

【投稿論文（査読なし）】

## 中国 P2P ネット金融の現状

徳島大学大学院総合科学研究部准教授 趙 彤  
徳島文理大学総合政策学部准教授 水ノ上智邦

### 要旨

中国の P2P ネット金融は、誕生してから僅か9年の間に、年間取引高が約1兆元にまで成長してきた。2016年という年はまさに中国の P2P ネット金融が「野蛮成長」の時代を経て、「優勝劣敗」による淘汰の時代へと差し掛かる年であった。本稿では中国の P2P ネット金融の全体像を紹介した上で、P2P ネット金融が直面するリスク、そして政府による規制を紹介する。P2P ネット金融はまさに中国経済のダイナミズムを象徴する新しい産業であり、世界的金融イノベーションの流れにおけるシンボルでもある。国連が提唱した「金融包摂 (Financial Inclusion)」の概念に合致し、今まで伝統的な金融機関から門前払いにされていた個人や中小零細企業に金融サービスを提供するというメリットがある一方、開業したプラットフォームの約40%が問題を抱えているという課題も残されている。本稿の最後に、中国 P2P ネット金融の未来について著者らの個人的な意見を述べる。

### 1. はじめに

P2P ネット金融と聞いて、その内容がわかる日本人はほとんどいないだろう。P2P ネット金融は、インターネット上で資金の貸し手と借り手を結びつけ個人間の融資を仲介する金融サービスであり、日本ではソーシャルレンディングとも呼ばれる。P2P は“Peer to Peer”の略記であり、インターネット上の不特定の対等な個人間を指す。P2P ネット金融の特徴であり強みは、既存の金融機関に比べて仲介サービスが安価な点にあり、結果として貸し手と借り手の双方にとってより魅力的な投資先、借入先である。借り手は個人だけでなく企業の場合もある。本稿では中国の P2P ネット金融の仲介機能を有する取引サイトをプラットフォームと呼ぶことにする。

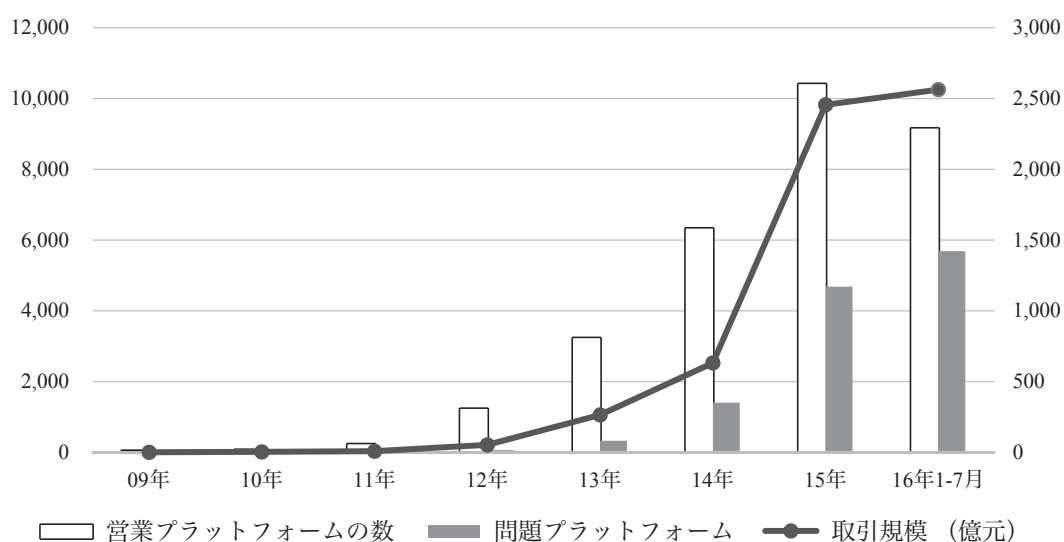
P2P ネット金融の発祥の地は英国であり、最初にサービスを開始したのが2005年に設立された Zopa である。Zopa は設立以来2016年10月時点までに17.6億ポンドの融資を成立させ、5万3,000人の借り手がいるという<sup>(注1)</sup>。その後米国でも同様のサービスを提供する Prospan (2006年設立) や、Lending Club (同2007年) が誕生し順調に事業を拡大させている。その他にもドイツやオーストラリアなど多くの国に存在する。日本においても、maneo (同2008年)、AQUISH (同2009年)、SBI ソーシャルレンディング (同2011年) などがサービスを開始したが、法整備や文化の問題から国内の個人間の融資の仲介を行う事業はいずれも撤退、休止状態を強いられて

いる。その代わりに、日本では個人、企業から集めた資金を企業（事業者）に融資して、返済の際の元利、もしくは配当を資金提供者に配分するサービスが一般的になりつつある。2013年にはクラウドバンク、2014年にはラッキーバンク、2015年にはトラストファイナンスが参入している。

一方、国際連合（国連）は2005年に金融包摂（Financial Inclusion）<sup>（注2）</sup>という政策概念を提唱している。金融包摂とは「全ての人々に金融サービスを提供する」という国連の開発課題であり、マイクロファイナンスより対象が広く、貧困層はもちろん、現存の銀行システムの金融サービス、特に融資サービスを利用できない人々や中小企業も含まれ、さらに、その範囲は発展途上国だけではなく、先進国も含まれ、中間層や中小零細企業、農家に積極的に金融サービスを提供することが目標である。

中国のP2Pネット金融は2007年に「拍拍貸」と「宜人貸」のサービス開始から始まり、2016年で9年目になる。この間、中国のP2Pネット金融は猛烈な勢いで拡大していた。図1は中国のP2Pネット金融の取引総額（左軸）、営業中のプラットフォーム数と問題のあるプラットフォームの数（右軸）の推移である。問題のあるプラットフォームとは、プラットフォームのうち、倒産、創業者の夜逃げ、自主廃業で事業そのものが終了したもの、もしくは一時的に現金の引き下ろしができなくなったものを指す（以下、「問題プラットフォーム」と呼ぶ）。取引総額は2010年の時点では13.7億元に過ぎなかったが、2012年は212億元、2013年は1,058億元、2015年は9,823億元、2016年1～7月は1兆253億元になった。1元＝15円のレートで換算すれば2010年に150億円でしかなかった総取引額は2016年1～7月に15.4兆円になり、5年半の間に実に1,000倍以上に膨張したことがわかる。

図1 中国P2Pネット金融の規模の推移（単位：左軸 億元、右軸 社）



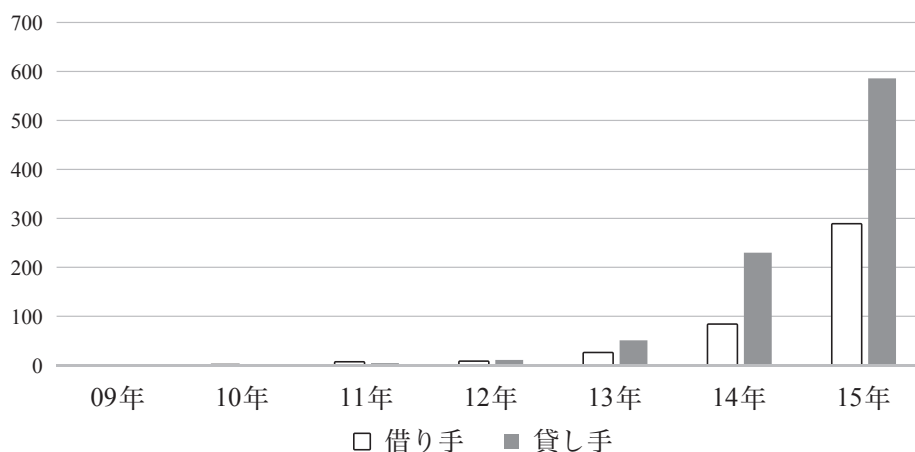
（出所） 盈燦諮詢（各年版）より筆者作成。

このような急速な規模拡大は中国では「野蛮成長」(注3)と形容されていた。図1の白い棒グラフは営業しているプラットフォーム数の推移で、取引額の増加につれて増加している。プラットフォームの数は2011年には10社しかなかったが、2015年末には2,592社を数える。一方、問題プラットフォームの数もそれ以上のスピードで増加していた。『中国ネットワーク借貸行業報告2016』のデータによれば、2015年の問題プラットフォームの中に、「自主廃業」が567社あるが、これらのプラットフォームは基本的に債務不履行のような問題は起こしていない。これに対して、「連絡不能」となったプラットフォームは475社あり、以下、「悪意のある夜逃げ」(460社)、「現金を引き下ろせない」(300社)、「取り付け騒ぎで倒産」(47社)、「刑事訴追になった」(6社)と続き、「その他の理由で休業した」プラットフォームも102社存在する。問題プラットフォームの累積数は2015年末で1,171社、2016年7月末には1,789社に達し、営業したことがあるプラットフォームの累積数(4,381社)に占める割合は実に40.8%に上る。2016年入ってから僅か7か月の間に、526社のプラットフォームが退出した。悪質な問題プラットフォームの場合、貸し手の投資した元本の2~3割が戻ってくれば良い方であり、今までほとんどの場合は投資者が泣き寝入りするしかない。

さらに、『中国ネットワーク借貸行業報告2016』のデータによれば、2015年の上半期において約81社のプラットフォームが数か月の間新たにローン証券をアップしておらず、取引もされていない。同報告書ではこのようなプラットフォームを「隠遁プラットフォーム」と呼び、次の問題プラットフォームの候補になるだろうと推測している。

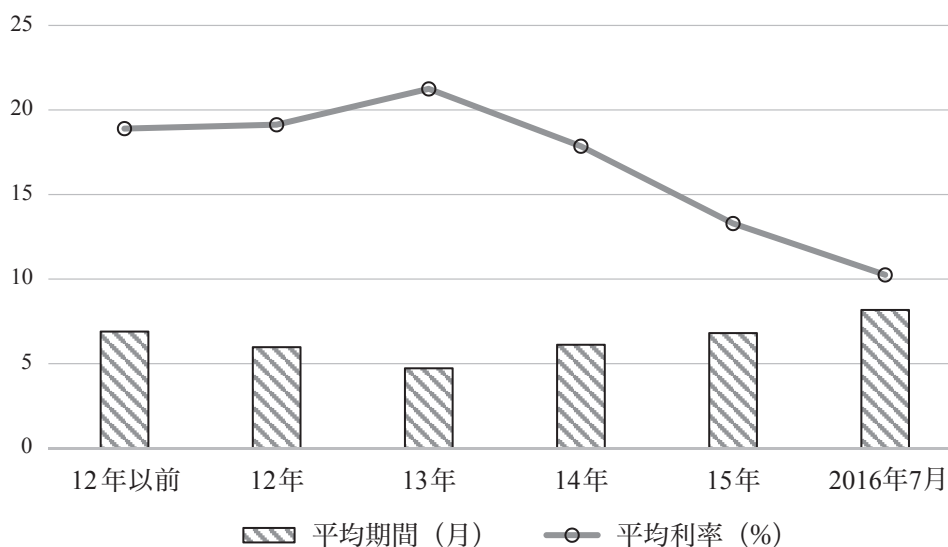
図2は、2009年以降のP2Pネット金融で取引をした借り手と貸し手の人数を示している。図からもわかるとおり、2012年まではP2Pネット金融は中国でも実はマイナーなもので、借り手人数は4.3万人、貸し手は11万人しかいなかった。しかし2013年が転機となった。同年から急速に増加し、2015年では、借り手は285万人、貸し手は586万人になった。2013年の人数と比べると、僅か3年の間に、借り手と貸し手の人数がそれぞれ66.2倍と53.3倍になった。理由の1つは、図1で示されたように、2012年以降のプラットフォーム数の急増と密接に関連する。

図2 P2P ネット金融の取引人数 (単位：万人)



(出所) 零壹研究院 (各年版) より筆者作成。

図3 ローン証券の年平均利率と平均期間の推移（単位：％および月）



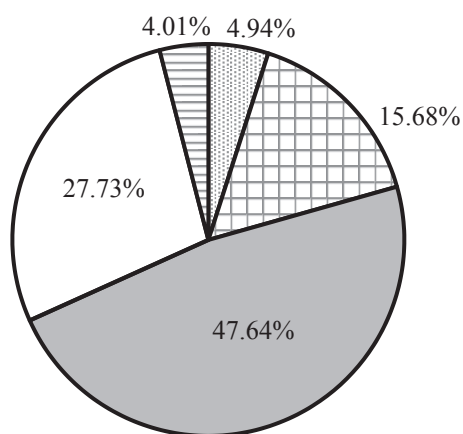
(出所) 盈燦諮詢 (各年版) より筆者作成。

図3はプラットフォームで取引されたローン証券の利率とその平均期間を示している。利率(折れ線グラフ)は2012年までは19%前後で推移し、2013年は20%を超えて21.25%になったが、その後は下落し、2014年は17.86%、2015年は13.29%になった。2016年に入ってからその下落傾向がまだ続いており、7月は利率が10.25%にまで低下した。一方、平均期間は2013年まで利率と全く逆の方向に動いていた。2012年以前はローン証券の平均期間は6.9ヵ月、2012年は5.98ヵ月、2013年は4.73ヵ月と続けて減少していたが、それ以降は増加し、2015年には2012年以前の水準に戻り、2016年の7月では返金期間は8.18ヵ月になった。転機となった2013年は中国のP2Pネット金融の競争が一番激しい1年であった。新規のプラットフォームが大量に参入し、ローン証券の利率の上昇と平均期間の短縮がプラットフォームの経営基盤に多大な圧力をかけていた。逆に、2016年に入ってから、問題プラットフォームが多く存在するものの、取引高の増加や新規参入の減少、さらに、利率の下落と平均期間の上昇は既存のプラットフォーム、特に優良プラットフォームには追い風になったであろう。

図4は2015年のプラットフォームのローン証券利率(注4)の分布を表している。最も多いローン証券の利率は12~18%であり全体の半分近くを占めている。続いて8~12%が約4分の1を占めており、8%未満も含めると、約8割が18%以下ということになる。2016年に入ってから、各プラットフォームが利率を下落させるにつれ、利率のメディアンが8~12%になったことが予想される。

プラットフォームの所在の地理的な分布に関しては、零壹研究院の統計によれば2016年7月現在、プラットフォーム数が最も多いのは広東省で823社、2番目は山東省で632社、上海は512社で3位、北京は500社で4位、5位は浙江省で487社である。広東省、上海、北京と浙江省は中国の中では金融経済の中心地でありプラットフォーム数が多いことは自然であるが、山東省が2位に食い込んだのはやや意外である。ただし、山東省のプラットフォームの規模は相対的に小さ

図4 2015年のローン証券の利率分布



■ 24%以上 □ 18-24% ▨ 12-18% ▩ 8-12% ◻ 8%以下

(出所) 盈燦諮詢 (各年版) より筆者作成。

く、問題プラットフォームの数も全国トップスリーの常連であった。ちなみに、数が最も少ないのがチベットであり、1社しかない。

第2節では中国 P2P ネット金融のローン証券の仕組みとその種類を紹介する。第3節ではこれらのプラットフォームが直面する様々なリスクについて考察する。第4節ではこの新しい金融形態に対して、政府がどのように規制を敷いているかについて、2016年8月に公布された「網絡借貸信息仲介機構業務活動管理暫定条例」を中心に紹介する。最後の第5節では本稿の結論とともに、中国 P2P ネット金融の未来を予想してみよう。

中国の P2P ネット金融は短期間のうちに急拡大してきたとともに、多くの問題ももたらしていた。それらについては学問的な研究は現場の報告書にとどまり、経済学の視点から行った業界全体についての分析は全くないといっても過言ではない。しかし、多くの社会的イノベーションと同様、大きな可能性を秘めていたとしても、初期段階では半ば無視あるいは蔑視されることが多い。本稿では、ある意味でははじめて経済学の視点、特に情報経済学の視点から中国の P2P ネット金融の現状を包括的に分析し、その将来の可能性および内在的なリスクをあぶりだすことになる。

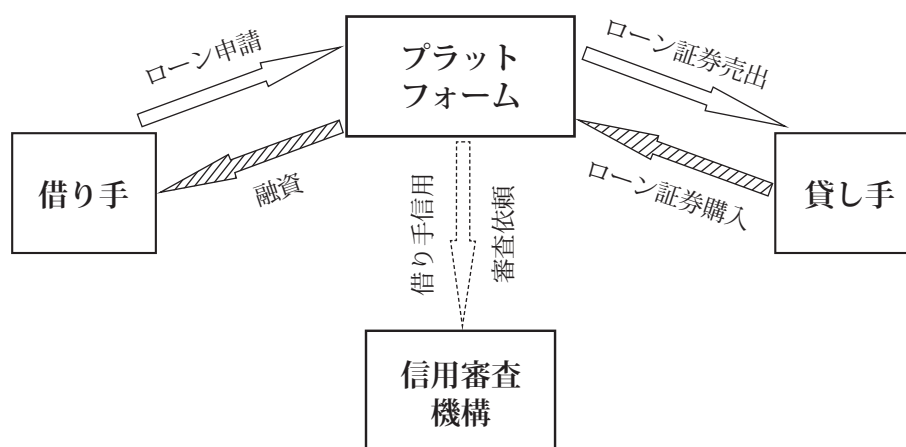
## 2. ローン証券の仕組みと種類

### 2.1 ローンの仕組み

直感的に言えば中国の P2P ネット金融の仕組みはローン証券化と全く同じである。取引の大部分はインターネット上で完成されるので、コストが節約されるのも特徴の1つである。基本的な仕組みは図5に示されている。借り手はプラットフォームにローンを申請し、プラットフォームは借り手の信用審査を行い、基準に達したものはすぐにネット上に公開され、貸し手にローン証券の形で売り出される。ローン証券の取引が成立したら債権が貸し手に移され、借り手に融資が



図5 中国 P2P ネット金融の仕組み



(出所) 筆者作成。

行われる。その後、プラットフォーム側は借り手の返済、ローンの決済や催促などの業務を行う。本稿ではローン証券の購入者を「貸し手」と呼んでいる。貸し手はローンの管理などの業務は一切関与しないため、ローン証券の「投資者」と名付けた方が正確かもしれないが、中国での呼び名と統一するため、本稿でも「貸し手」と呼ぶ。

## 2.2 ローンの種類

プラットフォームで取引されているローン証券はそのままになるローンの種類が多岐にわたっているが、主に下記のような4種類のローンがあるといわれている。

**無担保消費者ローン**：無担保消費者ローンは P2P ネット金融の出発点ともいわれ、2012 年までは P2P ネット金融の主力商品であった。高金利ではあるが小額、無担保などの特徴を有したゆえに借り手も気軽に借りられ、市場が非常に広く、その上、既存の金融企業と競合しないため、参入しやすい市場である。一方、無担保消費者ローンは不良債権になる確率も高く、リスクコントロールが非常に難しいリテール市場でもある。2012 年以降、上位の大手プラットフォームに集約しはじめ、2015 年は上位 7 社の貸し出し残高が全体の 80~90%を占めるようになった（零壹研究院，2016）。これからも先発優位の状況が変わることはないであろう。ニューヨーク証券取引所に現時点で唯一上場している中国 P2P ネット金融プラットフォーム「宜人貸」は無担保消費者ローンの代表格であり、また農村金融を主力とする「翼龍貸」も主力なプラットフォームである。

**保証担保ローン**：保証担保ローンは 2009 年から存在するローン証券の 1 種で、第三者の個人、関連企業あるいは専門の担保会社による担保を提供するローンである。草創期では第三者保証人付きの担保ローンがメインであったが、現在では専門の担保会社や関連企業による担保を提供するのが主流になっている。2015 年では保証担保ローンの貸し出し残高が全体の貸し出し残高の 30%前後を占めている。保証担保ローンの中に、担保自体が単なる建前と宣伝文句になっているものがかなり存在しており、規制当局や業界の見識者の多くは担保や保証をやめるべきだと主張

しているが、貸し手の金融知識の欠如や、プラットフォーム側が顧客流失を恐れていることから、ローン証券の保証と担保をなかなかやめられない状態である。大手プラットフォーム「積木盒子」が国営担保専門会社の担保違約に巻き込まれ、倒産寸前まで追い込まれた（注5）。

**実物担保ローン：**不動産と自動車を担保としてローンを組むことは、伝統的な金融システムの中でも主流である。P2P ネット金融では担保の実物の範囲をさらに拡大し、絵画や宝石、金融資産など換金性の高いものはもちろん、在庫商品、設備から建材、農機具までを担保物にして、貸し出しを行ってきた。金額ベースからみれば、いまだに不動産と自動車が絶対的に大きい。実物担保ローン証券は比較的に優良ローン証券と見なされている。デメリットとして、ローンの金額、特に不動産担保ローンの金額が大きく、貸し倒れになった場合、換金性しにくいことからプラットフォームに大きな打撃をもたらし、さらに不動産市況に大きく左右されるのも事実である。P2P ネット金融が担保物の範囲を大きく拡大した理由は、実物担保ローンが伝統的な金融と競合する分野であり、資金需要がありながら銀行からローンを受けられない中小零細企業が多く存在したからである。

**サプライチェーンローン：**サプライチェーンローンは主にコマーシャル・ファクタリングと商業手形割引ローンがある。コマーシャル・ファクタリングとは売り手の売掛金を現金化することである。商業手形割引ローンも基本的に同じ役割をはたしている。サプライチェーンローン証券は金額ベースからみれば300億元前後であるが、2015年の貸し出し残高は2014年の7倍に達し、これから大きく拡大できる分野である。中国の伝統的な金融システムはある意味日本とかなり似ており、中小企業や農家は往々にして融資の範疇外の存在であり、P2P ネット金融はそれらの企業に融資し、生産過程の円滑化や生産規模の拡大に大きく貢献し、伝統的な金融システムの補完的な役割をはたしている。

その他に、エクイティ・ファイナンスやファイナンス・リースなどがある（注6）。2014年秋から2016年夏まで中国の株式市場が暴騰し、そして暴落した。株式市場の暴騰の間、メインではないが、P2P ネット金融の売り出したエクイティ・ファイナンス・ローン証券は株式信用取引の一翼を担っていた。株式市場が暴落した後、高レバレッジ比率融資が社会問題になり、最終的に国の規制によって禁止された。ファイナンス・リースは金額として50億元前後しかなく、まだ草創期である。

2013年に大量な新規参入者がP2P ネット金融に進出して以降、いかに貸し手を獲得するかと同時に、いかに新しい良質なローン資産を開拓するのも重要になってきた。P2P ネット金融は伝統的な金融システムと競争することよりも、新しい市場を模索してきた。実物担保の拡大やサプライチェーンローンの拡充はその過程で作りに出した金融イノベーションであり、伝統的な金融システムが融資サービスを提供しない分野に注力することによって、P2P ネット金融の自己存在価値を高めた。

### 3. 中国 P2P ネット金融のリスク

インターネットの時代において、P2P ネット金融は一種の金融イノベーションであることは間違いない。P2P ネット金融の急速な発展によって、いままで金融サービスを受けられなかった中小零細企業、個人と農家がサービスを受けられるようになった。このことは国連が提唱する「金融包摂」の理念と合致している。こういうメリットがあると同時に、数からみれば問題プラットフォームが全体の40%に上ることに象徴されるように、中国のP2P ネット金融の急拡大の背後には大きなリスクも存在している。

#### 3.1 プラットフォームの完全保証リスク

米国の Lending Club や英国の Zopa といった欧米系のプラットフォームは借り手と貸し手の仲介に徹するだけで、借り手の貸し倒れに関しては責任をもたない。つまり、「情報仲介」の役割しかはたさない。それに対して、中国の P2P ネット金融プラットフォームは「情報仲介」の役割をはたすと同時に、「信用仲介」の役割をはたそうとしている。「信用仲介」とは銀行のように、借り手の不良債権に対してプラットフォームが全責任を負うのである。中国の P2P ネット金融が僅か10年も経たない間に世界一の1兆元の規模にまで成長できた理由はまさに、「信用仲介」と「情報仲介」の役割を同時にはたすことにある。「信用仲介」と「情報仲介」の役割を同時にはたすことがもたらすリスクを本稿では「完全保証リスク」と呼ぶ。

プラットフォームのホームページを開けば、安全保証の項目、貸倒準備金やバックにある大手企業などが1番目につくところにかけてある。さらに、プラットフォームのホームページには借り手が返済不能になった場合も「債務全額保証」と書かれている場合がほとんどである。しかし、今まで倒産したプラットフォームのケースを勘案すれば、倒産した際、これらの債務保証は何の役にも立たなかったのが、悲しいことであるが、現実であった。

中国で最初に創業した「拍拍貸」の場合、そのビジネスモデルは Lending Club と同様、つまり、全額保証はしなかった<sup>(注7)</sup>。その後の追随者がもし同じく全額保証しなかったならば、恐らく欧米の P2P ネット金融と同じく、規模が限られ数社で寡占状態になっていた。しかし、新規の参入のプラットフォームは貸し手をえるために、「全額保証」を前面に出した。「完全保証リスク」を背負うのは、金融の世界ではごく普通に存在する貸し倒れリスクをプラットフォームの倒産リスクに変え、「テールリスク化」してしまうことである。さらに、「完全債務保証」をはたすために、経営状況が芳ばしくないプラットフォームがよりハイリスクの借り手に手を出すことを助長することにもなりえる。これは次で詳しく述べるプラットフォームの「ディスクロージャー・リスク」とともに、プラットフォーム側の「モラルハザード」を引き起こす。

このような「完全保証リスク」という問題を解消するために、2016年8月25日に公布され即日実行された「ネットワーク借付仲介機構業務活動管理暫定方法」(以下「暫定方法」という P2P ネット金融に対する初めての全面的な規制の中には、公布12ヵ月後にプラットフォームのローン証券への全額保証を禁じると明記されている。しかし、2016年7月現在、「債務完全保証」をやめるプラットフォームは1社も現れなかった。



### 3.2 プラットフォームのディスクロージャー・リスク

中国のP2Pネット金融会社は数社の上場企業を除けば経営状況のディスクロージャーは行われていない。プラットフォームの借入金、営業利益、キャッシュフロー、不良債権率など経営状況に関する最も重要なデータがえられないのが現実である。プラットフォームに関する格付けを行う機関もあるが、基礎データが不十分なため、ローン証券の取引高、ローン証券利率、貸し手と借り手の人数、ローン証券残高と資本金など公表されたデータ<sup>(注8)</sup>に基づいて格付けが行われている。「融360」や「網貸之家」、「網貸天眼」はこれら公表されたデータを元に毎月ランキング方式で格付けを公表している。これらの格付けは、投資者がP2Pネット金融に投資する際に参考となる基準を与えると同時に、欠点も存在している。上で述べたデータの制限がその1つであるが、その他に、3社とも公表する格付けの数は100社前後しかなく、2,000社もあるプラットフォームの中の僅か5%しかないので、多くの投資者にとっては参考にならない。実際、公表されたデータの数100社より遙かに多いにもかかわらず、100社しか格付けしない理由は、公表されたプラットフォームが倒産した場合、その連帯責任を問われることを恐れているためではないかと思われる。しかし、その一方で、これらの格付けサイト自身がP2Pネット金融のローン証券を推奨しており、サイト自体もプラットフォームのスポンサーによって商業運用されている。2008年金融危機当時のサブプライムローンの場合と同じく、格付け会社とプラットフォームの間に利害関係が存在しているため、モラルハザードが起りうる。

中国人民銀行、中国銀行監督委員会と中国社会科学研究院という公的機関の協力のもとで104社のプラットフォームの格付けが2015年4月に「網貸中国」に公表されたことがあるが、公表された格付けは1回だけであり、リアルタイムに評価を求めるネット金融では非常に使いにくいといわざるを得ない。権威のある第三者による格付けは借り手の個人信用スコアと並んで、ネット金融を発展させるために欠かせない社会的信用インフラになりつつあるが、現段階ではまだ発展途上の段階である。

「暫定方法」の中では、プラットフォームの経営状況に関する基本データの開示が求められ、特にローン証券の不良債権率の開示に関しては細かく規制されている。しかし、詳細は次節で説明するが、どのように情報を確認するのか、情報開示義務に違反した場合にどのような罰則を課すのか、それらに関してはまだ明確に記述されていない。

あからさまな詐欺サイトを除いて、問題プラットフォームになる最大の理由はプラットフォームの「キャッシュ・プーリング」である。「キャッシュ・プーリング」とは、プラットフォームで取引されたローン証券の融資先（借り手）がプラットフォーム自身の関連会社であることである。借り手である関連会社は、携わっているプロジェクトもリスクが高く、銀行から融資を受けることができない場合が多い。そのため、資金調達を目的として、これらのプラットフォームを設立したのである。これらのプラットフォームは高利で資金を集めることが多く、プロジェクトがうまく行かなければ融資の多くが不良債権になってしまう。「キャッシュ・プーリング」プラットフォームは、上記の高いローン証券利率以外に、ローン証券の期間が短く、金額が大きい上に融資先が単一などの特徴がある。これらを見分けることは決して難しくないが、高利回りという誘

惑によって投資家（貸し手）が騙され続けている。「キャッシュ・プーリング」プラットフォームを事前に防ぐためには、設立時に何らかの条件や審査を課す必要があるが、現状ではプラットフォームの設立は基本的に登録制なので、「キャッシュ・プーリング」プラットフォームを放置する結果になってしまった。これからいかにしてプラットフォームが「キャッシュ・プーリング」を行っているか否かを公開させるか、もしくは「キャッシュ・プーリング」プラットフォームの設立そのものを規制するかは当局の腕の見せ所である。

### 3.3 借り手の逆選択とモラルハザード

金融業務に携わる以上、貸し倒れは避けて通れないものであり、いかに不良債権比率を最小化するかはプラットフォームにとっては死活問題でもある。借り手の「逆選択」と「モラルハザード」を抑制するためには、借り手の情報、つまり「信用情報」をえるのが手っ取り早い。しかし一部の大手企業を除いて、米国の個人信用スコアのような社会インフラは整備されていないため、借り手の信用審査はプラットフォームにとっては頭痛の種である。

借り手の信用審査を外部の専門審査機構に外注する例も一部存在するが、プラットフォーム自身が行うのが一般的である。過去のクレジットカード使用歴を使ったり、アリババなどのネット購買取引記録を使ったり、数学モデルを駆使したりして借り手の信用を査定することが多いが、信用審査に関しては始まったばかりである。さらに追い打ちになったのは、2013年以降プラットフォームの数が急増し、信用審査専門家の人数が絶対的に足りない上、人材の流動性が高く、人材の引き抜きは日常茶飯事という状況である。ローンの種類の多元化によって信用審査はより難しくなってきた。ローンの不良債権率や営業利益などの具体的数字をえられないため推測の域を出ないが、全体からみればプラットフォームの信用審査能力はむしろ落ちている。

「厳重な借り手信用審査」をプラットフォーム側は喧伝しているが、プラットフォームの中には、ずさんなローン審査を行い大量の貸し倒れをもたらし、最終的に倒産してしまったものが数多く存在する。個人情報保護や競争上の理由で借り手の信用情報は公開されないのが原則であるため、いくつかのプラットフォームを股にかけ、計画的に踏み倒して金銭を騙し取る強者もいた。2016年8月に倒産したプラットフォーム「孔方兄」はその典型例である。顧客をひきつけるのに年率で20%以上という高いローン証券利率を貸し手に提供したため、高い貸し出し金利を設定せざるを得なかった。結果、証券の貸し倒れ率が高騰し、あっという間に資本金の1.2億元を失った。また、ニューヨーク証券取引所に上場した「宜人貸」の2016年前期決算報告によれば、不良債権率が4.4%であり、決して良い数字とはいえない。

借り手のモラルハザードを防ぐため、「拍拍貸」のように貸し倒れ者の個人情報公開をネットで公表するサイトも出てきた。貸し倒れ者に対するある種の懲罰とはいえ、このような情報公開は個人情報の保護に反しており、法律違反の疑いがあるので、追随するプラットフォームはほとんど現れなかった。

P2P ネット金融は、元々社会的信用インフラが整備されないまま見切り発車で成長してしまったため、貸し手は借り手の信用リスクという問題を抱えたままである。不良債権率に関する情報

を公表しないことはこのリスクを先送りにしているにすぎず、問題の解決には何の役にも立たない。2014年以降、中国の「信用照会」に関わるビジネスは急速に展開されてきたが、問題解決への道のりはまだ遠いといえよう。

### 3.4 景気循環リスク

不景気になれば、不良債権率が高くなるのは当然であり、全ての金融機関が景気循環リスクに直面せざるを得ない。銀行が景気循環リスクを避けるために、自己資本率規制や預金保証制度などいくつかのリスク防止策が取られている。P2P ネット金融プラットフォームは銀行システムほどではないが、金融機関であることにはまちがいない。「暫定方法」は明確にプラットフォームの「信用仲介」の役割およびローン証券の再証券化を禁止したが、それはあくまでプラットフォームの内部のリスクを想定したものであり、経済全体の景気循環リスクを考慮していない。

例えばある大手のプラットフォームがなんらかの理由で取り付け騒ぎに合った場合、優良プラットフォームであってもあっという間に資金ショートになりかねない。P2P ネット金融機関への投資が自己責任であることは、すでに投資家の間に浸透しているので、株の連想売りと同様、他のプラットフォームに取り付け騒ぎが伝染することが十分ありえる。2015年末の「e租宝」事件の後<sup>(注9)</sup>、貸し手の投資額が一時落ち込んでいた。「e租宝」の倒産は明らかに単発的な詐欺事件であり、他のプラットフォームの取り付け騒ぎにまで発展してなかったとはいえ、中小のプラットフォームには大きなインパクトを与えたことは間違いない。

預金保護機構のようなシステムを作るというアイデアは現段階ではほぼ不可能に近い。なぜなら、これは経営状況の芳しくないプラットフォームに「ただ乗り」の機会を与え、「モラルハザード」を深刻化するだけだからである。P2P ネット金融はあくまで金融機構であり、信用創造の機能を少なからずもっており、株と全く異なったものである。現段階ではまだ1兆元の規模しかないが、このまま発展すれば、いずれかの段階でP2P ネット金融業界全体のシステムティックリスクを考えざるを得ない時期が来るであろう。

## 4. P2P ネット金融に対する規制

2016年8月24日に中国銀行業監督管理委員会、公安部、工業・信息化部および互聯網弁公室連名で「網絡借貸信息仲介機構業務活動管理暫定条例」（以下「暫定条例」）<sup>(注10)</sup>が公布され、即日施行となった。「暫定条例」は中国P2P ネット金融の経営範囲を最初に明確化し、合法的な身分をプラットフォームに与える成文化した法律文書であり、その主要内容は下記の通りである。

**管理監督体系：**中国銀行業監督管理委員会、公安部、工業・信息化部、互聯網弁公室および地方の金融監督部門がP2P ネット金融プラットフォームの管理監督部門である。管理監督部門を明確にしたことは、何より今まで合法か非合法であるかもわからないP2P ネット金融プラットフォームに合法的な身分を与えた。さらに、省クラス（日本の県に相当）の地方金融監督部門を管理監督として参加させることによって、他省のプラットフォームを排除できる権限を地方に与え、プラットフォームの寡占化を防ぐ目的が見て取れる。プラットフォームは所在地の地方金融部門に

登録した上、「中国電信情報サービス業務営業許可証」（通称 ICP 許可証）を取得することを義務づけられた。

**業務内容：**プラットフォームの業務についてネガティブ・リストの形で、やってはいけない業務を明文化した。最も重要な変更点は、P2P ネット金融の業務として「信用仲介」を明確に禁止し、インターネットのプラットフォームに依拠して個人間の借り貸しを仲介する「情報仲介」に限定した点である。これによりプラットフォームはローン証券の担保と保証も禁止され、借り手の債務不履行に責任をもつことができず、借り手信用情報の収集・提供とその評価、および借り手と貸し手の仲介に注力すればよいことになる。またその他に、株の信用融資、ファンドの販売、ローン証券の再証券化など証券会社と類似する業務も禁止された。

**情報ディスクロージャー：**借り手とローン証券とプラットフォームの情報開示に関してはきめ細かく規制されている。借り手の情報に関しては、借り手の年収、債務、信用評価などの情報を開示しなければいけない。ローン証券に関しては、その用途、期限、返済方法、借り手企業の信用評価、担保の有無などの情報を明確に公開しなければいけない。プラットフォームの情報開示に関しては、さらに細かく規制している。ローン証券の取引残高、返済残高、ローン証券の本数などプラットフォームの取引情報はもちろん、ローン証券の延滞比率とその金額、不良債権の比率とその金額などの核心的な経営情報をディスクローズしなければいけない。

**キャッシュ・プーリングの禁止：**プラットフォームの運用方式に関しては、キャッシュ・プーリング方式を禁止すると同時に、第三者による決済を要求した。キャッシュ・プーリング方式とは貸し手からの資金がプラットフォームの運用者の口座にプールされ、運用者がプールされた資金を自らの意思で運用することである。銀行やグローバル大手企業の間では、キャッシュ・プーリング方式による運用は一般的であり、資金の有効利用に役に立つ。キャッシュ・プーリング方式の禁止と第三者による決済という規制をプラットフォームに強いるのは、もともと P2P ネット金融には銀行のように自己資本比率規制や預金保証機構のような保護装置がなく、プラットフォームに貸し手の資金を触らせないことによって、プラットフォームの暴走を防ぐと同時に、あるローン証券が不良化になった場合も、他の証券に伝染させない、いわばプラットフォームの全体リスクを防ぐためである。これまでに夜逃げや倒産などに至った悪質な問題プラットフォームのケースには、キャッシュ・プーリング方式による運用が多数存在していた。キャッシュ・プーリングは、問題プラットフォームを生み出す最大の原因の1つであった。

**ローン金額の制限：**ローン金額に関して厳しい制限が設けられた。個人に対しては1つのプラットフォームから最大20万元、全プラットフォーム合計では100万元に制限され、中小企業の場合、これらの制限はそれぞれ100万元と500万元である。この制限はP2P ネット金融を少額のネット金融であると再定義した。既存の金融機関との競合を避ける目的であり、同時に、ローンの少額化と分散化によってプラットフォームのリスクを軽減する意図があった。

「暫定条例」は公布とともに即時執行され、同時にプラットフォームに12カ月の猶予期間を与えた。



## 5. 中国 P2P ネット金融の未来

「暫定条例」が公布されてから僅か1ヵ月、中国のP2P ネット金融業界では大きな変化が出てきた。「盈燦諮詢」の統計によれば、2016年9月、全国P2P ネット金融の総取引高は1,947.17億元、8月より1.93%増加し、前年の同期と比較すると、69%の増加である<sup>(注11)</sup>。新規営業のプラットフォームの数が43社であるのに対して、問題プラットフォームの数は99社を数える。99社の中に自主休業は58社、業種変更が1社、悪質な問題プラットフォームは40社に上る。営業プラットフォームの総数が2,202社になり、前年同期と比べると、215社の減少である。ローン証券利率は8月の10.08%から9月には9.83%に下落し、同時期の平均ローン証券期間は8.04ヵ月から7.75ヵ月に減少した。さらに、上位20社のプラットフォームにおいてはローン証券の取引高の772.05億元から821.42億元へと6.39%増加したが、これはプラットフォーム全体の増加率の3倍以上である。条例の公布によって、強い物がより強くなる傾向が鮮明になっている。

「暫定条例」の公布から1ヵ月、上記の数字から分かるように、中国のP2P ネット金融はまた大きく変貌しようとしている。2016年9月はまさに、「野蛮成長」の時代から「優勝劣敗」の競争時代への転換期といえる。これからは大手プラットフォームがより強く、弱小プラットフォームが淘汰されていく状況がしばらく続くであろう。「暫定条例」の公布はまさにこれを促す出来事であった。

上で述べたように、「暫定条例」には中央の金融監督機関が監督権限をもつと同時に、地方の金融監督機構にも監督の権限があると記されている。これは過度の寡占状態を防ぐために設けた規制だと思われる。プラットフォームの営業は基本的に免許制ではなく登録制であるが、地方政府に監督権限を与えると、自省のプラットフォームを優遇保護し、他省から参入するプラットフォームを阻止する可能性が十分あり得る。全体としては大手に集約するのが流れであるが、少数のプラットフォームによる寡占状態までにはいたらないであろう。

プラットフォームの設立は基本的に登録性であるが、ICP 許可証の取得と第三者による決済が義務づけられることによって、プラットフォームの新規参入に高いハードルが設けられるようになった。この2つの条件をパスするために、初期のサンクコストがかかる上、毎年のランニングコストももたらす。参入のハードルを引き上げることによって、気楽に参入する弱小プラットフォームを排除し、詐欺サイトを早い段階で根絶するためだと考えられる。

個人に対してはプラットフォームごとに20万元、最大100万元、企業にはプラットフォームごとに100万元、最大500万元というローン金額規制は、一部の評論家たちによれば、これはP2P ネット金融に対する死刑宣告であるという。なぜなら、この金額規制を満たせるのは無担保消費者ローンと一部のサプライチェーンローンをメインとするプラットフォームだけであり、さらに、無担保消費者ローンはP2P ネット金融の出発点でありながら、市場がすでに飽和状態で上位の7社が全体の80~90%を占める寡占状態だからである。一方で、金額が過小である上、実行が非常に難しく、最後は骨抜きにされるであろうという意見もある。同じローンをいくつかの個人にわけて申請するという規制を逃れる方法もあれば、銀行システムでさえも同一個人に複数の銀行が融資しているかどうかを把握できない情報システムのもとでは、新興のP2P ネット金融にこれを



要求すること自体は非現実的であるといえる。妥協策として、今の「暫定条例」が正式バージョンになる1年後に、金額規制がより現実的なものへと緩和されるはずである。具体的な金額はどうかであれ、伝統的な金融システムの補完的な役割に位置づけられたP2Pネット金融は金額規制のような制限を受けることは避けられないであろう。今まで金額の大きいローン証券しか取引したことがないプラットフォームにとっては、いかに規制金額を満たすかはプラットフォームの運命を左右することに違いない。

今回の「暫定条例」の中で最も意義のある項目は、プラットフォームのローン証券の「完全保証」を禁止することであり、上述したように、現段階では個々のプラットフォームによる「完全保証」は最大のリスクである。「暫定条例」が公布されてから1ヵ月の間は元々「完全保証」を行ってない「拍拍貸」以外、実行を予定するプラットフォームは1つもなかった。最大の理由は顧客離れを恐れていることに違いない。「完全保証」の取り止めと表裏一体になっているのがプラットフォームの経営情報ディスクロージャー、つまり、不良債権率などの情報の開示である。ローン証券の完全保証をやめられるならば、多少の不良債権はプラットフォームにとって気にする必要もなくなるであろう。1年間の猶予期間が終わるまでにはプラットフォーム側はなんらかのアクションをとらなければならないが、実現可能性が高そうな予想は、経営情報をディスクローズする代わりに、全プラットフォームが一斉に「完全保証」をやめることになるというものだ。これらの項目は貸し手にも大きな影響をもたらす、今までプラットフォームの「完全保証」に「ただ乗り」していた貸し手に対して、「自己責任」による投資が要求されるようになる。これからどう変わっていくのかはまだ状況を見守らなければいけないが、プラットフォーム間の競争による淘汰を加速させることは確実であり、投資家が経営基盤の強い大手のプラットフォームに流れるのも確実であり、ひいてはP2Pネット金融全体の健全なる発展に不可欠である。

「暫定条例」の公布によって、中国のP2Pネット金融が良い方向に大きく変貌していくと思われるが、上述した業界全体のシステムティックリスク、つまり、「景気循環リスク」はまだ残ったままである。中国のP2Pネット金融業界がまだ玉石混交の状態では業界全体の「セーフティネット」を立ち上げるには早すぎるし、たとえできたとしても悪質なプラットフォームのモラルハザードに悪用されるであろう。

「暫定条件」のように外部の力によってプラットフォームの経営基盤の変化をもたらすことがあれば、プラットフォーム自身の努力によって経営基盤を強化することもある。一番多く使われる手法は、プラットフォームがバックグラウンドとして社会的信用のある企業を後ろ盾につけることである。具体的には、ベンチャーキャピタルあるいはプライベートファンドなどの投資を受けること、国有企業や国有銀行に資本参加してもらうあるいは直接それらの企業グループに加入すること、上場企業に資本参加してもらうこと、さらに、プラットフォーム自身が株式市場に上場することがある。こうすることが、プラットフォームの信用強化に繋がることになる。現段階では、基礎的経営データの公表が不足しており、投資家とプラットフォームの間に大きな「情報の非対称性」が存在しているが、プラットフォームがバックグラウンド（後ろ盾）をもつことによって、投資家にある種のシグナルを送ることができれば、投資家の安心感に繋がる。実際、このシグナル効果は大きな役割をはたしている。例えば、融360大数拠研究院・中国人民大学国際学院

金融リスク実験室（2015）の格付けの算出においては、「バックグラウンド」というファクターが全体の30%を占めている（注12）。「鳴金網」（注13）の統計によれば、2015年の1年間、バックグラウンドによる融資が全部で97件であり、87社のプラットフォームがそれらの融資をうけ、総額が188.82億元に上っている。2016年上半期の融資件数は50件であり、35社のプラットフォームがそれらの融資をうけ、総額が172億元にもなる。傾向としては融資の件数が減っているが、1件当たりの融資額が逆に大きくなり、それは上述したように、P2P ネット金融が淘汰の時代に入ったことと一致する。

中国のP2P ネット金融は「野蛮成長」を経て、現在「競争淘汰」の時期に入っている。「ダイナミックに変貌」というのが中国のP2P ネット金融の最大の特徴の1つであり、と同時に、ハイリスクハイリターンという「ギャンブル性」が漂うことも感じられる。「40%の問題プラットフォーム」という数字はまさにその象徴である。融360 大数拠研究院・中国人民大学国際学院金融リスク実験室（2015）の統計によれば、2015年の1年間に、問題プラットフォームに関連する金額は約500億元にもなる。約1兆元といわれるローン証券残高からみれば5%であり、決して小さい数字ではなかったが、1949年以降、中国の最大の詐欺事件である「e租宝」（関連金額400億元）という特殊要因があるため、全体からみればこの比率がもう少し低くなるとはいえよう。正確な数字がないため、より詳細な分析は断念せざるを得ないが、社数ベースからみればプラットフォームの問題率が40%であるが、金額ベースからみれば5%以下であり、分散投資などきちんと投資原則を守れば、P2P ネット金融は投資家（貸し手）にとって決して受け入れられないような投資先ではないであろう。

P2P ネット金融に関する規制について、その公布の遅さに非常に違和感がある。P2P ネット金融は全体からみればまだ規模が小さく、業務も伝統的な金融の補完にしか過ぎないが、金融業であることに違いない。なぜプラットフォーム全体の40%が問題プラットフォームとなり、「e租宝」のような大きな社会問題が出てくるまで規制がなされなかったのだろうか。そこには2つの理由が考えられる。1つはネット金融と金融包摂を新しい成長分野に位置づけ、ある程度の過当競争や倒産を見逃す立場を取っていたというものだ。「暫定条例」のネガティブ・リスト形式の規制はまさにこれからのイノベーションを促すものである。もう1つは2000年前後の投資信託の規制失敗という苦い経験があったのではないか。2000年前後に中国では、投資信託が新しい発展の可能性のある産業として「大躍進」を起こし、短期間の内に約2,000社の投資信託会社が参入し、いくつかの問題が起こった。これを見て政府が慌てて規制強化の方針を出し、登録性から免許制に変えた。一瞬のうちに、信託会社企業間の競争は市場競争からレントシーキングになり、最終的に僅か69社しか残れなかった。投資信託市場は今ではレントシーキングの温床に成り下がってしまった。

2016年9月4日に杭州で開催されたG20サミットの席において、国家主席習近平は開催講演で「金融包摂」に言及し、中国の「金融包摂」をさらに発展させるために、国の規制を整備しながら政策支援を行うことを今後の政策目標とした。中国のP2P ネット金融業界はこれからいろいろな問題を抱えながら、チャレンジに富んだ企業家精神に支えられ、さらに発展していくであろう。

## 注

- (注1) Zopa ウェブサイトより (2017年3月23日閲覧)。
- (注2) 金融包摂についての詳細は国連 (United Nations) および世界銀行 (World Bank) のサイトを参照されたい。
- (注3) 「野蛮成長」は中国語では、「計画に沿った理性的な行動ではなく、我先にという衝動に基づき短期間のうちに急激に成長する」という意味で用いられる。
- (注4) ローン証券利率の表示に関しては主にローン残高年利率とローン総額年利率がある。断りがなければローン残高年利率である。
- (注5) 2015年の年初から、中国では取引金額の第2位を誇る河北融投担保有限会社の担保債務不履行の噂が流れ、4月には業務が停止され事実上の倒産になっていた。「積木盒子」は、河北融投有限会社によって担保された5.25億元もの保証担保ローンを抱えており、当時総取引金額が58億元の「積木盒子」にとっては会社の根幹を揺るがす事態となった。さらに格付け会社にブラックリストに入れられていたが、最終的に8,400万ドルのエクイティ・ファイナンスを行い、なんとか難を脱した (<http://finance.qq.com/a/20150730/045916.htm> 2017年3月23日閲覧)。
- (注6) エクイティ・ファイナンスとは、一般的に新たに株式を発行し融資を行うことを指すが、本稿では株式市場で購入した株券を担保にP2P ネット金融プラットフォームが融資を行うことを指す。ファイナンス・リースとは、借り手が指定したものの(物件など)を貸し手であるリース会社が購入し、それを借り手に貸与する賃貸借契約である。貸し手は借り手に実物を貸与する代わりに、借り手から使用料を受け取る。
- (注7) 「拍拍貸」のローン証券は基本的に完全保証をしないが、ローン証券の中に保証または担保付きの債権もある。
- (注8) 資本金のようなデータはプラットフォームに公表されているが、ローン取引高などのデータはプラットフォーム自身が公表したのではなく、プラットフォームの了解をえた上で、ソフトを使ってプラットフォームの取引を監視し、その集計によるものである。
- (注9) 「e租宝」は資本金1億元で2015年2月に営業を開始したプラットフォームで、派手な宣伝と高い収益率(年率最大で15%)を武器に短期間に急拡大し、サイトが閉鎖されるまで投資者から約400億元を集め、被害者は20万人にのぼる。「e租宝」の詐欺手法は非常に単純で架空のローン証券をプラットフォームにアップし、新たに投資者から集められた資金を過去の虚偽債権の返済に回し、残った部分は社長と幹部の贅沢三昧の生活に注ぎ込んだ。典型的なねずみ講である。「e租宝」の社長と幹部20人が逮捕され、事件の調査は今も進行中である。
- (注10) 「暫定条例」の全文(中国語)は中国の工業情報部(日本の経済産業省に当たる)のサイトに掲載されている(中国銀行業監督管理委員会、公安部、工業・信息化部および互聯網弁公室、2016)。また、2015年12月28日に「暫定条例」とほぼ同じ内容の「網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫定条例(意見募集)」(以下「意見募集」)が公布された。
- (注11) 詳細は下記のページを参考されたい(原文中国語)。 [http://www.askci.com/news/finance/20161001/09573266837\\_7.shtml](http://www.askci.com/news/finance/20161001/09573266837_7.shtml)
- (注12) 「融360」のバックグラウンド・ファクターの中に、プラットフォームのバックグラウンド以外に、資本金やIT技術や管理部門素質などの要素も入っている。
- (注13) 詳細は下記のサイトを参考されたい。 <http://www.mingjin.com/p2p/report/406-1.html>

## 参考文献

盈燦諮詢(各年版)「中国網絡借貸行業年報」

零壹研究院(2016)『2016年 中国 P2P 借貸服務行業發展報告』中国經濟出版社

零壹研究院(各年版)『中国 P2P 借貸服務行業白皮書』東方出版社

融360 大数拋研究院・中国人民大学國際学院金融風險實驗室(2015)「網貸評級報告」, 2015年から各四半期出版 <http://www.rong360.com/licai-p2p/pingtai/rating> (2017年3月23日閲覧)

中国銀行業監督管理委員会、公安部、工業・信息化部および互聯網弁公室(2016)「網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫定条例」 <http://www.miit.gov.cn/n1146295/n1146557/n1146624/c5218617/content.html> (2017年3月23日閲覧)

## 参考ウェブサイト

P2P ネット金融の情報に関するウェブサイト(全て2017年3月23日閲覧):

網貸天眼 <http://www.p2peye.com/>

網貸之家 <http://www.wdzj.com/>

融 360 <http://www.rong360.com/licai-p2p/>

網貸中国 <http://www.p2pchina.com/>

P2P ネット金融プラットフォーム URL (全て 2017 年 3 月 23 日閲覧) :

Lending Club <https://www.lendingclub.com/>

Prosper <https://www.prosper.com/>

Zopa <https://www.zopa.com/>

宜人貸 <https://www.yirendai.com/>

陸金所 <https://www.lu.com/>

翼龍貸 <http://www.eloancn.com/>

積木盒子 <https://www.jimu.com/>

(「e 租宝」と「孔方兄」はすでに破産しているのでサイトを開くことができない。)

United Nations “Inclusive Finance” <http://www.un.org/esa/ffd/topics/inclusive-local-finance/inclusive-finance.html>  
(2017 年 3 月 23 日閲覧)

World Bank “Financial Inclusion” <http://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/overview#1>  
(2017 年 3 月 23 日閲覧)