、銀行システムの外にあるSB②とSB③は、金融システム全体におけるウェイトは小さく、伝統的な金融機関から独立したプラットフォームの上で、既存の金融サービスを補完・代替する新たな金融サービスを提供するものとして、今後も拡大傾向が続くと考える。また、金融イノベーション促進の下で、インフォーマル金融とフィンテック型のシャドーバンキングの発展は金融包摂を推進するものとして近年注目されており、その発展メカニズムの研究は有益である。

もともと、2016年末、中国政府の経済運営方針を決める中央経済工作会议は、金融リスクの防止を最重要課題と位置づけた。これを受けて2017年以降、当局はシャドーバンキング②～③型に対する規制強化策⁴⁶を相次いで打ち出し、一部の非合法的な金融ビジネスは縮小・撤退

⁴⁶ 主な措置として、①非合法の金融集団と非合法の金融活動の排除、②虚偽の資本増強や同一資金を用いた循環的資本増強、株式の代理保有及び潜在的な株主に対する取り締まりの強化、③大株主による企業操縦と内部

とビジネスモデルの見直しを余儀なくされた。

Ⅲ. 中国のシャドーバンキング（影子銀行）の概観

1. 中国のシャドーバンキングの全体像

まず、前章で定義した中国のシャドーバンキングの3種類⁴⁷について、その現状をみてみよう。図表6は、中国のシャドーバンキングの全体像と類型を整理したものである。

中国のシャドーバンキング①型（以下、SB①）は、制度化された銀行システム内外を統合したシャドーバンキングである。SB①は、金融機関の免許を有しながらも、緩い規制・監督の下で、もしくは規制・監督を回避して裁定取引を行う金融仲介業を指す。図表6の通り、SB①は、商業銀行やノンバンクなどの金融機関が中心になって、金融イノベーションと規制回避により様々な金融商品と業務協業を生んだ。SB①は、中国のシャドーバンキングに占める割合が大きいため、金融システム全体を不安定化させる可能性がある。

中国のシャドーバンキング②型（以下、SB②）は、銀行システム外のシャドーバンキングであり、いわゆるインフォーマル金融などを指す。金融機関の免許を有さず、規制・監督が不十分な金融仲介業である。

中国のシャドーバンキング③型（以下、SB③）は、銀行システム外にあるフィンテック型のシャドーバンキングである。金融機関の免許を有さず、規制・監督の対象外にある金融仲介業である。

銀行システム外にあるSB②とSB③は、中国のシャドーバンキングにおける割合が小さいため、金融システムへの影響は大きくない。

図表6 中国のシャドーバンキングの全体像と類型

者による企業支配（インサイダー・コントロール）の摘発強化、④監督基準の規範化と監督プロセスの統一化、⑤責任所在の明確化と罰則の厳格化、⑥制度的欠陥の補完、などが実行された。

⁴⁷ 本論文は、①規制監督の制度的な要因、②経済的・社会的な要因、二重構造の金融体制（金融双軌制）の要因、の3つの側面から、中国のシャドーバンキングについて3種類に分類した。

システム リスクの要因	機 関	主な業務・商品			
規制・監督緩い 規制・監督回避 裁定取引	商業銀行	銀行理財	インターバンク取引	資産証券化	S B ①
	証券会社	資産管理	証券担保ローン	資産証券化	
	信託会社	銀信合作	証信合作	政信合作(注)	
	基金運営会社	貨幣基金	資産管理	私募エクイティ基金	
	保険会社	保険理財	約款貸付		
規制・監督不十分 裁定取引 規律違反経営	ファイナンス リース会社	リース			S B ②
	担保会社	融資担保			
	質屋	不動産担保融資	証券担保ローン		
規制・監督欠如 違法経営	インターネット ファイナンス	インターネット 基金	P2P レンディング	クラウド ファンディング	S B ③
	民間貸借機関	高利貸し			
	第三者理財	資金プール			

(注) 政信合作とは、政府機関と信託会社の協業を指す。同様に、銀信合作は銀行と信託会社を、証信合作は証券会社と信託会社の協業をそれぞれ意味する。

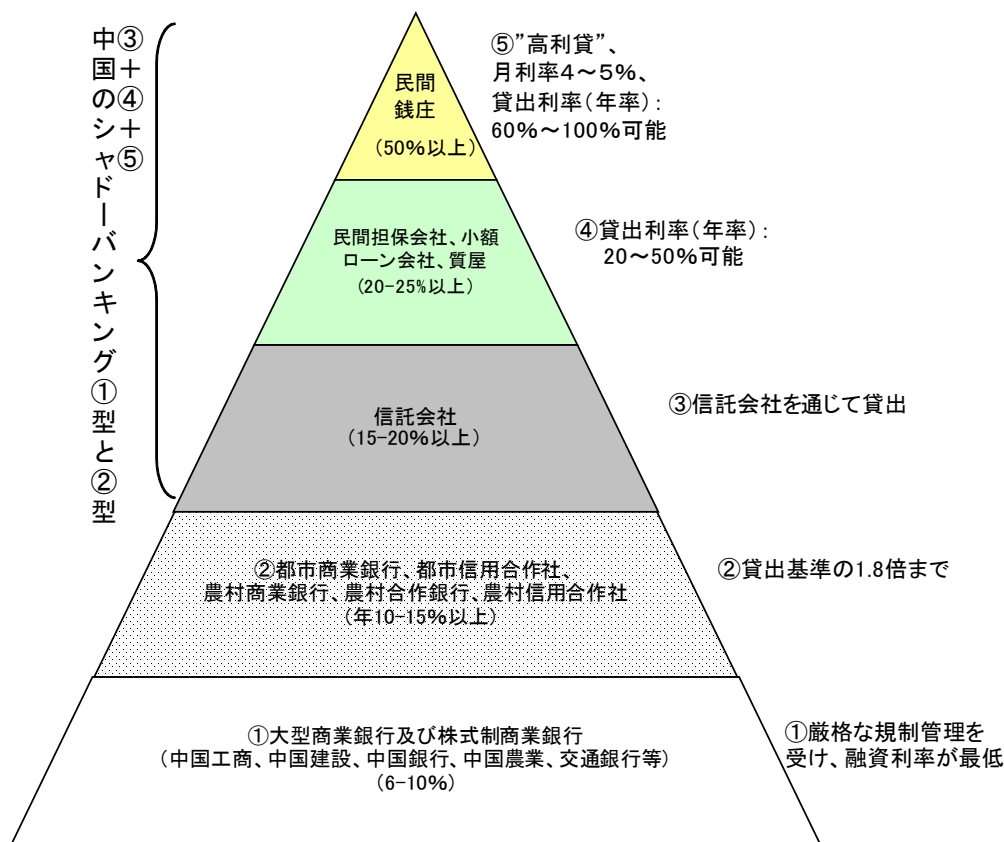
(出所) 筆者作成。

次に銀監会のデータによると、中国の貸出市場は大きく5つのカテゴリーに分けられる(図表7)。第1は、厳格な規制・監督下にある大型商業銀行(5大銀行⁴⁸)と株式制商業銀行による貸出(融資利率は年6~10%)である。第2は、都市商業銀行、都市信用合作社、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用合作社による貸出(融資利率は年10~15%以上、貸出基準の1.8倍まで融資可能)である。第3は、信託会社を通じた貸出(融資利率は年15~20%以上)である。第4は、民間担保会社、小額貸付会社や質屋による貸出(融資利率は年20~50%)である。第5は、民間銭庄、いわゆる「高利貸」による貸出である。江蘇省・浙江省(温州市)辺りの地域では、旺盛な起業家精神を持つ中小企業が多く、彼らに対する貸出は、月利で4~5%、年率で最高60~100%(融資利率が年100%超の場合もある)というものも存在する。

以上のうち、第3から第5までのカテゴリーが、SB①とSB②にあたると考えられる。なお、フィンテック型のシャドバンキング、すなわちSB③の短期貸出平均金利は、6~12%のレンジにある。

図表7 中国のシャドバンキング①型と②型の貸出金利

⁴⁸ 大型商業銀行(5大銀行: “big 5”)は中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、中国交通銀行の5行を指す。この5行は、中国の商業銀行資産の3分の2のシェアを占めている。



(注 1) 括弧は貸出利率 (年率)。

(注 2) 民間錢庄は“高利貸屋”のこと。中国江蘇省、浙江省など民間経済が盛んな地域で流行。

(注 3) 代表的な商品は理財商品 (資産運用商品) である。特に理財商品は、信託会社の不動産信託等の銀行における代理販売 (銀信合作や委託貸付) の対象商品である。

(出所) 好買基金研究中心、各金融機関の貸出基準比率を基に、筆者作成。

2. 中国のシャドーバンキングの規模

中国のシャドーバンキングの市場規模には諸説あり、政府が公式な統計データを公表しないため実態の把握は難しい。

中国のシャドーバンキングを巡っては、2013 年夏に短期金融市場の金利が急上昇し、金融市場の混乱が生じたにもかかわらず、2013 年以降、シャドーバンキングの市場規模は拡大し続けた。その原因については、2013 年を境に中国のシャドーバンキングの構造は大きく変わった。同年を境に異なることとなった経済環境・金融政策と規制・監督体制の下で、中国のシャドーバンキングはその時々状況に応じた商品を提供してきた。

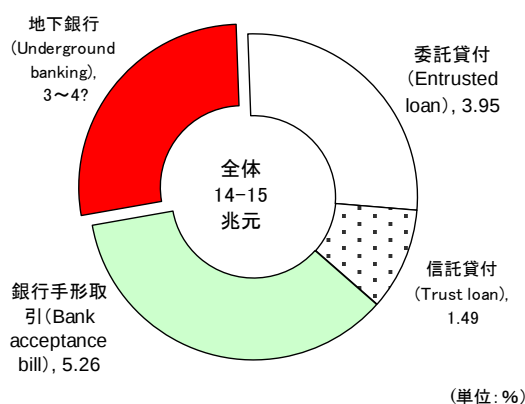
以下、中国のシャドーバンキングの市場規模と、2013 年を境目とする構造変化を確認する。

(1) 中国のシャドーバンキングの規模 (2008 年～2013 年)

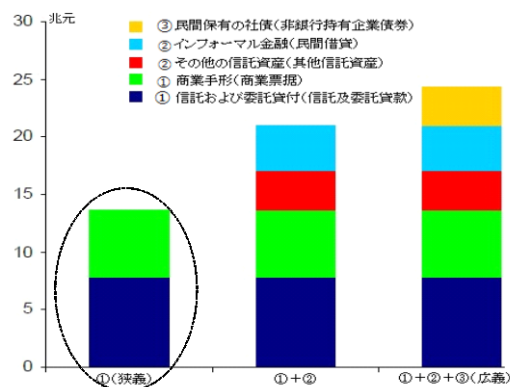
まず、2013 年以前における中国のシャドーバンキングの規模をみると、2011 年 6 月時点の

シャドーバンキングの金融仲介残高は約 14 兆～15 兆元に上ると推計されている⁴⁹ (Société Générale, 2011) (図表 8)。その規模は、狭義の定義 (①信託・委託貸付、商業手形の合計) でみると、2012 年 7～9 月期時点で 13.7 兆元と、同年の名目 GDP (52.2 兆元) の 26%に達する。広義の定義 (①信託・委託貸出、商業手形、②その他の信託資産とインフォーマル金融、③民間保有の社債の合計) でみると、金融仲介残高は 24.4 兆元、名目 GDP の 46.5%と推計されている⁵⁰ (UBS securities, 2012) (図表 9)。英誌『エコノミスト』の推計によれば、2012 年末時点の中国のシャドーバンキングの各項目 (狭義の定義) の合計は 17.5 兆元である⁵¹ (The Economist, 2013) (図表 10)。

図表 8 中国のシャドーバンキングの規模 (2011 年 6 月末、予測値)



図表 9 中国のシャドーバンキングの規模 (2012 年 7～9 月期時点、UBS 推計値)



(注) 委託貸付は中国の銀行に特有の金融サービス。企業間の直接貸借はできないが、銀行を介在すれば「委託貸付」が可能。利率は貸出先が決定する。銀行側は仲介手数料を受取り、リスクを負わない。
(出所) 中国人民銀行、SG Growth Asset Research より筆者作成。

また、中国証券系シンクタンクである上海証券研究所の調査によれば、2012 年 12 月時点での広義の定義によるシャドーバンキングの金融仲介残高は、27.88 兆元、同年の名目 GDP の 53.68%と推計されている。このように、外資系と中国国内の推計値をみると、広義に解しても 25～30 兆元、狭く解しても 13～17 兆元の間に収まる規模である (図表 11)。ドイツ銀行の分析⁵²では、2013 年末の中国のシャドーバンキングの与信額は 19.6 兆元、名目 GDP の 23.9%と予測されている (図表 12)。中国のシャドーバンキングの与信構成は多様であり、2013 年末時点ではリース (10.7%)、小口貸金 (4.2%)、その他信託 (3.0%)、集合ファンドトラスト (13.8%)、単一ファンドトラスト (38.6%)、私人間貸借 (20.8%)、信用保証 (8.4%)、質屋 (0.5%) からなっている (図表 13)。

⁴⁹ Société Générale (2011)のデータによる。

⁵⁰ UBS securities (2012)のレポートを参照されたい。

⁵¹ The Economist (2013)pp.66-67 を参照されたい。

⁵² Deutsche Bank (2014)pp.29-37 を参照されたい。

図表 10 中国のシャドーバンキングの規模 (2012 年末、兆元)

商品	規模
インフォーマル金融 (informal loans)	3.5
マイクロ信貸 (Microcredit)	0.6
委託貸付 (Entrust loans)	5.9
集合信託商品 (Collective-trust products)	1.9
銀行WMPs (オフバランスシート)	1.8
銀行WMPs (信託会社組成)	2.1
銀行WMPs (証券会社組成)	1.7
合計	17.5

(注) WMPs は資産運用商品。Wealth Management Products の略。

(出所) The Economist (2013)より筆者作成。

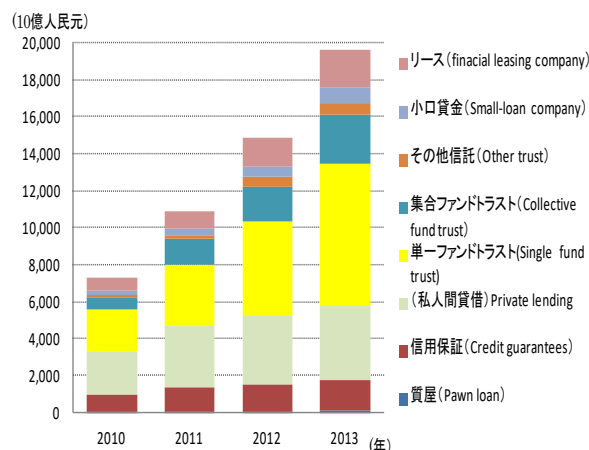
図表 11 2013 年以前の中国のシャドーバンキング規模の比較 (推計値)

データ出所	データ発表の日付	兆元	兆ドル	% of 2012 年 名目 GDP	% of 銀行資産 (2012 年末)
広発証券	2012/12/17	30	4.8	57%	31%
Citi Research	2013/1/11	28	4.5	54%	29%
Barclays	2012/12/1	25.6	4.1	49%	27%
華泰証券	2012/12/14	25	4	48%	26%
ANZ Bank	2012/12/1	15-17	2.4-2.7	29-33%	16-18%
Bank of America Merrill Lynch	2012/7/6	14.5	2.3	28%	15%
UBS	2012/10/16	13.7-24.4	2.2-3.9	26-46%	14-25%

(注) 銀行資産は大型商業銀行(Big 5)、株式制商業銀行、都市商業銀行の総資産合計。

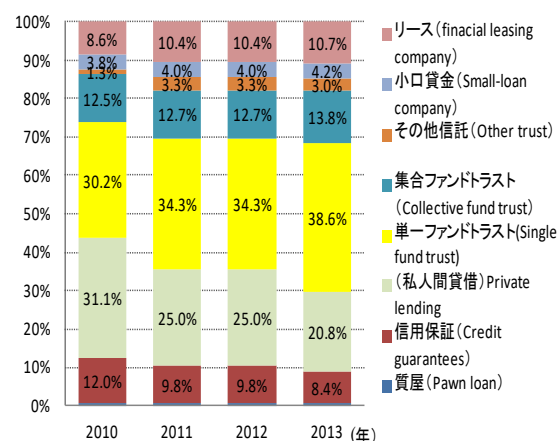
(出所) Federal Reserve Bank of San Francisco(2013)より筆者作成。

図表 12 中国のシャドーバンキングの与信額 (2013 年末)



(出所) Deutsche Bank (2014), p.29 を筆者訳。

図表 13 中国のシャドーバンキングの与信の構成 (2013 年末)



(出所) Deutsche Bank (2014), p.29 を筆者訳。

さらに、日本銀行北京事務所のレポート⁵³によると、中国のシャドーバンキングは資金の貸し手と借り手の双方の側面から分類されている (図表 14)。まず資金を運用する預金者・投資家からみると、銀行理財商品や信託商品が代表的な運用対象となっている。中国では預金金利の上限は一定水準に規制されているが、これらの商品は金利規制の対象外であり、預金金利より高い予定利回りとなっている。銀行理財商品などにより調達された資金は、社債、銀行引受手形、信託貸出、委託貸出といった形で、借り手である企業や地方融資プラットフォーム (資金調達機能と開発デベロッパーを兼ねた地方政府傘下の投資会社)⁵⁴に流れる。こうした資金

⁵³ 日本銀行北京事務所(2014)pp.32-35 に参照されたい。

https://www.boj.or.jp/announcements/koho_nichigin/backnumber/data/nichigin38-8.pdf

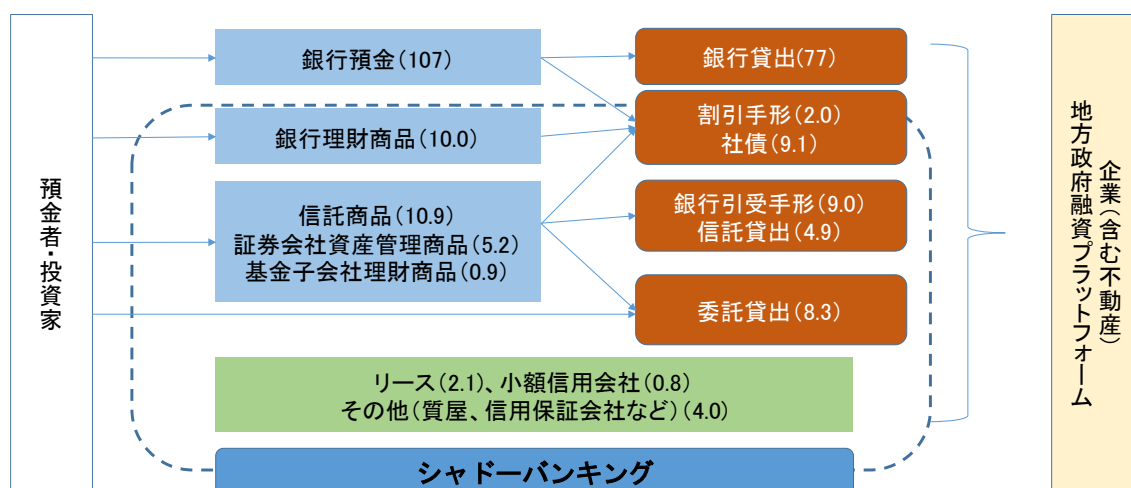
⁵⁴ 中国では、地方政府が債務を負うことが禁止されている。このため地方政府は公共政策に近い業務を行うために公営企業を設立し、当該企業を通じて資金調達を行うことが一般的である。このような企業を「地方融資プラットフォーム」と呼ぶ (日本銀行, 2014)。

の流れに対する当局の規制は、銀行貸出に比べて緩やかなものとなっている（日本銀行, 2014）。

資金の出し手側の主な資金運用商品としては、①銀行理財商品（2013 年末 10.0 兆元）、信託商品（同 10.9 兆元）などがある。資金の借り手側の主な資金調達手段としては、①銀行引受手形（同 9.0 兆元）、②信託貸付（同 4.9 兆元）、③委託貸付（同 8.3 兆元）、④リース（同 2.1 兆元）、⑤小額貸出（同 0.8 兆元）、⑥その他の民間金融（同 4.0 兆元）などが含まれる（図表 15）。日本銀行の試算によれば、2013 年末の中国のシャドーバンキングの規模は 35 兆元、名目 GDP（2013 年末）の約 6 割程度と推計された。

このように、2008 年の世界金融危機以降 2013 年までは、中国のシャドーバンキングは発展段階の初期にあり、商業銀行とノンバンクの協業によって様々な資産運用商品が登場した。特に、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形を中心としたシャドーバンキングが拡大し、各機関の推計をまとめると全体規模はおよそ 30～35 兆元に達する。

図表 14 中国のシャドーバンキングの全体像（2013 年末値、兆元）



（出所）日本銀行北京事務所(2014)「中国のシャドーバンキング」, p.32

図表 15 中国のシャドーバンキングにおける金融商品・金融取引

＜資金の出し手側：主な資金運用商品＞

銀行理財商品	銀行が販売する金融商品。仕組みとしては、銀行が販売する固定収益型の投資信託に近い。最低購入金額は5万元程度。
信託商品	信託会社が販売する金融商品。全体のうち20%程度は、銀行理財商品の資金を受け入れる（銀信合作）と呼ばれるタイプ。銀行理財商品に比べ、予定利回りが高く、最低購入金額も100万元と大きい。

＜資金の借り手側：主な資金調達手段＞

銀行引受手形	企業が発行する手形のうち、銀行が保証をつけたもの。
信託貸付	投資家から委託を受けた信託会社が行う資金運用のうち、貸出形態をとるもの。
委託貸付	企業間の資金貸借。その際、銀行が仲介、資金管理を行う。
リース	企業がリース会社にリース料（賃借料）を支払って生産設備等の供与を受ける取引。
小額貸出	ノンバンクである小額信用会社が行う貸出取引。
その他 民間金融	友人・知人間での資金貸借や、法律で認められていない非正規金融（インフォーマル金融）として行われる資金貸借。

（出所）日本銀行北京事務所(2014)。「中国のシャドーバンキング」, p.32.

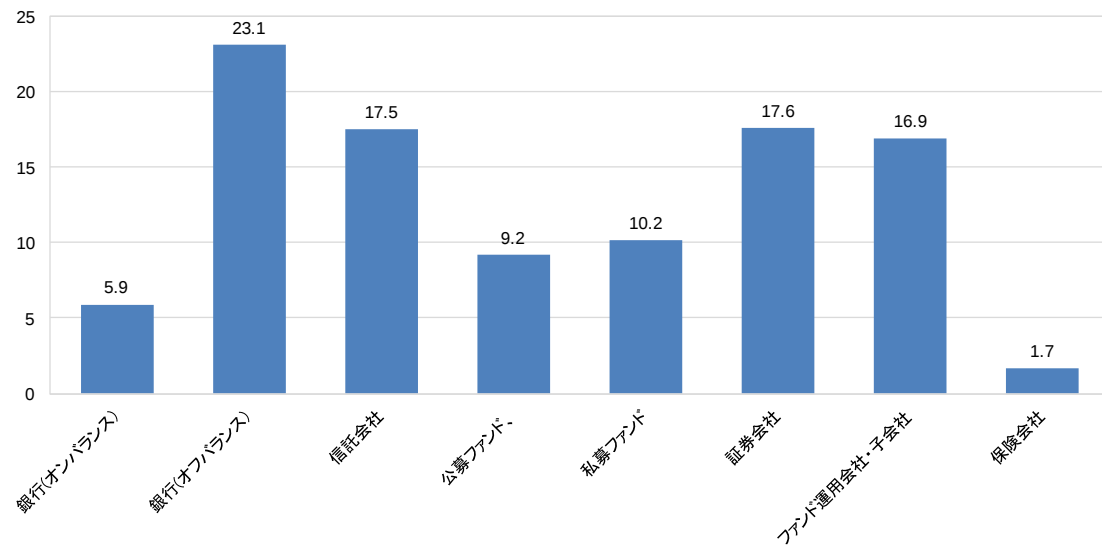
（２）2013 年以降における中国のシャドーバンキングの規模拡大と構造変化

2013 年以降、中国のシャドーバンキングの規模はさらに拡大し続けた。2017 年 8 月、中国人民銀行は金融安定レポート⁵⁵において、初めて資産管理業務のデータを公表した。中国のシャドーバンキングは資産管理業務の一部を形成しているため、その規模が注目された。2012 年下期以降、証券、ファンド、先物、保険などノンバンクの資産管理業務が拡大したことで、同市場の規模も拡大し続けた。2016 年末における中国の資産管理業務残高をみると、銀行のオンバランス、オフバランスの理財商品はそれぞれ 5.9 兆元、23.1 兆元、信託会社は 17.5 兆元、公募ファンド、私募ファンド、証券会社、ファンド運用会社・子会社、保険会社はそれぞれ 9.2 兆元、10.2 兆元、17.6 兆元、16.9 兆元、1.7 兆元に達する（図表 16）。中国人民銀行の試算によれば、中国の資産管理業務は全体で約 60 兆元超に上り（業態間の重複分を除く）、名目 GDP（2016 年末）の 80.6%を占める。

図表 16 中国の資産管理業務の残高（商品分類別、2016 年末）

⁵⁵ 中国人民銀行金融穩定分析小組(2017)。「中国金融穩定報告 2017 年」 p.117 を参照されたい。

(兆元)



(注) 資産管理業務の一部がシャドーバンキングを形成する。「中国金融穩定報告 2017 年」によれば、業態間の重複分を除くと、2016 年末の資産管理業務の残高は全体で約 60 兆元超。

(出所) 中国人民銀行金融穩定分析小組 (2017) より筆者作成。

また、2017 年 5 月に発表された FSB⁵⁶の推計データによれば、2015 年の中国のシャドーバンキングの規模は約 7.7 兆ドル (約 49.28 兆元)、名目 GDP (2015 年末) の 68.3%に達した。2014 年 1 月に公表された JPMorgan の推計⁵⁷では、中国のシャドーバンキングの規模は 7.5 兆ドル (46 兆元)、名目 GDP (2013 年末) の 80.9%を占めた (図表 17)。

図表 17 2013 年以降の中国のシャドーバンキング規模の比較 (推計値)

⁵⁶ FSB (2017c)を参照されたい。

www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016-monitoring-dataset/

⁵⁷ Elliott, Douglas, Arthur Kroeber, Yu Qiao (2015)の論文による。

データ出所	データ発表の日付	兆元	兆ドル	% of 名目 GDP
中国人民銀行	2017/8/1	60	9.3	80.6% (2016年GDP)
FSB	2017/5/10	49.28	7.7	68.3% (2015年GDP)
JP Morgan	2014/1/14	46	7.5	80.9% (2013年GDP)
Bangkok Bank	2013/3/14	36.4	6	70% (2012年GDP)
JP Morgan	2013/5/13	36.0	5.8	69% (2012年GDP)
USB	2014/3/14	28.4-39.8	4.7-6.6	50%-70% (2013年GDP)
中金公司(CICC)	2013/4/13	27.0	4.4	69% (2012年GDP)
IMF	2014/10/14	19.9	3.3	35% (2014年GDP)
中国社会科学院(CASS)	2013/10/13	16.9	3.0	36% (2012年GDP)
Standard Chartered	2014/3/14	4.6-12.5	0.7-2.1	8-22% (2013年GDP)

(注) 中国人民銀行の推計については、「中国金融穩定報告 2017」の資産管理業務の公表データを基に筆者試算 (1 ドル=6.4 元、2016 年名目 GDP74.4 兆元)。

(出所) 中国人民銀行金融穩定分析小組 (2017) , p.11 , FSB(2017c), Elliott, Douglas, Arthur Kroeber, Yu Qiao (2015).より筆者作成。

このように、当局・国際機関や国内外の金融機関の推計をみると、2016 年の中国のシャドーバンキングの規模は約 50～60 兆元であり、2013 年の 30～35 兆元より約 2 倍近く拡大していることがわかる。前述した中国人民銀行の試算によれば、2016 年末の資産管理業務は約 60 兆元超であり、その一部に中国のシャドーバンキングが含まれている。民間格付け会社ムーディーズは、中国のシャドーバンキングを資金源の面から分類し、それぞれの規模を試算した⁵⁸。ムーディーズによれば中国のシャドーバンキングは、コアのシャドーバンキングとして、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形が、広義のシャドーバンキングとして、コアのシャドーバンキングに加えて銀行の理財商品、銀行のオフバランス業務、証券会社とファンド会社、ファイナンス会社、民間貸借などが含まれる (図表 18)。

2016 年末における広義の中国のシャドーバンキングの残高は 64.5 兆元、名目 GDP (2016 年末 74.4 兆元) の 86.6%に達する。2016 年末におけるコアのシャドーバンキングの残高は 23.3 兆元であり、広義のシャドーバンキング全体の 36.2%を占める。

図表 18 中国のシャドーバンキングの分類と規模

⁵⁸ Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」(2016 年 4 月、2017 年 11 月、2023 年 3 月) を参照されたい。

		信用仲介業務	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
広義のシャドーバンキング	コアのシャドーバンキング	委託貸付	4.4	5.2	7.2	9.3	10.9	13.2	14.0	12.4	11.4	11.1	10.9	11.2
		信託貸付	1.7	3	4.9	5.3	5.4	6.2	8.5	7.9	7.4	6.3	4.4	3.8
		銀行引受手形	5.1	6.1	6.9	6.8	5.9	3.9	4.4	3.8	3.3	3.5	3.0	2.7
		銀行の理財関連の資産運用業務	2.9	4	6.7	11	21.4	30.3	26.5	24.4	23.4	24.7	24.0	21.5
		銀行のオフバランス業務	—	2.8	3.5	6	12.4	17	15.2	15.8	16.7	20.7	22.6	21.3
		証券会社とファンド会社	—	1.2	3.2	4.9	9	13.3	11.3	8.6	6.7	4.0	1.4	0.2
		ファイナンス会社	0.9	1	2.2	2.4	2.6	2.9	3.1	3.2	3.3	3.4	3.9	3.8
		民間貸借(注1)	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	—	—	—	—	—	—
		その他(注2)	0.8	1.3	1.8	2.8	3.8	4.6	5.8	6.3	6.8	6.8	7.5	7.3
		合計	19.2	23.9	33.1	40.8	53.3	64.5	62.3	58.0	55.6	55.8	53.7	50.3
		コアのシャドーバンキング対広義のシャドーバンキングの割合(%)	58.4	59.7	57.4	52.3	41.4	36.2	43.2	41.6	39.7	37.5	34.1	35.2

(注1) 民間貸借は 2011 年から変化なしと仮定 (6,615 家借り手である企業に対する調査、2011 年 5 月の中国人民銀行の調査データによる)。なお、民間貸借は 2011 年から広義のシャドーバンキングの一部として捉えていたが、データ更新できないことから、2017 年より当該データを除外。

(注2) その他は、金融リース、小額貸出、質屋貸出、P2P レンディング、資産担保証券 (ABS)、消費者金融会社を含む。

(出所) Moody's Investors Service「中国影子銀行季度観測報告」(2016 年 4 月、2017 年 11 月、2023 年 3 月)。

ムーディーズの報告によると、2014 年以降の中国のシャドーバンキングの拡大は、銀行の理財関連の資産運用業務 (オフバランス取引と証券会社・ファンド会社の協業) によりもたらされた。2016 年末に、銀行の理財関連の資産運用業務は 30.3 兆元であり、広義のシャドーバンキングの約 47%に達し、中国のシャドーバンキングの中で大きな割合を占めている。

特に、2013 年から 2016 年の 3 年間で、銀行のオフバランス取引の拡大ペースは加速した。2016 年末の銀行のオフバランス取引は 17 兆元であり、2013 年の 3.5 兆元の 4.9 倍まで拡大した。また、2016 年末の証券会社・ファンド会社の協業業務は 13.3 兆元であり、2013 年の 3.2 兆元の 4.2 倍まで拡大した。こうした結果、2016 年末時点における銀行の理財関連の資産運用業務は、2013 年に対して 352.2%増加した。

このように銀行は、自己資本規制や貸出総量規制、預貸比率規制など厳しい規制監督の下でオフバランス業務の拡大を図り、中国のシャドーバンキングに巨大な資金を提供した。

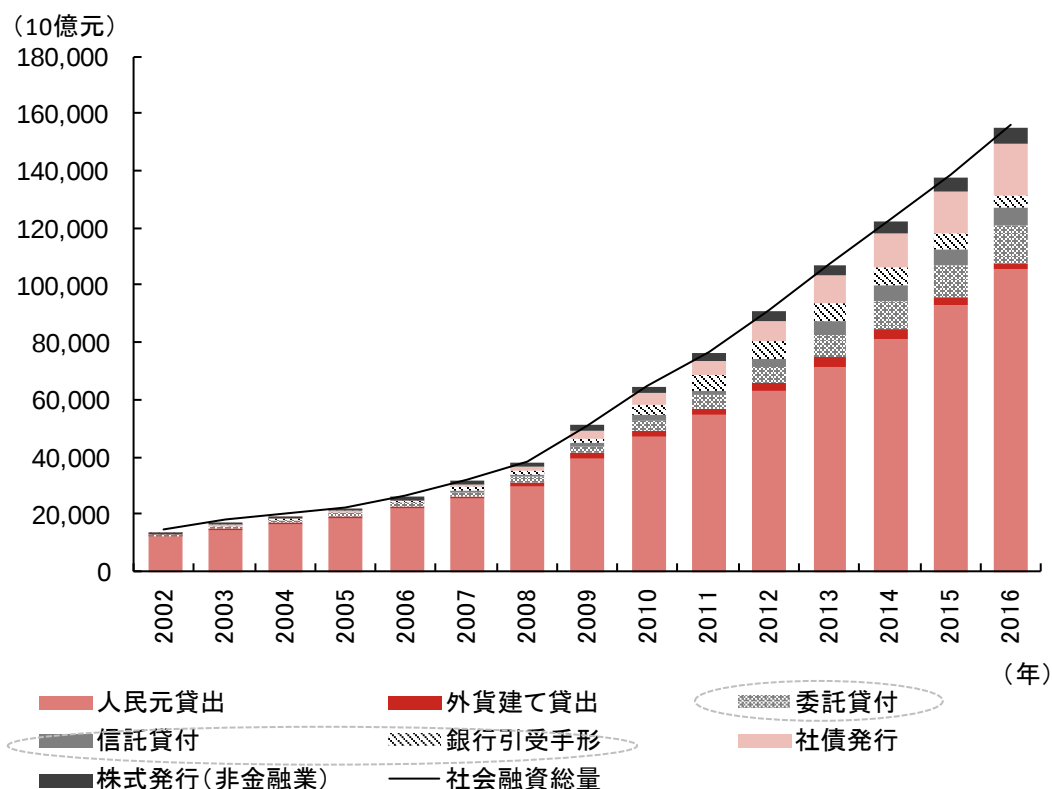
しかし、近年は中国のシャドーバンキングに変調がみられる。ムーディーズの試算によれば、2022 年のシャドーバンキングの残高は 50.3 兆元となり、2017 年以降は縮小傾向にある。これは、後述の当局による一連の規制強化策が、中国のシャドーバンキングの拡大 (本稿の SB①) の抑制に寄与したことを示唆している。特にコアのシャドーバンキング (委託貸付、信託貸付、銀行引受手形) については、2017 年をピークに減少へ転じた。

(3) 中国のシャドーバンキングの構造変化

実体経済に供給される社会全体の流動性の量を示す社会融資総量をみても、2010 年以降、増加傾向が顕著に表れている (図表 19)。これは、国内の銀行貸出と債券融資の増加を反映しているだけでなく、シャドーバンキングを経由した銀行以外のチャネルによる貸出の急増も反映

した結果としばしば指摘されている⁵⁹。しかし、社会融資総量だけで中国のシャドーバンキングの全体像を正確に把握することは難しい。

図表 19 中国の社会融資規模の内訳（残高ベース）



（注）委託貸付、信託貸付、銀行引受手形はコアのシャドーバンキングを指す。

（出所）CEIC データベースより筆者作成。

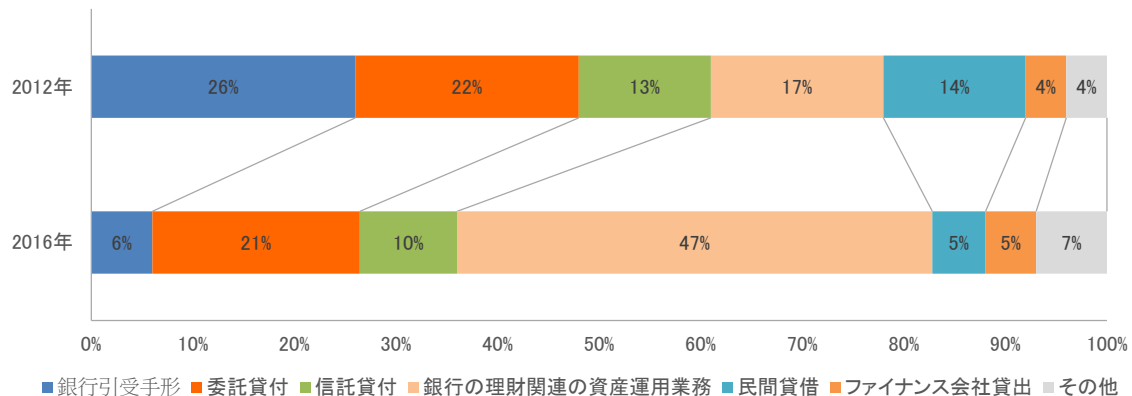
中国のシャドーバンキングを構成する多くの要素は、実体経済に供給される社会全体の流動性の量を示す社会融資規模⁶⁰の指標に反映されない。委託貸付、信託貸付、銀行引受手形といったコアのシャドーバンキング以外の要素、すなわち「コアでない要素」が急増した結果、中国のシャドーバンキング全体に占める比率は、2012 年末の 40%から 2016 年末には 64%に上昇した。中でも、銀行の理財関連の資産運用業務が全体に占める割合は、2012 年末の 17%から 2016 年末には 47%まで拡大した（図表 20）。一方、規制強化を受けて、銀行引受手形の全体に占める割合は 2012 年末の 26%から 2016 年末には 6%まで低下した⁶¹。

図表 20 中国のシャドーバンキングの構成（2012 年末と 2016 年末の比較）

⁵⁹ Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」（2016 年 4 月と 2017 年 11 月）。

⁶⁰ 社会融資規模（中国語で社会融資総量、英語で Total Social Financing : TSF）は、人民元貸出、外貨建て貸出、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債発行、株式発行（非金融業）などが含まれる。

⁶¹ Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」（2016 年 4 月と 2017 年 11 月）のデータによる。



(注1) 委託貸付、信託貸付、銀行引受手形はコアのシャドーバンキングを指す。

(注2) その他は、金融リース、小額貸出、質屋貸出、P2P レンディング、資産担保証券（ABS）および消費者金融会社を含む。

(出所) Moody's Investors Service 「中国影子銀行季度観測報告」(2016年4月と2017年11月)より筆者作成。

そのほか、2013年以降、中国のシャドーバンキングの規模が倍増したことについて、方正証券のレポート⁶²⁾はノンバンク資産管理業の急増がその背景にあると指摘している（方正証券、2017）。

方正証券は、先行研究のところで取り上げた中国人民銀行の『金融安定レポート（2014）』の広義のシャドーバンキングの定義⁶³⁾を基に、ノンバンクの資産管理業務とその他機関の融資類業務にまで対象を広げて、中国のシャドーバンキングの規模を推計した。方正証券の分析によれば、中国のシャドーバンキングは、銀行主導で拡大したことがわかる。

推計の具体的な対象は、①銀行の非伝統的な貸出業務とノンバンク（証券、ファンド、信託、保険）の資産管理業務、②その他の融資関連業務、すなわち融資担保会社、ファイナンス会社、金融リース会社の融資業務、③小額貸付会社、インターネット上のP2P レンディング、などである。方正証券は、上述の①②③の関連業務の資産を集計し、シャドーバンキングの全体規模を試算した（図表21）。

図表21 中国のシャドーバンキング規模（2010～2016年）

⁶²⁾ 方正証券(2017)。「中国影子銀行報告：銀行的影子和監管博弈—金融去杠杆之十四」, 7月12日, p.21.

⁶³⁾ 中国人民銀行の分類によれば、①狭義のシャドーバンキングは、規制を受けるか否かを判断の基準とする。主として金融事業の免許を有さない小額貸付、融資担保、P2P レンディング、申請登録されていないPE ファンド、第三者理財、民間貸借などが含まれる。②一般的なシャドーバンキングは、銀行システム以外の信用仲介と活動を評価の対象とした。つまり狭義のシャドーバンキングのほかに、金融事業ライセンスを有する信託、理財、MMF、資産管理、資産証券化、エクイティファイナンス、債券融資などが含まれる。③広義のシャドーバンキングは、非伝統的な貸出を評価の基準として、②のほか、オフバランスの銀行の非伝統的な貸出業務（銀行引受手形、信用状、未払代理決済、貸付承諾など）、オンバランスの銀行の非伝統的な貸出業務（標準化と非標準化投資、インターバンクビジネス、無利息資産、人民銀行預金など）が含まれる。

(単位:兆元)

年/業務形態		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
銀行の非伝統的貸出業務	委託貸付	3.64	4.41	5.17	7.22	9.33	10.93	13.2
	銀行引受手形	4.13	5.15	6.21	7	6.87	5.85	3.9
ノンバンク資産管理業務	資金信託残高	2.67	3.82	5.83	9.25	12.02	14.33	15.91
	証券会社資産管理業務規模		0.28	1.89	5.2	7.96	11.88	17.82
	ファンド会社資産管理業務規模		2.19	3.62	4.22	5.88	12.6	16.89
	ファンド子会社資産管理業務規模				0.97	3.74	8.57	10.5
	保険資産管理業務規模	2.97	3.52	4.05	4.97	6.06	7.72	10.06
その他融資関連の業務	ファイナンス会社の貸出	0.7	0.81	0.93	1.08	1.27	1.47	1.86
	P2Pレンディング残高	0.35	0.39	0.66	0.86	1.3	1.73	2.04
	小額貸付会社の貸出残高					0.06	0.23	0.62
	金融リース契約残高		0.31	0.51	0.73	0.89	0.95	0.93
	融資性担保残高	0.99	1.65	1.9	2.22	2.34	2.2	2.2
広義のシャドーバンキングの規模		15.45	22.54	30.77	43.72	57.72	78.47	95.94
銀行業の資産規模		90.04	104.93	124.22	143.99	164.6	187.32	216.19
シャドーバンキングの総資産/銀行業の総資産(%)		17	21	25	30	35	42	44

(出所) 方正証券「中国影子銀行報告：銀行的影子和監管博弈—金融去杠杆之十四」(2017年7月12日)、p.21。

図表 21 で示した通り、銀行の非伝統的貸出業務には、社会融資規模に含まれる委託貸出、銀行引受手形がある。ノンバンクの資産管理業務には、証券会社、ファンド会社とその子会社、保険会社などによる資産管理業務の資産残高と信託会社の資金信託業務残高が含まれる。そのほか融資関連業務には、融資性担保残高、ファイナンス会社貸出、金融リース契約残高、小額貸付会社の貸出残高、P2P レンディング残高が含まれる。

方正証券の試算結果によれば、2010 年末における中国のシャドーバンキングの規模は約 8 兆元であり、主に銀行の非伝統的貸出業務（委託貸付、銀行引受手形）で構成される。2010 年から 2016 年まで、銀行の非伝統的貸出業務の資産規模は年平均 11.9%、ノンバンクの資産管理業務の資産規模は年平均 43.6%、その他融資関連の業務の資産規模は年平均 20.8%のペースで増加した。とりわけノンバンクの資産管理業務が急拡大したことは、中国のシャドーバンキング全体の規模拡大に大きく寄与した。

2016 年末における、広義の中国のシャドーバンキングの規模は 95.94 兆元であり、同年の名目 GDP (74.4 兆元) の 1.29 倍に相当する。実際、中国銀行保険監督管理委員会の最新レポート『中国影子銀行報告』(2020 年第 9 期)によると、2019 年末に、広義の中国のシャドーバンキングの規模は 84.8 兆元⁶⁴と、方正証券の試算結果に近い数値となっている。同年の狭義の中国のシャドーバンキングの規模は 39.14 兆元と、広義の中国のシャドーバンキングの 46.2%

⁶⁴ 広義の中国のシャドーバンキングの規模は 84.8 兆元と、同年の名目 GDP の 86%、同年の銀行業総資産の 29%を占めている。

を占めている。ただし、この試算では資産管理業務の各業態について持ち合いによる重複の部分が除かれていないため、実際の数値より大きな結果になっていると考えられる。方正証券の試算によると、中国のシャドーバンキングの内訳は、ノンバンクの資産管理業務、銀行の非伝統的貸出業務、その他融資関連の業務が、それぞれ全体の74.2%、17.8%、約8%を占める。

なおここで留意すべき点として、ノンバンクの資産管理業務における資産は、シャドーバンキングの資産側に占める割合が一番大きい。それに対応する負債側の資金の供給源は、銀行の理財商品かインターバンク取引である。銀行は、これらの資金を「売掛金」、「売却可能の金融資産」、「レポ取引金融資産」⁶⁵、「インターバンク資産」などの項目で計上し、規制を回避している。

一方、中国のシャドーバンキングの中で割合が少ない民間金融は、銀行との関連性が低い。通常資金に余裕のある者が、小額貸付会社かP2P レンディングプラットフォームを通じて、資金ニーズのある者に直接貸し出している。

IV. 中国のシャドーバンキングの特徴⁶⁶

1. SB①と米国のシャドーバンキングの比較

中国のシャドーバンキング①型と米国型との比較は、様々な観点が考えられる。以下では、上部構造である金融システム要因の比較、シャドーバンキングの仕組みの比較、シャドーバンキングの役割・効果に関する比較という3つの視点から論じる。

(1) 金融システム要因の比較

第1に、中国の金融システムは銀行主導の間接金融中心の資金調達構造であるのに対し、米国では資本市場などの直接金融の比率が比較的高いことがあげられる。中国では、改革・開放政策の下で様々な金融改革が試みられ、金融資本市場の拡大と深化が大いに進展した。しかし欧米諸国と比較すると、依然として資本市場の規模は小さく、直接金融への依存度が低いというのに株式市場と債券市場のバランスが取れていない。このため、中国では、米国でみられる資産証券化を活用したシャドーバンキングの形態は未発達である。

第2に、中国では金融業務の業態別規制が厳格である。すなわち、銀行業務・証券業務・保険業務という3つの業態に跨る金融機関の経営は禁止されている。そのため銀行は、シャドーバンキングの担い手に出資することや、シャドーバンキングの保有資産を購入することができない。このような環境の下では、シャドーバンキングのリスクの銀行システムへの波及は限定的であり、金融システム全体に影響を及ぼすシステムミックリスクが生じる可能性も限定的と考えられる。

第3に、中国の金融システムは市場への浸透度が低く、情報開示も米国など先進国に比べて十分ではない。例えば、中国のシャドーバンキングで資金調達ツールとして利用されている理財商品は、情報開示が不十分であるため、リスクの所在が明らかではない。また、正確な情報開示を前提とした投資家の自己責任を問い得る環境にもないため、理財商品がデフォルトした

⁶⁵ 「買戻し条件付き売却取引」を意味する（レポ取引は日本における現先取引に該当）。

⁶⁶ SB①～③の主要プレーヤーとビジネスモデル、およびSB①の主な業務実態、米国との比較および潜在的なリスクと規制当局の対応等の詳細について、拙著『中国のシャドーバンキング—形成の歴史と今後の課題』をご参照。

場合のリスクの負担者も明らかではない。

第4に、中国では海外との間の資本移動が大きく制限されているため、中国の金融システムと海外とのリンクが弱い。その結果、何らかのショックが生じて、中国のシャドーバンキングに入り込んでいる海外市場の資金が一斉に引き揚げられる事態は起きにくいと考えられる。

（２）仕組みの比較

次にシャドーバンキングの仕組みを比較すると、次の２点を指摘できる。

第1に、中国のシャドーバンキングの資金は、金融市場における短期調達ではなく、個人投資家などが投資した理財商品をはじめとする様々な投資・資産運用ツールによって調達されたものである。このため、米国に比べて資金調達の安定性が高い。加えて、資金源が幅広いことから、金融政策引き締め効果が限定的である。

第2に、中国のシャドーバンキングは比較的単純な金融仲介構造であり、レバレッジが米国に比べて低い。米国のシャドーバンキングは、CDOやABSなどの証券化商品が含まれており複雑な構造を持つ一方、中国のシャドーバンキングは、欧米と比較して運用方式がシンプルである。レバレッジも、米国の30～40倍に対して、中国は10倍以下と比較的低い⁶⁷。

（３）機能の比較

最後にシャドーバンキングの効果・機能を比較すると、中国のシャドーバンキングは、中小企業などの資金調達の実需にもとづいて行われており、金融仲介機能の一端を担っている。これは、米国でのシャドーバンキングがサブプライム層など本来貸し出すべきではない借り手への融資を起点として組成されていたことと対照的である。このように中国で銀行を中心とする金融仲介チャンネルと別のチャンネルを構成していることは、「金融双軌制（二重構造の金融体制の意味）」と呼ばれている。

２．伝統的銀行システムとの比較

さらに、中国のシャドーバンキング①型を伝統的な銀行システム（預金・貸金）と比較すると、以下の特徴がある。

第1点として、シャドーバンキングは厳格な規制・監督を受けない一方、伝統的な銀行システムは厳しい規制を受ける。例えば、商業銀行の場合、①預金準備金の保有、②自己資本比率8%以上（レバレッジ12.5倍以下）の維持などが要求される。

第2点として、中国のシャドーバンキングによる資金調達は米国に比べて比較的安定性が高いが、預金ではない。そのため、銀行はコア預金のような安定的な調達が可能であるのに対して、シャドーバンキングでは資金調達ツールである理財商品などの満期が到来するたびに、資金繰りの心配が生じる。

第3点として、中国のシャドーバンキングの貸出金利は比較的高い。人民銀行は2011年に、中国における中小企業の経営に一定の困難が表面化したと指摘した。一部の地域においては、

⁶⁷ 欧米の主要銀行は、世界金融危機当時のレバレッジ（総資産/株主資本）が20～40倍と高いのに比べ、中国5大銀行（中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、交通銀行）は10倍以下である。

インフォーマル金融の貸出利息が急上昇し、中小企業の融資コストを押し上げたのである（中国人民銀行, 2011）。

以上を踏まえて、中国のシャドーバンキングの特徴について、米国のシャドーバンキングと伝統的な銀行システムと比較すると、図表 22 のようになる。

図表 22 中国のシャドーバンキングと米国・伝統的な銀行の比較

比較項目	伝統的な銀行システム	中国のシャドーバンキング	米国のシャドーバンキング
投融資先	実需	実需 (伝統的な銀行システムの補完的な役割)	金融商品 (証券化を経由)
仲介構造	単純	単純	複雑
レバレッジ	10-15倍	10倍以下	20倍以上、30~40倍 (バブル、金融危機前)
リスク	小	中	大 (システミックリスクの発生)
資金源	預金	銀行信用貸出など	資本市場、ファンド、投資家
規制監督	厳格な銀行規制	一部に業種別の金融監督	金融機関の自己規律、市場規律
情報開示	透明	不透明	不透明
市場性(海外との リンケージ)	弱い	弱い	強い
危機形態	取り付け騒ぎ(預金)、 デフォルト(負債側)	デフォルト(負債側)	市場の機能不全、投資商品 価値の暴落
金融包摂の役割	小	大	無

(出所) 筆者作成

3. SB①の潜在的リスクと規制対応

中国の SB①においては、規制回避・規制裁定の目的で様々な金融イノベーションの商品が生まれた。伝統的な銀行業務と比較して、中国の SB①は手数料が低く、レバレッジが高いという特徴を持つ。2008 年の世界金融危機後、厳しい金利規制と金利調整幅の制限、貸出総量規制と商業銀行の預貸比率規制の強化などを受け、商業銀行は貸出制限を回避するため、自己資本を利用せずに収益を上げることのできるオフバランス取引（銀信合作、銀証合作、銀行とノンバンクの合作、インターバンク取引など）を積極的に展開した。こうした中、米国のシャドーバンキングと同様に、中国の SB①の急拡大に伴う潜在的なリスク、すなわち、①調達運用の期間のミスマッチ、②信用リスク・流動性リスク、③政策リスク、といったリスクが金融システムに不安定性をもたらしている。

中国の SB①が直面する潜在的リスクとして、次の 5 点を指摘できる。第 1 は、調達運用の期間のミスマッチを意識的に作り出したことである。第 2 は、中国の金融システムの不安定性が上昇していることである。すなわち、中国の SB①の急拡大で、金融が実体経済から乖離しているというリスクが浮上している。第 3 は、大型商業銀行よりも、中小型商業銀行が直面するリスクが高いことがある。第 4 は、中国 SB①は短期的には流動性リスク、中長期的には信用リスクに直面している。第 5 は、中国の SB①と銀行は、実質的にリスクを共有する構造に

あったことである。

中国では、2004年に最初の銀行理財商品が販売されたのを契機に、SB①の資産管理業務は急速に発展した。これは、直接金融市場の発展、家計投資チャネルの拡大、金融機関の経営モデルの改善・実体経済の融資需要の補填に積極的な役割を果たした。一方、資産管理業務に関する適応ルール相違や複雑な商品構成などの問題も徐々に顕在化し、市場秩序を規範化すべきといった要望も増えている。現在、マクロプルーデンスの管理とミクロプルーデンスの監督の融合、機関規制と機能規制の融合、同類商品に対する統一基準の導入、業界や市場を超えたリスクの拡散防止など、抜本的な制度設計が喫緊の課題となっている。

V. SB②とSB③の拡大と米国との比較、潜在的なリスクと規制対応

世界金融危機後に問題視された米国のシャドーバンキングは金融規制回避によるリスクの潜在化を惹起し、金融危機の遠因となったという消極的評価が多い。一方、中国でシャドーバンキング（影子銀行）とされるものには多様な業務実態が存在し、一概に論じることは適切ではない。SB①、②、③それぞれの発展メカニズム、形成過程、そのリスクについて考察すれば、後2者には、さまざまな問題の指摘が可能であるものの、自由競争への転換と金融包摂の意義や、金融分野におけるイノベーションの活性化をもたらす面があるという積極的評価が可能である。

1. インフォーマル金融（民間貸借）の拡大と米国との比較

2010年のマクロ金融政策の引き締めによって、企業は銀行のチャネルでは満足に資金調達ができず、柔軟性のある民間貸借へと向かった。一方、物価が持続的に高騰し、実質金利が長期的にマイナスに陥った。このため、民間融資が急速な勢いで増加した。企業によっては、不動産等の固定資産を担保にした銀行からの借入以外に、高利貸に預けて高い金利を得るところも増えている。中国のインフォーマル金融は、中小企業金融において重要な役割を果たしている。借り手となる中小企業から見れば銀行からの融資は期待し難い。一方、預金者から見れば預金金利が実質マイナス（名目金利－物価上昇率）となっており、より有利な運用方法を求めるニーズが増大した。このような中、両者のニーズに応える形で、近年インフォーマル金融（民間貸借）が急増した。中国のインフォーマル金融は、①営業地域や対象が広範、②金利が高い、③利用される割合が高い、④関連訴訟案件の発生率が高いの4つの特徴がある。

米国のインフォーマル金融と中国のSB②を比較し、その違いは次の3点を指摘できる。第1は、借り手の違いである。米国のインフォーマル金融の利用者は、基本的に低所得層、とりわけアフリカ系・ラテン系・ヒスパニック系の移民が多い。一方、中国では、インフォーマル金融の借り手は主に中小企業や個人である。第2は、資金使途の違いである。米国では、インフォーマル金融からの借入は、主に生活必需品の購入や、医療費などの支払いに充てられる。一方、中国では、借入資金は、主に中小・零細企業、農業経営の運転資金に用いられる。第3は、インフォーマル金融に対する当局のスタンスの違いである。米国では、世界金融危機の教訓を受けて消費者保護の観点から、高利貸しのインフォーマル金融に対する規制が強化された。一方、中国では、政府による金融包摂推進の一環として、インフォーマル金融に対して寛容な政策がとられている。

2. フィンテック型のシャドーバンキングの発展と米国との比較

中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス（以下、OAF）は、2013 年以降の数年間急速に成長した。その拡大背景として、①世界最大のインターネット人口と電子商取引市場を擁していること、②銀行の貸出能力の限界と景気減速による新規貸出の慎重化、③旺盛な資金運用ニーズの存在、④規制の裁定機会の存在、の4点が指摘できる。

中国の OAF において最大の割合を占めるのは、P2P レンディング⁶⁸である。米中の P2P レンディングの違いとしては、①貸し手（投資家）の条件の違い、②ビジネスモデルの違い、③業務規制の違い、④与信審査とリスク管理の違い、の4点である。

そのほかに、中国のネット小口融資⁶⁹などのインターネットファイナンスの急成長も注目されている。代表的な事業者（サービス）には、ANT 傘下にある浙江網商銀行の「網商貸」（元の阿里小貸）がある。「網商貸」の前身は、2010 年にアリババによって設立された「阿里小貸」⁷⁰である。2015 年 6 月、民営ネット専門銀行である浙江網商銀行（ANT30%出資）の設立に伴い、同サービスは浙江網商銀行に引き継がれた。アリババの EC サイト上で運営する中小店舗や個人を主な対象として、無担保、かつ、簡単で利便性の高い小口融資（EC サイトの会員向け）を提供している。

中国では、フィンテック型のシャドーバンキング（SB③）は、伝統的な金融機関から独立する決済プラットフォームをもとにした、既存の金融サービスを補完・代替する新たなサービスが提供されている。SB③の発展は金融イノベーションにつながることから、当局はこれらの動きを止めるのではなく、発展を容認する方向にある。

3. SB②と SB③の潜在的なリスク

SB②と SB③は、SB①と異なって、規模が小さいため、仮にデフォルトが生じたとしても、システミックリスクを引き起こす可能性は低い。つまり、中国の SB②と SB③の潜在的なリスクは、個人リスクにとどまるため、中国の金融システム全体へ波及するリスクが軽微である。

P2P レンディングの潜在的なリスクは、①投資対象資産のすり替えと取り付け騒ぎに伴うリスク、②虚偽の宣伝と非合法性のリスク、③信用仲介の領域を超え、非合法的な資金募集を行うリスク、④資金プールに伴うリスク、⑤資金の預託管理とモラルハザードのリスク、の5点が指摘できる。

フィンテック企業の主なリスクとしては、①リスク隔離メカニズムが欠如したまま金融事業と実業が混在し、リスクが交互に伝播しうること、②持ち株会社と支配会社間の支配関係あるいは受益関係が不透明で、リスクが隠蔽されていること、③持ち株会社全体に対する資本制約がなく、リスクを防御できる真の資本が不足していること、④一部の親会社が、自己の支配する金融機関の経営に関与し、関連取引を利用して利益を流用するなど金融機関と投資家の利益を損なっていること、などが挙げられる。こうした巨大フィンテック企業がもたらす潜在的なリスクに対して、2015 年以降、中国政府は徐々に規制を強めるようになった。

⁶⁸ P2P レンディングは、貸し手と借り手がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借することを指す。

⁶⁹ ネット小口融資とは、インターネット事業者が傘下の小額貸付会社を通じて、自社の電子商取引サービスを利用する顧客に提供する小口融資サービスである。

⁷⁰ 2010 年、ネット小口融資である淘宝貸出サービスの提供を開始した。

4. SB②とSB③の規制当局の対応と今後の方向性

規制当局は、中国のSB②型の貸出金利に対してルール整備を行っている。他方、中国政府は、フィンテック型のシャドーバンキング（OAF、SB③）に対して2つの側面から規制に取り組んでいる。1つは、「穏健で寛容的な規制政策」を導入しながら、イギリスのRegulation Sandboxの手法に似た規制の実験を行うというスタンスである。もう1つは、インターネットプラットフォームを活用した様々なフィンテック分野を公式に認定するとともに、しっかりとルールを定めて規制監督の強化を明確化するという方向性である。

今後、規制当局は、公正競争の促進や独占の禁止、無秩序な資本拡大の防止などの観点から、公平で厳格な監督を堅持していくと予想される。規制強化の方向性として、①金融イノベーションは、根幹となる実体経済・金融を支えなければならない、②金融事業を展開する場合、当該ライセンスの取得・保有を必須とし、金融活動をすべて金融監督下に収めること、③プラットフォーム事業者の規範化と発展を推進すること、の3点が指摘できる。

VI. 今後の研究課題と研究方法

今後の研究課題の内容は、中国のシャドーバンキングが住宅市場および景気循環に与える影響に関してベクトル自己回帰（Vector Autoregression: VAR）モデルおよび動学的確率的一般均衡（Dynamic Stochastic General Equilibrium: DSGE）モデルを利用して定量的に把握し、シャドーバンキングの役割を前提とした望ましい政策を提言することである。シャドーバンキングが住宅市場および景気循環に与える影響に関する研究は近年飛躍的に発展しており、それを前提とした規制も議論されている。しかし、先行研究では危機の拡大効果に注目したものが多く、主な融資対象である住宅市場や地方インフラ整備などの特徴が必ずしも含まれていない。このため、シャドーバンキングの持つ正の側面を必ずしもとらえ切れていない可能性がある。そこで、筆者の上述の制度的研究の知見をふまえ、金融市場全体の特徴や、シャドーバンキングと密接な関係にある住宅市場の特徴、および地方の財政政策の要素を盛り込み、そのメリットにも注目した研究を行う。

中国の金融市場では、特に直接金融の未発達により資金が需要超過となりやすいことが知られている。また、住宅市場においては、予約販売制度が多用されていることによって諸外国以上に売手と買手の間で情報の非対称性が大きくなっている面がある。したがって、住宅市場の内部で経済的ショックが拡大されやすい面があり、シャドーバンキングはむしろ変動を抑えている可能性もある。また、固定相場制や資本規制（海外からの資金調達の制限）のように諸外国との前提条件が異なる面があり、シャドーバンキングがこれらを補完する役割を果たしている可能性もある。

以上のように、シャドーバンキングの果たしている正負両面の役割に注目し、中国における各市場の特徴をふまえた上で必要な規制について考える点が本研究の独自性・創造性である。中国経済は海外に与える影響が大きく、日本を含む他の国にとってもその景気循環に対する理解は重要であると考えられる。また、シャドーバンキングのさまざまな形態や不動産市場等の特徴を盛り込んだ理論モデルは他国における類似の現象の分析にも応用可能であるとともに、各国共通ルールの設計を議論する上でも有用になるものと考えられる。

今後の研究方法是次の2つモデルを用いる。まず中国のシャドーバンキングが住宅市場およびマクロ経済に及ぼす影響につき、VAR分析によって実証的に明らかにしたい。次に、実証

分析の内容をふまえて DSGE モデルを構築し、景気循環に影響する要素を抽出するとともに政策について考察したい。いずれもモデル化および結果の妥当性について検証するため、米国と中国の出張を実施し、ヒアリングなどで補完する。

VII. おわりに

中国のシャドーバンキングは、銀行の資金仲介機能を補完するものとして発達した点は米国のシャドーバンキングと共通するものの、その構造は異なり、制度化された金融システム内で資金提供者が多様化するとともに、制度外の民間部門の金融活動が発展する形で展開されている。これらの米国との差異から、中国のシャドーバンキングは自由競争への転換と金融包摂の意義や、金融分野におけるイノベーションの活性化をもたらすという積極的評価が可能である一方で、銀行仲介ルートを回避せざるを得ない構造的な問題も指摘されている。

中国のシャドーバンキングは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と考えられる。すなわち、中国のシャドーバンキングを欧米での規制強化論下のネガティブな視点のみ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。近年、中国のシャドーバンキングの形成と発展は、従来の間接金融を中心とする伝統的な金融システムから金融市場改革へのシフトを後押ししているとの評価が可能である。

中国のシャドーバンキングへの規制は、他の規制との整合性からは問題点もあるほか、情報開示の強化、リスク管理の高度化などの個別規制が必要である。一方で、中国のシャドーバンキングは資産運用調達の実需があらたなルートでマッチングされたものであり、実体経済にプラス効果をもたらす側面があるとの評価も可能である。補完的なリスクマネーの仲介ルートとして育成するには、情報開示の徹底、金融リテラシーの向上、自己責任原則の浸透の3点が急務であることを指摘しておきたい。

中国のシャドーバンキング問題は、世界の金融危機を引き起こすのではないかと懸念も表明されているものの、①運用方式がシンプル、②レバレッジ比率が低い、③複雑な証券化商品が多くなく、比較的リスクの把握が容易、④世界の金融市場との結び付きが弱い、などの理由から、問題が生じたとしてもその影響は中国国内に留まり、世界的な影響は限定的と考えられる。

今後、中国のシャドーバンキングが発展することになれば、中国において過去 40 年間余にわたり行われてきた金融システム改革を加速させる要因となる可能性もある。すなわち、金融自由化（金利、為替、資本取引）、金融イノベーション（多様な商品開発）の活性化、金融機関同士の競争と業務の差別化を一層加速させ、中国の現代金融システムの発展への道が開けてくるであろう。

また、フィンテック型のシャドーバンキングの発展は、伝統的な金融機関とは独立した決済プラットフォームをもとに、既存の金融サービスを補完・代替するサービスと位置づけられ、金融包摂の手段としても最近注目されている。P2P レンディングなど中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスのようなフィンテック型のシャドーバンキング（SB③）の金融への異業種参入は、金融自由化と金融イノベーションのエンジンとなることから、これらの動きを止めるのではなく、新規参入者に伴う活性化の機会ととらえるべきである。金利の自由化が完了すれば、金融政策手段の変更（準備率から市場金利誘導などへ）も視野に入り、既存金融機

関の行動変化（中小企業への金融拡大など）も期待される。

参考文献

<中国語>

- 閻慶民,李建華 (2014).『中国影子銀行監管研究』中国金融四十人論壇書籍シリーズ,中国人民大学出版社.
- 王喆,張明,劉士達 (2017).「從“通道”到“同業”—中国影子銀行体系的演進歷程、潛在風險与發展方向」,中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際投資研究室, Working Paper No. 201702, March 28, pp.1-27.
- 國務院(2013).「國務院办公厅關於加強影子銀行監管有關問題的通知」(国弁發【2013】107号文),12月.
- 高海紅,高蓓 (2014).「中国影子銀行与金融改革:以銀証合作為例」、中国社会科学院世界經濟与政治研究所,『國際經濟評論』,第2期,3月, pp.118-132.
- 邵宇 (2013).「影子銀行:國際図景及中国形態(下)—流動性經濟学之四一」東方証券,6月20日, pp.1-45.
- 張明(2013).「中国式影子銀行:界定、成因、風險与对策」,中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際金融研究中心, Working Paper No. 2013W05, April 25, pp.1-18.
- 張明,鄒曉梅,高蓓 (2014).「中国における資産証券化:現状と展望」,『季刊中国資本市場研究 2014 年春号』,公益財団法人野村財団, pp.41-53.
- 張明,高海紅,劉東民(2014).『透視中国影子銀行体系』,中国社会科学院出版社.
- 中国人民銀行(2011).「第2 四半期金融政策實施報告」中国人民銀行,8月12日 pp.1-25.
- 中国人民銀行調查統計司等(2012).「影子銀行体系的內涵及外延」中国人民銀行調查統計司与成都分行調查統計处聯合課題組,10月, pp.1-15.
- 中国人民銀行行金融穩定分析小組(2017).「中国金融穩定報告 2017」,8月.
- 中国人民銀行行金融穩定分析小組(2014).「中国金融穩定報告 2014」,7月.
- 中国銀行業監督管理委員会 (2010).「中国銀監会關於規範銀信理財合作業務有關事項的通知」,8月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2011).「中国銀監会關於進一步規範銀信理財合作業務的通知」,1月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2015).「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(パブリックコメント募集稿),12月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2016).「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」(2016年第1号),8月.
- 中国銀行業監督管理委員会(2017).「中国銀行業監督管理委員会 2016 年報」,7月25日.
- 中国银行保險監督管理委員会(2020).「中国影子銀行報告」(2020年第9期),12月.
- 方正証券(2017).「中国影子銀行報告:銀行的影子和監管博弈—金融去杠杆之十四」,7月12日, pp.1-26.

<日本語>

- 陳玉雄(2010).『中国のインフォーマル金融と市場化』,麗澤大学出版会,12月.
- 日本銀行北京事務所(2014).「中国のシャドーバンキング」No.38, pp.32-25.
- 李立榮(2008).「サブプライム問題發生のメカニズムとアメリカ經濟・金融への影響」Business & Economic Review 日本総合研究所,2008年2月号, pp.2-54.
- 李立榮(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 日本総合研究所,2012年7月号, pp.144-174.
- 李立榮(2013b).「シャドーバンキングの実態と金融システムの不安定性」『金融ビジネスの病態と素因—インセンティブ構造再設計の視点—』の第4章,一般社団法人金融財政事情研究会, pp.78-105.
- 李立榮 (2014).「世界金融危機は再来するか—中国シャドーバンキングの実態—」(対談),『ARES 不動産証券化ジャ

ーナル Vol.18』, 4 月.

李立栄(2015a).「中国のシャドーバンキングの動向と金融システム改革の課題」学会誌『証券経済学会年報』第 49 号別冊 (第 81 回春季全国大会・学会報告論文), 証券経済学会, 2 月, pp.1-18.

李立栄(2015b).「中国のシャドーバンキング(影子銀行)の形成と金融システム改革の課題」『資本市場の変貌と証券ビジネス』の第 5 章, 公益財団法人日本証券経済研究所, pp.136-175.

李立栄(2015c).「中国のシャドーバンキングと金融システム改革の課題」『信用理論研究』, 信用理論研究学会, 5 月, pp.83-107.

李立栄(2015d).「急成長する中国のコンシューマー向けインターネットファイナンス」『野村資本市場クォーターリー』, 2015 Vol.19-1 Summer, 野村資本市場研究所, 8 月, pp.82-106.

李立栄(2015e).「中国個人金融における異業種参入がもたらすイノベーションの進展—インターネットを活用した金融サービスの多様化—」『パーソナルファイナンス研究』, No 2, 11 月, pp.67-85.

李立栄(2017a).「独自の発展を遂げる中国のフィンテック」『国際金融』(新年特別号), 外国為替貿易研究会, 1 月, pp.42-51.

李立栄(2017b).「急成長する中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』, 2017 Vol.20-3 Winter, 野村資本市場研究所, 2 月, pp.170-190.

李立栄(2017c).「中国のパーソナルファイナンスにおけるビッグデータの活用」パーソナルファイナンス学会著『パーソナルファイナンス研究の新しい地平』の第 2 章, 文眞堂, 11 月, pp.25-53.

李立栄(2018a).「中国型フィンテックの発展モデルについて」証券経営研究会編『変貌する金融と証券業』の第 8 章, 日本証券経済研究所, 4 月, pp.193-240.

李立栄(2018b).「中国で進展するデータ駆動型金融—アリババグループの先進的な取り組み—」『国際金融』, 外国為替貿易研究会, 9 月, pp.32-44.

李立栄(2020a).「人工知能を用いた与信業務の展開とその影響—中国の先進事例分析—」『大銀協フォーラム研究助成論文集』, 一般社団法人大阪銀行協会, 2 月, p.1~23.

李立栄(2020b).「最近の中国のフィンテックの発展と我が国への示唆」『金融構造研究』第 42 号, 一般社団法人全国地方銀行協会金融構造研究会, 6 月, pp.18~37.

李立栄(2021a).「中国におけるデータ駆動型金融に関する研究」証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』, 日本証券経済研究所, 2 月, pp.44-85.

李立栄(2021b).「中国のパーソナルファイナンスにおける人工知能(AI)の活用」, Web ジャーナル『パーソナルファイナンス研究』(No.7), パーソナルファイナンス学会, 3 月, pp.25-46.

李立栄(2021c).「中国のフィンテック規制強化とその影響」, 『証券レビュー』第 61 巻第 6 号, 日本証券経済研究所, 6 月, pp.55-71.

李立栄(2022).「中国の不動産金融の構造問題と高まる金融システムリスク」, 『東亜』第 666 号, 一般財団法人霞山会, 12 月, pp.18-25.

李立栄 (2022)『中国のシャドーバンキング—形成の歴史と今後の課題』早稲田大学出版部, 5 月

李立栄(2023).「中国の不動産金融問題のリスクとその影響」, 『金融ジャーナル』第 64 巻第 13 号, 金融ジャーナル社, 12 月, pp.88-92.

<英語>

Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009a). “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” Banque de France Financial Stability Review, No. 13, September, pp. 1-10.

Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009b). "Money, Liquidity and Monetary Policy," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.360, January, pp.1-11.

Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009c). "Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 396, October, pp.1-12.

Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft (2012a). "Shadow Banking: A Review of the Literature," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.580, October, pp.1-36.

Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft (2012b). "Shadow Banking Regulation," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.559, April, pp.1-54.

Bernanke, Ben and Mark Gertler (1999). "Monetary Policy and Asset Price Volatility," NBER Working Paper 7559.

Bhatia, Ashok Vir (2011). "Consolidated Regulation and Supervision in the United States," IMF Working Paper, January, pp.6-12.

Chen, Kaiji, Jue Ren, and Tao Zha (2018). "The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China," *American Economic Review*, 108(12): pp.3891–3936.

Chang, Chun, Zheng Liu, Mark M. Spiegel, Jingyi Zhang(2019). "Reserve requirements and optimal Chinese stabilization policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol.103, pp. 33–51.

Diamond, Douglas W and Philip H Dybvig (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 91(3), June, pp.401-419.

Geithner, Timothy F. (2008). "Reducing system risk in a dynamic financial system," June 9th.

PIMCO (2007). "Global Central Bank Focus- Teton Reflections," August 8, pp.1-4.

Financial Crisis Inquiry Commission (2011). "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States," pp.27-37.

Deutsche Bank (2014). "Chinese Banks : Banks' connectivity with the shadow banking system," Deutsche Bank Market Research, 7 April, pp. 29-37.

Elliott, Douglas, Arthur Kroeber, Yu Qiao (2015). "Shadow banking in China: A primer," The Brookings Institution, March.

Financial Service Authority (FSA)(2009). "The Turner Review: A regulatory response to the global banking," March.

Financial Conduct Authority (2015). "Regulation Sandbox," November .

FSB (2011a). "Shadow Banking: Scoping the Issues," 12 April.

FSB (2011b). "Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation," 27 October, pp.1-43.

FSB (2012). "Global Shadow Banking Monitoring Report 2012," 18 November, pp.1-27.

Federal Reserve Bank of San Francisco (2013). "Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure," April, pp. 1-5.

FSB (2013a). "FSB Publishes Policy Recommendations to Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking," 29 August.

FSB (2013b). "Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking," 29 August.

FSB (2017a). "Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns," 3 July.

FSB (2017b). "Global Shadow Banking Monitoring Report 2016," 10 May.

FSB (2017c). "Global Shadow Banking Monitoring Report 2016 - Monitoring Dataset," 10 May.

Francesco Ferrante (2018). "A Model of Endogenous Loan Quality and the Collapse of the Shadow Banking System," *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, no. 4, October, pp. 152–201.

Gertler, Mark, Nobuhiro Kiyotaki (2015). "Banking, Liquidity, and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy," *American*

Economic Review, vol. 105, no. 7, July, pp. 2011–43.

Gertler, Mark, Nobuhiro Kiyotaki (2020). “Credit booms, financial crises, and macroprudential policy,” *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, Supplement 1, August, pp.S8-S33.

Germaschewski, Yin (2022, 2023). “House price volatility in China: Demand versus supply,” Vol. 61, Issue 1, *Economic inquiry*, pp. 199-220.

Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore (1997). “Credit Cycles,” *Journal of Political Economy*, vol. 105, issue 2, pp.211-48.

Le, Vo Phuong Mai , Kent Matthews, David Meenagh, Patrick Minford, Zhiguo Xiao (2022). “Regulatory arbitrage, shadow banking and monetary policy in China,” *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol.80, 101640.

Meeks, Roland, Benjamin Nelson, Piergiorgio Alessandri(2017). “Shadow Banks and Macroeconomic Instability,” *Journal of money, credit, banking*, Vol. 49, Issue 7, October, pp. 1483-1516.

Ma, Chao, Shuoxun Zhang (2024). “Can housing booms elevate financing costs of financial institutions?,” *Journal of Development Economics*, vol. 167, 103230.

Min, Feng, Fenghua Wen, Jiayu Xu, Nan Wu (2023). “Credit supply, house prices, and financial stability,” *Finance Economics*, Vol.28, Issue 2, pp.2088-2108.

Ouyang, Alice Y. and Jifan Wang (2022) . “Shadow banking, macroprudential policy, and bank stability: Evidence from China’s wealth management product market, *Journal of Asian Economics*, vol. 78(C).

PIMCO (2007). “Global Central Bank Focus- Teton Reflections,” August 8, pp.1-4.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky (2010). “Shadow Banking,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.458, July, Revised February 2012, pp. 1-26.

Shin, Hyun Song (2010). “Financial Intermediation and the post-crisis financial system,” BIS Working Papers, No 304, March, pp.1-28.

Secretariat of the Group (2009). “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU,” 25 February.

Société Générale (2011). “China’ s Shadow Banking Needs A Rescue,” October 5.

The Economist (2013). “China’ s Shadow banks: The Credit Kulaks,” June 1st-7th, pp.66-67.

USB Securities (2012). “China’ s Shadow Bank Lending,” October.

Viñals, Jose, Jonathan Fiechter, Ceyla Pazarbasioglu, Laura Kodres, Aditya Narain and Marina Moretti (2010). “Shaping the New Financial System,” IMF Staff position note, October 3, pp.4-26.

Yang, Liu, S. van Wijnbergen, Xiaotong Qia, Yuhuan Yi (2019). “Chinese shadow banking, financial regulation and effectiveness of monetary policy,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.57. 101169.