

中国 P2P ネット金融は なぜ倒産ラッシュに追い込まれたか

趙 彤¹ 水ノ上 智邦²
徳島大学 徳島文理大学

要 旨

中国の P2P ネット金融は 2018 年半ばに大きな倒産ラッシュに見舞われた。その理由を説明する先行研究は、金融引き締め政策への変更、景気の悪化や規制の強化などによる外部要因説と、情報の非対称性や投資家の投資バイアスなどによる市場の失敗説に大別される。本稿は、これらの既存研究とは異なる内部要因説を提唱する。中国の P2P ネット金融は、「完全保証リスク」と「ディスクロージャーリスク」というプラットフォームの倒産に繋がる重大なリスクを抱えたまま、規模拡大を追求してきた。その原因は、P2P ネット金融プラットフォームが金融機関であり、かつ IT 企業でもあるという特徴にある。その特徴により、各プラットフォームは、市場に参入した途端、「軍拡競争の囚人のジレンマ」的状況に置かれ、市場の独占を目指した規模拡大を強いられることになる。2018 年の倒産ラッシュの最大の原因は、プラットフォームが急成長を果たした原因と同一であり、これまで規模拡大によって先送りされたリスクが、外部環境の悪化をきっかけに一気に表面化したことによるものである。つまり、倒産ラッシュの発生は、急成長の時点ですでに避けられないものであった。

1 はじめに

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 (Lin et al., 2013) 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 ネット金融の発祥はイギリスであり、2006 年に設立された Zopa は世界初の P2P ネット金融プラットフォームである。中国では、2007 年に設立された「拍拍貸」と「宜人貸」が最初の P2P ネット金融プラットフォーム (以下: PF)³ である。

先行したアメリカやイギリスでは、その後の市場

参入も限定的で、少数の PF による寡占状態が続いている。中国においては、市場の誕生から 2010 年までは参入する PF も少なかったが、その後、「野蛮成長」と形容されるような爆発的な市場拡大が発生した。その拡大は 2016 年 8 月に初めての成文化された規制 (『暫定条例』⁴) が交付されるまで続いた。P2P ネット金融の大手ポータルサイトである網貸之家によれば、P2P ネット金融の年間ローン証券取引総額は 2010 年時点では 13.7 億元であったが、2015 年には 9,823 億元、2016 年には 20,636 億元へと、わずか 6 年の間に市場規模が 1500 倍以上膨れ上がった。『暫定条例』の交付から 2018 年の半ばま

では、問題 PF⁵ の発生が顕在化するようになったが、様々なトラブルを抱えながらも市場全体として緩やかに成長し続けていた。

状況を一変させたのは 2018 年 6 月 15 日に人気 PF である「唐小僧」が問題 PF となり、それをきっかけに問題 PF が連鎖的に発生し、結果として P2P ネット金融市場において倒産ラッシュが発生した。詳細は次節に譲るが、2018 年 6 月から 9 月までの 4 ヶ月の間に、723 の PF が問題化し、過去に営業した PF に占める問題 PF の比率は、5 月の 69.20% から 9 月の 80.15% に上昇した。なお、2018 年 9 月末までに営業した PF の数は 6,564 である。PF の問題化によって、多くの貸し手が元金を失い、同年の年末にかけて中国各地でデモや暴動が起り、経済危機が起こるのではないかと一部の外資系新聞が予測するほどであった⁶。中国の P2P ネット金融市場は、なぜこのような倒産ラッシュに追い込まれたのか。一時は金融イノベーションと持て囃された P2P ネット金融が、なぜこんな無残な結果に陥ったのか。本稿ではこれらの問いに対する答えを探る。

結論から述べると、中国の P2P ネット金融が急速に規模を拡大させた理由と、倒産ラッシュの発生まで市場が内包していたリスクの関係は、コインの裏表の関係にある。つまり、中国の P2P ネット金融が「野蛮成長」すると同時に、大倒産の原因がすでに埋め込まれており、根本となる原因は中国の PF 自体の性質そのものにあった。

より具体的に言えば、PF が貸し手に対してローン証券の元利保証を行ったために、ローン証券のデフォルトリスクが PF の倒産リスクに変化し、リスクの所在が貸し手から PF へと移動したとことによって「野蛮成長」が実現したが、同時に大量倒産の原因も埋め込まれた。

ローン証券の元利を保証することは、融資の拡大が借り手のモラルハザードなどの理由により不良債権を増加させリスクを高めてしまうため、PF がリスクを恐れローン証券の取引を減少することは十分に考えられる。しかしながら、4 節で詳述するが、中国の P2P ネット金融は、金融機関でありながらも同時に IT 企業でもあるために、ネットワーク外部性と先行者優位という特徴を有している。こ

の IT 企業であるという側面により、ローン証券の元利保証が取引の歯止めになるどころか、PF の急拡大をもたらしたと考えられる。従って、中国の P2P ネット金融の PF が「完全保証リスク」を背負い、金融機関でありながらも IT 企業でもあるという二つの特徴が相互に影響しあった結果は 2016 年 8 月までの「野蛮成長」及び 2018 年 6 月以降に倒産ラッシュを引き起こしたのではないかと推測される。

中国の P2P ネット金融における PF の倒産ラッシュの原因について論じている先行研究はすでに存在しており、それらは外部要因説と市場失敗説に大別することができる。しかしながら、両説は倒産ラッシュを説明するのに十分とは言えず、上述のとおり、PF のローン証券への元利保証と金融機関でありながらも IT 企業という二つの特徴が絡み合った結果、倒産ラッシュを引き起こした根本的な原因であると考えられる。本稿ではこれを内部要因説と呼ぶ。外部要因説および市場失敗説について解説するとともに、なぜ両説が不十分なのかを論じる。本稿の貢献は次の 3 点にある。(1) 内部要因説をより正確に矛盾なく PF の倒産ラッシュを説明できる。(2) 内部要因説はいわば PF には構造的に欠陥をもつことが意味する。この構造的欠陥をあぶり出すことで、P2P ネット金融に対する規制、とりわけ借り手・貸し手の保護に関する規制には大いに役立つであろう。(3) P2P ネット金融が新しく勃興した金融イノベーションであり、これについての研究がまだ初期段階である。統一的な枠組みの中で P2P ネット金融の急成長と倒産ラッシュを分析することによって、P2P ネット金融の研究を大きく進歩させることができる。

本稿は以下のように構成される。第 2 節では先行研究をサーベイし、先行研究と比べた本稿の貢献について述べる。第 3 節では、具体的なデータを用いて P2P ネット金融の現状、とりわけ 2018 年半ばになにが起きたのかについて、データから明らかになった変化を説明する。第 4 節では、中国の P2P ネット金融が急拡大した理由と直面したリスクを述べる。第 5 節では外部要因と内部要因を用いて、なぜ倒産ラッシュが起こったのかを分析する。第 6 節では中国の P2P ネット金融の未来を簡単に述べる。最後

の節では本稿を総括する。

2 先行研究

P2P ネット金融は新しい金融分野であるものの、そのリスクについてはいくつかの先行研究がある。P2P ネット金融の倒産リスクについて、外部要因説と市場の失敗説に大別することができる。

P2P ネット金融は新しい金融イノベーションであるが故に、PF の経営状態は規制や法律から大きな影響を受けやすい。さらに、基盤が脆弱である P2P ネット金融は銀行などの伝統的金融機関に比べ、景気循環や金融政策による影響を受けやすい。外部要因説によれば、2018 年 6 月から起こった倒産ラッシュの主な理由は、規制の強化、金融引き締め政策や景気悪化など、PF 自身が関与できないところにあるとする。2016 年以降、中国政府は金融引き締めとディスレバレッジを政策として打ち出し、これらの政策は中国の金融システムの安定に寄与したが、P2P ネット金融を含むシャドーバンキングに大きな負の影響を与えたと湯 (2019) は主張する。宋他 (2014) は、規制の欠如が PF の「野蛮成長」と「問題化」の理由であると主張し、P2P ネット金融の規制にあたっては、貸し手の保護と PF の運営効率を同時に考慮する必要があり、過剰な貸し手保護が PF の運営効率を損ない、翻って貸し手に不利益を被らせることになることを指摘している。張 (2017) は理論モデルを用いて、ローン証券の元利保証についてイギリス・アメリカと中国における経営モデルの違いを分析した。両者の違いをもたらした最大の理由は、PF の経営状況のディスクロージャー規制にあるとし、規制をより厳しくすれば、貸し手は PF を信用することができるため、ローン証券の元利保証をしなくても PF の経営が成り立つようになり、P2P ネット金融に存在する最大のリスクを軽減することができる」と結論付けた。

大量倒産を説明する次の仮説は、市場の失敗説である⁷。P2P ネット金融は IT 技術を駆使し、安価に情報を提供することで、自由競争のもとでは銀行などの伝統的金融機関から金融サービスを受けられない者に金融サービスを提供することができる。しか

し、P2P ネット金融には他の金融市場と同様に、外部性と情報の非対称性が存在すると考えられる。これらの市場の失敗が PF の経営を蝕み、結果として PF の問題化につながったという説が市場の失敗説である。

P2P ネット金融の取引は構造上、貸し手と借り手を直接につなぐように設計され、銀行のような仲介者も存在しないために、IT 技術を駆使しているものの伝統的金融市場と比較すると、情報の非対称性がより多く存在する (Freedman and Jin, 2008)。Freedman and Jin (2017) は、P2P ネット金融の情報の非対称性が取引の逆選択をもたらし、ひいては PF の流動性リスクをもたらすと警告する。Lin and Viswanathan (2016) は、P2P ネット金融市場には、貸し手に強いホームバイアス (同じ地方出身の借り手に投資しがち) があると指摘し、そのバイアスが経済的理由ではなく単なる情緒的な理由から生まれていることを明らかにした。廖・李・王 (2014) は、中国の PF でも貸し手にホームバイアスも存在することを示した。

一方、P2P ネット金融において市場が効率的であるとする先行研究もある。Klafft (2008) は、借り手の信用ランクがローン成約に与える影響を探り、伝統的金融機関でローンが承認されないような借り手は、P2P ネット金融においても同様に資金を借りることが難しいと主張した。Herzenstein et al. (2008) は、アメリカの大手 PF である Prosper の取引データをもとに、ローンの成約要因を分析し、伝統的な金融市場に存在する選好による差別 (Taste Based Discrimination) が、P2P ネット金融にはほとんど認められないことを明らかにした。

謝他 (2014) は借り手と貸し手の両面から P2P ネット金融が直面するリスクを分析した。借り手と貸し手の多くは基本的な金融リテラシーがなく、手軽さや高い収益に惹かれて P2P ネット金融を利用している。その結果として投資行動にバンドワゴン効果が非常に現れやすく、負のネットワーク外部性が容易に拡大され、ちょっとした PF のマイナス情報に過剰に反応し、PF の取り付け騒ぎへと簡単につながってしまうことを指摘している。周 (2018) によれば、景気の悪化、株価の暴落と規制の強化は倒産

ラッシュのきっかけに過ぎず、PFの問題化の核心的な原因はモラルハザード、情報の不完全性と逆選択などの市場の失敗によるものであるとされる。

上記の外部要因説と市場の失敗説はともに一定の説得力を持つが、倒産ラッシュの理由として欠ける部分があると考えられる。例えば、張（2017）が指摘したように、PFに対して経営状況の情報公開を厳しく義務付ければ、PFの倒産リスクを軽減することができる。PFの経営状況のディスクロージャーを怠れば、放漫経営や過剰なリスクの見落としに繋がり、いずれPFの経営危機をもたらすことは自明であり、それにも関わらずPFが情報公開を行わなかったことには理由がある。この構図は、ローン証券に対する元利保証についても同じことが言える。

網貸之家によれば、中国P2Pネット金融の市場規模は、2014年には世界一となり、中国以外の市場の合計を上回るほどであった。「野蛮成長」と形容されるほどの爆発的な成長を成し遂げたのは、上記の「ディスクロージャー規制の不備」と「PFによるローン証券の元利保証」があったためである。一方、この両者は、その後の倒産ラッシュの原因でもあった。筆者らは、市場は黎明期から倒産のリスクを内包しており、2018年に発生した倒産ラッシュはそのリスクが表面化したに過ぎず、PFの倒産ラッシュの原因がPFの内部にあるとする説を内部要因説と呼ぶことにする。

張（2017）はある意味では、一種の内部要因説を提唱していたとも言えるが、彼は内部要因を中国のP2Pネット金融とイギリス・アメリカとの差異の説明として取り上げるに留まっており、PFの倒産ラッシュの理由として説明していない。巴他（2018）は、Cox 比例ハザードモデル（CPHM）と競合リスクモデル（CRM）を用いて、PFの経営状態（資本金、資本関係）や管理状態（第三者資金委託管理の有無、キャッシュ・プーリングの有無）がPFの生存に大きく関わっていたこと説明し、問題PFになった理由を探したが、倒産ラッシュの原因には言及していない。

3 中国 P2P ネット金融の現状

中国P2Pネット金融は2019年末までのわずか10年の間に、その取引規模が最大2,000倍ほどに拡大し、2019年末現在、ローン証券の累積取引金額は9兆元を超えている。網貸之家によれば、2010年の年間ローン証券取引総額は13.7億元しかすぎなかったが、2016年に20,636億元となり、ピークである2017年には28,048億元に達した。しかし、2018年と2019年のローン証券取引総額はそれぞれ17,948.01億元と9,649.11億元であり、2017年に比べれば2018年は37.01%、2019年は69.6%の減少と、激しい下落に見舞われた。その間の変化として特筆すべきは以下の5点である。

・ローン証券取引金額の急減

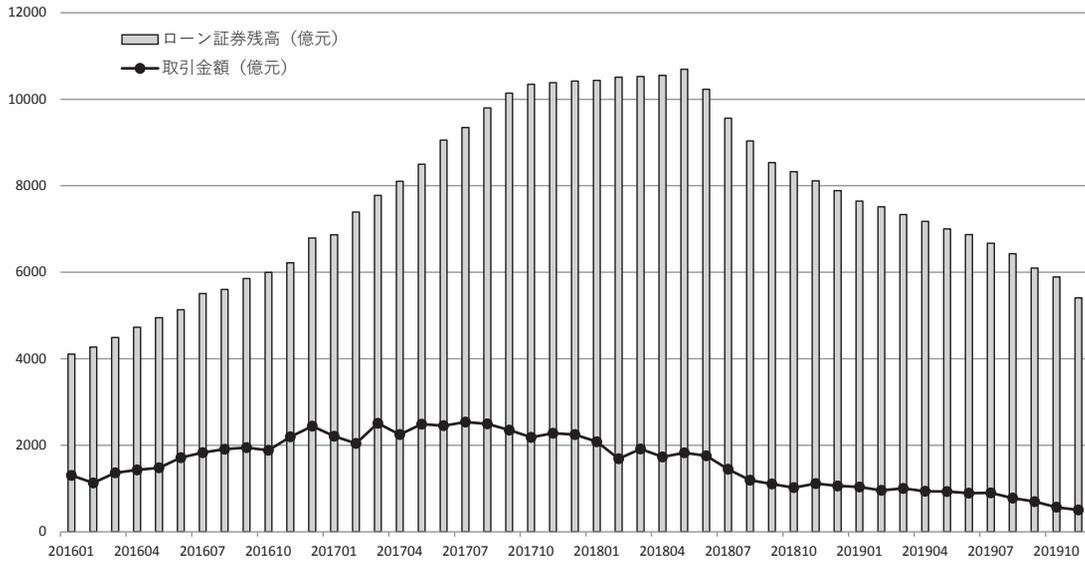
図1は中国のP2Pネット金融市場における2016年1月から2019年11月までのローン証券の月間取引金額とその残高である。月間取引金額は、2017年3月に2500億元のピークを迎え、2017年の秋口まで高い水準を保っていた。その後、急速に下落し、特に2018年6月以降、暴落と言えるほど取引金額が減少し、2019年11月のローン証券取引金額はピークの5分の1である500億元にまで落ち込んだ。

・ローン証券利率の下落と平均期間の上昇

図2は2016年1月以降のローン証券の平均利率と平均期間である。ローン証券の平均利率はわずかな上下動はあるものの、緩やかに下落し、2016年1月の12.18%から2019年11月の9.38%まで下落した。一方、同時期のローン証券の平均期間は7.01ヶ月から15.38ヶ月へと、およそ2倍になった。

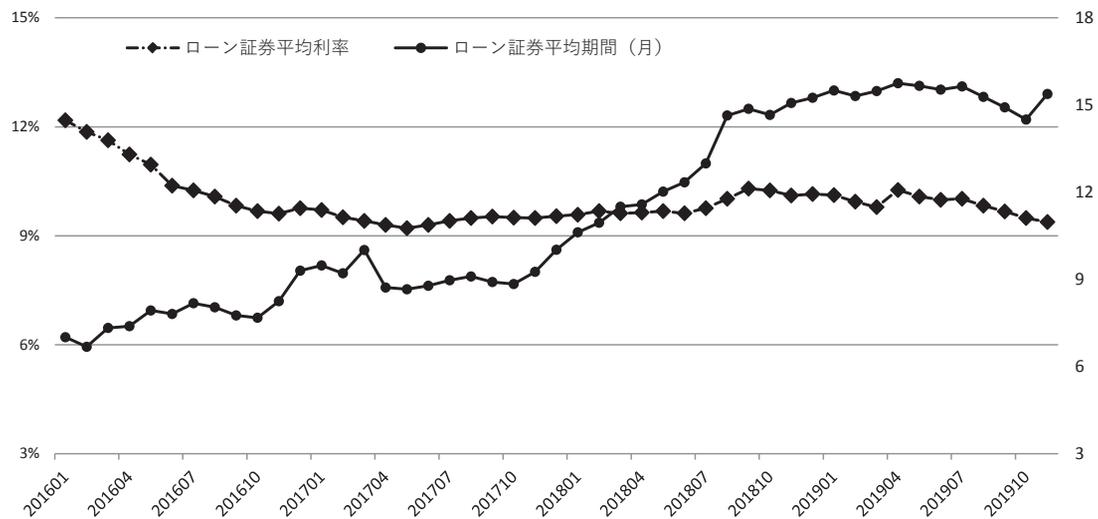
・アクティブ参加者の減少

図3は月間のアクティブ貸し手と借り手の人数と、それぞれの1人当たり取引金額である。貸し手と借り手のアクティブ人数は2017年年末まで一貫して増加傾向にあり、2018年半ばまで高い水準を維持していたが、6月以降になると急激に減少した。2017年の半ばまでは貸し手人数が借り手人数を上回っていたが、それ以降は借り手人数が貸し手人数



出所：網貸之家のデータより筆者作成

図1 ローン証券の月間取引金額と残高の推移



出所：網貸之家のデータより筆者作成

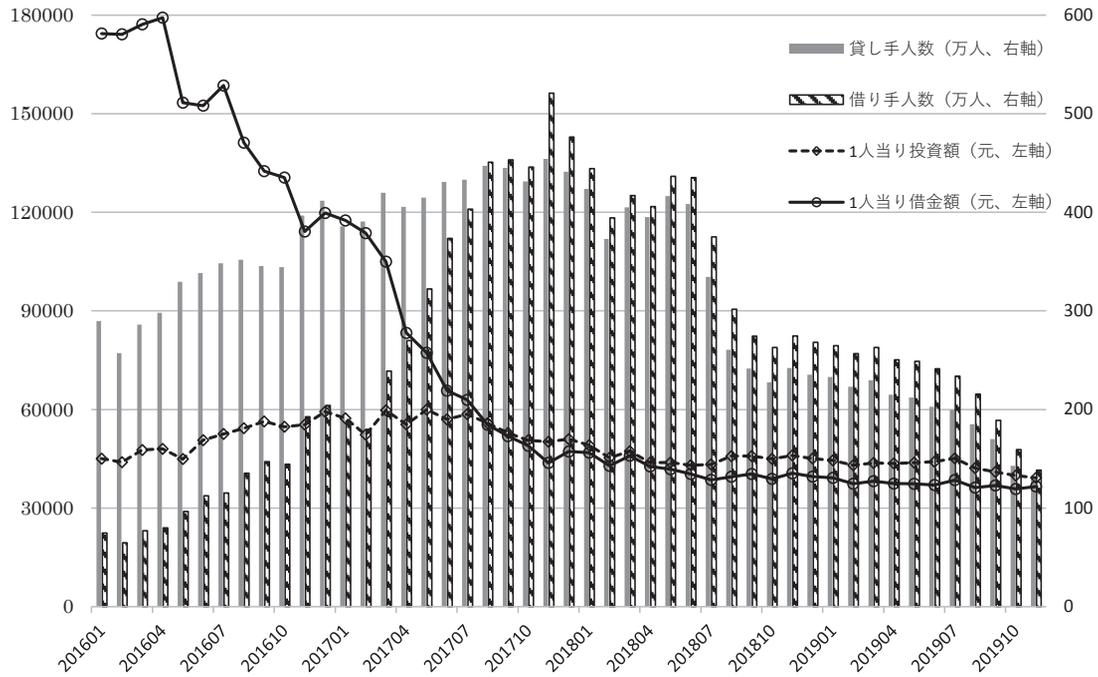
図2 ローン証券の平均利率と平均期間の推移

をコンスタントに超えるようになった。貸し手の月間1人当たり投資金額は多少の増減があるものの、概ね4万元から6万元という区間に収まるに対して、借り手の月間1人当たり借金額がピーク18万元弱から4万元弱まで大きく下落した。1人当たり借入額が大きく下落した最大の理由は、上述の『暫定条例』という規制によるものである⁸。

・問題PFの急増

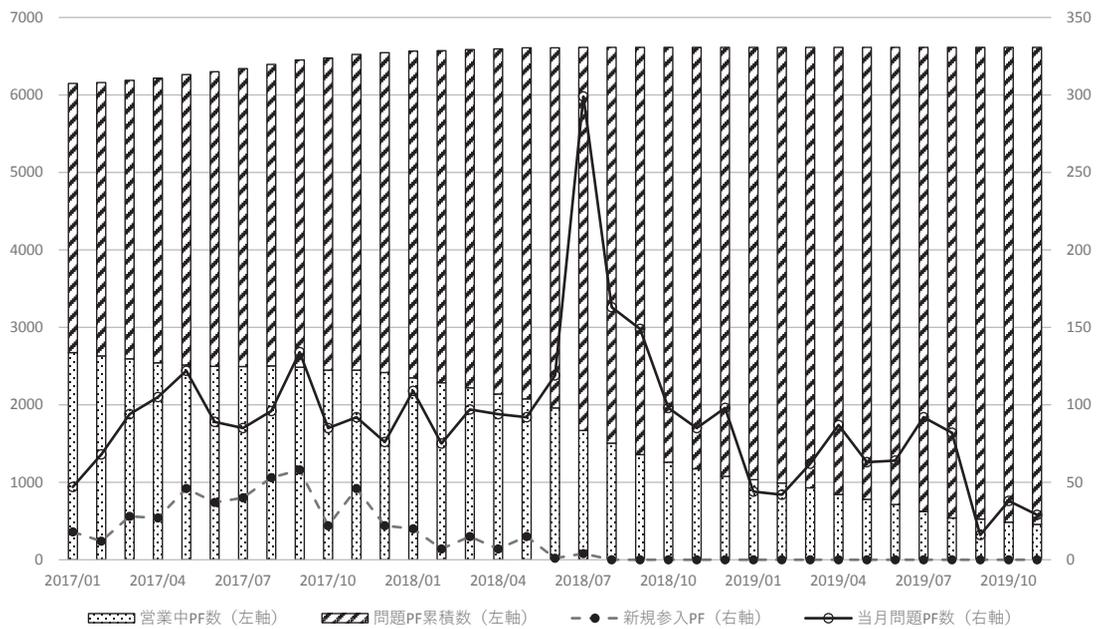
図4の棒グラフはそれまでに営業したPFの累積

数であり、その内訳としてその時点で営業中のPF数と、問題PFの累積数を示している。一方、折れ線グラフは、該当月に発生した問題PFと新規参入PFの数を示している。新規参入PF数は、2017年以降、常に問題PFの発生数より少ない。特に2018年8月以降、新規参入PFが途絶えた。問題PFの数は2017年に入って以降、常に高い水準を保っており、特に2018年6月から9月までの4ヶ月間だけで723にも及ぶ。2017年以降の新規参入PFの減少と問題PFの急増によって、営業するPF数は



出所：「網貸之家」のデータより筆者作成

図3 月間アクティブ貸し手数・借り手数と1人当たり取引金額の推移



出所：「網貸之家」のデータより筆者作成

図4 営業中のPF数と問題PF数の推移

減り続け、2019年11月末時点で、営業中のPFは458しか存在しない。過去に営業したPF数6,614に占める割合はわずか6.92%にまで減少してしまった。

・加速する証券市場への上場

上述のとおり、多くのPFが問題を引き起こし、

市場からの退出を迫られたが、すべてのPFが没落していたわけではない。競争力に劣るPFが淘汰される一方で、優良PFは海外市場でも高く評価されている。表1は証券取引場に上場した中国発のPFの一覧である⁹。上場したPFの数は12社であるが、倒産ラッシュが起きた2018年においても5社

表1 株式市場に上場した PF 一覧

上場企業名称	Ticker symbol	営業状態	上場日	上場証券市場	株価と初値の比較
宜人金科 (宜人貸)	YRD	正常営業	2015.12.18	ニューヨーク	-44.50%
信而富	XRF	ローン証券 発行停止	2017.4.28	ニューヨーク	-38.50%
和信貸	HX	正常営業	2017.11.3	ナスダック	-90.65%
信也科技 (拍拍貸)	PPDF	正常営業	2017.11.10	ニューヨーク	-79.62%
樂信	LX	正常営業	2017.12.21	ナスダック	54.33%
愛鴻森	AIHS	返済延期	2018.3.6	ナスダック	-83.25%
点牛金融	DNJR	刑事訴追	2018.3.20	ナスダック	取引停止
51 信用卡 (51 人品)	2051	正常営業	2018.7.13	香港	-82.82%
小贏科技 (小贏網金)	XYF	正常営業	2018.9.19	ニューヨーク	82.21%
微貸網	WEI	正常営業	2018.11.15	ニューヨーク	68.90%
嘉銀金科 (你我貸)	JFIN	正常営業	2019.5.10	ナスダック	49.90%
玖富数科	JFG	正常営業	2019.10.21	ナスダック	1.05%

注：株価は 2019 年 12 月 31 日現在の終値である。() 内は営業した際、使用する名称である。

が、翌 2019 年にも 2 社が上場している。多くがアメリカで上場しているが、その理由としては、2016 年の『暫定条例』公布以降、P2P ネット金融に対する規制が厳しくなるにつれ、中国国内での資金調達非常に難しくなり、優良 PF は資金調達のために中国本土以外の資本市場に目を向けるようになったという背景がある。

4 中国 P2P ネット金融が急成長した理由と直面するリスク

前節では中国 P2P ネット金融の現状、とりわけ 2018 年中頃からの PF が倒産ラッシュに見舞われた経緯を紹介した。本節ではこのような事態に陥った理由を説明する前に、P2P ネット金融が急速に成長した理由を分析し、その背後に潜んでいたリスクを解説する。

4.1 急成長した理由

P2P ネット金融はイギリスで誕生した金融イノベーションであり、全世界に広がり、中国で大きく発展した。欧米では少数の大手 PF しか存在しないが、中国では 6,156 社 (2019 年 11 月末現在) が営業したことがある。数が著しく多い上、問題 PF が

全体の 90% 以上も占めていた。なぜここまで中国の P2P ネット金融が「野蛮成長」と形容されるほど大きく成長したのか。その理由は 6 つにまとめることができる (趙・水ノ上, 2019)。

第一に、欧米の P2P ネット金融は概ね借り手と貸し手の間に情報を提供する「情報仲介」という役割だけを果たしている。一方、中国の PF は「情報仲介」という役割に加え、貸し手にローン証券の元本と利息を保証し、いわば「信用仲介」という役割も果たそうとしていた。「情報仲介」と「信用仲介」の役割を同時に果たすことによって PF にもたらされるリスクを「完全保証リスク」とよぶ。PF は、「完全保証リスク」を背負うことによって短期的に急成長ができるようになった。第二に、中国金融規制当局は伝統金融機関に対しては厳しい規制をかける一方、『暫定条例』が公布されるまで、P2P ネット金融をほとんど規制することなく野放しにした。この意図的とも言えるほどの規制の遅れは、結果として中国の P2P ネット金融の拡大に大きく寄与した。第三に、P2P ネット金融が急成長した 2010 年当時、小口金融市場がほとんど存在せず、個人の急な借入れや中小零細企業の運転資金といった資金需要は、親戚・友人あるいは非合法的な地下金融取引に頼るし

かなかった。一方、IT インフラやネット普及率において、中国は世界の最先端にあった。そのギャップはP2P ネット金融の急成長を可能にした。第四に、貸し手にとって、P2P ネット金融で販売されるローン証券は、表面上、そのリスクについては商業銀行で売られた理財商品と同程度であるにも関わらず、理財商品よりはるかに高い収益を提供し、投資先の乏しい一般投資家にとっては非常に魅力的な投資先であり、多くの貸し手を引きつけることに成功した。第五に、ローン証券の取引がネット上でオンデマンド的に完結することができるために、情報コストを大きく引き下げただけではなく、取引の限界費用がゼロ近くまで引き下げられたことによって、借り手と貸し手に魅力的な金融サービスを提供できるようになった。また、貸し手、借り手、仲介機関の間における情報の非対称性を軽減することにも成功した。最後に、P2P ネット金融は金融機関でありながら、IT 企業でもある。IT 企業の有するネットワーク外部性と先行者優位といった特徴を、P2P ネット金融も有している。IT 企業の際立った特徴として、埋没費用が非常に膨大であるのに対して、限界費用がほぼゼロに近いという特徴がある。この段差的な費用構造によって、多くのIT 企業は、創業初期にはコストを度外視して取引を増やし、安全・利益よりも規模拡大を優先せざるを得ない。ローン証券が往々にしてデフォルトまで時間的なラグを持つという性質は、PF がコストを度外視した規模拡大に注力することを可能にした。

4.2 直面するリスク

中国 P2P ネット金融は大きく発展した一方、同時に大きなリスクを抱えていた。2019 年 11 月末現在、これまでに営業した PF の 90% 以上の問題 PF になったことは何よりの証左である。金融業でありながら異例とも言えるほど高い倒産率の背景には、4 つの大きなリスクが存在する。

1 つ目のリスクは、「完全保証リスク」である。前節でも述べたように、中国の P2P ネット金融は「情報仲介」の役割に加え、「信用仲介」の役割も果たそうとしたために、PF が「完全保証リスク」を背負うようになった。これによって金融の世界で

く普通に存在しているローン証券の貸し倒れリスクを、将来の PF 倒産リスクに転換した。これは一種のテールリスク化とも言える。2 つ目は、ディスクロージャーリスクである。中国の P2P ネット金融は、例外的な数社の上場企業を除けば、経営状況に関する情報の開示は行われておらず、PF 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公開されていなかった。新規参入を容易にし、PF が乱立するとともに多くの問題 PF が発生した背景には、このディスクロージャー規制の弱さが根本的な原因の一つとしてある（張, 2017）。3 つ目として、景気循環リスクがある。不景気になれば、ローンのデフォルト確率が高くなるのは当然であり、すべての金融機関は景気循環リスクに直面せざるを得ない。銀行のような伝統金融機関は景気循環リスクを避けるために、自己資本比率規制や預金保険制度など、いくつかのリスク軽減策を採っているが、P2P ネット金融はこれらの軽減策が全くなく、ほぼ無防備と言っても過言ではない。結果としてわずかな景気変動が PF の取り付け騒ぎの引き金となりうる。最後に、規制リスクがある。金融機関である以上、PF の経営には、政府による規制・介入というリスクが常に存在していた。図 4 から分かるように、最初の成文化した規制である『暫定条例』（2016 年 8 月）が公布するまでは大きく成長したが、公布後は、成長が鈍化し、2017 年 8 月に「1 + 3 体制」（詳細は後述）が形成された後、問題 PF の数が増え始め、『108 項リスト』（2018 年 6 月）が最後の一撃となった。

5 P2P ネット金融の大量倒産の原因

前節では、中国 P2P ネット金融が大きく発展した理由とその背後に潜んでいたリスクを説明した。本節では、市場が倒産ラッシュに見舞われた原因を探る。

5.1 厳しい外部経済環境

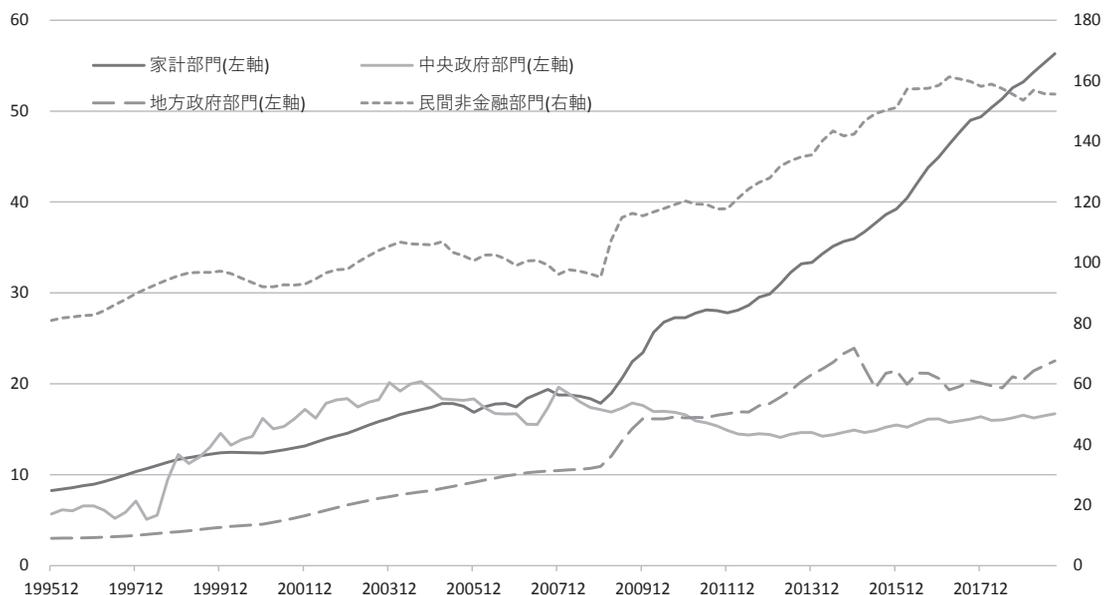
発展途上国経済の成長への離陸期においては、旺盛な投資は高度成長を可能とする一方で、膨大な債務残高をもたらすことがある。高度成長期の終わり

に、その高いレバレッジ比率が金融リスクとして顕在化し、成長の足かせとなることがある。日本、韓国と台湾が同じ道を通った。いずれも高度成長を遂げた後に膨大な借金が金融バブルを引き起こし、経済成長率が急激に低下し、経済危機を経て長期停滞に入った (Studwell, 2014)。

中国経済も似たような道を通っていた。改革開放から 2010 年までの約 30 年にわたって年率 10% に近い高度成長を遂げてきた。周知のように、中国の 10% 近い成長率を支えたのは、旺盛な投資によるインフラ整備や不動産開発であり、裏返せば借金の積み上げが高度成長の最重要エンジンであった。

図 5 は 1995 年第 4 四半期からの中国各部門における負債が総資産に占める割合、つまり、レバレッジ比率の推移である。左軸は家計部門、中央政府部門と地方政府部門を示し、右軸は民間非金融部門を示している。右上がりのトレンドは各部門が時系列的に負債を積み上げていたことを表している。しかし、2014 年以降、「新常态 (ニューノーマル)」というキーワードがマスコミに頻繁に登場すると同時に、成長率も 10% 台から 7% を切るようになった。中国の指導部は過剰債務問題を重視し、そのまま続けば、いずれ経済成長が行き詰まり、日本のバブル経済のような経済危機を経て長期停滞に突入するのではないかと危惧していた。2014 年以降、中国

の経済政策は従来の物価安定と失業率抑制の折衷から、持続的経済成長を維持しながら金融システムの安定化を図り、最大限に金融リスクを取り除くという安定成長に転換した (湯, 2019)。中国経済が金融危機を起こさず投資依存型成長から安定成長に転換するソフトランディングが実現されるかどうかは中国だけの問題ではなく、世界中の経済学者の関心事でもある (Turner, 2015)。図 5 で示されたように、地方政府部門のレバレッジ比率は 2014 年第 4 四半期に 23.5% のピークを打ち、翌年第 2 四半期に 20% へと減少した後は、横ばいになっている¹⁰。これは経済政策の転換と合致していたが、民間非金融部門のピークは 2017 年第 3 四半期、家計部門は逆に一本調子で増加していた。図 6 は 2014 年以降の中国 10 年期国債の利回りの推移である。2014 年の年初から 2016 年 10 月まで利率が一本調子で下がったが、2016 年 10 月 16 日の 2.66% を底に反転し、2018 年 1 月 14 日には 4.06% まで上昇した。この間の上昇率は 52.6% というかなり大きな変動であった。図 7 は 2013 年第 1 四半期からのマネーストックの M2 残高対 GDP 比率である。2016 年第 2 四半期まで比率が徐々に上昇し、2017 年第 1 四半期にピークを迎えた後、減少に転じるようになった。つまり、実質的に 2016 年第 2 四半期まで金融緩和が続いたが、2017 年第 1 四半期からは緊縮的金融政策へと転じ



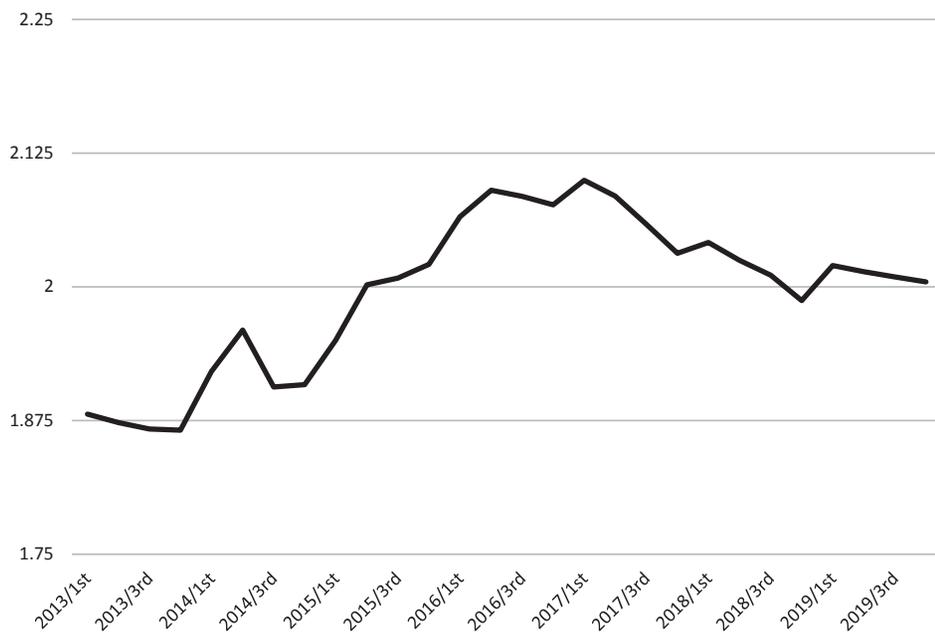
出所：国家資産負債研究センター (Center for National Balance Sheets, CNBS) より著者作成

図 5 中国各経済部門のレバレッジ比率



出所：中国人民銀行（中央銀行）のホームページより著者作成

図6 中国の10年期国債の利回り (%) の推移



出所：M2の四半期データは中国人民銀行（中央銀行）のホームページより、GDPの四半期データは中国統計局のホームページより著者作成

図7 四半期ごと M2 残高対 GDP 比率の推移

た。これは3ヶ月のラグがあるものの、概ね国債利回りの変動と類似している。

図8は2016年以降の上海総合指数の推移である。2018年に入って以降、指数は3587ポイントから2440ポイントへと、約32%も下落した。下落の原

因には米中貿易摩擦の激化がもちろんあったが、最大の原因は2017年から金融政策が緩和から引き締めへと転じたことにある。

投資先行による粗放型成長（Extensive Growth）は、リーマンショック後の4兆元に上る財政刺激政策の



図8 上海総合指数の推移

時からその限界を見せていたが、その弊害である高いレバレッジ比率は、金融システムに大いにリスクをもたらすようになった。中国の執行部はこれを理解し2014年の半ばから経済政策を転換した。上述の「ニューノーマル」はまさにその現れである。金融政策においては、緊縮的金融政策が取られ、タイムラグを持ちながら、実体経済に徐々に影響するようになった。2018年に入ってから、金融引締め、景気後退や米中貿易摩擦などの要因が複合的に重なり、P2P ネット金融に大きな外圧を与えるようになった。

5.2 急速に厳しくなった規制

『暫定条例』は2016年8月に公布され、P2P ネット金融における最初の成文化された規制であった。2017年になると、中国銀行保険管理監督委員会（以下：銀保監会）が2月23日に『ネットワーク借貸資金存管業務指引（ネットワーク金融における第三者資金委託管理の業務指針）』¹¹（以下：『資金委託管理の業務指針』）を、8月23日に『ネットワーク借貸情報仲介機構業務活動信息披露指引（ネットワーク金融仲介機構における情報ディスクロージャー業務指針）』¹²（以下：『情報ディスクロージャー指針』）を、それぞれ公布した。『資金委託管理指針』は第三者に

資金管理の委託を義務化し、業務執行者の資質と業務内容を細かく規制した。『情報ディスクロージャー指針』は、ネットワーク金融を行う際、ディスクローズすべき情報を詳細に規制した。2016年10月28日に公布した『ネットワーク借貸情報仲介機構備案登記管理指針（ネットワーク金融仲介機構における情報届け出の管理指針）』¹³（以下：『情報届け出の管理指針』）及び『暫定条例』とともに、これらの4つの規制を「1+3体制」と呼び、ネットワーク金融に対する管理監督体制がすべて揃うことになった。さらに2017年12月にP2P ネット借貸リスク管理監督特別小委員会、以下：P2P リスク管理小委員会）が『關於做好P2P ネット借貸風險專項整治整改驗收工作的通知（P2P ネット金融におけるリスクの管理・監督及び精査の業務に関する特別通知）』¹⁴（以下：『57号文』）を公布し、大手PFは2018年4月まで、その他のPFも2018年6月までに各地方のP2P ネット金融監督部門への届け出を期限を設けて義務付けた。

2018年に入ると、規制はさらに一段と厳しくなり、規制当局の狙いは、借り手と貸し手の保護及び市場の安定成長から、中小のPFを排除した上、P2P ネット金融の市場規模を縮小させることに舵を切ったことが伺える。2018年3月28日に互聯

網金融リスク管理監督特別小委員会、以下：ネット金融リスク管理小委員会）は、『關於加大通過互聯網開展資產管理業務整治力度及開展驗收工作的通知（ネット金融及びネット資産管理における管理監督検査報告業務のレベルアップに関する通達）』¹⁵（以下：『29号文』）を公布した。『29号文』は、P2P ネット金融はあくまで情報仲介機構であり、アセットマネジメントの免許がない限り、関連する金融商品を委託販売してはいけないと明確に示し、さらに、すでに販売した金融商品については解約あるいは他の金融機関への移行などにより6月までに残高をゼロにする必要があるとし、従わない場合は違法であると明言した。P2P ネット金融の機能を「情報仲介」だけ限定することは、『暫定条例』の中ですでに明文化されていたものであるが、短い期限を示し、違法まで明言することは異例である。大手のPFの中にはアセットマネジメントの免許を持っていたものが多いため、中小のPFは強制的に退場させるとも解釈できる規制である。

2018年6月14日に上海で行われた会議の場で銀保監会の高官は、6月末に終了する予定であったPFの情報届け出を、年末まで延期すると公式に発表した。8月18日にはネット金融リスク管理小委員会と中国互聯網金融協会（中国ネット金融協会）が『關於開展P2P網絡借貸機構合規検査工作的通知（P2P ネット金融PFのコンプライアンス検査に関する通達）』¹⁶ 及び『網絡借貸信息仲介機構合規検査問題清單（ネット金融情報仲介機構におけるコンプライアンス検査リスト）』¹⁷（以下：『108項リスト』）を公布し、PFのコンプライアンス検査の詳細を108項のチェックリストの形で公表した。さらに、リストの条項のすべてが満たさない限り、PFの届け出を受理しないと明確に表明した。

上記の両通達の主な内容は下記の8項目である。

- ① PFの役割を「情報仲介」のみに限定する、② PFはキャッシュ・プーリングをしてはいけない、③自己融資及びそれに類似するものを厳禁する、④借り手の担保をしてはいけない、ローン証券の元本を保証してはいけない、⑤借り手の信用リスクを正確に

評価する、⑥貸し手に借り手の情報をディスクロージズする、⑦ローン証券を少額化する、⑧アセットマネジメントに関連する金融商品を販売してはいけない、すでに販売したものは他社に移行あるいは解約する。これらは方向性としては『暫定条例』とそれほど差がないが、詳細なチェックリストをつかった上、1項目でも未達成の場合には届け出を受領しないということは、当局が大手PF以外を存続させるつもりがないことは明らかである。『108項リスト』によって、規制当局は実質的にPFを登録制から許認可制に変更した。

2019年に入っても、当局はP2P ネット金融に対する規制の手を緩めなかった。2019年1月にネット金融リスク管理小委員会とP2P リスク管理小委員会が連名で『關於做好網貸機構分類処置和風險防范工作的意見（P2P ネット金融機構における分類対処の方法及びリスク防止に関する意見）』（以下：『175号文』）を公布し、規制に適合した少数のPFを除いて、基本的に廃業もしくは転業を促し、金融リスクを防止しながらそのスピードアップを要求した。これは大多数のPFに対する死刑宣告に等しい。

5.3 大倒産の内部要因

5.3.1 倒産ラッシュのきっかけと取り付け騒ぎ

2018年に発生した問題PFの数は1,409であり、そのうち半数以上の723件は同年の6～9月に発生した。この4ヶ月の間に問題PFが一気に表面化した理由は、前述したように金融引締策、規制の強化及び景気の急激な悪化という外部要因が背景にあったが、直接なきっかけとなったのは、6月15日に突然「唐小僧」というPFが刑事訴追され、問題PFになったことである。「唐小僧」は背後に国有企業の大株主がいることを自称し、累積取引総額が750億元に達する大手PFであった。ローン証券の期間が短い上に収益率も高かったため、貸し手の間では人気の高いPFであった¹⁸。「唐小僧」の問題PF化は、市場において大きな衝撃として受け止められた。同じく高収益を売りとしたPFである「聯璧金融」が貸し手の取り付け騒ぎに遭い、ローン証券の解約や投げ売りによって、6月25日にあっけなく倒産し、同じく刑事訴追となってしまった¹⁹。さら

に追い打ちのように投資環境を悪化させたのは「投之家」²⁰の問題 PF 化である。「投之家」は中国 P2P ネット金融の情報ポータルサイトである「網貸之家」の子会社であり、2014 年 9 月に創業した PF であった。その経営手法は、1500 社のローン証券から優良なものを選び、パッケージ化して貸し手に販売し、手数料を稼ぐビジネスモデルである。販売されたローン証券を再証券化することで、個別の P2P ネット金融 PF を金融商品として取り扱う PF のような存在であった。分散投資した上、自身が直接に借り手と取引しないため、問題 PF になることはないだろうと目されていた²¹。しかし、「投之家」自体が 2017 年 11 月に売り出されてしまい、主要株主が変更された上、ビジネスモデルは全く別物になってしまった。

P2P ネット金融は金融機関の一種であるため、その経営は、貸し手の PF に対する信用の度合いに大きく左右される。2018 年中頃というタイミングで倒産ラッシュが起こったのは、「唐小僧」、「聯璧金融」と「投之家」といった人気 PF の突然の問題 PF 化によって、連鎖的に取り付け騒ぎが起こったためである。株の連想売りと同じく、ある大手の PF が何らかの理由で問題 PF になったために、他の PF の取引にも影響を及ぼすことになった。2015 年末に「e 租宝」事件が発生した際にも、連鎖的に市場全体に不安が広がり、それまで増加し続けていたローン証券の取引総額が突然減少し、回復するまでに半年ほどを要した。2018 年の場合では、人気 PF であった「唐小僧」と「聯璧金融」が問題 PF になったあと、絶対に安全であると思われた「投之家」も問題 PF 化したことで、貸し手の間で P2P ネット金融に対する信用が一瞬にして消え失せ、大量倒産が一気に発生した。

5.3.2 金融機関でありながら IT 企業でもある PF

第 4 節では中国 P2P ネット金融が大きく成長した理由と直面するリスクを分析した。両者を比較すると、コインの表と裏の関係にあることがわかる。PF は「情報仲介」の役割を果たす傍ら、ローン証券の元利を保証し、銀行のような「信用仲介」の役

割をも果たそうとしていた。このように「完全保証リスク」を背負うことによって PF は、建前上は、貸し手に利回りが銀行の理財商品より高く、リスクが理財商品とそれほど変わらないローン証券を販売することができるようになった。投資の乏しい貸し手から見れば P2P ネット金融のローン証券が非常に魅力的に見えるのが当然である。もちろん、PF が「完全保証リスク」を背負うことによってはローン証券の貸し倒れリスクが消えたのではなく、リスクがあくまで一時的に貸し手から PF に先送りされただけである。正確にいうと、個々のローン証券の貸し倒れリスクが PF 全体のより大きな倒産リスクに転換され、一種のテールリスク化したに過ぎない。

ディスクロージャーリスクもまた似たような働きをもたらしていた。上述のように、PF の取り付け騒ぎを引き起こした理由の 1 つは、ディスクロージャーリスクの存在である。張 (2017) が指摘したように、ディスクロージャーリスクによって貸し手が PF に対する信用を大きく損なうことがあり得る。PF はなぜ自分の経営情報を隠したがるのか。その理由は「完全保証リスク」と同じく、ローン証券を販売したいがためである。P2P ネット金融は新しい金融イノベーションであり、歴史が浅く経営基盤が弱く、高い利回りを支払わないとローン証券を販売することができない。ローン証券を販売し PF を成長させるためには、経営情報を隠すことがもっとも手取り早い方法になる。

ローン証券への元利保証あるいは「完全保証リスク」が PF の収益に対してどのような影響を持つかは一意には定まらない。元利保証をすることで PF がリスクを回避するため、危険な借り手を避けることで、利益率が上がることも考えられるが、一方、取引自体が減少してしまうために、総額としては収益が減少する可能性もある。しかしながら、中国の P2P ネット金融がなぜ金融機関にとって何より重要な信用を傷つけるまで、あるいは PF の倒産のリスクを背負うまでローン証券を販売し、規模の拡大を求めるのか。ここまで成長にこだわる理由は、P2P ネット金融が金融機関でありながら IT 企業でもあるという特殊な性質にある。上述のように、IT 企業には極めて特徴的な性質が 2 つ有する。1 つ目は、

ネットワーク外部性と先行者優位という特徴である。より具体的に言えば、PFが直面する競争は、通常の市場競争と異なり、勝者総取り（Winner-takes-all）という熾烈なものである。倒産ラッシュが起こるまで、大手のPFでさえ勝者（独占者あるいは寡占者）ではなかったため、常に厳しい競争に晒されていた。2つ目は、膨大な埋没費用とゼロに近い限界費用という段差的なコスト構造に直面するという点である。このような特徴を有するPFは、P2P ネット金融に参入した途端、「軍拡競争の囚人のジレンマ（Arms Race Prisoner's Dilemma）」に陥り、勝者が出るまで終わらない競争を強いられる。中国のP2P ネット金融PFはローン証券の元利保証を行いながらも、自身がIT企業でもあるという特殊な経営環境におかれたために、自ずと創業初期にコストを度外視して取引を増やし、安全と利益よりも規模拡大を優先せざるを得なかった。さらに、ローン証券がデフォルトまで時間的なラグを持つという性質は、PFが初期段階ではコストを度外視して規模拡大に邁進することを可能にした。このように、PFの大規模淘汰はいずれ起こる宿命であり、2018年の半ばに倒産ラッシュが起こったのは、いくつかの悪条件がたまたま同時に揃った結果にすぎなかった。

このような競争はIT産業においては決して珍しいものではなく、「多産多死」はむしろ新しいイノベーションの特徴であり、金融業でなければそれほど重要視されず、規制すべきものではない。規制が早い段階でローン証券の元利保証の禁止や経営情報ディスクロージャーを義務化すれば、「e租宝」や「唐小僧」のような詐欺サイトを阻止したり、参入ハードルを上げることによって大量な新規参入PFを減らしたりすることができるが、「軍拡競争の囚人のジレンマ」を阻止することは不可能である。ただし、規制の欠如はその競争を一層促進したことはまちがいないであろう。

5.3.3 市場の失敗説、外部要因説と内部要因説の再考

市場の失敗説はP2P ネット金融において情報の非対称性や外部性など市場の失敗が存在し、それによってPFの経営基盤が毀損され、結果として問題

PF化につながる説である。他の金融機関と同じように市場の失敗が存在することは決して珍しいことではない。しかし、市場の失敗説はPFの特徴を説明するためには有効であるが、2018年に起こったPFの倒産ラッシュを説明するには不十分と言わざるを得ない。

外部要因説は倒産ラッシュの原因を、PF自身の特徴よりも外部の経営環境変化に求める説である。上述のように、2016年年末から、金融の拡張的政策から引締政策への転換、2017年夏からの米中貿易摩擦、2018年入ってからの株価の暴落など、P2P ネット金融だけではなく、中国全体の経済環境が大きく悪化した。さらに、2016年8月に公布した『暫定条例』を皮切りに、P2P ネット金融に対する規制がエスカレータ的に厳格化した。2016年からP2P ネット金融に取り巻く経営環境が極度に悪化したのは紛れもない事実であり、PFの経営にネガティブに寄与したと言えよう。外部要因説はこのような経営環境の急速な悪化のもとでPFの倒産ラッシュが起こったと主張する。しかし、もし外部要因が倒産ラッシュの最大の理由であれば、次の2つの間に答えを出さなければならない。1つ目は、景気の悪化は紛れもない事実であるが、なぜ倒産ラッシュの起こったのがP2P ネット金融だけであり、他の金融機関がほぼ無傷で済んだのかという問いである。P2P ネット金融と他の金融機関の間に、これほどまでの差が存在する理由は外部要因だけでは説明できず、P2P ネット金融自身に特別な構造的な原因があったと考えるのが合理的であろう。2つ目は、なぜ完全保証リスクやディスクロージャーリスクを背負うまで、PFが規模拡大にひた走ったのかという問いである。この問いに対する答えはすでに説明したように、P2P ネット金融PFが、金融機関でありながらIT企業でもあるという性質があったためである。これは明らかにP2P ネット金融における構造上の問題であり、内部要因である。

P2P ネット金融が大倒産に至った経緯を簡潔にまとめると、景気の悪化、金融政策の引締めと規制の強化といった外部要因がP2P ネット金融の経営環境を悪化させ、もともと内生化されていたテールリスクが表面化し、大倒産に至った。外部要因は倒産

ラッシュのきっかけにしかすぎず、倒産ラッシュの最大の要因は、市場が大きく発展した理由そのもので、最初から仕組まれていたものであり、一種のイノベーション・バブルである。

6 中国 P2P ネット金融の未来

2018 年は中国の P2P ネット金融にとって、取引総額の激減、大量の問題 PF の出現に加え、急速な規制の厳格化が同時に起きた、まさに激震・崩壊の年であった。P2P ネット金融は、これから中国の金融歴史の表舞台から姿を消すのであろうか。中国の規制当局は、P2P ネット金融に対してどのような思惑を持っていたのか、あるいは業界をどのような形で存続させようと考えているのであろうか。

2018 年 12 月に公布された『175 号文』では、中国の規制当局は P2P ネット金融に対して、基本的に PF の精算と転業を促すという方針を採っていた。さらに、2019 年 11 月にネット金融リスク管理小委員会と P2P リスク管理小委員会が連名で、『關於網絡借貸信息仲介機構轉型為小額貸款公司試點的指導意見（インターネットによる借貸情報仲介機構の小額貸款公司への転業に関する指導意見）』（以下：『83 号文』）²² を公布しているが、そこでは、PF の中で優良のものに対して「小額貸款公司」（以下：小貸公司）への転業を促している。『175 号文』を基本方針とすれば、『83 号文』はその実行細則である。この「小貸公司」は、日本の「消費者金融」と類似している。「小貸公司」は P2P ネット金融と同じく借り手に小額の資金を融資する。両者の最大の違いは、P2P ネット金融はローンを証券化した上で貸し手にローン証券を販売するが、「小貸公司」は、自己資本で融資を行う、あるいは債権を証券化してファンドやノンバンクなど機関投資家に販売するものの、個人投資家には販売しないという点である。この取引は、機関投資家がジャンク債を購入することと本質的に違いはなく、第 4 節で言及した P2P ネット金融の 3 つのリスク、つまり、完全保障リスク、ディスクロージャーリスクと景気循環リスクを防止あるいは軽減することができる。P2P ネット金融から「小貸公司」に転業することによって、夜逃

げや刑事訴追など、貸し手に大きな痛手を被らせる「悪質問題 PF」の発生を防ぐことができるのが明らかである。さらに、貸し手が個人投資家から機関投資家へ変わることによって、取引における情報の非対称性が緩和され、PF のキャッシュ・プーリングや融資のモラルハザードを防ぐことができ、ひいては金融システム全体の安定に寄与する。

「小貸公司」以外にも 2 つの重要な出口戦略がある。その 1 つは「助貸機構」である。「助貸機構」とは、PF が融資に関与せず、ローンの審査や投資家への紹介などの仲介業務に徹するものであり、融資を助けるという意味でこの名称になった。PF に融資を求める借り手を投資家に紹介し、借り手のリスクを審査した上、合格したものにローンの融資を行う仕組みである。この仕組みは、金融の安定化の実現に向けて 2 つのメリットがある。まず、PF が「情報仲介」の役割に徹することで、理論上問題 PF になる可能性がなくなる。第 2 に、P2P ネット金融の強みを残しつつ弱みを補完することができる。P2P ネット金融は IT 技術を駆使して顧客である借り手を獲得し、低コストで借り手の情報収集というリテール業務には強みがある一方、銀行やノンバンクなどの金融機関はリスク審査や資金面において強みがあり、両者の強みは補完的な関係にあるといえる。

最後の出口戦略は「消費金融公司」である。「消費金融公司」の仕組みは「小貸公司」に近いが、その最大の違いはその背後にある企業の存在である。「消費金融公司」は大手であり、その背後には大手の商業銀行や国有ノンバンクが控えているが、「小貸公司」はそのような後ろ盾を持っていない。日本に置き換えれば、「小貸公司」は消費者金融であり、「消費金融公司」は銀行系カードローンと表現するとわかりやすいだろう。

この 3 つの出口戦略は決して平坦な道ではない。その理由は、転業に際して求められるハードルの高さにある。PF にとって最も転業しやすいと思われる「小貸公司」でさえも、『83 号文』によれば、必要となる資本金は 10 億元以上であり、ハードルが非常に高い。これは、中小の PF にとってはもちろん、大手にとっても決して少ない金額ではない。また、原則として 1 年以内に既存のローン証券残高をゼロ

にし、ローン証券残高を元利保証する連帯責任を主要株主に求めると『83号文』に明記されていた²³。このような厳格な規制は、規制当局が、PFを転業よりも精算に追い込みたいという意図を持っていたことを伺わせる。さらに、「小貸公司」は既存の市場があり、すでに競争の厳しいレッドオーシャンの状態にある。網貸之家によれば、2019年9月に中国全土に7,680社もの「小貸公司」が存在し、その貸出残高は9,288億元であるが、2014年以降は、会社数と貸出残高ともにわずかながら減少傾向にある。

「助貸機構」への転業は、「小貸公司」に比べると資本金などの規制が厳しくないものの、ローン証券の販売先である金融機関を見つけることが困難である。P2P ネット金融は、もともと規制逃れのために誕生した金融イノベーションであり、そこでのローン証券の取引は、法的な裏付けのないまま行われることが多い。一方、銀行やノンバンクなどの金融機関は常に厳しい規制が敷かれた業種であり、元々バックグラウンドに金融機関がないPFにとっては、新たに取引先を見つけるのは困難である。

「消費者金融公司」への転業は最も難しく、平たく言えばP2P ネット金融から普通の金融機関に転身することに例えられる。ナスダックに上場した「玖富教科」と大手商業銀行である平安銀行傘下の「陸金服」が「消費者金融公司」への転業を表明したが、規制当局の許可をまだ得られてない。

当局の厳しい規制に呼応して、PF側も転業や精算に進んでいた。2019年10月現在、湖南省、山東省、四川省、河北省と重慶市における監督部門の発表によれば、それぞれの管内においてチェックリストに合格したPFが1社もなく、既存のPFはすべて精算あるいは転業になった。

7 まとめとして

本稿では、誕生以来、急速に成長し、新たな金融イノベーションとして注目された中国のP2P ネット金融市場において、2018年中頃からなぜPFが大量倒産に追い込まれたのかについて考察を行った。これまで、その原因として挙げられた理由は、政府の規制強化や景気後退による外部要因説と、P2P

ネット金融の特徴である貸し手と借り手を直接つなぐことが情報の非対称性を発生させたという市場の失敗説の2つに大別される。しかし、本稿は考察の結果、これまでの研究ではほとんど言及されていない内部要因説を新たに提唱している。

内部要因説は2018年中頃からのPFの倒産ラッシュの原因が中国P2P ネット金融の構造上にあり、PFの急成長の理由と同じもので、両者はコインの表と裏の関係にあり、外部要因説で挙げた規制の強化や金融引締策はそのきっかけしかないというものである。具体的言えば、中国P2P ネット金融は、金融機関であると同時にIT企業でもある。そのため、「完全保証リスク」を背負いながらも絶えず拡張せざるを得ないという特殊な構造的性質により、P2P ネット金融に参入した途端、PFは「軍拡競争の囚人のジレンマ」のような競争を絶えず強いられ、成長以外にPFが生存する方法がなかった。PFを成長させるために、自身の信用を傷つけるようなディスクロージャーリスクや、倒産を招きかねない完全保証リスクを背負うことすらも辞さなかった。また、『暫定条例』の公布まで規制が欠如したことによって、その競争は一層熾烈なものになった。2018年中頃からのP2P ネット金融の倒産ラッシュは外部経営環境の悪化をきっかけに、先送りされたテールリスクが一気に表面化したものであり、いわば仕組まれたバブル崩壊である。

本稿ではPFの倒産ラッシュの理由について、先行研究の外部要因説と市場失敗説に対し、新たに内部要因説を提唱した。内部要因説は倒産ラッシュの要因をより正確に分析し、中国P2P ネット金融に存在する構造的な欠陥をあぶり出すことができる。内部要因説の導入により、学術研究の面で新たな視座を構築することに加え、政策的含意を得ることができる。まず学術研究の面においては、中国のP2P ネット金融に関する研究はまだ初期段階にあると言える。本稿では倒産ラッシュという事象を切口とし、P2P ネット金融の全体を分析しその構造的欠陥をあぶり出すことでP2P ネット金融だけではなくネット金融全体の研究の深化を試みている。また、政策面においては、倒産ラッシュの理由と市場の構造的欠陥を解明することによって、P2P ネット金融に対

する規制をより適正に行うことができるようになる。具体的に言うと、規制によって構造的欠陥を防ぎ、倒産ラッシュのような混乱を未然に防止・軽減することが可能となり、借り手と貸し手双方の保護に役立つであろう。

これまでの中国の P2P ネット金融の歴史には、大きく 5 つの局面が存在する。第 1 局面は 2010-2013 年の「胎動期」である。ここでは PF についての認知も低く、市場規模も極めて限られていた。第 2 局面は 2014-2016 年 8 月までの「野蛮成長期」である。続々と新たな PF が新規参入し、爆発的に成長。第 3 局面は 2016 年 8 月から 2018 年半ばまでの「安定成長期」である。『暫定条令』の公布に伴い新規参入 PF は減少したが市場の規模は順調に拡大し、問題 PF 発生の影響も限定的であった。2018 年半ばから 2019 年半ばまでは第 4 局面である。この局面は「急落期」であり、この期においては新規参入が途絶え、これまで安全とみなされていた大手 PF でさえも、突然に問題 PF 化し、貸し手にとって P2P ネット金融そのものがまったく信用できないものになってしまった。そして 2019 年半ば以降、現在進行しているのが第 5 局面である「再出発期」である。この期は、これまでの P2P ネット金融が新たなフェイズを迎える転換点であると言える。

上記の経緯を辿ると、中国 P2P ネット金融の急成長から大倒産へと至る流れは、1990 年代から 2000 年代初頭にかけての IT バブルと類似している。2000 年以降の IT 企業のように、中国の P2P ネット金融はいままでと同じ形で存在することはほぼ不可能になったが、個人や小規模事業者の旺盛な資金需要に応える市場が存在する限り、新たな金融イノベーションによって、形を変えて存続されるものと予想される。

謝辞

本稿の審査においては、2 名の匿名レフェリーから有益なコメントを頂戴した。ここに記して感謝申し上げます。また、本研究は徳島文理大学「平成 31 年度 特色ある教育・研究（課題番号 TBU2019-2-4）」の助成を受けたものである。

【注】

- ¹ 徳島大学大学院社会産業理工学研究部
Email: zhaotong@tokushima-u.ac.jp
- ² 徳島文理大学総合政策学部
Email: mizunoue@tks.bunri-u.ac.jp
- ³ 中国の P2P ネット金融はリアル店舗がほとんどなく、インターネット上にサイトを開き、ユーザーの登録・信用確認からローン証券の販売・返済までほとんどネット上で完結する。そのため、中国では P2P ネット金融を行う会社を「P2P 金融平台」と呼ばれている。本稿ではこの呼称と一致するように、P2P ネット金融を行う会社を P2P ネット金融プラットフォームと呼ぶ。
- ⁴ 2016 年 8 月に公布された規制は『網絡借貸信息仲介機構業務活動管理暫定弁法（ネット金融・情報仲介機構の業務活動管理の暫定条例）』（以下：『暫定条例』）である。下記のサイトで中国語の全文を読める。http://www.cac.gov.cn/2016-08/25/c_1119451974.htm（2020 年 4 月 15 日閲覧）
- ⁵ 「問題 PF」とは、営業した PF のうち、創業者の夜逃げ、刑事訴追、自主廃業、精算など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出しができない、のいずれか（もしくは複数）が発生した PF を指す。さらに、夜逃げや刑事訴追など借り手に被害を及ぼす「問題 PF」を「悪性問題 PF」とし、自主廃業や精算のように借り手に被害を及ぼさないものを「良性問題 PF」とする。本稿では個々の PF の営業停止を「問題 PF」あるいは「PF の問題化」といい、業界全体において大量の「問題 PF」の出現を一般的言葉で「倒産」と表現する。本稿では「問題 PF」と「倒産」がかなり近い意味で使われることに注意していただきたい。
- ⁶ 例として、ロイターの 2018 年 8 月 15 日ニュース記事がある。『焦点：中国「金融難民」の怒り爆発、P2P 業者の破綻急増』<https://jp.reuters.com/article/china-p2p-investors-idJPKBN1L007I>（2020 年 4 月 15 日閲覧）

- ⁷ 先行研究のほとんどは P2P ネット金融の金融リスクについて書かれたものではなく、その特徴や特異性を探るものである。
- ⁸ 『暫定条例』では借入れ金額について厳しい制限が設けられた。個人借り手の場合、1つの PF から最大 20 万元、全 PF の合計は 100 万元に制限され、企業の場合、上限はそれぞれ 100 万元と 500 万元とする。
- ⁹ 中国大陸の証券取引市場では、登録制の「新三板」を除くと、許可制の上海及び深セン証券取引所に上場した PF が一社もない。
- ¹⁰ 2008 年のリーマンショックの後、輸出主導の経済は行き詰まりとなり、中国は 4 兆元の拡張的財政政策を講じ、内需を刺激しいち早く経済を回復させた。しかし、この 4 兆元の経済刺激策は政府が赤字国債を発行し財政支出を増やすという一般的にやり方ではなく、4 兆元の大部分は地方が地方債を発行し融資プラットフォーム、いわばシャドーバンキングによる融資である。地方の発行した債券は中央政府の管理監督が届きにくく、国債より信用力が低く、発行残高の膨張は金融システムのシステムティックリスクをもたらしていた (Brunnermeier et al, 2017)
- ¹¹ 下記のサイトで中国語の全文を読める。(2020 年 4 月 15 日閲覧) <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=268924&itemId=861&generaltype=1>
- ¹² 下記のサイトで中国語の全文を読める。(2020 年 4 月 15 日閲覧) http://www.cbrc.gov.cn/govView_C8D68D4C980A4410B9F4E21BA593B4F2.html
- ¹³ 下記のサイトで中国語の全文を読める。<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=278331&itemId=861&generaltype=1> (2020 年 4 月 15 日閲覧)
- ¹⁴ 下記のサイトで中国語の全文を読める。<https://baike.wdaj.com/doc-view-5121.html#5> (2020 年 4 月 15 日閲覧)
- ¹⁵ 下記のサイトで中国語の全文を読める。<https://news.p2peye.com/article-537462-1.html> (2020 年 4 月 15 日閲覧)
- ¹⁶ 下記のサイトで中国語の全文を読める。<https://www.wdaj.com/hjzs/ptsj/20180831/758577-1.html> (2020 年 4 月 15 日閲覧)
- ¹⁷ 下記のサイトで中国語の全文を読める。<https://static.hurbao.com/article/2018-10-18/NAV0042/20181018164924220.pdf> (2020 年 4 月 15 日閲覧)
- ¹⁸ 『中国経営報』2018 年 6 月 25 日号記事：「唐小僧爆雷背後：母公司曾“傍上”假央企」
<http://dianzibao.cb.com.cn/images/2018-06/25/08/2264a08c.pdf> (2020 年 4 月 8 日閲覧)
- ¹⁹ 『中国経営報』2018 年 7 月 9 日号記事：「聯璧金融爆雷 牽出斐訊“0 元購”的危險游劇」
<http://dianzibao.cb.com.cn/images/2018-07/09/31/2266c03b.pdf> (2020 年 4 月 8 日閲覧)
- ²⁰ 「投之家」のホームページは 2020 年 4 月 8 日現在まだ閲覧が可能であるが、ローン証券の取引はされてない。<https://www.touzhihia.com/>
- ²¹ 『中国経営報』2018 年 7 月 23 日号記事：「投之家実投之家实控人“迷局”」
<http://dianzibao.cb.com.cn/images/2018-07/23/09/2268b01c.pdf> (2020 年 4 月 8 日閲覧)
- ²² 下記のサイトで中国語の全文を読める。http://www.chinamfi.net/News_Mes.aspx?type=16&Id=71308 (2020 年 4 月 15 日閲覧)
- ²³ ローン証券残高が 50 億元以上の PF においてはローン証券期間が 1 年以上のものだけ 2 年以内にゼロにしてもよい。詳細は『83 号文』を参考されたい。

【参考文献】

- Berger, Sven. C. and Fabuan Gleisner (2009). “Emergence of Financial Intermediaries in Electronic Markets : The Case of Online P2P Lending”, *Business Research*, 2(1), PP. 39-65.
- Brunnermeier, Markus, Michael Sockin and Wei Xiong (2017). “China’s gradualistic approach: Does

- it work for financial development?”, *American Economic Review*, Vol. 107 No. 5, pp. 608–613.
- Freedman, Seth and Ginger Zhe Jin, (2008). “Do Social Networks Solve Information Problems for Peer-to-Peer Lending? Evidence from Prosper. Com”, *NET Institute Working Paper*, No. 08-43. <https://ssrn.com/abstract=1936057>
- Freedman, Seth and Ginger zhe Jin (2017). “The Information Value of Online Social Networks: Lessons From Peer-to-Peer Lending”, *International Journal of Industrial Organization*, 51 (1), PP. 185-222.
- Herzenstein, Michal, Rick L. Andrews, Utpal M. Dholakia and Evgeny Lyanders (2008). “The Democratization of Personal Consumer Loans? Determinants of Success in Online Peer-to-peer Lending Communities”, Online, papers.ssrn.com.
- Klafft, Michael. 2008, “Online Peer-to-Peer Lending: A Lenders’ Perspective”, *Proceedings of the International Conference on E-Learning, E-Business, Enterprise Information Systems, and E-Government*,EEE 2008, pp.371-375.
- Lin Mingfeng, Nagpurnanand R. Prabhala, and Siva Viswanathan (2013). “Judging Borrowers by the Company They Keep: Friendship Networks and Information Asymmetry in Online Peer-to-Peer Lending”, *Management Science*, 59(1), pp. 17-35.
- Lin Mingfeng, and Siva Viswanathan (2016). “Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market”, *Management Science*, 62(5), pp. 1225-1531.
- Pope, Devin G. and Justin R. Sydnor (2011). “What’s in a Picture? Evidence of Discrimination from Prosper.com”, *Journal of Human Resources*, 46(1), pp. 53-92.
- Studwell, Joe (2014). *How Asia Works*, Grove Press.
- Turner, Adair (2015). *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press.
- 趙彤・水ノ上智邦 (2019). 「中国 P2P ネット金融規制について」『パーソナルファイナンス研究』 No. 6, pp. 47-56.
- 【中国語文献】**
- 謝平・鄒傳偉・劉海二 (2014). 「互聯網金融監督的必要性与核心原則」『國際金融研究』 No.8, pp. 3-9.
- 周宇 (2019). 「金融危機視角：P2P 雷潮的深層形成機理」『探索与争鳴』, No. 2, pp. 109-144.
- 宋鵬程・吳志国・趙京 (2014). 「投融资效率与投資者保护的平衡：P2P 借貸平台監管模式研究」『金融理論与实践』, No. 1, pp. 33-38.
- 湯鐸鐸 (2019). 「金融去杠杆，競争中性与政策轉型——2019 年中国宏觀經濟展望」『經濟学動態』 No.3, pp. 32-43.
- 張海洋 (2017). 「信息披露監管与 P2P 借貸運營模式」『經濟学』 No.1, pp. 371-392.
- 巴曙松・侯鑫彧・張帥 (2018). 「基於生存模型的 P2P 網貸平台生存規律与政策模拟研究」『当代財經』 No. 1, pp. 44 - 56.
- 網貸之家 (2018). 『2018 中国網絡借貸行業年報』上海盈訊科技股份有限公司
- 劉瀾颺・沈鑫・郭步超 (2013). 「互聯網金融發展及其对傳統金融模式的影響探討」『經濟学動態』 No. 8, pp. 73 - 83.
- 廖理・李夢然・王正位 (2014). 「聰明的投資者：非完全市場化利率与風險識別——来自 P2P 網絡借貸的証据」『經濟研究』 No.7, pp. 125-137.

(受理日 2020 年 11 月 20 日)