

『証券経済学会年報』第49号別冊  
第81回春季全国大会  
学会報告論文

「中国シャドーバンキングの動向と金融システム改革の課題」

## 「中国シャドーバンキングの動向と金融システム改革の課題」

李 立栄

早稲田大学大学院博士後期課程

### 1. はじめに

近年中国において、銀行以外の金融仲介形態が急速に拡大している。こうした金融仲介は、「影子銀行」(以下：シャドーバンキング<sup>1)</sup>)と呼ばれる。現在、中国における実体経済の新規資金調達の前半以上はシャドーバンキング経由であり、商業銀行の貸出残高だけでは全体像が把握できないと指摘されている。このように資金調達チャンネルが多様化する一方で、中国の資金調達における銀行融資の割合は徐々に減少している。このような現象は銀行離れ(financial disintermediation)とも言われている。実際、1970年代から米国でも預金金利規制を回避するために、コマーシャルペーパーやMMFへの資金シフトする動きもあった。近年、中国も正規な銀行システム等の金融仲介機関を通じた資金の流れ(間接金融)が縮小し、理財商品等資産運用商品への資金シフトの動きが見られた。

中国の研究者によれば、中国のシャドーバンキングの発達の背景としては、①厳しい金利規制と金利調整幅の制限、②金融引き締め政策の実施、③規制強化(貸出総量規制と商業銀行の預貸比率管理の強化)、④銀行の中小企業向け融資の貸し渋り、などが指摘されている(高・高, 2014)。

こうした中国のシャドーバンキングは、世界金融危機で問題視された欧米型とは構造は同じではない。欧米型のシャドーバンキングとは、銀行が収益性を追求するなかで、規制回避を目的にファンド形態で拡大してきた資金仲介形態を指すのに対し、中国では制度化された金融システム内で資金提供者が多様化するとともに、非制度的な分野での民間部門の金融活動という形で行われるものとされる(中国人民銀行, 2012)。欧米では、銀行やその他の金融仲介業者は相互に証券化商品を発行し、購入し合うことでレバレッジを高め、高収益を追求したことにより、金融システム全体に脆弱性がもたらされたが(Adrian & Shin, 2009a)、中国ではそのような構造は存在しない。また、中国のシャドーバンキングの急速な

拡大は、自由競争への転換や、イノベーションの活性化をもたらすという積極的評価も可能であるものの、銀行仲介ルートを回避せざるを得ない構造的な問題も指摘されている(高・高, 2014)。すなわち、金融システムの歪みがシャドーバンキングの発達を促しているとの指摘である。

中国のシャドーバンキングの構成要因については、わが国でもさまざまな論考があるが、多くは制度の記述に留まっており、その形成過程と今後の課題については必ずしも体系的に明らかにされていない。

本稿では、まず、中国のシャドーバンキングの形成過程に着目し、その定義・規模および発達した制度的な要因について説明したうえで、欧米型と比較してその相違点に言及する。次に、こうした中国のシャドーバンキングの潜在的なリスクを解明するとともに、今後の中国の金融システムの制度設計に関する示唆を提示したい。中国のシャドーバンキングの業務実態については(李, 2012)などの記述に譲りたい。

### 2. 中国のシャドーバンキング(影子銀行)の形成

#### (1) 定義とその規模

中国では、シャドーバンキングに関する議論はまだ始まったばかりである。中国人民銀行によれば、シャドーバンキングは制度化された金融に属するものと、インフォーマル(制度化されていない)金融としてのものに二分される(中国人民銀行, 2012)。前者の主体は、金融システム内部に位置付けられる、金融資産管理会社、信託会社、金融リース会社、ローン会社、ファイナンスカンパニー(財務公司)、マネーブローカーなど金融監督下のノンバンクが含まれる。後者は金融システムの近代化以前から存在するもので、金融システムの外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会社、小額ローン会社、質屋、ファンド(基金会)、投資公司、投資組合などの民間金融組織を中心とする金融仲介を指す。中国のシャドーバン

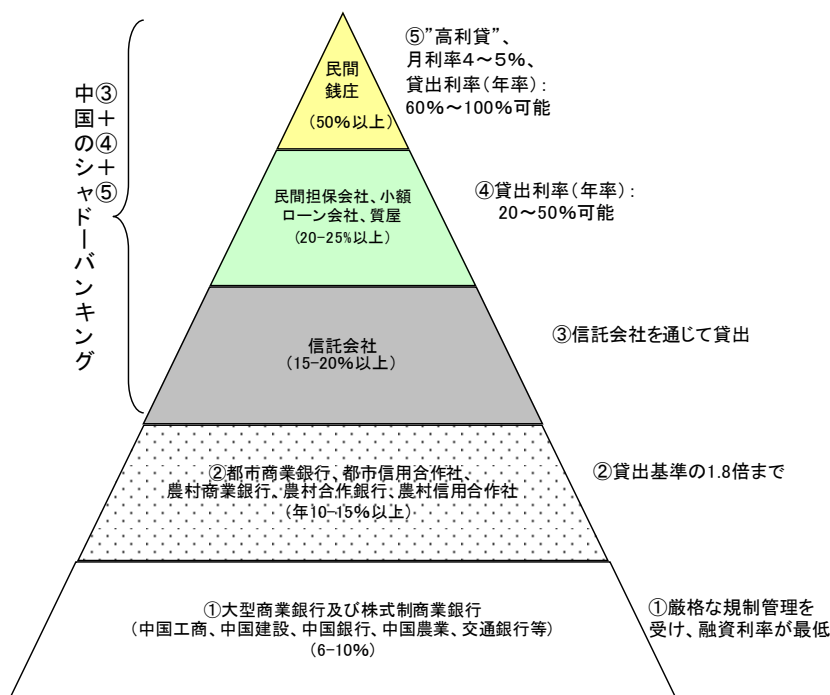
キングの定義が欧米と異なるのは、制度化された金融システム内部のものとインフォーマル金融のものが併存することである。

また、2013年12月の国務院弁公庁の通知「シャドーバンキングに対する規制監督の強化について」（国務院107号文<sup>2)</sup>）では、初めて中国のシャドーバンキングの概念を明確にし、今後の規制監督の方向性が示された（国務院, 2013）。国務院107号文では、中国のシャドーバンキングは次の3種類に分類されている。第1は、金融機関としての免許を持たず、完全に規制・監督もされていない金融仲介業である。例えば、近年のインターネットを活用した金融サービスのイノベーションである新型インターネットファイナンス（インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディングなど）のほか、PEファンド、第三方理財といった独立系の資産管理会社（アメリカのインディペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）に相当）などが含まれる。第2は、融資型民間担保会社、小額ローン会社など、金融機関としての免許を持たずに規制監督が不十分な金融仲介業である。第3は、MMFに相当する貨幣市場基金、資産証券化、

一部の理財業務と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

一方、中国銀行業監督管理委員会によれば、中国の貸出市場は大きく五つのカテゴリーに分別される（図表1）。第1は、厳格な規制・監督下の大型商業銀行（5大銀行<sup>3)</sup>）と株式制商業の貸出（融資利率は年6～10%）である。第2は、都市商業銀行、都市信用合作社、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用合作社の貸出（融資利率は年10～15%以上、貸出基準の1.8倍まで融資可能）である。第3は、信託会社を通じた貸出（融資利率は年15～20%以上）である。第4は、民間担保会社、小額ローン会社や質屋の貸出（貸出利率は年20～50%可能）である。第5は、民間銭庄、いわゆる「高利貸」の貸出である。江蘇省・浙江省（温州市）辺りの地域では、旺盛な起業家精神を持つ中小企業が多く、彼らに対する貸出は、月利で4～5%、年率で最高60～100%（貸出利息が年100%超の場合もある）のものも存在する。これらのうち、第3、第4、第5の三つのカテゴリーが中国のシャドーバンキングであると考えられる。

図表1 中国のシャドーバンキングの構成主体



(出所) 好買基金研究中心、各金融機関の貸出基準比率を基に筆者作成

(注) 1) 括弧は貸出利率(年率)。

2) 民間銭庄は”高利貸屋”のこと。中国江蘇省、浙江省など民間経済が盛んな地域で流行。

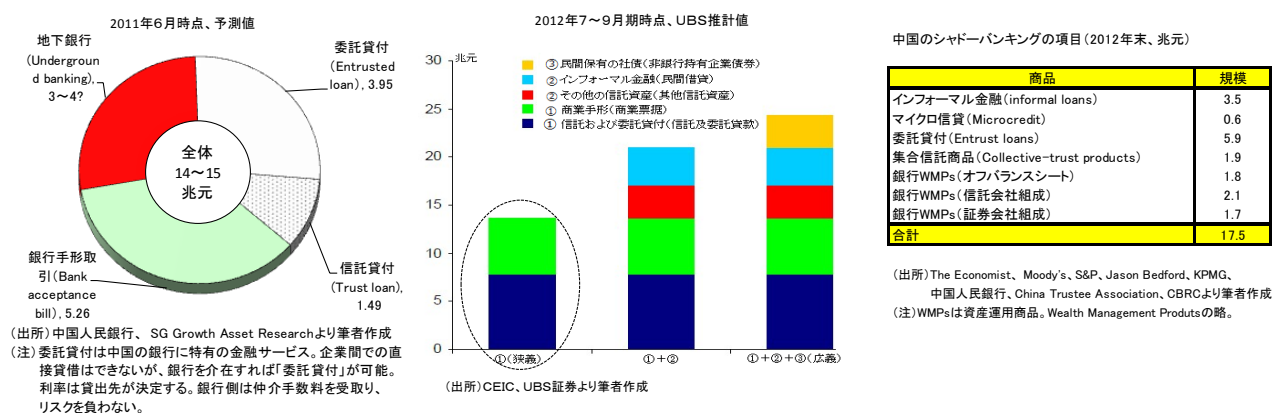
3) 代表的な商品は理財商品(資産運用商品)である。とくに、理財商品は、信託会社の不動産信託等の銀行における代理販売(銀信合作や委託貸付)をそのなかに含まれる。

以上のように、中国のシャドーバンキングに関する議論で指摘されている特徴を要約すると、①制度化された金融に属するものと、制度化されていない（インフォーマルな）金融に属するものがある。②銀行以外の者がシャドーバンキングの担い手である。③免許不要か免許が必要であっても規制が緩い。

中国のシャドーバンキングの市場規模には諸説あり、ソシエテジェネラルによれば、2011年6月時点でシャドーバンキングによる金融仲介残高は約14兆～15兆元と推計される（Société Générale, 2011）。また、UBSによ

れば、その規模は狭義の定義（①信託および委託貸付、商業手形の合計）でも2012年7～9月期時点で13.7兆元と、2012年名目GDP（52.2兆元）の26%に達し、広義の定義（①信託および委託貸付、商業手形、②その他の信託資産とインフォーマル金融、③民間保有の社債の合計）で見れば同金融仲介残高は24.4兆元、同名目GDPの46.5%と推計している（UBS securities, 2012）。英誌エコノミストの推計によれば、2012年末時点で中国のシャドーバンキングの各項目（狭義の定義）の合計は17.5兆元である（The Economist, 2013、図表2）。

図表2 中国のシャドーバンキングの規模



さらに、中国証券系のシンクタンク上海証券研究所の調査によれば、2012年12月時点で広義の定義による同金融仲介残高は27.88兆元、同名目GDPの53.68%と推計されている。このように、外資系と中国国内の推計値をみると、最も広く解しても25～30兆元、狭く解しても13～17兆元の間収まる規模である（図表3）。ドイツ銀行の分析では、2013年末に中国のシャドーバンキングの

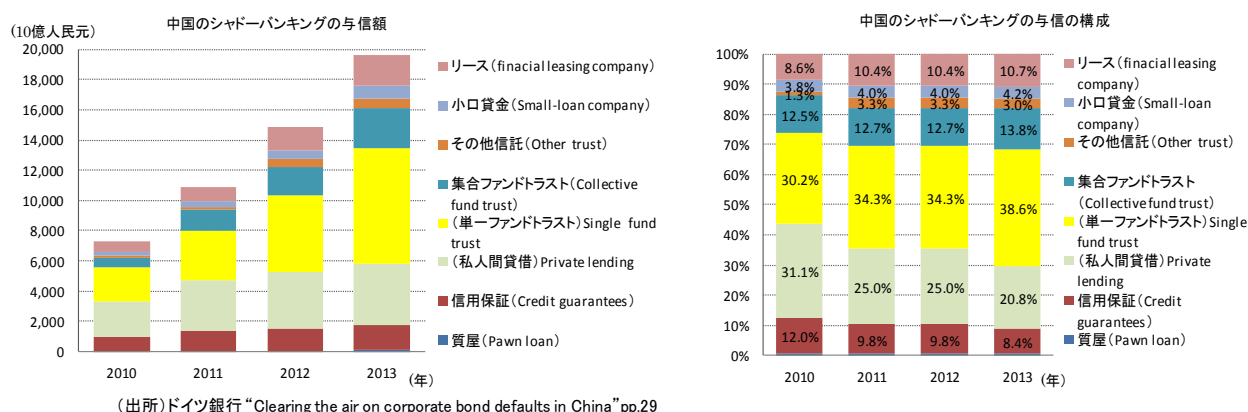
与信額は19.6兆元、対名目GDPの23.9%と予測している。中国のシャドーバンキングの与信の構成も多様であり、2013年末時点でリース(10.7%)、小口貸金(4.2%)、その他信託(3.0%)、集合ファンドトラスト(13.8%)、単一ファンドトラスト(38.6%)、私人間貸借(20.8%)、信用保証(8.4%)、質屋(0.5%)を含む（図表4）。

図表3 中国のシャドーバンキング規模の比較(推計値)

データ出所	データ発表の日付	兆元	兆ドル	% of 2012 GDP	% of 銀行資産 (2012年末)
GFSecurities	12/17/2012	30	4.8	57%	31%
Citi Research	1/11/2013	28	4.5	54%	29%
Barclays	Dec. 2012	25.6	4.1	49%	27%
Hua Tai Securities	12/14/2012	25	4	48%	26%
UBS	10/16/2012	13.7-24.4	2.2-3.9	26-46%	14-25%
ANZ Bank	Dec. 2012	15-17	2.4-2.7	29-33%	16-18%
Bank of America Merrill Lynch	7/6/2012	14.5	2.3	28%	15%

(出所) 各報道、FSB(2012), World Economic Outlook(2012年10月), China Banking Regulatory Commissionより筆者作成  
(注) 銀行資産は大型商業銀行(Big 5)、株式制商業銀行、都市商業銀行の総資産合計。

図表 4 中国シャドーバンキングの規模と与信内訳 (2013 年末)



## (2) 形成の背景

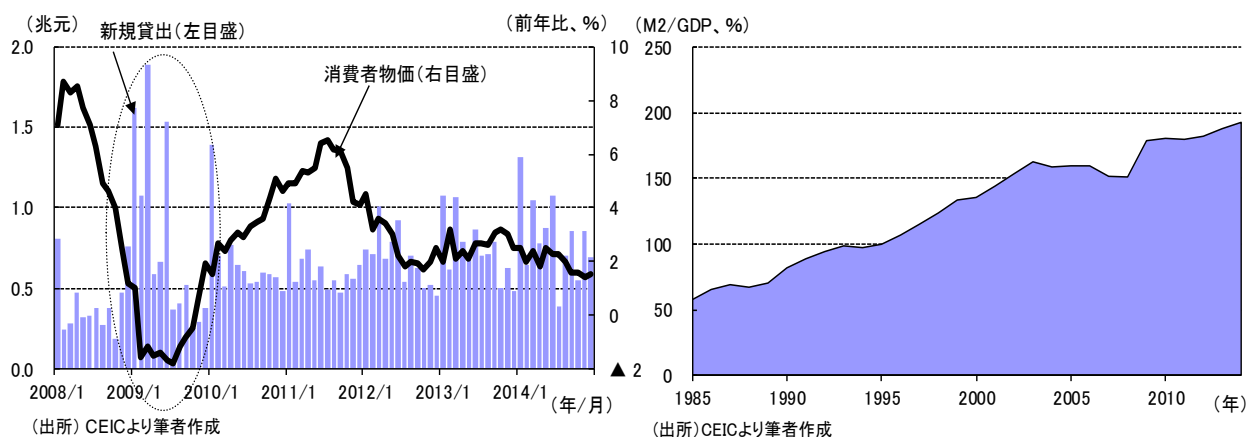
中国のシャドーバンキングの形成背景としては、以下の4点が指摘できる。

第1は、国内の流動性の不均衡が拡大したことである。近年の中国はインフレ懸念を背景とした金融政策の引締めにより国内の流動性の不均衡が加速した。リーマン・ショック後、中国は「積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」のマクロ経済政策の基本方針が打ち出され、4兆元の景気刺激策を実施した。その副作用の影響で、国内に資金が溢れて、過剰流動性とインフレ昂進（消費者物価、不動産価格の高騰）をもたらした。この結果、2009年上半期の銀行新規貸出額は7.3兆元（銀行融資残高のおよそ2割）、前年の3倍に達した。マネーサプライ（M2/GDP）も2009年以降に急増した（図表5）。2010年2月、人民銀行は金融政策を引き締めへと転換した。5

回の利上げや連続12回の預金準備率の引き上げを行い、4兆元の効果で銀行から融資が可能だった多くの中小企業はインフォーマル金融や高利貸などのチャネルを経由した融資に頼らざるをえない状況になった。

第2は、規制の強化とその回避行動の拡大である。世界金融危機後、①厳しい金利規制と金利調整幅の制限、②貸出総量規制と商業銀行の預貸比率の管理強化などの規制強化を受け、商業銀行が貸出制限を回避するため、自己資本を利用することなく利益を上げられるオフバランスの取引（銀信合作、資産運用商品、信託貸出、委託貸出など）を積極的に開拓した。特に、中国は金利規制が厳しく金利調整幅の制限が相当にある。そのため、預金者からすればインフレ時の実質預金金利はマイナスとなる。そこで一部の投資家は預金から資産運用商品に資産をシフトするようになり、金融機関側も資産流出を抑えるために、理財商品の開発などの動きを強めた。

図表 5 中国の新規貸出と消費者物価、マネーサプライの推移



第 3 は、金融サービスの多様化に伴うユーザー範囲の拡大である。商業銀行は一般的に大手・国有企業向けを中心として融資を行っている。中小企業や個人向けに比べて貸出先の信用力も高いため、審査も比較的容易で効率的に業務を行えるからである。一方、多くの中小企業は財務状況が不透明で、経営リスクが高いことから、銀行は審査が慎重となる。このため、銀行だけでは中小企業への融資提供の積極的な拡大には限界があった。

このように、中小企業など銀行以外の資金仲介ルートへの潜在的ニーズが高かったところに、シャドーバンキングの様々な方式による資金仲介方法が出現すると、その利用が急速に拡大したものと考えられる。結果的に、従来は金融サービスの利用ができなかった層に対して、シャドーバンキングが新たな手法により提供を可能にしたと評価することが可能であり、金融イノベーションをもたらしたとも評価できるだろう。

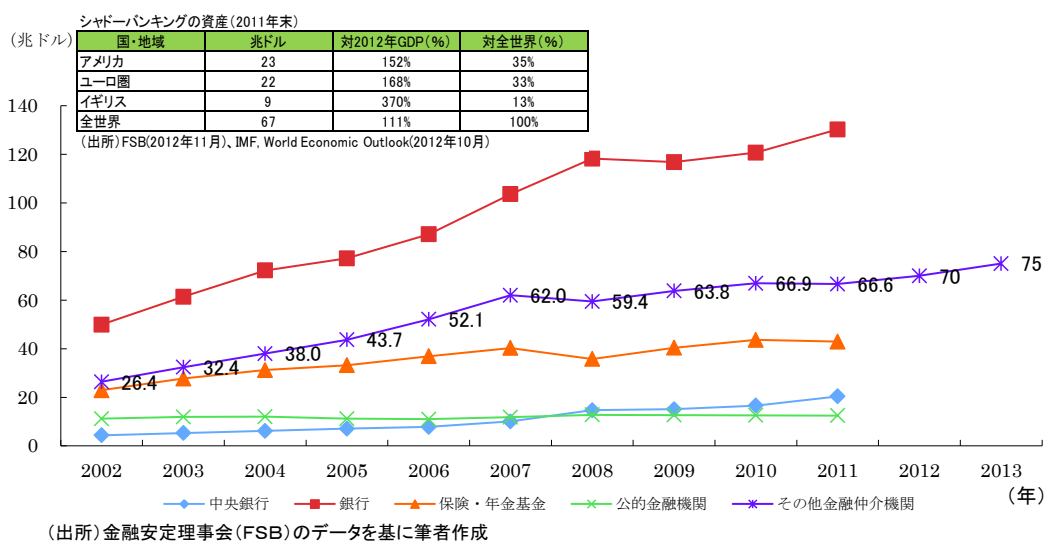
### (3) 欧米との比較

ここで、中国のシャドーバンキングと欧米型との同異点について考えてみたい。欧米では、シャドーバンキングを、「レバレッジを多用する、ノンバンクのコンデュイット（導管体）、ピークルおよびストラクチャーの総称」と定義され、このシャドーバンキングに対する取り付け騒ぎこそが、いわゆる、「システムックリスク」とであるとされる（PIMCO, 2007）。シャドーバンキングの構成主体としては、住宅関連のモーゲージブローカーとファイナンス会社、資産担保証券（ABS）と資産担保コマーシ

ャル・ペーパー（ABCP<sup>4)</sup>）の発行者、銀行の連結対象外子会社の SIV<sup>5)</sup>、MMF<sup>6)</sup>、ノンバンク（証券ブローカーディーラー&先物取引）、デリバティブ商品会社、ヘッジファンド、銀行持株会社等（銀行持株会社、資金供給会社）などである（Bhatia, 2011）。

欧米型のシャドーバンキングの定義は統一されておらず、公的機関、監督当局および金融機関の間の認識も決して一様ではない。金融安定理事会（FSB）は、2011 年 4 月と 10 月に、シャドーバンキングに関する規制の議論を公表した。そこでは、シャドーバンキングは、銀行システムの外側にあるエンティティや業務活動に含まれる信用仲介（credit intermediation）のシステムであると定義されている。敷衍すれば、これらのエンティティや業務活動は、①満期もしくは流動性を転換し、「チェーン」（chain）に組み込まれて、②レバレッジを用い、③レポ取引もしくは ABCP を通じて、市場から短期資金を調達することによって信用を提供する、とされる。加えて、シャドーバンキングの規制を考える上では、満期変換（maturity transformation）や流動性変換（liquidity transformation）に伴うリスク、問題のある信用リスク移転やレバレッジによるリスクに焦点を当てるべきであるとされた。こうした銀行システムの外側に位置づけられるエンティティや業務活動に含まれる信用仲介システムの規模は、2002 年の 26.4 兆ドルから 2007 年のピークには 62 兆ドルと 2.3 倍に拡大した。2008 年にはリーマン・ショックの影響でいったん 59.4 兆ドルに減少したものの、その後拡大を続け、2013 年末には 75 兆ドルに達している（図表 6）。

図表 6 全世界のシャドーバンキングの資産規模



これに対して、2010 年の中国のシャドーバンキングによる貸出規模は 8.5 兆元に達し、経済全体（対 GDP）の 21%、銀行貸出総額の 17.1% を占める。貸出のうち、委託貸付は 7.3%、民間貸借は 4.8%、信用保証会社は 1.8%、リース会社は 1.4%、信託会社は 1.3%、小額ローン会社は 0.4%、質屋は 0.1% を占める（Nomura Equity

Research, 2011）。一方、世界金融危機前の 2007 年のアメリカのシャドーバンキングの貸出規模は 6.5 兆ドルに達し、経済全体と銀行貸出総額に対する比率はそれぞれ同 44% と 96% に達する（図表 7）。単純に規模で比較すれば中国ではアメリカには及ばないものの、近年の急速な拡大には注目すべきものがある。

図表 7 アメリカと中国のシャドーバンキングの比較

	中国(2010年)			アメリカ(2007年)	
	10億元	10億ドル	対GDP比	10億ドル	対GDP比
GDP	39,800	6,151	100%	14,660	100%
債券市場(Debt Market)	19,601	3,030	49%	31,775	217%
銀行貸出(Bank Loan)	47,919	7,406	120%	6,783	46%
株式市場(Equity Market)	26,542	4,102	67%	17,900	122%
シャドーバンキング関連業務(Shadow Banking Business)	8,518	1,317	21%	6,500	44%
全体の金融仲介(Total Financing)	102,580	15,855	258%	62,958	429%
シャドーバンキングを除く金融仲介	94,062	14,538	236%	56,458	385%

(出所) CEIC, Nomura Equity Researchより筆者作成

(注)2007年のアメリカのシャドーバンキングはヘッジファンド、SIV、コンデュイット、モノライン、投資銀行を含む(Geitner氏より2009年の推計)。中国のシャドーバンキングは、信用保証会社、民間借貸、小額ローン会社、信託会社、委託貸付、リース会社、質屋を含む(野村證券より2010年の推計)。

このように、シャドーバンキングの欧米型と中国ではその定義、規模、構成主体と信用仲介構造が異なる。その主な理由として次の 4 点を指摘できる。

第 1 は、中国の金融システムが銀行主導の間接金融中心の構造となっていることである。これまで中国では様々な金融改革が試みられた。市場化への試行などを通じて、金融資本市場の拡大と深化が大いに進展したことは確かである。しかしながら、先進諸外国と比較すると、依然として中国の資本市場の規模は小さく、直接金融への依存度が低いうえに株式市場と債券市場の規模のバランスが取れていない。すなわち中国の資本市場の発展の遅れから、欧米で成長してきた資産証券化を活用したシャドーバンキングの形態は、まだ成立し得ないのである。

第 2 は、中国では、金融が業態ごとに区分されて監督され、業態を越えたサービス提供は禁止されている。したがって、銀行が証券会社、保険会社の商業銀行業務への参入が禁止されるとともに、国債と金融債の発行・売買を除いて、商業銀行の証券・保険業務への参入も禁止されている<sup>7)</sup>。この結果、銀行はシャドーバンキングに対して直接融資することや、シャドーバンキングの保有資産を購入することも規制の理由によって不可能である。このような環境の下では、シャドーバンキングのリスクが銀行システムに波及することは限定的であり、金融システム全体に影響を及ぼすシステムリスクは生じる可能性は小さいと考えられる。中国ではシャドーバンキ

ングは、銀行以外（ノンバンク）の信用仲介を指すにとどまり、欧米型のシャドーバンキングのように、銀行部門と深く結びつくことによってシステムリスクが生じる構造ではない。

第 3 は、中国では銀行に対する金融規制・監督が厳格であり、これを回避する目的で近年シャドーバンキングの金融仲介形態も増加している。例えば、国内の商業銀行は、伝統的な銀行業務を発展させるとともに、さらに実験的に銀行外のオフバランス取引も行っている。しかしながら、その起点と終点をみると、資金仲介ニーズの実需が存在している。その仲介ルートが本来の銀行ルートでは規制にかかってしまうので、別のルートを迂回しているということに過ぎない。これに対して、欧米型の場合には金融機関の収益追求が主な目的であり、様々な複雑な資金仲介形態を発達させていった。

第 4 は、中国のシャドーバンキングは銀行の資金仲介ルートとは異なる対象に資金仲介サービスを提供していることである。中国のシャドーバンキングは、「金融双軌制」（二重構造の金融体制の意味）と呼ばれ、銀行を中心とする従来型の資金仲介ルートとは一定の役割分担がなされている。すなわち、大型国有企業が商業銀行から低金利で借入を実現する一方、中小企業や政策規制の対象企業がシャドーバンキングの金融仲介を通じて資金調達を行っている。

以上のことを踏まえて、欧米型のシャドーバンキング

と伝統的な銀行の特徴を整理すると、図表8の通りである。中国のシャドーバンキングは、投資融資先について、伝統的な銀行システムの補完的な役割を果たしているほか、実需に基づいて発展しており、仲介構造は単純で、レバレッジも高くない特徴を持つ。また、資金源は銀行信用貸出などを提供し、一部に業種別の金融監督を行っ

ている。危機の波及形態は負債側を負うデフォルトのリスクが残るものの、欧米のような市場の機能不全などシステミックリスクが生じない特徴を持つ。ただし、情報開示の面では、欧米型のシャドーバンキングと同じく不透明性の問題が残る。

図表8 国内外シャドーバンキングと伝統的な銀行の特徴の比較

比較項目	伝統的な銀行システム	中国のシャドーバンキング	欧米型のシャドーバンキング
投融资先	実需	実需(伝統的な銀行システムの補完的な役割)	金融商品(証券化を經由)
仲介構造	単純	単純	複雑
レバレッジ	10-15倍	10倍以下	20倍以上、30~40倍(バブル、金融危機前)
リスク	小	中	大(システミックリスクの発生)
資金源	預金	銀行信用貸出など	資本市場、ファンド、投資家
規制監督	厳格な銀行規制	一部に業種別の金融監督	金融機関の自己規律、市場規律
情報開示	透明	不透明	不透明
市場性(海外とのリンク)	弱い	弱い	強い
危機形態	取り付け騒ぎ(預金)、デフォルト(負債側)	デフォルト(負債側)	市場の機能不全、投資商品価値の暴落

(出所)筆者作成

#### (4) 特徴とそのリスク

ここで中国のシャドーバンキングの特性を金融システムのなかで考察してみたい。

第1は、金融の仲介機能を実際に発揮している点である。すなわち、資金仲介の実需が存在し、シャドーバンキングによってそれが実現されている。中国のシャドーバンキングは基本的に商業銀行の貸出に類似した機能を備える。貸出方式、貸出利率、返済方法など内容は商業銀行にほぼ近い。資産運用商品(理財商品)といった銀行システム内部のシャドーバンキングは、融資規制の枠外であるものの、銀行の貸出と同様の役割を果たしており、様々な需要者に対して資金を提供する。また、インフォーマル金融(民間貸借)のような銀行システム外部のシャドーバンキングは、銀行貸出と同等の経済的機能を有しており、貸出先は主に金融政策の引締めで銀行か

ら融資を受けられない顧客である。

第2は、金融政策の効果が比較的表れにくいことである。シャドーバンキングの資金源は預金ではなく、様々な投資・資産運用ツールなどの短期融資からなる。過剰流動性相場では市場は金余りとなり、余剰資金が集りやすいため、シャドーバンキングは容易に形成される。他方、流動性不足の状況でもシャドーバンキングでは資金に困らない。つまり、金融引き締めに伴う流動性の逼迫で逆にシャドーバンキングのニーズが高まるからである。このように、シャドーバンキングは金融政策の変化を受けにくい構造を持っている。

第3は、規制監督が銀行に比べて緩いことである。シャドーバンキングは、預金取扱金融機関に対する厳格な規制・監督を受けない。伝統的な銀行に対する規制監督とシャドーバンキングに対する規制監督との間には大きな差がある。例えば、商業銀行の場合、①預金準備金の



保有、②自己資本比率 8%以上(レバレッジ 12.5 倍以下)の維持、などが要求される。他方、シャドーバンキングはバーゼルⅡの規制も受けない。

シャドーバンキングはほとんどあるいは全く規制を受けない。貸出金利はすでに法定貸出利率の上限を超えており、今後の規制強化は難しいものとみられる。また、銀行のオフバランス業務がその代表的な例である銀行システム内部のシャドーバンキングでさえ、服する規制は限られ、しかもその実施の際、一部の商業銀行に対してはさらに規制が緩和されている。

第4は、金融仲介ルートが長いことによるリスクの増大である。中国のシャドーバンキングは欧米型のシャドーバンキングと同様に金融仲介ルートが長い。欧米では、資金仲介の連鎖が様々な主体によって構成され、各自の利益最大化が図られたことから、長い仲介ルート全体のリスクコントロールを行う者が不在となり、それが金融危機を引き起こす温床となった。中国のシャドーバンキングにもこのような側面が存在することは確かである。もっとも、中国のシャドーバンキングは欧米と比較して運用方式がシンプルである。欧米型のシャドーバンキングは CDO<sup>9)</sup>や ABS<sup>10)</sup>など多種多様な証券化商品が含まれ複雑である。さらに欧米はレバレッジが 30~40 倍と高いのに比べ、中国は 10 倍以下でそこまで高くない。規模も欧米ほど大きくなく、全世界に伝播するシステム

リスクはそれほど大きくないと考えられる(前掲図表 8)。

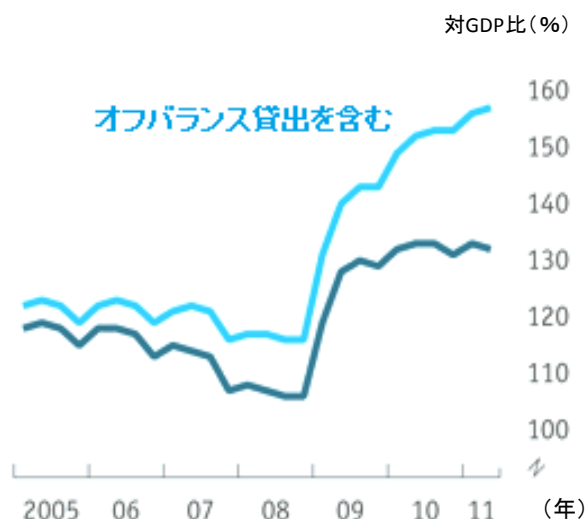
第5は、中国のシャドーバンキングの貸出金利が高いことある。人民銀行は 2011 年に中国の中小企業経営に一定の困難が表面化したと指摘している。一部地域において、インフォーマル金融の貸出利息が急上昇し、中小企業の融資コストを押し上げた。

### (5) 世界金融危機後の拡大業務

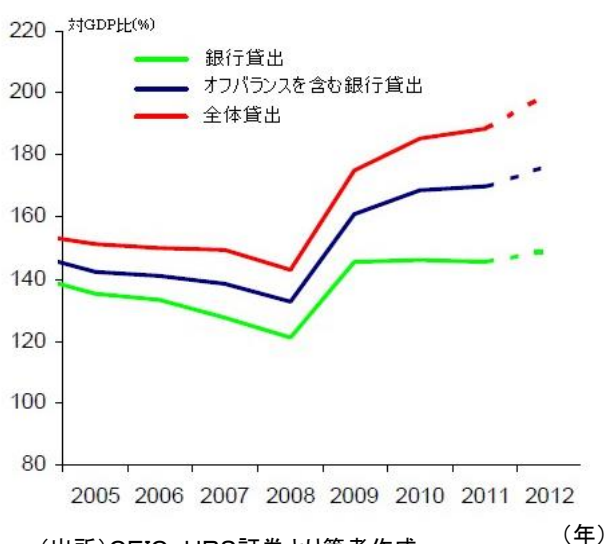
中国のシャドーバンキングの業務範囲は幅が広い。最近、銀行のオフバランス取引(「銀信合作」と「委託貸付」の形態)、およびインフォーマル金融(民間貸借)の業務拡大が注目される。

まず、数字で近年の銀行のオフバランス取引の増加状況を確認しておこう。世界金融危機後、2009 年以降のオフバランスを含む銀行貸出の GDP 比率が急上昇している。銀行のオフバランス取引は、2008 年のリーマン・ショック前には 10%程度であったものが、2011 年には 20~30%、2012 年には 40%まで拡大したことが分かる(図表 9)。実際、クレディ・スイスの調査によれば、2012 年 11 月時点で銀行貸出残高の 56.3 兆元以外に、オフバランス貸出が 12.7 兆元あり、全体では 69 兆元になると予測している(Credit Suisse, 2012)。

図表 9 銀行のオフバランス取引



(出所) The Economist 2011年10月22日、Credit Suisse  
より筆者作成



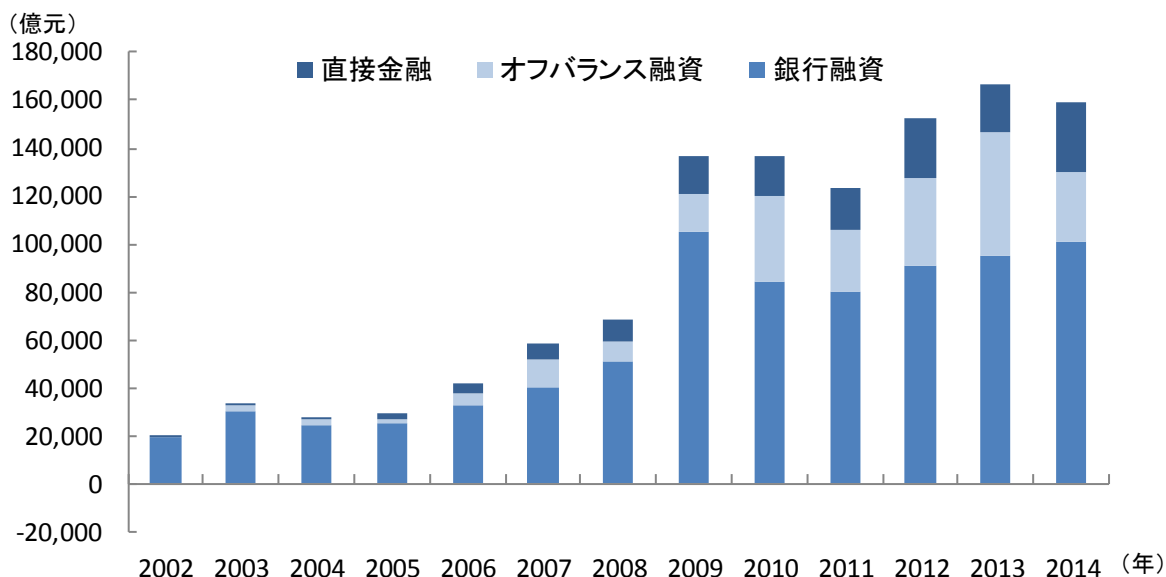
(出所) CEIC、UBS証券より筆者作成

社会融資規模のうち、人民元貸付、外貨貸付を「銀行融資」、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形を「オフバラ

ンス融資」、社債、非金融機関国内株式発行を「直接金融」に分類する。2013 年のオフバランス融資は 51.7 兆元と

なり、銀行融資の 94.8 兆元の 54.5% を占めた (図表 10)。

図表 10 社会融資規模におけるオフバランス融資の拡大 (2002 年～2014 年 12 月)



(出所) 中国人民銀行、CIECより筆者より作成

(注) ①銀行融資は人民元貸付、外貨貸付、②オフバランス融資は委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、③直接金融は社債、非金融機関国内株式発行、の3種類に分類。

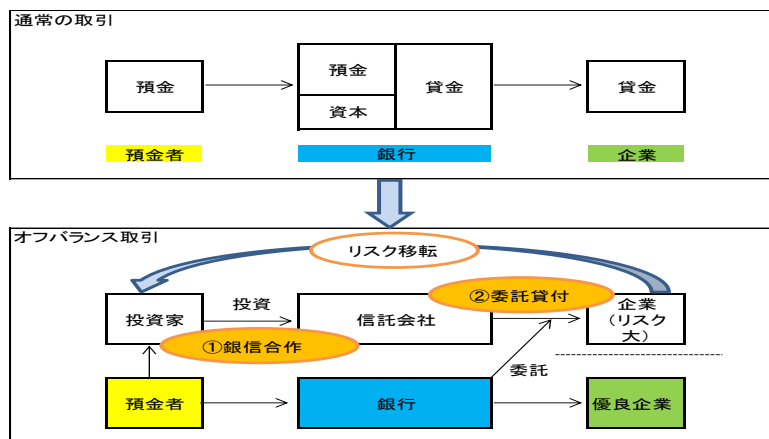
次に、銀行のオフバランス取引の代表例として「銀信合作」と「委託貸付」の仕組みを説明しておきたい。

(a) 銀信合作

「銀信合作」では、個人は銀行に預金するのではなく、

銀行が個人を信託会社に紹介し、個人投資家としてその信託会社に投資する構図となっている。ここでは、銀行のバランスシートを経由しない資金仲介が行われる。一方、「委託貸付」では、信用リスクが大きい企業向けの貸出が必要な場合に、信託会社が銀行に委託される形で貸付を行う (図表 11)。

図表 11 銀行のオフバランス取引の仕組み

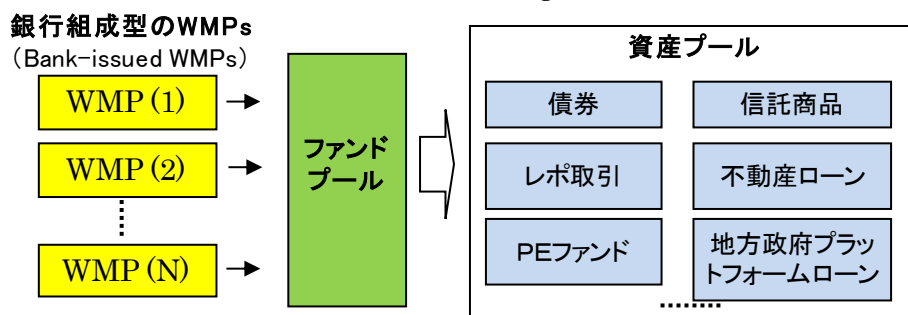


(出所) 筆者より作成

「銀信合作」の具体例は資産運用商品（Wealth Management Products：理財商品、以下 WMPs）である（図表 12）。信託会社は個人投資家に WMPs として販売し、資金をファンドプールする。その資金は、不動産ローンといった典型的貸付の形の以外に、債券、信託商品や PE ファンドなど様々な担保付資産運用商品に投資される。このように、シャドーバンキングの資金源は預金ではなく、様々な投資・資産運用ツール（理財商品）で集められた資金、企業の余剰資金、用途を変えた貸出資金で、厳格な規制・監督を受けない。実際、銀行組成の WMPs のほとんどは短期の商品である。6 割近くの満期到来期間が 1～3 ヶ月以内のもので、投資先には不動産

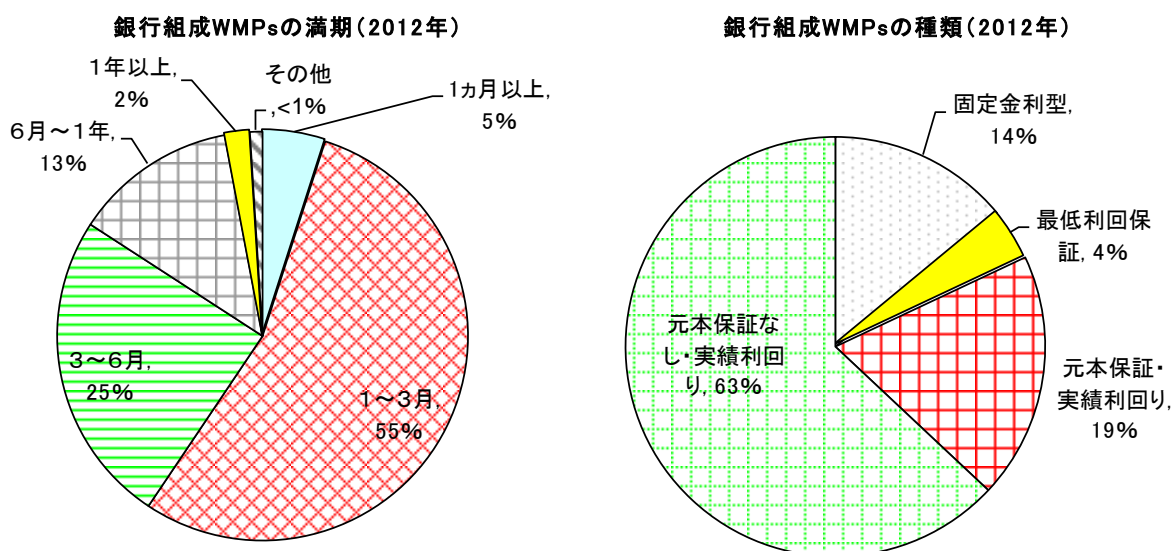
開発もあれば、融資平台（地方政府の融資プラットフォーム）も含まれる。全てのリスクが大きいわけではないが、借入から貸出まで金融仲介ルートが長いことはリスクの一つである。その他、3～6 ヶ月の商品は 25% を占める。また、固定金利もあるが、6 割超の資産運用商品は元本保証なし・実績利回りである（図表 13）。2009 年～2011 年にかけてインフレの高騰、金利規制と預貸比率管理が厳しくなるなかで、銀行は WMPs の形でオフバランス取引を急増させている。中国銀行監督管理委員会（CBRC）によると、2012 年末時点で銀行の WMPs の規模は 7 兆元強である<sup>11)</sup>。

図表 12 担保付資産運用商品（Wealth Management Products：WMPs）の例示



(出所) 各資料より筆者作成

図表 13 銀行組成 WMPs の満期と種類



(出所) Federal Reserve Bank of San Franciscoより筆者作成

一例をあげると、2013年6月と12月の2度にわたり、中国の短期金利が大きく乱高下する事態を招き、それが

繰り返される「銭荒（資金逼迫）」になった。とくに、2013年夏に中国の中堅銀行では取付け騒ぎも起きた。中堅銀

行が保有する預金が信託会社に貸し出され、それが民間の小額ローン会社や担保会社、質屋に貸し出され、さらに銭庄から資金難に苦しむ中小企業に貸し出される。このような貸し出しは展開地域や参加者が広汎で、金利が高く、連鎖訴訟案件の発生率が高くなった。また、地方政府が地場の不動産を開発し販売することで、財政収入をはかる融資プラットフォームには開発案件の販売不振が発生しており、危惧する声も出ていた。信託会社の貸出と投資先は、商工業、不動産、一次産業、証券（株式、ファンド、債券）と様々な分野があるが、不動産の割合が増えている。このような貸出は展開地域や参加者が広範囲に及ぶため、金利が上がると貸出が焦げ付いたりする。また、地方政府性債務が急増し融資プラットフォームの破綻リスクも顕在化した。シャドーバンキングの融資資金が回収できなければ普通の銀行にも影響する。

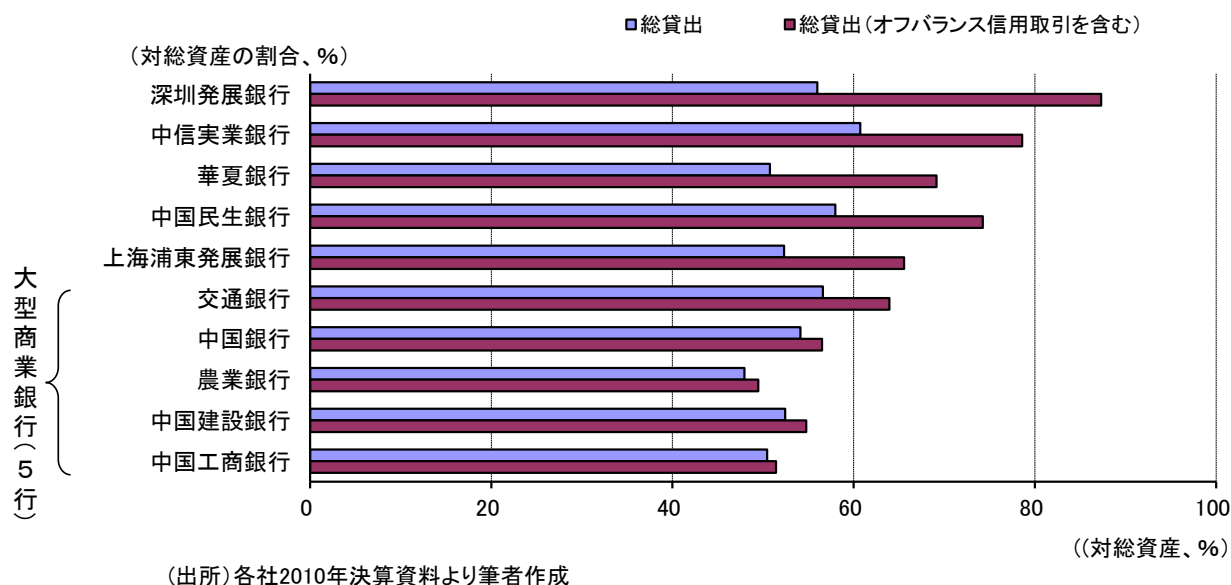
### (b) 委託貸付

「委託貸付」(entrusted loan)とは、委託人が銀行に資金を提供して、委託人の要求に基づいて金利等の諸条件を決め銀行が代理で貸出を行う仕組みである（前掲図

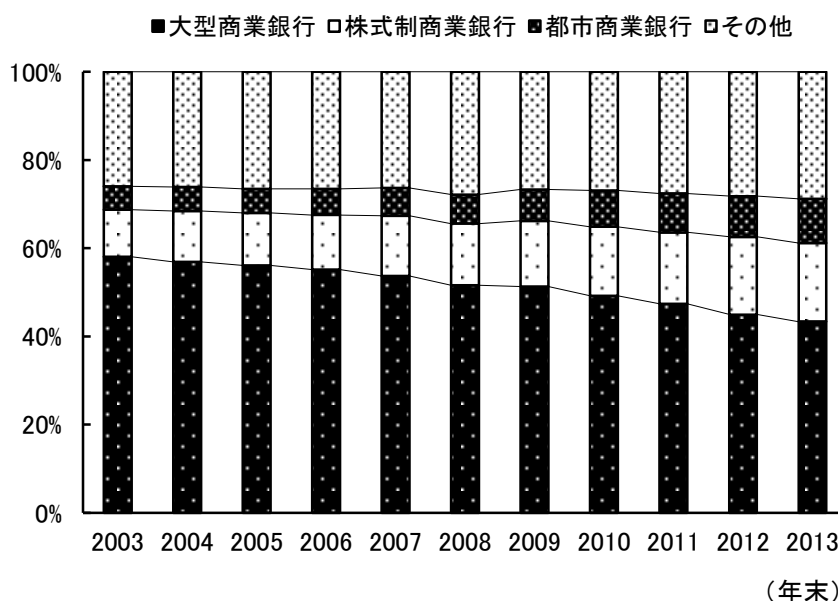
表11)。それは銀行貸出の7%を占めるといわれる(Nomura, 2011)。中国では銀行以外の一般企業による貸付は禁止されている。そのため銀行の仲介で委託貸付が可能となり、銀行側はリスクを負わずに仲介手数料だけを得る妙味から近年急拡大させた。

近年、中堅銀行にはオフバランス取引を積極的に推進する動きが広がっている。実際、2010年の主な大型商業銀行の総貸出残高を比較すると、オフバランス取引を含めたベースでの急拡大ぶりが確認できる(図表14)。とりわけ、大型商業銀行(5大銀行“Big 5”)よりもむしろ、深圳発展銀行、中信実業銀行、華夏銀行、中国民生銀行、上海浦東発展銀行といった中堅銀行においてオフバランス取引の伸び率が高い。中堅銀行がオフバランス取引を積極的に拡大した背景には、固定的な市場シェアに変化をもたらすためと考えられる。すなわち、大型商業銀行は、歴史的経緯から中国の金融システムにおいて今日でも半分以上のシェアを支配している(次頁図表15)。こうした競争環境において、中堅・中小銀行は大型商業銀行と差別化を図るため、オフバランス取引に積極化したものと考えられる。

図表14 中国の主な商業銀行の総貸出の比較



図表 15 中国の金融機関別の貸出シェア（資産ベース）



(資料)CEICより筆者作成

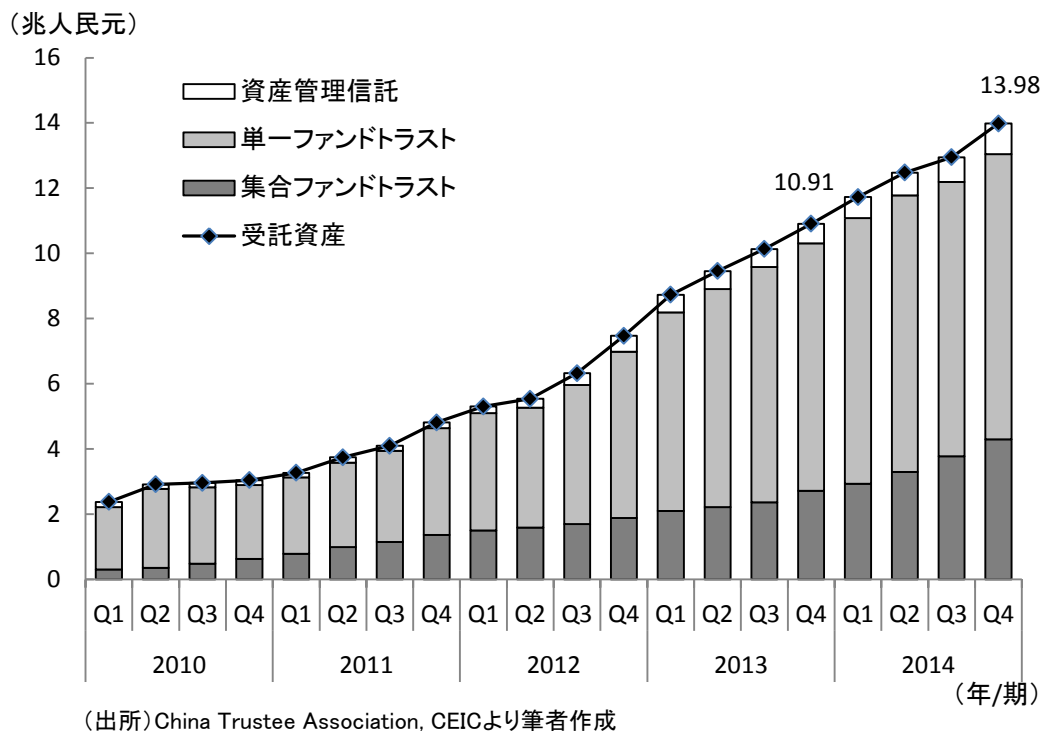
(注)その他は中国の政策銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、都市信用合作社、農村信用合作社、ノンバンク金融、郵貯銀行、外銀の合計。但し、2012年は合計から、大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行を除いた数値。

上述の銀行が取引シェアを変化させる手段としてオフバランス取引を活用する理由としては、①信託会社の規制監督は銀行より緩やかであることに加え、②信託会社は高いリターンの運用によって富裕層の投資ニーズに応えることが可能であること、の2点が指摘できる。なお、中国の信託会社は日本の信託銀行とは異なり、銀行部門を保有しておらず預金を受け入れない。信託会社は地方政府の長期資金調達、不動産プロジェクト投資やインフラ投資などリスクの高い案件にかかわる。

このような銀行のオフバランス取引の拡大を受けて、信託会社の規模も急速に拡大している。2011年末におけ

る信託会社の投資と商品販売の総額は3兆元を超えており、2010年末の2.2兆元より42.2%の急増となった。世界金融危機後、中国の信託協会によると、信託会社の受託資産残高は2014年10～12月に13.98兆元と、前年比28.17%の増加となっており(次頁図表16)、2014年末に信託会社の資産規模は約14兆元に達した。しかしながら、このような資金仲介には、①不動産バブルが生じる可能性が高まること、②銀行からリスクが完全には移転していないこと、③規制の網から外れてしまうこと、など幾つか潜在的な問題が指摘されている(CICC, 2012)。

図表16 中国信託会社の受託資産残高



### (c) インフォーマル金融（民間貸借）

シャドーバンキングのもう一つの分類である、インフォーマル金融（民間貸借）も急増している。インフォーマル金融は、中国の中小企業金融において重要な役割を果たしている。中国では改革開放の恩恵を受けて、中小企業など民間セクターが著しく発展した。中国の企業数をみると、中小企業を含む民間企業が最も多く、全国企業数の99%を占める。中小企業の経済規模は実体経済（対GDP）の65%、全体雇用の8割、国家税収の5割と大きなシェアを占めており、実体経済において極めて重要である。しかしながら、銀行貸出のなかでは中小企業向け貸出は全体の19%しか占めておらず、円滑な金融を利用できないという深刻な問題がある（次頁図表17）。

借り手となる中小企業から見れば銀行からの融資は期待しがたい。一方、預金者から見れば預金金利が実質マイナス（名目金利－物価上昇率）となっており、より有利な運用方法を求めるニーズが高まっている。このようななか、両者のニーズに応える形でインフォーマル金融

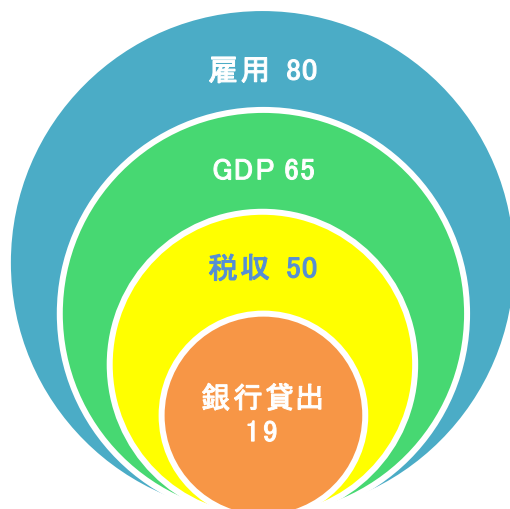
（民間貸借）が急増しており、全国のおよそ4,200万戸の事業主はインフォーマル金融に依存しているとされる。

中国のインフォーマル金融（民間貸借）には四つの特徴がある。第1は、営業地域や対象が広いことである。インフォーマル金融は2年前に浙江省沿海地域から、陝西省や内モンゴルなど内陸部にまで拡大した。また、融資先も製造業から貿易取引、更には普通の家庭まで及ぶ。第2は、金利が高いことである。一部の民間貸出の金利は年率100%を超える。第3は、参加者が広汎であることである。高金利及び資金枯渇による旺盛な借入れニーズの下で、一部の家庭や企業がシャドーバンキングからの借り入れを行っている。報道によると、温州市の9割の家庭や6割の企業がインフォーマル金融に関与しているという。第4は、インフォーマル金融では、関連訴訟案件の発生率が高いことである。対象案件の金額が大幅に上昇しており、数十万元はすでに常態となっており、数百万円から1千万元以上のケースも珍しくない

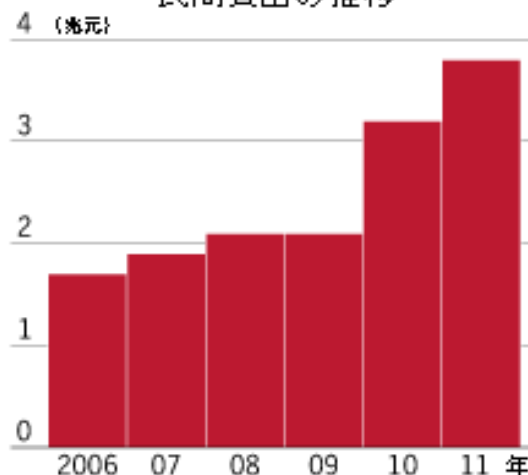
図表17 中国における中小企業の経済規模と民間貸出の推移

中小企業	全国企業数	都市労働力雇用吸収	GDP貢献	税収貢献
	99%	80%	65%	50%

中小企業が経済全体に占める割合



民間貸出の推移



(出所)FT、人民銀行、Barclays、北京大学、CICC  
 (注)2011年は1～6月期の民間貸出は3.8兆元(CICC予測)。

### 3. 中国の金融システム改革に関する示唆

中国のシャドバンキングに対しては、客観的にすべての類型について評価を行うとともに、一律ではないきめ細かな措置を取ることが必要である。例えば、インフォーマルなシャドバンキングの中の「民間銭庄・地下金融」、いわゆる高利貸や非合法的な資金調達に対しては厳しく取り締まる一方、合理的な民間融資に対しては政策面で誘導し、制度的金融に組み込むことを通じて、シャドバンキングが中小企業と「三農」(農村、農業、農民)向けの金融包摂(Financial Inclusion)などの金融サービスとして役割を果たすよう積極的に支援することが必要である。また、世界金融危機の教訓を踏まえ、株式投資ファンド、産業投資ファンドや資産証券化商品を育成し、その健全な発展を促進することも重要である。今後の課題について、以下の5点を指摘しておきたい。

第1は、政府主導から市場主導への転換である。1978年以降、中国の金融システムは30年余り及び改革開放を経て、市場化に向けた金融制度改革が漸進的に進められ、金融システム全体としての競争力は著しく向上した。しかしながら、依然として政府主導の金融システムが主流

となっており、市場化レベルが不十分である。そのため、透明性や効率性の機能を有する金融構造が欠如し、最適な資源(資金)配分が有効になされていない。その代表的な問題は、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(預金者と投資家)の間で、それぞれ大きな収益のギャップが生じている(呉, 2014)。このような状況が中国のシャドバンキングの拡大を助長した側面もある。今後は市場原理を導入し、市場メカニズムを発揮した金融システム全体の仕組みの構築や、規制・監督の整備、資金を有効に配分することが大きな課題である。

第2は、理財商品の透明性が高めるほかに、投資家教育も一層力を入れることである。2012年以降、中国のシャドバンキングに関連する理財商品が相次ぐデフォルト懸念が広がり、金融システムと社会の不安が高まった。今後市場主導の証券化を活用することで、理財商品の透明性が高まることが期待される。また、金融システムを安定かつ効率的に運営するためには、リスクを定量化して管理する仕組みを構築する必要があり、資産の証券化

や資本市場でのきめ細かな情報開示構築が必要である。さらに、投資の自己責任という基本原則を投資家の中で浸透させ、投資家教育を一層促進する必要がある。

第3は、高度なモニタリングシステムと格付けの評価システムを確立することである。各国監督当局の取組みを参考に、中国の金融監督当局は二つの次元から規制強化を図るべきである。一つは、マクロの次元から、国内資金調達総額あるいは企業のバランスシート（資産と負債）を通じて、中国のシャドーバンキングの資産規模や増加率を推計し、GDPや貨幣供給量などのマクロ経済指標と比較分析することである。これにより、中国のシャドーバンキングが金融システム全体に対して与える影響やシステミックリスクの影響を把握することが可能になる。もう一つは、ミクロの次元から、異なるチャネルを通じて、日常的な監視と市場情報に基づき、異なる中国のシャドーバンキングの主体とその業務をそれぞれカテゴリー別に分類して統計と監視を強化することである。

第4は、中国のシャドーバンキングの類型ごとに最適の規制を行い、その業務を監督することである。中国の第12次5カ年計画（2011～2015年）に従い、ベンチャー投資や株式投資の健全な発展やPEファンド市場のルール作りを推進することが求められる。質屋、担保会社、小額ローン会社等の機関に対しては、金融監督当局と商業監督当局による日常的な監督強化が不可欠である。中国のシャドーバンクによる違法行為、反則行為を厳しく処罰し、合法的な経営や経済活動への回帰を促進する必要がある。また、規制の裁定を狙った銀行と信託会社や資産管理会社等のオフバランス取引における「協業」（銀信合作）については、関連主体の資本、貸倒引当金などの積み増しを要求し、経営コストの増大を通じて当該業務を取り扱う内在的なインセンティブを減衰させることが考えられる。

第5は、更なる金融自由化の促進である。今後更なる金利自由化の推進や為替レートの形成メカニズムの改革、各種金融制度の改革などを通じて、資本の自由化を段階的に施行するとともに、金融自由化によるリスクを最小限に抑える必要がある。その意味でバランスの取れた経済成長の下で、金利（預金金利）の自由化、為替制度改革、人民元の国際化および資本の自由化は、相互に作用し促進する関係にあり、自由化に関する具体的な改革措置は、漸進的に成熟したのから順次実行すべきであろう。

このように、規制回避ニーズから生まれたシャドーバンキングは、金融システム規制の整合性からは問題点も

あるほか、情報開示の強化、リスク管理の高度化等の個別の規制が必要である。一方で、中国のシャドーバンキングは資産運用調達の実需があらたなルートでマッチングされたものであり、実体経済にはプラスの側面があるとの評価も可能である。補完的なリスクマネーの仲介ルートとして育成するには、情報開示の徹底、金融リテラシーの向上、自己責任原則の浸透が急務であることを指摘おきたい。

さらに、P2P レンディングなど中国のインターネットファイナンスのような金融への異業種参入が金融自由化と金融イノベーションのドライバーとなることから、これらの動きを止めるのではなく、新規参入者活力の活用を考えるべきである。金利の自由化が完了すれば、金融政策手段の変更（準備率から市場金利誘導などへ）も視野に入り、既存金融機関の行動変化（中小企業金融拡大など）にも期待される。

#### 4. おわりに

以上を踏まえ、中国のシャドーバンキングは影の部分だけではなく、中国の市場化に向けた金融システム改革の中で必要不可欠な金融仲介の主体を構成していると考ええる。つまり、中国のシャドーバンキングを欧米での規制強化論下のネガティブの視点から評価すべきではない。むしろ、中国の金融システム改革は新しい局面に入ったと捉えるべきである。

近年の中国のシャドーバンキングの発展は、中国の金融システムを従来の間接金融中心から市場型へのシフトを後押ししていると評価可能である。すなわち、銀行以外の資金仲介が多様化し、金融システムにおいて重要な役割を果たすようになって、従来の金融機関による金融システムの寡占状態が弱まり、自由競争に基づく多元的な銀行システムへの構造変化の動きが見られるようになった。今後、中国のシャドーバンキングが発展することになれば、中国において過去30年間余にわたり行われてきた金融システム改革の加速要因となるであろう。すなわち、金融自由化（金利、為替、資本取引）、金融イノベーション（多様な商品開発）の活性化、金融機関同士の競争と業務の差別化を一層加速させ、中国の現代金融システムの発展への道が開けてくるであろう。

最近、中国のシャドーバンキング問題が世界の金融危機を引き起こすのではないかと懸念する向きもあるが、①運用方式がシンプルである、②レバレッジ比率が低い、③複雑な証券化商品が多くなく、比較的リスクの把握が



容易である、④世界の金融市場とのネットワークの結び付きが弱い、などの理由から、問題が生じても中国国内に留まり、世界的な影響は限定的と考えられる。

注

1) 中国人民銀行によれば、中国のシャドーバンキングは、制度化されたシャドーバンキングとインフォーマル金融としてのシャドーバンキングに二分されている。前者の主体は、金融システム内部に位置付けられる、金融資産管理会社、信託会社、金融リース会社、ローン会社、ファイナンスカンパニー（財務会社）、マネーブローカーなど金融監督下のノンバンクを指す。後者は金融システムが近代化される以前から存在するもので、金融システムの外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会社、小額ローン会社、質屋、ファンド（基金会）、投資会社、投資組合などの民間金融組織を中心とする金融仲介機関を指す。

2) 国办发【2013】107号文

<http://www.gzmjrrj.com/2014/0114/568.html>

3) 大型商業銀行（5大銀行：“big 5”）は中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、中国交通銀行の5行を指す。この5行は、中国の商業銀行資産の3分の2のシェアを占めている。

4) Asset Backed Commercial Paper

5) Structured Investment Vehicles

6) Money Management Fund

7) ただし、2003年の商業銀行法の改正により除外規定が設けられ、分業規制の緩和の動きが見られた。

9) Collateralized Debt Obligation

10) Asset Backed Security

11) 2013年1月29日付け中国銀行監督管理委員会（CBRC）閻慶民主席の発言による。

#### 【参考文献】

- 川村雄介・公益財団法人日本証券経済研究所 [2013]『最新中国金融・資本市場』, 一般社団法人金融財政事情研究会
- 公益財団法人日本証券経済研究所 [2011]『図説 中国の証券市場 2011年版』, 公益財団法人日本証券経済研究所
- 吳曉求 [2014]「中国における金融の本質的改革とインターネット金融」、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』, 第1、2期, 春号, 1-15頁
- 高海紅、高蓓 [2014]「中国影子銀行と金融改革：以銀證合作为例」、中国社会科学院世界經濟与政治研究所, 国际经济评论, 第2期, 3月, 118-132頁
- 國務院 [2013] 国办发【2013】107号文「国务院办

公厅关于加强影子銀行監管有关问题的通知」

<http://www.gzmjrrj.com/2014/0114/568.html>

- 辛齊利 [2010]『Shadow Banking System 影子銀行』, 中国經濟出版社
- 張明 [2013]「中国式影子銀行：界定、成因、風險与对策」, 中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際金融研究中心, Working Paper No. 2013W05, April 25, 1-18頁
- 張明、鄒曉梅、高蓓 [2014]「中国における資産証券化：現状と展望」, 季刊中国資本市場研究 2014年春号, 公益財団法人 野村財団, 41-53頁
- 中国人民銀行調査司[2012]「中国式影子銀行」中国人民銀行内部研究レポート, 10月, 1-15頁
- 中国銀行業監督管理委員会 [2011]「中国銀监会关于进一步规范銀信理財合作业务的通知」, 中国銀行業監督管理委員会
- 中国銀行業監督管理委員会 [2010]「中国銀监会关于规范銀信理財合作业务有关事项的通知」, 中国銀行業監督管理委員会
- 童適平 [2013]『中国の金融制度』, 勁草書房
- 北京銀聯信投資顧問有限責任公司（北京銀聯信） [2011]「影子銀行：隱身惡魔的挑战与征服」北京銀聯信, 第17期
- 李立榮 [2014] 一般社団法人 不動産証券化協会【対談】「巨大金融危機は再来するか—中国シャドーバンキングの実態—」ARES 不動産証券化ジャーナル 18号 4月1日, 8-24頁
- 李立榮 [2013]「中国人民元の国際化の動向と金融自由化の展望」JRI レビューVol.6, No.7【特集 新たな局面を迎えた日中韓関係—經濟・産業・金融の側面からの考察】, 日本総合研究所, 7月, 117-162頁
- 李立榮 [2013]「シャドーバンキングの実態と金融システムの不安定性」『金融ビジネスの病態と素因—インセンティブ構造再設計の視点—』, 一般社団法人金融財政事情研究会, 12月, 第4章
- 李立榮 [2012]「中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題—資金仲介の多様化と規制監督の在り方—」Business & Economic Review 日本総合研究所, 7月, 144-174頁
- 李立榮 [2011]「中国の銀行の国際化に向けた動向」Business & Economic Review 日本総合研究所, 4月, 60-93頁
- 文維虎 陳榮重 [2010]「重视影子銀行动向 避免風險

- 隐患显现」1994-2010 China Academic Journal, No.343
- Adrian, Tobias, Adam B. Ashcraft Nicola Cetorelli [2013] “Shadow Banking Monitoring” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, September 2013, pp.2-23.
  - Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft [2012a] “Shadow Banking: A Review of the Literature,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, October, 2012, No.580, pp.1-36.
  - Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft [2012b] “Shadow Banking Regulation,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, April, 2012, No.559, pp.1-54.
  - Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin [2011] “Financial Intermediary Balance Sheet Management,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, December 2011, No.532, pp.1-25.
  - Adrian, Tobias, Emanuel Moench and Hyun Song Shin [2010] “Financial Intermediary, Asset Price, and Macroeconomic Dynamics,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, Revised September 2010, No.422, pp.1-35.
  - Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin [2009a] “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation” , *Banque de France Financial Stability Review*, No. 13, September 2009, pp. 1-10.
  - Adrian, Tobias and Hyun Song Shin [2009b] “Money, Liquidity and Monetary Policy,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, January 2009, No360, pp.1-11.
  - Adrian, Tobias and Hyun Song Shin [2009c] “Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 396, October 2009, pp.1-12.
  - Adrian, Tobias, Chris Burke, Jamie McAndrews [2009] “The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility” , *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, vol. 15, number 4., August 2009, pp.1-9.
  - Ayyagari, Meghana, Asli Demircuc-Kunt and Vojislav Maksimovic [2010] “Formal versus Informal Finance Evidence from China”, World Bank, May 2010, pp.1-46.
  - BBVA [2011] “China’s shadow bank lending: a threat to financial stability?”, November 23, 2011, pp.1-8.
  - Bhatia, Ashok Vir [2011] “Consolidated Regulation and Supervision in the United States”, *IMF Working Paper*, January, 2011, pp.6-12.
  - Bloomberg Business [2012] “A Death Sentence Puts Shadow Banking on Trial”, April 16-22, 2012, pp46-50.
  - Credit Suisse [2012] “China’s shadow banking”, November 2012, pp.1-5.
  - CICC [2012] “Shadow Banking Risks Surfacing”, *Macroeconomy weekly#220*, December 2012, pp. 1-7.
  - Deutsche Bank [2014] “Chinese Banks : Banks’ connectivity with the shadow banking system” , *Deutsche Bank Market Research*, 7 April 2014, pp. 29-37.
  - Federal Reserve Bank of San Francisco [2013] “Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure”, April, 2013, pp. 1-5.
  - Financial Times [2012] “China’s lending laboratory”, May 23.
  - Financial Times [2011] “Chinese Finance: A shadow presence”, March 31.
  - Financial Service Authority (FSA) [2009] “The Turner Review: A regulatory response to the global banking” , March.
  - FSB [2014] “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014”, 30 October, 2014, pp 1-53.
  - FSB [2012] “Global Shadow Banking Monitoring Report 2012”, 18 November, pp.1-27.
  - FSB[2011]“Shadow Banking: Scoping the Issues”, 12 April.
  - FSB [2011] “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation”, 27 October, pp.1-42.
  - Financial Crisis Inquiry Commission [2011] “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United

- 
- States” , pp.27-37.
  - IMF [2013] “Global Financial Stability Report”, October, pp.63-146
  - IMF [2012] “Global Financial Stability Report”, October, pp.
  - IMF [2013] “People’s Republic of China”, IMF Country report No. 13/211, July 2013, pp.1-56.
  - IMF [2010] “Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions”, November 3, pp.4-37
  - Nomura Equity Research [2011] “Unmasking the shadow banking system: Shadow banking exposure less than feared and more than priced in”. June 24, pp.1-47
  - PIMCO [2007] “Global Central Bank Focus- Teton Reflections” , August 8, pp.1-4
  - Pozsar, Zoltan and Manmohan Singh [2011] “The Nonebank-Bank Nexus and the Shadow Banking System” , *IMF Working Paper*, December, pp.1-16.
  - Pozsar, Zoltan [2011] “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System”, *IMF Working Paper*, August, pp.1-32.
  - Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky [ 2013 ] “Shadow Banking” *FRBNY Economic Policy Review*, December 2013, pp. 1-14.
  - Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky [ 2010 ] “Shadow Banking”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.458, July, 2010:Revised February 2012, pp. 1-26.
  - Shin, Hyun Song [2010] “Financial Intermediation and the post-crisis financial system” , *BIS Working Papers* No 304, March, pp.1-30.
  - Société Générale [2011] “China’s Shadow Banking Needs A Rescue”, October 5.
  - Timothy F. Geithner [2008] “Reducing system risk in a dynamic financial system” , June 9th, 2008.
  - The Economist [2013] “China’s Shadow banks: The Credit Kulaks”, June 1st-7th, pp.66-67.
  - The Economist [2012] Leaders: “How strong is China’s economy”, May 26th, pp.11.
  - The Economist [2012] Special Report of China’s Economy: Pedalling Prosperity, “Shades of grey: Wenzhou’s shadow banking system has taken a knock”, May 26th, pp.14.
  - The Economist, Special Report of China’s Economy: Pedalling Prosperity [2012] “Bending not breaking: China’s financial system looks quake-proof, but for how long”, May 26th, pp.12-16.
  - The Economist [2011] “Special Report: Chained but untamed” , May 14th.
  - The Economist [2011] “China’s shadow banking system” , Feb 10th, pp.82-83.
  - The Economist [2011] “China’s economy: Hitting the Kerb: A squeeze on leading hits China’s entrepreneurial heartland”, October 22nd, pp78-80.
  - The Economist [2010] “Financial regulation: Out of the shadows” , July 13th, pp. 80-81.
  - The Wall Street Journal [2011] “China puts Light on Shadow Loans”, October 13.
  - UBS securities [2012] “China’s shadow bank lending” , October.
  - Viñals, Jose, Jonathan Fiechter, Ceyla Pazarbasioglu, Laura Kodres, Aditya Narain, and Marina Moretti [ 2010 ] “Shaping the New Financial System”, *IMF Staff position note*, October 3, 2010, pp.4-26.