



# 金融構造の進化からみる 現在の「シャドーバンキング」<sup>1</sup>

巴 曙松<sup>\*</sup>

## 要約

1. 「シャドーバンキング（影の銀行）」という概念は、金融構造によって異なる意味合いを持つ。本稿では、中国の「シャドーバンキング」を、銀行の資産運用業務（理財業務）、信託会社等のノンバンクと定義して議論を進める。
2. 「シャドーバンキング」の主要な特徴から見た場合、中国の「シャドーバンキング」システムは流動性の変換や信用リスクの面で相応の特徴を備えているものの、全体としては既に正規の監督体制下に置かれており、しかもシステミックリスクを引き起こす可能性のある高いレバレッジや償還期限のミスマッチといった典型的特徴を持たない。また、その規模やリスクもシステミックリスクにつながるほど大きなものではない。
3. 現在の中国の「シャドーバンキング」システムは、むしろ金融構造の発展、資金調達が多様化への過程を示す事象という側面が大きい。中国では、「シャドーバンキング」という概念を徐々に解消し、こうした金融イノベーションに含まれるリスクの特徴や機能・有効性を分類して検討すべきである。同時に、個別のリスクに対する監督政策を打ち出し、システミックリスクを小さくするとともに、金融構造の改善を促すべきである。

## I、はじめに

最近、国内の銀行による資産運用商品（理財商品）をめぐる議論が活発化するにつれ、「シャドーバンキング（影の銀行）」という概念が各方面の関心を集めている。国際金融界の「シャドーバンキング」に対する定義づけ、意味合い、意義は、各経済主体の経済・金融構造や金融の発展段階、金融監督の環境と事実上不可分の関係にある。

## II、「シャドーバンキング」の意味合いと特徴

<sup>1</sup> 本稿は「金融構造の進化からみる現在の「シャドーバンキング」」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

<sup>\*</sup> 巴曙松 國務院發展研究中心金融研究所 副所長

## 1. 「シャドーバンキング」の一般的な定義

「シャドーバンキング (Shadow Banking)」の概念が初めて示されたのは2007年、PIMCOのマネージング・ディレクターであったポール・マカリー氏によってである。現在では、「シャドーバンキング」の定義は、国際的な金融監督組織の間ではほぼ一致している。2011年4月、金融安定理事会 (FSB) は「シャドーバンキング：対象の画定」<sup>2</sup>と題する研究報告の中で、「シャドーバンキング」について「銀行に対する監督管理システムの外にあり、システミックリスクや規制に関する裁定行動 (Regulatory Arbitrage) 等の問題を誘発しうる信用仲介システム (各種関連機関や業務活動を含む)」と定義している。「シャドーバンキング」がシステミックリスクを引き起こす要因としては、4つが挙げられる。すなわち、償還期限のミスマッチ、流動性変換、信用変換、高レバレッジである。

金融安定理事会は「シャドーバンキング」について比較的明確な定義と特徴づけを行ったが、各国の金融構造、金融市場の発展段階、金融監督の環境はさまざまであり、「シャドーバンキング」の構成もそれぞれ異なる。米国の「シャドーバンキング」システムは、マネーマーケットファンド (MMF) 等の投資ファンド、投資銀行等による証券化を通じてリスク分散やレバレッジ拡大等を行う信用仲介システムが主体である。一方、欧州の「シャドーバンキング」システムはヘッジファンド等の投資ファンドや証券化取引が主体である。しかし、こうした欧米先進国で「シャドーバンキング」の主体をなす機関は、現在の中国の金融システムにおいてはまだ普及していない。

## 2. 中国の「シャドーバンキング」の定義

現在の中国金融市場において「シャドーバンキング」の概念に相当する存在について、金融界はさまざまな研究視点から検討を加えているが、これらを総合すると四種類の定義にまとめられる。

うち、①最も狭い定義では、「シャドーバンキング」は銀行の資産運用業務 (理財業務) と信託会社の二つのみを指す。②比較的狭い定義では、銀行の資産運用業務と信託会社に加え、ファイナンス会社、自動車ローン会社、金融リース会社、消費者ローン会社といったノンバンクが含まれる。③比較的広い定義では、これらに加えてインターバンク業務、委託貸付等のオフバランス化業務、融資型信用保証会社、小口貸付会社、質屋等のノンバンクが含まれる。④最も広い定義では、これらに加えて民間融資が含まれる。

本稿では一般性を保つため、注目度が最も高く、かつ現時点において最もよく取り上げられている③の比較的狭い定義を採用し、「シャドーバンキング」を銀行の資産運用業務と信託会社等のノンバンクと想定して議論を進める。

## Ⅲ. 本質的に異なる中国と欧米の「シャドーバンキング」

### 1. 「シャドーバンキング」の境界線

上述した定義・特徴や、今回のグローバル金融危機における「シャドーバンキング」システムの機能を踏まえると、「シャドーバンキング」であるか否かの境界線としては主に次の3点を挙

<sup>2</sup> 原典は “Shadow Banking: Scoping the Issues A Background Note of the Financial Stability Board”  
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf) (訳者注)

げることができる。

第一に、正規の金融監督システムに組み込まれているかどうかである。危機の前、欧米のヘッジファンド等の「シャドバンキング」は、十分な監督を受けておらず、これら機関はレポや資産証券化等の金融イノベーションを通じてバランスシートを絶えず拡大することで、低コスト・高リスクの運用を実現した。

第二に、償還期限のミスマッチや高レバレッジ運用の特徴を備えているか、かつ単体の金融機関に対して比較的大きなリスクをもたらさうか、である。金融危機の時点で、欧米の「シャドバンキング」が保有する負債は、銀行間借入やコマーシャルペーパー等短期のホールセール・ファイナンスが主体であった。一方で、資金の投資先は償還期限が長く、流動性の低い資産担保証券等の資産であった。このため、償還期限のミスマッチが著しい。危機発生前には米国の主要投資銀行のバランスシートは急激に拡大し、平均レバレッジ比率は 40 倍程度にまで達した。危機が発生すると、激しいデレバレッジ効果が資産価格の大幅下落を助長した。

第三は、関連性や波及性によってシステムリスクがもたらされる可能性があるかどうかである。危機以前、欧米の「シャドバンキング」システムは業務のやりとりや株式投資等の形で、商業銀行システムと相互に関連しており、その結果、危機が発生するとリスクが急速に「シャドバンキング」システムを通じて従来の商業銀行システムに波及し、システムリスクをもたらした。

## 2. 中国の「シャドバンキング」の現状

上述の三原則に基づけば、中国において「シャドバンキング」システムの根本的な目的は規制に関する裁定行動であり、流動性変換や信用リスクの特徴を備えている点は欧米と同様であり、リスク管理の強化は必要である。しかし、中国の「シャドバンキング」は、全体としては正規の監督体制下に組み込まれており、高レバレッジや償還期限のミスマッチといった「シャドバンキング」の典型的な特徴を備えてはおらず、その規模やリスクも、システムリスク発生の可能性を大きく高めるほどではない。

### 1) 金融監督の観点

第一に、中国の「シャドバンキング」システムは依然として金融監督の対象範囲内にある。

現在、銀行の資産運用商品はすでに金融監督当局の監督対象であり、統計の範囲にも組み込まれている。各商業銀行が発行する資産運用商品の運用状況は、監督当局に定期的に報告しなければならない。資産運用商品の明細についても中央銀行に報告して民間融資総量に計上される。2005 年に公布された「商業銀行個人理財業務管理暫行弁法（商業銀行の個人向け資産運用サービスの管理にかかる暫定方法）」や 2012 年に実施された「商業銀行理財産品銷售管理弁法（商業銀行の資産運用商品の販売にかかる管理方法）」は銀行による資産運用サービスの監督の枠組みを定めている。

監督当局は信託会社についても、すでに許認可や資本監督「信託公司淨資本管理弁法（信託会社の純資本の管理にかかる方法）」において、信託会社の「自己資本／リスクアセット」が 100%超であるよう求めている）等を含む厳重な管理下にあり、「企業集團財務公司管理弁法（企業グループファイナンス会社管理方法）」や「企業集團財務公司風険監管指標考核暫行弁法（企業グループファイナンス会社のリスク監督指標の確認にかかる暫定方法）」、「非銀行

金融機関行政許可事項実施弁法（ノンバンク行政許可事項実施方法）」、「汽車金融公司管理弁法（自動車ローン会社管理方法）」、「消費金融公司試点管理弁法（消費者ローン会社試行管理方法）」等の規程・制度の制約下に置かれている。監督当局においても、商業銀行の監督要件に合わせるかたちで対象ノンバンク向けの審査監督制度が確立されている。

## 2) ミスマッチの観点

第二に、中国の「シャドーバンキング」システムにおいて、レバレッジの高さや大規模な償還期限のミスマッチという特徴は鮮明ではない。

合法的な銀行資産運用商品の資金については、個別管理と十分な情報開示が義務付けられており、各項目の資金にはそれぞれ裏付けとなる資産があり、各項目の収益は基本的にリスクをカバーしている。Wind 資訊のデータによれば、現在、銀行の 3 カ月の資産運用商品の予想利回りは年率 4.6%程度であり、6 カ月の短期貸出金利の 5.6%を下回る。6 カ月物国債及び中央銀行手形の利回りはそれぞれ約 2.7%、約 2.9%程度である。米証券会社・サンフォード・C・バーンスタイン社の試算によれば、5%を超える利回りを達成した資産運用商品は 10%未満にすぎない。このような資産運用商品のリスクは、正規の監督体制下に置かれた公募ファンドや類似投資商品とほぼ同程度である。

投資先から見ると、90%を超える資産は満期が 5 年以内であり、償還期限のミスマッチの程度は、既存の商業銀行業務と同程度である。現在、中国の信託会社は資金を借り入れて経営を行うことも銀行融資を利用することも認められておらず、レバレッジを用いて経営を行うための条件を備えていない。また、信託サービスの資金は、閉鎖的な運用が行われており、投資元・投資先の償還期限（満期）が一致しているため、レバレッジの高さや償還期限のミスマッチといった特徴は存在しない。

## 3) システミックリスクの観点

第三に、中国の「シャドーバンキング」システムはシステミックリスク発生の危険性を持たない。

### (1) 規模

現在の中国の信託会社は、全体として規模が小さい。中国信託業協会が公表したデータによれば、2012 年 9 月、銀行業全体での資産運用商品の運用残高が 6 兆 7,300 億元であったのに対し、全国 66 社の信託会社の総資産は 6 兆 3,200 億元で、銀行業の保有する総資産の 5.2%に過ぎない。

ファイナンス会社、リース会社、自動車ローン会社、消費者ローン会社の資産規模はさらに小さく、合計でも 3 兆元に満たない。しかも、資産の質が比較的良好で、資本や引当金も十分である。

### (2) 資金運用

資産運用商品のうち、約四割は債券及び短期金融市場の商品への投資に充てられ、残る二割が預金に充てられ、最後の二割が融資などデット型の資産に充てられる。エクイティ型の資産やその他の資産に投資されるのはわずか一割であり、資産の全体的な信用状況は比較的良好。

信託会社の資産のうち四割は貸付金に充てられ、残りは長期株式への投資、売買目的金融資産への投資、売却目的及び満期保有目的の投資、コール預金がそれぞれ各一割を占めている。

投資先から見ると、商工業企業や基礎産業部門がそれぞれ四分の一で、不動産及び金融機関がそれぞれ一割を占めており、資金運用の安全性はある程度保証されている。また、不動産信託業務の急激な拡大を抑えるために、監督当局は不動産信託業務に関する一連の監督規定を制定している。

### (3) リスク波及の可能性

信託会社と銀行の間で起こりうるリスク波及に対し、監督当局は 2011 年初頭には「關於進一步規範銀信理財合作業務的通知（銀行と信託会社の資産運用協力業務のさらなる規範化に関する通知）」を公布し、銀行・信託会社の協力業務におけるリスクの帰属を明確にし、同業務のオフバランス資産をオンバランス計上する規定の徹底を商業銀行に求め、銀行と信託会社の間でのリスク波及を抑制している。一方、他の金融機関の商業銀行からの借入金は商業銀行の貸出総額の 1%未満であり、大規模なリスク波及が起こる可能性は低い。

## 3. 欧米と異なる中国の「シャドーバンキング」システム

総じて、金融構造やその機能的特徴の違いから、中国の「シャドーバンキング」システムは欧米の場合と本質的に異なる。図表 1 に示した通り、監督状況、規模、レバレッジ比率の程度、償還期限のミスマッチ状況、関連性の面で両者は大きく異なっている。また、中国の「シャドーバンキング」システムで見られるリスクの特徴も、欧米の「シャドーバンキング」の場合とは本質的に異なる。より重要な点として、欧米金融市場における「シャドーバンキング」システムが商業銀行の本質的機能を再現したものであり、監督の回避を目的に急拡大したのとは対照的に、中

図表 1 中国と欧米の「シャドーバンキング」の比較

項目	中国版「シャドーバンキング」	欧米版「シャドーバンキング」
監督状況	ほぼ監督対象下にある	有効な監督体制なし
規模	銀行総資産の約13%	既存の商業銀行の規模に匹敵
レバレッジ化の程度	負債を利用した経営は基本的に存在しない	レバレッジ倍率約40倍
償還期限のミスマッチ	リテール融資が主体で、償還期限のミスマッチは既存の商業銀行と同様	レポや資産証券化の作用下において、短期ホールセール融資が主体であり、償還期限のミスマッチが深刻
関連性	基本的にリスクは既存の商業銀行業務から隔離	株式投資や業務取引を通じて、リスク面において既存の商業銀行と高度の関連性を持つ
リスクの特徴	業務の位置づけが不明瞭、法律リスクが不明確等、払戻金確約にかかるモラル上のリスク	高い関連性や波及性から、システミックリスクを引き起こしやすい
役割	直接融資を提供し、実体経済の資金調達ニーズに対応	実体経済と乖離し、リスク分散やレバレッジ拡大を重点的な機能とし、金融商品価格バブルを自ら引き起こす
監督の対象	システミックリスクの防止と同時に、金融構造の改善や経済構造の転換を促進	金融危機の教訓を汲み取り、システミックリスクを防止

(出所) 筆者作成

国の「シャドーバンキング」システムはむしろ直接金融を提供し、実体経済の資金調達ニーズを満たす役割を担っている。

## IV. 中国版「シャドーバンキング」の金融規制下における役割

金融の発展段階や金融構造の進化という全体的背景から見ると、中国の現在の金融規制下において、いわゆる「シャドーバンキング」システムはむしろ金融構造の発展、資金調達の多様化を反映する現象と言える。

### 1. 中国版「シャドーバンキング」の原動力

現段階において、中国版「シャドーバンキング」の主な原動力は、実体経済の資金調達需要が特殊な条件規制を受けていることによる、市場の選択である。

ある視点から言えば、銀行の資産運用業務は実質的には金利の市場化に向けた試みであり、資産運用商品の収益率は非リスク資金の市場価格に近く、全体として銀行間取引金利と同一水準である。例えば、2013年1月6日時点の7日物金利は3.6%、当月1カ月間の資産運用商品の収益率は年率約4.13%で、銀行以外による民間融資の金利水準を大きく下回っている。浙江省温州市金融弁公室が発表したデータによれば、同時期の温州における民間融資の総合金利は26.2%に達した。

金利の市場化が達成されれば、銀行は金利を独自に設定すること、すなわち独自の価格決定によって預金を吸収できるため、資産運用商品は今後次第に縮小し、他の形式による金融イノベーション商品が登場するかもしれない。このため、中国の現在の「シャドーバンキング」システムは、むしろ金融構造が変化する中で、資金調達の多様化や金利の市場化を反映する特殊な事象と言える。

### 2. 中国版「シャドーバンキング」の意義

現在の環境下において、中国版「シャドーバンキング」の意義は、金融抑圧政策<sup>3</sup>の修正、金融システム効率の向上にある。

現在、資産運用商品の資金の二割、信託商品の資金の四割が実体経済に投入され、大量の資金需要を満たしており、民間貯蓄を有効な投資活動に転化する経路の一つとなっている。また、中国の金融システムでは、間接金融の比率が高い状態が続いている。この結果、金融システムのリスクが銀行に大量に蓄積されているばかりか、金融資源の効率的配分も阻害されている。銀行の資産運用や信託、ファイナンス会社等の中国版「シャドーバンキング」は、企業により多くの資金調達方法を提供すると同時に、家計に重要な投資手段を提供し、商業銀行の専門的な投資管理能力を引き出し、民間資金を適正な分野に誘導している。より市場化された資金運営が連鎖する中で、より市場化された資金の配分が実現している。

## V. 中国版「シャドーバンキング」の管理監督のあり方と提言

### 1. 個別の管理監督の必要性

改革開放以後の中国金融業の発展過程を振り返ると、非従来型の業務である金融イノベーションは新しいものではない。この概念に対しては、「シャドーバンキング」という外来語の登場に

<sup>3</sup> 人為的低金利政策を指す（訳者注）。

先立ち、「銀行離れ」等の複数の呼称が存在していた。一方、「シャドーバンキング」という用語の出現に伴い、金融イノベーションのマイナスイメージが強まったように思われる。

金融構造の発展傾向を考慮して、「シャドーバンキング」の枠を徐々に取り払い、こうした活動をむしろ非従来型の資金調達市場やノンバンクによる信用仲介等のイノベーションと捉えるべきである。これら金融イノベーションのリスクの特徴や機能と効率性を分類した上で検討し、個別に監督・管理の政策を取り、システムリスクを防ぎつつ、金融構造改善の効果を最大のものへと高めていく必要がある。

## 2. 中国版「シャドーバンキング」の管理監督に対する三つの提言

### 1) 金融イノベーションの一種として育成

第一に、「シャドーバンキング」は本質的には金融イノベーションの一種であり、金融構造の市場化や民間資金調達の多様化が進む現在の状況において、「シャドーバンキング」の概念を単純に当てはめることは避けるべきである。むしろ実体経済への貢献や従来の銀行業務以外の活動を健全に発展させるという視点から、こうした金融イノベーションの規範化と誘導を促すべきである。

「シャドーバンキング」は、ある視点から見れば特殊な金融イノベーションの一種であり、金融イノベーションの基本的な特徴を備えている。現在は、銀行の資金運用業務という形を取っているが、新たな市場環境が出現すれば、別の金融イノベーションが登場するかもしれない。しかしながら、正規の金融システムや従来の銀行業務に当てはまらない金融イノベーションのすべてを、システムリスクを誘発しうる「シャドーバンキング」の範疇に含めるべきではない。システムリスクを誘発しない金融イノベーションに対しては、民間における資金調達構造を調整するという視点から、積極的に奨励かつ推進すべきである。

### 2) リスクの特徴に応じた管理監督

第二に、従来型の銀行業務に当てはまらない金融イノベーションを細かく区分し、リスクの特徴に応じて監督を差別化する。ここでは、銀行資金が「シャドーバンキング」の特徴を備えた機関に流入し、レバレッジを拡大させているかどうかを監督の重点に置くべきである。

金融イノベーションは金融資源の配分の最適化、金融の効率性向上において積極的な役割を果たしているものの、そのまま放任すべきではなく、誘発しうるリスク、特に地域的リスクやシステムリスクに対しては、やはり十分な関心を持つべきである。従来の銀行業務以外の活動すべてについて一概に論ずることはできず、金融イノベーションの実施主体やリスクの特徴等の要素に基づいて、適切な区分づけを行い、的を絞った監督の差別化を図るべきである。

まず、金融イノベーションの合理性や機能を客観的に判断する。例えば、中国のような銀行システムを主体とする金融構造においては、金融イノベーションや金融の市場化にあたり、銀行を仲介主体に選ぶことにはある程度の必然性がある。一方、現在のように金融の市場化や民間資金調達の多様化の過程において適宜投入される一連の金融手段に対しては、そのリスクを客観的に把握しつつ、その健全な発展を奨励すべきである。

次に、さまざまな金融イノベーションの手法の特徴を分類する。これには、信用創造機能があるか、レバレッジの高さや大規模な償還期限のミスマッチ等金融機関そのものに対してリス



クを引き起こしうる特徴があるか、またはシステミックリスクを誘発する可能性があるか等の要素が含まれる。

最後に、的を絞った監督の差別化を実施する。例えば、資産運用商品については、業務の位置づけが不明瞭であることによるリスクの内部蓄積や、「資産プール」の不明瞭な区分に起因する流動性リスク、利回り確約のモラル上のリスク、不透明な法律関係、及び不明瞭な価格見積もり過程等潜在的なリスクに重点を置き、情報開示や投資家教育等の監督措置を強化する。

### 3) 実体経済への悪影響波及の防止

第三に、非従来型の銀行業務に対する監督や規範化については、一定のカウンターシクリカリティ（景気循環安定効果）を保つ一方で、禁止型の対策による融資の減少による実体経済への悪影響を防ぐべきである。

中国において、従来の銀行業務以外の金融イノベーション活動は、監督管理に対するカウンターシクリカリティが鮮明に顕れている。マクロ経済の調整がなされる転換期や、実体経済において資金の逼迫が起こっている状況においては、従来の銀行業務以外の金融イノベーション活動が急発展することが多い。例えば、2011年に金融政策が引き締めへ転じ、1日当たりの預貸比率に対する管理が強まった際には、資産運用商品が急速に発展した。このため、従来の銀行業務以外に対する規範化や監督強化も、一定のカウンターシクリカリティを保つべきである。資金調達が多様化する過程、特に実体経済において資金が逼迫し、かつ政策の波及効果がまだ顕在化していない段階において、もし従来の金融サービス以外の資金調達活動に対して禁止型の規制策を打ち出せば、銀行借入を増やそうとしても借入に様々な制約がかかっている中で、銀行借入以外の手段に対する厳しい規制によって資金調達が収縮し、実体経済に大きな悪影響が生じかねず、さらには新たなリスクを招く恐れもある。

現在、一部の資産運用商品の「資産プール」での運用には非合法的な部分が存在する可能性はある。しかし、当面はこれら資産運用商品の正常な運営は資産運用商品に対する投資家のマインドや、商品の継続的な発行に左右される。そのため、もし資産運用商品に対して突如強制的な規制をかけた場合、本来は正常な運営状態にある資産運用商品も、急遽資金繰りが悪くなるリスクにさらされることになる。非合法的な行為に起因する潜在的なリスクを考えれば、資産プールの規範化を絶えず進め、ソフトランディングによる消化を図ることが実効性の高い手段であろう。

## 著者紹介

巴 曙松 (Ba Shusong)

国務院発展研究センター金融研究所 副所長

1999年中央財経大学博士号取得。中国銀行杭州市分行副行長、中国銀行香港有限公司リスク管理部総経理補、中国証券業協会発展戦略委員会主任などを歴任。2003年8月より現職。著書に『中国貨幣政策有効性の経済学分析』、『中国金融大未来』、『金融危機の中の中国の金融政策』などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直屬事業單位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



*Chinese Capital Markets Research*