



金融イノベーションの中で成長する インターネット金融¹

張 栩晨*

林 長華**

要約

1. 中国の金融業界では、縦割りの監督体制の下で、銀行業の規模が他の金融業を圧倒している一方、金融規制を回避するための異なる金融業態の垣根を越えた金融イノベーションが活発化している。
2. 具体的には、協議預金や、理財商品（資産運用商品）、同業（銀行間）決済代行、銀信合作（銀行・信託会社間連携）、銀証信合作（銀行・証券会社・信託会社間連携）、コール取引など多様な業務を通じて商業銀行に対する預貸率規制を回避し、金融監督当局との駆け引きを行っている。
3. インターネット会社も、第三者決済サービスや、ソーシャルレンディング（P2P 金融）等の小口貸付業務、金融商品の販売面で、金融業界に影響を及ぼし始めている。
4. インターネット金融も規制の格差を利用したものであるが、効率性や利便性の向上、中小企業の資金調達支援といった側面もある。金融監督当局は、インターネット金融及び従来の金融機関の双方に公平に対応する必要がある。

I. 中国金融界を取り巻く変化の特徴

現在、金融に対する法整備や監督体制の遅れが旺盛な金融サービス需要の成長を抑えがちになっている中で、業界間の監督体制の格差に着目した金融イノベーションが金融市場の発展の原動力となっている。中国金融業界の現状は、「一行三会」、つまり中国人民銀行（中央銀行）、中国銀行業監督管理委員会（銀监会）、中国证券监督管理委员会（证监会）、中国保険監督管理委員会（保监会）による縦割りの監督体制の下で、銀行業の規模が他の金融業を圧倒しているのが現状である。また、このような現状の下で、「貸出規制、金利規制、為替相場規制、営業免許規制」から、「ディスインターミディエーション（銀行離れ）、金利の市場化、為替相場の市場化」という金融自由化が進みつつある。

¹ 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 6 期掲載の「金融イノベーションの中で成長する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。

* 張 栩晨 中南林業科技大学国際学院国際経済・貿易学科在学中

** 林 長華 中国華融資産管理股分有限公司総合協同部 シニアマネージャー

金融業において業界間の監督体制の格差を最大限活用するためには、異なる金融業態の垣根を越える必要がある。また、大きな金融イノベーションはいずれも商業銀行への規制に着目したものである。特に、中国光大集団、中信集団、平安集団といった金融持ち株会社の登場や、金融分野における業界間協力の一般化に伴い、金融規制を回避するための金融イノベーションが非常に活発化している。

Ⅱ. 監督と監督回避：「ネコとネズミ」の駆け引き

金融分野においては、監督する側と監督を逃れようとする側の間で、さながら金融監督当局が「ネコ」、金融機関が「ネズミ」であるかのような駆け引きが展開されている。商業銀行は、金融分野の中でも最大の業種である。中国経済の奇跡的發展、歪んだ金利環境、特殊な政策インセンティブは、中国国内における長期的な資金調達需要と、旺盛な銀行借入需要を生み出してきた。金利規制が機能しない状況において、預貸率を最重要指標とする貸出規制²は、金融監督当局にとっては貸出に向けた商業銀行の衝動を抑える最大の手段だが、商業銀行にとってはバランスシートの拡大や利益の最大化を阻む足かせとなっている。商業銀行にとって、預貸率の制約を回避しつつ、バランスシートを拡大し、レバレッジを効かせて、資本の効率性を高めることが、金融イノベーションの最大の目的である。協議預金³や、理財商品（資産運用商品）、同業（銀行間）決済代行、銀信合作（銀行・信託会社間連携）、銀証信合作（銀行・証券会社・信託会社間連携）、コール取引など多様な業務が相次いで登場しているが、その狙いは共通している。

1. 協議預金と同業預金

金融監督当局は同業預金（金融機関間預金）⁴について、その不安定性を理由に、これまで預貸率の計算対象には含めてこなかった（預貸率の計算対象となる預金量は、潜在的な貸出能力の高さを意味する）。一方、保険資金や社会保険基金、年金基金、郵便貯金から受け入れる協議預金の場合、商業銀行は通常の預金残高に計上することができた。

また、中国郵政貯蓄銀行は、当初、預金業務のみが認められ、貸出業務は扱っていなかった。中国郵政貯蓄銀行から受け入れる協議預金は、商業銀行にとって通常の預金残高への計上が可能で、しかも同業預金より概ね 2%ポイント有利な金利であったため、同行の 1 兆元近い預金をめぐり、商業銀行が争奪戦を繰り広げていた。

こうした状況に対し、金融監督当局は、中国郵政貯蓄銀行が商業銀行に再編され、貸出業務を扱い始めたのを機に、対応策を打ち出した。中国人民銀行は、2008 年 10 月に協議預金の基準を改め、商業銀行に預け入れる郵便貯金を同業預金に分類したため、郵便貯金の収益性は大幅に低下し、同時に多くの商業銀行で預貸率が激減した。しかし現在でも、郵便貯金を一旦保険会社経由迂回させれば、商業銀行に協議預金として預け入れることはなお可能である。

² 預金に対する貸出の割合で 75%が上限（訳者注）。

³ 大口預金の一種で、銀行側と預金者（主に保険会社などの金融機関）の協議により金利等を協議の上決定できる（訳者注）。

⁴ 同業預金は、銀行間の預金のほか、証券会社や信託会社等の金融機関からの預金も指す（訳者注）。

2. 超短期の理財商品と「時点預金残高」

当初、預貸率の監督は月末や四半期末に行われ、それら以外の他の時期には監督は行われていなかった。金融監督当局は個人向け貯蓄預金に対して金利規制を設けており、高い金利での顧客獲得を厳しく制限してきた。これに対し、各商業銀行は高金利で超短期の理財商品を発行して投資家を募集し、償還期限を月末や四半期末に設定することにより、月末・四半期末時点での普通預金残高が増えるようにした。これらの商品の仕組みは、現在、人気を集めている「余额宝」や「当日決済（T+0）MMF」と同様の原理であり、いずれも個人向け貯蓄預金金利の規制を回避するために生まれたものである。

しかし、厳しい監督を受けるのは銀行業界の宿命であり、金融監督当局はさらなる対抗策を打ち出した。具体的には、2011年6月1日以降、預貸率の監督対象が、月末時点の数値から月間平均（1日単位で計算）の数値に変更され、毎月初めに前月の月間平均預貸率を銀監会に報告することが商業銀行に義務付けられた。また、預貸率の平均比率も75%以内に規制された。加えて、2011年9月30日、銀監会は「商業銀行の理財業務のリスク管理の更なる強化に関する問題についての通知（關於進一步加強商業銀行理財業務風險管理有關問題的通知）」を公布し、「短期または超短期、高利回りの理財商品を発行する形を借りて、実質的に高金利での預金獲得を行ったり、月末・四半期末時点の預貸率を実質的に調整したりするなど、監督体制の格差を利用して利益を図ってはならない」と定めた。続いて2011年10月、銀監会は「理財商品の販売リスク抑制の強化に関する通知（加強理財產品銷售風險控制的通知）」を公布し、満期が1カ月以内の超短期理財商品の販売を停止するよう口頭で指示した。

3. 同業（銀行間）決済代行業務と事実上の資金調達

同業（銀行間）決済代行業務とは、顧客からの申請に基づき、顧客の国内取引や貿易取引について、商業銀行が国内外の同業機関または自行の海外拠点を通じて、その決済に必要な短期資金の融通と決済代行を提供するサービスであり、国内同業決済代行業務と海外同業決済代行業務に区分される。

このうち、顧客からの申請を受け、同業機関に対して資金の提供と顧客の取引先への代金支払いを依頼する側の商業銀行を「委託行」と呼び、委託行の求めにより決済資金を提供して決済を代行する側の国内外の同業機関もしくは委託行の海外拠点を「決済代行銀行」と呼ぶ。同業貸出資金は貸出残高に計上されないという利点があるため、貸付を行う商業銀行が決済代行業務の「委託行」を装い、仲介役のブリッジ銀行に顧客への「決済代行」を委託し、ブリッジ銀行はまた資金を委託行に貸し出して、委託行自身を通じて顧客に支払うという形で、いわゆる顧客への迂回融資を行う例が現れた。この融資方法には、貸出総量規制を回避する狙いがあり、その規模はかつて1兆元以上に達したこともあった。しかし、同業（銀行間）決済代行業務の規模の拡大に伴い、「公然の秘密」の維持は困難になった。

2012年9月、銀監会は「同業決済代行業務の管理の規範化に関する通知（關於規範同業代付業務管理的通知）」を公布し、商業銀行の同業決済代行業務の会計処理に際し、実際の取引や決済代行の裏付けを求めた。同通知により、同業決済代行業務の規模は急速に縮小している。

4. 銀信合作と銀証信合作

いわゆる銀信合作とは、銀行・信託会社間の連携による業務を指す。信託会社の理財商品は、

かつてはオフバランス業務であり、貸出残高には計上されていなかった。このため、銀行は顧客に信託商品を直接発行して資金を募集し、信託商品を通じて顧客に貸付を提供したり、あるいは信託商品を通じて自行の貸出資産を購入するなどの手法で資産をオフバランス化してきた。単純な手順だが、その規模はかつて2兆元にも達したことがあり、国内の旺盛な資金調達需要が伺える。

2010年7月、銀監会は、こうした取引手法を使った銀信合作による理財商品の組成・販売を全面的に禁止し、既に発売された商品はオンバランス化が義務付けられた。しかし、需要がある限り供給が途絶えるはずはなく、2012年中盤以降、証券会社は新たな資産管理業務を開発し、商業銀行は証券会社の資産管理商品を通じて同様のサービスを提供し始めた。証券会社の受託管理資産総額は、2013年末時点で5兆2,000億元に達し、その大部分が前述と同様の業務によるものであった。これを金融監督当局が座視しているはずはなく、2013年3月、銀監会は「商業銀行の理財業務の投資運営の規範化の問題に関する通知（中国銀監会關於規範商業銀行理財業務投資運作有關問題的通知）」を公布し、商業銀行の理財商品の投資対象や投資比率について直接規制に乗り出した。市場は、元々、私募債（PPN）や中小企業の私募社債といった届出対象商品の提供、または商業銀行による資産証券化など非標準化債権資産⁵の標準化に期待を寄せていたが、簡単なオペレーションを好む商業銀行側は、理財商品による資金調達の一部を、銀行間借入による自行名義資金の調達に切り替えた。

しかし、長期資産と短期負債という期間のミスマッチがさらに深刻化した結果、中国人民銀行による銀行間市場の資金引き締めにより、2013年6月に空前の市中資金の不足を招いた。市中資金が不足した結果、債券相場が大幅に下がり、債券市場の黄金時代が幕を閉じた。2013年6月20日、中国の銀行間市場での取引金利は暴騰し、翌日物金利は最高で30%にまで上昇した。翌日物、7日物といった短期商品の金利が、次々と史上最高を記録した。市場ではパニックが広がり、一部の中小銀行はなりふり構わず資金調達に奔走した。市中の資金不足により、標準債券価格も大幅に値を下げ、7年間続いた債券市場の上昇基調が終焉を迎え、債券市場の黄金時代はもはや遠くに行ってしまった。こうした状況を受け、銀監会は「商業銀行同業融資管理弁法」（9号文）を公布し、商業銀行の資金調達方法の規制を強化した⁶。例えば、商業銀行が、明示的であれ暗黙であれ、第三者金融機関に信用保証を提供したり、あるいは第三者金融機関から信用保証を受けたりすることが認められなくなった。前述の同業決済代行業務や、買戻条件付売却取引の資産売却側が金融資産をオフバランス化する行為も禁止された。また、商業銀行は、金融機関間貸付業務を全行統一の与信システムに含め、その資産や引当金をバランスシートに計上することも求められた。

同様の駆け引きは他にも多くある。形式は多様だが、金融イノベーションと金融監督当局との駆け引きという実態では共通している。しかし、中国経済の発展に伴い、金融イノベーションは加速し続けている。金融がますます多くの業界と結びつきを強める中、急発展するインターネットも金融分野に浸透しつつあり、金融業界にとって新たな発展のチャンスと課題をもたらしてい

⁵ 銀行間市場・証券取引所で取引されていない債務性の資産（訳者注）。

⁶ 2013年秋の段階では、銀監会から業界に対し、「商業銀行同業融資管理弁法」に関するパブリックコメントの募集が行われていたとの現地報道があったが、その後、実際に同管理弁法が公布されたという情報は無い。他には、2014年5月16日、中国人民銀行、銀監会、証監会、保監会、国家外為管理局が連名で「金融機関の同業業務の規範に関する通知」を公布し、本文中で言及されているような銀行間の同業業務の規制強化に加え、金融機関間全体の同業業務に対する規制強化が行われている。（訳者注）

る。地道な努力が報われるどころか、その成果では太刀打ちできないほどの困難に直面することは、往々にしてある。インターネット金融という「スーパーネズミ」が登場した今、「ネコ」役を務める金融監督当局が迅速にかつ正しい対策を打ち出さない限り、追いつ追われつの拮抗した駆け引きも、一方的なワンサイドゲームに変わりかねない。

Ⅲ. 金融分野の「招かれざる客」：インターネット企業

インターネット金融に触れる場合、テンセント（騰訊）やアリババ（阿里巴巴）、バイドゥ（百度）といったインターネット業界の「大御所」に言及しないわけにはいかない。これらインターネット企業は、従来の有償サービス主体のビジネスモデルを覆し、当初から「無料サービス」で利用者を喜ばせてきた。例えば、テンセントによるインスタントメッセージ（IM）ツールである「QQ」、モバイル機器向け通信ツールである「微信（WeChat）」などは、テキストメッセージ、音声・ビデオチャットなどのサービスを無料で提供してきた。

ただし、「無料サービス」は必ずしもインターネット企業の収益性を失わせるものではない。アンチウイルスソフトを例に挙げよう。従来はソフトウェア企業がパッケージ商品を販売してきたが、このモデルは非効率的で、しかも知的財産権保護にも配慮する必要があった。一方、アンチウイルスソフト「360 殺毒」の場合、公式ウェブサイトからソフトを無料でダウンロードできるため、急速に市場に広がった。これにより獲得した膨大な顧客群は、大きな広告収入をもたらしており、運営者は広告対象ソフトのダウンロード数や利用者のクリック数に応じてソフト開発者から広告料を徴収しつつ、「360 安全衛士」、「保険箱」、「手機衛士」など多くの関連製品群を開発し、付加価値サービスによって大きな収益をあげている。

アリババがこのほど発表したタクシー予約アプリ「快的」は、最初の2回分の利用を5元値引きするなど、無料どころか損失覚悟のサービスを提供している。しかし、初期投資の段階を過ぎれば、アリババは「快的」アプリの普及を通じて決済サービス「支付宝」の利用者を集め、そこから利益を上げることができる。例えば、（浙江省の）杭州市では合計1万2,000台のタクシーが登録しており、1日当たりの平均稼働回数は25回、1回の利用額は平均20円で、1日当たりの売り上げは約600万元である。中国には杭州市と同程度の規模の都市が30ほどあるため、合わせて1億8,000万元の売り上げを見込める。このうち1%が取り分になったとしても、1日当たり180万元、1カ月で5,400万元の収益になる。さらに、アプリ内広告や利用者の位置情報を利用した他のサービス、例えばレストラン、ショッピング、娯楽施設などを紹介するターゲティング広告機能などからも、同様に多額の広告収入が見込める。

インターネット企業は「無料サービス、便利さと迅速さ、間接的な収益獲得」というビジネスモデルを採用しており、多くの業界で旋風を巻き起こしている。こうした大手が金融分野に進出すれば、従来の金融の在り方を大きく覆すことは必至だろう。現時点で、すでにインターネット上での決済サービス、資金調達、仮想通貨、直接販売などの金融業務への進出が相次ぎ、金融業界に大きな影響を及ぼしている。

インターネット企業の金融分野への進出では、第一に、第三者決済サービスへの進出が挙げられる。特徴は、企業や消費者から独立した立場での、決済サービスの提供である。現在、最も広く利用されているのは、アリババが提供する「支付宝」で、当初はショッピングサイト「淘宝网」で商品を購入する顧客向けに開発された第三者決済プラットフォームであった。出品者や利

用者の増加に伴い、クレジットカードの決済、水道料金・電気料金の収納代行、キャンパスカードの残高チャージ、プリペイド携帯電話の残高チャージなど、多様な決済機能が追加されている。銀行カードを登録すれば、「支付宝」利用者は複数の銀行間で相互送金ができ、銀行口座と「支付宝」口座の間でも随時資金の出し入れができる。顧客の決済準備金が増えるにつれ、「支付宝」は融資機能を除く商業銀行の主要な機能のほとんどを提供できるようになった。このため、同サービスに対する監督には、従来の工業情報化部だけでなく、中国人民銀行、銀监会といった金融監督当局も参加させる必要がある。

第二に、ソーシャルレンディング（P2P 金融）や電子商取引業者が提供する小口ローンといった「小口貸付」業務への進出が挙げられる。P2P 金融とは、投資家が、仲介機関を通じて、資金調達者に対して資金を直接貸し出す仕組みのことである。このサービスと違法な資金調達との違いは、インターネットプラットフォームはあくまで借り手と貸し手の相対取引を仲介する役割に留まっていることであり、仲介機関が自ら貸付を提供したり、「理財資金」として自社で投資を行うことは禁じられている。客観的にみて、P2P 金融は国内居住者の投資先を広げ、また中国が長年悩まされてきた「中小企業の資金調達難」の緩和にも一役買っている。但し、参入条件が厳しくないため、法律のグレーゾーンに該当するプラットフォームも少なくなく、自ら融資を提供するといった不正行為や、資金を集めて失踪するといった事件も発生している。借り手のコスト負担が大きすぎる（金利は 20%~40%程度）こと自体、「悪貨が良貨を駆逐する」危険性を含んでいる。ある意味で、P2P 金融は規制に関して裁定行動を取り、商業銀行に対する伝統的な規制を迂回することで利益を上げていると言える。商業銀行の設立には、厳しい参入条件を満たさなければならず、経営上、自己資本比率や預金準備金率、預貸率といった指標の制約を受ける。これに対し、P2P 金融の参入にはほぼ条件は無いが、扱うサービスは商業銀行の預金・貸付業務とほぼ同様である。商業銀行から見れば、わずか数百万元の登録資本金と、取引額に応じた一定のリスク引当金だけで投資家の元本・利息の安全性を保証することは、想像しがたいことである。ただ、目新しい事業が短期的に急成長を遂げるのは、よくあることである。

今後、P2P 金融が持続的な運営を維持するためには、自社に見合った債務不履行対策モデル、貸倒率の抑制などの仕組みを整備することが極めて重要になる。業界全体としてみれば、「国一業界団体一企業」という 3 階層からなる監督システムを構築するために、商業銀行の預金・貸付業務における自己資本比率を参考に、一定の条件を設けることが望ましい。また、今後、P2P 金融を手掛ける一部企業が、本格的なインターネット銀行への転身に踏み切る可能性もあるだろう。このほか、電子商取引業者や商業銀行の間でも、自身の膨大な顧客データベースを活用し、事業者向け小口貸付のための審査・貸付プラットフォーム作りに乗り出す動きもあるだろう。2013 年上半期、全国の主な電子商取引業者のうち、アリババの貸付提供額は 1,000 億元という驚異的な額に上った。

第三に、金融商品の販路開拓におけるインターネットの役割も浸透しつつあり、同様に十分な影響力を持っていることが挙げられる。アリババの提供する金融サービス「余额宝」の登場によって、天弘基金という無名の会社が、中国の資産管理規模で十大公募基金公司に躍進し、商業銀行の普通預金業務に衝撃を与えた。テンセントと国金証券が運営する証券取引サービス「傭金宝」は、手数料がゼロに近いことに加え⁷、他の付加価値サービスも利用できるとあって、従来

⁷ 0.025%と中国の証券会社がこれまで打ち出した手数料では最低の水準（訳者注）。

の証券会社の伝統的なブローカレッジ業務を死地に追いやりつつある。

以上のようにインターネット金融は市場を席卷してはいるものの、規制の厳しい金融業界の枠組みを完全に覆すには至っていない。但し、発想の転換は既に起こっており、インターネット金融向けの新たなルール作りが間近に迫っている。

IV. 制度構築：インターネット金融の秩序ある成長のための基礎

繰り返しになるが、インターネット金融という大きなうねりが起こり、インターネット金融における金融商品開発をめぐる新たなルール作りが間近に迫ってきている。

第一に、インターネット金融における金融商品開発は、前述の商業銀行の事例と同様、規制の格差を利用して利益を図ることが主たる目的となっているものの、効率性や利便性の向上という側面もある。預金金利規制は現時点では最大の金融規制であり、「余额宝」、「当日決済（T+0）MMF」が人気を集めている理由も、金利規制下にある普通預金を金利規制外にある協議預金に転換する便利な手段を提供したからに他ならない。個人向け貯蓄預金に対する金利規制の狙いは、銀行業界の保護であり、悪性競争や高金利による預金獲得を防ぐために設定された。しかし、インターネット金融により局面が変わった現在、こうした規制は銀行業を守るどころか、逆に銀行業の足かせとなってしまった。

第二に、インターネット金融における金融商品開発は、いずれも国内金融業界の根深く大きな問題の解決を狙ったものである。大きな問題であったがゆえに、開発された商品の将来性は大きい。投資先の選択肢が少なく、中小企業の資金調達が困難であるといった問題は、長く解決が叫ばれてきた問題であり、その優れた解決方法がインターネット金融であった。P2P 金融のプラットフォームの多くは、「草の根金融」から誕生したもので、貸付対象は一般人や中小企業である。「余额宝」、「当日決済（T+0）MMF」によって、1兆元単位の普通預金が投資に向けられ、一般国民に資産運用の果実をもたらした。

最後に、インターネット金融はあくまで金融業務であり、その発展過程において金融監督当局と金融機関による駆け引きは今後も繰り返されるだろう。少し前から、中国人民銀行が第三者決済業務やモバイル決済業務に対する監督を強化するとの噂が出ているが、これも両者の駆け引きが進行中であることの証左である。注意すべきは、金融監督当局は、インターネット金融及び従来の金融機関のいずれに対しても、それぞれ公平に対応しなければならないことである。現状では、同じ預金・貸付業務を提供しているにも関わらず、伝統的な金融機関は預金準備金率や預貸率といった指標で監督される一方、P2P 金融の運営者はこうした制約を受けていない。同じ金融業務を手掛けている以上、同じ金融監督当局によって、同じ監督政策を適用すべきであり、インターネット金融におけるイノベーションにおいても同じことが言える。

著者紹介

張 栩晨 (Zhang Xuchen)

中南林業科技大学国際学院国際経済・貿易学科在学中。1993年生まれ。

林 長華 (Lin Changhua)

中国華融資産管理股份有限公司総合協同部 シニアマネージャー

1979年生まれ。2009年湖南大学博士号取得。華融証券を経て2013年より現職。

・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