

急成長する中国のインターネット金融

調査部

上席主任研究員 藤田 哲雄

要 旨

1. 中国では最近、インターネット企業による金融サービスが活発化しており、①P2Pレンディング、②クラウドファンディング、③インターネットペイメント、④インターネットファンド、⑤インターネット保険、⑥マイクロクレジット、などのサービスが提供されている。なかでも、インターネットを利用したオンラインショッピングの決済で利用される第三者決済や、資産運用商品であるMMFの口座数や取扱高、預入残高が急増している。
2. 中国のインターネット金融の歩みは1997年からと、決して遅くはなかったが、国有銀行が支配的な地位を占める業界構造のなかでは、その後の発展の動きは最近まで緩やかなものであった。一方、インターネット企業は2003年に第三者決済のプラットフォームを構築し、近年のスマートフォンの普及でユーザー人口を大幅に拡大して地歩を固め、2010年頃から次々と金融サービスの提供に乗り出した。
3. インターネット金融のなかでも、MMF商品である「余额宝」は規制金利下にある銀行預金より有利な資産運用が可能なものとして、多額の資金を集めることに成功した。規制金利下で規制の裁定を利用したMMFに資金が流れ、最終的に金利規制が消滅する、というアメリカの歴史に倣えば、中国でもこのMMFが金利規制解除を加速させる可能性がある。
4. 中国の既存金融機関には、インターネット企業によるMMFの急拡大に対抗する動きも出ているが、インターネット企業は、レガシシステムを抱えていないことや、本業でのビッグデータを活用出来ることなどの点で有利な面がある。中国は金融の基盤整備が遅れているがために、最新技術と金融が結びつくことによって後発者の利益を享受し、世界最先端レベルのサービスが登場する可能性がある。
5. 一方、金融サービスを提供するインターネット企業に対して、十分な規制が出来ているわけではなく、様々な観点から適切な規制を導入することは今後の課題である。インターネット企業の金融商品・サービスについて規制を導入するにあたっては、従来の業態別組織による非効率な規制の弊害の回避、技術進歩への対応とさらなる発展可能性の阻害回避、などに留意して進めることが必要であろう。

目次

1. はじめに

2. 中国のインターネット金融の概観

- (1) 世界最大となったインターネット人口
- (2) インターネット金融の種類
- (3) 中国のインターネット金融の歩み

3. インターネット金融の急成長と問題点

- (1) 基盤となった電子商取引と第三者決済サービス
- (2) 急増した資産運用商品「余额宝」
- (3) 金融当局の態度と金融自由化への影響

4. インターネット金融拡大の影響と展望

- (1) インターネット金融が急速に発達した背景
- (2) 金融サービス利用可能性の拡大
- (3) 金融機関への影響と対応策
- (4) 今後の展望

5. 政策的課題

- (1) 規制の手当て
- (2) 規制の方法

1. はじめに

中国では2013年よりインターネットによる金融サービスの利用が急速に拡大している。わが国や欧米では既にインターネット経由での金融サービスが普及しているが、中国では、既存金融機関は新技術に対応する動きが緩やかな一方で、インターネット企業が新たなサービスを開発・提供して金融サービスのイノベーションを先導していることに特徴がある。これは、中国の金融システム改革全体を視野に入れた場合、既存金融機関ではなく、インターネット企業が金融サービスのイノベーションを先導する担い手となり得ることを示唆している。一方で、インターネット企業から金融サービスに参入してきた企業に対しては規制が不十分であるという指摘や、銀行以外の資金決済ルートが拡大すれば金融政策の実効性が弱まる懸念があるとの指摘もある。

本稿では、このように注目を集める中国のインターネット金融の全体像を概観し、急速に拡大する背景を探るとともに、今後の課題と展望について考察を試みる。

2. 中国のインターネット金融の概観

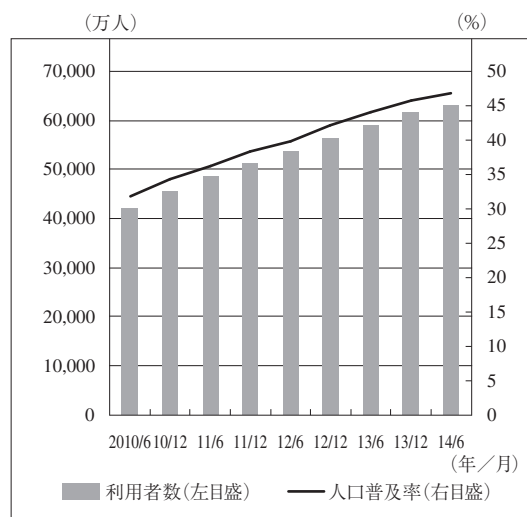
(1) 世界最大となったインターネット人口

近年、中国においてインターネットの普及が急速に進んでいる。2014年6月末のユーザー数は6億3,200万人と人口普及率で46.9%に達した。人口普及率を他国と比較してみると、2013年時点の中国（45.8%）（注1）は、日本（86.25%）や韓国（84.77%）と比べて必ずしも高いわけではない。しかし、中国のインターネット個人ユーザーは6億人を超えており、絶対数では既に世界一である（図表1）。この世界最多のインターネットユーザーを擁することが、中国でインターネットを活用したスケールメリットが働く様々なビジネスモデルが生み出される背景となっていると考えられる。

近年のインターネットユーザー数の増加の背景には、スマートフォンの普及が大きく寄与している。2014年6月時点でのスマートフォンユーザーは4億8,000万人に達したが、これは2013年2月時点から1億5,000万人も増加したことになる（注2）。中国では固定電話が普及するよりも先に携帯電話が普及したが、同様の事態が固定回線経由のインターネット利用とスマートフォン経由のインターネット利用で生じている。

このようなインターネットの急速な普及を

図表1 中国インターネット利用者数と人口普及率の推移



（資料）CINIC "Statistical Report on Internet Development in China" (July 2014)

背景として、中国では様々なビジネスモデルが開発されている。インターネットショッピングのほか、ソーシャルメディアサービスなども先進国と遜色ないサービスが提供されている。さらに、このようなインターネットサービスを提供する企業が、インターネットを通じた決済サービスや資産運用商品の販売など、金融サービスも提供するようになっていく。そして2013年は、中国においてインターネット金融の市場が急速に拡大した年と言われる。

(2) インターネット金融の類型

中国のインターネット金融の代表的なビジネスモデルの類型は、①P2Pレンディング、

②クラウドファンディング、③インターネットペイメント、④インターネットファンド(資産運用商品)、⑤インターネット保険、⑥マイクロクレジット、の6つである。以下では、それぞれについて概観しておく。

①P2Pレンディング

P2Pレンディングとは、借主に対して貸主を探し出し、これをマッチングさせる取引であり、P2Pとは「対等な者同士の」という意味で使われるpeer to peerを省略した表記である。最終的な貸借関係は借主と貸主の間であり、マッチングを行う事業者は、その仲介を行うに過ぎない。私人間の貸借と性質が変わらないため、銀行に対して課される各種の規制を受けることがない。中国の金融政策によって銀行貸出が抑制的に運用される時期に、P2Pレンディングは大きく成長した。当初、P2Pレンディングはインターネット経由ではないオフラインのビジネスとして始まった。2007年に初めて「拍拍貸」がインターネット上でP2Pのプラットフォーム(マッチングを行う場)を提供するようになった。2012年時点ではP2Pのプラットフォームの数は110に過ぎなかったが、2014年9月時点で1,438にまで達し、貸出残高は646億元(106億米ドル)、毎月11%の増加と急成長している(図表2)。もっとも、貸出金利は2014年前半で20.17%と決して低くはない。

図表2 中国の主要P2Pプラットフォーム

会社名	過去3ヵ月間の取扱高 (百万元)	営業歴(注)
Hongling Capital	3,640	5年6ヵ月
Lufax	3,158	2年8ヵ月
wzdai.com	2,475	2年7ヵ月
Xinhehui	2,029	9ヵ月
strong.com	1,416	3年11ヵ月
Weidai	1,241	3年2ヵ月
iTouzi	1,049	1年6ヵ月
Renrendai	953	3年11ヵ月
Jimubox	891	1年1ヵ月
Yooli.com	882	1年7ヵ月

(注) 営業歴は2014年11月時点。

(資料) Wangdaizhijia.com, iResearch

②クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、多くの人から資金を集め、それを企業やプロジェクトに対して投融資する仕組みである。通常、このような資金を集める呼びかけはインターネットを通じて行われる。わが国においても東日本大震災後の被災地企業の復興支援の方法として注目されており、資金調達の方法について匿名組合方式だけでなく、非公開会社における株式方式も可能にする法整備が最近なされたところである(注3)。中国のクラウドファンディングは、2011年の開始以来、30社のプラットフォーム会社が2014年9月までに設立された。主要9社のプラットフォームでは2014年9月までに、327のプロジェクトに対して2,921.5億元の資金を集めている。たとえば、Dreamore(追夢網)社は2011年9月の設立以来、1,000以上のプロジェクトを管理しており、半分以上が資金を集めることに成

功したという。世界銀行の予測によれば、クラウドファンディング市場は今後も成長が続き、2025年時点で途上国全体の市場規模は960億ドルとなり、そのなかで中国は500億ドルを占めるという（注4）。

③インターネット決済（第三者決済）

中国において、インターネット第三者決済は2004年頃に登場した。後述するように、インターネットの普及とともに電子商取引市場が拡大し、インターネット決済業務も大きく成長してきた。中国におけるインターネットを使った電子商取引においては、先進国のようにクレジットカードが決済方法として利用されることがあまりない。これは、クレジットカードの普及率が先進国に比べて低いことに加えて、たとえクレジットカードの保有者であっても、取引相手方による悪用を懸念して非対面取引ではクレジットカードの利用を躊躇する傾向が強いことによる。このような信頼が確立していない取引当事者の間に入って、エスクロウのようなサービスを提供したのが、アリババグループのアリペイ（支付宝）という第三者決済サービスである。中国の第三者決済サービスは、2013年の取扱高が5.37兆元、前年の46.8%増と急速に拡大している。アリペイには3億人（うち、1億人はモバイル経由）の登録会員がいる。2013年のアリペイのモバイルユーザーの取引は27.8億回で取引総額9,000億元である。

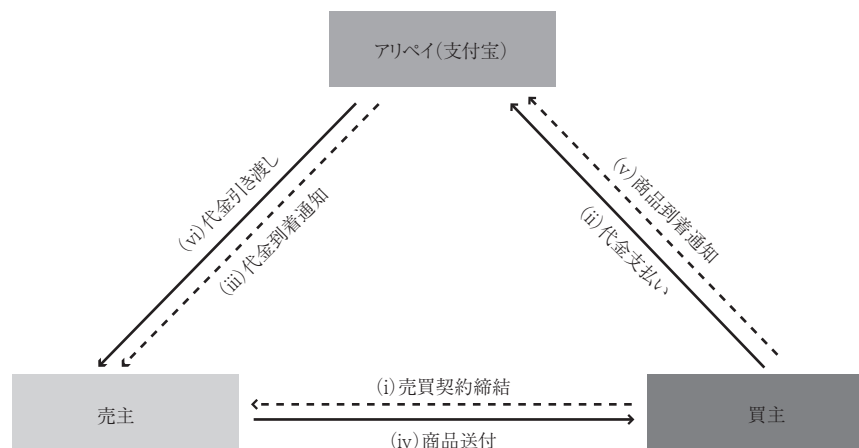
アリペイの仕組みを時間に沿って説明すると、(i) インターネットを介して売主と買主間で売買契約が成立すると、(ii) 買主が第三者決済機関であるアリペイに代金を支払う。(iii) アリペイが売主に代金の到着を通知すると、(iv) 売主は買主に商品を送付する。(v) 買主は無事商品が届いたことをアリペイに通知し（注5）、(vi) アリペイは支払いを保留していた代金を売主に引き渡す、という手順である（図表3）。このように、信頼出来る第三者決済機関が売買当事者の間に入ることによって、代金の先払いリスク、商品の先送りリスクを解消することが可能となり、信用が確立されていない売主と買主の間でも円滑に取引が行われる利点がある。

第三者決済では情報とモノ・カネが当事者間を2度回ることによって取引が完結する。これは、一見すると複雑に見えるが、現金以外はあまり信用しない中国の商習慣に適合した仕組みであると言われる（注6）。

④インターネットファンド（資産運用商品）

中国ではインターネット経由で資産運用商品の販売も行われているが、なかでも急速に成長しているのがMMF（Money Market Fund）である。MMFは通常オープンエンドで短期債によって運用され、銀行預金なみの安全性があり、利回りは預金を上回ると考えられている。2013年から中国のMMFは爆発的に増加した。それらのほとんどが、アリババグループ

図表3 アリペイの仕組み



(資料) 日本総合研究所作成

プやテンセントなどのインターネットを通じた投資商品であった。アリババグループは余额宝と呼ばれるMMFを第三者決済アリペイのユーザーに提供し、アリペイに滞留している資金を即座にMMFに移動出来る仕組みを提供した。余额宝は即時の資金移動も可能なうえに、銀行預金よりも利回りが高いことから、利便性、有利性のいずれにおいても銀行預金を上回り、人気を集めて残高が急増したのである。アリペイと余额宝のビジネスモデルについては、後で詳しく検討する。

⑤インターネット保険

中国では2013年に初めてインターネットで取引が完結するオンライン保険会社が設立された。その第1号となったのはZhong An(中安)

Online P&C Insurance Co社である。同社は上海に本店を置き、資本金は10億元、株主にはアリババグループやテンセントといった中国の巨大インターネット企業に加えて、世界第2位の規模を誇る保険会社、平安保険(Ping An Insurance (Group) Co of China Ltd.)も名を連ねている。Zhong An社は単に一般的な保険をインターネット上で販売するだけではなく、電子商取引、モバイルペイメント、インターネットファイナンスなどで独自の商品開発を行っていく方針である。

中国での保険販売チャネルは、過去10年間は代理店経由が56%、銀行が13%、インターネットは8%となっていたが、最近1年間では40%がインターネット経由、23%が代理店から、13%が銀行から購入するなど、大きな

変化が生じているようである（注7）。

⑥マイクロクレジット（少額貸金業者）

少額貸金業者は小企業や資本が不足している低収入グループの人々や零細企業を対象としている。中国では2005年に少額の貸金を行うマイクロクレジット会社の設立を認めるようになった。2008年にはその数は500以下であったが、2011年には4,000社を超え、2013年末には7,839社に達した。アリババグループは、アリババ零細小企業金融サービスという会社を設立し、オンライン決済事業とマイクロクレジットを統合して提供している。同社では年間売上高が3,000万元以下の企業が対象である。

マイクロクレジットは、信用リスク管理が容易ではない。貸出金額が少額であるため、信用調査にそれほどコストを掛けられないからである。その克服策としては、①比較的高い金利で貸し出して、ある程度の貸し倒れが生じても吸収可能とする、②同程度の金額で多数の取引を行い、大数の法則を働かせて統計的に貸倒率を予知する、などが知られており、わが国のかつての消費者金融サービスもこれらを実践していた。ところが、アリババグループは、マイクロファイナンスにおいて、ビッグデータを戦略的に活用することを明らかにしている。オンラインショッピングでの取引履歴を分析し、そこから与信判断を行うというものである。日本でも、インターネッ

ト取引の決済を担うネット専門銀行に同様の方向を模索する動きはあるが、巨大なオンラインショッピングのプラットフォームを押さえているアリババグループの活用可能なデータは、極めて有利な経営資源と考えられ、与信判断モデルの有効性が注目される。

(3) 中国のインターネット金融の歩み

ここで、中国のインターネット金融の発展経緯について簡単に振り返っておきたい。まず、1997年に招商銀行がインターネットバンキングサービス「一网通」を開始した。インターネットの民間への普及は1990年代後半からであるので、比較的早い段階での取組みと言える。2000年になると、中国工商银行、中国銀行が携帯電話にモバイルバンキングサービスを開始した。インターネットの利用が広がると、アリババグループが2003年に第三者決済サービスである「支付宝」を開始した。これは、インターネット企業による初めての金融サービスである。2007年にはP2Pレンディングのインターネット上のプラットフォームである「拍拍貸」が提供され、2009年には中国工商银行のモバイルバンキングも3G回線に対応してサービスが拡充された。2010年には、アリババグループが、インターネットにより保険販売、マイクロクレジットの提供を開始した。2011年にはクラウドファンディングの最大プラットフォームである「点名時間」が開始された。2013年には、

図表4 中国におけるインターネット金融の歩み

	既存金融サービスのインターネット化	インターネット企業による金融サービス参入
1997	招商銀行、インターネットバンキング「一网通」	
2000	中国工商银行、中国銀行がモバイルバンキングサービス開始	
2003		アリババグループ、第三者決済「支付宝」
2007	P2Pレンディング「拍拍貸」	
2009	中国工商银行、3Gモバイルバンキング	
2010		アリババグループ、マイクロクレジット、保険販売
2011		クラウドファンディング「点名時間」
2013	中国工商银行、招商銀行がSNSバンキング	アリババグループが余额宝、百度が理財平台を開始

(資料) enfodesk [2014] を基に日本総合研究所作成

中国工商银行や招商銀行がSNSサービスの「微信(weibo)」上に銀行サービスを提供した。また、アリババグループは資産運用商品である「余额宝」の提供を開始した(図表4)。

このように、中国のインターネット金融の歴史は今年で18年目になろうとしている。これらの動きは、既存金融サービスのデリバリーチャンネルのインターネット化と、インターネット企業の金融サービスへの参入の2つに大別することが出来る。先鞭をつけたのは既存銀行であるが、それらは既存サービスのデリバリーチャンネルをインターネットや携帯電話に置き換えるものにとどまった。一方、2003年のアリペイ(支付宝)は、当初はオンラインショッピングの決済方法として導入されたものであり、単独であれば、金融サービ

スとして認識されることもなかったかもしれない。しかし、その仕組みは潜在的には、様々な商品やサービスの決済ツールとなる可能性を持っていた。

インターネット人口の急速な増加を背景として、アリペイの利用者数が増加すると、2010年からアリペイと様々な金融商品やサービスが次々とリンクされるようになる。そして、2013年の余额宝の導入によって資産運用機能を備えると、急速に資金残高を増加させることになった。インターネット企業の新たな金融サービスの展開に対して、既存の金融機関もSNSバンキングサービスを開始するなど、新たな動きが出てきている(前掲図表4)。

- (注1) <http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/stat/default.aspx>
- (注2) CNNIC 「2013-2014年中国移动互联网调查研究報告」2014年8月26日
- (注3) 平成26年5月23日成立「金融商品取引法等の一部を改正する法律」など。
- (注4) World Bank [2013] pp.5
- (注5) 買主から商品受け取りの通知をしないで放置した場合、7日後、(一定の場合は14日後)に自動的に「受領済み」の状態になる。
- (注6) 日本のオンラインショッピングでも、早くから同様の仕組みが導入されているが、手数料の高さから近年まであまり利用は広がらなかった。もともと、代金は振り込んだが商品が届かないというトラブルが増加していることから、全店舗にエスクロサービスを導入するショッピングサイトが出現するなど、拡大の動きがある。
- (注7) LIMRA, 'LIMRA -Swiss Re Study of Chinese Consumers Suggests Personal Touch Valued but Online Sales Growing', December 4, 2014

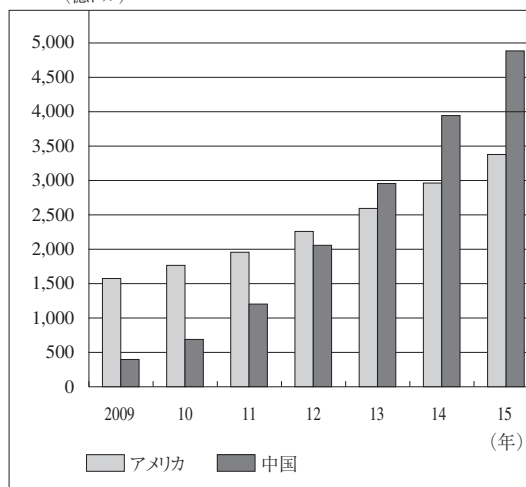
3. インターネット金融の急成長と問題点

(1) 基盤となった電子商取引と第三者決済サービス

中国の電子商取引は急速に伸びており、2009年でアメリカ市場の1,570億ドルに対して中国市場は390億ドルであったが、2013年にはアメリカ2,590億ドルに対して中国は2,980億ドルとアメリカを追い抜き、2015年にはアメリカの1.4倍にも市場が成長すると見られている（注8）。年平均の伸び率はアメリカの13.7%に対して中国は52.4%と大きな開きがある（図表5）。電子商取引ユーザー人口も同様に急拡大しており、インターネットユーザー人口における浸透率も2014年には5割を超えている（図表6）。中国全体のオンラインショッピングの総取扱高（GMV）も2014年第3四半期には6,914.1億元と、前年比49.8%も増加した。うち、B2C取引（企業の個人向け取引）は44.2%、C2C取引（個人間取引）が55.8%と、C2C取引の割合が高い（注9）。

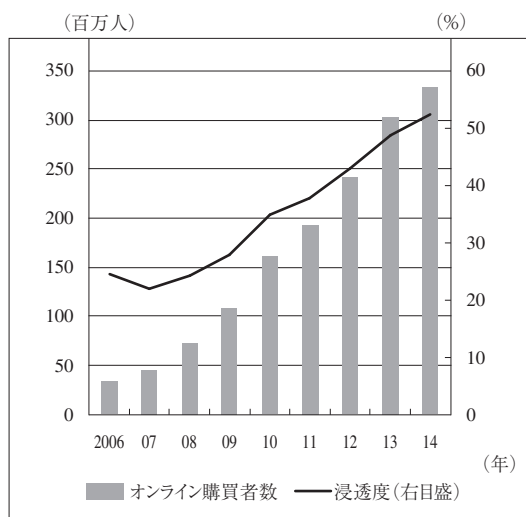
アリババの主導するオンラインショッピングサイト「タオバオ（淘宝）」は中国最大規模を誇るC2Cのプラットフォームである。タオバオの総取扱高（GMV）もインターネットの普及に歩調を合わせて、2012年に6,630億元、2013年に1兆770億元、2014年には1兆6,780億元と近年急速に増加している。彼ら

図表5 米中の電子商取引市場規模の推移
(億ドル)



(資料) Alibaba Group [2014]
(原資料) CNNIC

図表6 中国のオンラインショッピング購買者数と浸透度（対インターネット人口）



(資料) Alibaba Group [2014]
(原資料) CNNIC

は、単に先進国の電子商取引モデルに追随したり、既存の商取引を電子化したりするものではなく、ビッグデータを活用して機敏に市場を構築するなど、新たなエコシステム（生態系）によって支えられた新たな新興国向けのビジネスモデルになることを標榜している。このようななか、アリババグループの持ち株会社であるアリババグループ・ホールディングスは2014年9月にニューヨーク証券取引所において、約250億ドルという世界最大規模の上場を果たした。

アリペイ（支付宝）はインターネットショッピングサイト「タオバオ」を運営するアリババが提供する第三者決済という決済方法である。アリペイ決済口座保有会員は3億人（2010年3月）を超え、アクティブなユーザーだけでも1億9,000万人存在し（2014年10月）、中国国内の約46万ものECサイトでアリペイが利用されているという。一日の取引高は約98億元（2014年第2四半期）、年間取引件数は500万件であり、中国オンライン市場のほぼ半分がアリペイの決済によるものである。

中国ではクレジットカードの普及が進んでいないことや（注10）、あるいはクレジットカード保有者でも隔地者間取引では悪用を懸念してクレジットカードの利用を躊躇するため、他の決済方法が必要となる。そこで、先述したようなエスクロウ機能を併せ持つ第三者決済サービスであるアリペイが多用されるようになった。2013年後半から急速に銀行以

外の決済利用が増加している（図表7）。

そのようななか、アリペイは第三者決済市場のなかで、半分近くのシェアを有している（図表8）。

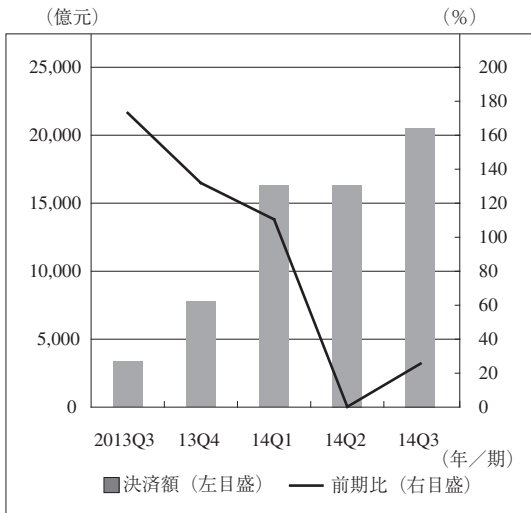
アリペイはタオバオなどアリババグループのサービスを始め、Eコマース、ゲーム、航空券購入、保険、教育、公共料金支払いなど幅広い業界で利用されている。さらに、中国国内にとどまらず、海外にもその決済ツールを提供しており、日本のオンラインショッピング企業が中国市場向けの電子商取引サイトを構築し、そこでの支払手段をアリペイとすることも可能になっている。

(2) 急増した資産運用商品「余额宝」

2013年6月、アリババグループはアリペイに接続したサービスとして資産運用商品「余额宝」の提供を始めた。余额宝は、投資単位が1元からで、即日アリペイ口座から投資、解約が可能な商品である。元本保証はされていないものの、資産の9割以上が銀行預金で運用されるため、比較的安全でかつ高利回りである。実際の資金運用は天弘基金が行っている（天弘増利宝）。いわば、中国におけるオンラインMMFであり、世界で4番目に資産規模が大きなMMFであるという。

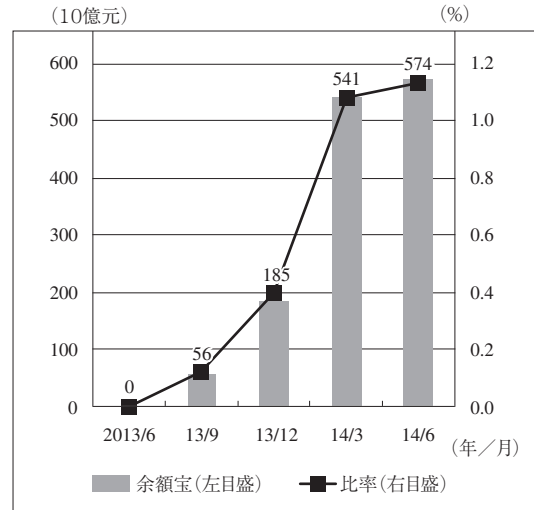
余额宝の顧客数は2014年2月末時点で8,100万人、株式取引の利用口座数は3月初めで7,700万口座に達した。3月第2週までに運用資産残高は5,000億元となった。余额宝

図表7 非金融機関による支払決済額の推移



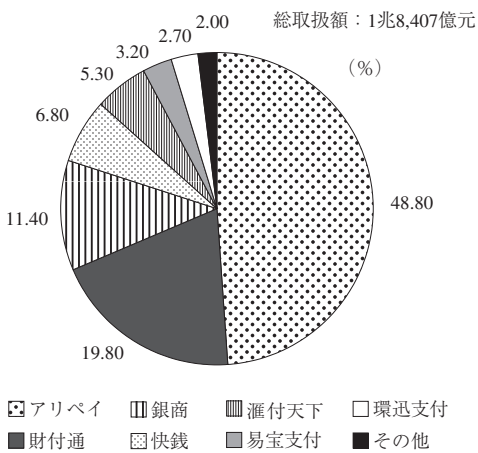
(資料) Enfodesk

図表9 余额宝の残高推移と中国(全国)個人人民元預金に対する比率



(資料) Hexun.comおよび中国人民銀行データを基に日本総合研究所作成

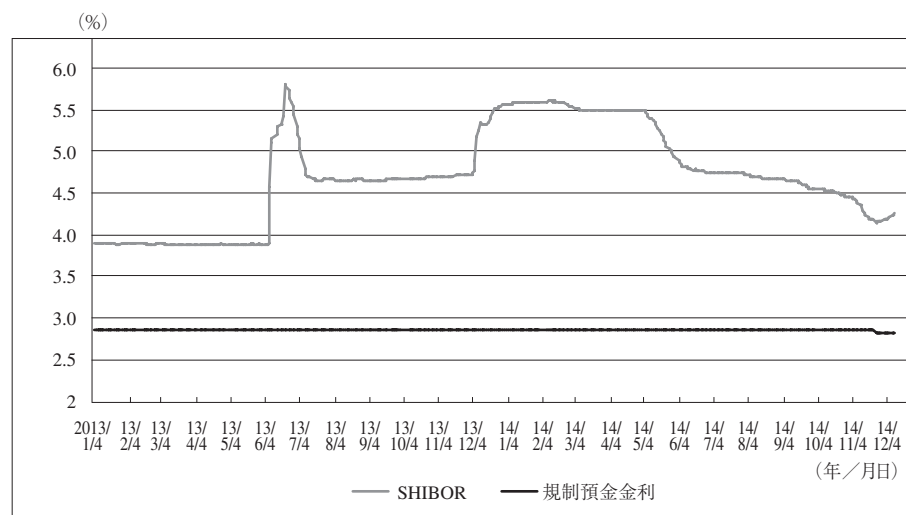
図表8 中国における第三者決済ビジネスの取り扱いシェア (2014年第2四半期)



(資料) iResearch

の資産を運用管理する天弘基金管理有限公司によれば、2014年6月末現在のユーザーは1億人を超え、資産規模は5,741億元となった。これは、日本円に換算して9兆円を超えているが、日本ではトップクラスの地銀の資産規模に匹敵する。中国全体で見れば、金融機関の個人預金は2014年6月末時点で48兆8,921億元であるため(注11)、余额宝はその1.1%にしか過ぎない(図表9)。しかしながら、1年間で1%もの預金量に匹敵する資産がインターネット経由で集められ、もし同じペースで10年間も続けば、金融システム全体で見ても決して無視出来ない存在になるだろう。資金量の小さな金融機関にとっては既に脅威となっている可能性を否定出来ないと思

図表10 中国の銀行間市場金利の推移



(注) SHIBOR (上海銀行間市場金利) は3ヵ月金利。規制金利は3ヵ月定期預金。
 (資料) SHIBOR、中国人民銀行データを基に日本総合研究所作成

われる。

余額宝の成功を受けて、他のインターネット企業も続々と同様の商品を開発し、提供を開始した。検索サイトのバイドゥ (百度) の百度理財、情報サイトであるサーチナが提供する新浪存錢缶などである。

余額宝が生まれた背景には、金融引き締めで銀行貸出が伸び悩むなか、銀行市場での流動性不足から金利が高騰していたことが指摘出来る (図表10)。中国の金利の自由化は完了しておらず、預金金利の上限について規制が残っている。銀行の預金金利は最高でも基準金利の120%までの金利しか提示することが出来ない。ところが、例外として協議預金という大口預金にはこの金利規制が適用されない。大口預金金利は銀行間市場金利に連動

し、ほぼ同程度となると言われる。余額宝は資金の92%をこの大口定期預金で運用しているという。この結果、普通預金0.35%、1年物定期預金3.3%に対し、余額宝の利回りは4%以上とそれを上回る。もっとも、余額宝の利回りは2014年1月2日には年6.763%であったものの、市場金利の低下を反映して同年7月10日時点では年4.178%にまで低下した。

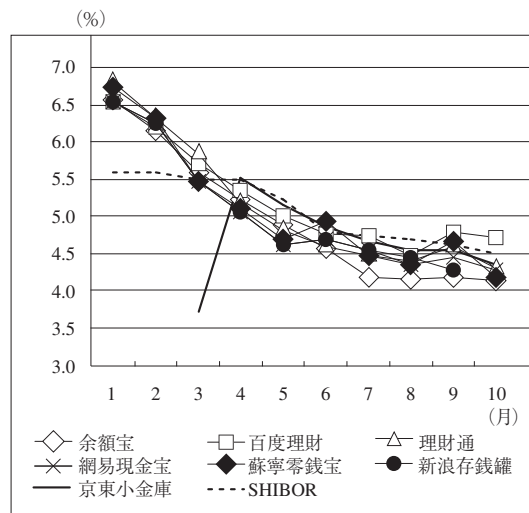
余額宝の成功要因には、投資単位が1元と極めて小さいことや、アリペイのユーザーには取引に係る手間がほとんどなく、即日の購入解約が可能で極めて利便性が高いことがある。預金金利の上限に規制が残る中国では、リスクを抑えつつ、定期預金を上回る利回りを求めるのであれば、信託商品や理财产品な

どを購入することになる。ところが、その最低投資単位は、リスクのある金融商品はそのリスクを十分理解し、かつリスクを吸収する能力がある人にしか売らないという「適合性の原則」を反映して、投資信託では1,000元、理財商品で5万元、信託商品では100万元と極めて高く、理財商品や信託商品などは、富裕層でなければ簡単に購入することが出来ない状況である。そのようななか、1元から投資可能な比較的安全な資産運用商品が登場したため、それらの高額な投資単位にまで資金をまとめることが出来なかった人々が購入したのである。一人あたりの運用資産額はさほど高額ではないものの、会員数が多いため、全体としては巨大なファンドとなった。余额宝ではインターネット取引による自動処理によって、取引コストが下がり、1元からの投資も可能となったものと考えられる。

インターネットショッピングの動きと併せてみると、当初はアリペイに滞留していた資金が余额宝に振り替えられたが、加えて既存の銀行預金から余额宝に資金を移して運用する動きも出てきたと考えられる。これに対して、既存大手銀行のなかには、余额宝への一日の送金額に上限を設けるなどの動きも現れた。

しかしながら、2014年3月になると余额宝の金利が低下したことから、資金流入の勢いは弱まった。とりわけ、余额宝は人気が先行して資金が集まり過ぎると協議預金で運用す

図表11 中国のインターネット資産運用商品の利回り推移 (2014年)



(注) SHIBORは3ヵ月金利の各月平均値。
(資料) enfodesk [2014] を基に日本総合研究所作成

る比率が高まり、勢いポートフォリオ全体の運用利回りは低下してしまう。さらに、市場金利の低下傾向が続き、余额宝の利回りは低下の動きを辿った。2014年に入ってからインターネット資産運用商品の利回りの変化を見ると (図表11)、同様の仕組みを持つ資産運用商品に比べて、余额宝は必ずしも有利ではなくなっている。このため、資産運用目的に見た場合、最近では他社の商品を選択して、余额宝への入金を見送った個人が増加したものと考えられる。とはいえ、余额宝は中国では最大のMMFとなり、預金とほぼ同様の利便性と安全性を備えているため、預金金利規制を実質的に回避する道が開かれたと言えよう。

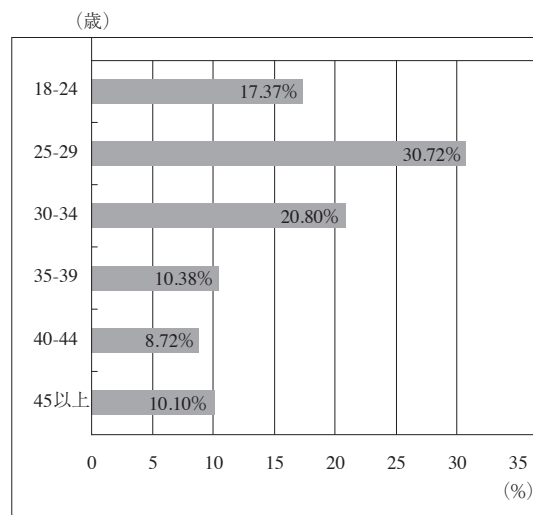
では、このような資産運用商品に投資するのはどのような人々なのか。中国におけるインターネット資産運用商品の購入者の5歳ごとの年代別分布を見ると、25歳から29歳までの区分が最も多く、30.72%を占める。すなわち、若年層を中心に多くの支持を集めている模様である（図表12）。

(3) 金融当局の態度と金融自由化への影響

アリペイや余额宝が急速に拡大することに対して、中国の金融当局は今のところ問題視する動きを見せていない。たとえば、周小川中国人民銀行総裁は、2014年3月に「余额宝」などの金融商品を取り締まることはない」と明らかにしている。一方、インターネット金融サービスの発展にともない、関連する監督管理政策を補完していく考えを示している（注12）。すなわち、このような非金融セクターからの金融サービスの参入自体は問題視せず、弊害を除去しつつ育成していこうとする姿勢を読み取ることが出来る。

余额宝のようなMMFが人気を博し、金利規制が解除され自由化された例が過去にある。アメリカである。1960年代半ば、アメリカでは景気が過熱し物価が上昇したため、連邦準備制度理事会（FRB）が金融を引き締め、市場金利が上昇した。一方で、銀行預金に関しては、要求払預金、貯蓄預金および定期預金について、1930年代から金利が規制されていた。市場金利と預金金利の差が拡大すると、

図表12 インターネット資産運用商品購入者の年代分布（2014年）



(資料) enfodesk [2014]

銀行預金が流出するようになり、銀行は市場性資金を大量に導入するようになった。銀行預金金利規制は市場の実勢を追認する形で、1973年に大口定期預金（額面10万ドル以上）に対する規制が停止された。しかし、小口預金については規制が存置された。70年代半ばまで、金融資産市場における購入資産の最低金額は比較的高めに設定されており、小口預金者は、銀行に預金するほかなかった。

このような状況のなかで、証券会社の金融商品であるMMFが登場し普及した。MMFは短期金融市場資産を運用対象とする投資信託、短期金融市場金利並みの高利回りを享受出来、換金も自由でかつ提携銀行から小切手の振り出しも可能であった。最低投資単位も

500ドルから1,000ドルと低く抑えられていたため、小口預金者の人気を集めた。ついには、銀行にも同様の商品である市場金利連動型預金（MMC）が認可され、預金の金利規制は形骸化した。

現在中国で起こっていることは、アメリカのこれらの歴史に極めて類似している。もし、中国も同じ道を辿るのであれば、既にMMFが預金より有利な資産運用手段として広く認識されているのであるから、中国の金利規制も早晚撤廃されるであろう。実際、中国人民銀行の周小川総裁が、個人的見解と断りながらも、1～2年のうちに預金金利自由化は実現出来ると言明しているし（注13）、中国人民銀行は2014年11月には基準金利の引き下げと同時に、規制の上限許容幅を基準金利の110%から120%にまで拡大し、金融機関の自由度を拡大している（図表13）。周総裁の発言は個人的見解という留保が付くものの、その後の人民銀行の金利規制緩和の動きを見ると、単なる個人的見解ではなく、組織的にも金利自由化を加速させるような動きを追認せざるを得なくなっていると考えられる。アメリカの歴史から考えてみれば、中国の預金金利自由化にはそれほど時間がかからないであろうし、余额宝などのインターネットMMFの急拡大がその動きを加速しているものと考えられる。

アメリカの事例と中国の場合とを比較してみるといくつかの違いがある。第一は、中国

図表13 中国の最近の金利規制

		2014年11月22日		2012年7月6日	
預 金		基準金利	上限 (120%)	基準金利	上限 (110%)
当座預金		0.35	0.420	0.35	0.385
定期預金					
	3 ヶ月	2.35	2.820	2.60	2.860
	6 ヶ月	2.55	3.060	2.80	3.080
	1年	2.75	3.300	3.00	3.300
	2年	3.35	4.020	3.75	4.125
	3年	4.00	4.800	4.25	4.675
	5年			4.75	5.225
融 資		基準金利	下限	基準金利	下限 (70%)
	6 ヶ月	5.60	2013年 7月撤廃	5.60	3.920
	1年			6.00	4.200
	1年～3年	6.00		6.15	4.305
	3年～5年			6.40	4.480
	5年超	6.15		6.55	4.585

（資料）日本総合研究所作成

ではクレジットカードが普及せず、アリペイなどの第三者決済が電子商取引のインフラとしてまず普及したことである。MMFの潜在的ユーザーをアリペイで2億人近く確保したうえで、資産運用商品であるMMF（余额宝）が付帯サービスとして提供され、最低投資単位も小さかったため、ユーザー数が一気に増えた。すなわち、決済機能と資産運用機能を持ち、利便性の高い金融サービスがシームレスに提供されたため、爆発的な拡大の動きにつながった。

第二に、中国のインターネットファイナンスは、フィナンシャルインクルージョン（金融包摂）という文脈でも語られることが多く、アリペイや、余额宝は、銀行に取って代わるサービスというよりは、むしろ既存銀行では手が届かなかった人々に金融サービスを提供しているとも考えられることである。スマー

トフォンで多くの取引が完結するため、手間や時間を含めた利用者の取引コストは極めて小さく、これまで銀行を利用していなかった人にも金融サービスの利用が可能となった。

いずれにせよ、余额宝などのインターネットMMFが与えた影響は大きく、既存の金融機関にもこれに対抗した動きも出ている。金融改革を進めなければならない中国政府としては、このような動きを封じ込めるのではなく、金融改革における新たな活力として活用する方向を探るものと考えられる。したがって、このようなインターネット金融の急成長は、中国の金融サービス全体のレベルを向上させ、金融改革の加速に資するものと思われる。

(注8) ベイン・アンド・カンパニーによれば、中国のオンラインショッピング市場規模は1兆7,000億元と推定され、2015年まで年率32%のペースで拡大するという。

(注9) <http://www.iresearchchina.com/views/6073.html>

(注10) 2014年6月末時点で発行された総数は、1億1,800万枚、クレジットカードは4億2,200万枚。

(注11) 中国人民銀行「2014年金融機構信貸収支統計」

(注12) 第一財經網、2014年3月5日 <http://www.yicai.com/video/2014/03/3538061.html>

(注13) 2013年3月11日、三中全会後の記者会見での発言。

4. インターネット金融拡大の影響と展望

(1) インターネット金融が急速に発達した背景

このように、中国のインターネット金融の発達には、第一に、モバイルの普及によるインターネット普及率の一段の向上に加えてイ

ンターネットを利用した電子商取引の急速な発達が背景となっていることを指摘出来る。すなわち、アリババグループが中国においてインターネットを利用した個人の電子商取引市場において、大きなシェアを占めていたところ、そこにアリペイという第三者決済の仕組みを導入した。これは、電子商取引を円滑かつ便利に行うツールとしての役割を期待されていたものである。ところが、3億人という膨大な会員を取り込むことで、一気にアリペイを決済インフラとする巨大なインターネット金融のプラットフォームが立ち上がった。日本は勿論のこと、アメリカにおいても、一つのサービスにこれだけの利用者を一気に獲得出来た例はないと思われる。

ここに成立した巨大な金融プラットフォームに、資産運用、保険、マイクロクレジットなどを接続させれば、様々なインターネット金融取引を効率的に行うことが可能となる。インターネット金融取引は、基本的に実店舗が不要であるため、通常の金融取引に比べてスケールメリットが働きやすい。したがって、このような市場においては、規模が大きいほど有利であり、オンラインショッピング（電子取引市場）において一人勝ちしていたアリババグループは、大きな先行者利益を得ることになった。アリペイの成功を受けて、 Tencentやバイドゥなども追隨して同様のビジネスモデルを展開しているものの、アリババグループの独走を止めることは出来ていない

模様である。このように、中国のインターネット金融の急速な発達の要因の一つに、立ち上げ時のユーザー数の圧倒的な多さとそれを背景としたスケールメリットを指摘することが出来るだろう。

第二に、中国のインターネット金融は先進国で見られたように、単なる効率的なデリバリーチャンネルとしてのみ発達したものではなく、銀行や証券会社といった従来のチャンネルでは提供出来なかった金融商品・サービスを提供することが可能となった、という点が重要である。すなわち、中国においては金融自由化がまだ途上であることから、預金に人為的な金利規制を残すことによって、金融抑圧（Financial Depression）が行われている。この金融抑圧によって自然な取引の動きを歪めているところに、インターネット金融で新たなルートが解放されると、そこに多くの資金が一度に流れ込んだものと解釈出来る。

具体的には、預金の金利が自由化されていないなかで、個人の預金の上限はたとえば1年間の定期預金では3.3%に抑えられている。ところが、アリペイを通じて購入されるオンラインMMFの余额宝では6%もの金利を提示出来ていた。余额宝の利回りはその後急速に低下しているものの、現在でも4%以上を確保している。そして、安全性、利便性で大きな差がなければ、消費者が有利な商品を選択することは当然の理であろう。

第三は、既存金融機関の対応である。確か

に、中国ではインターネットバンキングサービスの提供は1997年からと比較的早い時期に始まっているが、その後のサービスの進化は極めて緩慢でしかなかった。五大銀行がドミナントな地位を保持している限り、中国の金融システムの構図は大きく変化しないことも確かである。そして、顧客基盤を既に確立した銀行にしてみれば、自ら積極的に投資して新商品や新サービスを開発するインセンティブが乏しいことは当然ともいえる。外部からの競争者が参入し、安定した業界秩序が危うくなったときになって初めて危機感を覚え、対応するものであろう。したがって、既存金融機関の追随の動きが迅速ではなかったことも、インターネット企業による金融サービスが急成長した背景の一つと考えられる。

(2) 金融サービス利用可能性の拡大

インターネット金融はネット系企業の新たな参入によって、これまで既存の銀行からは十分サービスを受けられなかった人々に、金融サービス享受の可能性をもたらした。

第一に、インターネット金融は、物理的店舗がなく、既存金融機関に比べて少人数でのオペレーションが可能となるため、そのコストメリットをユーザーに還元することが出来る。すなわち、安価な手数料で様々な金融サービスの提供が可能になるため、従来より幅広い層の顧客を対象とすることが可能である。具体的には、金融機関の集積が少ない内陸部

や二級、三級都市などで大きなメリットが生じると考えられる。このような地域では、多くの人々を金融サービスにアクセス可能にする「フィナンシャルインクルージョン（金融包摂）」のツールとしても、インターネット金融が機能すると考えられる。中国の預金口座の保有率は全国的には40%程度であり、世界主要国のなかでは極めて低い比率である。

ニューノーマルという新たな経済発展段階において、内需主導の経済成長を目指していくためには、個人の金融サービスが普及し、利用が容易であることが必要である。この意味において、インターネット金融の発展は、低い銀行浸透度に代表される、これまでの個人金融サービス環境を飛躍的に改善することに資するものと考えられる。このように、インターネット金融は、既存金融機関では対応出来なかった分野や対象にサービスを提供するという意味で、既存金融機関と補完的な関係を構築することになろう。

第二に、P2P金融やクラウドファンディングを活用すれば、これまでに限界があった中小企業の資金調達に大きな前進となる可能性がある。中国においては、かつて国有企業のファイナンスを受け持っていた国有銀行が、そのまま大銀行として大きなシェアを占めていることから、銀行による民間中小企業向け貸出はあまり熱心に行われてこなかった。とりわけ、中小企業金融では情報の非対称性の克服が重要であるが、銀行による情報

生産はコストが掛かるため、大企業がメイン顧客の銀行には、中小企業金融を積極的に推進しようとするインセンティブが働かない。日本において、中小企業金融がメガバンクにおいても活発に行われているのは、大企業の銀行離れで中小企業を対象とせざるを得ないことに加えて、信用保証協会による保証システムが存在していることが大きな要因である。中国においては、日本のような包括的な信用保証制度がないため、銀行が中小企業金融を推進することには限界があった。

しかしながら、P2Pレンディングやクラウドファンディングの利用が活発になれば、これまで資金調達が困難だった中小企業にも新たな資金調達方法が利用可能となる。そして、P2Pやクラウドファンディングにおける与信履歴が蓄積されれば、当該中小企業の情報の非対称性は緩和され、既存の銀行も貸出を行う可能性が見えてくるのではないか。中国人民銀行は企業の信用情報システム「征信中心（CRC）」を構築しているが、その子会社である上海資信は、全国のP2Pの信用情報システム「上海資信ネットワーク金融征信系統」（NFCS）を構築している。これらの情報蓄積が進めば、中小企業金融の環境改善に大きな一歩となる。

もっとも、P2Pであれ、クラウドファンディングであれ、プラットフォームの提供者は取引の仲介を行うだけであるので、借り手の信用リスクを引き受けるわけではない。貸し手

が信用リスクを引き受けている。この自己責任の原則が本当に理解されているならば問題も少ないが、万一借り手が返済不能になった場合に、貸し手に損失が発生することを承知していなければ、簡単に自己責任原則として貸し手の損失に帰することは容易ではない可能性が大きい。

(3) 金融機関への影響と対応策

インターネット企業による第三者決済サービスや、資産運用商品販売の急速な拡大は、前述したように、銀行からの預金流出を招いたと言われる。もっとも、2014年1月時点に比べて、インターネットの資産運用商品と銀行の定期預金との金利差は縮小しており、当初の急増の勢いは弱まっている。このような動きを一過性のものとする向きもあるが、たとえ利回りでほとんど差がなくなったとしても、利用者の使い勝手という点でアリペイと余额宝に分があると考えられる。

中国国際金融有限公司（Chinese International Capital Corp）によって2014年2月に発行された報告書によると「オンライン・マネー・マーケット・ファンド（MMF）は3年間で全銀行預金の8%に相当する資金を管理し、銀行の純金利マージンを0.15%削減する」とされる。既存の銀行にもこれらへの対応策を打ち出してきている。

一つは、銀行も余额宝と同様のMMFを販売することである。銀行勘定からの資金流出

には違いないものの、管理資産としては引き続き顧客を囲い込める利点がある。

もう一つは、銀行が新たな形態の銀行子会社を設立し、顧客基盤を拡大する動きである。四大国有商業銀行などの大銀行は、アリペイへの送金額に対して一日の上限を設定するなどの措置に出ているが、一地方を拠点とする都市商業銀行には攻勢に出ているところもある。一つの省や市を中心的な営業地域とする都市商業銀行は、営業地域内では一定のシェアを有しているが、本来その地域を越えて営業することは少ない。営業には地域的な制限が存在するからである。ところが、このようなインターネット金融サービスの発展によって、必ずしも銀行店舗がなくても大量の資金が集められることが明らかになると、それに対抗するために無店舗型銀行を設立して、取引を地域外に拡大する動きが出てきた。

無店舗型銀行は決して新しいコンセプトではなく、アメリカや欧州では1980年代の終わりに注目されたこともある。日本においても、インターネット専業銀行などの形態で数行が現在も営業している。しかしながら、中国では新たな銀行業態として注目されている。無店舗型銀行では、すべての取引は、インターネット、電話、ATM、郵便、携帯電話などを通じて行い、支店が存在しないためオペレーティングコストの引き下げが可能となり、それによって魅力ある金融商品を提供出来る、というものである。既存の銀行のイン

ターネット取引との差異は、既存の銀行は既に口座を開設した人に、インターネット取引のサービスを提供するのに対して、無店舗型銀行は、口座を保有していない人も店舗に行かずに取引を始められることである。したがって、無店舗型銀行では、その本店（本社）所在地との距離に関係なく、どの地域の個人でも取引を始めることが可能になる。

2013年9月、北京銀行は無店舗銀行を設立したが、その後10以上の銀行が同様の動きを見せた。すべて市もしくは省レベルの都市商業銀行であるが、無店舗型銀行の多くは銀行本体の子会社として設立されている。これに対して、4大国有銀行にはそのような動きはない。無店舗型銀行では、個人や小規模企業を対象として、貸出、送金、預金、資産運用などのサービスを提供している。

このように、比較的規模の小さな銀行が無店舗型銀行を設立した背景としては、第一に、2013年6月に銀行間市場の流動性がタイトになり、高めの金利を提示しなければ流動性が確保出来なかったことがある。支店網が限られているため、無店舗銀行によって顧客ベースを拡大し、安定的な資金調達を狙いとしたのである。

第二は、前述したように、アリペイや余额宝のようなインターネット金融サービスが急速に普及し、既存の銀行からの資金の移し替えが生じたからである。銀行には預金金利規制があるため、余额宝ほどの有利な商品を提

供することが出来ない。そこで、地理的制約を克服して顧客ベースを拡大する必要に迫られたからである。

(4) 今後の展望

それでは、インターネット企業は今後、どのように金融サービスを発展させていくのであろうか。インターネットサービスは中国では、金融業と並んで外資参入規制が厳しい業種である。したがって、外資系企業が次々と中国のインターネットサービスに参入して、最先端の金融サービスを展開するという事態は考えにくい。しかしながら、インターネット企業と既存金融機関を比較してみると、リテールビジネスについてみれば、インターネット企業に有利な点がいくつかある。

第一は、在来の金融機関はレガシシステムと旧態依然とした業務処理手順を保有する一方で、インターネット企業は高い技術能力と素早い動きに優位性がある。インターネット企業は金融能力をすぐに従来機関と競争出来るくらいに高めることが可能である。レガシシステムを保有していない分、従来型の金融機関よりイノベーションを素早く実行出来る。したがって、今後もインターネット技術を利用した金融イノベーションをリードするのは先進的なインターネット企業であろう。

第二は、インターネット企業は、単なる金融取引だけではなく、ショッピングやSNSなど消費者と接する様々なサービスを本業とし

て展開しており、そこでのビッグデータを活用すれば、新次元の金融サービスの提供の可能性があるのである。実際、アリババグループはビッグデータの活用によって次世代の金融サービスの開発提供を謳っており、その実現可能性は少なくないと思われる。わが国では個人情報保護法との調整に手間取り、金融機関のビッグデータ活用はまだ本格化しているとは言えないが、わが国よりデータ量が格段に多い中国において、企業が先行して新たなビジネスモデルを開発する可能性がある。もっとも、消費者のプライバシーを保護しながら取引データをどのように利用するか規制のフレームワークを確立することは極めて重要である。

中国の金融はこれまで、欧米や日本に比べて遅れていることが指摘されることが常であるが、これに新しい技術が結び付けば、後発者の利益を享受して、基盤がない分野ほど最先端に躍り出る可能性を秘めている。その意味からも、中国の新しい金融サービスの動向に注意する必要がある。

第三は、効率性の向上で金融業のビジネスモデルが大きく変化することである。中国工商銀行の試算によれば、オンライン取引のコストは支店取引の場合の7分の1であるという。マッキンゼーの試算では、オンライン取引をすべてに取り入れれば、支店ネットワークは30%の削減、フルタイム従業員は半分の削減が可能になる。インターネット企業の台

頭によって銀行や証券の利益は縮小することになる。一方で、銀行や証券がインターネット取引の育成に成功すれば、小規模な町や取引がなかったセグメントに対してアプローチも可能になるであろう。

5. 政策的課題

最後に、インターネット金融を今後発展させていくうえで、政策的な課題を提示したい。

(1) 規制の手当て

インターネット企業が提供する金融サービスには、銀行と実質的には同じような機能を果たしているにもかかわらず、銀行ほど厳しい規制が掛けられていない部分があると言われる。たとえば、銀行は預金の準備率が定められ、その遵守が要請されるのに対して、余额宝にはそのような規制はない、といった点である。中国でのMMF購入・解約の即日化(T+0)の動きは進んでおり、2013年末時点で33のファンド会社がT+0のMMFを取り扱っているという。その多くが協議預金で運用されているとするならば、MMFの引出額が巨額であれば、銀行システムのボラティリティや流動性リスクを高める方向に作用する。このような点をどのように考えるかについて、インターネット金融商品という視点だけでなく、金融システム全体の設計問題として考えることが必要であろう。

また、P2Pレンディングは、仲介プラットフォームの法的な性格が曖昧であるため、立法手当による規制が困難であるという。時として、法的にグレーゾーンと呼ばれる部分が生じ、取引の法的安定性が阻害される可能性もある。したがって、このように法的に詰められていない部分には、立法による権利義務の明確化が必要であろう。

また、インターネット企業による金融資産が増加してくることになれば、そのリスクコントロールについても、金融機関に求められるものに準じた規制が必要になる可能性があるだろう。金融システム全体に影響を与え得るのであれば、そのリスクコントロールが必要であるし、その規制監督は各国の金融当局が行うべきだとするのが、最近の世界的な金融監督の潮流だからである。

(2) 規制の方法

中国の金融規制当局は、銀行、証券、保険と別の組織が専門的に監督する縦割りの構造である。ところが、インターネット企業の金融サービスは、一つの共通プラットフォームに、様々な金融商品・サービスをリンクさせるというビジネスモデルが多い。このような業態に対して、旧来の縦割り組織による規制監督が好ましいものであるのか再考する余地はあるだろう。新たな統一規制部署を作る必要はないかもしれないが、既存の規制官庁がインターネット金融を効果的に規制するよう

に協業しなければならないだろう。

また、インターネット業界の進化は非常に速いので、規制を最新のものに保つことも容易ではない。政策立案者や規制官庁は業界のプレイヤーと議論を続け、最新のイノベーションとそれにとまなうリスクを許容すべきである。インターネット金融は既にP2Pレンディングプラットフォームやインターネット決済口座にリンクしたMMFなどの新たなビジネスモデルを生み出している。規制官庁にはイノベーションとリスクを緩和するバランスが求められていると言えよう。

【参考文献】

1. 神宮健 [2014] 「拡大する中国P2Pのリスクとチャンス：中国金融市場」、野村総合研究所『Financial Information Technology Focus』2014年9月, pp.14-15
2. 張・林 [2014] 「金融イノベーションの中で成長するインターネット金融」野村財団、『季刊中国資本市場研究』2014 Autumn, pp.19-26
3. 呉曉求 [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」、『季刊中国資本市場研究』2014年Spring, pp.2-16
4. Alibaba Group [2014], 'The Future of E-commerce', December 3, 2014
5. enfodesk [2014], 「中国互联网金融理財市場專題報告2014」, 2014年12月
6. Lei, Yao [2014] 'Policy discussion of internet finance in China', Bank of Finland, BOFIT Policy Brief 2014, No.13
7. Mckinsey [2014] 'China's digital transformation' McKinsey Global Institute, July 2014, pp.55-65