

## 急成長する中国のコンシューマー向け インターネットファイナンス

李 立栄

### ■ 要 約 ■

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への参入が活発化しており、特にコンシューマー向けインターネットファイナンス市場が急成長している。急成長の要因としては、①中国当局の規制緩和、②インターネット人口の爆発的成長、③法規制の明確化、④金利規制に伴う裁定機会などを指摘することが可能である。
2. インターネットファイナンスの中核的なサービスとして、安全な電子商取引を図るために生まれた第三者決済がある。世界最大のeコマース企業アリババにおいて利用される第三者決済「支付宝」（アリペイ）の利用者は8億人（登録者ベース）を超え、中国のモバイル決済市場のシェア8割強を占める。
3. アリペイのプラットフォームを利用して購入できるMMF「余额宝」は、普通預金と同様の流動性を得ながら、規制金利を上回る利回りを確保することが可能としたことから、発売以来1年で開設口座が1億件を突破し、資産残高は5,742億元（約12兆円）に達した。銀行預金からインターネット事業者が提供するMMFへの資金流出が加速し、伝統的な金融機関にとって大きな脅威となりつつある。
4. インターネット上のプラットフォームを通じて融資の貸し手と借手手をマッチングさせるP2Pレンディングも急速に発達している。中小企業などの強い資金調達ニーズとより有利な運用先を求める投資家のニーズが合致したことが背景にある。
5. インターネットファイナンスの急成長に対して、中国金融当局は消費者保護、リスク管理の観点から規制監督を強化する方針だが、一方で金融自由化とイノベーション推進の役割を期待しており、今後は既存金融機関も巻き込んでインターネットファイナンスが発展していく可能性が高いと考えられる。

## I 中国のインターネットファイナンスの現状と発展の要因

### 1. 金融改革とインターネットファイナンス

中国では 2012 年末に国家指導者が交代して以来、金融の改革・発展が加速している。その金融改革プログラムの中では、①金融業の市場化試行の本格化、②伝統的な商業銀行による寡占的状态から脱却し、自由競争にもとづく多元的な銀行システムへの転換、③金融自由化の加速（金利、為替、資本取引）などが課題とされる。

金融の自由競争には、当事者の積極的な創意工夫が不可欠であるため、当局は金融サービス分野への新規参入規制を緩和することによって金融イノベーションを加速しようとしている。とりわけ、インターネット企業は、本稿で述べるような新たなリテール金融のビジネスモデルの提供によって多数のユーザーを獲得しており、その急成長ぶりが注目されている。

伝統的金融機関側も、インターネット企業による金融サービスに対抗する動きを見せているものの、中国ではレガシーシステムを抱えていない後発者の方が効率性、利益性の高いリテール金融を創りやすいとも言われている。

### 2. 発展の要因①：規制緩和

中国のインターネットファイナンス急成長の要因の第 1 は、中国当局が異業種からの金融業参入を容認しはじめ、とりわけイノベーションを促進するインターネットを活用した金融サービスの拡大を歓迎していることである。

例えば、2013 年 4 月に、国務院（日本の内閣に相当）が「インターネットファイナンスの発展と監督」を含む金融分野における 19 の重点研究課題を公表した。同年、中国人民銀行も貨幣政策報告会で、インターネットファイナンスは高度な透明性、異業種からの参入、低コストで迅速な大量データ処理などの特性を持つものとして、肯定的に評価した。

さらに、2014 年 12 月 23 日に開催された中国銀行業監督管理委員会（以下、銀監会）「2015 年中国銀行業監督管理工作会議」では、金融機関に対して、新常态での銀行経営であることを十分認識し、リスクと市場の機会に積極的に対応したうえで、銀行業の新たな発展を促進することが強調された。そこでは、インターネットファイナンスを含む 6 つの研究課題<sup>1</sup>が挙げられ、これらの研究成果は 2015 年 9 月に発表が予定されている。

このように、中国政府はインターネットを金融サービス発展の重要な要素として位置づけるとともに、異業種からの新規参入を容認して同分野でのイノベーション創出を期待していると言えよう。

<sup>1</sup> ①銀行組織構造の調整、②大型商業銀行（5 大銀行）の国際化、③商業銀行の資産管理業務、④インターネットファイナンスの発展、⑤民営銀行創設の奨励、⑥株式制商業銀行、都市商業銀行など中堅金融機関の IPO 後の経営、の 6 つの研究課題が挙げられた。

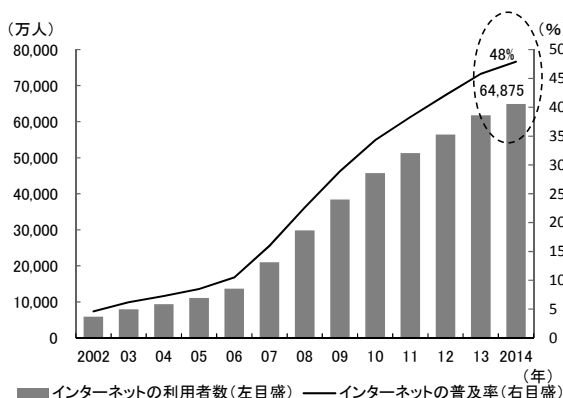
### 3. 発展の要因②：インターネット人口の爆発的成長

第2の要因は、近年、中国でインターネットが急速に普及したことである。中国のインターネット人口は2000年以降急速に拡大し、2014年12月末の利用者数は6億4,875万人（普及率48%）と世界最大であり、アメリカの2倍超、日本の約5倍に達する（図表1）。最近では、スマートフォンの普及によってモバイルインターネットの利用者が急増している。2014年12月末時点のモバイルインターネットの利用者は5億5,678万人と、インターネット利用者全体の86%を占める（図表2）。

インターネット人口の爆発的な成長に伴い、eコマース（電子商取引）も急激に普及拡大している。特に中国では、2003年のSARS（重症急性呼吸器症候群）の流行を契機に、外出を控えた消費者のインターネットショッピングが増え、B2Cの電子商取引の利用が広がった。2010年のアメリカの電子商取引の市場規模は1,690億ドルに対して中国は840億ドルであったが、2014年に中国の市場規模は4,600億ドルとアメリカの2,970億ドルを追い抜き、世界最大の電子商取引市場となった。2015年には中国の電子商取引がアメリカの約2倍まで拡大する見通しで、年平均成長率はアメリカの14.0%に対して中国は50.7%と大きなギャップがある（図表3）。

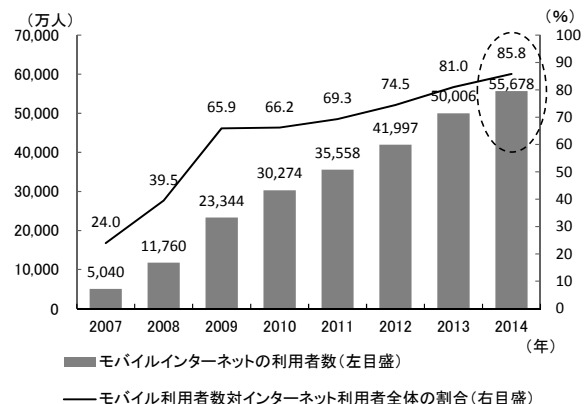
また、2000年頃から急速に高速道路や鉄道、空港など各種物流インフラの整備が進んだことや、2005年に「電子署名法」の施行など、インターネット取引におけるプライバシー・個人情報保護などに関する法整備が進んだことも、電子商取引の普及を後押しした。電子商取引の急成長は、消費者にとってインターネットサイトを通じた購買・送金を（銀行以上に）身近なものにするとともに、インターネット取引上の信用・資金回収問題を解決する「第三者決済」ニーズを顕在化させた。

図表1 中国のインターネット利用者数及び普及率の推移



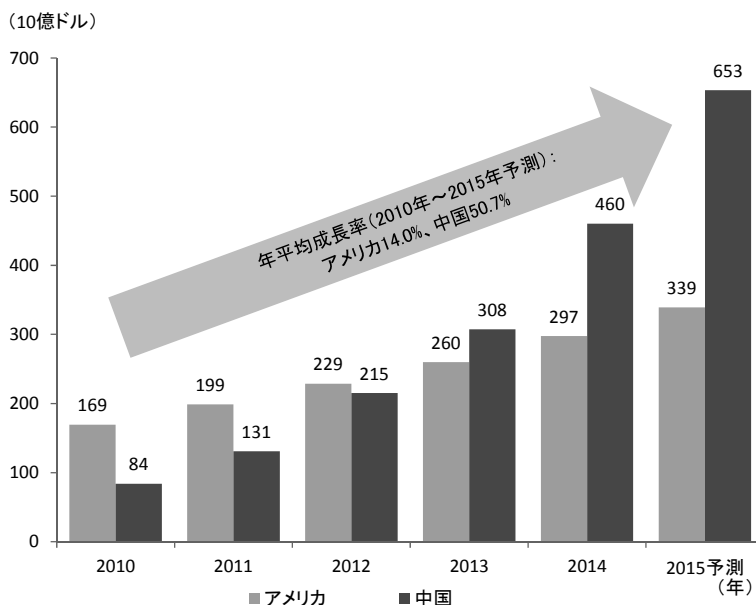
(出所) 中国インターネット情報センター (CNNIC) より野村資本市場研究所作成

図表2 中国におけるモバイルインターネットの利用者数及びインターネット利用者全体に占める割合の推移



(出所) 中国インターネット情報センター (CNNIC) より野村資本市場研究所作成

図表3 アメリカと中国の電子商取引市場規模の比較



(注) 1. 1USD=6.13RMB で算出。

2. 2015年は予測値(米商務省、CNNIC)。

(出所) 中国インターネット情報センター(CNNIC)、U.S. Department of Commerce(米商務省)より野村資本市場研究所作成

#### 4. 発展の要因③：第三者決済をめぐる規制の明確化

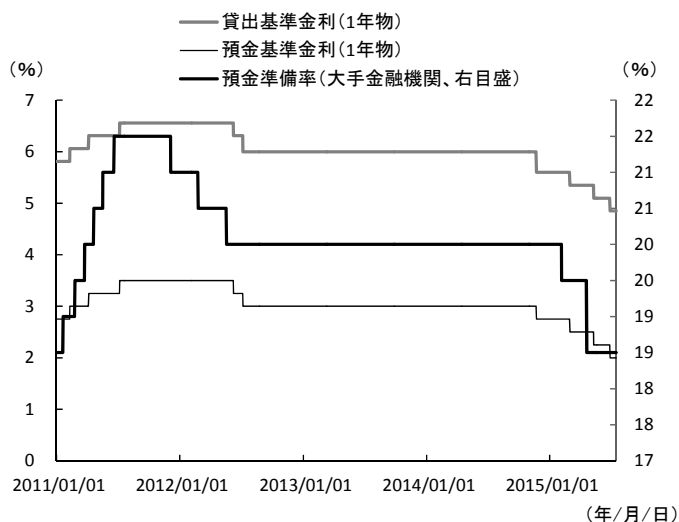
第3の要因は、金融規制における第三者決済サービスの法的な位置づけが明確にされたことである。それまでは第三者決済サービスが金融当局の規制対象であるかが不明確であったため、ユーザーにとって取引の安全性が十分確保されているとは言い難かった。2011年に中国人民銀行が第三者決済サービスのライセンス発給を開始したことで、個人が第三者決済を安心して利用することが可能になった。

具体的には、中国人民銀行は、2010年6月14日付で「非金融機関の決済サービス管理法」を公布(同年9月1日より施行)した<sup>2</sup>。この中で、銀行以外の者が第三者決済サービスを提供する場合には、同法の規定に従い、中国人民銀行から決済業務許可を取得し、その監督管理を受けなければならないと明記された。また、同法が定義する決済サービスとは、非金融機関が支払人と受取人の間に仲介機関として行う、①インターネット決済、②プリペイドカードの発行・運営管理、③銀行カードのアクワイアリング(加盟店契約業務)、④中国人民銀行が認可した他の決済サービス業務、などである。

また、同法は「決済業務許可証」の取得条件として、①申請者が中華人民共和国国内に法律に基づき設立した「有限責任公司」または「股份有限公司」であり、且つ非金融機構であること、②申請者が全国範囲の決済業務を行うには、登録資本金は最低1億人民元、省(自治区、直轄市)範囲で決済業務を行うには、登録資本金は最低3,000万人民元で、

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/flfg/2010-06/21/content\\_1632796.htm](http://www.gov.cn/flfg/2010-06/21/content_1632796.htm)

図表4 中国の金利、預金準備率の推移



- (注) 1. 中国の金利規制について、1年物の貸出基準金利は5.1%、預金金利の上限は基準金利の1.5倍(2015年5月11日から適用)。なお、貸出金利の下限は2013年7月20日に撤廃された。  
 2. 足元は2015年7月16日値。  
 (出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

登録資本金の金額は実際の払込資本とすることなどを定め、第三者決済業務への市場参入に一定のハードルを設けた。

## 5. 発展の要因④：コンシューマーファイナンスにおける裁定機会

第4の要因は、金融業務に関する規制緩和の一方で、中国政府・金融当局が国内金融市場を十分に開放せず、また人為的に金利を市場レベル以下に抑えていること(金融抑圧)である。すなわち、余剰金融資産を持つ中国国内の個人層と、なるべく安い金利で資金を調達したい事業者の間には、巨大な裁定機会が存在しているといえる(図表4)。

## II 支付宝(アリペイ)が牽引する革新的な第三者決済サービス

以上のような環境変化を背景に、検索大手のバイドゥ(百度)、インスタントメッセージ大手のテンセント(騰訊)、eコマース最大手のアリババの3社(インターネット3巨人とも呼ばれる)が、インターネットを經由した資金決済、融資仲介サービス、小口資産運用商品、個人電子金融のオンラインバンクなどの金融サービスを相次いで展開したことで、中国におけるインターネットファイナンスは爆発的に拡大したといえよう。

特に中国eコマース最大手アリババのオンライン決済サービス「支付宝(アリペイ)」、簡単・安心・確実なインターネット上の決済プラットフォームを提供したことで中国の第三者決済の急成長を牽引している。

## 1. 世界最大規模の電子商取引業者アリババ・グループ

アリババ・グループは、1999年3月に馬雲氏によって設立された中国の電子商取引企業である。同社は、2014年9月にニューヨーク証券取引所に上場し、2015年7月7日時点の時価総額は1,987億ドル（約24.4兆円）と、日本の時価総額1位のトヨタ自動車（約27.1兆円）に匹敵する規模である。

同社は当初中小企業向け電子商取引（B2B）サービスの提供から事業をスタートした。以降、オークションなどの個人消費者間（C2C）の電子商取引「淘宝」（Taobao）、企業対消費者間（B2C）の電子商取引「天猫」（Tmall）といったマーケットプレイスを提供している。2015年3月末現在の同社サイトのアクティブバイヤーは約3.5億人、2014年の同社国内電子商取引の総取扱高（Taobao+Tmall）は約2.3兆元（約46兆円）と、中国市場全体の約81.5%を占めている。アリババの総取扱高は、アメリカのアマゾンやイーベイ、日本の楽天の3社の総取扱高を合計しても及ばない規模であり、アリババは世界最大の電子商取引企業に急成長した。

同社の事業部門は主に、リテール事業とホールセール事業に大きく分けられている。リテール事業としては、個人間（C2C）電子商取引サービスを提供する淘宝网（Taobao）、B2Cサービスを提供する天猫（Tmall）、共同購入サービスを提供する聚划算（Juhuasuan）、海外のB2Cサービスを提供するAliExpressがある。ホールセール事業としては、B2Bサービスを提供する1688.com（国内）とalibaba.com（海外）を擁している。アリババはこのほか、eコマース取引におけるデータマイニング・サービス（いわゆるビッグデータ関連事業）に加え、クラウドコンピューティングサービス<sup>3</sup>の提供など、市場に適合した独自の「エコシステム」（生態系もしくは経済圏）の構築を目指している。同社の2015年1～3月期の売上高は762億元（約1兆5,240億円）、同純利益は243億元（約4,860億円）、純利益率は約31.9%を記録している。売上高の内訳をみると、国内電子商取引事業が全体の約83%、グローバル電子商取引事業が約8%、クラウドコンピューティングサービスの開発やインターネットインフラ事業が約2%、その他事業が7%となっている。

## 2. 革新的な第三者決済サービス「支付宝」（アリペイ）

中国のインターネット取引における決済手段は、銀行送金やクレジットカードよりも第三者決済が圧倒的に多い。これは、①既存の金融機関サービスの使い勝手が悪いこと、②クレジットカードの普及率が低いこと、③信用履歴などデータベースが整備されていないこと、などが理由である。このように相互の信用が確立していない取引当事者の間で生ま

<sup>3</sup> 2009年、アリババは主に中小企業向けにクラウドでのデータ処理とストレージのサービスを提供開始した。顧客は同サービスを利用することで、IT設備への投資コストを節約できるだけでなく、最新のソフトウェアを利用できるという利点をもつ。

れたサービスが第三者決済である。

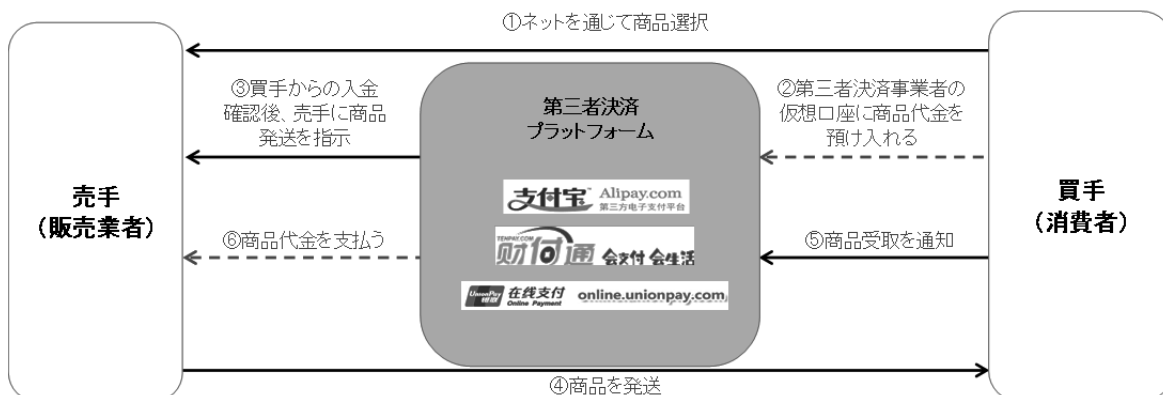
第三者決済とは、事業者がインターネットにおける買手と売手の双方に取引の信用を担保し（エスクローサービス）、決済を執行するものである（図表 5）。すなわち、第三者決済を利用することにより、オンライン取引の買い手は商品代金の決済完了前に商品を受け取ることができ、一方の売り手は代金未回収リスクを回避することが可能になる。

アリババは、2003 年 10 月に第三者決済サービス「支付宝」（アリペイ）の提供を開始した。同サービスにおいては、ユーザーがまずアリペイのサイトで決済用の口座を開設し、銀行経由で必要な決済資金を入金しておく必要がある。決済時はユーザーがインターネット決済事業者に指示を出して行う。

アリペイは、元々アリババの一部門によって運営されていたが、中国人民銀行からの第三者決済ライセンスの円滑な取得を図るため、2011 年に Small and Micro Financial Services Company (SMSF) に分離された<sup>4</sup>。もっとも、SMSF 分離に際して、アリババの筆頭株主である米ヤフーが異議を唱えたことから、2011 年 7 月にアリババが米ヤフー、ソフトバンクと新たな契約を締結した。すなわち、アリババ・グループは、アリペイに対し一定の知財ライセンスを付与するとともに、アリババ・グループが保有する各種技術やソフトウェアサービスをアリペイに提供し、その対価としてアリペイの利益の一定割合<sup>5</sup>をアリババに支払う。このような事情から、アリババ・グループとアリペイの関係には、通常のサービス取引契約に加えて利益配分契約が締結されている（図表 6）。

2014 年 10 月、SMSF 社はアント・フィナンシャル・サービス・グループ (AFSG) と社名変更し、第三者決済サービスのアリペイ、アリペイ向けの投資商品「余额宝」、信用格付、アント・マイクロ・ローン、金融クラウド事業、民営銀行の 7 つの事業を営んでいる。

図表 5 第三者決済サービスのビジネスモデル

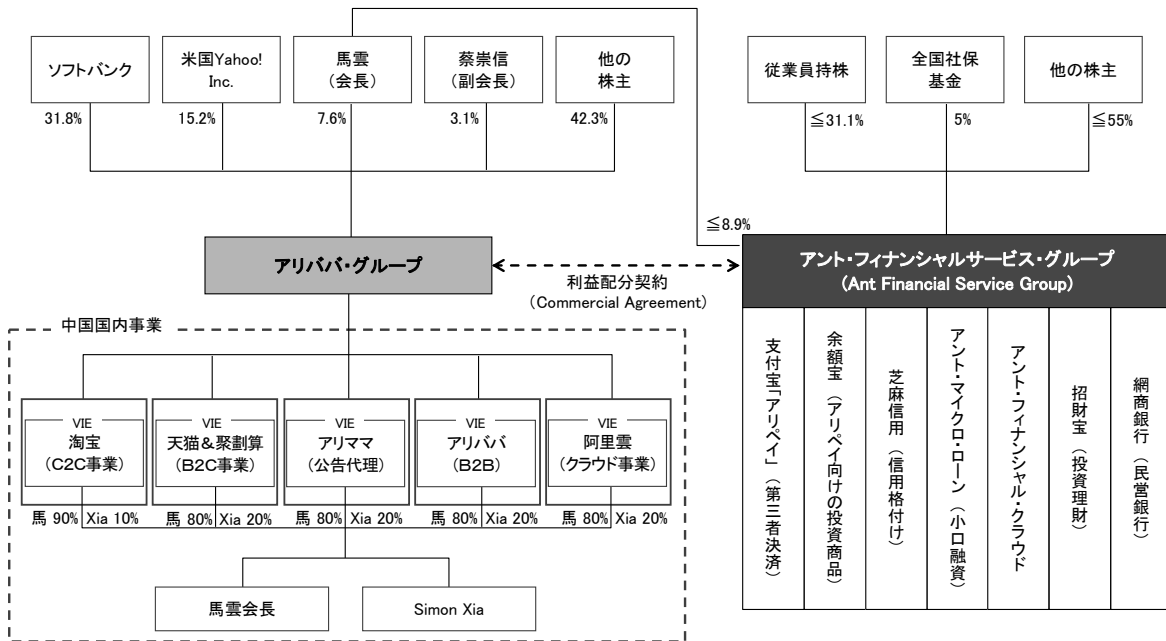


(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> アリババは 2010 年 8 月にそれまでグループ傘下にあったアリペイに、中国で新たに制定されたオンライン決済事業のライセンスを取得させるため、株式をアリババの当時の CEO であるジャック・マー氏ほか株主となっている中国企業に譲渡した。

<sup>5</sup> アリペイは、アリババ・グループに対し、ライセンス料・ソフトウェアサービス料（当初は、アリペイとその子会社の連結税引き前利益の 49.9%相当）を支払う。

図表6 アリババ・グループとアント・フィナンシャルサービス・グループの構造図



（出所）アリババのSEC上場目論見書（2014年9月15日修正版）のpp.11「Corporate History and Structure」、およびAnt Financial Service Groupの事業内容より野村資本市場研究所作成

なお、AFSGは、アリババの馬雲会長らが株式を保有しており、アリババと直接の資本関係はない。

アリペイにおいては、利用者の決済資金が銀行から前払いで入金され、これがアリペイの口座間で振り替えられるため、第三者決済サービスにおいてアリペイ自身の資金負担は基本的に発生しない。

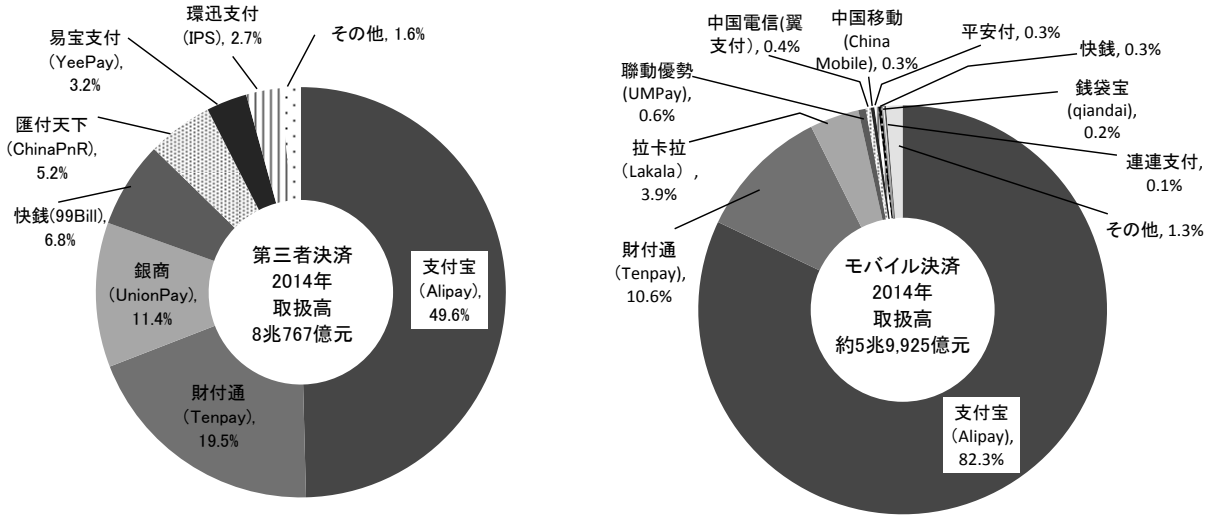
顧客から見ると、アリペイには①購入者には取引の安全確保ができるようになったこと、②生産者は確実に購入代金回収が図れること、③資金決済がインターネットで完結し手数料も低廉であること、などメリットが大きい。

実際、アリペイは、2003年10月にサービス提供開始後、利用者が爆発的に増加した。2014年9月時点の登録者数は8億人を突破し<sup>6</sup>（但し実名登録者数は3億人超）、2005年の800万人から100倍に急拡大した。また、2014年の第三者決済に占める「支付宝」（アリペイ）の市場シェアは5割近く、モバイル決済市場に限れば8割強に達している（図表7）。さらに、2013年6月、アリババがアリペイのユーザーに、年利6%前後の利回りが提供される投資商品「余额宝」を販売開始すると、僅か1年で、開設口座数が1億件を突破し、余额宝の資産運用規模は7億元超となった（余额宝については後述）。その結果、第三者決済サービスを利用した金融商品販売も急増し、2014年には、第三者決済の取扱高全体に占める「金融商品購入」の比率は約16%まで高まった（図表8）。

<sup>6</sup> 鳳凰網財經、2015年2月2日付、[http://finance.ifeng.com/a/20150202/13474524\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20150202/13474524_0.shtml)

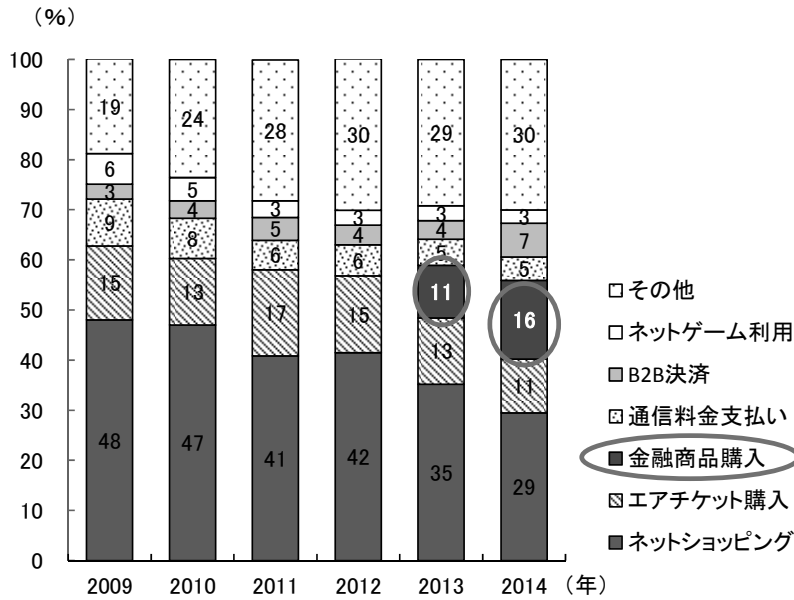


図表7 中国の第三者決済市場シェアとモバイル決済市場シェア（2014年）



(注) 1. 取扱残高ベースの市場シェア。統計対象は非銀行企業のみ。  
 2. 拉卡拉はPC大手联想 (Lenovo)傘下企業。  
 (出所) iResearch のデータより野村資本市場研究所作成

図表8 中国の第三者決済の構成内容

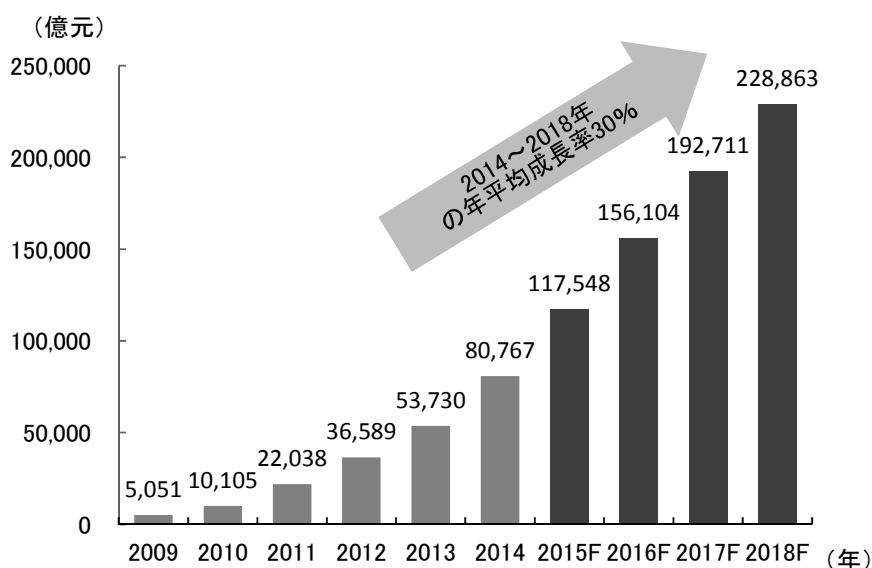


(注) 統計対象は非銀行企業のみ。  
 (出所) iResearch のデータより野村資本市場研究所作成

さらに、アリペイは 2015 年 7 月 8 日付で、スマートフォン向けのアプリを全面更新した。中国証券網の報道<sup>7</sup>によると、新しいバージョン（Ver9.0）では、ユーザーが「余额宝」を利用して株式の直接売買が可能になる。早ければ、2015 年 7 月末から正式に導入される見込みである。従来のバージョンでは、アリペイによる株式情報の検索などができず、売買することはできなかった。

このように、アリババが BtoC の電子商取引決済の大部分を押さえていることを背景に、アリペイは中国全体の第三者決済市場の成長を牽引してきた。中国の情報通信産業の専門調査会社艾瑞諮詢（iResearch）の調査によれば、2014 年の第三者決済の取扱高は 8 兆 767 億元（約 176 兆円）、2018 年には約 23 兆元（約 460 兆円）を突破し、2014 年から 2018 年までの年平均成長率は 30%と高成長を維持する見通しである（図表 9）。現在、中国の第三者決済事業者は、自社プラットフォームを活用したインターネット取引の決済にとどまらず、公共料金の支払い、クレジットカードの返済、金融商品の購入など利用可能な範囲を拡大している。具体的にはアリペイの場合、スマートフォン用のアプリであるアリペイウォレット<sup>8</sup>を提供しており、そこでは単なるモバイル決済サービスだけでなく、e チケット、価格比較サービス、クレジットカード管理、リアルタイム株価情報などの機能が提供されている。本来の決済サービスでも、オフラインで利用できる場面を拡大しており、現

図表 9 中国の第三者決済の市場規模（取扱高）



(注) 統計対象は非銀行企業のみ。

(出所) iResearch のデータより野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> 中国証券網「余额宝は 2015 年 7 月末から中国株の直接売買が可能に」、2015 年 7 月 9 日、  
[http://news.cnstock.com/news/sns\\_yw/201507/3487700.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_yw/201507/3487700.htm)

<sup>8</sup> モバイル端末向け支付宝錢包（アリペイウォレット）のアプリには、「バーコード支払」の機能が標準搭載されている。ユーザーがこの機能を利用して、アリペイにある残額をバーコードに生成することができる。生成したバーコードを、「アリペイウォレット」に対応した加盟店舗の POS 機にかざすと、電子マネーとして支払決済ができる。支払が完了すると、アリペイの口座（当座預金口座のようなもの）には、その支払額を控除した残金が即座に反映される。

在ではタクシー料金支払いやコンビニでの買い物にもアリペイを利用できる。技術的には、QRコード、音声認識、指紋認識による認証によって支払いが行われる。実際、アリペイウォレットの決済に対応した店舗は、2015年6月末時点で13万店舗を超え、コンビニや大手スーパーなどで、ユーザーが現金を持たずに商品購入できるようになっている。

### Ⅲ インターネットを通じたMMF販売によるディスインターミディエーション

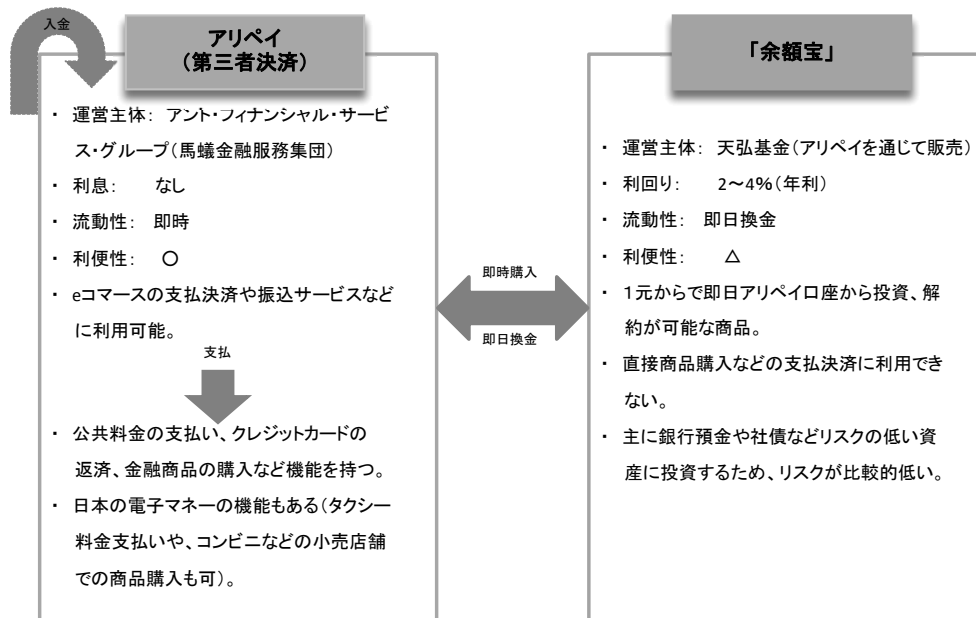
中国におけるインターネットによるファンド販売は、利用されるプラットフォームにより、2つのタイプに分けられる。一つは従来の基金運用業者が自前で構築したプラットフォームを通じて販売する方式である。つまり、従来の直販チャンネルのインターネット化である。例えば、基金管理会社大手の華夏基金が販売したマネーマーケットファンドの「財富宝」や「薪金宝」などが挙げられる。

もう一つは、ファンド会社が電子商取引業者など第三者のプラットフォーム経由でファンドを販売する方式である。この方式で販売される投資商品として、上述のアリババの第三者決済サービス「支付宝」（アリペイ）に口座を持つ顧客が、短期金融商品に投資するマネーマーケットファンド（MMF）「余额宝」が注目されている。

#### 1. 顧客に人気を集めた「余额宝」の仕組み

「余额宝」は、アリババが2013年6月、アリペイのユーザー向けに販売を開始したファンド商品である（図表10）。従来のファンドの多くはインターネット経由で申し込

図表10 余额宝の仕組み



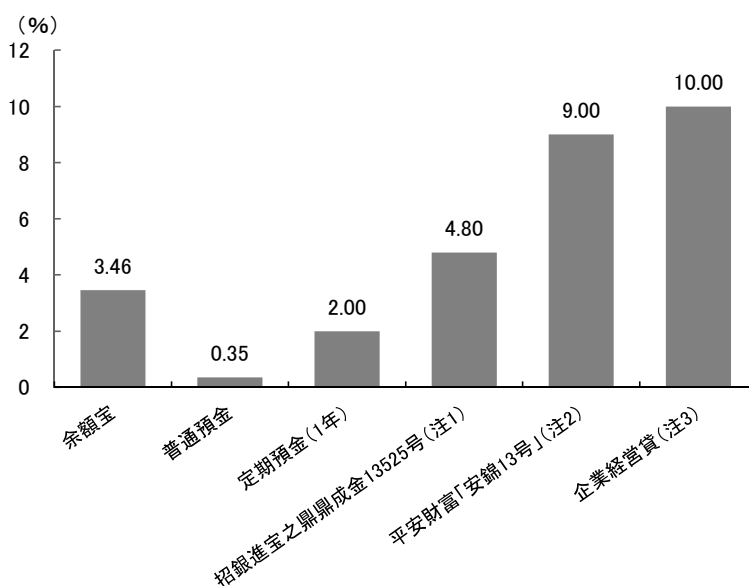
(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

みを行い、別途送金することでファンド商品を購入することが可能であった。これに対して、アリペイの利用者は、アリペイを通じて「余额宝」を購入することが可能で、ファンドの収益を得られるだけでなく、「余额宝」を資金化してリアルタイムにインターネットショッピングの決済を行ったり、振込などの決済サービスにも利用できる。

ここで「余额宝」の特徴を紹介しておこう。「余额宝」はアリペイの利用者向けに開発した投資理財商品である。アリペイの利用者は、口座残金を「余额宝」の口座に移すだけで、年 3.5%前後の利回り（2015 年 7 月 16 日時点、ちなみに同時期の銀行普通預金と定期預金（1 年）の金利はそれぞれ 0.35%と 2.0%）を得られる（図表 11）。「余额宝」には、少額（1 元）から投資でき、即日換金すればアリペイの各種決済機能もそのまま利用できるため、顧客は瞬時に決済性資金と貯蓄性資金を振り替えることができるようになった。すなわち、「余额宝」は MMF に決済機能を付けた金融商品と言える。

「余额宝」は、2013 年 6 月 13 日に販売開始してから、僅か 1 年で開設口座数が 1 億件を突破し、資産残高は 5,742 億元（約 12 兆円）に達した。2014 年 12 月時点の「余额宝」の口座開設数は 18,476 万、資産残高は 2015 年 3 月末時点で 7,117 億元（約 14 兆円）と、中国最大の資産運用ファンドである（図表 12）。なお、天弘基金の分析によれば、「余额宝」の利用者の平均年齢は 29 歳で（1980 年と 1990 年以降生まれ 35 歳以下の比率は 76%）、一人当たりの投資額は 5,030 元（約 10 万円）である<sup>9</sup>。

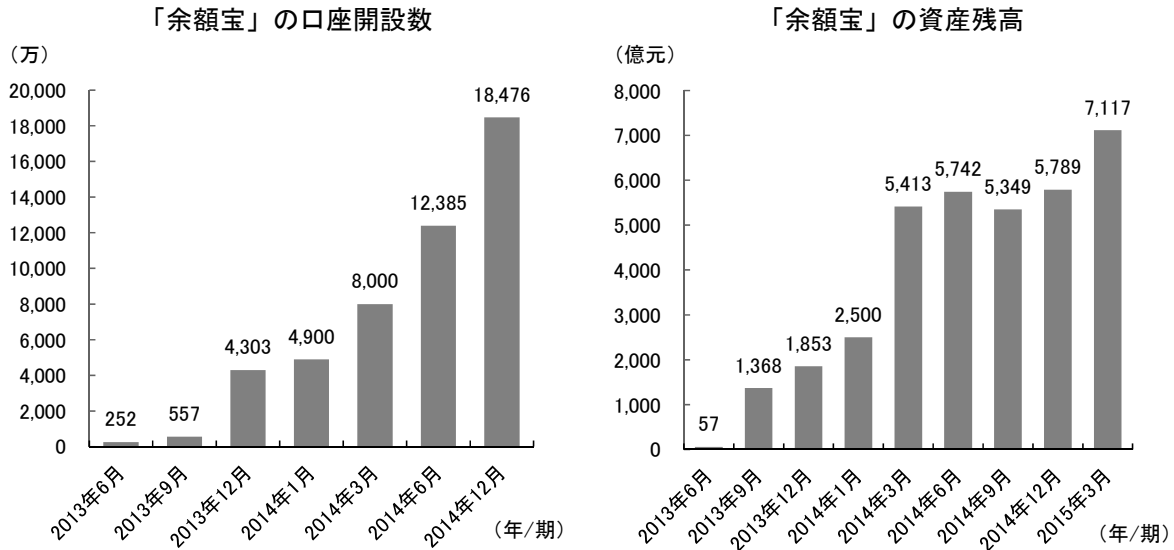
図表 11 主な金融商品の投資比率の比較（2015 年 7 月 16 日時点）



- (注) 1. 招銀進宝之鼎鼎成金 13525 号は招商銀行が販売する理財商品。投資金額は 10 万元から、投資期間は 3 ヶ月。  
 2. 保険大手中国平安が販売する不動産プロジェクトに投資する集合信託計画。投資金額は 100 万元から、投資期間は 18 ヶ月。  
 3. P2P 大手の積木盒子 (JimuBox) が提供する理財商品。投資金額は 100 元から、投資期間は 12 ヶ月。  
 (出所) 各社公開資料より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> 天弘基金「天弘基金の利用規模は約 6,000 億人民元に」、2014 年 7 月 2 日、  
<http://www.thfund.com.cn/info.dohscontentid=57435.htm>

図表 12 「余额宝」の口座開設数と資産残高の推移

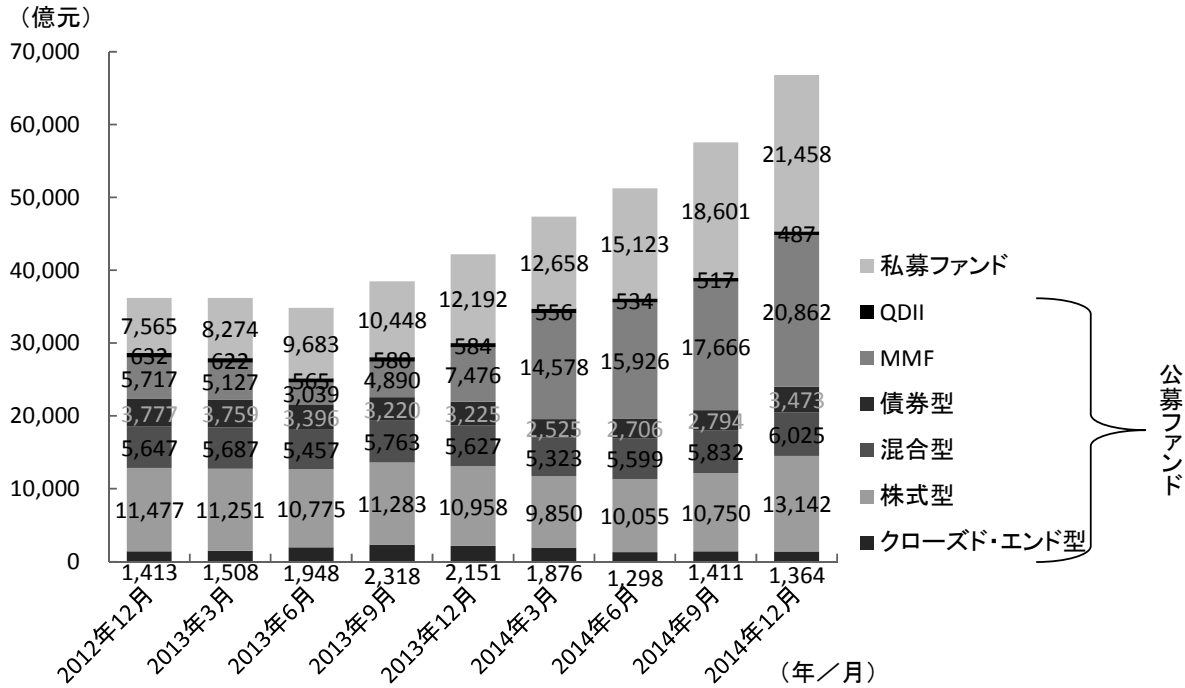


(注) 2014年第3四半期の数字は公表されていない。(出所) 天弘基金のデータより野村資本市場研究所作成  
 (出所) 天弘基金のデータより野村資本市場研究所作成

「余额宝」の資金を管理運用している天弘基金（アリババが51%株式保有）は、元々ファンド業界では無名な存在であったが、「余额宝」の急成長により資産規模で一躍中国ファンド業界の1位に躍り出た。このように、「余额宝」はこれまで誰も予想できなかった形で中国ファンド業界の勢力図を塗り替えた。

中国のMMFマーケット市場は、「余额宝」の販売開始を契機に急拡大した。2014年末時点のMMF運用資産規模は、余额宝が導入される前の2012年末比約4倍に急増した（図表13）。2014年12月末時点の「余额宝」の運用資産規模は、MMF全体の約28%を占める。アリババの「余额宝」の販売成功により、競合他社も相次ぎファンド運営会社と提携して類似のMMF（テンセントの「理財通」、百度の「百賺利滾利」、量販店大手・蘇寧の「零錢宝」等）の販売開始した（図表14）。これに伴い、2013年後半以降、銀行預金からインターネット事業者提供のMMFへの資金流出が加速し、伝統的な金融機関にとって大きな脅威となりつつある。アメリカで1970～1980年代に起きた銀行離れ（ディスインターメディアーション）と同様の動きが「余额宝」によって引き起こされたと言える。

図表 13 中国のファンドマーケット全体規模の推移



(出所) 天弘基金のデータより野村資本市場研究所作成

図表 14 中国のインターネット大手が販売する主な MMF 商品

販売事業者	提供サービス名	MMF運用主体 (提携ファンド会社)	投資対象となるMMF商品 (投資収益率)	備考
Eコマース最大手・アリババ (阿里巴巴)	余额宝	天弘基金 (アリババが51%出資)	天弘増利宝 (3.46%)	✓2013年6月より販売開始 ✓2015年3月末、資産残高は7.117億元 (約14兆円) ✓MMF資産規模では中国最大
メッセージング大手・テンセント (騰訊)	理財通	華夏基金 匯添富基金 広発基金 易方達基金	華夏基金財富宝 (3.170%) 匯添富基金全額宝 (3.549%) 広発基金天天紅 (3.830%) 易方達基金易理財 (3.534%)	✓2014年1月より販売開始
検索大手・バイドゥ (百度)	百賺利滾利	嘉實貨幣基金	嘉實活期寶貨幣 (4.445%)	✓2013年12月より販売開始
量販店大手・蘇寧 (Suning)	零錢寶	広発基金 匯添富基金	広発基金天天紅 (3.830%) 匯添富現金寶 (3.436%)	✓2014年1月より販売開始
ポータル大手・網易 (Netease)	網易理財	匯添富基金	匯添富現金寶 (3.436%)	✓2013年12月より販売開始

(注) 投資収益率は、2015年7月16日時点、過去7日間の収益率を年率に換算したもの。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 2. 「余额宝」の運用の仕組みと投資制限

基金運用業者である天弘基金管理有限公司の運用契約書<sup>10</sup>によれば、「余额宝」の投資目標はファンド資産の低リスクと高流動性を確保し、類似商品の平均運用利回りを超える投資リターンの実現を目指すとする。

<sup>10</sup> 天弘基金管理有限公司「天弘余额宝貨幣市場基金 基金合同」、2015年5月22日

「余额宝」の投資範囲は、①現金、②通知預金<sup>11</sup>、③短期融資債券、④1年以内の定期預金、大口預金、⑤償還期限が1年以内の買戻し条件付債券、⑥償還期限が1年以内の中央銀行手形、⑦償還期限が397日以内の債券、⑧償還期限が397日以内の資産担保証券、⑨償還期限が397日以内の中期手形、⑩中国証券監督管理委員会（証監会）が認可するその他の流動性が高いMMF、⑪中国法あるいは監督機関が認可するその他金融商品、となっている。

一方で、投資ポートフォリオに関しては、主として以下の制限がある。

第1に、各取引日における投資ポートフォリオの平均償還期限は120日を超えてはならない。第2に、同基金及び同基金管理人が管理する他の基金が、同一企業による発行する証券の10%以上を保有してはならない。第3に、同基金の所持する定期預金（契約に基づいた期限付き預金だが途中解約しても利息損失がない銀行預金を除く）は、基金純資産の30%を超えてはならない。第4に、同基金が基金預託業務資格のある同一商業銀行に預ける預金は、基金純資産の30%を超えてはならない。基金預託業務資格のない同一商業銀行に預ける預金は、基金純資産の5%を超えてはならない。第5に、大口償還<sup>12</sup>が生じる場合以外、各取引日における同基金のレポ取引の資金残高は、基金純資産の20%を超えてはならない。大口償還の発生によりレポ取引資金残高が基金純資産の20%を超える場合、基金管理人が取引の実施される5日間以内にポジションを調整しなければならない。

第6に、同基金が投資する短期融資債券の格付けは次の水準を下回ってはならない。①国内格付け機関の定める最上級あるいは最上級に相当する短期信用格付け<sup>13</sup>、②規定により短期融資債券の格付けが免除され、その発行人の直近3年間の信用格付けが次の条件のうち一つを備えるもの：a.国内格付け機関の定める最上級あるいは最上級に相当する長期信用格付け<sup>14</sup>、b.国際格付け機関が定める中国国債に対する格付けより一つ下にある格付けランキング。なお、同一発行人が国内と国際両方の格付けを有する場合、国内格付けを基準とする。同基金の所有する短期融資債券が格下げされ、投資基準に満たされない場合、格下げ公表されてから20日間の取引日以内に全部売却しなければならない。

その他、上記の点以外に、投資ポートフォリオ管理には、満期や同一銘柄の保有上限などで細かい制限が課せられている。

### 3. 資産運用商品「余额宝」急増の背景とそのリスク

「余额宝」の急拡大した要因としては、以下の3点が考えられる。第1は、アリペイの膨大な顧客基盤とプラットフォームを活用したことである。「余额宝」の出現前に、アリ

<sup>11</sup> 通知預金は、まとまった資金を短期間預ける場合に、普通預金よりも高い金利で運用することができる預金である。通常、預入後最低7日間は据置く必要があり、引出す際には少なくとも2日前には通知することになっている。

<sup>12</sup> 「大口」の規模について、具体的な基準は示されていない。

<sup>13</sup> 「最上級」の定義は2006年3月29日付の「中国人民銀行の信用格付管理に関する指導意見（〔2006〕95号文）」による。

<sup>14</sup> 同上。

ペイの登録者数は既に 8 億人を突破し、一日の決済取扱高は 45 億元（約 900 億円）を超えていた。取引決済にかかる資金回転周期が 5 日間と仮定すると、アリペイの口座に少なくとも 200 億元以上の資金が滞留していたことになる。こうした資金の短期で運用したいニーズをうまく捉えることにより、「余额宝」は急成長したのである。

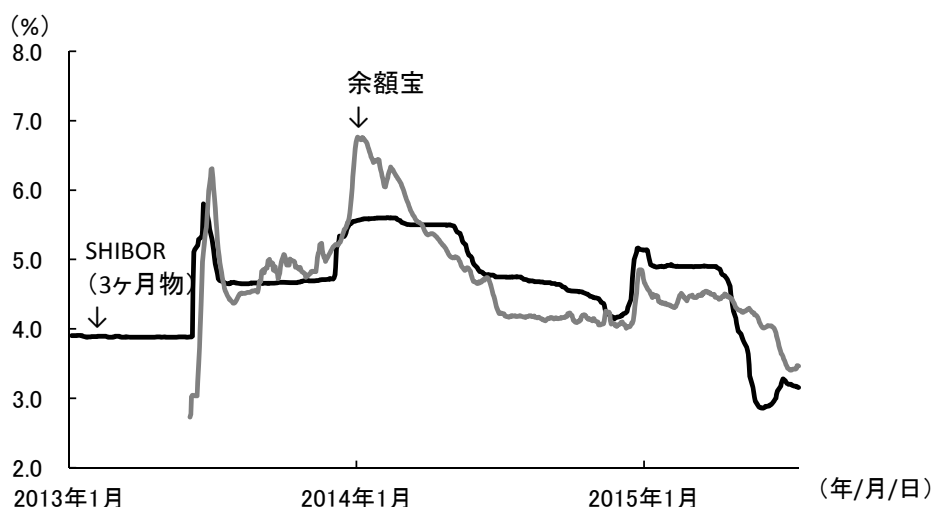
第 2 は、短期運用を目的とした小額の決済用資金を幅広く募集でき、他のプラットフォームが提供できない利便性をユーザーに提供したことも大きい。従来の MMF は、当日の売買も可能だが、換金は市場取引がすべて終了し、決済処理が完了してからでないとできなかった。これに対し、「余额宝」は、アリペイの信用仲介機能を利用してユーザーに「余额宝」の資金を使った商品購入や振替サービス提供を実現したのである。

第 3 は、高い流動性と比較的高い運用収益を同時に実現したことである。例えば、「余额宝」の競合商品として、銀行預金や銀行販売の流動性が高い理財商品などが挙げられる。銀行の普通預金は流動性が高い一方、利息は年 0.35% に過ぎず、収益性の面では「余额宝」（投資収益率約 6%）の方が大きい。また、他の理財商品は、「余额宝」より高い収益率を提供するものの、投資金額は 5 万元（約 100 万円）からとなるのが普通となっており、1 元から投資できる「余额宝」と比較してハードルが高い。こうした差別化が「余额宝」の急成長に寄与したと言えよう。

もっとも、余额宝は発売当初は大変な人気を博したものの、2014 年 1 月以降「余额宝」の投資利回り（同年 1 月平均 6.57% 超）はピークアウトし、2015 年 7 月 16 日時点では年率約 3.5% までに低下している。利回りが急低下した背景は、同ファンドの大半を市中金利（SHIBOR）に連動する大口預金で運用しているところ、最近の市場金利の低下とともに利回りが急低下したことが分かる（図表 15）。なお、過去には、2013 年 6 月と 12 月の 2 度にわたり、中国の短期金利が乱高下した際、「余额宝」の利回りも 7% 近くに上昇している。

ところで、「余额宝」は普通預金と小口定期預金の資金を大口預金に資産変換する機能を果たしているため、マクロ的に見れば、銀行システム全体の預金コストの上昇を招く可能性が指摘されている（図表 16）。

図表 15 SHIBOR と「余额宝」投資利回り（2013 年 6 月～2015 年 7 月 16 日）の推移



（出所）天弘基金のデータおよび CEIC データベースより野村資本市場研究所作成



図表 16 「余額宝」運用ファンドの資産構成 (2015年3月末)

資産構成	金額 (億円)	比率 (%)
① 銀行預金 (大口) と決済準備金	6219	87.33
② 固定投資収益	493	6.92
(内訳) 債券	488	6.85
資産担保証券	5	0.07
③ 買戻し条件付金融資産	392	5.51
④ その他	17	0.24
合計①~④	7,121	100

(注) ここでの銀行預金は銀行に預ける大口預金である。通常の小口預金とは違い、この種の預金は、銀行との協議によって自由に金利を設定できる。銀行が大口利用者を獲得するため、貸出金利より低いが、定期預金より高い金利を提供するのが一般的。

(出所) 天弘基金のデータより野村資本市場研究所作成

また、利用者から見た「余額宝」のリスク要因としては、以下の2点が挙げられる。第1は、「余額宝」は預金ではないため、運用ポートフォリオの収益性悪化によって元本割れのリスクもあり得ることである。2013年6月、「余額宝」が誕生した当時は、ちょうどインターネット市場に混乱が生じ、資金枯渇による金利の高騰が続いた時期であった。「余額宝」が高い利回りを提示できたのは、この特殊なマクロ環境下にあったからである。第2は、ポートフォリオが変化し得ることである。利回りを追求するために、預金以外のハイリスクの商品への投資割合が今後高まる可能性もある。すなわち、「余額宝」の運用手法が、高収益を実現するために、より投機的になる可能性を否定できない。

## IV 拡大する P2P レンディング

### 1. P2P レンディングの仕組み

P2P (Peer-to-peer) レンディングとは、個人と個人がインターネットを介して実現する直接貸借の仕組みを指す。P2P レンディングの事業者は、プラットフォームを通じて、貸し手と借手手をマッチングさせるのが主な役割だが、信用評価、投資アドバイス、法的手続きなどのサービスも提供している。また、一部の事業者は、資金の移転、決済、債権回収、督促などのサービスも提供している。

中国の P2P レンディングの仕組みについて、一般的な例で説明する。まず、借手が P2P レンディングの事業者提供者 (以下: P2P 事業者) に自己の信用証明や希望する借金額、金利、資金用途などの詳細情報を示して融資を申し込む。P2P 事業者は外部また自社にて信用調査を行い、借手が一定の基準を満たした場合、P2P のプラットフォームサイトに借手の情報を掲載して貸し手を募集する。貸し手が当該情報をもとに、希望する貸出金

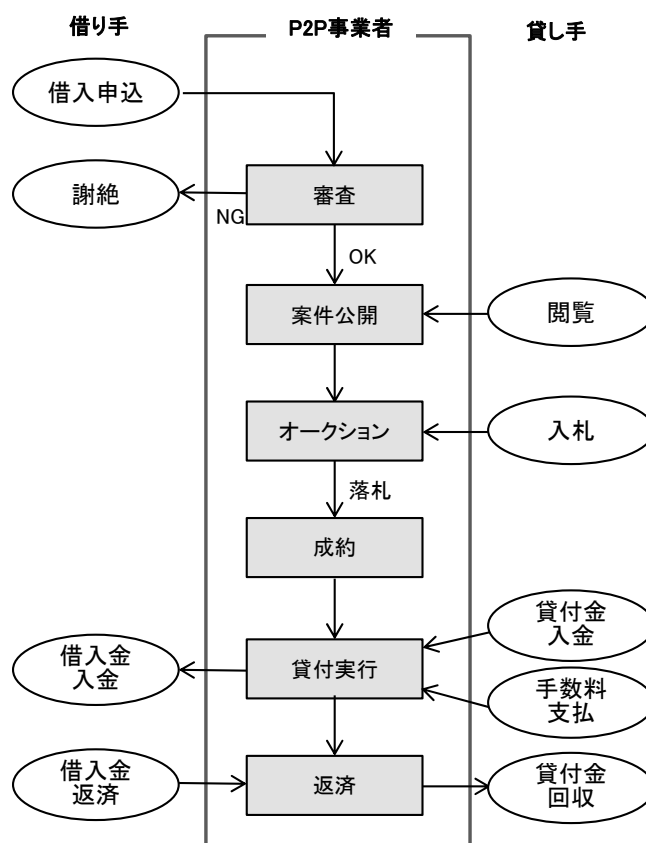
利や融資可能額を入札する。借り手と貸し手双方のニーズが合致すれば、貸借契約を締結して、融資が成立する。

このように、借り手と貸し手にとっては、金融機関を介在しないことで、お互い合意した金利で貸し借りができるメリットがある一方、P2P事業者は一般的に貸倒れなどの損失を負う義務がないため、デフォルトが発生した場合、貸し手が元本・利息を回収できないリスクがある。この点は銀行預金の預金者と異なる。

中国のP2Pレンディングの業務フローについては、図表17の通りである。借り手と貸し手の双方が、まずP2P貸借サービスを提供するプラットフォーム上でアカウント登録と口座開設を実施する必要がある。次に、借り手はプラットフォームの運営事業者に身分証明や資金用途、金額、許容できる利率のレンジ、返済方法及び返済期間等の情報を提示し、審査を受ける。審査が通れば、それに関わる情報は、プラットフォーム上で即時に掲載できる。一方、投資家は、プラットフォーム上で公開された借り手関連情報に基づき、自ら借り手を選別し、貸出金額を決めることができる。

P2Pレンディングにおける取引を成立させるためには、通常「オークション」方式が採用される。すなわち、一人の借り手が必要とする資金は、複数の貸し手によって提供され、募集資金が目標に達した時、当該貸借情報はプラットフォームから取り下げられる。一つ

図表 17 中国の P2P レンディングの業務フロー



(出所) 野村資本市場研究所作成

の取引にかかる時間は、平均して5日間前後となる。その後、貸し手と借り手が直接契約を交わし、一対一で双方の身分証明や与信情報を確認する。規定された掲載期間内に募集資金の目標に到達できなかった場合、借り手は、当該資金計画は白紙に戻さなければならないのが通常である。

一方、P2P レンディングの貸出金利の決定方式は主に下記の三つである。一つ目は、P2P プラットフォームの運営事業者が貸出金利のレンジを設定し、貸し手はそのレンジ内で自由に貸出金利を決める方式である。この方式を採用する P2P 事業者には、「人人貸」、「拍拍貸」などがある。二つ目は、プラットフォームの運営事業者が、借り手の信用格付けに応じて貸出金利を設定するもの。格付けの高い借り手は、比較的低い貸出金利を享受できる一方、格付けの低い借り手は比較的高い金利を支払わねばならない。この方式を採る P2P 事業者の代表例は、「合力貸」である。三つ目は、借り手が金利のレンジを提示し、複数の貸し手に対して競争入札を実施する。一番低い貸出金利で応札した貸し手が契約の権利を獲得し、借り手と貸借契約を締結する。

中国の P2P レンディング市場の主な借り手は、中小企業の経営者と比較的所得の高い個人（公務員、国有や民間企業の管理者、技術者、医者、弁護士、外資従業員など）などである。中国の情報通信産業の専門調査会社艾瑞諮詢（iResearch）によれば、資金使途は様々だが、一回の借入額は平均的に10万元（約200万円）となっている模様である。借入の期間は通常6か月以内、貸出金利平均で年率17.86%前後となっている（2014年平均）。また、P2P 事業者の主な収入は、融資成立によって得られる仲介手数料である。P2P 事業者によっては、貸し手（出資者）から出資額に応じて、一定料率（1.5~2%）の事業運営費を取るケースもある。

## 2. 代表的な P2P レンディングの事例

### 1) オンラインモデルの「拍拍貸」

2007年6月には、「拍拍貸」という会社がインターネット上の P2P レンディングのビジネスモデルを開発した。

2015年3月末時点の「拍拍貸」の利用者は600万人を超えている。2015年1~3月期、同社のプラットフォーム上で成立した貸借取引は91,977件（前期比267%の増加）、同取引高は4億8,153元（約96億円、前期比274%の増加）と、取引件数・取引高ともに過去最高を更新した。

「拍拍貸」モデルの特徴は、オンライン審査による無担保貸出にある。同社は、2014年7月に独自のリスク評価システム「魔鏡」を開発し、それまで蓄積したユーザーの行動情報、ネットワーク上のブラックリスト、SNSの関連データなどをもとに、取引ごとにリスクの格付けを行い、返済の滞納率を予測している。同システムでは、借り手のリスクをAからFまで6段階に分け、リスクの一番低いAランクを滞納率0.5%以下、リスクの一番高いFは滞納率8%以上と想定している。

「拍拍貸」は、基本的に借り手と貸し手の仲介情報のみを提供し、貸し手に対して一切の担保を提供しない。仮に、デフォルトが発生した場合でも、「拍拍貸」は、借り手に対して一切の保証責任を負わない。貸出金利の決定は、オークション方式を採用している。借り手が受容できる利息のレンジを示し、貸し手がオークションを通じて入札を行う。一番低い貸出金利を示した出資者が出資の権利を獲得する。資金需給や利息は、市場によって決定される。

「拍拍貸」の主な収入源は、借り手からのサービス利用料となる。同社は、借り手に対して、初回の取引が成立した場合、元金から 4% の手数料を取得している。同じ借り手による 2 回目以降となる取引は、元金から 2%（借入期間は 6 か月間以内）もしくは 4%（借入期間は 6 か月以上）の手数料を取っている。

## 2) オフライン（対面審査）の「合力貸」

一方、オフラインによる貸出モデルも存在する。「合力貸」を代表例とするこのモデルでは、インターネットで貸借のマッチングのみを提供し、具体的な手続き、プロセスはすべて P2P 事業者と顧客の対面取引で実施される。貸し手（投資家）は同プラットフォームを通じて手元にある余剰資金を中小企業経営者、大学生、サラリーマン層や貧困農家などの借り手に提供し、一定の利息を獲得する。

オフラインの信用審査は各社の信用格付のデータベースに基づき、P2P 事業者の全国各地域の支店で借り手と対面審査を行う。中国では企業の信用データベースを整備していないため、零細・中小企業向けの融資が対面審査や事業主の経営状況の現地視察などを通じて信用情報を入手する。

## 3) 世界最大の P2P 事業者「宜信」のオンラインとオフラインの結合モデル

「宜信」は、2006 年に北京で設立された大手 P2P 事業者である。2015 年 6 月末現在、中国国内 182 の都市（香港を含む）と 62 の農村で事業を展開している。同社の業務は、単なる融資マッチングプラットフォームの運営にとどまらず、ウェルスマネジメント、信用リスクの評価と管理、信用データベースの提供、小額貸付、中小・零細企業向けの融資コンサルティング、農業融資なども行っている。

「宜信」の 2014 年末の貸付金残高は 500 億元以上（1 兆円超）<sup>15</sup>と、P2P 事業者として中国最大であるばかりか、アメリカの Lending Club の同 76 億ドル（約 9,400 億円）<sup>16</sup>を超え、世界最大である。

「宜信」モデルの最大の特徴は、P2P レンディングにおいてオンラインとオフラインを融合していることである。同社の P2P プラットフォームは、基本的に資金の需給に関する取引情報を提供するためのプロモーション用チャンネルに過ぎない。実際の

<sup>15</sup> 鳳凰網財經「P2P 宜信將拆分“宜人貸”先行上市」、2015 年 04 月 08 日、[http://finance.ifeng.com/a/20150408/13614694\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20150408/13614694_0.shtml)

<sup>16</sup> Lending Club Statistics、<https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>

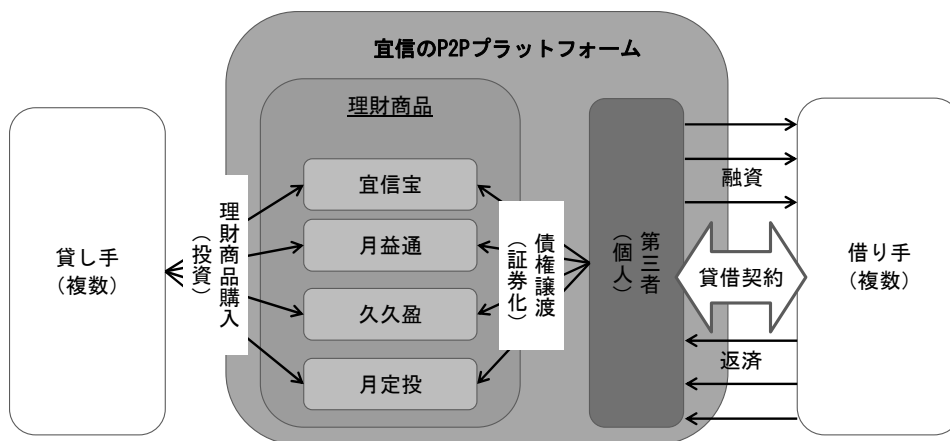
与信審査や貸出業務は、主に同社が全国に展開している営業拠点での対面取引を通じて行われている。例えば、「宜信普惠」は、オフライン（対面審査）による借り手の与信審査や格付けなどを行っている。

「宜信」のビジネスモデルは、多対多の債権譲渡型モデルとも言われている。中国では企業による直接貸付が認められていないため、「宜信」の P2P プラットフォームではまず第三者（個人）<sup>17</sup>が契約当事者として不特定多数の借り手と貸借契約を締結し、融資を提供する。そして、満期や格付けが異なる第三者から債権譲渡を受けて様々な理財商品に証券化し、不特定多数の貸し手（投資家）に販売している（図表 18）。

すなわち、ビジネスモデルにおいて、貸借契約は借り手と貸し手の当事者間で締結するのではなく、「宜信」が中間に入った三者間契約の形態をとる、つまり、借り手にとっては、「宜信」は債権譲渡後に債権者、貸し手にとっては債務者という位置づけである。契約主体である「宜信」は、貸し手に対して元金や利息を保証する一方、借り手に対して債権回収する義務を負っている。

貸出金利に関しては、「宜信」は通常のオークション方式を採用せず、借り手の信用度に応じて、独自の信用システムを使って金利を取り決めている。貸し手が資金拠出する意思がある場合、「宜信」は貸し手に代わって借り手を選別し、出資案件を発掘していく。「宜信」のプラットフォームは、借り手の支払利息と貸し手の受取利息の差額相当分が手数料として収益になる。このように、「宜信」はこうしたグループ会社のリソースを活用しながら、オンラインとオフラインを融合した P2P 貸借サービスを提供している。

図表 18 中国の P2P レンディング（多対多の債権譲渡型モデル）



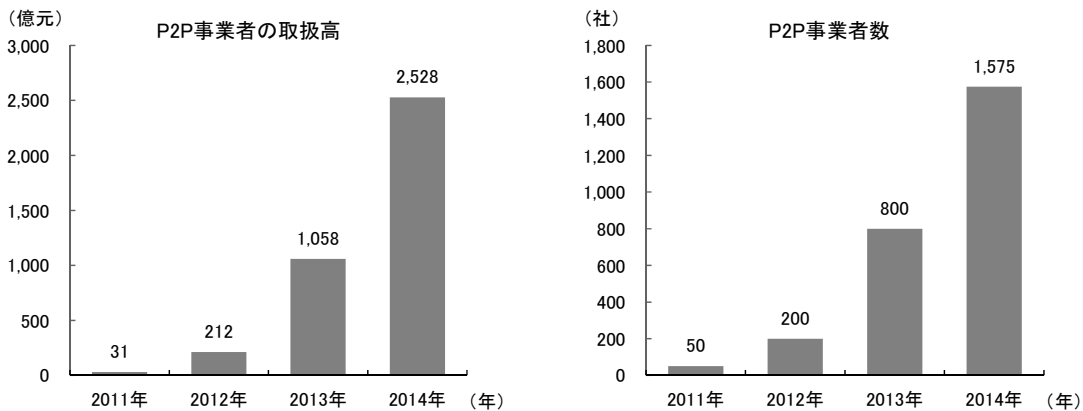
(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> この第三者（個人）は、通常「宜信」の役職員によって構成される。例えば、「宜信」の創業者唐宁もしくは「宜信」関連会社の役員である。

### 3. 拡大する P2P レンディングと監督管理上の課題

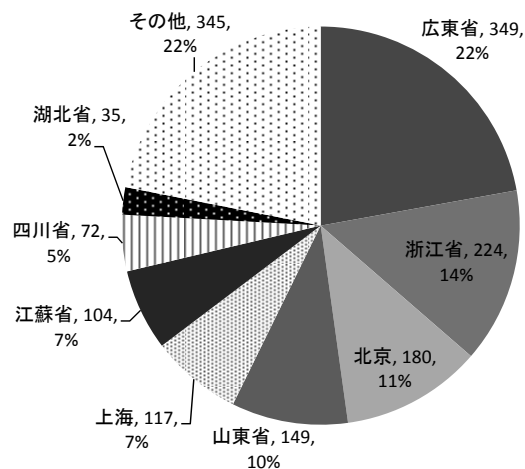
中国の P2P 事業者の取扱高は、2011 年末には 31 億元（約 620 億円）に過ぎなかったが、2014 年末に 2,528 億元（約 5 兆 560 億円）まで急拡大しており、中小企業や個人から強い資金ニーズがあることが伺える。一方で、2014 年末現在、P2P レンディングの事業提供者は約 1,575 社である（図表 19）。2012～2014 年の 2 年間、年平均 600 社以上が市場に参入した結果、過当競争により収益が悪化する企業が続出している。地域別の P2P レンディング事業者の分布をみると、沿海部の大都市を中心にビジネスを展開している。2014 年末時点では、広東省が最も多く 22% を占め、その他、浙江省（14%）、北京市（11%）、山東省（10%）に集中している（図表 20）。内陸部における P2P レンディングのビジネスはまだ初期段階である。

図表 19 中国の P2P 事業者の取扱高と事業者数（2014 年末）



（出所）「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

図表 20 地域別の P2P レンディング事業者の分布状況（2014 年末）



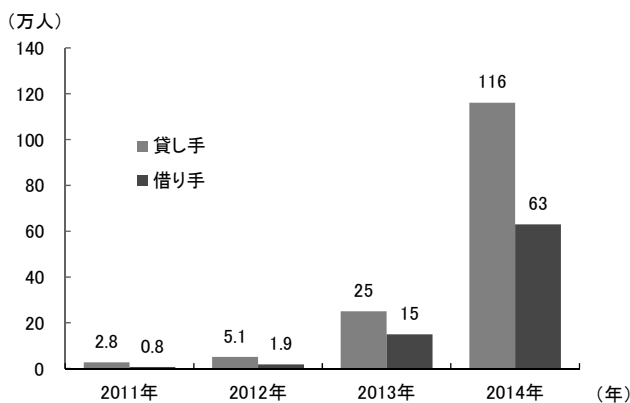
（出所）「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

一方、投資家数をみると、2014 年末時点で、P2P レンディングの個人投資家（貸し手）数は約 116 万人を記録した（図表 21）。2013 年末の 25 万人から一年で 4 倍強まで急増した。貸出金利は、年率 30%以下が全体の約 80%を占め、業界平均の貸出金利は 20%前後で推移している（図表 22）。2014 年末の P2P レンディングの貸出残高は 1,036 億元（約 2.1 兆円）と、前年の約 4 倍まで拡大した（図表 23）。貸出期間については、6 ヶ月以内のものは全体の約 9 割を占めており、資金が比較的短期間で運用されている（図表 24）。

P2P レンディングの増加に対して、2011 年 8 月 23 日に銀監会は「個人間融資のリスクの注意喚起に関する通知」を発表した。そこでは、銀行から得た資金が P2P レンディングを通じて民間貸借などに流用される可能性があり、民間貸借のリスクが銀行システムに波及する可能性について懸念している模様である。また、2014 年 9 月に深圳で開催された討論会では、中国銀行業監督管理委員会が、「P2P 業界への監督管理の 10 大方針」を発表して規制監督を強める姿勢を見せている。

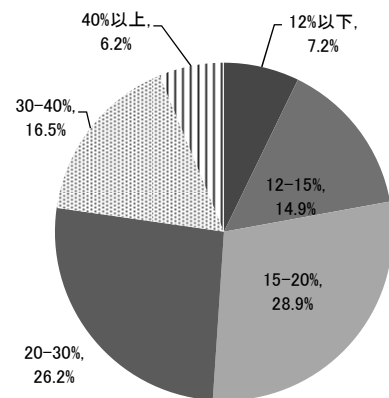
具体的には、①P2P レンディング事業者による投資家資金の所持あるいは資金プールの構築を禁じる、②借り手と貸し手（投資家）双方に実名登録を義務付ける、③P2P レンディング事業者は業務範囲を明確にしなければならない、④P2P レンディングへの参入障壁を設ける、⑤第三者による投資家出資金の預託管理を義務付ける、⑥P2P レンディングは投資家への担保提供、元本やリターンの保証を禁止する、⑦P2P レンディングの持続的発展を推進し、P2P 事業者が高利回り融資プロジェクトをむやみに追求することを抑制する、⑧P2P 事業者による情報開示を徹底化させる、⑨P2P レンディングにおけるルールの制定並びに順守を推進し、業界の自律性を促進する、⑩P2P レンディングは、個人や零細企業の発展を支援し、融資小額化の原則を堅持しなければならない、の 10 大方針である。

図表 21 中国の P2P レンディングの貸し手（投資家）と借り手の推移（2014 年末）



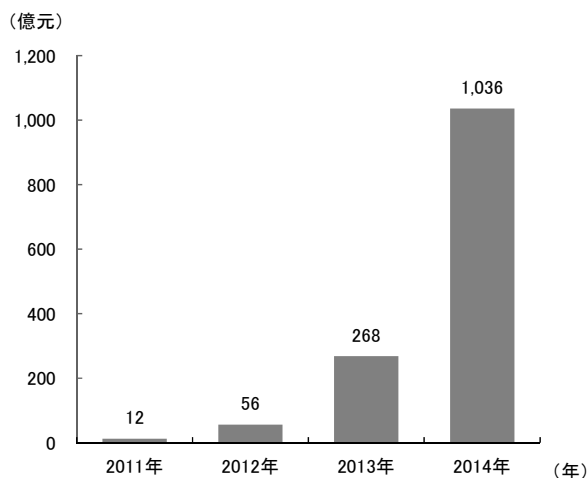
(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

図表 22 中国の P2P レンディングの貸出金利の分布（2014 年末）



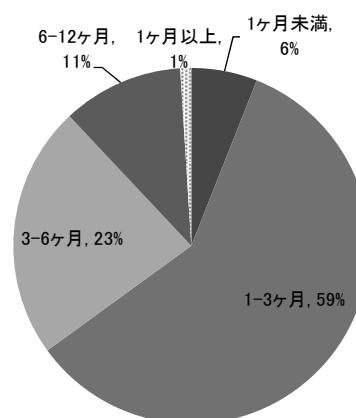
(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

図表 23 中国の P2P レンディングの貸出残高 (2014 年末)



(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

図表 24 中国の P2P レンディングの貸出期間の分布 (2014 年末)



(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

## V 中国の消費者向けインターネットファイナンスの発展の意義

中国で消費者向けインターネットファイナンスが発展することの意義について考えてみると、以下の3点が指摘できよう。

第1は、さまざまな業種からの参入によって、取引コストの低下、金融サービスの向上に寄与していると思われることである。インターネットファイナンスは、電子商取引、第三者決済、ソーシャルネットワークなどによって形成された膨大なデータベースやデータ解析技術を活用することで、マーケティングコストや信用管理コストを著しく低下させた。また、インターネットファイナンス事業者は通常、実店舗を数多く設立する必要もなければ、従業員を大量に抱え込む必要もないため、企業運営コストを大幅に下げることができる。

こうしたコスト構造の変化によって、異業種による金融業への新規参入が可能となり、これまでない新たな金融サービスが提供されることで、従来の金融ビジネスモデルが変化を迫られるという効果がある。例えば、従来の金融機関においても、コスト競争上、ビッグデータやクラウドコンピューティングの技術の活用が不可欠となり、一方で多様化した顧客ニーズや信用状況のタイムリーな把握が可能となることで、金融機関の商品・サービスレベルの向上が期待される。

第2は、インターネットの活用による情報処理コストの急激な低下を受けて、従来金融サービスに手が届かない人々も金融を利用できるようになったことである。とりわけ、中小企業等に対する融資の分野においては、インターネットファイナンスの優位性が高く、従来の銀行等ではカバーしきれない部分を補っている。

第3は、銀行以外に新たな決済サービスが提供されたことである。第三者決済などにおける資金決済のファイナリティ (settlement finality、決済完了性) は銀行預金と同一ではないとしても、個人から見た実用性にはほとんど問題が生じない状況となっている。また、



第三者決済と MMF の融合によって誕生した「余额宝」などは、中国の金融商品における従来の境界線を超え、金融商品でありながら決済機能も備えるようになったと言える。

## VI 規制監督上の課題と方向性

このように、コンシューマー向けインターネットファイナンスは、金融自由化と金融イノベーションのエンジンとなり得ることから、中国政府としては、規制強化によってこれらの動きを止めるのではなく、むしろ新規参入者の活力を促進する政策を維持する可能性が高い。金利の自由化などを視野に入れば、中国のインターネットファイナンスは、既存金融機関も巻き込んで、今後も金融サービス業を活性化することが期待されよう。

その一方で、第三者決済サービス業者はそのプラットフォーム上で様々な金融商品を提供することが可能となるなかで、銀行には従来同様の厳しい規制が課されるという競争上の不公平性については、今後、問題となってくる可能性がある。

また、インターネットファイナンス市場に対する規制監督の不備による問題点が顕在化しつつある。具体的には、新規参入の許可の基準の明確化、顧客資金の分別管理、企業内部統制の不備等である。

こうした状況を受けて、2015年7月18日には、中国人民銀行の主導により、財政部、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）、中国証券監督管理委員会（証監会）、中国保険監督管理委員会（保監会）など10の関連監督省庁が連名で、インターネットファイナンスの規制方針となる「インターネットファイナンスの健全な発展促進に関する指導意見（銀発〔2015〕221号、以下、指導意見）」<sup>18</sup>を公表した。

指導意見では、これまで監督責任が曖昧であった各インターネットファイナンスの各サービスの主管部門を明示した。具体的には、インターネット決済は人民銀行、P2P レンディングや小額貸付、オンライン信託及びオンライン消費者金融は銀監会、クラウドファンディングやオンラインファンド販売は証監会、インターネット保険販売は保監会と、各サービスの監督機関をそれぞれ明確にした。

また、各サービスの提供事業者が遵守すべき法規についても言及した。例えば、P2P レンディング事業者については、その民間貸借の性質から、合同法（契約法）や民法などの法規及び最高裁判所の関連規定などが適用される。加えて、その提供サービスは、プラットフォームの提供による借り手と貸し手への情報仲介、マッチング、信用格付けなどに限定すべきであり、信用取引や非合法的な預金集めをしてはならないと明示した。

さらに、消費者保護を目的として事業者に対する情報開示の強化、業界自身の自主規制を促進するために「インターネットファイナンス協会」を新設する。また、第三者決済における顧客預け入れ資金の銀行業金融機関への預託管理を義務化するなど、インターネットファイナンスに対する基本的な規制方針を示した。

上記の動きに見られるように、今後、中国の金融当局はインターネットファイナンスが健全な発展を遂げるよう管理監督の改善を目指すことが予想されよう。

<sup>18</sup> [http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150718104243894831567/20150718104243894831567\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150718104243894831567/20150718104243894831567_.html)