



# 中国における金融の本質的改革と インターネット金融<sup>1</sup>

呉 曉求<sup>\*</sup>

## 要約

1. 中国の金融システムには、市場化レベルが不十分で、リスク消化能力も弱く、国際化レベルも低い、といった欠陥がある。このため、中国では、証券化の推進を中核とした資本市場の発展による「幅の改革」、金融の対外開放と国際化による「長さの改革」を進めなければならない。
2. 金融業界の独占を打破し、適度な競争を促し、金融の効率を上げるためには、金融システムの「深さの改革」が必要である。インターネット金融が今後この改革を牽引していくだろう。
3. インターネットと金融には、先天的な相性の良さがある。資源配分、決済、資産管理やリスクマネジメント、価格競争メカニズムという金融の4機能は、インターネットと結びつくことで大きく高度化できる。
4. インターネット金融は決済機能の面で強い優位性がある。標準化された金融商品の販売分野でも発展の余地がある。一方、従来型金融（商業銀行）にも、オーダーメイド型サービス等で独自の強みがある。今後の金融業において、インターネット金融と従来型金融は、競争の中でも共存する関係になろう。

## I. はじめに

1984年以降、中国の金融システムは30年に及ぶ改革開放を経て、市場化に向けて大きく前進した。規模、構造、商品、実体経済への影響力に留まらず、制度や規則、ガバナンス、透明性、リスク管理などの面においても、根本的な変化が見られ、金融システム全体としての競争力は著しく向上している。中国は大国であるため、競争や現代金融業の展望を踏まえ、現代技術、特に情報技術を十分に吸収しながら、経済規模に見合った大国向けの金融体制を構築しなければならない。現代的な意味での「大国向けの金融」の中核的な要件として、第一に柔軟性に富み、透明性に優れ、効率的な機能を有する金融構造であること、第二に最適化が可能な資源（資金）配分

<sup>1</sup> 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2014年第1、2期掲載の「中国における金融の本質的改革とインターネット金融」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> 呉 曉求 中国人民大学金融証券研究所 所長

メカニズムや強いリスク消化（またはリスク配分）能力をもっていること、が挙げられる。大国にふさわしい金融システムとは、高度に市場化され、競争原理が十分に適用され、開放的かつ国際的で、高度に技術化された利便性の高いものでもある。

このような戦略目標から考えると、中国の金融システムは現時点では明らかに力不足であり、重大な欠陥が存在している。

## Ⅱ. 中国の金融システムに存在する主な欠陥

### 1. 深刻な独占、不十分な市場化、低い金融の効率性

中国の金融システムにおける独占の代表的な問題は、主に参入規制、価格規制、市場の閉鎖性などである。その結果、十分な競争が行われず、独占者に過大な利益がもたらされる一方、金融サービスに対する顧客の満足度は低く、金融と実体経済の間、金融と資金提供者（貯蓄者及び投資者）の間で、それぞれ収益の格差が生じている。

金融の効率性が低いことも、中国の金融システムの性質を反映した重要な問題の一つである。中国の広義の通貨供給量（M2）の対 GDP 比は 200%に迫っており、世界の主要経済体でも最高レベルである<sup>2</sup>。この数値の高さは、潜在的なインフレ圧力のほか、金融システムの効率性の低さを反映している。独占や市場化の遅れは、金融の効率性を低下させる重要な要因である。

### 2. 金融構造の柔軟性の低さ、リスク吸収・消化能力の弱さ

現代金融システムの中核的な役割は、リスクの配分である。金融構造の柔軟性は、競争や透明性、市場化されたメカニズムよりむしろ、金融システムの証券化の進展度合いや、金融資産に占める資産証券化商品の割合に左右される。金融システムにリスクをもたらすのは価格変動そのものではなく、むしろリスクの持続や蓄積が、危機につながるのである。一国の金融システムを安全かつ効率的に運営するためには、リスクを定量化するメカニズムを構築する必要があり、資産の証券化や、これを土台として発展してきた資本市場こそがそのメカニズムになる。リスクの定量化メカニズムは、金融構造の柔軟性の前提である。資本市場の発展の現状、金融資産の証券化率のいずれの視点から見ても、中国の金融構造は硬直的であり、硬直的な金融構造は、金融リスクや金融危機をもたらす恐れがある。

### 3. 不十分な対外開放、低い国際化レベル

中国の金融システムに対外開放や大幅な国際化が求められている理由は、規模を増す中国経済の成長を長期的に維持するために、世界的な資源配分やリスク分散を可能とする金融システムが必要だからである。中国の金融システムの国際化の現状は、この目標の達成には力不足であり、世界経済という舞台における中国経済の地位にもふさわしくない。

中国における金融システムの閉鎖性の象徴として、適格外国機関投資家（QFII）以外の外国人投資家が中国資本市場への投資を制度上阻まれていること、人民元はまだ自由に取引できる通貨になっていないことが挙げられる。低い国際化レベルの象徴として、外国人投資家の中国資本市場における投資比率が低いこと、外国（外資系）企業の中国株式市場への上場ができないこと、

<sup>2</sup> 米国は約 60%、日本は約 140%、EU は約 60%である。

国際通貨システムにおいて人民元が本来あるべき影響力を欠いていることが挙げられる。

### Ⅲ. 中国における金融システムの「三次元的改革」

中国の金融システムの戦略的目標を実現するためには、改革を推進し、対外開放を拡大しなければならない。中国の金融システムに存在する欠陥を解決するために、3つの方向軸から改革を進める必要があり、本稿ではこうした改革を「三次元的改革」<sup>3</sup>と呼ぶ。

#### 1. 中国の金融システムの「幅の改革」

金融構造の市場化や証券化を推進し、資本市場の内容を充実させ、資産証券化、特に貸出資産の証券化に力を入れ、金融資産の証券化率を高めていくことが、中国の金融システムの「幅の改革」の核心である。

資産の証券化は、資本市場を発展させるための基礎的条件であり、現代的な金融システムの基盤であり、金融構造の市場化への変革において中心的な働きをする。広義の資産証券化にはエクイティ型資産（株式）の証券化、債権型資産（債務）の証券化が含まれ、うち貸出資産の証券化は、債権型資産の証券化の要をなす。中国にとっては、エクイティ型資産の証券化に引き続き注力し、その資産構成の最適化や市場価値の向上に力を入れるばかりでなく、政府債、社債、貸出債権を資産担保債券等として裏付けとする債権型資産（債務）の証券化にも力を入れ、資本市場の構造上のバランスを整える必要がある。

現状から見ると、中国の資本市場は規模が小さく、経済や金融投資活動に対する影響は限られており、構造が不均衡である。株式市場の市場化は債券市場より進んでいるものの、市況は低調で、時価総額や株価指数は伸び悩み、経済運営の実情が反映されていない。債券市場は閉鎖的で、種類や規模が限られており、運営が互いに分断されている。貸出債権を裏付けに発行する資産担保証券は呼び声こそ高いものの、ほとんど進展がない。このように構造上バランスを欠く資本市場では、市場の効率性は損なわれ、資本市場の持つ資産管理機能が大きく低下しており、企業が資本構造を最適化する場としては不向きである。

中国における株式市場の改革には、三つの重点項目がある。第一に、株式市場の市場化に向けた法律的な基盤を作るため、「証券法」の改正が必須である。第二に、市場化に向けた改革の要請に応えるため、IPO 審査制度や上場廃止制度、買収合併規則などを重点とする資本市場の制度や規則を改正する。第三に、市場の透明性を高めるため、情報開示や上場手続きにおける虚偽行為、インサイダー取引などの違法行為を厳しく取り締まる。

一方、債券市場の改革においては、二つの重点項目がある。第一に、債券発行時の審査体制の改革である。これは、複数の部門が審査や監督に携わる現行制度が、中国の債券市場での発行にとって、体制的な阻害要因となっているためである。第二に、市場の分断を解消して一体化し、投資家が真に活用できる資産構成のメカニズムを整えることである。

今後の中国の金融改革において、貸出債権の証券化は重要な方向性の一つになるだろう。これ

<sup>3</sup> 中国金融の「幅の改革」、すなわち資本市場の発展推進に関する研究については、これまでの「中国資本市場報告」で説明している。系統的な研究としては、特に『中国資本市場：制度変革と政策調整（2013）』北京大学出版社、2013年6月、『中国証券会社：現状と未来（2012）』中国人民大学出版社、2012年5月、『中国ベンチャー市場：成長とリスク（2011）』中国人民大学出版社、2011年5月、がある。

は、商業銀行の保有資産を有効に運用し、商業銀行の資本損失を抑制し、将来の不確定性を早期に解消し、資本市場の商品を充実させ、資本市場における資産管理機能を向上させることなどに大きく寄与するものである。現時点では、資産証券化のプロセスを着実に進めることが最重要課題である。改革を実際に進めていく場合には、米国のサブプライム危機のような問題の回避に留意していく必要がある。

## 2. 中国金融の「長さの改革」

中国の金融システムの「長さの改革」<sup>4</sup>の中核となるのは、金融の対外開放と国際化により、金融における資源配分の連鎖を海外に伸ばすことである。その主な内容は、人民元レートの市場化の推進、人民元の国際化の加速、外国人投資家の中国資本市場における投資比率の向上、外国（外資系）企業の中国株式市場への上場、そして、中国の資本市場を今世紀の新たな国際金融センターに育てることである。

人民元の国際化は、中国の金融改革において最も戦略性の高い措置であり、金融分野における最も重大な改革であり、中国の経済・社会に及ぼす影響は WTO 加盟にも匹敵する。中国の経済規模や貿易額、外貨準備高、経済的競争力などの指標は、人民元の国際化を加速するための条件や下地が既に整っていることを示している。国際通貨システムの現状や、現状の変革を求める国際社会からの呼び声も、人民元国際化の追い風になっている。

通常から言えば、人民元の国際化は二段構えで進めることが望ましい。うち第一段階では、人民元の自由交換性を実現させる。現在、人民元の経常取引はすでに自由化され、資本取引においても多くの部分で自由化が進みつつある。このため、人民元の自由取引は 2016 年までに実現できるだろう。第二段階では、人民元を国際通貨システムにおける重要な通貨に育て、国際社会における重要な準備通貨の一つにする。自由交換性の実現から準備通貨になるまでの過程は、換言すれば世界的な金融ゲームの過程でもあり、人民元が世界の投資家に認知される過程でもある。この間には大きな摩擦や曲折があると予想される。人民元の自由交換性は、人民元の国際化戦略における過渡的または初歩的な目標に過ぎず、人民元を国際通貨システムにおける重要な準備通貨にすることこそ、人民元の国際化戦略の最終目標である。この最終目標の実現は、中国の経済・社会の現代化にとって、計り知れない影響を与えるだろう。

基本条件や技術手段の構想という視点から見ると、人民元の国際化を進めるためには、その柱となる国内の金融市場、特に資本市場の発展が不可欠であり、多くの国際的な投資家を中国の金融市場（主に資本市場）に招き入れる必要がある。こうした金融投資活動は、実際上は、人民元資金を国内に還流するメカニズムでもある。自明なことではあるが、資本市場の発展や開放に力を入れ、外国人投資家の投資比率を高めることこそ、中国の金融における「長さの改革」の主眼である。

中国政府の構想では、2020 年までに、上海（あるいは深圳も加えて）を 21 世紀の新たな国際金融センターに育てようとしている。筆者の理解では、この国際金融センターは、主に人民元建

<sup>4</sup> 中国金融の「長さの改革」とは、中国金融業界の対外開放を強化して、国際化レベルを高めることである。関連研究については、呉曉求教授が主宰した該当年度の中国資本市場研究報告及びその他著書を参照のこと。主なものとして、『中国資本市場：2010-2020』中国金融出版社、2012 年 3 月、『変革と台頭——中国金融台頭の道を探る』中国金融出版社、2011 年 3 月、『世界の金融変革における中国の金融と資本市場』中国人民大学出版社、2010 年 5 月。

て資産の取引センターの役割を担うとみられる。この市場で扱う金融資産は、世界の投資家や各国の中央銀行にとって欠かせない資産になるだろう。筆者の研究では、中国の資本市場の規模、影響力は2020年までに世界2位となり、時価総額は80~100兆元に達すると見込んでいる<sup>5</sup>。

### 3. 中国の金融システムの「深さの改革」

中国の金融システムの「深さの改革」の中心となるのは、業界の独占を打破し、適度な競争を促し、金融の効率を上げることである。その主な内容として、第一に、金融分野の資金価格形成メカニズムの改革、すなわち金利の市場化を進め、実体経済と金融分野との利益格差を解消し、産業資本と金融資本の適正な配分と調和のとれた発展を実現すること、第二に、差別を解消し、独占を打破し、パワーの強い新たな競争者（事態を混乱させかねないほどのプレーヤー）を競争に招くこと、が挙げられる。ここでいう競争者（または、混乱を招くほどの大胆なプレーヤー）は、従来の文脈でいう民間資本ではなく、インターネットを指す場合が多い。インターネットは全く新しいプラットフォームであり、インターネットと金融との融合は、従来の金融における競争構造や運営モデルを完全に覆して、新たな金融の枠組み、つまりインターネット金融へと再編しようとしている。

金利の市場化は、中国金融における「深さの改革」の前提条件であり、かつ重要な構成部分である。中国経済の改革を成功に導く主要要素として、第一に、企業が市場の主体になり、これにより資本の自由な移動が可能になること、第二に、価格が市場の需給関係によって決定し、これにより資本の適正な流動の基礎がつけられること、の二つが挙げられる。中国の金融改革が進まない理由として、市場において金融企業の主体性が不十分であることはもちろん、それ以上に、金融分野における資金価格、つまり金利が政府に決定されており、資金の収益性やリスクの違いが金利に反映されていないことが挙げられる。金融企業の主体性の不足は、規制緩和と競争原理の導入によって解決できる。一方、金利の規制は、改革と権限の移譲により実現できるだろう。

金利の規制で資金価格が歪曲された結果、商業銀行は独占によって過大な利益を獲得し、実体経済に害をもたらし、資金の需給関係の逼迫を激化させ、「金利」を標的とした不当な利益追求行為の横行につながり、「影の銀行（シャドーブバンキング）」の拡大を促し、腐敗の温床になっている。

金利の市場化は、貸出金利の市場化のみならず、預金金利の市場化をも意味する。ある意味では、後者の意義こそむしろ大きいだろう。短期的には、金利が市場化されれば金融機関（主に商業銀行）の収益率が下がり、資金力に乏しい金融機関（商業銀行）にとっては大きなリスクになりかねない。しかし、長期的に見れば金融分野における適正な競争や、実体経済の発展に役立つ。

民間資本が銀行、証券、保険、信託、ファンドなどの金融機関の設立や、買収及び再編に関わることも、金融の「深さの改革」の一部である。しかし、民間資本は規模や信用、競争力の面で明らかに劣勢であり、従来の金融モデルを踏襲している限り、「深さの改革」の中で果たせる役割はかなり限られるだろう。経営構造が現在の金融機関と同様である限り、新設の民営銀行が中国工商銀行に対抗するのは、向こう50年は難しい可能性が高い。このため、民間資本の金融分野への進出は、補助的な役割に留まる例が大半になるだろう。補助的な役割とは、すなわち零細企業向けの小規模な金融機関の設立などである。

<sup>5</sup> 吳曉求ほか『中国資本市場：2011-2020』中国金融出版社、2012年3月

既存の金融システムに正面から対抗できる勢力があるとすれば、それはインターネットだろう。インターネットというプラットフォーム上に構築された金融モデルのことを、インターネット金融と呼ぶ。インターネット金融が現行の金融モデルに対抗、あるいは代替する可能性を持っているのは、迅速に、効率的で、低コストで、高度に情報化された基本プラットフォームを備え、全く新しい金融運営システムを持っているからである。従来の金融運営システムから見れば、インターネット金融は「異形のもの」であり、この「異形のもの」こそ、金融システム全体に遺伝子レベルの変革をもたらさしめる。インターネット金融は、中国の金融システムの「深さの改革」の核であり、最も重要なポイントである。金融業界は将来、インターネット金融の時代を迎えるかもしれない。

#### IV. インターネットの巨大なパワー：社会構造や産業運営モデルの再構築

インターネット金融が既存の金融モデルに対抗し、さらには壊滅的な影響をも与える理由は何か。こうした「異常」なパワーは、どこからくるのか。まずは、インターネットによる社会構造や産業運営モデルの再構築について論じ、この神秘の「ブラックボックス」の解析を試みたい。

##### 1. インターネット：情報の統合により、無限の価値を持つ情報フローを創造

インターネットは、強い結合力や情報統合力を背景に、ボーダーレス社会を生み出した。このボーダーレス化により、社会はかつてなく複雑化し、生命力を増した。インターネットによって、ひそかに、かつ不可逆的な勢いで新たな社会構造が生まれ、新たな社会の在り方が形成され、人の生き方やライフスタイルを根底から変え、イノベーションの頻度を高めた。奇跡が長続きすることはもはやなくなった。

1946年2月14日、米ペンシルバニア大学で、世界初のコンピューター「Eniac」が誕生した。これをインターネットの先祖だとしても、インターネットの歴史はわずか67年に過ぎない。現在では、Eniacはインターネットそのものではないと認識されている。一般には、1969年に米軍が設計した軍の中で用いられたネットワークが、インターネットの前身だと考えられている。但し、このネットワークは、社会にはいかなる影響も及ぼしていない。本物のインターネットが登場したのは1983年である。1991年のインターネット協会（CIEA）の成立は、インターネットが本格的な発展期を迎えたことを象徴づけている<sup>6</sup>。このため、インターネットの本当の意味での歴史は、わずか30年に過ぎない。しかし、経済・社会に対する影響は、極めて深く大きい。コンピューターの発明や、これを基礎として形成されたインターネットは、人類社会を工業社会から情報化社会へ導いた。この変化は、1769年の蒸気機関の発明によって人類社会が農業社会から工業社会に移行したのと同様、画期的な意義を持っている。

インターネットの最も基盤となる機能は、情報の統合により、無限の価値を持つ情報フローを形成する役割である。人類社会をつなぐものは、実質的には情報と言えよう。情報が行きわたることにより、多くの人が社会を形成する。断片的な情報はわずかな価値しか持たないが、情報がつなぎ合わされることで、社会的な価値が生まれる。多くのつなぎ合わされた情報が、特定のメカニズムによって秩序立てて統合され、膨大かつ無限で明瞭な構造を持つ情報フローが形成され

<sup>6</sup> 劉積仁、Steve Papermaster『融合時代』中信出版社、2013年9月

たとき、ボーダーレスなプラットフォームが誕生する。人と人との関係は、もはや物理的空間の制約を受けなくなり、社会の在り方に革命的な変化が生じる。このような巨大な変化は、人の生き方やライフスタイル、文化的観念、消費行動など多くの面に反映されている。情報を秩序立てて統合することで生まれる膨大な情報フローのメカニズムこそ、インターネットである。

インターネットというプラットフォームはボーダーレスであり、人の果てしない想像を掻き立て、人の創造力はこのプラットフォーム上でかつてないほど遺憾なく発揮された。イノベーションはもはや、エリート科学者の専売特許ではなく、神聖なものではなくなった。米国のフェイスブックやツイッター、中国のテンセント（騰訊）、アリババ（阿里巴巴）、タオバオ（淘宝）など、枚挙にいとまがない。インターネット時代においては、奇跡が長続きすることはなく、盛衰も浮き沈みも短いサイクルでやってくる。私たちは、この時代に適応して、かつ成功のチャンスを探し当てるしかない。回避や抵抗は、立ち遅れや失敗の代名詞なのである。

## 2. インターネットは情報フローを基礎に物流の統合を誘導

インターネットは、情報フローの時間的、空間的な統合のみならず、個別から全体への統合、局部からボーダーレスへの統合を実現するものであり、これは物流の統合をも促している。さらには、コスト面の大きな強みにより、既存産業のシステムが統合され、競争構造が再構築されている。インターネットは、従来産業の再構築者であり、大衆消費モデルの牽引者でもあり、構造の面においては経済成長モデルの転換を促している。

インターネットの情報統合機能は、社会構造やライフスタイルの変革に大きな影響をもたらした。一方、情報フローによって物流が誘導され、既存産業の再構築に発展したことは、インターネットが持つ大きな経済的な意義を示している。

インターネットが商業フローに取り込まれることで、従来の商業モデルが覆され、全く新しい商業モデルとして電子商取引が構築された。これは一つの典型的な例である。中でも、アリババが構築した新たな商業運営構造は、数多くの典型例の中でも優れた事例である。

アリババがいかにして従来の商業モデルを覆し、独自の商業運営モデルを構築したかについては、書籍『融合時代』で次のように分析されている<sup>7</sup>。

「インターネットはオンラインとオフラインとを融合させ、時空の制約を打破し、コミュニケーションをより効率的にし、無限の連携によって人類のパワーが持つ巨大な潜在力を発揮させた……」

「2012年11月11日、天猫商城とタオバオが実施した『双十一（11月11日）』販促キャンペーンは、一日の売上高191億元という世界記録を打ち立てた。……わずか1日で、天猫商城とタオバオの売上高は、上海の大型・中型販売会社の国慶節ゴールデンウィークの期間における総売上高の3倍に達した。2012年、両社のウェブサイトでは、ネット利用者によるマウスやキーボードの簡単な操作だけで、実に1兆元の取引が行われた。……かくも大きな成功を収められた根本的な原因は、民間社会での幅広い分業と連携のモデルを採用したことにある」

<sup>7</sup> 劉積仁、Steve Papermaster『融合時代』中信出版社、2013年9月

2013年、「独身者の日」とされる11月11日には、第三者決済サービス「支付宝」を利用した取引額が史上最高の350億元に達した。

実際、アリババに代表される電子商取引のモデルは、ボーダーレスな連携のプラットフォームを構築するだけでなく、情報フローの統合によって物流機能を集積させたものであり、このことが成功のカギとなった。ボーダーレスなプラットフォームにより、従来の商業につきまとうていた物理空間や地域、時間などの制約が打破され、人々は居ながらにして消費（購買）行動を実現できるようになった。情報フローを基盤とする物流の集積により、消費者は計り知れない選択権を持てるようになり、分業による連携体制を整え、物理空間の制約を克服することで、商業コストが大きく抑えられた。電子商取引、特にタオバオのように完全な自動プラットフォーム型の電子商取引が持つこうした特色こそ、従来の商業モデルには欠けていたものである。インターネットが従来の商業の在り方を覆し、再構築することができたのは、インターネットが大衆の消費習慣をリードし、変革をもたらし、新たな消費モデルや商業文化を生み出したからである。

従来の古い商業帝国の枠組みを打破したインターネットにとって、次の目標は何だろうか。

## V. インターネット金融：新たな金融の運営構造

インターネットの次なる目標は、金融業界だと考えられる。金融業界は商業と同様、サービス業の一部であり、事業の幅が広く、収益性が高く、商業に勝るとも劣らない業界規模を有している。より重要なのは、インターネットと金融との相性が良いことである。インターネットのプラットフォーム上で金融サービスを展開すれば、「馬車から自動車へ」の変革と同様のインパクトが生まれ、金融機能が大幅に効率化するだろう。これは、質の飛躍であり、遺伝子レベルの変革をもたらす動きである。

### 1. 金融の規模・キャパシティについて

インターネットによる再編の対象は、「産業帝国」であることが不可欠である。すなわち、規模が大きく、サービス対象が広範で、収益性が高く、共通の基準があり、経済活動に対して幅広い影響力を持っている産業である。金融業界も、これに該当する要素を持っている。

第一に、世界に目を向けると、2011年末現在、世界の金融資産規模は218兆ドルだった<sup>8</sup>。うち、銀行資産が占める割合は約85兆ドルで、世界の金融資産全体の39%に相当する<sup>9</sup>。人は一生の中で多かれ少なかれ、支払いや決済、貯蓄、資金調達、投資、保険、資産運用などの金融サービスを利用するだろう。金融は商業と同様、人々の生活や経済活動の隅々にまで浸透しており、名実ともに「産業帝国」を形成しており、産業の「帝王」にふさわしい。この従来からの「産業帝国」は新たな活力を必要としている。その活力の元は遺伝子レベルの変革であり、変革の重要なパワーこそ、インターネットである。

第二に、中国において、金融の「産業帝国」としての性格は、更に鮮明である。金融業界は肥大して傲慢である一方、活力に乏しい。2012年末現在、中国の金融資産の規模は171兆5,300億元、利益は1兆5,800億元に達した。うち銀行業界の資産規模は133兆6,200億元で、金融資産

<sup>8</sup> McKinsey Global Institute, Financial Globalization: Retreat or Reset?, March 2013

<sup>9</sup> McKinsey Financial Institutions Group, The Triple Transformation Achieving a Sustainable Business Model, October 2012



全体の 77.9%、利益は 1 兆 5,100 億元で金融業界全体の 95.2%を占めた<sup>10</sup>。上場銀行 16 行の純利益<sup>11</sup>は、上海・深圳両株式市場に上場する企業の純利益総額の 52.6%に相当する。金融、特に商業銀行のサービスは社会全体に及んでいるが、サービスの効率性は低い。全体として、中国の金融業界、特に商業銀行には系統的な競争がなく、独占による利益が大きく、イノベーションの意欲が不足しており、活力が明らかに足りない。このため、システム外部から系統的な圧力や競争をもたらすことが急務になっている。

第三に、金融という従来からの「産業帝国」は、中国において新たな活力を必要としている。新たな活力は、遺伝子レベルの変革や、システム外部からの系統的な圧力から生まれる。遺伝子レベルの変革や系統的な圧力をもたらす重要な源泉こそ、インターネットである。これは、従来の「商業帝国」がインターネットによる生命力の一新を必要としたのと同様である。インターネットというボーダーレスなプラットフォーム上に構築された金融が、「インターネット金融」である。

## 2. インターネットと金融機能との相性分析

広大な市場は、インターネット金融が生存するための必要条件に過ぎない。金融機能とインターネットの相性、あるいは金融機能とインターネットの技術的特性の先天的な相性こそ、インターネット金融が生存し発展するための十分条件であり、インターネット金融が存在するための論理的な基盤である。

現代金融理論に基づく機能区分によれば、金融システムには次の六つの基本機能がある<sup>12</sup>。

- ①異なる時期、地域、業界にまたがる資源配分
- ②支払い、決済、清算サービスの提供
- ③リスク管理の方法やメカニズムの提供
- ④価格情報の提供
- ⑤貯蓄資源や所有権の分割
- ⑥インセンティブの創出

六つの基本機能のうち、通常は「資源配分」及び「支払決済」が最も基本的な二大機能と考えられており、商業銀行が主にその役割を担う。中国では特にその傾向が強い<sup>13</sup>。残り四つの機能は、主に資本市場が担う。うち、リスク管理（資産管理）は現代金融において最も中核的な機能である。遺伝子レベルの相性という視点から見ると、上述の金融機能のうち前の四項目までの機能、すなわち「資源配分」、「支払決済」、「リスク管理（資産管理）」、「価格情報の提供」については、インターネットとの相性が優れている。残り二つの機能は、制度的仕組みや商品設計に依存する部分が多いものの、インターネット上でこの二つの機能を実現する上で特に障害はなく、ある意味で、むしろインターネットの導入はサービスの効率化に役立つだろう。本稿では

<sup>10</sup> 中国人民銀行金融安定分析グループ『中国金融安定報告 2013』を参照。

<sup>11</sup> 上場銀行 16 行の内訳：工商銀行、建設銀行、農業銀行、中国銀行、交通銀行、招商銀行、民生銀行、興業銀行、浦東発展銀行、中信銀行、光大銀行、平安銀行、華夏銀行、北京銀行、寧波銀行、南京銀行。純利益の合計は、Wind 社データを基に筆者にて算出。

<sup>12</sup> Zvi Bodie ほか『金融学』中国人民大学出版社、2000 年 10 月、24 ページを参照。筆者の理解に基づき、6 大機能を適宜まとめ、順序を整理した。

<sup>13</sup> 米国の金融システムにおいては、資本市場もまた「資源配分」や「支払決済」機能の多くを担っている。これは、米国の金融システムが市場主導型であるためである。

主に、前の四項目までの機能とインターネットとの相性について分析する。

### 1) 「資源配分」機能の更なる高度化を促すインターネット金融

金融理論が指摘する「資源配分」機能の要は、資金の供給者が、適正な仕組みによって資金の使用権を需要者に譲渡する過程である。この仕組みには二種類あり、うち一つ目は商業銀行を主とする金融機関である。資源配分は、預金を吸収し、貸出を提供する過程によって行われる。二つ目は、資本市場を主とする金融市場である。資金供給者と需要者は、市場のプラットフォームを利用して直接取引することで、資源配分を実現する。二種類のうち、通常前者を「間接金融」と呼び、後者を「直接金融」と呼ぶ。このうち、間接金融においては信用リスクが、直接投資の場合は透明性が、主なリスクとなる。従来、間接融資における信用リスク評価の主な指標として、信用記録のほか、土地や建物などの物的資産や、会社の信用状況などが利用されており、信用リスクを緩和するための仕組みとして、抵当権の設定や信用保証などの手段が多く取られている。直接金融における透明性のリスク、主に開示情報の真実性や迅速性、完全性などを指す。こうしたリスクの定義そのものに理論上何ら問題は存在しないが、前者、すなわち商業銀行のリスクに対する定義づけは、多かれ少なかれ「富める者は信用しやすく、貧しいものは信用しにくい」といった論理的色彩を帯びている。一方、後者においては、信用の履行を法律・道徳という二つの制約下における「自覚的行為」に委ねている。しかし実際のところ、個人や企業の信用力の優劣や、契約履行リスクが存在するかどうかは、さまざまな取引行為に反映される。持続的かつ頻繁に、信用に基づいて実行される取引行為には、取引者の信用力や履行能力が如実かつ動的に反映される。インターネットの先天的な情報フロー統合機能によってビッグデータ時代に突入した現在の状況は、サンプル統計に基づく「スモールデータ」の時代とは全く異なる。クラウドデータの処理により、人々はサンプル収集ではカバーしきれない詳細な情報を入手できるようになった。当然、現在のコンピューターには、これらデータを処理する能力が完全に備わっている。インターネットによってもたらされたビッグデータ時代において、まずはデータ収集の手段が重要である。続いて、インターネットの「開放・対等・連携・共有」という特性により、データ獲得のプラットフォームが生み出され、これにより経済活動における情報格差の問題が解決される。ビッグデータ時代のクラウドデータの発掘、整理、分類、識別には大きな商業価値があり巨大な「資産」が隠れている。このような時代においては、クラウドデータを処理さえすれば、新たな金融仲介も可能になり、個人や企業の信用情報のすべてを反映できる。こうしたクラウドデータ上の信用情報は、従来の信用判断手法に比べて確実性が高い。このため、金融において最も関心が集まる信用リスク識別において、インターネットは当然ながら一歩先んじた位置にあり、金融リスク識別能力に鮮度や正確性をもたらすことで、その能力向上に貢献している。

インターネットによって、従来に比べ高度な信用リスク判断が可能になり、経済活動における情報格差の問題も解決された。すなわち、インターネットプラットフォームにおける金融活動が「資源配分」機能の実現にさらに有利であることは明白である。

### 2) 金融決済機能の大幅な効率化に寄与するインターネット金融

金融構造が異なれば、決済システムの構造もそれぞれ異なる。多くの国においては、商業銀

行が社会・経済活動の決済機能を担っており、中国は特にその傾向が強い<sup>14</sup>。中国の商業銀行は、実体経済における取引や（規模は小さいが）金融取引向けに多様で複雑な支払決済システムを構築しており、決済サービスの分野において絶対的な地位を築いている。資本市場においても、証券取引向けの決済システムが形成されているが、商業銀行のシステムとは互いに閉じた関係にある。決済サービスの主力である銀行決済システムについて言えば、現代の情報技術が多用されているため、技術手法やツールが絶えず更新されており、効率化が進んでいる。ただし、膨大な商業銀行システム内には、銀行間の障壁・利害による制約が存在するため、決済資金が滞留する問題が発生し、実際の資金の運用効率が低下してしまう。インターネットプラットフォーム上の金融の場合、時間・空間的制約を受けず、資金の流動速度が上がるため、決済資金のストックが生じることはなく、取引双方、特に資金を受け取る側、すなわち債権者の利益が最大限に保証される。このため、インターネット金融という便利かつ迅速な決済システムは、銀行決済システムのライバルであると同時に、社会全体にとっては決済システム改善の貢献者になるだろう。

### 3) インターネット金融の「資産管理（あるいはリスク配分）」への二大貢献

一つ目は顧客の裾野を広げていること、二つ目として、低コストで迅速かつ便利な営業網を提供していることである。うち前者によって、資産管理の利用者がより多様化し、後者によって資産管理利用者の総数が拡大した。さまざまな金融機能のうち、資産管理のニーズは表面化しにくいという特徴がある。オーダーメイド型商品の利用者にとって、「人（担当者）」の重要性は「プラットフォーム」の重要性をはるかに上回る。このため、定型化あるいは標準化された通常商品は、オーダーメイド商品の顧客を動かしにくい。ただし、中国の金融業界、特に商業銀行の現状を踏まえると、オーダーメイド商品を求めている潜在顧客にとって、インターネットプラットフォームの魅力はなお大きいだろう。その基本は、資源配分の最適化を前提として、残高資金を運用することである。その事例の一つとして、本稿では「余额宝」を挙げる。同商品の最大の貢献は、商業銀行の残高イコール貯蓄という従来法則を打ち破り、預金を運用していることにある。もはや、顧客の預金は何の利益も生み出さない遊休資金でも、低金利の貯蓄でもなくなった。この新たな機能により、資産管理サービスの利用者の裾野が極限まで広がった。これは商業銀行固有の貯蓄商品に対する大きな挑戦であり、同商品の登場を受け、商業銀行の従来業務においても競争やモデル転換が促された。

資産管理においては、オーダーメイド商品や、高頻度かつ差別化された専門サービスへのニーズを満たすばかりでなく、多数の小口顧客向けに標準化されたサービス・商品を提供することも必要である。これら金融商品には、明確な共通の基準がある。インターネットは、標準化された資産運用型金融商品向けに大規模な販売プラットフォームを提供しており、インターネットが持つコスト面の大きな強みは、ここで十分に示されるだろう。

このため、インターネット金融は「資産管理」機能を展開する上で、優れた推進作用を備えていると言える。

<sup>14</sup> 米国は金融市場が非常に発達した国であるため、決済機能のかなりの部分を金融市場が担っている。

#### 4) 価格情報の多様性・迅速性・正確性を高めるインターネット金融

一般的に、金融において提供される価格情報には二種類あり、一つ目は資金価格すなわち金利、二つ目は通常株価指数で示される資産価格である。前者は、主に金融市場と銀行システムから提供され、後者は資本市場の動向としてリアルタイムに発表される。インターネットプラットフォームの導入により、資金調達能力や資金の使用効率が高まり、資金の流動速度が上がった。また、金融システム、特に商業銀行との競争により、金利という資金価格は資金の需給関係をより迅速かつ正確に反映できるようになり、資金の適正な移転が促されるようになった。資本市場においては、取引システムやリアルタイム相場報道システムに先進的なコンピューター技術や情報技術が利用されており、株価指数が動的かつ迅速に発表されている。これは、インターネット技術と同じ基盤の上にある。

インターネットによって生み出されたボーダーレスなプラットフォームは、多数の会社と消費者、及び会社間の価格競争のために、最適なメカニズムを提供している。ここでは、価格は外部からの制約を受けず、価格はすべて会社間、あるいは消費者と会社との間で行われる価格競争の結果を反映している。インターネットによる情報フローの統合のうち、重要な内容の一つが競争による価格形成である。インターネットプラットフォームは従来の市場構造における情報格差やコストの制約を解決できる。このため、競争による価格形成メカニズムは、従来の市場構造における価格形成メカニズムより遥かに合理的かつ透明である。つまり、インターネット金融は、従来型の金融の「価格情報提供」機能を改善し、「価格情報」の内容を充実させることができる。

## VI. インターネット金融の現状と将来

### 1. 現状と評価分析

現在の中国において、インターネット金融はなお初歩的な段階にあり、一般的な定義でいう、各種機能が整った完全なインターネット金融は、まだ誕生の過程にある。

「支付宝」サービスの登場は、銀行による決済サービスの独占打破、競争メカニズムの導入において、重要な意味を持っている。ただし、その資金源が商業銀行の預金や貸出であることは、当然ながらサービス発展の足かせとなっている。

残高資金による資産運用を実現し、市場化された金利の目安を示したことは、「余额宝」の重要な貢献であり、金利の市場化の推進に役立つ。総論としては、資本市場の発展が不十分で制度面での制約があることを前提とし、かつ「余额宝」の基本資産に証券化された金融資産が含まれない現状の条件のままでは、「余额宝」サービスは早かれ遅かれ、金利の市場化の打撃を受けて存続が厳しくなるだろう。

小口貸付サービス「阿里小貸」には、インターネット金融の核となる要素が備わっている。ただし、現時点においては、制度や規則、政策による制約があり、顧客が特定の対象に限られているため、真の意味で商業銀行の業務に対抗するには程遠い。

「P2P 融資（ソーシャルレンディング）」は、一見してインターネット金融に極めて似ているが、顧客に対するリスクの評価やリスクヘッジの仕組みはまだ整っておらず、信用リスクの評価は商業銀行の手法を踏襲しており、将来性は不透明である。

資産運用商品のオンライン販売は最近になって活発化しているが、これは従来の販売チャネル

独占や高コスト体質を解決するべく生まれた競争手段であり、インターネットのコスト面の優位性を生かしたものである。今後は、インターネット金融における「オフバランスシート業務」に発展するかもしれない。

## 2. インターネット金融と「金融のインターネット」

制度や現行ルール of 制約があるため、中国において、完全な意味でのインターネット金融はまだ形成されていない。上述のいくつかの事例は、独立した運営メカニズムを持っておらず、「阿里小貸」を除いては、インターネット金融の断片に過ぎない。「阿里小貸」にせよ、従来の規則の限界を超えていない。商業銀行などの金融機関は、インターネットがもたらしたツールやシステムの革新を利用しているため、概ね「金融のインターネット」に属するものである。インターネット金融と「金融のインターネット」との間にある大きな違いを正しく理解する必要がある。

インターネット金融とは、インターネットをプラットフォームとして構築された、一連の金融機能が揃い、かつ独立した生存の場を持つ投融资の運用システムを指す。ここでは、「インターネットをプラットフォームとする」ことが最大の基礎である。つまり、物理的、空間的な制約から脱却し、情報フローを上回る通貨フローを動かし、金融に関するコストをハードにかかるコストからソフトにかかるコストへの移行を実現することを意味している。「整備された一連の金融機能」や「独立した生存の場」もまた、インターネット金融に不可欠な要素である。例えば、「支付宝」には決済機能があるが、現行制度下において、「川上」の資金源は顧客の銀行預金、あるいは銀行から顧客への貸付に限られており、独立した資金源を持たない。このため、「支付宝」はインターネット金融としての要素を持っているが、通常 of 定義が示すインターネット金融には該当しない。従来の金融機関（商業銀行）の運営構造に比べ、インターネット金融は「異形のもの」、いわば突然変異を起こした金融である。「遺伝子変異」の本質は飛躍である。

金融機関（ここでは主に商業銀行）は、インターネット技術などの現代情報技術を導入し、運用することで、金融ツールを生み出したり、新たなネットワークシステムを構築したりしている。その一方で、従来の運営構造や商業モデルは変わっていない。筆者は、こうした金融とインターネットとの結びつきを「金融のインターネット」と呼んでいる。従来の金融サービスに比べ、「金融のインターネット」は明らかに一つの革新ではあるが、飛躍ではない。「金融のインターネット」において、インターネットは手段の一つに過ぎず、いわば腕が伸びたようなものであり、プラットフォームではない。このため、「遺伝子レベルの変革」には当たらない。

インターネット金融は、「遺伝子レベルの変革」というべきパワーを持ち、理念、基準、商業モデル、運営構造、リスク定義、リスク抑制などの多くの面で、既存の金融システムに対抗している。従来型金融モデルにとって、インターネット金融は協力者である以上に、ライバルであり、金融構造全体の変革を促す重要な推進者になる。

「金融のインターネット」の主眼は、金融システムの変革ではなく、技術の向上や多様化に根差した既存システム内での競争力の向上であり、金融システムそのものを変革する力は、インターネット金融に遠く及ばない。もちろん、従来の金融モデルと比べ、「金融のインターネット」が大きく進歩していることは確かである。

## 3. インターネット金融への移行の境界：新たな金融業界

制度や規則、参入基準の調整により、インターネット金融の発展はもはや不可逆なものとなっ

た。低コストや情報フローの統合（ビッグデータの誕生）、情報格差の解消や情報共有、迅速性と効率性の高さなど、インターネット金融の優れた特徴は、従来の金融業態、特に ROE の比較的高い銀行に、大きく挑戦するものである。ただし、客観的に見れば、「挑戦」には二種類あり、相手を壊滅させるために戦う競争もあれば、互いに共存しながら切磋琢磨する競争もある。競争を経て生まれ変わった金融業態は、分業が明確化され、個性が際立ち、構造が多様化し、効率が向上しているだろう。

筆者のこれまでの分析で、インターネット金融との相性は、各金融機能につきそれぞれ大きく異なることが示された。こうした差異こそ、インターネット金融の導入に伴う金融形態再編の引き金になるだろう。

全体的に言えば、インターネット金融は決済機能の面で強い優位性がある。資源配分（資金調達）の分野では、データ化されたリスク識別のプラットフォームや、貸付、特にプラットフォーム化された小口貸付の面で、優位性が強い。標準化された金融商品の販売においては、コスト面の優位性が高く、発展の余地は大きい。非オーダーメイド型の資産運用サービスは、顧客の認知度において制約はあるものの、一定の生存の余地はあるだろう。これらの分野において、インターネット金融は、従来型金融、特に商業銀行のパイを奪い、より専門化された分業体制を形成するだろう。こうした浸食型の競争に対して、従来型金融（商業銀行）は戦略上の調整を迫られ、インターネット技術を幅広く活用して、改革や革新を急ぐことになる。客観的に見れば、こうした動きは銀行業の技術革新を促し、インターネットと金融の全面的な融合を加速させるだろう。

インターネット金融と同様、従来型金融（商業銀行）にも、独自の強みがある。例えば、オーダーメイド型サービスや、高度な専門性、顧客からの認知度、リスクヘッジ能力、潤沢な資金力、オフライン顧客に対する独占などが挙げられる。大口貸付、オーダーメイド型資産運用、投資コンサルティング、金融資産管理などの分野において、従来型金融（商業銀行）の優位性は他の追随を許さない。

要するに、今後の金融業において、インターネット金融と従来型金融は、競争の中で共存し、共存の中で競争する関係になると言えるだろう。金融の「三次元的改革」の視点から言えば、資本市場の発展により金融の「幅」が、対外開放や国際化によって金融の「長さ」が、インターネット金融の発展により金融の「深さ」が、それぞれ拡大すると見込まれる。

#### 【参考文献】

Clay Shirky, *Here Comes Everybody: The Power of Organizing Without Organizations*, Penguin Books

（胡泳、沈満琳訳『人人時代』中国人民大学出版社、2012年）

金磷『史上最も深いインターネット金融についての研究報告 - インターネット金融』百度文庫、2013年

劉積仁、Steve Papermaster『融合時代』中信出版社、2013年

Zvi Bodie ほか『金融学』中国人民大学出版社、2013年

吳曉求ほか『中国資本市場：制度変革と政策調整（2013）』北京大学出版社、2013年

吳曉求ほか『中国証券会社：現状と未来（2012）』中国人民大学出版社、2012年

吳曉求ほか『中国ベンチャー市場：成長とリスク（2011）』中国人民大学出版社、2011年

吳曉求ほか『中国資本市場：2010—2020』中国金融出版社、2012年

吳曉求ほか『変革と台頭——中国金融台頭の道を探る』中国金融出版社、2011年

吳曉求ほか『世界の金融変革における中国の金融と資本市場』中国人民大学出版社、2010年  
中国人民銀行金融安定分析グループ『中国金融安定報告 2013』中国金融出版社、2013年

## 著者紹介

吳 曉求 (Wu Xiaoqi)

中国人民大学金融証券研究所 所長

1959年生まれ。1983年江西財經大學経済学部卒業後、中国人民大学で博士号取得。

1987～2002年、中国人民大学の経済研究所マクロ室主任、財政金融研究科副研究科長、研究生院副院長などを歴任。1996年より中国人民大学金融証券研究所所長、2002年より同大学学術委員会委員、2006年より同大学校長補佐、研究生院常務副院長などを務め、現在に至る。主要著書に『資本市場と銀行主導：金融体系在中国の一種比較研究』、『中国資本市場分析要義』などがある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research