

中国のシャドーバンキング及び 銀信理財商品にかかる諸問題

李

娜*

目 次

はじめに

I 中国におけるシャドーバンキング及び理財商品

- 一、シャドーバンキングの概要
- 二、中国版シャドーバンキング
 - (一) 中国版シャドーバンキングの概要
 - (二) 中国版シャドーバンキングの範囲
 - 1. 議 論
 - 2. 私 見
 - (三) 中国版シャドーバンキングの規模

II 銀信理財商品の概要

- 一、銀信理財商品の位置付け——商業銀行の理財商品及び銀信合作業務
 - (一) 商業銀行の理財商品
 - 1. 概 要
 - 2. 分 類
 - (二) 銀信合作業務
 - 1. 概 要
 - 2. 銀信理財合作業務
- 二、銀信理財商品の沿革
 - 1. 発展準備の段階（2001年—2004年）
 - 2. 初期発展・問題の発見の段階（2005年—2007年）
 - 3. 監督の段階（2008年—2011年）
 - 4. 更なる伸長（2012年—現在）
- 三、銀信理財商品の現状
 - (一) 銀信理財商品の規模
 - (二) 銀信理財商品の投資領域

* り・な 立命館大学大学院法学研究科博士課程後期課程

四. 銀信理財商品の発展原因

- (一) 供給
- (二) 需要

1. 国民の財産の増加に伴う理財の多様化
2. 適当な利殖方法の減少と銀信理財商品への需要の増加

おわりに

はじめに

近年,「シャドーバンキング」という言葉をよく聞くようになった。2000年代後半に欧米の大手金融機関がシャドーバンキングを活用して多額の資金を調達・運用し,それが世界的な金融危機の一因になったとされる。また,世界的な金融危機直後の G20 ソウル・サミットで,金融危機再発防止策としてシャドーバンキング規制の考えが打ち出され,その後金融安定理事会(FSB)もシャドーバンキングの定義と監督に関する提言を策定した。2010年代になると,今度は中国の金融システムの問題として「シャドーバンキング」が世界的に再注目されるようになっていく。

しかしながら,中国版「シャドーバンキング」について,共通かつ明確な定義は存在しなく,その範囲について様々な見解がある。不明確な範囲は,「シャドーバンキング」の監督に不利であり,最悪の場合,金融システムを揺るがすこともありうる。なお,その中でも特に問題なのが,信託会社と銀行が提携して組成する「銀信理財商品(高利回りの資産運用商品)」で,それを通じてリスクが拡散していることである。

そこで,本稿は,中国版「シャドーバンキング」及び銀信理財商品の現状を分析し,考察を及ぼすこととする。まずは,Ⅰにおいて,中国版「シャドーバンキング」を概観し,見解を分析することによって,その範囲を明確にする。次いで,Ⅱにおいて,銀信理財商品を概観することによって,その位置付け検討する。また,銀信理財商品の沿革・発展原因等を明確にする。

I 中国におけるシャドーバンキング及び理財商品

一、シャドーバンキングの概要

シャドーバンキングについて、現在の意味¹⁾として用いられるようになったのは、2007年9月、カンザスシティ連邦準備銀行がジャクソンホールで開催した経済シンポジウムにおいて、PIMCO のポール・マカリー（Paul McCulley）がその言葉を使ったことがきっかけである²⁾。同氏はシャドーバンキング・システムを「レバレッジのかかったノンバンク投資に関わるコンデュイット（導管体）、ビークル、ストラクチャーのアルファベット・スープ（混合物）」であると表現した³⁾。同年11月、PIMCO の創設者であるビル・グロース（Bill Gross）は、レバレッジのかかった証券・債権・クレジット商品を保有するシャドーバンキングが規制の対象外となっているために、これに対する監視・規制の強化に注意を払うべきだと指摘していた⁴⁾。これから、学者や政府組織（例えば、米連邦準備理事会（FRB））、国際機関（例えば、国際通貨基金（IMF）、金融安定理事会（FSB））等の組織は、シャドーバンキングをテーマとして、関連する問題について、世界で本格的に検討し始めた。特に、2009年から、シャドーバンキングは各国の中央銀行及び国際組織等の公文書における正式的

1) 最初に現れたシャドーバンキングは、現在の意味と大きな違いがある。例えば、OECD が出版した『貨幣の将来』において、シャドーバンキングは、地下外国為替取引を行う機関を示した（OECD「The future of money」p137）。

2) 金融庁金融研究センター「シャドーバンキングの発展とそのリスクの蓄積、日本のシャドーバンキング・セクター」2頁。

3) Paul McCulley が書いた論文——「Teton Reflections」における定義は：「the “shadow banking system” – the whole alphabet soup of levered up nonbank investment conduits, vehicles, and structures」。<http://www.pimco.com/EN/Insights/Pages/GCBF%20August-%20September%202007.aspx>（2014年8月24日最終閲覧）

4) Bill Gross 「Beware our shadow banking system」。http://money.cnn.com/2007/11/27/news/newsmakers/gross_banking.fortune/（2014年8月24日最終閲覧）

な用語になるようになった。

シャドーバンキングは、統一的に定義されるに至っていない。例えば、ポール・マカリーは、「伝統的な銀行規制の対象外とするため、米連邦準備理事会（FRB）の割引窓口からのバックストップなくして、あるいは連邦預金保険公社からの預金保険を受けることなくして、レバレッジのかかった仲介業務がシャドーバンキングにおいて行われている」⁵⁾と主張した。FRB 前議長であったベン・バーナンキ（Ben Shalom Bernanke）は、「シャドーバンキング・システムとは、まとめると、預貯金取扱金融機関の規制との関連が緩くて、或いは規制の外で、伝統的な銀行の機能を果す様々な機関及び市場により成り立つ金融システムである。証券化ビークル、ABCP コンデュイット、MMMF、レポ、投資銀行、不動産ローン会社等が含まれる」⁶⁾と述べており、関連する議論や認識は様々である。

現在、シャドーバンキングについて、最も広く適用される定義は、「金融安定理事会」（FSB）が2011年に主張したものである。FSB は、G20 ソウル・サミットから「2011年半ばまでにシャドーバンキング・システムの規制及び監視の強化のための提言を策定する」⁷⁾という指示を受け、2011

5) Paul McCulley 「The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey」1 頁。

http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB_Focus_May_09.pdf?WT.cg_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB_Focus_May_09.pdf (2014年 8月24日最終閲覧)

6) Ben S. Bernanke 「Some Reflections on the Crisis and the Policy Response」April 13, 2012

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm> (2014年 8月24日最終閲覧)

7) 2010年の G20 ソウル・サミットにおいて、銀行の自己資本比率に関する新たな規制であるバーゼル 3 が全面的に適用されるために、金融部門に関する規制について、「更に注意が必要な事項も残っている」と指摘された。その事項の一つである「シャドーバンキング」は、金融危機を拡大した原因であるとして一般的に認識されている。シャドーバンキング・システムにおいて規制の格差が生じる可能性がある。したがって、「金融安定理事会（FSB）に対して、その他の国際的な基準設定主体と協働して、シャドーバンキング・システムの規制及び監視の強化のための提言を2011年半ばまでに策定するよう求めた」（ソウル・サミット文書（THE SEOUL SUMMIT DOCUMENT）p10）と要求された。

年4月12日にバックグラウンドペーパー（FSB（2011a））を公表した。本ペーパーでは、シャドーバンキングの定義が検討され、以下のような2段階アプローチが示された。まず第1段階としては、シャドーバンキングの対象を包括的に捉えようとしており、「通常の銀行システムの外にあるエンティティや活動を含む信用仲介システム」⁸⁾を広くシャドーバンキングとして把握する。もっとも、すべてのシャドーバンキング・システムが金融システムの安定の観点から問題となるわけではない。これに対して、次の第2段階では、シャドーバンキングに関する議論の焦点であり、「ノンバンク信用仲介のうち、満期変換や流動性変換、瑕疵ある信用リスク移転、レバレッジの創出等によってシステミック・リスク上の懸念をもたらす可能性があるもの、或いは、規制アービトラージに対する懸念を生む可能性があるもの」⁹⁾を対象とする。

シャドーバンキングは、システミック・リスク或いは規制アービトラージに対する懸念をもたらす可能性があるため、2007年以降の金融危機から、金融危機を拡大した原因であるとして一般的に認識されている。資本規制や流動性規制を含むプルーデンス規制の適用を受ける銀行とは異なり、市場を介して行われるシャドーバンキングには限定的なプルーデンス規制（健全性規制）が課せられるか、規制の対象外となっていた。そのために、現在、G20の枠組みの下で行われている国際的な金融制度改革においては、シャドーバンキングに対する監視・規制の強化が重要な政策課題として位置づけられている¹⁰⁾。

二．中国版シャドーバンキング

（一）中国版シャドーバンキングの概要

近年、中国では、銀行システムの外での資金保有量が膨張し、投資先を

8) FSBの報告「Shadow Banking: Scoping the Issues」(Apr 2011) (FSB (2011a)) 2頁。

9) 前掲（注8）2頁。

10) 前掲（注2）2頁。

求めるニーズが高まる中、「シャドーバンキング」¹¹⁾の規模が拡大している。IMF が2012年10月に作成した世界金融安定化報告 (Global Financial Stability Report) の中で特に中国におけるシャドーバンキングに関する問題を取り上げた¹²⁾。そして2012年末、華夏銀行が中国で初めて資産運用商品の違約通知¹³⁾を行ったことに加え、中信信託を始めとするいくつかの大手信託会社において返済不能 (デフォルト) となる大きく揺らぐ事態も発生しはじめ、連鎖的な金融・経済危機の発生が懸念されている。

中国版シャドーバンキングは、規律性が欠如した資産証券化商品、銀信理財商品、私募ファンド、民間金融 (個人等がアンダーグラウンド (地下銭庄) でインフォーマルに貸し付けるもの。別称: 民間借貸) といった金融監督のグレーゾーンから形成され、大部分が従来の銀行業務に変更を加えたものに過ぎず、海外のように金融デリバティブや金融イノベーションの結果として生まれた部分は小さい¹⁴⁾。その形成状況、システム形態は、成熟した市場経済国とは大きく異なっている。① 金融機関という面から見ると、先進国におけるシャドーバンキングを代表する機関として、投資銀行や住宅金融会社、投資ビークル、プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジファンド等があげられる¹⁵⁾。中国において、本質的にシャドーバンキング・システムの主役を担うのは商業銀行である¹⁶⁾。商業銀行が発行する理財商品、委託貸付等のオフバランス業務は、シャドーバンキングの中で圧倒的な存在である。② 金融手法という面から見ると、先進国のシャドーバンキングは、主としてデリバティブ、証券化、再証券化

11) 中国でも「影子銀行」と称される。

12) IMF の報告「Global Financial Stability Report」(Oct 2012) 63頁。

13) 華夏銀行が販売した理財商品において、2012年11月に1.4億人民元の元利金不払いが発生した。13年1月に元本は返済されたが、これは、中国における最初の理財商品の返済困難な事例とみなされている。

14) 李欣偉・宋嬌「影子銀行：中国金融穩定的監管重点」中国人民大学編集『現代金融：理論探索与中国实践』(中国人民大学出版社、2014年) 190頁。

15) 前掲 (注14) 191頁。

16) 邢成「中国影子銀行の特征」中国金融2014年4期49頁。

といった金融商品が基となっており、シャドーバンキングの商品構成が山裾にあり、そこから上に向かって、業務を行う部門、取り扱いを行う金融機関という形で産業構造が山のようになって作られ、互いに複雑な引取関係が形成されている¹⁷⁾。中国のシャドーバンキングについては、大部分が従来の銀行業務に変更を加えたものに過ぎず、関連金融商品・手法の開発は遅延となっている。資産証券化がまだ試行段階にあって本格的な普及には至らず、レバレッジが低く、デリバティブに至っては取引自体が行われていない¹⁸⁾。そのため欧米よりはるかに単純であり、成熟度もきわめて低い。中国では、法体系や信用管理の資格が十分に整備されない中、資産証券化スキームの規範化に向けた取り組みは試行と頓挫が繰り返されている一方、銀行では理財商品が活発に発売されている¹⁹⁾。

なお、中国版シャドーバンキングの潜在的なリスクとして、期間のミスマッチに起因する流動性リスク、信用リスク及びシステミック・リスク等が挙げられる²⁰⁾。具体的には、

- ① 期間のミスマッチのリスク：中国の間接融資システムにおける一般的なリスクである。一般的に融資サイドにかなりの長期の需要があるのに対し、現在の多くの商品が短期であるため、期間のミスマッチが存在する。
- ② 流動性リスク：期間のミスマッチにより、商品発行のタイミングと期限到来のタイミングがうまく合わない、あるいはロールオーバーに困難が生ずる等の流動性リスクが存する。
- ③ 信用リスク：シャドーバンキングには限定的なプルーデンス規制が課せられるか、規制の対象外となっているため、多くの商品には十分な救済を設けられない。デフォルトリスクの顕在化が懸念される

17) 前掲（注14）197頁。

18) 前掲（注16）49頁。

19) 前掲（注16）49頁。

20) 閻慶民・李建華『中国影子銀行監管研究』（中国人民大学出版社、2014年）69頁。

現在において、一旦、投資収益が約定利回りを下回るような状況になった場合には信用不安を引き起こしかねない。

- ④ システミック・リスク：このようなリスクはFSBの定義に基づき、シャドーバンキングの構成要件として一般的に認識されている。上述の中国版シャドーバンキングの特徴のように、主導する商業銀行は当局の監督管理下に置かれており、当面、システミック・リスクを起こす可能性は低いと見られているものの、近年は、その急速な拡大ペースに当局の対応が追いつかず、システミック・リスクは顕在化している²¹⁾。

一方、中国でシャドーバンキングについて、不完全な銀行制度を補い、実体経済の資金需要を満たすほか、商業銀行の金融革新として、資金の使用効率を高めることなど、その役割を評価する見方も提示される²²⁾。中国の監督機関は両方を考慮し、シャドーバンキングを封殺するのではなく、規律化し、金融全体に及ぼすリスクを抑制しながら発展させる意向である。

(二) 中国版シャドーバンキングの範囲

1. 議 論

中国におけるシャドーバンキングの共通かつ明確な定義は存在しない。その範囲についての議論も様々であり、以下のように分かれる。

- (1) 中国版シャドーバンキングは、商業銀行のオフバランス業務（例えば、銀行理財商品、委託貸付）、ノンバンク金融機関及びその業務（例えば、信託会社、小口貸付会社、質屋、信用保証会社等の業務）及び民間金融を含んでいる²³⁾（通説）。中国人民銀行²⁴⁾が2013年5月に発表した『中

21) 三菱東京 UFJ 銀行（中国）有限公司トランザクションバンキング部中国調査室「中国のシャドーバンキングについての考察～銀行理財商品や信託融資を中心に」BTMU (China) 経済週報2013年8月2日第48期1頁。

22) 前掲（注20）67頁。

23) 中国社会科学院金融重点实验室主任である劉煜輝が主張したものである。<http:///>

『中国金融安定報告2013』は、中国のシャドーバンキングを、① 正規の銀行システムの外で、② 流動性と信用転換機能を有し、③ システミック・リスクを引き起こす可能性があり、④ 当局による監督管理が不十分か、監督管理を回避する可能性のある、機関や業務によって構成される信用仲介システムであるとしている。具体的には、銀行のオフバランスの理財商品（資産運用商品）、信託会社の信託商品、小口貸付会社、質屋、信用保証会社、プライベート・エクイティ・ファンド、農村資金互助社、民間金融などである²⁵⁾。

(2) 中国版シャドーバンキングを監督を受けるか否かにより定義し、それによると、監督の対象外である高利貸しの民間借貸及び監督を回避するノンバンクの金融イノベーション業務だけが中国版シャドーバンキングに属することにある。これによると、上述(1)の範疇から、監督される銀行のオフバランス業務及び信託会社等のノンバンクの業務は排除される。銀監会は2012年6月発表した『年報』で、「信託会社、金融リース会社等のノンバンクは、監督を受けるため、FSBの定義に基づき、シャドーバンキングに属しない」²⁶⁾と明らかにした。

(3) 中国版シャドーバンキングの範囲について、上述(1)の範疇から、高利貸しの民間借貸（民間金融）を排除する。國務院発展研究センター金融研究所の巴曙松副所長は、「商業銀行の理財業務及び信託会社等のノンバン

\\news.xinhuanet.com/fortune/2011-09/13/c_122024818.htm（2014年8月24日最終閲覧）

24) 中国の金融業への監督システムは中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会（銀監会と略称する）、中国证券監督管理委員会（証監会と略称する）、中国保険監督管理委員会（保監会と略称する）（別称：一行三会）を中心として、構築された。このような一行三会は國務院（注28参照）の直轄下にある。

中国人民銀行は、中国の中央銀行として、貨幣政策の制定と執行・人民元の為替レート決定を含む外国為替管理・人民元の発行・国庫経理などの機能を担っている。中国銀行業監督管理委員会（銀監会）は、銀行・資産管理会社・信託会社等の監督を担っている。中国证券監督管理委員会（証監会）は、証券業務の監督を担っている。中国保険監督管理委員会（保監会）は、保険業務の監督を担っている。

25) 『中国金融安定報告2013』（2013年5月）174頁。

26) 『中国銀行業監督管理委員会2011年報』（2012年6月）43頁。

クを中国のシャドーバンキングとして研究すべきである」と述べる²⁷⁾。

2013年の年末に、国務院²⁸⁾が公布した「影の銀行の規制強化に関する問題の通知」²⁹⁾が、中国版シャドーバンキングを再定義した。具体的に、三つに分類する；

- ① ライセンスがなく、管理監督も全くされていない業界（新型インターネット金融、第三方理財）、
- ② ライセンスはなく、管理監督も不十分な業界（融資型信用保証会社、小口貸付会社）、
- ③ ライセンスはあるが、管理監督が不足しているか、回避されている業界（MMF、資産証券化業務、一部の理財業務）。

なお、同通知は、信託業に対し、シャドーバンキングの性質を有する業

27) 巴曙松「応従金融結構演進角度客観評估影子銀行」経済縦横2013年4期27頁。

28) 国務院は中華人民共和国の中央政府であり、最高国家行政機関である。日本の内閣に相当する。

29) 中国において、このような国務院が制定した「通知」は行政法規であり、法制度に属する。

中国の国内法には① 憲法、② 法律、③ 行政法規、④ 部門規章、⑤ 地方性法規、⑥ 地方人民政府規章等がある。

これらの効力関係については、効力の高いものから順に、憲法、法律、行政法規、地方性法規という序列となる。部門規章の効力は行政法規よりも低く、地方人民政府規章の効力は地方性法規よりも低い。部門規章と地方性法規の効力関係及び部門規章と地方人民政府規章との効力関係は法律上に明確にされていない。

憲法是全国人民代表大会（全国人民代表大会は、中国の一院制議會であり、憲法上、国家の最高権力機関および立法機関として位置づけられている。日本では略称を全人代と表記する場合が多い。中国では全国人大、人大と略される）により制定・改正される。法律は全人代又はその常務委員会（常務委員会は、人民代表大会の常設機関であり、人民代表大会の閉会中、行使する最高国家権力および立法権を代行する）が制定・改正する。行政法規は国務院が制定する。部門規章は国務院の各部・委員会（例えば中国人民銀行、銀監会、保監会、証監会等）が、その所轄領域について制定する。地方性法規は地方各レベルの人民代表大会又はその常務委員会が制定する。地方人民政府規章は地方各レベルの人民政府が制定する。

以下の中国人民銀行、銀監会、保監会、証監会等が制定した「規定」、「弁法」、「通知」、「手引き」及び「指導意見」等は部門規章であり、中国法制度に属し、法的効力を有している。

務を禁止する。

以上の定めから見れば、中国版シャドーバンキングについて、依然として定義・リスクが明確でなく、監督に空白があり、監督範囲も不分明（信託会社への対応を始めとして、不十分である、もしくは不足する管理監督の限界）である。それにもかかわらず、このような定めは、中国版シャドーバンキングを初めて法の形で確定し、監督当局が中国においてシャドーバンキングを認め、本格的にシャドーバンキング、延いては中国の金融安定に向ける監督を強化することを示したものと言えよう。

2. 私 見

FSB の定義により、中国版シャドーバンキングの判断基準は次のとおりである：① 通常の銀行システムの外にある信用仲介システムに属するか否か。② 満期変換、流動性変換、信用リスク移転及び高レバレッジの有無。③ システミック・リスク上の懸念をもたらし可能性、及び規制アービトラージに対する懸念を生む可能性の有無³⁰⁾。上述(2)の範囲で、監督を受けるか否かだけを判断基準とすることは、FSB の判断基準を参照すると不十分となる。しかも、FSB の判断基準の一つとする「規制アービトラージ」の意味は、監督を受けないほか、不十分な監督しか受けないことも含んでいる。さらに、上述のように、中国のシャドーバンキングは海外のように金融デリバティブや金融イノベーションの結果として生まれたというよりも、大部分が従来の銀行業務に変更を加えたものに過ぎない。このような特徴は、大部分の中国のシャドーバンキングが監督下に置かれていることを示す。そのため、上述(2)の範疇の考え方は妥当性を欠くと言えよう。なお、上述(3)の範疇により排除される「民間金融」が信用仲介の役割を担うにあたっては、金融監督を受けないため、融資リスクが拡大される恐れが高い。2010年秋、中国浙江省温州市で多くの中小民营企业が、金融機関から貸し渋りや貸し剥がしを受け、資金繰りの悪化に直

30) 前掲（注20）48-52頁。

面、有効な資金調達ルートを確保することもできず、民間金融に頼らざるを得なくなった。しかも、民間金融で用いられる連帯保証等の融資担保システムは健全でなく、その危機が蔓延しており、1社が返済不能に陥ればドミノ倒しが起きやすい。雪だるま式に膨らむ借金、急騰する闇金利、厳しい取り立てなどを前に、中小企業が相次いで倒産する「温州の金融危機」で、「民間金融」の存在は注目された。そのため、FSBの判断基準に適合すると言いうる。

私見は、上述(1)の範疇をもって妥当とする。そこで、上述(1)の考え方に立脚した上で、中国人民銀行の「中国金融安定報告2013」及び國務院の「影の銀行の規制強化に関する問題の通知」に基づけば、中国版シャドーバンキングの範囲は、次のとおりであると言えよう。

(1) 中国の金融監督システムの中心である銀监会・証监会・保监会の監督を受ける金融機関の以下のような業務。

- ① 商業銀行理財業務：商業銀行の理財商品とは、商業銀行が、投資家の委託及び授權を引き受け、投資家と約定した投資のプランと方法に基づき、資産の管理及び投資に関する業務を行う商品である³¹⁾。
- ② 信託業務：信託会社が営む業務である。中国における信託業務は主に集合資金信託プラン、ストラクチャード信託業務、不動産投資信託業務等である。
- ③ 証券理財業務：証券理財業務は、証券会社が営む資産管理業務であり、証券会社が法によって、商業銀行の資産管理の職責を担い、資産管理プランの資産保管、清算、投資等を行い、委託者及び管理者に対し報告する業務である³²⁾。当該業務を規制する「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」³³⁾の11条により、証券会社が営む資産管

31) 具体的には、Ⅱ参照。なお、「理財」とは中国語で「資産運用」のことである。

32) 中国人民大学信託及びファンド研究所『中国信託業發展報告2014』（中国経済出版社、2013年）185頁。

33) 証监会は2005年に「証券会社顧客資産管理業務試行弁法」を制定し、初めて証券会社

理業務は三つに分けられている：単一顧客向けの指定資産管理業務、複数顧客向けの集合資産管理業務（当該業務は、上述の「弁法」の他、「証券会社集合資産管理業務実施細則」により規制される）、及び顧客向けの特定資産管理業務。

- ④ 基金理財業務：中国で言う「基金」は狭義的に「証券投資基金」を指し、日本では「証券投資信託」と呼ばれており、「複数の投資家の出資によって形成された基金を、専門の投資機関（証券投資基金管理会社）が主として有価証券を対象として管理・運用し、その成果を出資額に応じて投資家に分配する仕組み」である³⁴⁾。公開募集と非公開募集とに分けられる。公開募集の基金は「証券投資基金法」により規制され、厳しい監督を受けている。非公開募集の基金は主に特定投資家向けの資産管理業務（「特定資産管理業務」と略称する）であり、「基金管理会社特定顧客資産管理業務弁法」により規制される。同弁法は、2012年証監会の改正³⁵⁾により、特定資産管理業務について投資範囲を拡大し、監督を緩和する。
- ⑤ 保険理財業務：ここで言う保険理財業務³⁶⁾は、主に「保険資産管

の資産管理業務を規制した。2012年に「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」を制定し、「証券会社顧客資産管理業務試行弁法」を廃止した。2013年に「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」を改正し、一部の監督上の制限が削除した。

34) 日本証券アナリスト協会編『基本証券分析用語辞典』第3版（白桃書房、2000年9月）202頁。

35) 証監会は2011年、「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」を制定し、初めて特定資産管理業務を規制した。

36) 保険理財商品は、発行機関により、保険会社の理財商品と保険資産管理会社の理財商品に分けられている。保険会社の理財商品は、保険会社が発行する、伝統的な生命保険に基づいて、理財の機能を持っている商品である（前掲（注20）120頁）。例えば、保険会社がその営業利益を一定の割合で保険者に配当する「分紅險」と称される保険である。しかし、保険会社の理財商品は、満期変換、流動性変換、信用リスク移転及び高レバレッジ等のシャドーバンキングの特徴を持っていないので、シャドーバンキングに属しないと言える。他方で、保険資産管理会社の理財商品は、保険会社を中心とする機関投資家または適格投資家（委託者）向けの理財商品で、受託者たる保険資産管理会社が発行して、金融商品・インフラ等に投資される。これは、シャドーバンキングの特徴を示しており、✕

理会社の理財商品」を指す。保険資産管理会社の理財商品は、保険資産管理会社が、「保険法」、「証券法」及び「保険資産管理会社管理暫定規定」により発行する、証券投資基金商品と類似する商品である³⁷⁾。保険資産管理会社の伝統的な業務は、ただ受託した保険資金の管理である。2012年に公布された「保険資産管理会社の関連する事項に関する通知」により、保険資産管理会社の業務は拡大されている。すなわち、① 保険資金のほか、企業年金、住宅積立金等のような機関や適格投資家の資金を受託し、管理を行うことができる。② 保険資産管理会社が受託者として、資産管理商品を発行し、受益者の利益及び特定の目的のために、資産管理業務を行うことができる。③ 条件に合う保険資産管理会社は、関連する監督機関から許可を受けると、公開募集の資産管理業務を行うことができる。これらの業務によって、保険資産管理会社は、資産管理市場の重要なプレイヤーとなっている。

- ⑥ MMF (マネー・マーケット・ファンド) : 中国の MMF について、2002年の年末証監会は MMF の発行を許可した。2004年、中国証監会と人民銀行が、「マネー・マーケット・ファンド管理暫定規定」を公布し、始めて MMF を規制した。これから、証監会は、2005年に「マネー・マーケット・ファンドの情報開示に関する特別な管理の通知」及び「マネー・マーケット・ファンドの短期融資券への投資に関する問題の通知」、2006年に「マネー・マーケット・ファンドの銀行預金への投資に関する問題の通知」を相次いで公布した。MMF は、中国における金融市場により大きな影響を及ぼすと言える。

↘ シャドーバンキングに属すると言えよう。保険資産管理会社とは、保険資産管理会社管理暫定規定」に基づいて適格保険会社により設立され、保険会社から委託を受け、保険資金(後に、企業年金、住宅積立金等のような機関や適格投資家の資金にも拡張された)について管理・運用を行う会社である。

37) 前掲(注20)122頁。

- ⑦ 資産証券化業務：中国の証券化は1990年代に芽生えた。現在は主に銀監会の監督下の証券化及び証監会の監督下の証券化という2種類の証券化が存在する。前者は貸出債権証券化であり、金融機関が貸出を原資産に証券化を実行することである³⁸⁾。2005年に、銀監会と中国人民銀行は「貸出債権証券化テストに関する管理弁法」等の法令を相次いで公布し、国内における貸出債権証券化の発展に法的根拠を与えた。後者は証券会社特定キャッシュフロー証券化であり、証券会社が組成するSPVが投資家向けに資産担保証券を発行し、契約に基づき、委託された資金で安定したキャッシュフローを生み出す原資産を購入し、その資産が生み出す収益を受益証券の保有者に分配するという特別資産運用業務である³⁹⁾。2013年、証監会は「証券会社資産証券化業務管理規定」を公布し、証券会社特定キャッシュフロー証券化の発展を促進する。
- (2) 上述の他、監督を受ける金融機関及びその業務。主に以下のような機関を包含する。
- ① 質屋：質屋は、中国の最も古い金融機関として、現在商務部⁴⁰⁾により監督されている。2005年、商務部及び公安部⁴¹⁾は「質屋管理弁法」を制定し、質屋を規制する。同弁法により、「質屋営業」は、「動産、財産権利、不動産を質に取り、金銭を貸し付け、流質期限までに当該質物で担保される金銭及び利息の弁済を受けると、当該質物を返すことを約定する営業」と定義され、「質屋」は、「専らに質屋営業を営む企業で、中国「会社法」により組織を構造するもの」と定義される。現在の中国における質屋は、おもに個人向けの宝飾品や貴金属等の質入れ及び小企業の融資ための営業を行っている

38) 前掲（注20）215頁。

39) 前掲（注20）216頁。

40) 商務部は、国务院の直轄下にあり、経済と貿易を管轄する。日本の経済産業省に相当する。

41) 公安部は、国务院の直轄下にあり、中国の警察を担当する官庁である。

る⁴²⁾。

- ② 融資型保証会社：融資型保証会社について、2010年3月、銀监会、発改委⁴³⁾、工信部⁴⁴⁾、財政部⁴⁵⁾、商務部、中国人民銀行及び工商総局⁴⁶⁾は、「融資型担保会社管理暫定弁法」を公布し、融資型保証会社の設立条件、業務規則、監督、法律責任等について、明らかにした。同弁法の1条により、融資型保証は、「保証人が債権者である銀行等の金融機関と保証契約を締結し、債務者が融資金を返済できないとき、保証人が保証契約に基づき、保証責任を負担する行為」と定義され、融資型保証会社は、「法に従い、融資型担保の業務を営む有限責任会社及び株式会社⁴⁷⁾」と定義された。中国の融

42) 前掲（注20）157頁。

43) 国家発展改革委員会（略称：「発改委」）は、国务院の直轄下にあり、経済と社会の政策の研究、経済のマクロ調整などを行う。経済政策を一手に握る職務の重要性から小国務院とも呼ばれている。

44) 工業情報化部（略称：「工信部」）は、国务院の直轄下にあり、発改委の工業部門の職務、中国国家国防科学技術工業局の核電力以外の業務、情報産業部の郵政事業など一部を除く職務、及び国务院情報化工作弁公室の職務を引き継いで行う。

45) 財政部は、国务院の直轄下にあり、財政を担当する官庁である。日本の財務省に相当する。

46) 工商行政管理総局（略称：「工商総局」）は、国务院の直轄下にあり、市場の監督管理及び行政執行を所管する。

47) 中国の会社は、「会社法」により、「有限責任会社」及び「株式会社」に分けられている。どちらの会社でも、社員の責任は有限責任だが、有限責任会社では社員の会社に対する持分が「出資持分」という概念で表わされ、株式会社では「株式」で表わされる。有限責任会社と株式会社の主な異同は以下〔表1〕のとおりである（両者の最低登録資本金額にも異同が設けられていたが、2014年同法改正により最低登録資本金額制度は削除された）。

〔表1〕

	有限責任会社	株式会社
株主の責任の範囲	有限責任	有限責任
株主数	1～50名（一人会社○） （会社法24条）	2～200名（一人会社×） （会社法78条）
株主の持分	出資持分	株式
持分の譲渡	制限あり（他の株主の過半数の同意が必要など） （会社法71条）	原則自由 （会社法137、138条）

資型保証会社は、1993年に始まってから20年以上にわたって、現在の中国の経済において重要な役割を担っている。

- ③ 小口貸付会社：小口貸付会社について、2008年5月、中国人民銀行と銀監会が「小口貸付会社への指導意見」を公布し、貸出金利が中央銀行の基準金利の4倍以内など一定の条件付きで合法的な地位を与えた。同指導意見の1条により、小口貸付会社は「自然人、法人、またはその他の組織が設立した、預金を吸収しなく、小口貸付の業務を営む有限責任会社または株式会社」と定義され、さらに、同指導意見により、小口貸付会社がこれまで抱えていた貸出資金不足の問題が改善され、小口貸付会社の設立が全国でより活発化するようになった。

(3) 監督を受けない機関及びその業務。

- ① 新型インターネット金融：新型インターネット金融の典型的な例としては「余額宝」である。「余額宝」とは、中国のネットショッピングにおける大手企業アリババ（Alibaba）の関連会社であるアリペイ（alipay）と中国の天弘基金（tianhong asset management）とが合同で開発した、銀行を凌駕する勢いの新しい金融サービスである⁴⁸⁾。「余額宝」に預けているお金は、ネットでの買い物にすぐに使え、そのままおいておくと、基金の運用により、銀行より高い利息で⁴⁹⁾増殖する。かくして、「余額宝」は頗る発展しているものの、金融監督システム下に置かれていない。
- ② 民間金融：非金融機関の自然人、法人及びその他の社会組織の間での資金融資のため、個人等がアンダーグラウンド（地下銭庄）でインフォーマルに金銭を貸し付ける（いわゆる高利貸し等を含む）業

48) 余額宝の公式サイト：<https://financeprod.alipay.com/fund/index.htm>（2014年8月27日最終閲覧）

49) 中国国内銀行の預金利率が約0.35%であるのに対し、「余額宝」の利息率は約4%であることから、「余額宝」は、銀行よりおよそ10倍の収益が得られる。

務であり、金融監督システムの対象外となる⁵⁰⁾。前述のような「温州の金融危機」により、民間金融は注視されるようになっていた。2013年浙江省人民代表大会常務委員会⁵¹⁾が、「温州市民間融資管理条例」⁵²⁾を公布し、民間金融に対する規制を開始した。これは専らに民間金融を規制する最初の法規であるため、モデルとして民間金融の改革を促進する。

- ③ 第三方理財：第三方理財機関は商業銀行、証券会社、信託会社等の金融機関から独立し、金融商品の発行または販売をせず、顧客のために、中立的に投資顧問等の仲介業務を行う非金融機関である⁵³⁾。2006年に設立された北京優先理財事務所は、最初の第三方理財機関であり、中国における第三方理財を始めた。しかし、現在の第三方理財を専らに規制する法令が存在しないため、第三方理財機関は一般の会社として扱われている。

(三) 中国版シャドーバンキングの規模

中国版シャドーバンキングの規模は「表2」の通りである。

50) 前掲（注20）208頁。

51) 全国人民代表大会は、中国の一院制議會であり、憲法上、国家の最高権力機関および立法機関として位置づけられている。地方各クラスの人民代表大会はいずれも地方における国の権力機関である。常務委員会は、人民代表大会の常設機関であり、人民代表大会の閉会中、行使する国家権力および立法権を代行する。省の人民代表大会とその常務委員会は、その行政区域の具体的な状況と実際の必要に基づいて、憲法、法律、行政法規と互いに抵触しない前提の下で、地方性法規を制定し、公布することができ、全国人民代表大会常務委員会と國務院に報告してその記録にとどめる。

52) 地方性法規として、中国法制度の一つである（注29参照）。

53) 前掲（注20）211頁。

〔表 2〕

シャドーバンキング	規模（2012年末）（兆人民元）
商業銀行理財業務	7.12
信託業務	7.47
証券理財業務	1.89
基金理財業務	3.62
保険理財業務	2.94
資産証券化業務	0.89
MMF	0.71
質屋	0.12
融資型保証会社	1.46
小口貸付会社	0.59
新型インターネット金融	0.02
民間金融	3
第三方理財 ⁵⁴⁾	0.1
合計	30くらい

出典：『中国影子銀行監管研究』及び『中国金融安定報告2013』

前述から見れば、中国版シャドーバンキングの中で、圧倒的な存在感を持つのは商業銀行理財業務及び信託業務である。なお、信託業の資金源や業務展開と銀行と提携すること、即ち「銀信合作」⁵⁵⁾を通じ、銀行のオンバランス貸出をオフバランス化し、信託会社の業務を拡大させる⁵⁶⁾役

54) 新型インターネット金融、民間金融及び第三方理財が監督されないため、関連する規模はただ推定する。

55) 中国でいう「合作」は、日本での「提携」に相当する。本文では直接に「合作」を用いる。

56) 資金源から見れば、中国における信託業を急に発展させる原動力は「銀信理財商品」である。（中国人民大学信託及びファンド研究所『中国信託業発展報告2013』（中国経済出版社、2013年）263頁）

割は果たされている。さらに、「銀信合作」により発行される「銀信理財商品」⁵⁷⁾ は、商業銀行理財業務及び信託業務において、大きな比率を占め⁵⁸⁾、代表的な理財商品として位置づけている⁵⁹⁾。こうした理由に、以下ではシャドーバンキングを主に銀行理財業務と信託業務として捉え、シャドーバンキングの概要を纏めた上で、銀信理財商品を概観してみたい。

Ⅱ 銀信理財商品の概要

一、銀信理財商品の位置付け——商業銀行の理財商品及び銀信合作業務

(一) 商業銀行の理財商品

1. 概 要

中国における「商業銀行の理財商品」とは、欧米メディアでは、“Wealth Management Products” やその略称である “WMPs” と表現されているものである⁶⁰⁾。Wealth Management (理財業務) とは、財務分析やポートフォリオ・マネジメント・サービスの一種であり、投資顧問を始めとするアセット・マネジメント等の運用サービスを重視したサービスである。欧米においてソフィスティケートされてきた Wealth Management とは、銀行が顧客の情報及び金融商品を分析し、顧客のニーズを聴取し、顧客の自身の財務状況を分析した上で、顧客の財務管理に関する目標や計

57) 銀信理財商品については、具体的に本文の第Ⅱ部分を参照。

58) 2012年末に、銀信理財商品の残高は2兆3億人民元に達し、商業銀行の理財商品の28.5%、また信託商品の27.2%を占めた。

59) 中国社会科学院の金融研究所の金融重点実験室の主任である劉煜輝は、「中国のシャドーバンキングは、銀信理財商品を代表して、委託貸付・小口貸付会社・保証会社等が営む業務を含む」と主張した。<http://finance.people.com.cn/n/2013/0719/c1004-22254210.html> (2014年8月27日最終閲覧)

60) 関根栄一「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」季刊中国資本市場研究(野村資本市場研究所)2013年夏号28頁。理財とは中国語で資産運用のこと(前掲(注31)参照)。

画を作成し、その目的を達成するために金融商品を選択するという業務である⁶¹⁾。その選択される金融商品が WMPs、つまり理財商品なのである。欧米の商業銀行にとっては、重要な収益源となっている。

中国においても、商業銀行が理財商品によって資産運用額を急拡大させている。商業銀行が理財業務を始めたばかりの2004年は、その発行数はわずか数百に止まっていた。しかし、2013年9月末には発行数が2万に、残高が17万億元に達した⁶²⁾。他方で、商業銀行の理財商品にかかる概念につき学説は、「商業銀行が自ら設計・開発した、商品の契約に基づき調達した資金を関連する金融市場に投資し、或いは当該資金を使って金融商品を購入し、収益を取得すると契約に基づき投資家に配当する投資商品を指す」としている（通説）⁶³⁾。法律面から見れば、2014年1月26日、中国人民银行が公布した「商業銀行の理財商品の銀行間債券市場への参加に関する事項の通知」の1条は、商業銀行の理財商品を定義する。“本法でいう商業銀行の理財商品とは、商業銀行が、資産管理者として、法に従い、投資家の委託及び授權を引き受け、投資家と約定した投資計画と方法に基づき、資産の管理及び投資に関する業務を行い、独立的なカストディアンをしてカストディを行わしめる商品である”。従って、中国における通説・法令上の商業銀行の理財商品は、欧米のそれとは力点を異にしている。欧米のそれは中国に比して、顧客のニーズや財務状況等に重点を置き、銀行の役割を発揮することをより強調している。

2. 分類

中国における商業銀行の理財商品には、以下のように様々な類型がある。

① 顧客が収益を取得する方式に基づいて、収益保証型の商品と収益非

61) 前掲（注32）192頁。

62) 前掲（注32）193頁。

63) 中国銀行業従業人員資格認証弁公室『個人理財』（中国金融出版社、2009年）3頁。

保証型の商品とに分類されている。さらに、収益非保証型の商品は、元本保証・収益変動型の商品と元本非保証・収益変動型の商品とに分けられている⁶⁴⁾。2005年銀監会が公布した「商業銀行の個人向け理財業務の管理に関する暫定弁法」の12条によれば、収益保証型の商品とは、銀行が約定に基づき顧客に確定収益を支払い、投資リスクを負担するもの、或いは銀行が約定に基づき顧客に一定収益の支払いを保証し、実際の収益額がそれを下回るリスクを負担するが、それを超過する投資収益については銀行と顧客が約定に基づく比率で分配するものである。また、同法の14条と15条は元本保証・収益変動型の商品と元本非保証・収益変動型の商品との差異を明確にした。元本保証・収益変動型の商品とは、元本は銀行が保証するが、元本以外の投資リスクは顧客が負担し、顧客が投資収益の状況に応じて投資収益を取得する理財商品である。元本非保証・収益変動型の商品とは、銀行は元本を保証せず、顧客が投資パフォーマンスに応じて投資収益を取得する実績配当型商品のことである。

- ② 投資対象に基づいて、㉠ 債券型の商品（国債・中央銀行の手形・短期社債等に投資する理財商品）、㉡ ストラクチャード商品（固定利付商品と金融派生商品とを組み合わせで組成した理財商品）、㉢ 信託型の商品（銀信理財商品）、㉣ QDII 商品（海外理財商品⁶⁵⁾）に分類されている⁶⁶⁾。2007年7月銀監会が公布した「商業銀行の個人向け理財業務の投資管理をさらに規範化する問題に関する通知」は、個人向け理財業務の投資範囲を明確にした。同法によれ

64) 黄志云「我国商業銀行理財產品發展現狀及對策分析」金融教育研究2012年03期36頁。

65) 中国では、2006年4月よりQDII制度が導入された。QDII制度とは、金融機関が国内の法・個人の人民元資金を受け入れ、一定の限度枠内で外貨に交換し、海外の固定利付商品及び株式等に投資する適格国内機関投資家制度である。2007年の基金管理会社によるQDII商品の第一陣は順調に販売された。QDII商品とは、「海外理財商品」と呼ばれることも多く、顧客の計算において海外の固定利付商品及び株式等に投資する商品である。前掲（注60）33頁。

66) 魏涛「中国商業銀行理財產品研究」改革與開放2010年02期67頁。

ば、投資対象商品は、(a) 固定利付商品（格付けが投資適格以上）、(b) 銀行の貸付資産（不良債権に分類にされない「正常債権」以上）、(c) 信託貸付、(d) 公開市場・非公開市場で取引される資産ポートフォリオ、(e) 金融派生商品またはストラクチャード商品、(f) 集合資金信託プラン、(g) QDII、である。

- ③ 投資通貨に基づいて、㊦ 人民元理財商品（人民元建ての理財商品）と㊧ 外貨理財商品（外貨建ての理財商品）に分けられている⁶⁷⁾。

2005年7月21日、中国人民銀行が発表した中国人民元の為替制度改革についての公式声明により、中国の為替制度は、管理フロート制（管理変動相場制）へ移行し、同時に従来の事実上の米ドルへのベッグ（連動）制から離脱、「通貨バスケット⁶⁸⁾を参照しつつ市場の需給に基づく管理変動相場制」へと移行することになった⁶⁹⁾。

2013年9月中国共産党の決定文により、2020年を目途に、為替レートの自由化、及び人民元を貿易だけでなく投資等でも自由に取引可能とする、という2点が盛り込まれた。またその後中国人民銀行の周小川総裁は「中央銀行は日常的な為替レートへの介入から基本的に撤退する」と述べ、為替の変動を市場に委ねる意向を示している⁷⁰⁾。このような人民元のより柔軟な為替制度に関する改革が深

67) 前掲（注66）67頁。

68) 通貨バスケット制（Currency Basket）とは、複数通貨の為替レートを貿易額等に基づき加重平均したもの（バスケット）に対し、自国通貨の為替レートを連動させたり、参照レートとして変動幅を定めたりする方式をいう。他の為替制度との関連では、完全変動相場制（Free Float）と厳密な固定相場制（Hard Peg）を両極とした場合、中間的な為替制度として位置付けられている。中国の場合において、7月21日の声明により、人民元の取引レートについては、米ドル、ユーロ、円、香港ドルの4通貨に対してのみ、各営業日の終値（＝翌営業日の中心レート）が公表されている。

69) 日本国際局為替市場課課長補佐 花尻卓「中国人民元の為替制度改革について」。
http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_1006871_po_f1709c.pdf?contentNo=1（2014年8月28日最終閲覧）

70) http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/szyw/201311/18/t20131118_1767104.shtml（2014年8月28日最終閲覧）

化するとともに、外貨理財商品は急拡大する傾向がある⁷¹⁾。

従って、本文の中心とする「銀信理財商品」は、投資対象に基づき分類される商業銀行の理財商品の種類の一つであり、収益保証型と収益非保証型とに分類され、人民元型と外貨型とに分類されることができる。

(二) 銀信合作業務

1. 概 要

商業銀行と信託会社は、相互のメリットを享受し、「銀信合作業務」を順調に進めている。「銀信合作業務」については、学説が以下のように三つのパターンに分けている⁷²⁾。

- ① 機能的な合作業務。商業銀行は信託財産の保管人或いは信託会社の代理人として業務を営むパターンである⁷³⁾。信託財産の独立性をよりうまく保障し、委託者と受益者の利益をよりうまく保障するために、銀監会は2006年6月「信託会社集合資金信託計画管理弁法」を公布し、第三章（信託プランにおける財産のカストディ）において、信託会社が信託財産を適格な銀行に交付し、銀行がカストディアンとして信託財産を決済・保管する義務を定めた。その他、銀行は信託会社の契約代理店として、信託会社の組成する信託プランを販売する等の業務を行う。
- ② 取引的な合作業務。信託会社と商業銀行が相互のメリットを享受し、顧客のニーズに応じ、提携して金融商品を発行するパターンである。具体的には、銀信理財合作業務及び貸付資産証券化合作業務

71) 前掲（注64）36頁。

72) 銀信理財合作業務のパターンについて、中国人民大学信託及びファンド研究所『中国信託業発展報告2013』（中国経済出版社、2013年）73頁、吴世亮『中国信託業与信託市場』（首都経済貿易大学出版社、2012年）72-73頁、刘大超「銀信合作模式的 SWOT 分析」経済師2009年08期181-182頁、陳珊「銀信合作業務規範研究」中国投資2011年05期96頁を参照。

73) 中国人民大学信託及びファンド研究所『中国信託業発展報告2013』（中国経済出版社、2013年）73頁。

等を通じ、銀信理財商品や資産証券化商品等を組成することである。

- ③ 組織的な合作業務。商業銀行が信託会社の株式に投資することを通じ、持株会社となり、FHC を構築するパターンである。

銀監会は、2008年12月、「銀行及び信託会社の業務合作の手引き」を公布し、「銀信合作業務」を明確にした。当該「手引き」により、「銀信合作業務」は、① 銀信理財合作業務（銀信理財商品を発行する業務。下記2.にて詳述する）、② クレジット資産証券化合作業務、③ 銀行の信託プランの推奨業務、④ 銀行の信託プランのためのカスタディ業務等の合作業務を含む。広義的な銀信業務は以上のような業務を全て含む概念であるが、狭義的な銀信合作業務はもっぱら銀信理財合作業務をさす⁷⁴⁾。

2. 銀信理財合作業務

銀信理財合作業務は狭義の銀信合作業務である。2008年12月付「銀行及び信託会社の業務合作の手引き」の6条は、「銀信理財合作」につき「銀行が理財プランの下での資金を、信託会社に信託し、受託者たる信託会社が信託契約の定めに基づいて、管理・運用・処分を行う行為」と定義していた。2010年8月銀監会が公布した「銀信理財合作業務の関連事項の規範化に関する通知」も銀信理財合作業務に関する商品設計、業務規模、投資対象、リスク管理等を明確化した。その1条は、「銀信理財合作業務」を「商業銀行が顧客の理財資金を信託会社に委託し、受託者たる信託会社が信託契約の約定に基づき、管理、運用、処分を行う行為」と定義している。現在行われている理財商品は、「単一理財商品」と「集合理財商品」（単に「理財プラン」とも称される）⁷⁵⁾に分けられているため、2008年と

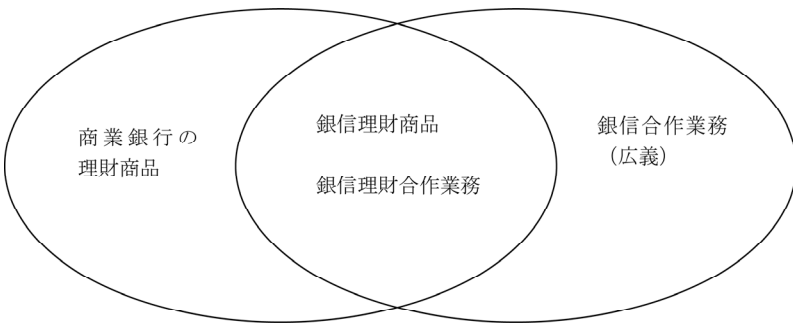
74) 吳世亮『中国信託業与信託市場』（首都經濟貿易大学出版社，2012年）72-73頁，陳珊「銀信合作業務規範研究」中国投資2011年05期96頁。

75) 「単一理財商品」は、顧客から委託された資金を単独で運用する商品である。「集合理財商品」は、複数の顧客から委託された資金を合同して運用する商品である。

2010年の銀監会の部門規章における銀信理財合作業務の定義を比べたときの実質的な相違点は次の通りである。すなわち、信託財産の適用対象については、前者の定義において、「理財プランの下での資金」に限られるが、後者においては、理財プランだけではなく、単一理財商品をも含む全ての「顧客の理財資金」（即ち、理財商品の下での資金）へと拡張される⁷⁶⁾。

従って、〔図1〕のように、商業銀行の理財商品の中での「銀信理財商品」とは、商業銀行の理財商品に関する投資対象である信託商品が、「銀信理財合作業務」を通じ、銀行の理財プランに組み込まれて販売される商品を作す。

〔図1〕



二. 銀信理財商品の沿革

学説によると、中国の銀信理財商品の発展は、以下のように、発展準備——初期発展——問題の発見——監督——更なる伸長という段階に分けられている⁷⁷⁾。

76) 周小明『信託制度：法理と実務』（中国法制出版社，2012年）451頁。

77) 前掲（注73）70-73頁，2007年中国金融理財市場報告の課題組「叩開財富大門——我国金融理財市場展望之背景篇——歷史脈絡」農村金融研究2007年06期18-20頁，盧川「中国影子銀行運行模式研究——基於銀信合作視角」金融發展評論2012年01期56頁，邢成「規範と創新：銀信合作的現状与趋势」中国金融2010年22期41頁，賈瑞「我国銀信合作的發展現

1. 発展準備の段階（2001年—2004年）

2001年に WTO の加盟国になってから、中国では、金融改革が進展し、業界内の競争も激しくなり、金融市場は拡大し続けた。これに伴い、本来の金融に対する監督も緩くなり、商業銀行の理財商品の発展及び革新に対して、適当な環境を提供していた⁷⁸⁾。2002年、中国で初めて商業銀行の理財商品が販売された。また、2001年「信託法」、「信託投資会社管理弁法」等の信託関連基本法が制定されたことにより、2002年に信託業は開始された。如上信託関連基本法は、監督フレームを構築し、規範の基礎を定め、信託業の発展を促進した。

この段階においては、商業銀行の理財商品と信託業の発展とともに、銀信理財商品を発行する銀信理財合作業務を準備し、商業銀行が信託会社の代理人として、信託商品を販売するというような初歩的な銀信合作業務が現れた。それゆえに、この段階は「初級代理の段階」と呼ばれることもある⁷⁹⁾。信託会社は、銀行が有する支店網や情報、テクノロジー等を利用して、信託商品の販売に関する「200本」及び「5万元」という制限⁸⁰⁾を回

ㄨ 状及創新路径」経済師2013年07期149頁、陳珊「銀信合作業務規範研究」中国投資2011年05期96頁参照。

78) 2007年中国金融理財市場報告の課題組「叩開財富大門——我国金融理財市場展望之背景篇——歷史脈絡」農村金融研究2007年06期19頁。

79) 前掲（注73）70頁。

80) 2002年「信託投資会社の資金信託についての管理に関する暫定弁法」の6条で、「信託投資会社が信託資金の管理、運用、処分を行う場合に、受け入れた委託者の資金信託契約が200本を上回ること、及び各契約の金額が5万元を下回することは、禁止される」と定められた。これがいわゆる「200本」及び「5万元」という制限である。これにつき「信託法」の起草者である王連洲は、「このような制限を制定する主な理由は、信託が私募の性質を持っていることである。アメリカにおける私募にも、100人を超えないという制限がある」と述べた。私見によれば、これは、金融監督の効率性のためである。「同弁法」が制定された当時に、「信託法」が制定された（2001年）ばかりで、関連する法制度が整備されなかったのもので、大規模の信託商品（委託者との資金信託契約が200本を上回ること）の発行は、監督が困難であり、金融安定にも影響を及ぼす恐れが高いと言えよう。しかしながら、このような制限は信託の発展にとって、桎梏であると言いうる。したがって、「同弁法」は、2007年に公布された「信託会社の集合資金の信託計画に関する管理弁

避することに強い関心を持ち、合作業務を営もうとした。しかし、商業銀行にとって、信託商品代理販売業務の利益が仲介業務の全利益の中でほんのわずかを占めるに過ぎなかったし、それにより銀行自身の顧客や預金が流失する恐れがあるために、銀行は同業務について排斥する傾向があった⁸¹⁾。

2. 初期発展・問題の発見の段階 (2005年—2007年)

中国において、2005年が理財商品の転機となった。同年においては、一人当たり GDP が1700米ドルに達し、貯蓄から株式・ファンド等への投資へと移行する傾向も現れ、理財商品に投資する意欲も強くなってきた⁸²⁾。同時には、国有銀行の株式保有システムの改革⁸³⁾、非流通株改革⁸⁴⁾、為

ゝ法」により、廃止された。このような制限は、「適格投資家」制度に代わられた。

「適格投資家」制度は、「信託会社集合資金信託計画管理弁法」により、次の通りとなっている。

① 以下のいずれかに該当する投資家：

- (i) 一つの信託プランに最低金額100万人民元の投資を行う自然人、法人、その他の組織。
- (ii) 個人又は家計の金融資産残高が購入時に100万人民元を超えている自然人。
- (iii) 過去3年間で毎年の年収が20万人民元を超えている個人、又は過去3年間で毎年の年収が合わせて合計30万人民元を超えている夫妻。

② 人数。

単一の信託プランの自然人の人数は50名以下である。但し、委託金額が1件当たり300万人民元以上の自然人投資家及び適格機関投資家は、かかる人数制限を受けない。

81) 邢成「規範と創新：銀信合作的現状与趋势」中国金融2010年22期41頁。

82) 前掲（注78）20頁。

83) 国有銀行の株式保有システムの改革とは、銀行を従来の国有から、「会社法」に基づく民間株式会社へと変革させることである。

84) 非流通株とは、取引所での売買が制限された株式のことである。中国の場合において、非流通株はその保有者によって国有株、法人株、従業員に分けられる。非流通株の存在は、株式市場において取引される流通株の公正な価格形成を攪乱する要因となる。よって、中国当局は非流通株改革を資本市場改革の最重要項目として取り組んでいったのである（金岡克文「中国非流通株改革の帰結」日本海域研究（2013-03-19）11-12頁）。この改革について、2001年6月に政府は非流通株を流通化させる政策に着手した。しかし、2001年の改革は、投資家の株式需給悪化への懸念を誘発し、大量売却で株価は急落した。こゝ

替制度（特に QDII 制度の成立）の改革等が本格的に進められ、中国における資本市場が次の段階へと発展しようとしていた⁸⁵⁾。特に、中国の株式市場は、2007 年に未曾有の株価急騰で世界的に注目を集め、理財商品の発展及び革新は、重要な転機を迎えた。

この段階において、以上のような金融状況の影響を受け、「貸付型の理財商品⁸⁶⁾」を代表として、より深い銀信合作業務である銀信理財合作業務が普及していった。「貸付型の理財商品」の発行により、商業銀行において、預貸率、財務構造、オフバランス資産の規模、仲介業務の利益の比率等に関する問題が改善された⁸⁷⁾。しかも、人々の理財商品へのニーズが増えているため、商業銀行は、従前の態度を変えて、積極的に銀信理財商品を発行してきた。その後、銀信理財商品の規模は、急に拡大し、特に2007年の株式市場における急騰により、この段階において、空前の規模に達したのである⁸⁸⁾。しかし、関連する監督規制が、銀信理財商品の発展の急速さに追いつかず、銀信理財合作業務において中心となる商業銀行が、信託会社を単純に受動的な「コンデューイット」として扱ったこと、及び脱法の目的として発行された銀信理財商品が現れたこと等の問題が発見し、金融市場の秩序を攪乱する要因となった。

ゝのため、同政策は停止を余儀なくされた。そして、2005年4月改革は再開された。今回は非流通株が流通権を得てから1年間に売買凍結等のような売却制限を制定し、株価を急落させるような大量売却は起こらなかった。2005年の改革は順調に進んでいた（三菱東京UFJ 銀行「世界的な影響力を強める中国株式市場」経済レビュー平成21年9月29日2-3頁）。

85) 前掲（注78）20頁。

86) 貸付型の理財商品とは、商業銀行が、信託会社を通じた貸付金の受益権を理財商品の投資対象として、顧客へ販売する銀信理財商品である（賈瑞「我国銀信合作的發展現狀及創新路徑」經濟師2013年07期149頁）。

87) 前掲（注73）71頁、前掲（注81）41頁。

88) 前掲（注73）72頁。

3. 監督の段階 (2008年—2011年)

2007年の中国における株式市場の過熱により、金融市場において、様々な問題も表面化した。それに対して、当局の対応として、過熱抑制策や違法行為の取締り・予防策が打たれる一方で、株式市場での資金調達が増え、過剰流動性対策の一環で QDII による対外投資も進んだ⁸⁹⁾。この段階において、金融市場の監督管理・市場リスクの防止などが重視されるようになっていた。2007年12月の中央経済工作会议⁹⁰⁾は、2008年に穏健な財政政策と金融引締め策を実施し、かなり速い経済成長が景気過熱に転じることを防止し、構造的な物価上昇が明らかなインフレに転じることを防止することをマクロ経済政策の第一の目標として定めた⁹¹⁾。

如上マクロ経済政策の影響を受け、銀監会は、2008年12月の「銀行及び信託会社の業務合作の手引き」をはじめとして、銀信理財商品の監督に関する様々な部門規章⁹²⁾を公布した。特に2010年の「銀信理財合作業務の関連事項の規範化に関する通知」から、銀信理財商品は監督がより強化された。このような部門規章の内容は、以下のように3つに大別せられている⁹³⁾。

- ① 信理財商品のリスク管理に関する規定。例えば、2008年の「銀行及び信託会社の業務合作の手引き」は、信託会社の銀行に対する情報開示制度を定め、2010年の「銀信理財合作業務の関連事項の規範化に関する通知」は、銀信理財商品がリスクの高い非上場会社の株式に投資できないことを定めている。

89) 神宮健「2007年の中国証券市場の回顧と今後の証券市場政策」季刊中国資本市場研究 (野村資本市場研究所) 2008年春号28頁。

90) 中国において、年に1度行われる中央経済工作会议は、中共中央 (即ち中国共産党中央委員会: 中国共産党の最高指導機関)・国務院が行う最高レベルの経済に関する会議である。中央経済工作会议の主な任務は、① 1年間の経済実績の総括、② 国内外における経済状況の変化への対応、③ マクロ経済発展計画の制定、④ 来年の経済業務の手配などである。

91) 2007年12月の経済工作会议における報告である。http://www.gov.cn/test/2008-12/05/content_1168978.htm (2014年8月28日最終閲覧)

92) 銀監会が制定する行政法である。前掲 (注28) を参照。

93) 賈瑞「我国銀信合作的發展現狀及創新路徑」経済師2013年07期149頁。

② 貸付政策に関する規定。2010年の前半に貸付の規模が拡大し続けていたため、銀信合作に関する監督政策が厳しくなり、貸付の拡大を抑止しようとした。銀信合作業務は2010年7月銀監会により禁止され、1か月後の「銀信理財合作業務の関連事項の規範化に関する通知」により回復されたにもかかわらず、当該「通知」は、銀信理財商品の貸付金を2010年—2011年の2年間で全てオンバランス化することを要求し、バランスシート外の貸付を制限した。

③ 信託会社の能動的な管理能力の向上に関する規定。信託会社について単純に受動的な「コンデュイット」の状況を変更しようとした。例えば、2010年の「銀信理財合作業務の関連事項の規範化に関する通知」は、信託会社が銀信理財合作業務において能動的に管理する原則、及び信託会社の銀信理財商品における様々な職責を定めた。

このような部門規章により、銀信理財商品はより規範化されるとともに、残高が2010年に1兆6605億人民元に達した後、めっきり減少していた⁹⁴⁾。

4. 更なる伸長（2012年—現在）

この段階において、中国の資産管理市場において、最も注目される現象は、2012年から政府が資産管理市場に密接的な関係のある政令を大量に公布していることである。特に、「革新」、「制限の緩和」等を名目にして、証券会社、基金管理会社及び商品先物取引業者等による資産管理について、連続的に法令が公布されている⁹⁵⁾。このような法令が証券会社、基金管理会社等の投資範囲を拡大し、投資限界を削除したことにより、相互の資産管理業務が類似し、旧来の金融分野における「業際規制」が緩和さ

94) 中国信託業協会 <http://www.txhx.net/txhx/statistics/index.htm>（2014年8月28日最終閲覧）

95) 前掲（注73）34頁。関連する法令は、本文（Ⅰ—二—（二）—2—（1））により、証券理財業務における「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」（2012年制定）、基金理財業務における「基金管理会社特定顧客資産管理業務弁法」（2012年改正）、保険理財業務における「保険資産管理会社の関連する事項に関する通知」（2012年制定）等である。

れ、各金融機関間の業務の境界は曖昧になり、「汎資産管理時代」が到来した。

「汎資産管理時代」とは、資産管理機関（証券会社、信託会社、基金管理会社等）が類似した資産管理業務を営み、資産管理商品が多様化される時代という意味である。それに伴い、中国の信託業務には機会とチャレンジが共存する。一方で中国における信託業務の規模が先進国より小さく、成長する余地が巨大であるものの、他方では、業者及び資産管理商品の多様化のために、競争が白熱するようになっている⁹⁶⁾。このような競争はイノベーション創出を促進し、質を高め、発展を持続させることができると言えよう。この段階において、銀信理財商品の残高も増加し続けて、2010年の頂点を超え、2013年末に2兆1,852億人民元になっていた。

三. 銀信理財商品の現状

(一) 銀信理財商品の規模

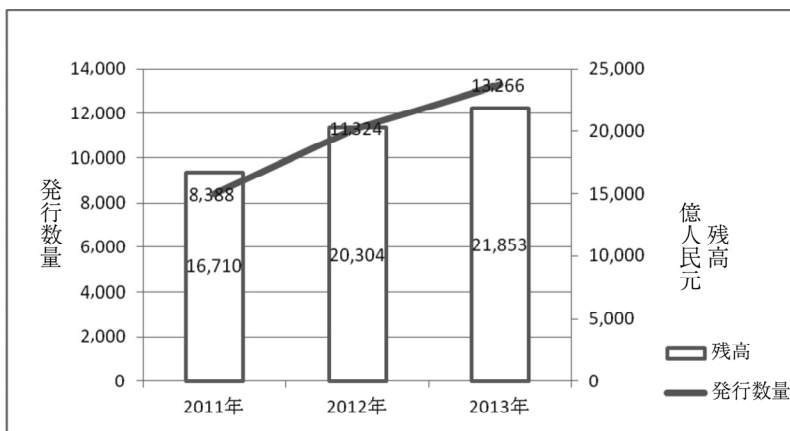
銀信理財商品は、世界に注目されるほど急速に膨張している。

中国信託業協会⁹⁷⁾の統計によると、銀信理財商品の残高は、2011年末の1兆6,000億人民元から、2012年末の2兆303億人民元、2013年末の2兆1,852億人民元と急増している。また、銀信理財商品の発行数については、2011年の8,388本から、2012年の11,324本、2013年の13,266本と、これも急増していた。残高及び発行数の増加量は、2012年がそれぞれ27%、35%であり、2013年はそれぞれ7.6%、17.1%である（〔図2〕参照）。現在銀信理財商品の規模は増加し続けているにもかかわらず、増長速度、特に残高については、遅くなっていることが分かる。これは「汎資産管理時代」である現在において、多様化した業者及び激しい競争がもたらした結果であると言えよう。

96) 前掲（注73）34頁。

97) この段落の数字について、中国信託業協会の公表した報告を参照。<http://www.txth.net>（2014年8月28日最終閲覧）

〔図 2〕 銀信理財商品の規模



出典：『中国信託業発展報告2014』160頁 『中国信託業発展報告2013』195頁

（二） 銀信理財商品の投資領域

『中国信託業発展報告』の2013年と2014年版⁹⁸⁾によれば、2013年において、銀信理財商品の投資領域は単一化がみられる（〔表 3〕及び〔表 4〕参照）。即ち、第一に、ほぼ全ての銀信理財商品が金融商品に投資し、その量的比率は2012年の97.60%から2013年の99.97%に達した。企業への投資は2012年の2.39%から2013年の0.01%に減少した。第二に、2011年に国務院弁公庁⁹⁹⁾が打ち出した「融資制限及び購入制限令¹⁰⁰⁾」という厳しい

98) 中国人民大学信託及びファンド研究所が編集し、中国経済出版社より版行された報告である。この段落の数字については、『中国信託業発展報告2014』160頁及び『中国信託業発展報告2013』195頁に依拠した。

99) 国務院弁公庁は、国務院の組織機構であり、国務院の指導者を補佐して定型業務を処理する機関である。具体的には国務院会議の準備作業に責任を負い、国務院の指導者を補佐して会議の決定事項の実施を組織し、国務院、国務院弁公庁の名義で発表される公文書の起草あるいは審査を組織する。

100) 「融資制限及び購入制限令」とは、不動産市場の過熱を抑制するために、国務院が公布した「不動産市場のコントロール強化への取組みに関する通知（新国八条）」の中で最も重要なマクロ政策である。「融資制限」とは、「同通知」の4条により、2軒目を購入する

監督政策により、不動産を投資対象とする銀信理財商品の発行数及び残高は大きく低下している。2012年に発行数はゼロになり、2013年においては、1本のみとなった。第三に、2010年から、地方政府融資平台¹⁰¹⁾について、国务院の政策が厳しくなる¹⁰²⁾に伴い、インフラ投資の銀信理財商品は急速に衰退している。2012年と2013年のその量的比率はそれぞれ0.009%、0.01%であり、ほとんど無視してもよいだろう。不動産及びインフラに投資する銀信理財商品は、ほぼ単一信託商品により代わられていると指摘されている¹⁰³⁾。

〔表 3〕2012年と2013年の比較

投資領域	2012年—量的比率	2013年—量的比率
金融商品	97.60%	99.97%
企業融資	2.39%	0.01%
不動産	0.00%	0.00%
インフラ	0.009%	0.01%

ㄨ場合、頭金は60%以上、銀行からの貸付金利は基準の1.1倍以上とする。「購入制限」とは、各直轄市、計画単列市、省都都市、不動産価格が高騰し伸びが急速な都市では、現地戸籍世帯は2軒目までの購入が認められるが、3軒目の購入を禁止するというものである。なお、非現地戸籍世帯の場合、一定期限以上の現地での納税証明または社会保険料支払証明の提出のできる世帯に限って、1軒目までの購入が認められる。(関志雄「調整局面に入った住宅市場——マクロ経済への影響は限定的——」季刊中国資本市場研究2012年春号31頁)。

101) 地方政府融資平台とは、「地方政府融資平台会社」と呼ばれており、中国の地方政府傘下にある、資金調達とデベロッパーの機能を兼ね備えた投資会社である。2010年、国务院が公布した「地方政府の融資平台会社の管理強化に関する通知」により、地方政府融資平台は、地方政府の財政支出、土地等をもって出資するにより設立され、インフラ等の政府のプロジェクトのための融資を担っているエンティティである。

102) 2010年、国务院は「地方政府の融資平台会社の管理強化に関する通知」を公布した。その後、2011年、2012年、2013年には、連続して「地方政府の融資平台における貸付リスクへの監督に関する通知」を公布した。地方政府の融資平台会社を通じた脱法的融資、混乱するインフラ投資及びリスクの開示に対する監督が強化された。

103) 前掲(注73)195頁。

〔表 4〕 2013年の内訳

投資領域	発行数（本）	発行額（億人民元）	量的比率
金融商品	13,158	13,843.31	99.97%
企業融資	98	1.72	0.01%
不動産	1	0.58	0.00%
インフラ	8	1.43	0.01%
その他	1	0.72	0.01%
トータル	13,266	13,847.77	100.00%

出典：『中国信託業発展報告2014』160頁 『中国信託業発展報告2013』195頁

四．銀信理財商品の発展原因

国民の財産の増加は、理財商品の需要を形成し、一方、業界内の競争及び金融監督の態勢は、理財商品の供給を形成している¹⁰⁴⁾。以下では、このような需給バランスの観点より、理財商品の発展原因を検討する。

（一） 供 給

1. 預貸比率規制¹⁰⁵⁾、貸出総量規制及び自己資本比率規制等にかかる厳しい監督を回避するため、商業銀行が理財商品等を利用してオンバランスの業務をオフバランスに転換することにより供給が促進された。

2008年の世界金融危機（日本でいわゆるリーマンショック）に対応するために、中国当局が積極的な財政政策及び金融緩和政策を打ち出したので、商業銀行の貸付金残高が上昇する傾向となり、一部の銀行の自己資本比率が下限に近づいた¹⁰⁶⁾。その結果、景気が回復し、インフレーション

104) 前掲（注78）18頁。

105) 預貸比率（Loan-to-deposit ratio）とは、銀行の貸付金総量/預金総量である。利益のためには、その比率は高い方が銀行にとって有利である反面、流動性リスクも高くなる。そのため、中国人民銀行は、預貸比率の上限を75%としている。

106) 安超・馬亞明「銀信合作視角下我国影子銀行の風險與防範分析」華北金融2013年04期41頁。

も拡大したので、2010年から金融緩和政策に代わって貸出総量規制が強化された¹⁰⁷⁾。商業銀行に対するこのような圧力（預貸比率規制，貸出総量規制及び自己資本比率規制）が続いたので，銀行はそれを回避する目的で，通常の貸付の理財商品への転換¹⁰⁸⁾というオフバランス化を図った。それにより，貸付を拡大しながらも自己資本比率を引き上げ，監督機関の預貸比率規制や貸出総量規制を回避することができるのである。

2. 「業際規制」の現状において，競争力を上げるため，商業銀行及び信託会社は相互のメリットを利用することを図った。

金融のグローバル化に伴い，中国の金融業者は，海外に進出し，国際金融市場での競争に参加するようになっている。しかしながら，先進国の多くが，「業際規制」を緩和している¹⁰⁹⁾一方，中国では，法令¹¹⁰⁾により，金融業にかかる「業際規制」が行われている。したがって，中国の銀行

107) 盧川「中国影子銀行運行模式研究——基於銀信合作視角」金融發展評論2012年01期56頁。

108) 前掲（注20）67頁。

109) 例えば，戦後の日本の金融システムは，専門制・分業制を特色とし，銀行，証券会社，保険会社等の業務範囲は明確に分けられ，異なる業態への参入が禁止されていた。代表的に，1. 銀証分離：1947年に制定された「証券取引法」の65条（現金融商品取引法33条）において，原則として銀行の証券業務が禁止された。2. 銀信分離：1954年に大蔵省は信託業務を兼営していた銀行を信託銀行と普通銀行に分け，信託銀行は長期的な資金の融資を行い，普通銀行は短期的な資金の融資を行うことになった。1993年に施行された金融制度改革法で，銀証分離の原則は維持しつつ，業態別子会社方式による銀行・証券間の相互参入が認められるようになった。その後，金融ビッグバンの一環として，1998年には金融システム改革法により金融持株会社形態での銀行・証券会社の相互参入が認められ，また，銀行・保険会社，証券・保険会社間の業態別子会社形式による相互参入も漸次解禁された結果，金融コングロマリット化が進展し，2000年代以降は，いわゆるメガバンク・グループが形成されるようになった。（国立国会図書館調査及び立法考査局『経済分野における規制改革の影響と対策』（国立国会図書館調査及び立法考査局，2009年）111-112頁。徐多奇「従分業到混業——日本金融業的法律転変及其借」法学評論2003年4期85-86頁）。

110) 初めに「業際規制」を確立した法令は，1995年7月に公布された「中国商業銀行法」である。同法の43条で，「中華人民共和國国内において，商業銀行の信託・株式業務の取り扱い及び非自用不動産への投資を禁止する」と定められた。その後，「証券法」，「保険法」にも「商業銀行法」のように「業際規制」に関する条文が定められた。

業、信託業、証券業及び保険業は、国際競争の中で勝つため、法制度の範囲内で革新し続け、業務合作を模索することが必要となっている¹¹¹⁾。「業際規制」は銀信理財商品の基礎となっているのである¹¹²⁾。

銀信理財合作業務を通じて、信託会社は銀行の支店網や情報、テクノロジー等に関するメリットを享受し、信託業務の発展を促進できる¹¹³⁾。同様に、「業際規制」の下で、商業銀行の理財商品は、証券市場、実業等に投資することが禁止され、債券市場或いは金融市場だけに投資できる。それゆえに、銀信理財商品を組成・販売することを通じ、商業銀行は、信託会社の投資分野の柔軟性（金融市場、資本市場及び実業に投資できる唯一の金融機関）、及び信託財産の独立性に関するメリット¹¹⁴⁾を享受し、投資分野（インフラ、不動産等の分野への投資可能）を拡大し、リスク管理を強化できるほか、仲介業からの収益を増加し¹¹⁵⁾、業務の発展を促進できる。

（二） 需 要

1. 国民の財産の増加に伴う理財の多様化

国民の財産・収入が一定の域に達すると、その財産の安全性、収益性及び流動性等がより高いレベルで要求されるようになる。その豊富な理財ニーズに応じて、単一的な預金から多様化への変更が求められた¹¹⁶⁾。鄧小平による改革開放以来の経済は急速に発展し、国民の収入も上昇し続けている。中国国家統計局によると、都市住民の一人当たり可処分所得水準は、〔図3〕のように、2009年の17,175人民元から2013年は26,955人民元

111) 張雪艷・楊蕊紅「銀信合作法律問題研究」法制與社会2012年02期97頁。

112) 張春華「我国銀信合作理財業務的發展現狀與未來趨勢」企業經濟2011年9期176頁。

113) 前掲（注107）57頁。

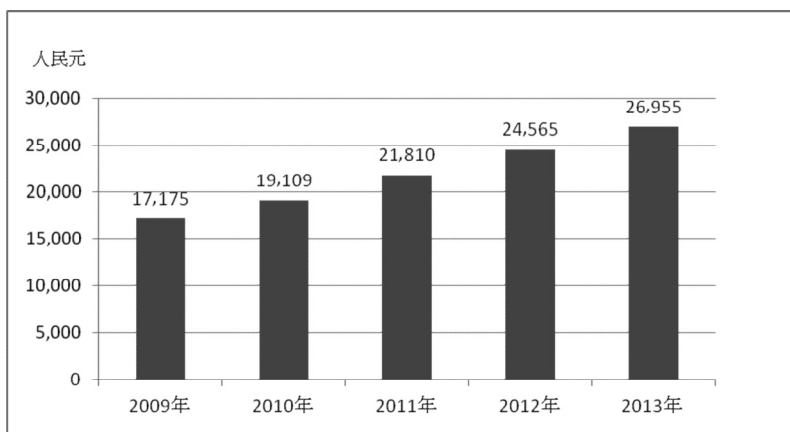
114) 前掲（注107）57頁。

115) 朱永緋「銀信合作理財產品的發展現狀及監管对策」南方金融2008年10期56頁。

116) 前掲（注78）20頁。

になり、56%もの増加¹¹⁷⁾がみられる。増加する財産は、理財の多様化の基盤となっている。

〔図3〕都市住民の一人当たり可処分所得水準



出典：中国国家统计局「2013年国民経済及び社会発展統計公報」

2. 適当な利殖方法の減少と銀信理財商品への需要の増加

預金金利に関する管制により、商業銀行は預金金利を市場レートに連動させることができず、預金金利は預金基準金利の1.1倍を上回ってはいけ
ないとされている¹¹⁸⁾。しかし、中国の預金基準金利は市場レートを下
回っているため、預金金利が預金基準金利の1.1倍（預金金利の上限）に
なっても、投資家の理財ニーズが満たされることはない¹¹⁹⁾（〔表5〕参
照）。それに対して、銀信理財商品は、期間が預金より短く、予想配当利

117) 中国国家统计局「2013年国民経済及び社会発展統計公報」http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201402/t20140224_514970.html（2014年8月28日最終閲覧）

118) 中国人民銀行により制定された「金利の変動区間」http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/625/2012/20120607185856802594865/20120607185856802594865_.html（2014年8月28日最終閲覧）

119) 前掲（注20）65頁。

回りが預金より高いので（〔表5〕及び〔表6〕参照），高収益かつ柔軟と認識されている。一方，2007年以降，急騰している証券市場やバブル的な不動産市場等の資本市場は，リスクも増大している¹²⁰⁾。このような高リスクの利殖方法は，一般的な投資家にとって，適切な選択肢ではない。それに対して，銀信理財商品への投資は，わりと安定的な収益を確保できるし，高いリスクを負わないと認識されている。ひつきょう，預金より高利回りで資本市場より低リスクと認識される銀信理財商品は，適当な理財方法として多くの投資家を魅力するようになっている。

〔表5〕 現行の人民元の預金基準金利

	預金基準金利（年利％）	預金金利の上限（預金基準金利の1.1倍） （年利％）
普通預金	0.35	0.39
定期預金		
3 か月	2.60	2.86
半年	2.80	3.08
1 年	3.00	3.30
2 年	3.75	4.13
3 年	4.25	4.68
5 年	4.75	5.23

出典：中国中央人民銀行が2012年7月6日に定めた基準金利¹²¹⁾

120) 前掲（注107）57頁。

121) http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/629/2012/20120706181813417454443/20120706181813417454443_.html（2014年8月28日最終閲覧）

〔表 6〕2013年銀信理財商品の利益状況

投資領域	平均期間（日）	年平均収益率（％）
金融商品	119	4.75
企業融資	146	4.64
不動産	93	4.40
インフラ	295	5.10
その他	365	5.50
平均	120	4.63

出典：『中国信託業発展報告2014』160頁

おわりに

本稿では中国版シャドーバンキングの概要を纏めた上で、銀信理財商品を中国版シャドーバンキングの代表として概観した。中国における銀信理財商品とは、商業銀行の理財商品に関する投資対象である信託商品が、銀信理財合作業務を通じ、銀行の理財プランに組み込まれて販売される商品である。銀信理財商品については、国民の財産の増加がその需要を喚起し、業界内の競争及び金融監督の態勢が理財商品の供給を形成しているという需給バランスにより、発展準備・初期発展・問題の発見・監督という段階を経て、現在の「汎資産管理時代」において、更なる伸長をしており、中国金融市場において等閑視できない要素になっている。

銀信理財商品が急速に拡大していることに伴って、関連するリスクへの懸念が強まった。例えば、大手信託会社の中誠信託が運用していた理財商品「誠至金開1号」がデフォルトに陥りかねなかったことは注目を集めた。2011年に設定された理財商品は、合作した中国工商銀行（中国四大商業銀行の1行）により約700人から約30億人民元が集められたものであるが、投資先だった山西省の採炭会社が資金繰りに行き詰まり、償還を先送

りする可能性が出てきたと予告されたのである。銀信理財商品は、中国版シャドーバンキングの代表として、シャドーバンキングに共通の問題点であるシステミック・リスク、或いは規制アービトラージに対する懸念をもたらす等の様々な特有の問題点がある。まずは、融資スキームにおける信託会社の権利・義務、商業銀行の位置付けの不明確さによる信託会社の当事者能力の低下、そして、財産の分別管理・情報開示等の不十分さに関連する問題点である。次いで、監督について、統一的な「信託業法」の未整備等により、発生した法令の雑多、監督の混乱、資産管理市場の不統一等に関連する問題点である。したがって、銀信理財商品に関する問題点の解決、効果的な監督の保障という課題は、中国版シャドーバンキングの監督及び金融市場の安定に深く関係すると言えよう。この重要な課題は、別稿で改めて論じていきたい。