
【書評】

李立栄著

**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、2022年5月、
viii+318ページ、4,400円 + 税)

2015年に、中国人民銀行は預金金利の上限規制を撤廃し、長年にわたり「漸進的」に実施してきた金融の自由化に決定打を放った。また中国経済は、この頃から改革開放以来の二桁成長に終わりを告げ、安定成長すなわち「ニューノーマル」の時代に突入した。それにもかかわらず、非金融法人部門の負債比率が逆に飛躍的に上昇し、いわゆる経済成長と資金との間に逆周期的に乖離しつつある状況は深刻化している。そうした特徴は大型また国有企業において

より顕著に表れたため、金融機関が企業の規模や所有制に基づき差別的に融資を行っていたことを示している。しかし、大型、国有企業は潤沢な資金を拡大再生産に投下したのではなく、信託会社など「委託貸出し」を通じて、資金の乏しい中小企業に流していた。その結果、一部の大型また国有企業において、金融収益は大きく拡大し、いわゆる「企業の金融化」と呼ばれる現象は現れた。一方で、住宅価格が高騰したため、社会資金は不動産市場へ大量になだれ込み、バブルは助長されている。のみならず、金融機関は当局の業種別規制の不備を利用し、新しい金融商品を開発し、利益追求を強めている。こうして、少なくともコロナ禍の前までは、中国はかつて資産バブルや財テクを経験していた1980年代後半の日本と極めてよく類似した経済構造となっていた。

世界は中国発金融危機に対し警戒の目を光らせているなか、中国政府も金融リスクの発生を未然に防ぐことを最大な政策課題に据えた。2017年7月に開かれた全国金融会議において、「金融システムリスクの発生を防止するのが金融政策の永遠の主題」とされて以来、金融リスクに対する研究は学界で最も注目されるテーマの一つとなっている。そうした中で、シャドーバンキングは金融システムリスクの引き金になりかねない重要な事象として取り上げられ、様々な角度から検討されている。

本書はまさに中国のシャドーバンキングを真っ正面から取り上げ、その形成や課題を丹念に検討した大著である。本書の構成は以下のとおりである。

序章	シャドーバンキングとは何か
第1章	中国のシャドーバンキングの概観
第2章	中国のシャドーバンキング①型 ——その形成過程と主な業務実態
第3章	中国のシャドーバンキング②型の特徴 と金融システムの役割
第4章	銀行システム外のシャドーバンキング の主な業務実態（シャドーバンキング

②型と③型)

第5章	中国のシャドーバンキングの潜在的な リスク
第6章	規制当局の対応と今後の方向性
終章	結論と今後の展望

序章では本書の問題意識、研究目的と意義が明示されたうえで、シャドーバンキングに関する国際的な議論や定義を参考しつつ、中国のシャドーバンキングを三つの「型」、すなわち「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（中国のシャドーバンキング①型）」、「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（中国のシャドーバンキング②型）」および「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（中国のシャドーバンキング③）」に分類され、研究対象は明確に示された。また、米国のそれと対照し、中国のシャドーバンキングの特徴が検討された。

第1章「中国のシャドーバンキングの概観」では、筆者は強力なデータ収集能力と分析力を駆使し、中国のシャドーバンキング①～③型の現状と規模を解明した。のみならず、それぞれのプレーヤーとビジネスモデルについて詳細に紹介している。そこで、中国の広義のシャドーバンキングは、2010年にまだ15.45兆元に過ぎなかったものの、2016年では95.94兆元に膨れ上がり、GDPの1.29倍にも相当する規模となった。

第2章「中国のシャドーバンキング①型——その形成過程と主な業務実態」では、筆者は銀行システムの内外を統合したシャドーバンキングについて、2008年から2010年までの時期を「発展初期段階」、2011年から2013年までの時期を「発展中期段階」、2014年から2017年までの時期を「高度発展段階」と区分し、それぞれの時期におけるシャドーバンキングの状況と背景について総括した。それに続いて、シャドーバンキングの業務実態について、商業銀行との関連業務とオフバランス取引の関連業務に大別

し、詳しく紹介した。

第3章「中国のシャドーバンキング①型の特徴と金融システムの役割」では、米国のそれと比較し、中国のシャドーバンキングは規模が小さい、運営方式がシンプル、レバレッジ率が比較的到低い、との三つの特徴を持つと指摘された。そのうえで、米国のシャドーバンキングは証券化業務を中心に行われたため、資本市場を利用した取引型の金融仲介機関といえるのに対し、中国のそれは資本市場の未発達を背景に銀行融資の補完的な役割を果たした「典型的な融資型の金融仲介機関」だと結論付けている。この結論は中国国内の「銀行の影」論と一致している。

第4章「銀行システム外のシャドーバンキングの主な実務実態（シャドーバンキング②と③型）」では、シャドーバンキング②型としてインフォーマル金融、ブリッジローン、民間「倒貸」（民間借り入れによる銀行借り入れの返済）とプライベート・エクイティ・ファンドを、③型としていわゆるフィンテックと呼ばれるネット金融をそれぞれ取り上げられ、米国のそれと比較しつつ検討が行われた。

第5章「中国のシャドーバンキングの潜在的なリスク」では、三つの型のシャドーバンキングに存在するリスクについて分析された。とりわけ、①型に関して資金の調達運用機関のミスマッチ、信用リスク・流動性リスクおよび政策リスクを指摘し、それぞれの発生経路をめぐる検討を通じて、それらのリスクが銀行間での伝播により金融システムに大きな不安定性をもたらす可能性があると警鐘を鳴らしている。

第6章「規制当局の対応と今後の方向性」では、中国のシャドーバンキングに関する規制の在り方について検討が行われ、独自の政策提言がまとめられた。そうした中で、銀行オフバランス取引に対する規制強化や株式投資ファンド、産業投資ファンド、資産証券化商品の育成、金融包摂の推進などが含まれるほか、高度なモニタリングシステムと格付け評価システムの確立、シャドーバンキングの類型別最適規制、伝

統的な銀行に対する監督の強化、監督機関同士の実効性ある協調体制および金融法制の整備といった具体案が出していた。

終章「結論と今後の展望」では、本書の内容について要約されたうえで、中国金融システムとりわけ情報技術の発達にともないつつ、どのような変容を遂げられうるかについて展望が行われた。

本書は、膨大な資料データと実務モデルに基づいて中国のシャドーバンキングについて多角的に分析を行なった。本書各章では、著者自らの研究成果と大量の文献知識を援用し、分析対象を明らかにしている。まさに著者が指摘した通り、日本語による中国のシャドーバンキングをめぐる先駆かつ体系的な業績であり、今後の研究に大きく貢献できる貴重な文献であるに違いない。

以下に、本書に対する評者のもつ若干の感想、疑問を述べ、書評としたい。

まず、比較対象の適切さについての疑問である。米国のシャドーバンキングとの比較は本書の大きな特徴の一つと思われるが、周知のように米国のシャドーバンキングそれ自体は複雑な構造を持ち、その形成メカニズムは中国のものとはかなり異なっている。米国のシャドーバンキングと比較したことにより、日本語で出版した本書は日本の読者にとって逆に難解になってしまったような感を禁じ得ない。冒頭で述べたように、中国のシャドーバンキングはむしろ1980年代における日本の金融自由化やバブル、財テクに共通する部分が多く、それと比較検討したほうがもっと建設的な見地がえられたのではないかと考えられる。もちろん、この点に関しては、もしかして評者ただ一人での杞憂かもしれないが。

第二に、学術史での位置づけは必ずしも明確とは言えない点がある。本書は著者の早稲田大学に提出された学位論文を中心に加筆修正した学術書とは言え、経済学または金融論などの理論枠組みでシャドーバンキングに内在的あるいは外延的な学理について深く掘り下げて検討

し、学術史の発展にいかに関与したかは曖昧である。実際、中国の学界ではシャドーバンキングについての学術研究は近年のホットイシューとして、『経済研究』や『金融研究』といったトップ学術誌だけでも膨大な数の研究が公表されている。にもかかわらず、本書の参考文献リストを一瞥すれば、それらの成果があまり触れられていなかった。本書はシャドーバンキングをめぐるビジネスモデルの解説に重点を据えたため、学術かつ独創的論点がそれほど提出されていないように思われる。

第三に、シャドーバンキングの歴史的形成における政治要素に対する検討が不足しているように思われる。経済活動に政府が強く介入している目下の中国では、シャドーバンキングは決して単なる金融現象ではない。王=湊（2015）は中国のシャドーバンキングをめぐり、それは地方政府の財政現象の一つとして、政府と金融機関が結託し、生み出した「鬼子」として指摘していた。中国の金融システムはこれまで市場化が進めば金融危機が発生し、引き締められれば資金融通効率が低下する（「一放就乱、一収就死」という悪循環から長年脱出できていない背景に、金融と財政は実質的に分離していない事実があるからであろう。

いずれにせよ、中国のシャドーバンキングは2018年に金融機関の資産管理に関する新しい規制策が出された後、規模的に大きく縮小しつ

つある。しかし、それはフローの拡大鈍化によるものであり、ストックで見た場合、依然として無視できない規模が残されている。コロナ後、中国の不動産価格の継続的な下落にともない、大規模な不良債権問題は発生する可能性が極めて高い。そうなると、1990年代の日本の経験した金融危機は中国で発生しないとは限らない。その意味では、著者に当分野での研究をさらに深めていただきくことを期待し、筆を置きたい。

参考文献

- 王京濱=湊照宏（2105）「中国におけるシャドーバンキングの構造的特質と日本経済への影響」『大阪産業大学経済論集』第17巻、第1号
- 李文喆（2019）「中国影子銀行的経済学分析：定義、構成と規模測算」『金融研究』第3期
- 韓珣=李建軍（2020）「金融錯配、非金融企業影子銀行化與經濟『脱実向虚』」『金融研究』第8期
- 周上堯=王勝（2021）「中国影子銀行的成因、結構及系統性風險」『経済研究』第7期
- 張嘉明（2022）「貨幣政策、銀行風險承擔與影子銀行」『経済研究』第5期
- 王 京濱（おう けいひん・
天津理工大学管理学院）