

中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 近年、「中国版シャドーバンキング（影の銀行）」の存在が、海外・中国国内の市場関係者の注目を集めているが、銀行が組成・販売する集団投資スキームである銀行理財商品が含まれることで関係者の認識は一致している。
2. 銀行理財商品の発行残高は、2012年末時点で7兆元前後の規模となっている。銀行理財商品は、法令上、元本保証型と元本非保証型とに分類され、国内外の様々な資産を組み合わせて投資を行うことが可能である。
3. 銀行理財商品に対する法的枠組みは2005年から整備され始めた。2008年の世界的金融危機以降は、投資範囲の明確化や、理財商品を通じた信託貸付や販売活動・リスク管理に対する規制強化が行われた。
4. 銀行理財商品については、預貸比率規制（75%）や貸出総量規制の回避のため、2010年以降、資産・負債ともに銀行のバランスシートに計上されない元本非保証型理財商品の発行比率が上昇し始めた実態がある。その後、金融当局の規制強化により、銀行理財商品の満期の短期化の傾向に歯止めがかかる一方で、投資分野ではポートフォリオ型商品の発行比率が上昇してきている。
5. 中国人民銀行は、期間の異なる多くの理財商品を連続して販売することを通じて、多様な資産に投資する銀行理財商品の「資金プール」を問題視しており、投資収益が一商品単独では確定困難、調達と運用の期間のミスマッチ、資産・負債の二重のオフバランス化等の問題を指摘している。中国銀行業監督管理委員会は、銀行による違法な販売行為や規制の回避を問題視している。
6. 一方、銀行理財業務がこの数年間で急速に発達した背景には、銀行融資や直接金融以外のルートを実体経済が模索したことと、規制金利の下でインフレヘッジに有効な自由金利型の金融商品を求めた投資家の存在がある。このため、銀行理財商品の様々な課題は、金融・資本市場改革を更に進める中で発展的に解決していく必要があるだろう。

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2013Vol.7-2より転載している。

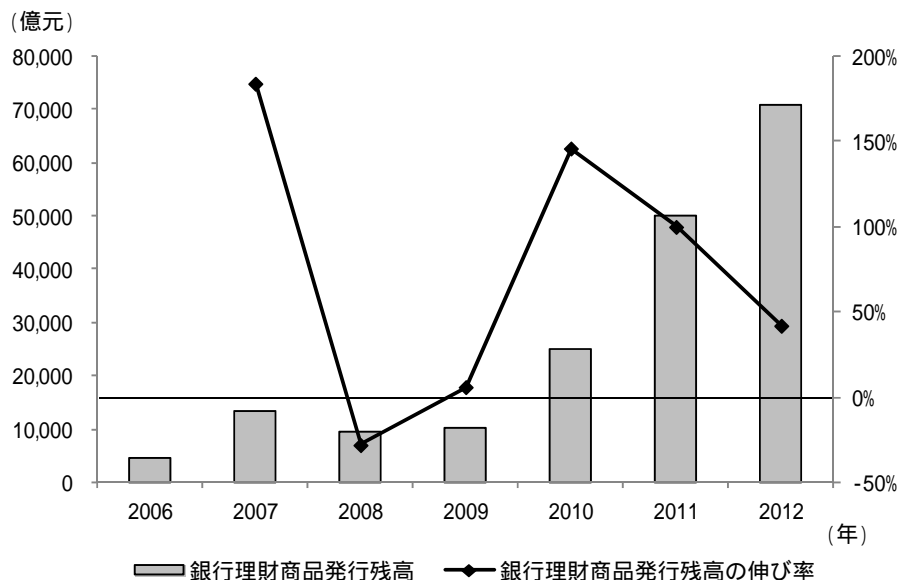
中国の銀行理財商品とは？

1. 急成長してきた中国の銀行理財商品

近年、「中国版シャドーバンキング（影の銀行）」の存在が、海外の市場関係者の間で注目を集めている。もちろん、中国国内でも、市場関係者のみならず、研究者や金融当局も参加する形で、中国版シャドーバンキングを巡る議論が活発化している。中国版シャドーバンキングに何が含まれるかには必ずしも共通の見解がある訳ではないが、銀行が組成・販売する集団投資スキームである銀行理財商品²が含まれることで関係者の認識は一致している。

銀行理財商品の規模については、中国銀行業監督管理委員会（銀监会）・業務創新監管協力部・王岩岫主任（局長に相当するポスト）は、2012年末で発行残高 7.1 兆元、発行商品数では 3万 2,152 商品と発表している³。また、中央銀行である中国人民銀行（以下、人民銀行）は、2013年第1四半期の中国貨幣政策執行報告のコラム（以下、人民銀行コラム）の中で、2012年末時点の銀行理財商品の発行商品数を 3.1 万商品、発行残高を 6.7 兆元としている⁴。中国社会科学院世界経済政治研究所のレポート⁵では、銀行理財商品の発行残高は、2006年末の 4,670 億元から、2012年末には 7.1 兆元に達しているが（図表 1）、

図表 1 中国・銀行理財商品の発行残高



（原データ）Wind 資訊、銀监会

（出所）中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融中心より野村資本市場研究所作成

² 「理財商品」は、欧米メディアでは、“Wealth Management Products” やその略称である “WMPs” と表現されている。

³ 王岩岫「商業銀行の理財業務の発展と監督」『中国金融』2013年第9期、中国金融出版社、2013年

⁴ 中国人民銀行『2013年第一季度中国貨幣政策執行報告』<http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/4098/index.html>

⁵ 張明「中国版シャドーバンキング：定義、原因、リスク及び対策」『中国のシャドーバンキングシステムの変遷状況の報告』中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融中心、2013年4月25日

2012 年末時点の規模は、銀监会や人民銀行の把握している規模とほぼ一致している。

2 . 中国の銀行理財商品の概要

中国の銀行理財商品は、第一に、下記の第二章で紹介する通り、法令上は、個人投資家向けの金融商品として規制が作られている。また、商品設計上は、元本保証型の商品と元本非保証型の商品とに分類され、預金とは異なる金融商品として規制されている。

第二に、銀行理財商品の投資対象としては、法令上、固定利付商品、銀行の貸付資産、信託貸付、公開市場・非公開市場で取引される資産ポートフォリオ、金融派生商品またはストラクチャード商品、集合資金信託プラン（私募投信に相当）が想定されており、銀行が特定または複数の投資対象を組み合わせた集団投資スキームとして組成・販売している。また、銀行が、金融当局から QDII（Qualified Domestic Institutional Investors、適格国内機関投資家）のライセンスと運用枠を取得すれば、海外の金融商品に投資する集団投資スキームとして組成・販売することもできる。

第三に、銀行理財商品の投資家層は、銀监会の 2012 年の年報によれば⁶、2012 年末時点の発行残高 7.1 兆元のうち、個人投資家が 62%（約 4.4 兆元）、機関投資家が 32%（約 2.3 兆元）、富裕層が 6%（約 4,260 億元）となっている。銀行理財商品の満期には 1 ヶ月未満から 2 年以上までであるが、投資家は、満期前の解約権を有しない。また、同年報では、2012 年末時点で、全国の 233 の銀行（29 の外国銀行を含む）が理財業務を展開していると紹介している。

3 . 銀行理財商品のプラス・マイナスの両面

その一方、銀行理財商品の急増の背景には、金融当局が銀行に対して課している預貸比率規制（75%）や貸出総量規制を回避し、資金需要の旺盛な实体经济に資金を供給するための道を開いた側面がある。投資家としても、規制金利の下で人為的に設定された預金金利に満足することなく、インフレに強い利回りの高い金融商品が理財商品の開発を求めたという側面もある。

但し、上記の人民銀行コラムは、こうしたプラスの面だけではなく、一部の銀行理財商品が、銀行のバランスシート外で組成・販売・管理され、かつ米国のサブプライムローンの問題で指摘された SPV（Special Purpose Vehicle）に類似した仕組みを使って、短期で調達した資金をプーリングし、期間の異なる多様なクレジットの資産で運用しているため、こうした「資金プール」理財商品に潜在的に存在するシステムリスクの問題も指摘し

⁶ 中国銀行業監督管理委員会『中国銀行業監督管理委員会 2012 年報』、2013 年 5 月 24 日
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/18492CCBDD04435A8BFAB3FF6F2CA51C.html>

ている⁷。従って、現在、中国の銀行理財商品に対する規制や監督のあり方が問われている。

本稿では、中国の銀行理財商品に関する法的枠組みや規制を概観し、商品の実態とリスクの所在、今後の規制強化・改革の方向性を順に見ていくこととする。

中国の銀行理財商品に関する法的枠組みとその変遷

中国での銀行による理財業務は、2005年から個人顧客向けに制度整備が始まり、2006年には海外運用も解禁され規制緩和が進められてきたが、2008年の世界的金融危機以降は、国内の金融情勢を勘案しながら、規制強化の流れも出てきている。以下では、銀行理財商品に関する法的枠組みとその変遷を見ていく。

1. 2005年に公布された個人顧客向け理財業務の法的枠組み

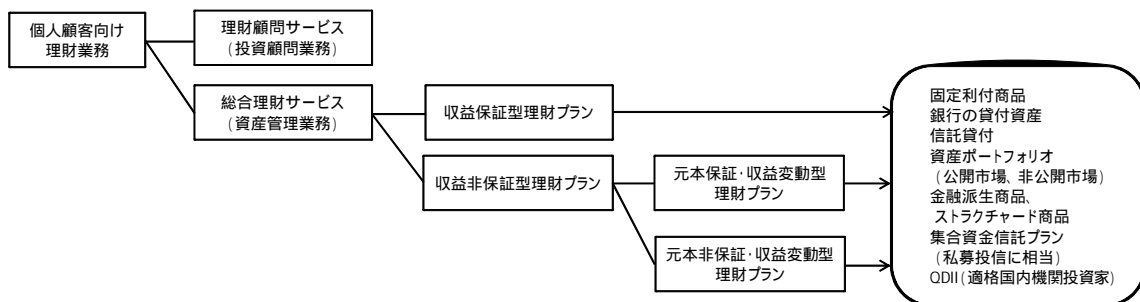
前述の銀监会・王主任によれば、中国の商業銀行の理財業務のひな形は、2002年から外資系銀行が展開したのが始まりとされる。その後、2005年9月24日、銀监会は「商業銀行個人理財業務管理暫行弁法」を公布し（同年11月1日施行）、商業銀行が個人顧客に対し、財務分析、財務計画、投資顧問、資産管理等の専門的サービス業務を行うことを正式に容認した。同弁法は、合計で6章、69条から構成されるが、基本的枠組みは以下の通りとなる。

1) 個人顧客向け理財業務の定義

(1) サービスの内容による違い

個人顧客向け理財業務は、理財顧問サービスと総合理財サービスから構成される（図表2）。

図表2 銀行理財商品の法令上の分類



(出所) 銀监会より野村資本市場研究所作成

⁷ 今回の世界的金融危機で問題となった SPV は、SIV (Structured Investment Vehicle) やコンデュイット (Conduit) と呼ばれるもので、資産サイドに ABS (Asset Backed Security) や CDO (Collateralized Debt Obligation) を保有し、調達サイドでは SIV は MTN (Medium Term Note)、劣後債や ABCP (Asset-backed Commercial Paper)、コンデュイットは ABCP を発行して資金調達を行っていた。

うち、 理財顧問サービスとは、顧客に対し、財務分析・計画、投資提案、投資商品の推奨・紹介等のサービスを指す。

また、 総合理財サービスとは、理財顧問サービスを前提に、商業銀行が顧客からの委託と授権を受け、顧客と事前に契約した投資プランと方法で投資及び資産管理業務を行うサービスを指す。同時に、総合理財サービスでは、ターゲットとする特定の顧客層向けに開発・設計した理財プランを販売することも出来る。

(2) 商品による違い

顧客が取得する収益方法の違いによって、収益保証型理財プランと収益非保証型理財プランとに分けられる。

うち、前者の収益保証型理財プランとは、銀行が約定に基づき顧客に固定収益を支払い、銀行が投資リスクを負うものと、銀行が約定に基づき最低収益を支払いリスクも負担するが、その他の収益は銀行と顧客が約定に基づき分配するものが想定されている。上記弁法と同日に公布された「商業銀行個人理財業務リスク管理手引き」によれば、収益保証型理財プランの最低申込金額は、人民元建てプランの場合 5 万元以上、外貨建てプランの場合 5,000 ドル以上と規定されている。

後者の収益非保証型理財プランは、元本保証・収益変動型理財プランと、元本非保証・収益変動型理財プランとに分けられる。うち、元本保証・収益変動型理財プランは、元本は銀行が保証するが、元本以外の投資リスクは顧客が負担し、顧客が投資収益状況に応じて投資収益を得る理財プランと定義される。また、元本非保証・収益変動型理財プランは、銀行が元本を保証せず、顧客が投資収益状況に応じて投資収益を得る理財プランとされている。上記リスク管理手引きによれば、収益非保証型理財プランの場合、最低申込金額は、顧客層のリスク認識・負担能力によって決定できると規定している。

2) 銀行自身に対する規制

(1) 専門部署の設置とファイヤーウォールの確立

個人顧客向け理財業務の展開に当たり、銀行内の管理体制に対する規定は以下の通りとなっている。

第一に、銀行は専門の管理部門を設け、理財顧問サービスと総合理財サービスの違いに基づき、それぞれのサービスに対する管理規定を設け、関係部門と職員の責任を明確にしなければならない。

第二に、銀行は理財顧問サービスと一般的な業務コンサルティング活動を区分し、顧客の誤解や不当販売を防止する原則に従って職員の内規を制定しなければならない。

第三に、銀行は総合理財サービスに関する内部コントロール及び定期検査制度を構築し、同サービスがコンプライアンスと顧客との契約に符合することを保証しなければならない。

第四に、銀行は理財プランの研究・開発、プライシング、リスク管理、販売、資金管理・運用、帳簿処理、収益分配等の各項目に対する規定と内部審査・確認プロセスを構築し、厳格な内部監査と検査・監督管理を行わなければならない。

第五に、銀行は個人顧客向け理財業務に応じた職員を配置し、一人当たり毎年少なくとも 20 時間以上の研修時間を設けなければならない。

(2) 理財プランの商品設計に対する規制

理財プランの商品設計に対する規定は以下の通りとなっている。

第一に、銀行が販売する理財プランには、仕組み預金も含まれるが、その場合、同預金を基礎資産とデリバティブ取引部分に分別し、基礎資産は貯蓄預金業務に従って管理し、デリバティブ取引部分は金融派生商品業務に従って管理しなければならない。

第二に、銀行は、通常の貯蓄預金を単独で理財プランとして販売してはならない。また、理財プランに当行の貯蓄預金を強制的に組み込んで販売してはならない。

第三に、収益保証型理財プランが、同期間の貯蓄預金金利よりも高い収益を保証する場合、顧客に対しては条件付きでの収益保証であることを明示しなければならない。換言すれば、銀行は、顧客に対し無条件に同期間の貯蓄預金金利よりも高い収益率を保証してはならない。

第四に、銀行の顧客に対する収益保証の付加条件には、理財プランの期間調整や通貨の変更等の権利や、最終支払通貨の選択権が含まれる。銀行が収益保証型理財プランの付加条件を使って行う投資から発生するリスクは、投資家が負担する。

第五に、銀行が理財プランの販売によって集めた理財資金は、契約の約定に従って管理・使用しなければならない。

(3) 顧客への情報開示

理財プランの顧客への情報開示に対する規定は以下の通りとなっている。

第一に、銀行は、理財プランで集めた資金に対する会計・計算を行うほか、各理財プランの明細記録を作成しなければならない。

第二に、銀行は、理財プランの継続期間内において、顧客に対し保有する資産の計算書を提供しなければならない。同計算書には、資産の変動、収入及び費用、期末の資産評価価格が含まれる。顧客との契約で例外としない限り、同計算書は、理財商品の存続期間中最低 2 回、また少なくとも毎月 1 回、顧客に提供しなければならない。

第三に、銀行は、四半期毎に、理財プランの各投資商品の財務報告書を準備しなければならない。

第四に、理財プランが終了する場合、あるいは理財プランの投資収益を分配する場合、銀行は顧客に対し投資、収益の詳細報告を提供しなければならない。

第五に、銀行は個人顧客向け理財業務を行う場合、手数料の基準や徴収方法を顧客との契約に明示した上で、顧客から手数料を受け取ることができる。

(4) 理財業務のリスク管理

理財業務のリスク管理に関する規定は以下の通りとなっている。

第一に、銀行は、理財顧問サービス時に顧客に対して商品を推薦・紹介する場合、顧客のリスク選好、リスク認識及び負担能力を理解し、顧客の財務状況を評価し、適切な投資商品を顧客の自主的な選択に基づいて提供しなければならない。同時に、顧客に対し、投資商品を運用する市場及び方法について説明し、関連リスクを開示しなければならない。

第二に、銀行は、理財プランの資金コストと収益に対し独立して測定・計算を行わなければならない。合理的な測定・計算方法で投資ポートフォリオの収益率を予測しなければならない。

第三に、理財プランの宣伝・紹介資料には、商品のリスク開示が含まれていないてはならない。また、収益非保証型理財プランについては、顧客との契約前に、銀行は、理財プランの期待収益率の測定・計算に関するデータ、その方法及び主要根拠を提供しなければならない。

第四に、銀行は、理財プランについて市場リスクのモニタリング指標を設定し、市場リスクの有効な識別、計量、モニタリング、コントロールの各システムを構築しなければならない。

第五に、銀行は、市場のリスク管理を行う場合、金利・為替等主要な金融政策の改革及び調整に対して十分なストレステストを行い、銀行の経営活動に生じかねない影響を評価し、リスク処理及び応急案を作成しておかななければならない。

3) 銀监会による銀行への管理監督

銀行の個人顧客向け理財業務に対する銀行の管理監督は以下の通りとなっている。

第一に、銀行による個人顧客向け理財業務には、銀监会による審査認可制と銀监会への報告制が採られる。

第二に、銀行は、認可対象となる個人顧客向け理財業務を申請する前に、銀监会またはその出先機関と業務計画について協議し、必要に応じ修正しなければならない。認可対象以外の個人顧客向け理財業務でも、銀行は、銀监会またはその出先機関に事前に報告しなければならない。

第三に、銀监会およびその出先機関は、個人顧客向け理財業務の発展及び管理監督の必要に基づき、調査及び検査を行うことができる。

第四に、銀行は、銀监会の定める様式で、四半期毎に統計分析報告を銀监会に提出しなければならない。また、銀行は、会計年度の終了毎に、当該会計年度の個人顧客向け理財業務報告を銀监会に提出しなければならない。

第五に、銀监会は、個人顧客向け理財業務の違法行為に対し行政罰を加える権限を有するとともに、責任者に対しては刑事責任を追及することができる。

2. 理財商品の投資範囲

1) 2008年の世界的金融危機前

(1) QDII（適格国内機関投資家）制度の導入

前述の銀行による個人向け理財業務に関する法的枠組みの下で、海外運用については、2006年4月3日に人民銀行が公布した通達の中で、銀行が国内の個人及び法人の人民元資金を受け入れ、一定の限度枠内で外貨に交換し、海外の固定利付商品に投資することが認められた⁸。いわゆる「QDII（適格国内機関投資家）」制度の創設である。

上記通達の直後の4月17日、人民銀行、銀监会、国家外為管理局は共同で「商業銀行による顧客を代行した海外資産運用業務の暫定管理弁法」を公布し、顧客資産の一任勘定による海外の固定利付商品への投資が可能となった（前掲図表2）。

銀行のQDII業務の解禁当初は、海外の株式への投資は認められなかったが、2007年5月10日、銀监会は「商業銀行による顧客を代行した海外資産運用業務の海外投資範囲の調整に関する通知」を公布し、海外の株式（及び関連商品）での運用を解禁した。銀行のQDIIライセンスについては、2013年5月末時点で、計28行が106.6億ドルの運用枠を取得している。

(2) 収益保証型理財プランの認可制度の変更

2007年11月28日、銀监会は、「商業銀行の個人向け理財業務の管理規定の調整に関する通知」を公布し、審査認可が必要であった収益保証型の理財プランについて、報告制に変更し、規制緩和を進めた。

2) 2008年の世界的金融危機後

(1) 投資範囲の明確化

2009年7月6日、銀监会は、「商業銀行の個人向け理財業務の投資管理を更に規範化する問題に関する通知」を公布し、個人向け理財業務の投資範囲を明確にした。具体的には、投資対象商品として、固定利付商品（格付けが投資適格以上）、銀行の貸付資産（不良債権に分類されない「正常債権」以上）、信託貸付、公開市場・非公開市場で取引される資産ポートフォリオ、金融派生商品またはストラクチャード商品、集合資金信託プラン（私募投信に相当）を明示するとともに（前掲図表2）、投資の場合の条件も明らかにした。もちろん、個人向け理財業務の投資範囲には、前述のQDIIも含まれている。

同時に、理財資金の投資を禁ずる対象として、中国国内の流通市場で公開取引される株式及び関連する証券投資信託、未上場企業の株式持分及び上場企業の非公開発行・取引の株式持分を明示した。

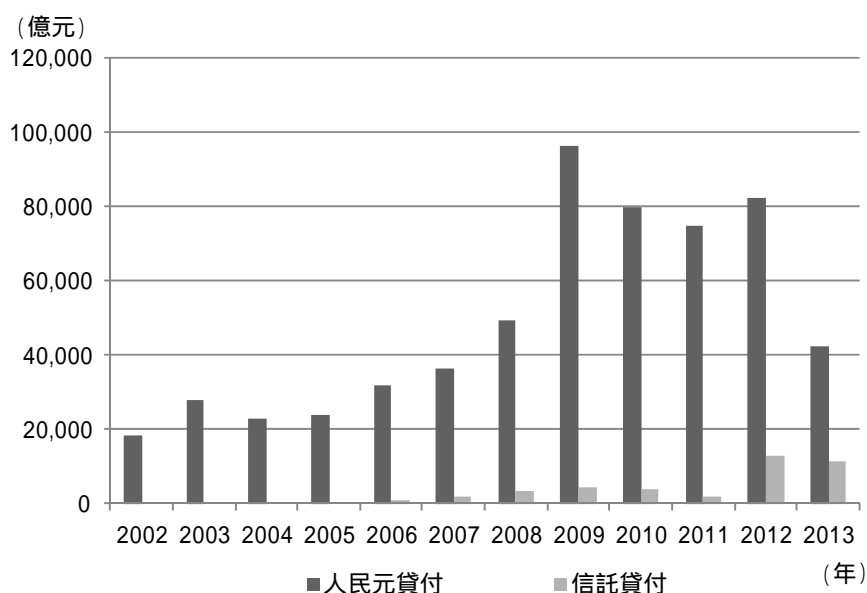
⁸ 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007年

(2) 理財プランによる信託貸付への投資の規制強化

2008年の世界的金融危機を機に、中国国内では4兆元の景気対策が講じられる中で、銀行融資も大きく伸びた。具体的には、人民元貸付は、2007年の3兆6,323億元から、2008年には4兆9,041億元、2009年には9兆5,942億元へと急増した(図表3)。2010年には7兆9,451億元へと前年から減少するが、これは金融当局による窓口規制を受けたものである。一方、中国国内の資金需要を満たすために、銀行融資以外のルートでの資金調達が急増した。この一つが、信託貸付である。

信託貸付は、2007年の1,702億元から、2008年には3,144億元、2009年には4,364億元と急増した。信託貸付は、「銀信合作」として、銀行の理財プランに組み込まれて販売されるケースもあり、信託業務そのものが「中国版シャドーバンキング」の構成要素の一つともされている。このため、2010年8月12日、銀监会は「銀信理財合作業務の関連事項の規範化に関する通知」を公布し、商品設計、業務規模、投資対象、リスク管理等に関する規制を明確にして強化した。特に、銀行に対しては、バランスシート外の資産を2010年、2011年の2年間でオンバランスにするよう求め、同時に貸倒引当金を150%まで引き当てるよう求め、合わせて自己資本比率も達成するよう求めた。

図表3 人民元貸付と信託貸付の推移



- (注) 1.2013年は5月までの数値。
2.信託貸付は2006年からの数値。
(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

3. 理財商品に対する規制強化

1) 販売活動の規制強化

2011年に入ってから、理財商品に対する更なる規制強化の動きが出てきた。先ず、2011年8月28日、銀監会は、「商業銀行理財商品販売管理弁法」を公布した（2012年1月1日施行）。同弁法は、第一章の総則、第二章の基本原則、第三章の宣伝・販売の文書管理、第四章の理財商品のリスク評価、第五章の顧客のリスク負担能力の評価、第六章の理財商品の販売管理、第七章の販売人員の管理、第八章の販売の内部コントロール制度、第九章の監督管理、第十章の法律責任、第十一章の附則の計80条から構成されている。

銀監会としては、「コストが計算可能、リスクがコントロール可能、十分な情報開示」という基本原則の下で、銀行の理財業務の規範的で健全で持続可能な発展を誘導するという姿勢に変更は無いものの、同弁法の制定により、一部の銀行の理財業務の急速な発展の過程で表れた販売への誤った指導や販売ミスを是正するとしている。

2) リスク管理に関する規制強化

次に、2011年9月30日、銀監会は「商業銀行の理財業務のリスク管理を更に強化する問題についての通知」を公布した（即日施行）。同通知では、銀行に対し、客観的に理財商品の開発を行い、理財商品の情報開示の透明度を高め、理財プランの独立計算と規範的管理を求めた。この理財プラン毎に独立計算を行うことの背景・必要性については、次に明らかにしていく。

銀行理財商品の実態

銀行理財商品のうち、人民元建て銀行理財商品について、中国社会科学院世界経済政治研究所は別のレポートで、以下の通りその実態を紹介している⁹。

1. 人民元建て理财商品の特徴

2010年以降、銀行理財商品が急増する中で（前掲図表1）、一年物の同商品の収益率は、一年物定期預金に比べ約1.5%高い水準で推移してきている。

また、2010年以降、元本非保証型理财商品の発行比率が上昇し始めたことも特徴である。2010年の元本非保証型理财商品の発行金額は、理财商品発行金額全体の60%以上を占めた。元本非保証型理财商品は、銀行がバランスシート外で行う中間業務で、投資リスクは顧客が負担し、銀行は手数料を取得し、資産・負債ともにバランスシートに計上され

⁹ 肖立晟「人民元建て理财商品の分析」『中国のシャドールバンキングシステムの変遷状況の報告』中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融中心、2013年4月26日

ない。このため、元本非保証型理財商品によって調達した負債は、預金準備金の対象外となり、資産についても預貸比率規制（75%）や貸出総量規制から外れることとなる¹⁰。

一方、元本保証型理財商品は、銀行のトレーディング業務に相当し、投資商品は資産に計上され、理財商品の発行を通じた資金は負債に計上され、両建てでバランスシートに計上されなければならない。

2．人民元建て理財商品の満期構成

短期での調達が、理財商品の特徴である。2008年に発行された人民元建て理財商品のうち、満期1ヶ月未満の超短期理財商品の発行金額は、同年の発行金額全体の13.7%を占めていた。ところが、この割合は、その後2009年には24%、2010年には31%、2011年には36.6%に上昇した（図表4）。理財商品の満期構成の短期化は、銀行の資金繰りが厳しく、預貸比率規制のある中で、高利回りの短期の理財商品で調達したことがその背景にある。

その後、2012年に入ってから、人民元建て理財商品の満期の短期化の傾向に変化が生じた。2011年までは、銀行は、月末時点や四半期末時点での預貸比率規制の達成のために、1ヶ月未満の超短期の理財商品を発行して、一旦預金としてバランスシートに計上し、その後に理財商品として科目変更するオペレーションを繰り返してきた。ところが、2012年に入り、金融当局が超短期の理財商品の発行を制限または禁止したため、1ヶ月未満の理財商品を1ヶ月以上～3ヶ月未満の理財商品に代替して発行するようになった。その結果、2012年に発行された理財商品の8割が満期6ヶ月未満、特に1ヶ月以上～3ヶ月未満が60.18%に増加する一方で、1ヶ月未満は4.91%に急減した。

図表4 人民元建て理財商品（発行金額）の満期構成

期間構成	(単位:%)						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1ヶ月未満	2.60	1.70	13.70	24.00	31.00	36.60	4.91
1ヶ月以上～3ヶ月未満	15.70	19.80	27.40	26.80	30.00	30.20	60.18
3ヶ月以上～6ヶ月未満	35.40	23.20	26.10	22.50	18.10	18.90	21.87
6ヶ月以上～1年未満	29.80	27.50	22.00	21.00	17.80	11.90	10.01
1年以上～2年未満	14.30	18.80	5.50	3.30	2.00	1.50	0.98
2年以上	1.90	5.60	2.40	1.90	0.60	0.40	0.31
未公表	0.30	3.30	2.80	0.60	0.50	0.60	1.74
合計	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

（原データ）Wind 資訊

（出所）中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融中心より野村資本市場研究所作成

¹⁰ 銀监会の2012年の年報によれば、2012年末時点の銀行理財商品の発行残高7.1兆元のうち、収益保証型が10%（約7,100億元）、元本保証・収益変動型が20%（約1.4兆元）、元本非保証・収益変動型が70%（約5兆元）となっている。

3. 人民元建て理財商品の投資分野

1) 人民元建て理財商品の投資分野構成

中国社会科学院のレポートでは、人民元建て理財商品の投資分野を、金利型商品（債券、短期金融市場商品）、ポートフォリオ型商品、貸付型商品、為替型商品、株式型商品、コモディティ型商品に分類し、発行金額を基にそれぞれの内訳の変遷を整理している（図表5）。

上記のうち、為替型商品、株式型商品、コモディティ型商品の合計は、2012年で約3.5%となっている。金利型商品については、2004年の95.9%から2009年には37%にまで減少したものの、その後上昇傾向が続いている。金利型商品の投資先は、コール、国債、金融債、企業債、銀行劣後債、中央銀行手形、短期融資債券（CP）、中期手形（MTN）、債券レポ、銀行預金等から構成されている。

また、最も変化が大きいのが貸付型商品で、2008年には50%近くを占めたが、2012年には1%未満となっている。これは、金融当局による貸出総量規制を回避するために一時的に増加したものが、その後の上述の「銀信合作」に対するオンバランス化といった規制強化により、急速に発行量を減少させたためである。

2) ポートフォリオ型商品の特徴

その代わりとして伸びてきているのがポートフォリオ型商品で、債券、短期金融市場商品、貸付、手形、信託、受益権、株式、エクイティ投資、ファンド等から構成されている。同商品は、単一の貸付資産を商品化していた理財商品への規制を金融当局が強化した時期と反比例して増加している。

ポートフォリオ型商品は、銀行が様々なリスクの異なる資産を理財商品として組成して資金調達している。そしてこれらの理財商品を通じて調達した資金を一つの「資金プール」に入れて管理しているため、前述の脚注7の通りCDO（債務担保証券）¹¹と類似しているとの議論もある（図表6）。但し、二つの点で違いがあるとされる。

図表5 人民元建て理財商品（発行金額）の投資分野構成

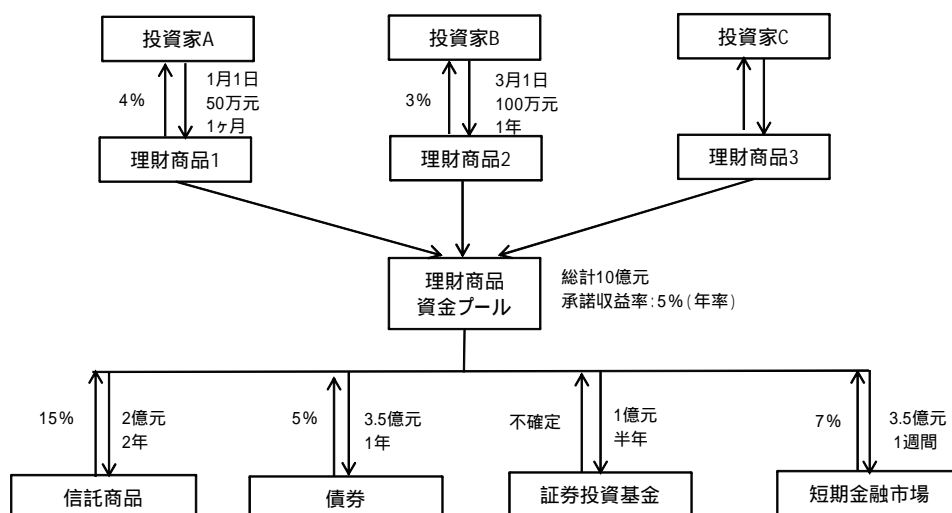
	(単位:%)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
金利型商品	95.93	87.80	60.78	42.74	40.40	37.02	55.27	54.32	62.81	
ポートフォリオ型商品	0.00	0.32	0.78	3.06	1.09	15.63	31.47	37.64	33.21	
貸付型商品	0.00	0.32	22.82	20.21	49.94	42.83	10.81	5.69	0.52	
為替型商品	3.25	8.19	6.12	1.11	0.75	0.92	0.72	1.12	1.89	
株式型商品	0.81	1.28	7.92	30.63	5.46	2.80	1.37	0.97	1.05	
コモディティ型商品	0.00	2.09	1.57	2.25	2.36	0.80	0.35	0.27	0.52	
合計	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	

（原データ）中国社会科学院金融発展報告（2013）（但し2012年は9月までの数字）

（出所）中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融中心より野村資本市場研究所作成

¹¹ Collateralized Debt Obligation の略称。社債や貸出債権などから構成される資産を担保として発行される資産担保証券の一種。

図表6 「資金プール」理財商品の構造



(出所) 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融中心より野村資本市場研究所作成

一つ目は、ポートフォリオ型商品の場合、資金調達源と原資産との間でリスクが遮断されておらず、一旦、投資資産のキャッシュフローが寸断されれば、流動性リスクが引き起こされかねないという点である。もう一つ目は、原資産に対して複数の理財商品から二重に担保が設定されたりしているわけではなく、総体的にレバレッジ比率は低いという点である。

銀行理財商品のリスク

「資金プール」、特に銀行のバランスシート外で組成・管理されている銀行理財商品の「資金プール」については、人民銀行は金融システムの安定性維持の観点から、銀監会は金融機関の監督管理の観点から、そのリスクについて共通の見解を示し始めている。以下、人民銀行、銀監会のそれぞれの見解を紹介する。

1. 金融システムの安定性の観点（人民銀行）

1) 「資金プール」理財商品の定義

前述の人民銀行コラムでは、銀行理財商品の「資金プール」を、「銀行が販売し、投資運用の責任を負う、一種の資金投資・管理プランである」と定義し、「一般的には異なる期間の多くの理財商品を連続して販売することを通じて、資金源と資金運用のバランスを維持するもので、資金は債券・手形・信託プラン等多様な資産に投資されている」と特徴づけている。また、「銀行の「資金プール」理財商品の全てのバラ

ンスシート外の理財商品に占める割合が、現在 50%を超えている」と指摘した上で、最近、「資金プール」理財商品が、それ自体に内在する以下の固有のリスクにより、かなり多くの関心を引き起こしたとしている。

2) 「資金プール」理財商品のリスク要因

(1) 一商品単独で投資収益を確定することは不可能

「資金プール」モデルによって、多くの理財商品によって募集された資金が、同一の「資金プール」に入れられて投資されているため、資金源と資金運用が一对一で対応していない。このため、一つ一つの理財商品の投資が取得する収益を単独では算定できない。

この特徴は、銀行の「資金プール」理財商品のリスクと収益がマッチしない可能性がある。換言すれば、銀行が異なる理財商品間で利益を移転する行為が発生する可能性がある。

(2) 期間のミスマッチ

銀行の「資金プール」理財業務は、短期の理財商品をロールオーバーしながら発行することに頼って「資金プール」の規模を維持しており、多くの商品の満期が6ヵ月以下となっている。加えて、これに対応するポートフォリオ資産は、貸付・債券等の期間がかなり長い資産に投資されている。このため、期間のミスマッチが存在する。

もし理財商品の発行のタイミングと期間到来のタイミングがうまく合わなかったり、あるいは理財商品のロールオーバー発行に困難が生ずれば、流動性リスクを引き起こす可能性がある。

(3) 資産・負債の二重のオフバランス化

銀行の「資金プール」理財商品の下で、預金がバランスシートの外で理財商品に転換されている。換言すれば、負債がオフバランス化している。同時に、銀行の「資金プール」理財商品（主に元本非保証・収益変動型理財商品）に投資された資産もバランスシート外で記帳されている。換言すれば、資産もオフバランス化している。このため、二つの方面のリスクが生じる可能性がある。

一つ目は、銀行の自己資本が不足するリスクである。もし、将来にわたって十分に計算して資本を積み上げていない状況の下で、銀行がハイリスクの分野に過度に投資すれば、（銀行が、実務上、顧客の投資リスクを引き受け償還に応じていった場合に）¹²当該自己資本が銀行のリスク管理能力を超えてしまう可能性がある。

二つ目は、銀行のバランスシート内外の業務が接続し合うリスクである。現在、銀行のバランスシート内外の業務は相互につながっており、「資金プール」理財商品のリスクがバランスシート内の業務に伝播する可能性がある。

¹² 括弧は筆者注。

(4) 情報が不透明

銀行の「資金プール」理財商品は、発行の際、資金の投資先について往々にして概略しか説明しておらず、具体的な投資商品・投資比率・リスク状況・存続期間の損益状況等の情報開示が不足しているため、投資家は所有する投資商品に対して十分な理解が欠如している。

(5) 権限・責任が不明確

銀行理財商品は、銀行と投資家間の権限・責任が不明確である。特に元本非保証・収益変動型商品は、表面上は、銀行が顧客資産の管理運用を負う責任のみを有し、かつ管理費を徴収するだけで、顧客資産の損益に対する連帯責任を引き受けているわけではない。しかしながら、銀行は、事実上、営業上の評判（レピュテーション）を考慮することで、顧客が真にリスクを自分自身で負担することが往々にして難しくなっている。これは、銀行・投資家双方に対し、一定の法律リスクをもたらしている。

(6) 総論

総じて見ると、銀行の「資金プール」理財業務は、本来であれば顧客を代行して行う資産運用であるべきで、顧客は必要経費を除いた全ての投資収益を取得し、かつ全ての投資リスクを自分自身で負担すべきである。しかし、実際のオペレーションにおいては、もし「資金プール」の投資収益が発行時の予想収益を超えた場合には、剰余利益は銀行に帰する契約内容となっている。これは顧客代行という理財業務の性質を弱めるものであり、ある意味では銀行の自己投資業務としての属性を備えることになってしまう。とりわけ、もし投資家すらリスクを自分自身で負担しないということになれば、理財商品は預金商品に一層似通ってしまう可能性がある。

2. 金融機関経営の観点（銀监会）

1) 銀行理財商品のプラスの側面

前述の銀监会・業務創新監管協力部・王主任は、銀行理財商品の統計を扱ったレポートの中で、まずは銀行の理財商品のプラスの側面を以下の通り指摘している。

第一に、銀行理財商品は、直接金融と家計資産をつなぐ橋梁の役割を果たしており、実体経済の資金調達の中で重要な地位を占めていると評価している。

第二に、民間に存在する資金を合理的に投資に誘導し、実体経済の発展を支援していると評価している。

第三に、一般国民の投資需要を満足させるのに有利なだけでなく、個人金融資産の構成を最適化し、家計の資産運用収入を向上させるのに有利でもあると評価している。

第四に、民間資金の投資ルートを確保することで、インフレを減少させ、金融秩序

の安定に資するとしている。

第五に、手数料収入の増加や資本コストを減少させるなど、国内銀行の経営モデルの転換に有利であると評価している。

第六に、銀行の投資管理能力とコア競争力を向上させることに貢献すると評価している。

2) 銀行理財商品の問題点

その一方で、王主任は、銀行の理財商品の問題点を以下の通り指摘している。

(1) 理財商品に対する理解の不足

一部の銀行の取締役会や経営陣の理財業務への認識レベルが十分ではないという点である。理財業務が、銀行の自己投資の付属業務にしか過ぎないと思っていない節がある。

(2) 違法な販売行為

銀行理財商品の販売行為が乱れており、情報開示も不十分であるという点である。銀监会が 2011 年に公布した前述の「商業銀行理財商品販売管理弁法」により、一定の成果を挙げてはいるものの、行政罰を受けていないがために、一部の違法行為が理財商品の販売行為に乱れをもたらしている。一部の銀行は売り手として投資商品のリスク説明を尽くさず、情報開示も不十分で、投資家教育や自己責任による投資も語られることが無い。

(3) 違法な代理販売行為

一部の銀行による違法な代理販売の問題が存在するという点である。一部の銀行の支店が、本部の制定する規定やオペレーション規則に厳密に従わず、本部が認めていない金融商品を違法に販売しているケースがある。かかる違法販売行為は、投資家に損失をもたらすだけでなく、銀行にとってもレピュテーションリスクを招く可能性がある。

(4) 規制の回避

理財業務が急速に発展する一方で、参加するプレイヤーに善悪が入り乱れ、一部の参加者のリスク管理能力が不足しており、業務の展開に慎重さが欠けているという点である。第一に、現在、一部の銀行はなお銀监会の管理監督規定を無視し、乱れた「資金プール」理財業務を続けており、理財商品毎に独立した会計・計算をしていない。第二に、預貸比率規制と貸出総量規制の圧力を回避するために、一部の銀行は理財商品で集めた資金を各種ルートによってデット投資に回しており、金融政策とマクロコントロールのレベルを弱体化させている。

銀行理財商品に対する規制強化・改革の方向性

以上のような銀行理財商品に対するリスク認識に基づき、人民銀行、銀監会ともに、今後の規制強化・改革の方向性を、それぞれ次のように打ち出している。

1. 中央銀行としての方向性

前述の人民銀行コラムでは、銀行理財業務の積極的役割を十分に発揮させると同時に、システミックリスクを防止するという観点から、銀行がプルーデント（慎重）に規律付けられながら理財業務を刷新するよう誘導する必要があるとしている。基本的な方向性は以下の通りとなる。

1) 理財商品のリスクと収益の適応

理財商品の監督管理については、そのリスク・収益の分担が合理的か否かを重点的に考慮すべきである。

そのため、第一に、理財商品の収益・リスクを単独で個別商品ごとに計算できるようにしなければならない。これは、リスクと収益を審査・査定する基となるものである。

第二に、理財商品の収益とリスクをバランスさせなければならない。換言すれば、「ハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターン」の原則の体現である。銀行は収益と損失の合理的な配分メカニズムを設計し、銀行自身の経営・リスク管理能力に基づいて、プルーデントに業務を展開しなければならない。

2) オフバランスの理財商品のリスク管理強化

オフバランスの理財商品のリスク管理を強化しなければならない。

そのため、第一に、銀行のリスク量を厳格に把握し、業務の真实性・属性・リスク状況に基づき、適時に資本を十分に計算し積み上げ、リスクに備えなければならない。

第二に、銀行のバランスシート内外の業務及び銀行と証券・ファンド・保険・信託等が協力した「ファイヤーウォール」を構築・健全化し、オフバランス業務のリスクが市場を越え、交差して伝播することを回避しなければならない。

3) 情報開示制度の整備

理財商品の発行・ロールオーバー・期間到来等の過程で、調達資金の投資先、リスク評価、顧客の収益等に関する情報について、銀行は適時、正確、完全に情報開示を行い、理財商品の透明度を高める必要がある。

4) 関連法令の整備と権限・責任の明確化

理財商品に対し、制度面で更に明確な法的地位を与え、銀行 - 投資家間、銀行 - 投資資産間の権限・責任関係を明確にしなければならない。合わせて、理財商品の契約内容を厳密に尊重しなければならない。

また、銀行は、専門能力・情報・意思決定・交渉能力における優位性があるために、常時、理財商品の投資家の利益を最優先し、慎重に投資を行わなければならない。

2. 銀监会としての方向性

人民銀行の方向性とも一部重なるが、金融機関経営の観点から、銀监会・業務創新監管協力部・王主任は、銀行の理財業務について、銀行の取締役会・経営管理層による銀行理財業務の戦略的な位置づけの明確化とリスク管理体制の構築、適合性に基づく理財商品の販売と十分な情報開示、プルーデントかつコンプライアンスに基づく理財業務の展開という三つの方向に誘導していく方針を示している。

うち、公開市場以外で発行・流通される「非標準化債権資産」を対象とした理財商品を念頭に、銀监会は、2013年3月25日、「商業銀行理財業務の投資運用に関する問題の通知」（いわゆる8号文）を公布し、理財商品による投資規制を強化している。具体的には以下の通りとなる。

1) 8号文の概要

(1) 「非標準化債権資産」の定義

「非標準化債権資産」とは、銀行間市場や証券取引所で取引されていない債権型の資産を指す。具体的には、貸付資産、信託貸付、委託債権、銀行引受手形、信用状、売掛債権、各種受益権等を指すが、これらに限定されない。

(2) 単独での計算管理の強化

銀行は各理財商品と投資資産を対応させるようにし、各理財商品を単独で管理し、記帳し、計算しなければならない。

第一に、ここで言う「単独管理」とは、理財商品毎に独立して投資管理することを指す。

第二に、「単独記帳」とは、理財商品毎に投資明細表を作成し、投資資産を一つ一つ順番に明確に確保することを指す。

第三に、「単独計算」とは、理財商品毎に単独で会計帳簿処理を行い、理財商品毎に貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー表等の財務諸表を確保することを指す。

また、こうした計算管理を行うことができない「非標準化債権資産」については、銀行は自行の貸付業務と比較・参照しながら、「商業銀行資本管理弁法（試行）」（中国版パーゼル）に基づき、2013年末までにリスク加重資産に計算して積み上

げ、自己資本を積み増さなくてはならない。

(3) 情報開示の強化

銀行は理財商品の投資家に対し、「非標準化債権資産」の状況を十分に開示しなければならない。開示内容には、資金調達した顧客及びプロジェクトの名称、残存償還期間、償還時の収益分配、取引スキーム等が含まれる。理財商品が存続する期間内において投資している「非標準化債権資産」に対する変更の発生やリスク状況によって実質的な変化が生じた場合、銀行は5日以内に投資家に開示しなければならない。

(4) 銀行の管理義務

銀行は自行による貸付管理プロセスと比較・参照して、「非標準化債権資産」に対して投資を行う前に、Due Diligence（精査）とリスク審査を行い、投資後もリスク管理を行わなければならない。

(5) 総量規制

理財商品による「非標準化債権資産」の残高は、理財商品の平均残高の35%を超えてはならない。また、理財商品による「非標準化債権資産」の残高は、銀行の前年度総資産の4%を超えてはならない。

(6) 銀行の協力機関に対する管理強化

銀行は、理財投資に関する協力機関の管理を強化しなければならない。具体的には、協力機関の参加基準とプロセス、情報開示義務、及び退出ルールを定めなければならない。協力機関の名簿を業務開始前の10日前に管理監督部門に報告しなければならない。

2) 8号文の効果・影響

8号文によって、公開市場以外での流動性の低い信用評価の不透明な債権資産、例えば地方政府が設立した融資プラットフォーム等への投資に対しては、事前・事後の規制が強化され、野放図な投資が行われにくくなることが予想される。

また、総量規制の各比率を演算すると、銀行総資産に対する理財商品残高の比率は11.43%となり、「非標準化債権資産」だけでなく、理財商品残高そのものに対する上限が設定されることとなる。銀监会の統計によれば、2012年末の銀行理財資産発行残高は7.1兆元、同年末の銀行総資産は133.6兆元であることから、理財商品残高/銀行総資産×100=5.3%となっている。但し、同比率は、2013年5月3日付証券時報によれば、五大商業銀行は平均5.02%となっている一方で、中小銀行は平均11.1%となっているため、今後、中小銀行の理財業務の規模が縮小されていく方向性が見取れる。

最後に、銀行の協力機関に対する管理強化では、「銀信合作」のような信託会社を通じた規制回避のための迂回融資・投資が銀监会から厳しく管理されることとなる。

むすびにかえて

以上のように、銀行の理財業務に対しては 2013 年 3 月に公布された 8 号文を機に、大きく規制強化がなされようとしている。かかる規制が着実に実行されれば、理財商品を通じた銀行のオフバランス業務も健全化され、流動性リスクの発生も回避される道筋がつけられよう。2013 年 5 月 2 日付中国証券報によれば、銀监会は 2005 年 5 月に公布した「商業銀行個人理財業務管理暫行弁法」の改正作業を開始し、更に銀行理財業務に対する管理監督制度を整備する方針を打ち出している。短期的には、「商業銀行理財業務の監督管理業務の意見（2013 年）」に基づき、違法な「資金プール」等のオペレーションに対するオンサイトの検査等を強化していく方針である。

一方、銀行理財業務がこの数年間で急速に発達した背景には、金融当局の下で管理されている銀行融資や直接金融以外のルートを実体経済が模索したこと、規制金利の下でインフレヘッジに有効な事実上の自由金利型の金融商品を求めた投資家の存在があることを忘れてはならない。その意味で、銀行理財商品の課題は、中国政府が掲げる多様な資本市場の構築や金利の自由化といった金融・資本市場改革を更に進める中で発展的に解決していく必要がある。

理財商品に対する規制強化・改革の流れは、今後、中国の金融当局や市場参加者にとっては、社債などの直接金融の育成や金利の自由化に関する日本を含む海外の歴史や経験を今一度参照するきっかけとなっていこう。また、海外の金融機関にとっては、中国の投資家の求める金融商品を開発・提供するために、中国国内に圧倒的な営業網を持つ中国資本の銀行との協働の機会が創出されていく可能性もあろう。投資家保護に関する海外の制度設計も、中国の金融当局からあらためて参照される可能性がある。

引続き中国の理財商品に対する規制の動きが注目される。