

## 外資系運用会社による中国の私募基金業界への進出の動き

関根 栄一

## ■ 要 約 ■

1. フィデリティは 2017 年 5 月 4 日、外資系の私募証券投資基金管理会社として初めて、中国証券投資基金業協会（基金業協会）への商品登録を行った。同じ米国運用会社の UBS アセット・マネジメントやバンガードにも中国国内での私募証券投資基金業務に参入の動きがある。
2. 中国の私募基金業界は、自主規制団体である基金業協会への基金管理人と商品の登録を通じて運営されている。私募証券投資基金業務への外資参入についても、基金業協会は自主規制を公布している。外資が組成する同基金も、他の私募基金同様、200 名以下の適格投資家が販売対象となる。
3. 基金業協会に登録された私募証券投資基金の基金管理人は、2016 年 12 月末時点で 7,781 社に達しているものの、前年比で 3,184 社減少した。これは、基金業協会のコンプライアンス強化により、自主規制を遵守していない基金管理人の登録を取り消しているためである。私募証券投資基金市場の競争も激化している。
4. それでも、外資系運用会社が中国の私募証券投資基金業務に参入するのは、3 年間の経営実績があれば、外資 100% 出資という形で経営の自由度を保ったまま、公募基金ライセンスの申請が出来るからである。外資系運用会社の私募証券投資基金業務への参入は、米国及び英国の両政府が中国政府に二国間協議の場で求めてきたものである。
5. 公募基金は、中国でも少子高齢化が進む中で、個人の資産形成に向けた商品として、金融当局も重視している市場である。今後、これらの米国運用会社 3 社、特に私募基金業界に新規参入するフィデリティとバンガードがどのように私募証券投資基金業務を展開していくのか、引き続きその動向が注目される。

## I 米国運用会社が相次ぎ参入

### 1. フィデリティが参入第一号

2017年5月4日、外資系運用会社が出資して設立した管理会社が組成した私募証券投資基金の中国証券投資基金業協会（以下、基金業協会）<sup>1</sup>への商品登録が、中国国内で初めて完了した。本件の商品登録は、米国運用会社のフィデリティが100%出資して中国（上海）自由貿易試験区（以下、上海 FTZ）に設立した現地法人「富達利泰投資管理（上海）有限公司」が行ったものである（図表1）。

外資100%（独資）または中国側パートナーとの合弁による私募証券基金の管理人（外資系私募証券投資基金管理人）<sup>2</sup>の設立（図表2）は、2015年6月23日～24日に米国（ワシントン）<sup>3</sup>で開催された第7回米中戦略・経済対話（U.S.- China Strategic and Economic Dialogue、S&ED）<sup>4</sup>や、2016年6月6日～7日に中国（北京）で開催された第8回 S&ED<sup>5</sup>で、中国政府が歓迎すると共同文書で説明していたものである。特に、後者の第8回 S&ED では、中国政府は、外資の私募証券投資基金業務への参入に関する監督と資格条件に関するルールを公布すると表明していた。当該ルールは、2017年1月5日付で基金業協会から公布されている（詳細は後述）。なお、フィデリティ現地法人は、同年1月3日に基金業協会への法人登録を済ませている<sup>6</sup>。

図表1 外資系私募証券投資基金管理人の概要

会社名	フィデリティ	UBSアセット・マネジメント	バンガード
名称(中国語)	富達利泰投資管理(上海)有限公司	瑞銀資産管理(上海)有限公司	先鋒领航投資管理(上海)有限公司
名称(英語)	FIL Investment Management (Shanghai) Company Limited	UBS Asset Management (Shanghai) Limited	Vanguard Investment Management (Shanghai) Limited
設立時期	2015年9月14日	2015年8月19日	2016年11月10日
基金業協会への法人登録時期	2017年1月3日	2016年8月15日	(未定)
オフィス住所	上海市浦東新区世紀大道8号 上海國際金融中心二期(B座)33階3311室	上海市浦東新区花園橋路33号 702BC-A室	上海市浦東新区世紀大街100号 上海環球金融中心40T12單元
登録住所	中国(上海)自由貿易試験区	中国(上海)自由貿易試験区	中国(上海)自由貿易試験区
登録資本金	200万元	10,000万元	5,000万元
払込資本金	200万元	1,301.89万元	n/a
進出形態	会社型(有限責任会社)	会社型(有限責任会社)	会社型(有限責任会社)
企業形態	外商獨資企業	外商獨資企業	外商獨資企業
管理対象基金	証券投資基金	証券投資基金	n/a
進捗状況 (2017年7月21日時点)	2017年5月4日、第一号基金(富達中国債券一號私募基金)の基金業協会への登録完了	当初、上海市政府から適格国内有限責任組合(QDLP)のライセンス・運用枠を取得して進出 その後、2017年7月13日、私募証券投資基金業務の基金業協会への登録完了	基金業協会への法人登録手続き中
社員数	5名	6名	n/a
法定代表者	何偉(He Wei)	韓箭(Han Qian)	林曉東(Lin Shaodong)
総経理(社長)	同上	同上	趙鑒(Zhao Zhao)
コンプライアンス担当	李霖(Li Lin)	任盛(Ren Sheng)	n/a

(出所) 中国証券投資基金業協会、各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 日本の投資信託協会に相当。

<sup>2</sup> 私募基金の管理会社は中国の法令上「基金管理人」と命名されている。会社型とパートナーシップ型が想定されている。

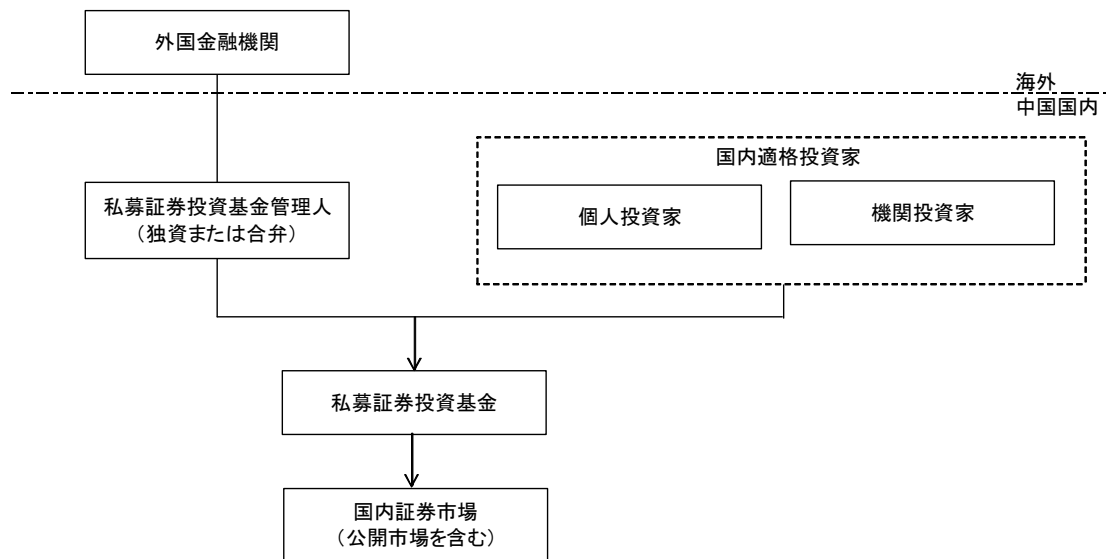
<sup>3</sup> 米国はオバマ前政権。

<sup>4</sup> [http://wjb.mof.gov.cn/pindaoliebiao/gongzuodongtai/201507/t20150701\\_1264139.html](http://wjb.mof.gov.cn/pindaoliebiao/gongzuodongtai/201507/t20150701_1264139.html)

<sup>5</sup> [http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201606/t20160612\\_2320973.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201606/t20160612_2320973.htm)

<sup>6</sup> <http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/1610250945101521.html>

図表 2 外資系私募証券投資基金管理人の設立形態



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 2. 続いて UBS やバンガードも参入

フィデリティに続いて、UBS アセット・マネジメントの上海現地法人である瑞銀資産管理（上海）有限公司は 2017 年 7 月 13 日、私募証券投資基金業務の基金業協会への登録が完了したと発表した<sup>7</sup>。これは、外資系運用会社としての私募証券投資基金業界への参入第 2 号となる。瑞銀資産管理（上海）有限公司は、既に基金業協会に法人登録されており、上海市政府が外国金融機関に対して認可する適格国内有限責任組合（Qualified Domestic Limited Partner、QDLP）と呼ばれるライセンスと運用枠を使用し、中国国内の適格投資家に対して海外運用を行う私募基金を組成している。今後は、フィデリティと同様に、基金業協会への私募証券投資基金の商品登録手続きの段階に入ることとなる。

また、同じ米国運用会社のバンガードも、2017 年 5 月 25 日、上海 FTZ に 100% 出資の現地法人である先鋒領航投資管理（上海）有限公司の設立を発表している（前掲図表 1）<sup>8</sup>。基金業協会への法人登録はこれから行われるものとされるが、今後、投資管理、投資コンサルティング、顧客への情報サービス提供、マーケティング、リサーチ、投資家教育等の業務を行っていくとしている。

中国国内での私募基金の組成や投資に関して、中国では、これまで外国金融機関に対し適格海外有限責任組合（Qualified Foreign Limited Partner、QFLP）と呼ばれるライセンスと運用枠を地方政府ごとに認可してきたが、あくまで中国側パートナーと共同で組合を設立し、かつ当該地域での非公開市場での投資に限られていた。一方、今回の米国運用会社

<sup>7</sup> [https://www.ubs.com/global/en/about\\_ubs/about\\_us/news/news.html/sc/2017/07/14/license-of-china-private-equity.html](https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/about_us/news/news.html/sc/2017/07/14/license-of-china-private-equity.html)

<sup>8</sup> <https://www.vanguardinvestment.com.cn/documents/Vanguard-WFOE-office-opening.pdf>

3社の進出形態はどれも会社型であり、投資先としても公開市場（流通市場）が想定されている。こうした進出形態には、将来的に上海現地法人のこれらの3社が公募基金を取り扱うライセンスの取得を視野に入れている可能性がある。

本稿では、私募証券投資基金業務の外資参入に関する制度設計、私募証券投資基金の市場の概要及び課題と展望について考察する。

## Ⅱ 私募証券投資基金業務への外資参入に関する制度設計

### 1. 私募基金に対する制度設計

#### 1) 「証券投資基金法」上の考え方

中国では、証券投資基金に関する法令として証券投資基金法が制定されている。私募基金に関する取扱いは、2012年12月28日に全国人民代表大会常務委員会が承認した同法の改正版（2013年6月1日施行）で初めて盛り込まれている。

具体的には、第一に、私募基金を「累計で200名を超えない適格投資家に対して募集する非公開募集基金」と定義している（87条）。証券法上の公開発行（200名超）の定義を証券投資基金にも適用している。

第二に、いわゆる私募基金の非公開募集基金の場合、基金を管理する基金管理人（会社型とパートナーシップ型が想定）は、規定に従い、基金業協会に対して登録手続きを行い、基礎情報を報告しなければならない（89条）。これに対し、公開募集基金を管理する基金管理人の場合は、中国証券監督管理委員会（証監会）の認可が必要である。私募基金の場合は、証監会が直接に基金管理人に対して管理監督を行わず、自主規制団体によって、私募基金市場の育成と規律付けを同時に図ろうとしていることが特徴である。

第三に、非公開募集基金の募集が完了した場合、基金管理人は、基金業協会に届け出が求められている（94条）。基金業協会は、募集した資金の総額または基金持分保有者の人数が規定の基準に達した基金について、証監会に報告する必要がある。

#### 2) 私募基金の種類

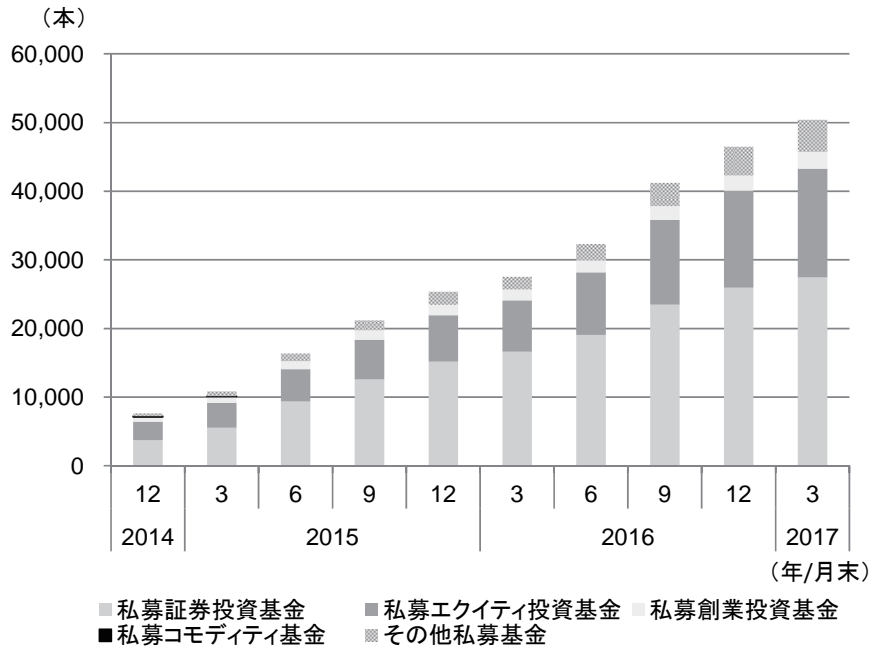
証券投資基金法上、非公開募集基金の証券投資には、公開発行の株式、債券、基金持分、証監会が規定するその他の証券及びその派生商品の売買が含まれる（94条）。この投資対象を踏まえ、証監会は私募基金を主に3つの種類に分類している。

一つ目は、私募証券投資基金である。証監会は、2014年8月21日に「私募証券投資基金監督管理暫行弁法」<sup>9</sup>を公布・施行した際のプレスリリース<sup>10</sup>で、主に公開取引される証券に対して投資する基金として定義している。

<sup>9</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/zjh/201408/t20140822\\_259483.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/zjh/201408/t20140822_259483.htm)

<sup>10</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822\\_259481.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822_259481.html)

図表3 中国における私募基金本数の推移



(注) 私募コモディティ基金は、2015年6月からデータが提供されていない。  
 (出所) CEICより野村資本市場研究所作成

二つ目は、私募エクイティ投資基金である。同プレスリリースで、主に非公開で取引される証券に対して投資する基金と定義している。

三つ目は、私募創業投資基金である。同基金は、私募エクイティ投資基金の一類型ではあるものの、暫行弁法で「主に、未上場の創業企業の普通株または普通株に転換可能な優先株、転換社債等に投資する基金」として定義されている。

他に芸術品などの特定商品に投資する私募基金は、その他私募基金として分類されている。これらの私募基金の本数は、2017年3月末時点で計5万424本となっている。このうち、私募証券投資基金が2万7,453本、私募エクイティ投資基金が1万5,880本、私募創業投資基金が2,421本、その他私募基金が4,670本となっている(図表3)。

### 3) 投資家の定義

私募基金に投資可能な適格投資家は、暫行弁法に基づき、以下の通り定義されている。

- 相応のリスク識別能力とリスク負担能力を備えていること。
- 単一の私募基金に対し、100万元以上を投資できる投資家であること。この場合、①法人・個人ともに純資産を1,000万元以上有し、②保有金融資産が300万元以上または直近3年間の年平均収入が50万元以上の個人である必要がある。

- ①年金基金等（全国社会保障基金、企業年金等養老基金、慈善基金等社会公益基金）、②基金業協会に登録された投資プラン、③私募基金への投資を管理する私募基金管理人やその社員、④証監会が規定するその他投資家は、適格投資家に分類される。

## 2. 基金業協会への登録・届出手続き

### 1) 私募基金募集までの手続き

私募基金の基金業協会への登録・届出手続きは、2014年1月17日に同協会が公布した「私募投資基金管理人登記・基金届出弁法（試行）」（2014年2月7日施行）<sup>11</sup>に基づき行われている。主なポイントは以下の通りとなる。

第一に、私募基金管理人は、基金業協会に対し基金管理人の登記手続きを行うとともに、同協会の会員となる必要がある。

第二に、私募基金管理人の登記は、基金業協会が完全な資料を受領してから20営業日以内に同協会のウェブサイトと同管理人の基本情報を開示して、登記手続きが完了する。

第三に、私募基金管理人は、私募基金の募集後20営業日以内に、基金業協会の専用システムを通じて届出を行う必要がある。届出の内容には、主な投資対象を明記した基金の種類、基金の名称、資本規模、投資家、契約等の基本情報が含まれる。

第四に、私募基金の届出は、基金業協会が完全な資料を受領してから20営業日以内に同協会のウェブサイトと同基金の基本情報を開示して、届出手続きが完了する。

以上により、私募基金管理人の登記から、私募基金の届出まで、最短であれば約3ヵ月で終了するスケジュールとなる。

### 2) 運用開始後の報告

私募基金の運用開始後は、当該弁法に基づき、私募基金管理人は、以下の手順に従って基金業協会への報告が求められている。

#### (1) 月次報告

月次報告の報告期限は、毎月末から5営業日以内となる。報告の対象は、基金の規模、純資産額、投資家数等である。

#### (2) 四半期報告

四半期報告の報告期限は、毎四半期末から10営業日以内となる。報告の対象は、非証券型私募基金の更新情報と、基金の申込規模、払込規模、投資家数、主要投資先等である。

<sup>11</sup> <http://www.amac.org.cn/xhgg/zlgzfb/385460.shtml>

### (3) 年度報告

年度報告の報告期限は、毎年度末から 20 営業日以内となる。報告の対象は、私募基金管理人、株主またはパートナー、上級管理職及びその他社員、管理する私募基金等である。

加えて、私募基金管理人は、毎年 4 月末までに、会計事務所が監査した年次財務報告書を基金業協会に届け出る必要がある。

## 3. 私募証券投資基金業務への外資参入規定

### 1) 第 8 回 S&ED を受けた措置

2016 年 6 月 6 日～7 日に北京で開催された第 8 回 S&ED での中国政府の声明を受け、基金業協会は、同年 6 月 30 日、私募証券投資基金業務への外資参入に関する Q&A を公表している<sup>12</sup>。その後、基金業協会は、2017 年 1 月 5 日、外資参入に関わる政策・法令の紹介や、登録・届出方法を示した手順書を公表している<sup>13</sup>。

### 2) 外資参入条件

上記の Q&A や手順書によれば、外資独資または中国側パートナーとの合弁による私募証券基金管理機関を設立し、中国国内で私募証券投資基金業務を行う場合、以下の条件を満たした上で、基金業協会に私募証券基金管理人としての登録を行う必要があるとしている。なお、ここでは基金管理人ではなく基金管理機関とされているのは、外資による会社型の法人が想定されているためである。

- 設立地域：私募証券投資基金管理機関は、中国国内で設立された会社であること。
- 海外株主の条件：当該管理機関の海外株主は、同株主が所在する国（または地域）の金融管理監督当局が批准または認可した金融機関であること。同時に、海外株主が所在する国（または地域）の証券管理監督機関と証監会との間で管理監督に関する協力覚書を締結していることが必要である。
- 法令順守：当該管理機関及びその海外株主は、直近 3 年間に管理監督機関や司法機関から重大な処罰を受けたことがないこと。

### 3) 適用ルール

これらの措置によると、本稿で既に取り上げている証券投資基金管理法、私募投資基金監督管理暫行弁法、私募投資基金管理人登記・基金届出弁法（試行）等に加え、外資系私募証券投資基金管理機関は、以下の規定を遵守することが求められている。

- 資本金及び為替取引によって取得した人民元資金を使用するに当たっては、国家外為管理局の関連規定に従うこと。

<sup>12</sup> <http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/390744.shtml>

<sup>13</sup> <http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/391616.shtml>

- 中国国内で証券・先物取引を行う場合、海外の金融機関や海外にある取引システムの下での売買指令に従うのではなく、独立した投資政策が実行されること。  
なお、外資系私募証券投資基金管理機関も、私募基金管理人の基金業協会への登記に当たって必要とされる中国国内の法律事務所が出す法律意見書の取得が必要である。

#### 4) 第一号基金

前述の通り、外資系私募証券投資基金管理機関による私募証券投資基金の商品登録の第一号は、フィデリティ現地法人が組成した商品で、基金名は「富達中国債券一号私募基金」である（図表4）<sup>14</sup>。

同基金は、人民元建てで組成され、中国国内の銀行預金、債券、優先株、債券レポ、資産担保証券（ABS）、金利スワップ、国債先物、その他金融商品に投資される。また、同基金の場合、中国建設銀行が受託者として管理を行う<sup>15</sup>。

図表4 外資系私募証券投資基金管理機関の組成による基金概要

親会社名	フィデリティ
名称	富達中国債券一号私募基金
設定時期	2017年3月30日
基金業協会への登録時期	2017年5月4日
基金類型	証券投資基金
通貨	人民元
基金管理人	富達利泰投資管理(上海)有限公司
カストディアン	中国建設銀行
主要投資分野	銀行預金、債券、優先株、債券レポ、資産担保証券(ABS)、金利スワップ、国債先物、その他金融商品

(注) 主要投資分野のうち、債券は、銀行間債券市場または証券取引所で売買される債券、及び他社株転換債に限定されない。

(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> <http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/fund/1705040843102187.html>

<sup>15</sup> [http://www.ccb.com.cn/ccbtoday/news/20170505\\_1493970087.html](http://www.ccb.com.cn/ccbtoday/news/20170505_1493970087.html)



### III 私募証券投資基金市場の概要

#### 1. 基金管理人の設立状況

##### 1) 設立形態

中国の基金市場については、基金業協会が2012年から毎年1回、中国証券投資基金業年報を公表している。その中で、私募証券投資基金市場についても触れており、項目ごとの主なポイントは以下の通りである。

まず、私募証券投資基金の基金管理人の設立形態は、2015年末時点の1万921社のうち、会社型が1万97社（全体の92.5%）、パートナーシップ型が794社（同7.3%）、その他が30社（同0.3%）となっている（図表5）。また、会社型のうち、有限責任会社が9,247社と全体の84.7%を占めている。進出している米国運用会社2社も、有限責任会社の設立形態を採用している（前掲図表1）。なお、パートナーシップ型の内訳は、無限責任組合（General Partner、GP）が42社、有限責任組合（Limited Partner、LP）が752社となっている。

##### 2) 登録資本金

2015年末時点の基金管理人1万921社のうち、登録資本金の分布を見ると、最も多いのが1,000万元超、5,000万元以下の5,276社（全体の48.3%）となっている（図表6）。前掲図表1の通り、新たに進出している米国運用会社2社のうち、フィデリティの登録資本金は200万元で、分布上、2番目に多い100万元超、500万元以下の

図表5 私募証券基金・基金管理人の設立形態（2015年末）

設立形態	社数	内訳	具体的形態	社数	内訳
会社型	10,097	92.5%	株式有限会社	850	7.8%
			有限責任会社	9,247	84.7%
パートナーシップ型	794	7.3%	無限責任組合(GP)	42	0.4%
			有限責任組合(LP)	752	6.9%
その他	30	0.3%	-	-	-
合計	10,921	100.0%	-	-	-

（出所）中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

図表6 私募証券投資基金・基金管理人の登録資本金の分布（2015年末）

分布	社数	割合
100万元以下	1,726	15.8%
100万元超、500万元以下	2,063	18.9%
500万元超、1,000万元以下	762	7.0%
1,000万元超、5,000万元以下	5,276	48.3%
5,000万元超	1,094	10.0%
合計	10,921	100.0%

（出所）中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

2,063 社（同 18.9%）に属する。また、バンガードの登録資本金は 5,000 万元で、分布上、1 番目の 1,000 万元超、5,000 万元以下に属している。

## 2. 基金の規模

### 1) 全体の規模感

中国証券投資基金業年報によると、2015 年末時点で私募証券投資基金の基金管理人が管理する私募基金は、1 万 323 本であり、資産規模（残高）は 9,479.23 億元となっている。管理対象の私募基金のうち、私募証券投資基金は 8,898 本、資産規模は 7,051.04 億元である。

また、私募証券投資基金、私募エクイティ投資基金、私募創業投資基金、その他私募基金の全ての基金管理人が管理する私募証券投資基金は 1 万 25 本、資産規模は 9,530.36 億元となっている。

### 2) 資産規模別分布

各基金管理人の管理による全ての私募証券投資基金の資産規模を金額別に見ると、2015 年末時点で、本数では 1 億元以下が 8,114 本と、全体の 80.9%を占めている（図表 7）。また、1 億元以下の資産規模金額は 2,083.74 億元（全体の 21.9%）で、基金 1 本当たりの資産規模は 2,569 万元となっている。基金業協会は、こうした特徴を、①基金の本数は多いが、平均資産規模は小さい、②小型基金の占める比率は高いが、大型基金の比率は低い、と表現している。

### 3) 地域別分布

基金管理人の管理による私募証券投資基金の資産規模を、当該基金が登録された地域ごとに見ると、2015 年末時点で、多い順に、第 1 位の上海市の 3,533.55 億元（全体の 37.3%）、第 2 位の北京市の 2,585.04 億元（同 27.3%）、第 3 位の広東省の 1,794.39 億元（同 18.9%）となっている（図表 8）。同じ中国国内でも、家計貯蓄や金融サービス業が集中・集積している沿海部のこれらの主要 3 都市で、全体の 83.5%を占めている。

図表 7 私募証券投資基金の資産規模（2015 年末）

資産規模	本数	割合	金額 (億元)	割合
1億元以下	8,114	80.9%	2,083.74	21.9%
1億元超、10億元以下	1,804	18.0%	4,322.48	45.4%
10億元超	107	1.1%	3,124.14	32.8%
合計	10,025	100.0%	9,530.36	100.0%

(注) 私募証券投資基金、私募エクイティ投資基金、私募創業投資基金、その他私募基金の全ての基金管理人が管理する私募証券投資基金が対象。

(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

図表 8 基金管理人が管理する私募証券投資基金の地域別資産規模（2015 年末）

順位	基金の登録地域 (上位10地域)	資産規模 (億元)	割合
1	上海市	3,533.55	37.3%
2	北京市	2,585.04	27.3%
3	広東省	1,794.39	18.9%
4	浙江省	658.53	7.0%
5	江蘇省	217.88	2.3%
6	天津市	168.90	1.8%
7	チベット自治区	116.90	1.2%
8	山東省	113.39	1.2%
9	重慶市	69.52	0.7%
10	福建省	37.23	0.4%
11~31	その他地域	176.71	1.9%
	合計	9,472.04	100.0%

(注) 各地域の資産規模の積上げの合計と、中国証券投資基金業協会が発表している合計（9,479.23 億元）との間に集計上の誤差がある。

(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

### 3. 基金の種類

2015 年末時点における私募証券投資基金の種類別資産規模を見ると、多い順に、第 1 位の株式型の 3,725.34 億元（全体の 39.1%）、第 2 位のファンド・オブ・ファンズ (FOF) の 1,931.54 億元（同 20.3%）、第 3 位の債券型の 1,433.70 億元（同 15.0%）となっている（図表 9）。フィデリティ現地法人が組成した基金は、資産配分からバランス型に属するものと思われる（前掲図表 4）。2015 年末時点で、バランス型は第 4 位で 1,340.01 億元（全体の 14.1%）となっている。

図表 9 全ての基金管理人が管理する私募証券投資基金の種類別資産規模（2015 年末）

順位	種類	資産規模 (億元)	割合
1	株式型	3,725.34	39.1%
2	ファンド・オブ・ファンズ (FOF)	1,931.54	20.3%
3	債券型	1,433.70	15.0%
4	バランス型	1,340.01	14.1%
5	第三者割当増資型	224.11	2.4%
6	先物・オプション・デリバティブ型	105.38	1.1%
7	MMF	37.69	0.4%
8	ABS型	1.19	0.1%
9	その他	731.13	7.7%
	合計	9,530.09	100.0%

(注) 種類別の資産規模の積上げの合計と、中国証券投資基金業協会が発表している合計（9,530.36 億元）との間に集計上の誤差がある。

(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

## IV コンプライアンスが強化されている私募基金業界

### 1. 基金管理人の登録取り消しも進行

#### 1) 基金管理人の減少

中国で私募基金が組成されたのは 2004 年で、当時は同基金を管理監督する体制やルールもなく、2013 年 6 月の証券投資基金法の改正時に初めて、法令上、自主規制団体を通じた管理監督に組み込まれることになった。その後、2014 年 1 月 17 日に基金業協会が公布した「私募投資基金管理人登記・基金届出弁法（試行）」に基づき、同年 3 月 17 日に、第一陣として 50 社の基金管理人の登録が初めて完了した。

基金業協会に登録された基金管理人は、2016 年 12 月末時点で 1 万 7,433 社に達しているが、2015 年 12 月末時点では 2 万 5,005 社であったことから、前年比で 7,572 社の減少となっている。このうち、私募証券投資基金の管理人は、2015 年 12 月末時点の 1 万 965 社から、2016 年 12 月末時点では 7,781 社と、前年比で 3,184 社の減少となっている。

#### 2) 基金管理人の登録取り消しに向けた規律の制定

2016 年の基金管理人の減少は、同年 2 月 5 日に基金業協会が公布した「私募基金管理人の登記を更に規範化することに関する事項についての公告」<sup>16</sup>に基づき、基金管理人の登録の取り消しを進めたためである。同公告では、以下の場合、基金管理人の登録を取り消すとしている。

第一に、定められた期限までに私募基金商品の登録が行われなかったり、定期的な報告や年度財務報告が定められた期限までに行われなかった場合である。

第二に、弁護士事務所が作成する法律意見書が定められた期限まで提出されなかったり、内容の不備が続いた場合である。

第三に、基金管理人のマネジメントの業務資格の取得が適時・適切に行われなかった場合である。

2017 年 1 月 7 日付上海証券報によれば、同時点までに登録を取り消された基金管理人は累計で 1 万 2,834 社である。そのうち、①期限内に公告に基づく要求を満たせなかったケースが 1 万 957 社、②基金管理人の登録後、6 ヶ月以内に最初の私募基金の届出が行われなかったケースが 86 社、③自主的に登録の取り消しを行ったのが 1,791 社となっている。基金業協会は、この公告を公布した目的を、一部の基金管理人が登記・届出制度を濫用して、コンプライアンスに基づく運営や情報報告に対する意識が希薄であることや、私募であるにも関わらず公開募集を行ったり、インサイダー取引または私募基金の名義で違法な資金調達行為を行っているためとしている。基金管理人に対する自主規制遵守の徹底は、必要不可欠と言えよう。

<sup>16</sup> <http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/390291.shtml>

## 2. 証監会による実地検査

自主規制機関による私募基金業界への規律付けに加え、証監会も実地検査に動き始めている。証監会は 2017 年 2 月に「2017 年の私募基金の特別検査の展開に関する通知」を各地方の証監局に下達し<sup>17</sup>、報道時点で、上海市、四川省、江西省、天津市、陝西省の 5 つの証監局が特別検査に着手している。

特別検査の内容は、例えば陝西省証監局の場合、管理規模が 30 億元以上の私募エクイティ投資基金と 10 億元以上の私募証券投資基金を対象に、取引の活発性や複雑度合いが高く、自然人（個人投資家）の数の多い基金管理人を選定するとしている。同時に、業務の内容として、関連機関同士のファイヤーウォール、利益相反や利益移転、レバレッジ比率、資金プール<sup>18</sup>等を重点的に検査するとしている。

2015 年末時点の私募証券投資基金への投資家を投資金額別の内訳で見ると、自然人が 54.9%、金融機関が 36.1%となっている。陝西省証監局の場合の場合、自然人に対しては、私募基金を使ったインサイダー取引などの不正行為を、金融機関に対しては、私募基金を使ったレバレッジの高いオフバランス取引を取り締まる狙いがあるものと思われる。

私募基金に対する証監会の特別検査は、2016 年から始まった中国当局の資産バブルの抑制と金融リスクの発生に対する警戒を強める中、金融機関の資産管理業務に対する規制強化の一環としても行われているものとみられる。

## 3. 競争が激化している私募証券投資基金市場

2017 年 6 月 12 日付中国証券報は、私募証券投資基金市場の競争が激化していると伝えている。その根拠として、私募基金管理人のうち、私募証券投資基金の管理人が 3 分の 1 を占めているにも関わらず、管理している基金の規模が全体の 5 分の 1 にも満たないと指摘している。

基金業協会の統計から筆者が計算したところでは、2015 年 12 月末時点の私募証券投資基金数が 1 万 4,553 本、払込金額が 1 兆 7,892 億元であることから、一基金当たりの払込規模が 1.23 億元であるのに対し、2016 年 12 月末時点では基金数が 2 万 7,015 本、払込金額が 2 兆 7,661 億元であり、一基金当たりの払込規模は 1.02 億にまで減少している。

この報道によると、私募証券投資基金の一基金当たりの管理規模の減少の要因は、同基金の主な投資先は人民元建て株式（A 株）であり、昨今の株式市場の低迷により、超過リターンが得られなくなってきたことにあると指摘している。他に、基金業協会による基金管理人の登録取り消しも、基金管理人間の競争の激化を招いていると指摘している。

<sup>17</sup> 2017 年 3 月 1 日付証券時報。

<sup>18</sup> 異なる私募基金の集合運用や、投資先からの元利回収不能時のロールオーバー発行による後続投資家へのリスク移転等を指す。

## V 外資系運用会社にとっての機会と展望

### 1. それでも外資系運用会社が進出する理由

規制も強化され、競争も激化している中で、なぜ外資系運用会社が私募証券投資基金業務に進出するのであろうか。

この点について、バンガードの現地法人の責任者である林暁東氏が、現地経済誌<sup>19</sup>の取材に応じる形で、同社のこれまでの経験を活かせるならば、中国の資産管理業界の潜在性は高いと判断したと説明している。具体的には、①先進国市場における「顧客中心」の経営理念を活かすこと、②透明で効率性の高い市場を生み出す管理監督制度を整備すること、③投資家保護制度を整備し、投資家教育を強化すること、④コストを第一に考えた投資モデルを推進すること、⑤従来型のコミッション中心の販売モデルから脱却すること、⑥国際分散投資を合理的に進めること、⑦年金基金の市場運用と中国版IRA（個人退職口座）を推進すること、を指摘・提言している。また、バンガードは、現地法人設立に関するプレスリリースの中で、同社の進出によって低コストのファンドを投資家が購入できるようになる「バンガード効果」を、中国市場にもたらしたいと述べている。バンガードの場合、中国の資産運用市場の制度改革まで視野に入れている可能性もある。

### 2. 外資系運用会社による公募基金ライセンス取得

#### 1) 公募基金ライセンスの取得状況

また、バンガードは、将来的に中国の資産運用市場に本格的に進出するために、今回の私募証券投資基金業務での実績を積んだ上で、公募基金の組成を行えるライセンスを取得していくものとも見られている<sup>20</sup>。

中国で、公募基金ライセンスを取得している運用会社は、2017年5月末時点で109社、このうち中国資本系が65社、外資系が44社となっている。また、2013年6月1日から施行された証監会の「資産管理機関の公募証券投資基金管理業務の展開に関する暫行規定」<sup>21</sup>により、証券会社（または同社傘下の資産管理子会社）、保険資産管理会社（保険会社傘下の資産管理子会社）、私募証券投資基金管理機関にも公募基金ライセンス取得の道が開かれている。運用会社以外で公募基金ライセンスを取得している資産管理機関は、2017年5月末時点で、証券会社が12社、保険資産管理会社が2社となっている。公募基金ライセンスを取得している私募証券投資基金管理機関は、今のところまだ見られない。

<sup>19</sup> 『財経』（2017年第13期・6月5日発行）。

<sup>20</sup> 2017年5月26日付中国証券報。

<sup>21</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/jj/gszl/201310/t20131021\\_236629.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/jj/gszl/201310/t20131021_236629.html)

## 2) 公募基金ライセンスを取得するための新たな方法

バンガード現地法人が公募基金ライセンスを取得するとした場合、同法人は既に100%外資出資の形態を取っているため、中国資本との合弁が必要な基金管理会社形態ではなく、この暫行規定に基づき、私募証券投資機関形態で進めていくものと予想される。但し、公募基金ライセンスの申請が可能になるためには、上海現地法人の少なくとも3年間の経営実績が必要である。これは、暫行規定によって、公募基金ライセンス申請時の条件の一部として、①3年以上の証券資産運用の経験があり、直近3年間の証券資産の運用成績が良好であること、②直近3年間の経営状態が良好で、財務も健全であること、が課されているためである。他に、私募証券投資基金管理機関に固有の申請条件として、①払込資本金が1,000億元以上であること、②直近3年間の証券資産の運用残高が年平均20億元以上であること、が課されている。

これに対し、公募基金ライセンスを有する運用会社を最初から設立する場合、①最低資本金として1億元以上が課され、②外資は合弁形態でのみ認可され、かつ出資上限は49%に設定などの条件が課されている。まだ事例は無いが、最初に私募証券投資基金管理機関を設立し、公開市場に参入し、次に公募基金ライセンスを取得する方法は、外資系運用会社が、経営の自由度を確保しながら、段階的に資本を投下して中国の資産運用市場に参入していく新たな方法として注目される。

## 3) 他の外資系運用会社への波及も

米国運用会社の私募証券投資基金業務への進出を後押しした米中両政府間の対話以外に、中国政府は英国政府との間でも英中経済財政金融対話を毎年1回行っている。

2016年11月10日に英国（ロンドン）で開催された第8回対話では、米中間同様、中国政府は、「外資独資または中国側パートナーとの合弁による私募基金管理機関の基金業協会への登記と私募証券基金業務の展開を証監会は支援する」と表明し、具体的な英国運用会社としてアバディーン・アセット・マネジメント（安本資産管理公司）を想定し明記している<sup>22</sup>。同社の基金業協会への登録は執筆時点ではまだ確認できていないが、米国以外の外国運用会社の更なる進出も見込まれている。

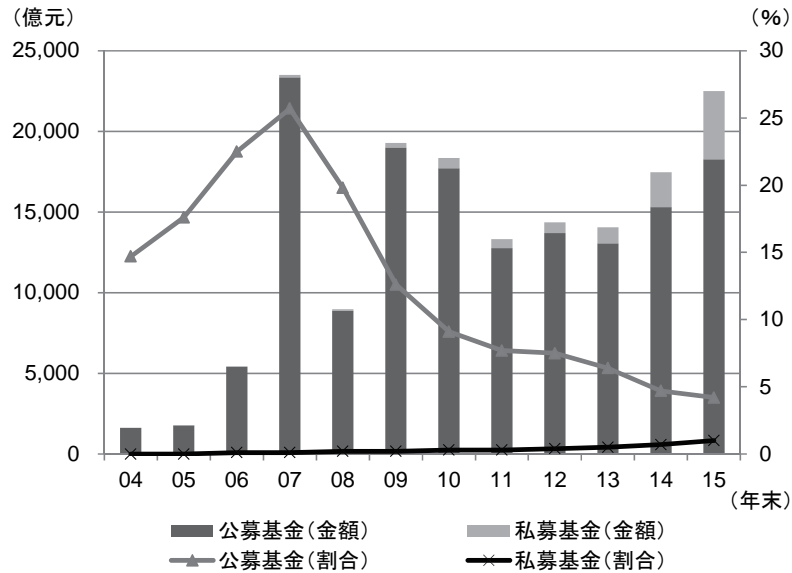
## 3. 公開市場での基金の存在感

公開市場のうち、A株（流通株）市場での投資家としての基金を見ると、2015年末時点で、公募基金は1兆8,268億元（投資家全体の4.2%）、私募基金は4,238億元（同1.0%）となっている（図表10）。私募基金は、2008年のグローバル金融危機発生時を例外として、A株の投資金額、投資家全体の割合ともに、着実に上昇してきている。

一方、公募基金市場を見ると、株式型投資信託の割合は市場全体の1割に満たず、MMFが4割を超える構成となっており、公式統計はこれから発表される予定だが、市場

<sup>22</sup> [http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201611/t20161111\\_2456130.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201611/t20161111_2456130.htm)

図表 10 A 株市場での投資家としての基金（金額、割合）



(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

残高は2017年6月末時点で初めて10兆元を超える見込みである。

公募基金は、中国でも少子高齢化が進む中で、個人の資産形成に向けた商品として、金融当局も重視している市場である。市場育成策の一つとして、中国政府は、外資系運用会社の公募基金市場への参入を認可しており、前述の通り、米英両政府に対しても、合弁運用会社の外資出資上限の段階的引き上げを承諾している。米中間では、米国のトランプ新政権との間で貿易・投資分野の協力に向けた「100日計画」の合意に向けた交渉が進められている（U.S.-China Comprehensive Economic Dialogue）。こうした二国間協議によって、中国の資産運用市場への外資の進出条件の緩和がどこまで進み、緩和内容がどのように内外無差別に適用されていくのかが、市場関係者の関心事項となっている。

#### 4. 結びにかえて

外資系私募証券投資基金管理機関の設立で先行する米国運用会社3社のうち、フィデリティは適格外国機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investors、QFII）のライセンス・運用枠を有し、適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investors、QDII）を通じた国内投資家（商業銀行を含む）向けのサービスも提供し、中国を巡るクロスボーダーの証券投資ビジネスへの参入実績がある。また、フィデリティは、北京と上海に駐在員事務所を設立し、大連（遼寧省）にオペレーションセンターを設置し、中国国内で400名を超える社員を雇用している。

バンガードの場合は、2014年に北京に駐在員事務所を設立している。また、QDLPで先行するUBSアセット・マネジメントは、2005年に国家開発投資公司（SDIC）との間で



合併契約を締結し、中国国内向け公募基金を組成する UBS SDIC ファンド・マネジメント（国投瑞銀基金管理有限公司）を設立している。

これまでの中国の資産運用市場での経験を基に、各社、特に新規参入のフィデリティとバンガードが今後、どのように私募証券投資基金業務を展開していくのか、引き続きその動向が注目される。