

中国・資産管理業界への包括的・横断的な規制導入の動き

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2018年4月27日、中国人民銀行等の金融当局は共同で「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」（指導意見）を公表した。指導意見の狙いは、これまで、銀行・保険・証券の業態別に規制が行われてきた金融機関の資産管理業務を、統一した基準で包括的に管理監督することにある。
2. 中国の金融機関のオフバランスシート業務としての中国の資産管理商品の残高は、既にオンバランスシート業務と同じ規模に達している。加えて、資産管理商品には、資金プール、複数階層での商品設計、暗黙の元利保証等の問題があり、金融市場でのシステミックリスクの引き金になることを、金融当局は懸念している。
3. このため、指導意見では、資産管理商品の評価方法を、原則、純資産価格に転換し、業界の慣行であった元利保証を禁止するとした。また、流動性の低い資産で長期にわたって運用する「非標準化債権型資産」への投資管理を強化し、引当金制度の整備やレバレッジ比率の規制でも統一を図っている。
4. 指導意見の内容は、今後、各商品に対する細則によって具体化されていくが、公募型の銀行理財商品については、最低販売金額が現在の5万元から1万元に引き下げられる一方、元本保証型理財商品は預金と同様の規制が課されることとなる。また、銀行理財業務は、原則、独立した子会社が担うこととなる。
5. 証券会社の資産管理プランでは、受託者としての証券会社が、委託者（銀行等を含む）の指図に基づき資産を管理するプランが制限されることとなる。指導意見に基づく資産管理商品のリスク解消に向けた移行措置は2020年12月末に設定されているが、資金調達面でも資金運用面でも、直接金融の比率を高めていけるかが資産管理業界の改革の鍵である。

I. 「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」の公表

1. 資産管理業界の潜在的なリスクの解消に向けた本格的な取り組み

2018年4月27日、国務院（内閣）の同意を経て、中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）、中国証券監督管理委員会（証監会）、国家外為管理局の金融当局は共同で「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」（指導意見）を公表した¹。

金融市場でのシステミックリスクの発生防止をボトムラインとする方針の下、指導意見の草案は、2017年10月の中国共産党第19回党大会を経た同年11月17日に公表され、パブリックコメントが実施されていた²。その後、中国共産党の改革の司令塔である「中央全面深化改革委員会」（従来の「中央全面深化改革領導小組」から格上げ）は、2018年3月28日に開催された同委員会の第1回会議において、「非金融企業の金融機関への投資の管理監督に対する指導意見」³とともに、今回の指導意見を承認していた。

2. 資産管理業務を統一した基準で包括的に管理監督

指導意見では、金融機関の資産管理業務を、「銀行、信託、証券、基金、先物、保険資産管理会社、金融資産投資会社⁴（後述）等の金融機関が、投資家からの委託を受け、受託した投資家の財産に対し投資・管理を行う金融サービス」と定義している。金融機関の資産管理業務は、金融機関のオフバランスシート業務であり、かつ投資信託と同様の集団投資スキームがその本質である。

ところが、中国では、後述の通り、法令上と同法令に基づく業態別の規制・管理監督体制によって、資産管理商品についても、銀行・保険・証券といった異なる業界毎に規制と管理監督体制が敷かれてきた。このため、金融当局が、資産管理業務の全体像を把握し、資産管理商品の流動性ミスマッチ、レバレッジの度合いなどを包括的に管理監督することを難しくしてきた。

中国共産党と中国政府は、事業会社が投資する金融持株会社に対する管理監督に加え、金融機関の資産管理業務に対する管理監督が、金融リスクの発生防止の鍵を握ると考え、第一に、2017年7月に開催された5年に1回の第5回全国金融工作会議では国務院金融安定発展委員会（中国人民銀行が事務局）の創設を決定し、第二に、2018年3月の第13期全国人民代表大会で中国銀行業監督管理委員会（銀監会）と中国保険監督管理委員会（保監会）の銀保監会への統合といった管理監督体制の改革を行ってきた。管理監督体制の改革は、今回の指導意見の公表と併せ、中国当局として、これまで資産管理業界が抱えてきたリスクの解消と発生防止を本格的に取り組み始めたことを示している。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3529600/index.html>

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3420451/index.html>

³ 金融持株会社に対する管理監督の強化については、関根栄一「金融業への外資出資比率の緩和と同時に株主管理を強化する中国政府の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。

⁴ 貸出債権の株式化に伴う受け皿会社。

3. 期限を区切って資産管理業務のリスクを解消

今回の指導意見の特徴は、資産管理商品のリスクの解消と発生防止に向け、期限を区切って実行しようとしている点にもある。

2017年11月に公表された指導意見のパブリックコメント版では、移行期間を1年半設け、2019年6月30日までに各金融機関が必要な措置を講ずることを求めていた。その後、2018年4月に公布された指導意見では、移行期間を2020年12月末と、更に1年半延長した。パブリックコメント版の公表から移行期間を約3年間に設定したことになるが、段階的なアプローチを採用しながらも、資産管理業務の問題を着実に処理しようという金融当局の姿勢の表れと評価できよう。指導意見の内容は、今後、細則によって管理監督の実効性が確保されていくこととなる。

II. グローバルな金利指標改革の進捗

1. 資産管理商品の法的位置付け

資産管理業務は、本来、有価証券に関わる業務として、証券業と統一的に規制されるのがあるべき姿と言える。中国における有価証券の定義については、「証券法」の2条において、中国国内で発行される①株券、②社債、③国務院が法に従って認定するその他の証券、とされている。また、証券法で規定していないものは、会社法及びその他の法律・行政法規の規定を適用することとしている。

その他の法律で規定されている代表的なものが証券投資基金であり、同基金については、「証券投資基金法」の2条において、中国国内で公開または非公開で資金を募集し基金管理人が管理し、基金保管受託者が保管受託し基金持分保有者のために行う証券投資活動、と定義されている。また、同法に規定されていない場合は、「信託法」、「証券法」、その他関連法規・行政法規の規定を適用することとしている。

証券法上の有価証券にせよ、証券投資基金法上の証券投資基金にせよ、管理監督は国務院証券監督管理機関、すなわち証監会が行うことになるが、銀行理財商品など両法に定義されないものについては、証監会とは別の管理監督機関が、両法とは異なる法律・法規・行政法規に基づいて管理監督を行うこととなる。換言すれば、現在の金融機関の資産管理業務は、資産管理商品を組成する主体によって、異なる管理監督機関が異なる法規を適用する仕組みとなっている（図表1）。また、同じ管理監督機関でも、商品が異なれば、異なった法規を適用する仕組みとなっている。例えば、同じ銀保監会（旧銀監会）でも、銀行理財商品と資金信託プランに対しては、それぞれ異なる法規を適用している。なお、証券分野のうち、私募ファンドの管理監督機関は中国証券投資基金業協会（日本の投資信託協会に相当）であり、商品も同協会への登録制となっている。

図表 1 各金融機関別の資産管理商品

金融機関(種類)	資産管理業務	管理監督機関(再編前)	統計機関(主に残高情報)	
				公表頻度
基金管理会社及び 子会社	公募基金	中国証券監督管理委員会	中国証券投資基金業協会	毎月
	非公募資産管理プラン	同上	同上	四半期
私募機関	私募証券投資基金、 私募エクイティ投資基金、 創業投資基金等	中国証券監督管理委員会 中国証券投資基金業協会	中国証券投資基金業協会	四半期
信託会社	単一資金信託、集合資金信託	中国銀行業監督管理委員会	中国信託業協会	四半期
証券会社、 証券資産管理会社	集合資産管理プラン(私募投信)、 定向資産管理プラン(SMA)、 専項資産管理プラン(SAMP)	中国証券監督管理委員会	中国証券投資基金業協会	四半期
先物会社、 先物資産管理会社	先物資産管理プラン	中国証券監督管理委員会	中国証券投資基金業協会	四半期
保険会社、 保険資産管理会社	ユニバーサル保険、変額保険、 企業年金管理・養老保険・ その他受託資産の管理	中国保険監督管理委員会	中国人民銀行	1年
商業銀行	銀行理財商品、 プライベートバンキング(PB)	中国銀行業監督管理委員会	銀行業理財登記寄託センター	半年

(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

2. 中国の資産管理業務の規模

1) 2016 年末時点の規模と内訳

各管理監督機関が管理する資産管理商品は、それぞれの同機関もしくは同機関の傘下にある自主規制機関が、発行金額や残高等の統計を定期的に公表している。これら個別の業界を統合した資産管理業界の全体像については、中国人民銀行が、2017年8月11日に公表した「2017年第2四半期(4~6月)中国貨幣政策執行報告」のコラムで、残高に限って初めて明らかにしている⁵。

中国人民銀行の統計によれば、2016年末時点の中国の資産管理業界の残高は96.2兆元となっている。そのうち、銀行分野では、銀行理財商品(オフバランスシート型)が23.1兆元(全体の24.0%)、信託会社が受託管理する資金信託プランが17.5兆元(同18.2%)となっている。保険分野では、保険会社の資産管理プランが1.7兆元(同1.8%)となっている。証券分野では、公募基金が9.2兆元(同9.6%)、証券会社・資産管理プランが17.6兆元(同18.3%)、基金管理会社(投信会社)及び子会社の資産管理プランが16.9兆元(同17.6%)、私募基金が10.2兆元(同10.6%)となっている(図表2)。

また、中国人民銀行は、商品間の相互保有(相互投資)を控除した後の各業界・各金融機関の資産管理業務残高を、合計で約60兆元強と試算している。つまり、約30兆元が商品間で相互保有されていることとなる。

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/3307990/3360428/index.html>

図表 2 資産管理業界の商品種類別規模の動き

	2016年末	2017年末	
		前年比	
銀行理財商品	23.1	22.2	-3.90%
信託会社の資金信託プラン	17.5	21.9	25.14%
公募基金	9.2	11.6	26.09%
私募基金	10.2	11.1	8.82%
証券会社の資産管理プラン	17.6	16.8	-4.55%
基金管理会社及び子会社の資産管理プラン	16.9	13.9	-17.75%
保険会社の資産管理プラン	1.7	2.5	47.06%
合計	96.2	100.0	3.95%

(注) 銀行理財商品は、オフバランスシート型のみが集計対象。
(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

2) 2017 年末時点の規模と内訳

指導意見は、本文とは別に Q&A を公表している⁶。この Q&A によれば、2017 年末時点の中国の資産管理商品の残高は 100 兆元（前年比 3.95% 増）となっている。2017 年末時点での銀行の貸出残高は 122.2 兆元であり、オフバランスシート業務としての資産管理業務は、オンバランスシート業務に匹敵する規模となっていることが分かる。

2017 年末時点の資産管理商品残高のうち、銀行理財商品（オフバランスシート型）が 22.2 兆元（全体の 22.2%）、信託会社が受託管理する資金信託プランが 21.9 兆元（同 21.9%）、公募基金が 11.6 兆元（同 11.6%）、私募基金が 11.1 兆元（同 11.1%）、証券会社の資産管理プランが 16.8 兆元（同 16.8%）、基金管理会社及び子会社の資産管理プランが 13.9 兆元（同 13.9%）、保険会社の資産管理プランが 2.5 兆元（同 2.5%）となっている（前掲図表 2）⁷。

3. 資産管理業務で中国当局が懸念するリスクシナリオ

中国人民銀行の「2017 年第 2 四半期（4～6 月）中国貨幣政策執行報告」のコラムでは、資産管理商品の問題点とリスクシナリオを指摘している。指導意見の Q&A でも、あらためて資産管理業界が抱えるリスクの問題を指摘している。

1) 資金プールの問題

リスクシナリオの一つ目が、「資金プール」によるオペレーションを通じて、個別の商品の流動性リスクが隠されているという問題である⁸。

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3529603/index.html>

⁷ 後述するが、証券会社や基金管理会社及びその子会社の資産管理プランの 2017 年末時点の残高の減少は、2017 年 11 月に指導意見のパブリックコメント版が出た時点で、その規制内容を既に折り込んでおり、その分、公募基金や資金信託プランに投資資金が流入しているものと考えられる。

⁸ 例えば、銀行理財商品の「資金プール」のリスクについては、2013 年 6 月のインターバンク市場での金利高騰問題の発生時から、金融当局は指摘している。関根栄一「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」『野村資本市場クォーターリー』2013 年夏号参照。

資産管理商品を組成する金融機関は、商品を次々と発行し、これらの商品を共同で運用し、一方でプライシングを分離することなどによって、募集コストを下げ、短期資金を長期の債権（デット）やエクイティで運用し、収益の最大化を追求していると見られる。ところが、ある商品の満期時に、償還および再投資に必要な資金募集が難しくなれば、途端に流動性がタイトになる。同時に、商品間の相互保有によって、流動性の問題が発生した商品が投資している別の商品に、ひいては複数の金融機関に影響が及ぶことになる。

2) 何階層にもわたる商品設計の問題

二つ目が、商品の持分が何階層にもわたっていて、リスクが伝播しやすくなっているという問題である。

多くの資金源が存在しながらも投資範囲が基本的にデットに限定されていたり、一部の銀行理財商品の資金が信託・証券・ファンド・保険といった（複数の）資産管理商品を導管としてエクイティ等に向かっていることで、最終的な投資先に至るまでの持分構成が複雑となり、ベースとなるリスクの所在が不明確となっている。このため、一つの商品で何か問題が発生した場合、他の商品群へのリスクが伝播することとなる。また、個別の商品に損失が発生した時に、組成した金融機関と投資家との間で責任の所在を巡る紛争が容易に発生しかねない。

3) 管理監督が不足しているという問題

三つ目が、正規の金融システムの外で、管理監督が不足したシャドーバンキング（影の銀行）が形成されているという問題である。

中国のシャドーバンキングの具体的な例として、①オフバランスシート型の銀行理財商品や、銀行が商品組成を信託・証券・ファンドと協力して行う業務で、投資資金が「非標準化債権型資産」（証券取引所や銀行間市場で流通していない債権資産、後述）に向かうケースや、②保険会社が組成する「名目はエクイティ投資でも、実態はデット投資」という資産管理プランなどが指摘できる。これらの業務は透明性が低く、従来の銀行・保険・証券という業態別の規制や管理監督を容易に回避して、実質的な銀行貸出ルートと化している。更に、その一部は、過剰生産業種や不動産など、政府が制限している投資分野に流れている。

この結果、マクロコントロールに一定の障害が発生しており、社会全体の資金調達コストを高め、金融業が実体経済に貢献する質と効果に負の影響を与えている。

4) 「暗黙の元利保証」の問題

四つ目が、資産管理商品に対する「暗黙の元利保証」の問題である。

一部の資産管理商品は、自己資金や前述の資金プールからの資金を以って期待収益を確保しており、資産管理商品と金融機関自身の資産・負債が十分に隔離できていない。加えて、

中国の資産管理業界で半ば常識化している「暗黙の元利保証」（中国語で「剛性兑付」と呼ぶ）は、資産管理業務の本質からかけ離れたものである。金融機関は、資産管理業務が本来はオフバランスシート業務でありながらも、最終的に自社のバランスシートを使って償還を行わざるを得ないリスクを抱えている。また、投資家のモラルハザードを招いている。

4. 指導意見の基本的な考え方

1) システミックリスクの発生を防止

中国の資産管理業界は、金融機関のオフバランスシート業務における複数階層での商品設計によるレバレッジの存在、異なる管理監督体制の下でのセーフティネットの脆弱さ、投資家のモラルハザードという観点で、2007年に米国でサブプライム融資の資産証券化商品で発生した「市場型危機」と類似した危機に直面する可能性がある。中国政府が危惧しているのは、商品に組み込んでいる資産の価格が何らかのショックで急激に下落したり、商品の償還の問題が発生することによって、これまで金融システムの外で形成・蓄積されたリスクが、金融機関のバランスシート業務に波及し、流動性危機からシステミックリスクの発生に至る事態である。

2) 指導意見の原則

上記のような問題意識の下、指導意見では、中国の資産管理業界の規律付けに向け、資産管理商品に対する管理監督の基準を統一し、金融リスクの発生を有効に防止・コントロールするために、金融当局は、以下の原則で対処していくとしている。

原則の一つ目が、リスクを厳格にコントロールするというボトムラインを堅持することである。リスクのストックそのものを減少させ、リスクの新規発生を防止する。

二つ目が、実体経済への貢献を根本目標とすることである。資金が、実態を伴わない金融システム内での循環に向かうことを避け、複雑すぎる商品を規制し、リスクが業界・市場・地域を越えて伝播するのを防ぐ。

三つ目が、マクロプルーデンスとミクロプルーデンスを組み合わせた管理監督を進めることである。各資産管理業務に対して、全面的・統一的に管理監督できるような有効な措置を講じて、金融消費者の権利と利益の保護を強化する。

四つ目が、既に顕在化してしまっている問題を重視するということである。特に何階層にもわたる商品設計、レバレッジの不透明さ、規制のアービトラージ、投機が頻繁であるなどの問題に対して統一した標準規則を設定する。

五つ目が、資産管理商品に対する管理監督を段階的かつ慎重に進めるというものである。資産管理商品に関するリスク防止・コントロールに向けた対処を行ないながらも、リスク処理に向けた市場の受け入れ能力や、リスク処理に関する合理的な移行期間、リスク処理業務の優先順位・対象店舗・処理度合いにも配慮し、金融当局は市場とも対話しながら、リスク処理に向けた市場の見通しを有効に形成する。

Ⅲ. 指導意見が求める今後の資産管理業務に対する共通の指針

指導意見及び Q&A では、金融機関による資産管理業務の共通の指針を以下の通り明確にし、管理監督上の原則としている。

1. 資産管理業務の定義

- 資産管理業務を、「金融機関が、投資家からの委託を受け、受託した投資家の財産に対し投資・管理を行う金融サービス」と定義する。なお、私募投資基金については、同基金に関する法令を適用し、法令に特に定めのない場合は、指導意見を適用する⁹。
- 金融機関¹⁰は、委託者の利益のために、誠実・信用・勤勉・良心のある義務を履行し、同時に相応の管理費用を請求する。委託者は、投資リスクを自ら負担し、同時に収益を得る。
- 金融機関は、委託者との契約で、事前に合理的な業績報酬や業績報酬を組入れた管理費の請求を約定できるが、必ず一商品毎に清算しなければならず、異なる商品同士で混同して取り扱ってはならない。
- 資産管理業務は、金融機関のオフバランスシート業務であり、金融機関は資産管理業務を行なう際、元本や収益の保証を承諾してはならない。償還が困難な場合、金融機関は、いかなる形式であれ、償還を立て替えてはならない。同時に、金融機関は、バランスシート上で資産管理業務を行なってはならない。

2. 資産管理業務の定義

1) 募集形態（公募と私募）

- 資産管理商品の募集形態によって、公募商品と私募商品に区分する。
- 公募商品は、不特定の社会公衆向けに公開発行する商品である。「公開発行」の認定基準は証券法に基づき執行する。証券法 10 条では、証券の公開発行の定義を、①不特定の対象に証券を発行する場合、②特定の対象に証券を発行し、対象の累計が 200 人を越える場合、と規定している。
- 私募商品は、適格投資家向けに非公開方式で発行する商品である。

⁹ 私募創業投資基金（未上場の創業企業の普通株等に投資する基金）、政府が出資する産業投資基金については、別途、規定を定める。他に、金融監理監督部門が規則を制定して行う資産証券化業務や、人力資源・社会保障部が規則を制定して発行する養老年金商品には、指導意見は適用されない。

¹⁰ 非金融機関が行う違法な資産管理業務については、「批准を得なければ金融業務に従事してはならず、金融業務は必ず金融部門の管理監督を受けなければならない」との考え方にそって処理する。

2) 適格投資家

- 資産管理商品の投資家は、①不特定多数の一般投資家と②適格投資家に区分する。
- 適格投資家とは、リスク識別能力とリスク負担能力を有し、一定の要件を備えた自然人・法人またはその他組織で、単一の資産管理商品において一定以上の金額を投資するものと定義する。
- 一定の要件とは、自然人の場合、2年以上の投資経験を有し、①家計金融純資産が300万元以上かつ家計金融総資産が500万元以上、または②直近3年間の年平均収入が40万元以上となる。また、法人の場合、直近一年前時点の純資産が1,000万元以上となる。
- 一定以上の投資金額とは、①単一のフィクストインカム型商品の場合30万元以上、②単一のバランス型商品の場合40万元以上、③単一のエクイティ型商品及びコモディティ・金融デリバティブ型商品の場合100万元以上、を指す。

3) 商品の種類

- フィクストインカム型商品とは、預金・債券等の債権（デット）型資産への投資比率が80%以上の資産管理商品を指す。
- エクイティ型商品とは、株式・未上場株等のエクイティ型資産への投資比率が80%以上の資産管理商品を指す。
- コモディティ・金融デリバティブ型商品とは、コモディティ・金融デリバティブ型資産への投資比率が80%以上の資産管理商品を指す。
- バランス型商品とは、デット型資産、エクイティ型資産、コモディティ・金融デリバティブ型資産に投資をし、かつどの型の資産への投資比率も前述の三種類の商品の基準に達しない資産管理商品を指す。

4) 商品の種類

- 指導意見は、公募と私募の募集形態毎に、投資可能な金融資産を区別している。
- 公募商品は、主に標準化債権型資産と上場株式に投資すると規定している。前者の標準化債権型資産とは、①等分化され売買が可能、②情報開示が十分である、③集中登記され独立して寄託されている、④公正価格で評価され、流動性が確保されている、⑤銀行間市場や証券取引所等国务院が同意して設立した取引市場で取引される、という要件を備えた資産を指す。標準化債権型資産の代表例として上場債券が考えられるが、具体的な定義は、中国人民銀行が、他の管理監督機関とともに別途定めるとしている。
- 私募商品の投資対象は契約次第であるが、債権型資産、上場株式、未上場株（債権の株式化を含む）、受益権（収益権）、及びその他法令で定める資産に投資すると規定している。

3. 資産管理業務に対するリスク管理の強化措置

1) 資産管理商品の評価方法の変更

(1) これまでの評価方法と問題点

これまで、一部の資産管理商品では、予想収益率モデルを採用し、過度に償却原価法を使用して投資した金融資産を評価してきた。償却原価とは、保有する金融資産を償還金額より安く（または高く）取得した場合に、その差額を利益（または損失）として償還時に一度に計上せず、所有期間に応じて每期利息として計上し、当期に配分すべき金額を帳簿価額に加算（また減算）した価額を指す¹¹。

しかしながら、償却原価法を採用した場合、投資した金融資産（基礎資産）のリスクが適時に商品の価格の変化に反映されず、投資家も自分自身が負担しているリスクの程度（大きさ）が不明となり、リスクを自分自身で負担しているという意識を欠かせる結果となった。金融機関にとっても、投資収益のうち予想収益を上回った部分を商品の管理費に転化したり、またはフィー収入に組み込んだりして、投資家に還元せず、投資家自身にリスクの負担を求めることを困難にしていた。

(2) 純資産価格での評価方法に転換

指導意見は、先ず商品設計上、一商品毎に単独管理、単独記帳、単独計算を義務付け、資金プール業務を明確に禁止した。その上で指導意見は、金融機関に対し、商品の純資産価格での管理を進めることを求め、金融機関のパフォーマンス報酬が、管理費と商品との一対一の関係に設定されるように強調している。

純資産価格での評価方法について、指導意見は、資産管理商品が投資している金融資産を公正価値で評価することを原則とし、時価評価を奨励している。同時に、指導意見は、償却原価法の採用を例外的に容認するケースとして、①クローズド・エンド型の商品で、投資した金融資産について、契約で定められたキャッシュフローを取得することが目的で、かつ満期まで保有する場合、②同様にクローズド・エンド型の商品で、投資した金融資産が流通市場で活発に取引されていない、または流通市場でのプライシングもなく、技術的に公正価値で評価することが出来ない場合、をそれぞれ挙げている。

また、資産管理商品の純資産価格の計算はカスタディアン経由で行い、外部の会計事務所が監査・確認することを指導意見は求めている。

2) 「元利保証」の禁止

(1) 「元利保証」の典型例

指導意見は、金融機関に対し、これまで資産管理業界の慣行であった元利保証の禁止を求めている。指導意見は以下のケースを元利保証行為と見なしている。

¹¹ <https://www.dai-ichi-life.co.jp/support/glossary/term0087.html>

- 資産管理商品の発行者または管理者が、真実かつ公正に純資産価格で確定する原則に違反し、商品に対して元利保証を行うケース。
- 商品を次々と発行するなどの方法で、資本管理商品の元本・収益・リスクを異なる投資家の間で移転せしめ、商品の元利保証を実現するケース。
- 商品が、期日通りに償還できず、または償還が困難な時、同商品を発行または管理する金融機関が自ら募集した資金を以って返済したり、あるいは他の機関に委託して代理返済するケース。

(2) 「元利保証」違反に対する手続き

指導意見は、元利保証と認定した場合、預金取扱金融機関と非預金取扱金融機関とで処分を区別している。先ず、預金取扱金融機関で元利保証が発生し、預金の特徴を使って資産管理商品に対する規制アービトラージが発生させたと認定した時は、銀保监会と中国人民銀行は、預金業務と見なし、預金準備金及び預金保険料を完全に徴収し、行政処分を加える。次に、非預金取扱金融機関で元利保証が発生し、違法経営と認定した時は、同機関の管理監督機関と中国人民銀行は、法に基づき責任の所在を明らかにし、行政処分を加える。

また、指導意見は、元利保証を発見した場合の個人・法人による管理監督部門への通報を奨励したり、外部監査機関が元利保証を発見した場合の管理監督機関への適時報告を義務付けたりしている。

3) 流動性リスクの管理強化

(1) 商品設計の原則を確認

指導意見は、金融機関に対し、資産管理商品が投資する資産の期間を合理的に設定し、期間のミスマッチによる流動性リスクの管理を強化し、管理監督機関に対しては、流動性リスクの管理規定を制定することを求めている。

資産管理商品における流動性リスクの管理のうち、クローズド・エンド型商品について期間が 90 日間を下回るものは認められなくなった。また、①単一の事業の資金調達のために複数の資産管理商品を発行して、投資家数の制限等に関する管理監督を回避することを禁止、②同一の金融機関が複数の資産管理商品を発行して、同一の資産に投資する場合、投資金額は合計で 300 億元を超えてはならないとの制限を課した。

(2) 非標準化債権型資産への管理強化

非標準化債権型資産とは、標準化債権型資産以外の債権型資産を指す。中国人民銀行の規定の制定を待つ必要はあるが、これまでは、貸付資産、貸付信託、委託債権、銀行引受手形、信用状、売掛債権、受益権、売戻し条件付き買入れ証券等が含まれるとされてきたが、指導意見では、資産管理商品による商業銀行の貸付資産への投資を明確に禁止した。また、商業銀行の貸付資産に関する受益権への投資については、管理監督機関が別途定め

る規定に従うとした。

Q&Aによれば、非標準化債権型資産は、期間・流動性・信用の転換機能があるものの、透明性が低く、流動性も弱く、政府のマクロコントロール政策や自己資本規制等の銀行貸付に対する管理監督を回避し、一部は投資が制限されている分野に向かっている。このため、指導意見は、金融機関が発行する資産管理商品が非標準化型債権資産に投資する場合、管理監督機関が別途制定する投資枠管理や流動性管理等の基準に従わなければならないとしている。

(3) 商品の種類ごとの管理強化

商品の種類ごとの管理強化も以下の通り図られている。

- 単一の公募型資産管理商品が、単一の証券または単一の証券投資基金に投資する場合、その時価は、当該商品の純資産の10%を超えてはならない。
- 同一の金融機関が発行する全ての公募型資産管理商品が単一の証券または単一の証券投資基金に投資する場合、その時価は、当該証券の時価または当該証券投資基金の時価の30%を超えてはならない。そのうち、同一の金融機関が発行する全てのオープン・エンド型商品が投資する単一の上場会社の発行株式は、同社の流通可能な株式の15%を超えてはならない。
- 同一の金融機関が発行する全ての資産管理商品が投資する単一の上場会社の発行株式は、同社の流通可能な株式の30%を超えてはならない。

4) 新たな引当金制度の創設

(1) 業界毎に統一性の無い引当金制度

Q&Aによれば、資産管理業務の金融機関にとってのオフバランスシート性、投資リスクの投資家自身による負担に鑑み、オペレーショナルリスクとその他の予期できないリスクに備え、一定のリスク補償制度を構築する必要があり、相応のリスク準備金を積み立てるか、金融機関の自己資本を計算する際に関連するリスクの要素を考慮しなければならないとしている。

ところが、業界ごとにリスク準備金の積み立てや、必要な資本量に対する条件が異なっている。例えば、銀行理財業務の場合、銀行に対して自己資本に対する規制を課す方針の下、理財業務収入の一定割合をオペレーショナルリスク資本として積み立てることを求めている。証券会社や基金管理会社子会社の資産管理業務、公募基金、一部の保険会社の資産管理業務については、管理手数料からリスク準備金を積み立てているものの、その割合は統一されていない。信託会社の場合、税引き後利益の5%を信託賠償準備金として積み立てている。

(2) 引当金制度の統一

指導意見では、資産管理業務の引当金制度の統一を打ち出している。一つ目は、新たな引当金制度の創設であり、金融機関が、資産管理商品の（投資家から受け取った）管理手数料の10%をリスク準備金として、運用商品残高の1%に達するまで積み立てる方法を提案している。二つ目は、新たな手法の前に導入されていたもので、金融機関が、オペレーショナルリスク準備金を積み立てる方法を提案している。金融機関は、今後公布される細則に従って、いずれかの方法を選択する必要がある¹²。

リスク準備金は、①金融機関の法令違反、②金融機関の資産管理証券の契約違反、③オペレーションミスまたは技術的な障害等によって、資産管理商品の財産または投資家に損失をもたらした場合に使われる。金融機関は、定期的に、リスク準備金の使用状況を管理監督機関に報告しなければならない。

5) レバレッジ比率規制

指導意見は、資産管理商品のレバレッジ比率を、負債のレバレッジと優先・劣後構造のレバレッジから規制している。

負債（総資産/純資産）のレバレッジ比率では、上限をオープン・エンド型公募商品で140%、クローズド・エンド型公募商品で200%、優先・劣後構造型私募商品で140%、その他私募商品で200%に設定し、金融機関が受託管理している商品を担保に資金調達することを禁止している。

優先・劣後構造のレバレッジ比率では、公募商品及びオープン・エンド型私募商品での同構造の設定を禁止するとともに、クローズド・エンド型私募商品の優先・劣後比率のうち、フィクストインカム型商品では3:1、エクイティ型商品では1:1、コモディティ・金融デリバティブ型商品では1:1、バランス型商品では2:1を上限に設定している。

4. 資産管理商品に対する統計制度の整備

指導意見の内容に基づいて、今後、期間を区切って資産管理商品への管理監督を強化していくためには、これまで管理監督機関ごとに縦割りで作られていた同商品の統計制度の見直し、指導意見の内容に沿った形で実態を把握することが不可欠である。この点について、2018年4月9日、国務院は「金融業の総合統計業務の推進に関する意見」を公布し、短期（2018年～2019年）、中期（2020年～2022年）に分け、包括的、横断的、統一的な金融統計制度の整備を進める方針を示している¹³。このうち、資産管理商品の統計制度の整備については、短期の目標に組み込まれている。整備する統計の内容は以下の通りとなる。

¹² 銀行理財業務は、既にオペレーショナルリスク準備金の積み立ての対象となっている。積み立て方法は、原則、商業銀行の各業務収入に一定の係数を掛け、ウェイト化して算出する方法が採られている。また、証券会社が組成する資産管理商品についても、商品の種類によって積み立て比率は異なるが、規模（残高）に対する一定比率（1～2%）を「資産管理業務リスク資本準備金」として積み立てることとなっている。

¹³ http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-04/09/content_5280995.htm

- 資産管理商品の規模、商品間の関連性、実体経済及び金融市場に流入する資金構成、レバレッジ比率、収益率、期間構成等の重要なモニタリング指標を整備し、統計する。
- 銀行業・証券業・保険業といった金融機関の資産管理商品を全面的かつ有効にモニタリングし、商品間の関連性を反映させ、商品間で金融リスクがどのように伝播するかを分析し、複数の商品間での資金チェーンを一気通貫で可視化できる方法¹⁴で把握する。
- 移行期間においては、雛形に基づいてデータを収集し、資産管理商品統計情報システムを構築し、最終的には個別商品の定型化された直接報告モデルを作る。
- 個別の資産管理商品の統計をベースに、相互に保有する性質を有する金融商品の統計制度を構築し、モニタリングとリスク伝播ルートの識別を行う¹⁵。

IV. 指導意見の各業界への影響の見通し

指導意見の公布後、銀行理財商品と証券会社の私募型資産管理業務について、細則案が発表され、パブリックコメントが実施されている。この章では、細則案等の内容が両業界に与える影響を見て行く。

1. 銀行理財商品

1) 管理弁法の公布

指導意見公布後の2018年7月20日、銀行理財商品について、銀保監会が「商業銀行理財業務監督管理弁法」（管理弁法）のパブリックコメント版を公表し¹⁶、同年9月26日、正式に公布した（即日施行）¹⁷。また、管理弁法のパブリックコメント版の公表と同じ7月20日、中国人民銀行は、指導意見の内容を補足する通知（補足通知）を公表した¹⁸。

銀行理財商品については、2013年から、銀監会（当時）の指導の下、銀行間債券市場の登録・決済機関である中央国債登記結算有限責任公司（CCDC）が「全国銀行業理財情報登記システム」を開発し、銀行が同システムに登録した理財商品に関する情報開示（中国銀行業理財市場報告）を実施している。2016年の同報告からは、CCDCの下に設立された銀行業理財登記寄託センターが同システムの運営に当たっている。

指導意見、管理弁法、補足通知の方向性を、銀行理財商品の統計情報と合わせて見ると、以下のような影響が予想される。

¹⁴ 意見は、この方法を「シースルー型の管理手法」と呼んでいる。

¹⁵ 金融商品の相互保有に関し、最終的な投資先を追跡するための統計整備を目指すものと解されるが、具体的な追跡手法については、意見では特に記載されていない。

¹⁶ <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/047621B36C0D4D09A3BBA50907C0AD63.html>

¹⁷ <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/8F256782CDD74BABB776B1B33F1B6BC0.html>

¹⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3582714/index.html>

2) 投資家層の拡大

(1) 募集形態による商品設計の明確化

銀行理財商品は、募集形態によって、今後、「公募理財商品」と「私募理財商品」に分類される。指導意見の考え方に沿って、前者は不特定多数の社会公衆に向けて発行され、後者は200名以下の適格投資家向けに発行されることとなる。同時に、単一の公募理財商品の最低販売金額は、現在の5万元から1万元に引き下げられる。

(2) 投資家層の現状

統計によれば、2017年末時点の銀行理財商品発行残高29兆5,400億元(オフバランスシート型を含む)のうち、一般個人投資家向け商品が14兆6,000億元(全体の49.42%)、富裕層向け商品が2兆9,100億元(同9.85%)、プライベートバンク向け商品が2兆2,800億元(同7.72%)と、個人投資家向けで計19兆7,900億元(全体の66.99%)を占めている。他に、機関投資家向け商品が6兆5,000億元(全体の22.0%)、金融機関向け商品が3兆2,500億元(同11.0%)となっている。

これらのうち、一般個人投資家向け商品の残高は、2016年末時点に比べ2兆7,600億元増と、23.31%の伸び率で増加したとのことであり、最低販売金額の引き下げは、投資家層の拡大に寄与していくものと思われる。

3) 投資対象の明確化

(1) 管理弁法での規定

管理弁法の35条で、銀行理財商品は、①債券(国債、地方債、中央銀行手形、政府機関債券、金融債)、②預金(銀行預金、大口預金、譲渡性預金)、③社債、④資産証券化証券(銀行間債券市場・証券取引所で発行)、⑤公募証券投資基金、⑥その他債権型資産、⑦エクイティ型資産に投資が可能と規定している。

また、管理弁法の36条で、銀行理財商品の投資を禁止しているものとして(ネガティブリスト)、①貸付資産への直接投資、②本行の貸付資産への直接・間接投資、③本行・その他銀行が発行する理財商品への直接・間接投資、④本行が発行する資産証券化商品の劣後ポジションへの直接・間接投資、を挙げている。他に、非機関投資家向け理財商品について、不良資産・不良資産の証券化商品への直接・間接投資を禁止している。

(2) 投資対象の現状

統計では、投資先の資産配分の比率しか出ていないが、銀行理財商品の発行残高29兆5,400億元(元本保証のオンバランスシート型を含む)を分母として計算すると、2017年末時点での投資残高のうち、債券が12兆4,629億元(全体の42.19%)、現金・銀行預金が4兆1,090億元(同13.91%)、非標準化債権型資産が4兆7,914億元(16.22%)、エクイティ型投資が2兆7,974億元(同9.47%)、その他資産が5兆3,792億元(同18.21%)

となっている。その他資産の内訳は不明であるが、管理弁法でネガティブリストに計上されている資産については、移行期間中に解消を迫られていくこととなる。

(3) 非標準化債権型資産の取り扱い

中国人民銀行の補足通知では、公募資産管理商品は、標準化債権型資産や上場株以外に、非標準化債権型資産にも投資できることを明示した。但し、非標準化債権型資産への投資に関しては、期間のマッチング、投資上限管理、情報開示等の管理監督上の要求に従わなければならないとしている。

この管理監督上の要求を管理弁法に即して見ると、39条では、銀行の全ての理財商品が投資する単一及び関連する企業向けの非標準化債権型資産残高は、同理財商品を発行する銀行の純資本の10%を越えてはならないと規定している。また、銀行の全ての理財商品が投資する非標準化債権型資産残高は、いかなる時点であれ、①理財商品の純資産の35%、及び②前年度総資産4%をそれぞれ超えてはならないと規定している。

これらの投資上限管理をクリアするためには、銀行が、同資産を移行期間中にバランスシートに戻す選択肢もあり得るが、その場合、金融当局は、同資産をマクロプルーデンス評価の対象に加えると同時に、Tier2（劣後債）の発行を支援する2020年12月末を期限とした移行措置を設定している。

4) 元本保証型理財商品の取り扱い

(1) 管理弁法での規定

管理弁法は、銀行が発行する理財商品を元本保証型と非元本保証型に分けている。そのうち、前者は、ストラクチャード型理財商品か、非ストラクチャード型理財商品に分けている。また、ストラクチャード型理財商品については、銀行のバランスシート上の預金として扱い、預金準備金や預金保険料の納付の対象とする。同時に、対応する資産は、自己資本や貸倒引当金の計算の対象に組み入れる。

(2) 元本保証型理財商品の発行動向

統計によると、2017年末時点の理財商品発行残高29兆5,400億元のうち、元本保証型は7兆3,700億元（全体の24.95%）となっている。また、元本保証型の発行残高を銀行別に見ると、国有大型銀行が2兆3,828億元（同行発行残高の23.9%）、株式制商業銀行が2兆8,800億元（同24.1%）、都市商業銀行が1兆1,470億元（同24.3%）、外資銀行が2,694億元（同72.8%）、農村金融機関が5,165億元（同32.9%）となっている。

これらのうち、どれぐらいの金額・割合が預金準備金や預金保険の対象となるストラクチャード型かは判明しないが、規制改革を踏まえ、今後、銀行がオフバランスシートの非元本保証型に商品設計を移行させていく可能性がある。また、外資銀行の場合、元本保証型理財商品の発行残高は他の銀行より少ないものの、理財商品全体に占める割合は高い。

今後、元本保証型理財商品は、バランスシート上の預金業務と同じ扱いとされる方向であるため、外資銀行の発行する元本保証型理財商品は縮小していくとともに、むしろ他の金融機関の発行する資産管理商品の販売業務に特化していく可能性も考えられる。

(3) ストレステストの実施

管理弁法では、銀行に対し銀行理財商品に対するストレステストの実施を義務付けている。個別の商品に対して、ストレスシナリオを合理的かつプルーフに設定し、定期的（少なくとも四半期に1回）に実施し、緊急プランを制定して緊急時に理財商品の投資家からの買戻し請求に対応できるようにすることを求めている。

5) 理財子会社の設立

指導意見は、資産管理業務を主要業務としていない金融機関は、独立した法人格を有する資産管理子会社を設立し、法人としてのファイヤーウォールを強化しなければならないとしている。同時に、条件を備えていない金融機関は、専門の資産管理業務運営部門を設立して業務を行うことが出来るとしている。

管理弁法でも、同様の考え方に沿って、銀行は独立した法人格を有する子会社（理財子会社）を設立して理財業務を行わなければならないと、暫定的に条件を備えていない場合は、銀行の本店に理財業務の専門部門を設立して、理財業務に対する集中かつ統一した経営管理を行わなければならないとしている。このため、2018年10月19日、銀保監会は「商業銀行理財子会社管理弁法」のパブリックコメントを実施した¹⁹。なお、立法化を前に、招商銀行、華夏銀行、北京銀行のように、既に理財子会社の設立を決定している銀行もある。これらの銀行は、公募基金のカストディ資格を有している27行の一部でもあり、他にも理財子会社の設立に動くところも出てこよう²⁰。

2. 証券会社の私募資産管理業務

1) 管理弁法案の公表

銀行理財業務に関する管理弁法案と同日の2018年7月20日、証券会社及び先物会社による資産管理業務について、証監会は「証券・先物経営機関私募資産管理業務管理弁法」及び「証券・先物経営機関私募資産管理プランオペレーション管理規定」の各パブリックコメント版（弁法・規定）を公表し²¹、同年9月26日、正式に公布した（即日施行）²²。証券業界の私募管理商品の統計については、2012年から、中国証券投資基金業協会が「中国証券投資基金業年報」を公表し始めている。

¹⁹ <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/4FC248044D12403589EAAFF5547F5B6D.html>

²⁰ 理財子会社を設立して同子会社が公募理財商品を発行する場合、直接または間接に株式への投資が可能となる。子会社を設立しない場合、私募理財商品は、直接、株式に投資することが出来るが、公募理財商品は公募基金への投資を通じてしか株式に投資できない（間接投資）。

²¹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201807/t20180720_341674.html

²² http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201810/t20181022_345587.html

指導意見、弁法・規定の方向性を、証券会社の私募資産管理業務に関する統計情報と合わせて見ると、以下のようなろう。

2) 商品設計の統一

弁法・規定に関する証監会の起草説明にも記載されている通り、証監会は、2016年から証券業界の私募資産管理業務の管理監督規則を整備してきており²³、今回の指導意見を機に、同意見に沿った形で、規則を更に統一し、証券業界内での競争を公平に保ち、同じ業界内での規制アービトラージが発生しないようにしようとしている。

そのうち、商品設計については、指導意見の考え方や用語を受け、証券会社の私募資産管理業務を、投資家数によってあらためて区分し、①単一の投資家向けの場合は「単一資産管理プラン」、②2人から200人までの場合は「集合資産管理プラン」と命名した。これまで前者については「定向資産管理プラン」（SMAに相当）と呼ばれてきた。

3) 投資対象の区分

(1) 標準化資産

弁法・規定では、資産管理プランが投資可能な資産を標準化資産と非標準化資産とに分類している。そのうち、標準化資産は、以下の通り列挙されている。

- ① 銀行預金、譲渡性預金、指導意見が規定する標準化債権型資産（証券取引所・銀行間市場等国務院が同意して設立した取引市場で売買され合理的な公正価値と流動性を備えた債券、中央銀行手形、短期融資券（CP）、中期手形（MTN）、資産証券化証券、非金融機関による債務調達手段等）。
- ② 上場株、預託証券（DR）、及び証監会が認可したその他の標準化エクイティ型資産。
- ③ 証券先物取引所等国務院が設立に同意して設立した取引市場で売買される先物・オプション契約。
- ④ 公募証券投資基金

(2) 非標準化資産

- ① 上記の（1）①～③以外の非標準化債権型資産、エクイティ型資産、コモディティ・金融デリバティブ型資産。これらについては、証監会が別途規定を定める²⁴。
- ② 上記の（1）④以外の金融業管理監督機関の認可を受け発行される資産管理商品。
- ③ 証監会が認可するその他資産。

²³ 証券会社の資産管理業務の概要と2016年の規制強化については、関根栄一「中国・証券会社の資産管理業務に対する規制の変遷と今後の展望」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号ウェブサイト版参照。

²⁴ 未上場株や受益権（収益権）等に対する取り扱いが規定されるものと思われる。

4) 非標準化債権型資産の取り扱い

(1) 弁法・規定での取り扱い

非標準化債権型資産の内容は、別途、証監会が定めることになっているが、銀行理財商品同様、投資上限管理が行われる。オペレーション規定 16 条では、例えば同一の証券会社の管理する全ての資産管理プランが投資する非標準化債権型資産への投資資金は、全ての資産管理プランの純資産の 35%を超えてはならず、また、同一の非標準化債権型資産への投資資金は合計で 300 億元を超えてはならない。

(2) 影響の考えられる投資資産

証券会社の私募資産管理業務は、サービスの内容によって、これまでは運用型プランと管理型プランに分けられてきた。運用型プラン（中国語：主動業務）では、受託者としての証券会社が、自らの裁量により資産を運用する。これに対し、ツール業務としての（後述の）管理型プラン（中国語：通道業務）では、受託者としての証券会社が、委託者（銀行等を含む）の指図に基づき資産を管理する。

統計によれば、運用型の単一資産管理プランの 2016 年末時点の投資先を見ると、合計 2 兆 7,923 億元のうち、非標準化債権型資産に分類されると思われる信託プラン、債券リバースレポ、株式担保レポ、資産収益権、同業預金（金融機関間預金）、その他で 8,318 億元（投資先全体の 29.7%）を占めている（図表 3）。純資産に占める割合は不明であるが、これらは、パブリックコメント版での投資上限管理の対象となっていく資産である。

図表 3 証券会社の運用型単一資産管理プランの投資先（2016 年末時点）

分類	投資先	投資残高 (億元)	割合 (%)
標準化資産	債券	15,552	55.7
	株式	1,792	6.4
	証券投資基金	1,007	3.6
非標準化資産	証券会社・集合資産管理プラン	1,254	4.5
	信託プラン	2,267	8.1
	債券リバースレポ	1,045	3.7
	株式担保レポ	603	2.2
	資産収益権	168	0.6
	同業預金	370	1.3
	その他	3,865	13.8
合計		27,923	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 4 証券会社の管理型資産管理プランの投資先（2016 年末時点）

分類	投資先	投資残高 (億元)	割合 (%)
標準化資産	証券投資	19,556	15.8
非標準化資産	手形	15,644	12.6
	銀行委託貸付	17,473	14.1
	信託貸付	14,756	11.9
	資産収益権	17,669	14.3
	同業預金	5,771	4.7
	株式担保レポ	4,665	3.8
	債券リバースレポ	705	0.6
	その他	27,689	22.3
	合計	123,928	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

5) 管理型プランに対する制限

(1) 弁法・規定での取り扱い

管理弁法の 46 条では、証券会社の資産管理プランは運用型プランに基づいて行われるべきであるとし、他の機関・個人または資産管理商品のために投資範囲やレバレッジの制限等の管理監督上の要求を回避する目的での管理型プランの提供を禁止している。

(2) 影響の考えられる投資資産

統計によれば、管理型の資産管理プランの 2016 年末時点の投資先を見ると、合計 12 兆 3,928 億元となっている（図表 4）。今後、これらの投資資産は、規制アービトラージを目的としていないかどうか、移行期間中に証券会社の精査と証監会による審査が行われていくこととなる。また、仮に精査と審査で問題がなかったとしても、非標準化債権型資産に現状でも 10 兆元以上が分類されているため、投資上限管理をクリアすべく、社債や資産証券化商品などの標準化債権型資産への転換や、委託先が銀行となっている場合は、銀行自身が貸出債権としてバランスシートに戻すことなども模索されていくこととなる。

6) リスク管理体制

前述の管理弁法の 59 条では、証券会社の私募資産管理業務について、業務を行なう場所、人員、取引口座、資金、情報等の面で、他の業務と隔離するための有効な措置を講じて確保することを求めている。銀行理財業務のように、証券会社の私募資産管理業務には独立した子会社の設立を求めることまでは規定されていないが、同業務に対するファイアーウォールの設定方法に留意する必要がある。

V. 資産管理業界に対する規制強化の今後の焦点

1. 業界全体の動き

資産管理業界に対する規制強化の動きは、2017年の初めから業界内で予測されており、2017年11月のパブリックコメント版が公表された段階で、既に業界としても織り込んでいたものと思われる。特に、資産管理商品を純資産価値で評価することを原則としたことや、資産プールや元利保証を禁止するといったことにより、公募基金に他の資産管理商品から資金が流入する可能性が高いと見られていた。実際、公募基金は、2016年末時点の9兆2,000億元から、2017年末時点では11兆6,000億元へと2.4兆元増加している。

その一方、証券会社の資産管理プランは、2016年末時点の17兆6,000億元から、2017年末時点では16兆8,000億元へと、8,000億元減少している（前掲図表2）。基金管理会社及び子会社の資産管理業務も、2016年末時点から2017年末時点にかけて残高で3兆元減少している（前掲図表2）。これらは、非標準化債権型資産への投資上限管理の動きや、管理型商品の増加抑制という規制強化の動きを先取りして、商品の新規組成が減少しているためとも考えられる。

また、2017年は、証券業界の資産管理業務残高の減少分を、信託会社の資金信託プランが支えたとも考えられるが（2017年末時点で前年比4.4兆増）、指導意見の投資家の要件（①家計金融総資産が500万元以上、または②直近3年間の年平均収入が40万元以上）は、既存の資金信託プランの要件（二人以上の委託者から受託する集合資金信託プランの場合、①家計金融総資産が100万元以上、または②直近3年間の年平均収入が20万元以上）²⁵よりも引き上げられており、証券業界の資産管理プランとの競争・競合が今後始まっていく可能性が高いだろう。

2. 移行期間の取り扱い

前述の2018年7月20日に中国人民銀行から出された指導意見の内容を補足する通知では、中国経済の景気見通しの悪化を踏まえ、資産管理業界への規制強化が实体经济に悪影響を与えない配慮がなされている。既に触れた公募型資産管理商品による非標準化債権型資産への投資容認の明確化と劣後債発行の支援や、公募型理財商品の最低販売金額の引き下げに加え、以下の点が盛り込まれている。

第一に、金融機関は、移行期間において、管理監督機関への報告は必要であるが、資産管理商品の整理計画を自ら秩序立てて設定できる余地を残した。第二に、移行期間中、金融機関は、国家の重要プロジェクトや中小・零細企業の資金需要に優先的に対応するため、既存の商品を発行して、新たな資産に投資することが出来るとした。但し、既存の商品の発行残高は、指導意見を公表した2018年4月末の時点を上回ってはならず、新資産への投

²⁵ 関根栄一「中国の企業債務問題の法的処理—信託商品と公司債のケース—」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号を参照。

資に伴う償還期間も、移行期間の 2020 年 12 月末を超えてはならないとした²⁶。第三に、金融機関が、非標準化債権型資産を移行期間までにバランスシートに戻すことが困難である場合、管理監督機関の承認を経た上で、2020 年 12 月末の移行期間終了後も同資産の解消に向けた処理を続けることができるとした。

3. 直接金融の活用こそが鍵

非標準化債権型資産を組み込んだ資産管理商品の残高が増加してきた背景には、補足通知でも指摘されている通り、国家の重要プロジェクトや中小・零細企業といったリスクの評定が難しい分野での資金調達に、資産管理商品が使われてきた側面がある。これらの分野は、銀行融資だけでは仲介しきれない、リスクマネーの供給が必要な分野でもある。従って、指導意見の Q&A でも述べている通り、これらの分野では、直接金融を利用し、多様な資本市場を整備していくことも併せて必要である。事業規模の大きいリスクの高いプロジェクトや中小・零細企業の資金調達では、キャッシュフローに着目し、資産証券化の手法を使った方法も考えられよう。

中国の資産管理商品と直接金融との関係について、中国人民銀行・調査統計司長（局長に相当）を経験し、現在は、上海市政府の参事（顧問）を務める盛松成氏も、以下のような認識を示している²⁷。第一に、（資金調達面で）中国の金融システムは、長期間にわたり、銀行を中心とした間接金融が主体であり、直接金融の発展が不十分である。資産管理業務を本来のあるべき姿に戻し、同業務が銀行貸付業務と化するのを避け、中国の間接金融主体の金融システムを転換させていくためには、企業の資金需要の一部を直接金融を通じて調達するように転換していかなければならない。このため、中国は、さらに多様な資本市場を整備し、直接金融の手段を継続して増やしていかなければならない。第二に、資産管理商品への暗黙の元利保証を解消することで、投資家の株式や債券での運用ニーズを高め、（資金運用面でも）直接金融の発展を促す必要がある。

資金調達面でも資金運用面でも、資産管理商品の存在が金融資源の配分の歪みをこれ以上もたらさないよう、直接金融の比率を高めていけるかが資産管理業界の改革の鍵でもある。

²⁶ 2020 年 12 月末時点までに、保有資産を売却するか、商品をロールオーバーして資産を保有し続けるか、通知では選択の余地を残している。

²⁷ http://www.financialnews.com.cn/ft/zj/201808/t20180818_144344.html

VI. 結びにかえて

指導意見に基づき、資産管理商品が、原則、純資産価格で評価され、投資家に対する（暗黙の）元利保証を実現するために金融機関が行ってきた予想利回りに基づく資金プールでの商品組成が解消されていくことは、中国の資産管理市場が、価格の透明性を向上させ、投資先のリスクとリターンの関係を明確化していくことに寄与しよう。これは、資産管理商品の最終的な資金の出し手である家計にとっても、利益をもたらすものとなるだろう。

また、公募基金への投資資金の流入は、基金管理会社にとって業務拡大の追い風となるう²⁸。2018年6月末時点の公募基金のライセンスを有する基金管理会社119社のうち、内資が75社、外資が44社と、となっている。金融業の対外開放の一環として、2017年に外資出資比率が51%に引き上げられ、2021年に同比率が撤廃される中で、中国の資産管理市場のこれまでの歪みが解消されることは、外資にとっても歓迎されるものであり、出資比率を実際に引上げる外資が出てくるかどうかにも注目される。

さらに指導意見の内容のうち、銀行理財業務については、原則、独立した法人格を有する理財子会社の設立が求められている。同子会社は、金融業の対外開放の一環として、2018年6月末に公布された外資導入ネガティブリストでは外資の出資規制の対象から外れており、中資系銀行によっては、外国金融機関との合併の動きが出てくる可能性もある。今後の銀行理財業務では、管理監督機関への事前報告が必要であるが、投資顧問といった協力パートナーの起用も可能となっている。指導意見の内容が、順次、実行に移されていく中での、今後の外国金融機関の動きが注目される。

²⁸ 金融持株会社に対する管理監督の強化については、関根栄一「金融業への外資出資比率の緩和と同時に株主管理を強化する中国政府の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。