

2015年10月2日 全10頁

中国 個人投資家の資金はどこへ向かうか

リターンを求めた資金はP2Pに流入

金融調査部 研究員 矢作大祐

[要約]

- 6月以降の株価下落に伴い、中国の個人投資家は、株式市場から資金を引き揚げ、銀行の短期預金へと移している。一時的に短期預金に滞留した資金は様々な資産に振り分けられていくと考えられ、中でも資金流入先として注目されるのはインターネット上で借入をしたい個人・企業と貸出をしたい個人・企業のマッチングを行うP2P (Peer to Peer lending) である。
- P2Pへの資金流入は、株価下落後の7月・8月に急増している。これは、相対的に高い運用利回りを維持していることが投資家を呼び込んでいることに加え、中小企業や個人といった借入主体にとっても、資金調達先の多様化という観点から重宝されていることが背景にはあろう。
- しかしながら、P2Pは発展段階であり、投資家は規制の未整備がもたらす、①見せかけの債務延滞比率の低さ、②問題プラットフォームの増加といったリスクに晒されている。インターネット金融の健全な発展に向け、規制・監督の整備が望まれるところであり、現在、中国当局は関連法案を次々と公表している状況にある。
- ただし、規制・監督の整備が拙速に行われた場合、P2P内外に悪影響が及ぶ可能性がある点には留意が必要である。具体的な懸念点としては、①P2P内への影響として、P2Pへの最低資本金規制の導入に伴うプラットフォームの破たん増加、②P2P外への影響として、配資会社への規制強化に伴う株価への下押し圧力、といった点が挙げられる。中国当局の慎重な対応が望まれよう。

個人マネーは株式市場から短期預金に流入し、新たな投資先を選別中

2014年11月以降、上海市場の株価上昇に伴い流入した個人投資家の資金は、本年6月以降の株価の下落を契機に株式市場から流出したものと考えられる。証券取引口座の現金残高は、最大となった6月初めの3.9兆元から9月半ばの2.4兆元で減少している(図表1)。では、今回流出した個人投資家の資金はどこに向かっているのだろうか。個人投資家の資金の行方は、企

業の資金調達コストの増減や、資産効果を通じた消費への影響などのチャンネルを通じて、実体経済に大きな影響を与えることから注目度は高い。

① 資金は短期預金に一時的に滞留か

株式市場から流出した個人投資家の資金は短期預金へと向かったようだ。7月以降に証券口座から銀行預金に向かった資金は、7,000億円程度となっている（図表2）。特に短期預金である要求払預金残高の伸び（前年同期比）を見てみると、昨年12月から6月まで1～3%の間で推移していたが、本年7月には6%、8月には9%と急上昇した（図表3）。ただし、短期預金には株式市場から流出した資金が一時的に滞留しているだけで、いずれ様々な資産に振り向けられることになると思われる。

資金の流入先の一つとして、リスク回避的なスタンスを強める個人投資家が定期預金といった相対的に安全な資産へと資金を移す可能性が考えられる。しかし、本年7月～8月の定期預金の伸びに大きな変動は見られない（図表4）。預金金利の引き下げ（8月に1年物預金基準金利を2.0%→1.75%へと引き下げ）によって物価上昇分（2015年8月のCPIは前年比2.0%）も賄えない状況にあり、定期預金の魅力が低下したと考えられる。また、預金関連商品として、銀行預金といった相対的に安全な資産を中心に運用されるインターネットMMFに関しても同様の傾向である。代表的なインターネットMMFでアリババが運営するアリペイの余剰資金運用サービス「余额宝」は、2013年12月～2014年1月にかけて7日物金利が6%強で推移していたが、2015年6月末時点では約3.5%となっており、残高も6,134億円（同年3月末比▲13.8%）と減少している状況にある（図表5）。

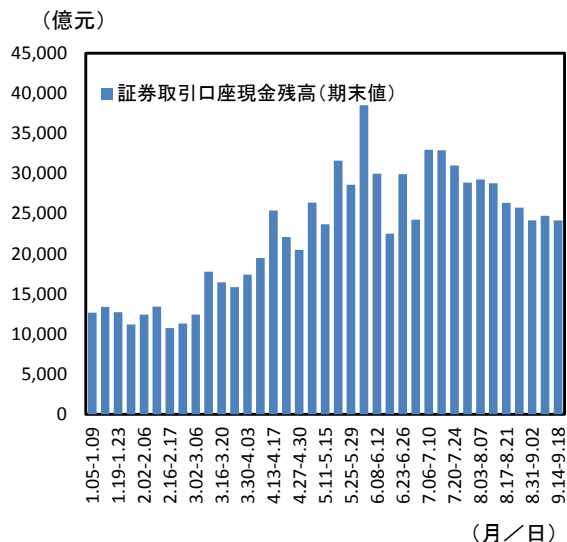
② 理財商品への投資は低調、不動産投資は一部の主要都市に資金流入か

では、個人投資家の資金は、株式投資に代わるリターンの高い投資商品に移りつつあるのだろうか。例えば、日本の投資信託に似た理財商品を見ると、5大銀行の理財商品残高は2015年6月末時点で、6兆3,466億円となり、2014年12月末（6兆4,700億円程度）に比べ、若干の減少となった。7月以降に関しても、株価下落や金利引き下げに伴う理財商品のリターンの低下傾向といった運用難を背景に、理財商品の期限前償還が発生している。例えば、6月～9月の理財商品の新規設定件数は償還件数に比べて少ないことから、理財商品への資金流入が増加しているとは考えにくい（図表4）。

2013年～2014年上半期に好調であった不動産市場に、再び資金が流入しているのだろうか。2014年以降下落した住宅価格は、東部沿岸部の都市を中心に再び上昇へと転じつつある。本年7月以降、70都市の新築住宅価格指数のうち、上昇した都市の数が下落した都市の数を上回っている（図表7）。また、西南財経大学家庭金融調査研究センターが6月末頃に行った家計の資産運用に関する調査によると、不動産市場への投資を増やした家計の割合は3.7%と前期（3月末時点）の2.3%から上昇した。ただし、70都市の新築住宅価格指数のうち、8都市が2014年

の平均値を上回っている一方で、62都市は依然として下回っており、中でも33都市は2014年の平均値の▲5%以下の水準にある。つまり、上記8都市の不動産市場に投資が可能な世帯はキャピタルゲインを得ることが可能だが、それ以外の回復のペースが遅い地域に関しては、今後も不動産市場の需給の調整に時間がかかると考えられることから、全国的に個人マネーが不動産市場に向かうとの見込みは立ちにくいだろう。

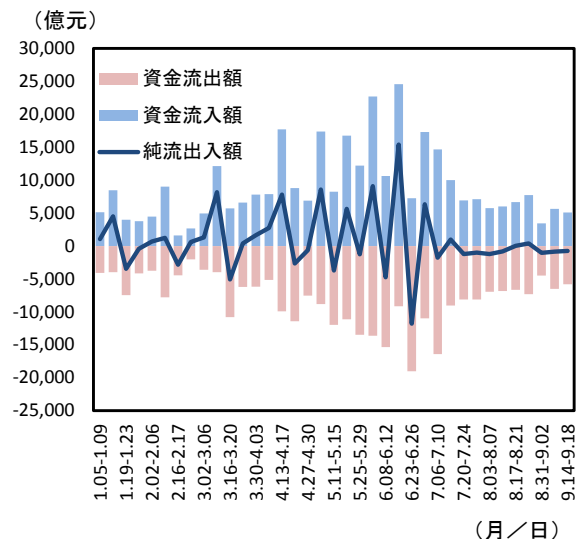
図表1 証券取引口座残高



(注)証券会社にある顧客の証券取引口座の残高。なお、B株取引や証券自己勘定取引、QFII等の証券取引に関する口座は除いたもの。

(出所)中国証券投資者保護網より大和総研作成

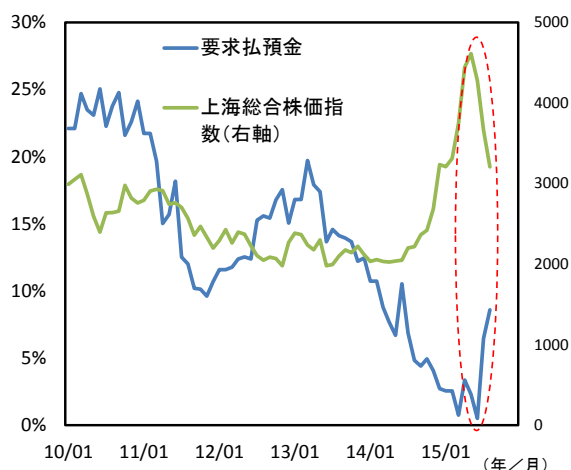
図表2 証券取引口座の資金流入



(注)資金流出額は証券口座から銀行口座への流出額。資金流入額は銀行口座から証券口座への流入額。

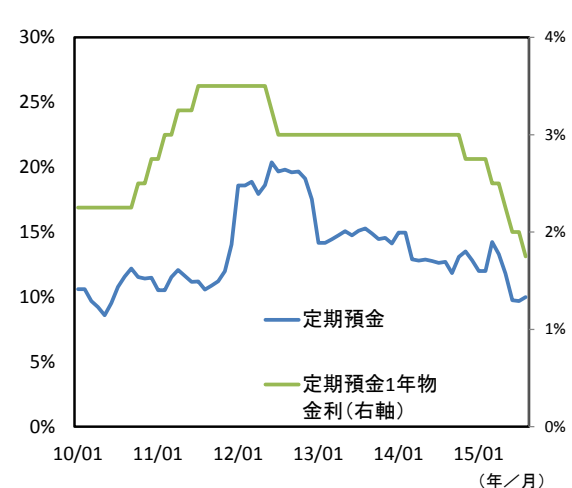
(出所)中国証券投資者保護網より大和総研作成

図表3 要求払預金残高(前年同期比増減)、上海総合株価指数



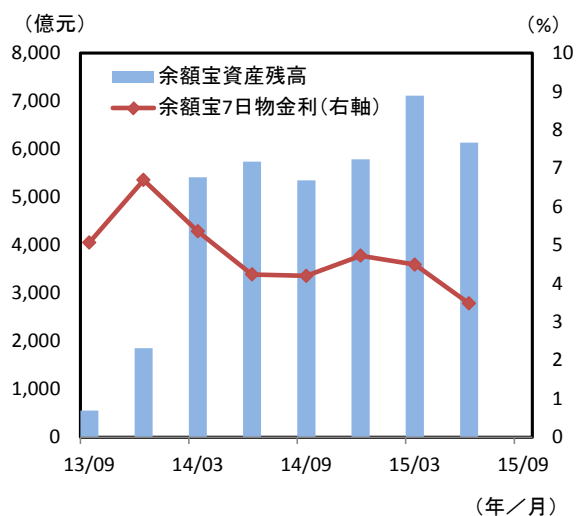
(出所)上海証券取引所、中国人民銀行より大和総研作成

図表4 定期預金残高(前年同期比増減)、定期預金金利



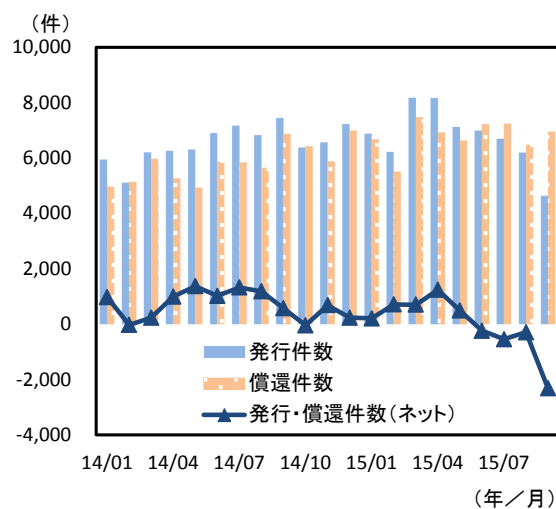
(出所)中国人民銀行より大和総研作成

図表5 「余额宝」の預資産残高、7日物金利



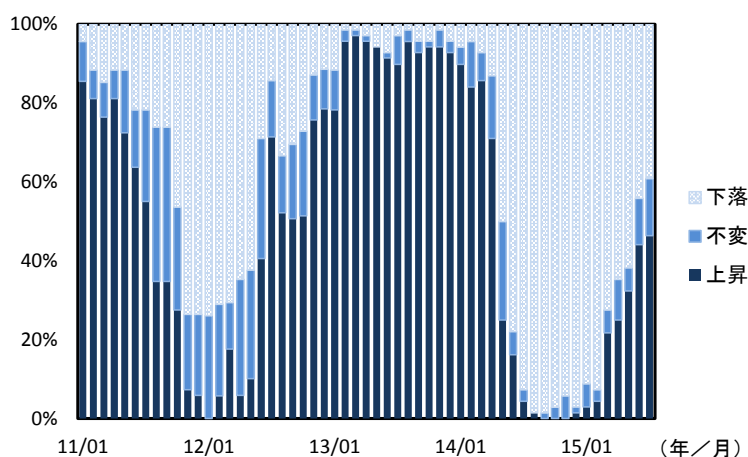
(出所) 天弘基金管理有限公司ウェブサイトより大和総研作成

図表6 理財商品の発行・償還件数



(出所) 和讯網より大和総研作成

図表7 70都市の新築住宅価格指数の動向（前月比上昇・下落都市数シェア）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

個人マネーはリターンを求めて、P2P へと流入か

足元で特に資金流入が顕著なのは、インターネット上で借入をしたい個人・企業と貸出をしたい個人・企業のマッチングを行う P2P (Peer to Peer lending) である。P2P の典型的な仕組みは、P2P プラットホーム運営会社（以下、プラットフォーム）が借入をしたい個人・企業の情報（金額、期間、用途、リターン）を掲載するインターネットウェブサイトを運営し、投資家を募集するというものである。中国においては、2007 年設立の拍拍貸というプラットフォームが先駆けとされている。プラットフォームの数は近年急速に拡大しており、2010 年に 10 社から 2014 年

末には 1,575 社まで増加した（図表 8）。

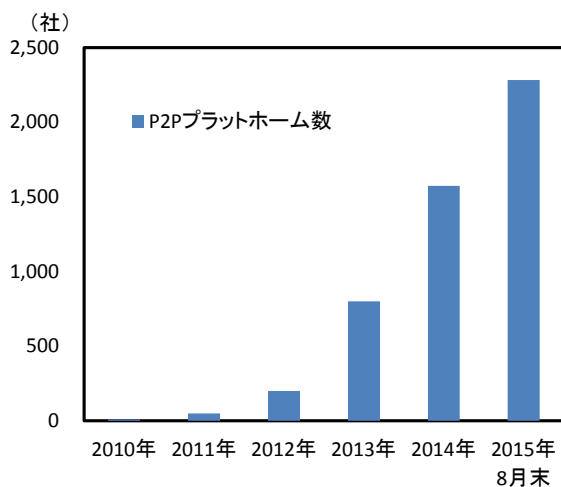
成長著しい P2P への資金流出入額（ネット）を示したものが図表 9 である。P2P への資金流入が継続しており、流入額も増加傾向にあるが、中でも本年 7 月・8 月の資金純流入額は単月で 300 億元を超えており、1 月～6 月の資金流入額平均の 2 倍前後の水準となっている。資金の流入が継続する背景には、P2P の利回りの高さが挙げられる。P2P の収益率は徐々に低下しつつあるものの、2015 年 1～8 月の平均収益率は年率 14.5% と依然として高水準にある（図表 10）。

個人投資家が保有する主要な金融商品と比較した場合、いまだ P2P の投資残高規模は小さい。具体的には、2014 年末時点で個人投資家等が保有する P2P 残高は 1,036 億元であるが、預金残高は 50.69 兆元である。また、リスク資産に関しては、個人が保有する株式残高が 2.96 兆元（2013 年末）、個人向け理財商品残高が 8.95 兆元（2014 年末）となっている。しかし、リスク資産のリターンが芳しくない中で高リターンが期待でき、8 月末には P2P 残高が約 2,770 億元まで急増していることを踏まえれば、今後もさらに資金が流入する可能性があると言える。

また、P2P は投資家側のニーズだけで急成長したわけではない。借入側にとっても P2P は重要な資金調達先になっている。借入人数は 2013 年の 15 万人から、2014 年には 63 万人へと増加した。2014 中国ネットワーク借貸行業藍皮書によると、借入側の資金用途は、運転資金が 48.23% と最も大きく、住居等、自家用車購入、日常的な消費、開業資金の順となっており、中小企業等の運転資金や開業資金が半分以上を占める（図表 11）。中国における中小企業数は全企業数の 99% を占めるが、銀行から十分な資金供給がなされていたわけではなく、手元資金の利用や親族等からの借り入れ、高利貸し等からの資金調達といった限られたものであった。このような資金調達環境において、P2P は、インターネットという利便性の高さや、親族といった資金元が限定されない点から中小企業の資金調達先の一つとして利用が拡大したと考えられる。

本年 8 月末には、預貸比率規制の撤廃が全人代常務委員会で承認されるなど、銀行が中小企業への貸し出しを行うためのハードルが下がったと言えるが、経済成長の悪化等に伴い銀行の不良債権比率が上昇する中、銀行が相対的にリスクの高い中小企業向けの貸出を急激に増やすことは難しいと考えられる。P2P が中小企業向けの資金調達源の一つとして今後も利用されていく趨勢は変わらないだろう。

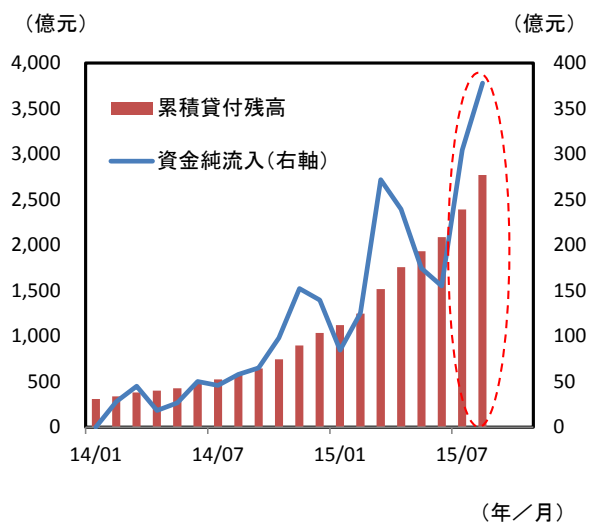
図表 8 P2P プラットホーム数



(注) 各年末のプラットフォーム数。2015年のみ8月末時点。

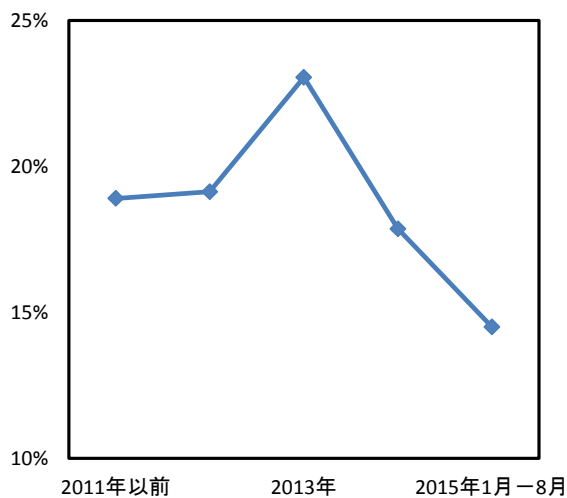
(出所) 網貸之家より大和総研作成

図表 9 P2P 累計貸付残高、資金純流入



(出所) 網貸之家より大和総研作成

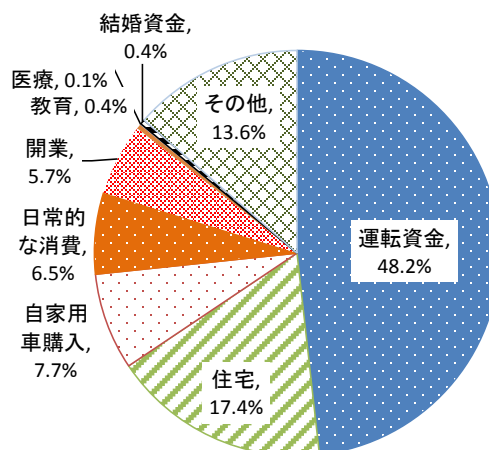
図表 10 P2P の運用収益率 (年平均)



(注) 2015年のみ1月-8月の平均。

(出所) 網貸之家より大和総研作成

図表 11 2014年 P2P 借入側の資金用途



(出所) 2014 中国ネットワーク借貸行業藍皮書より大和総研作成

投資家が抱える P2P のリスク

個人投資家の資金の流入先として注目される P2P ではあるが、未だ発展段階にあり、投資家にとって様々なリスクが存在する。具体的には、規制の未整備がもたらす、①見せかけの債務延滞比率の低さ、②問題プラットフォームの増加といったことが挙げられる。

① 見せかけの債務延滞比率の低さ

第一のリスクとして、リターンの高さを踏まえれば、P2Pを通じた貸出には相応のリスクが存在すると考えられる。銀行が貸出を行うことが難しい中小企業等が主な借入主体であることから、返済遅延や貸し倒れといった貸出債権の劣化が懸念されよう。現状、P2Pには中国当局の規制がかけられておらず、延滞債権や不良債権比率に関する統一的な定義が明確にはない。本年8月、上海市や広東省といったP2Pが盛んな地域のインターネット協会は、プラットフォームが各四半期末後30日以内に、返済が90日間遅延している延滞債務比率（逾期率）を公表することを提案したところである。

現在、プラットフォームが自主的に公表している延滞債務比率は驚くほど低水準であることが多い。例えば、新華社・中国社会科学院金融研究所が主要なプラットフォーム25社に対して調査を行った中国網貸評価体系報告（2015年第一四半期）によると、返済が90日間遅延した延滞債務比率は、最高値が2.8%、大半が0%~1%であった。P2Pの主な貸出先である個人や中小企業に対する銀行の不良債権比率（2014年）を見ると、中小企業向けの不良債権比率は2.25%、個人向けの不良債権比率は、住宅ローンが0.29%と低いが、クレジットカードが1.49%、自動車ローンが2.07%となっている。

P2Pの延滞債務比率が低い理由としては、P2Pプラットフォームが借入主体に対して担保を要求することで返済遅延を防いでいること、貸出期間が短いため返済遅延が発生しにくいこと、といった要因も考えられる。しかし、実際には、プラットフォームが提供する元本保証（貸し倒れに備えて積み立てているリスク保証金や、他の保証会社を通じて元本を保証）によって賄える部分に関しては、延滞債務としては認識せずに、延滞債務比率を計算していることも多いようである。P2P業界全体の延滞債務比率は12%以上あるとのP2P運営者の発言もある。つまり、P2Pの投資家（貸出した個人、企業）は、延滞や貸し倒れリスクの実態を知ることなく、投資を行っている可能性が高いと言える。

② プラットホームの破たんや夜逃げ・詐欺事件の発生

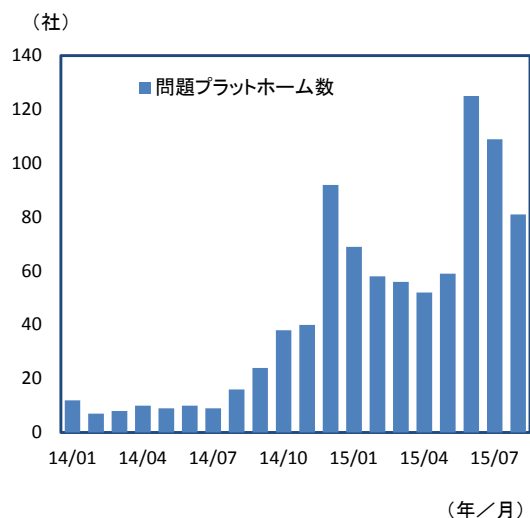
第二のリスクとして、プラットフォームの破たんや夜逃げ事件（プラットフォーム運営者への連絡が突如できなくなる等）が多発しており、P2Pの投資家がすでに損失を出していることが挙げられる（図表12）。具体的には、運営上の問題が発生したプラットフォーム数は、2014年一年の累計が275社あり、2010年以降の累計は367社となった。2015年は1~8月だけで、すでに累計609社のプラットフォームに問題が発生しており、2010年以降の累計は976社となった。2015年1月~8月において、問題が発生したプラットフォームの投資家は12.2万人であり、貸出残高は74.87億元に及ぶ。

特に本年6月~8月にかけては、問題が発生したプラットフォームの数が多い。これは、①借入主体がプラットフォームを通じて株式投資をするための資金を調達していたことや、①プラットフォームを通じて資金調達をする際の担保に株式が認められていたことが背景にはある。6月以降

の株価下落を契機としたロスカットや担保割れにより、返済遅延や貸し倒れが発生し、プラットフォームにもその影響が及んだと考えられる。これはプラットフォームが本来の主要な役割である情報提供だけでなく、自ら信用リスクを抱えていたことが影響したようである。具体的には多額・長期の借入案件があった際に、借入金額や期間を分割して投資家を募集するケースが多い。分割した結果発生する投資家への元利払いの立て替えに関しては、プラットフォームが資本金等の自己資金で賄うことが一般的である。つまり、返済遅延や貸し倒れによる損失は、投資家ではなくプラットフォームが被ることになる。結果的に、自己資金の少ないプラットフォームは資金繰りに苦しみ、破たんや営業停止に至ったと考えられる。

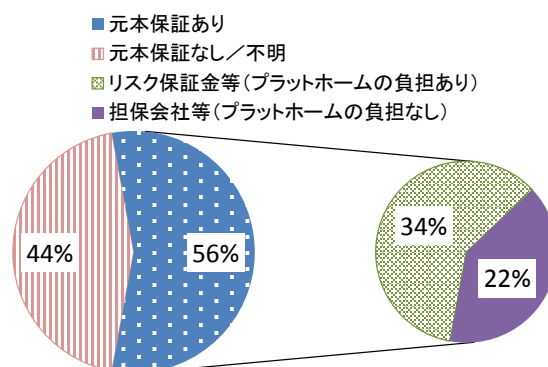
また、P2Pに関する規制・監督強化を見越し、プラットフォームの夜逃げが増加したことも問題プラットフォームが増加した要因の一つと考えられる。P2Pが急成長する中で、規制・監督体制の整備が急務となっており、本年7月には中国当局が「インターネット金融の健全な発展を促進するための指導意見（以下、指導意見）」という監督の方針を公表した。本年7月の「指導意見」には、プラットフォームの役割として、貸借のための情報提供、マッチング、信用リスクの査定といった仲介業務を行うべきであり、元本保証や不法な資金調達を行ってはならない、との記載がなされている。これは、①投資家の資金を集めるために、プラットフォームがリスク保証金等を通じて元本保証を提供することや、②投資先が不透明な資金プールの利用、虚偽情報に基づいた資金調達、出資金詐欺といった不法な資金調達を禁止することを意図している。網貸之家（P2Pプラットフォームの情報を掲載する代表的なウェブサイト）に保証有／無を公表しているプラットフォームのうち、元本保証を提供するプラットフォームは56%を占め、中でもリスク保証金といったプラットフォームの負担があるものは34%を占める。元より詐欺を企図するプラットフォームとともに、一部の元本保証型のプラットフォームも規制・監督の強化に先駆けて夜逃げを行ったと考えられる。

図表 1 2 新たに問題が発生したプラットフォーム数



(出所) 網貸之家より大和総研作成

図表 1 3 元本保証有／無別プラットフォームのシェア



(注) 2015年9月30日時点

(出所) 網貸之家より大和総研作成

P2P が中国の金融システムに与える影響

中国当局はP2Pを含むインターネット金融に関して積極的に規制・監督体制を整備している。上述の「指導意見」を基礎に、7月31日には「非銀行支払機関のインターネット支払業務の管理弁法」、8月12日には「非預金取扱貸付機関の組織に関する条例」、及び「融資担保公司に関する条例」といったP2Pに関連する法案が公表され、意見募集が行われた。

P2Pの健全な成長に向け、規制・監督体制の整備は必要不可欠ではあるものの、拙速に行った場合にはプラットフォーム内外に対して様々な影響が及ぶと考えられる。具体的には、①P2P内への影響として、P2Pへの最低資本金規制の導入に伴うプラットフォームの破たん増加、②P2P以外への影響として、配資会社への規制強化に伴う株価への下押し圧力、が考えられる。

① P2P内への影響：P2Pへの最低資本金規制の導入に伴うプラットフォームの破たん増加

報道等によれば、プラットフォームに最低資本金が課される可能性が高く、要求される資本金の額は3,000万元～5,000万元以上とされる。網貸之家で資本金が公表されているP2Pプラットフォームの1,977社の内、資本金が2,999万元以下のプラットフォームは1,140社あり、プラットフォーム全社の内、58%を占めることから、規制が導入されれば半数以上のプラットフォームに資本の積み増しが必要となる（図表14）。2015年1月～8月には、すでに58社のプラットフォームが資本の積み増しを実施しており、2010年～2014年に積み増しを実施された過去5年間の累計54社を上回る水準であることから、急速に資本増強が進んでいると言える。しかし、これまで資本の積み増しを行ってきたプラットフォームは、業界の中でも取引規模等の大きなものが多く、小規模なプラットフォームが資本の積み増しを検討しても出資者が実際に集まるかは不透明である。規制を通じて資本の積み増しを促進することは、プラットフォームの健全性を確保する上で有益ではあるものの、資本の積み増しをできない小規模なプラットフォームの破たん等が発生しかねない。その場合には、借入主体である中小企業の資金繰りにも影響を与えかねないことから、中国当局はプラットフォームに対して十分な対応期間を与える必要があろう。

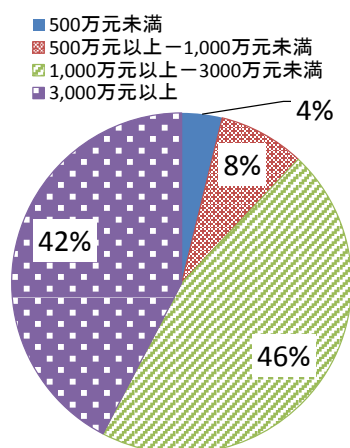
② P2P以外への影響：配資会社への規制強化に伴う株価への下押し圧力¹

6月以降の株価下落に拍車をかけた要因として、配資会社等を通じて高レバレッジで資金調達（場外配資）した投資家が株式の信用取引を行った結果、株価下落に伴うロスカットが発生し、売り圧力が増したことが挙げられる。これを受け、中国当局は、7月に場外配資を禁止する方針を打ち出し、9月には場外配資に関連する口座を10月末までに清算する旨を金融機関に通知した（図表15）。清算は各配資会社が管理する場外配資に関連した口座の規模によって段階的に行

¹ 場外配資に関しては、中田 理恵「中国株式市場が抱える構造的問題」（2015年9月1日）（URL：http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150901_010083.html）を参照のこと。

われる。9月30日までに150億円以下の口座がすべて清算され、300億円以上の口座に関しては10月中旬に清算されることが予定されている。プラットフォームの中にも証券投資を行うための資金を仲介しているものがあつたことから、口座の清算が必要となっている状況だ。これまでの進捗状況の詳細に関して中国当局が9月14日に公表したところによると、9月11日までに場外配資に紐づいた口座のうち、10億円以下の口座を中心に60.85%を占める3,255口座について清算済みであり、残るは2,094口座で、残高は時価1,876億円に達する見込みである。その後、9月23日までに約69%の口座の清算が完了していることが公表されている。場外配資への対処は必要ではあるものの、口座の清算に伴う株式の売却によって、株式市場の需給に悪影響を及ぼすことが懸念される。ロットの大きい口座の清算が予定されている10月末は、株価に対する下押し圧力が強まると考えられることから、中国当局には慎重な対応が望まれよう。

図表14 資本金別プラットフォームのシェア



(注) 2015年9月30日時点
(出所) 網貸之家より大和総研作成

図表15 場外配資に関連する口座の清算に関するスケジュール

期限	規模	進捗状況
9月11日	10億円以下	9月11日までに10億円以下の口座を中心に60.85%を占める3,255口座について清算済。残るは2,094口座で、残高は時価1,876億円に達する見込み。
9月18日	10億円-50億円	9月16日までに約64%の口座について清算済。
9月25日	50億円-100億円	9月23日までに約69%の口座について清算済。
9月30日	100億円-150億円	
10月31日	300億円以上	

(出所) 各種報道より大和総研作成