

中国における個人投資家向け仕組債市場の現状

王 月

■ 要 約 ■

1. 近年、中国では仕組債が個人投資家の間で人気を博している。金融当局が2018年4月に理財商品等における暗黙の元本保証を禁じたことを受け、証券会社等が仕組債関連商品の開発を進めるようになったことなどが背景にある。
2. 制度面では、2004年にデリバティブ商品に係る法的枠組みが整備され、大手銀行が仕組商品の組成・販売を始めた。2013年には、個人投資家が仕組債として投資する証券会社受益証券が導入された。
3. 中国の個人投資家が投資する仕組債の中で、圧倒的シェアを占める「スノーボール（雪球）商品」は、2021年から個人投資家の注目を集め、2022年2月末の推定残高は1,500億元に達した。しかし、販売プロセスにおける問題から、金融当局が一部証券会社に個人向けの募集を停止する指導を発出するなどの事態も生じた。
4. 中国におけるスノーボール商品に代表される仕組債の人気と当局による介入は、個人投資家の資産形成ニーズの多様化と、投資家保護に係る法制度の近代化が同時に進展するという、中国金融資本市場の発展の通過点と捉えることもできよう。今後の中国における仕組債市場の展開が注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関根栄一「中国・資産管理業界への包括的・横断的な規制導入の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）。
- ・ 小立敬「デリバティブ市場の強化を図るアジアの取り組みと日本の国際金融センター構想への示唆」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号。

I 中国における仕組商品と仕組債

近年、中国では「スノーボール（雪球）商品」に代表される仕組債が富裕層を中心とした個人投資家の間で人気を博してきたが、足元では規制面の懸念なども生じている¹。

中国における仕組債は、仕組商品の一部として分類される（図表 1）。仕組商品とは、預金、債券、株式等の通常の投資資産（原資産）にスワップやオプションといったデリバティブ（金融派生商品）取引を組み合わせることで組成された商品を目指す。仕組商品の種類は多岐にわたるが、一般的には、「資産+オプション」と説明されることが多い。レバレッジをかけることで高めのリターンを狙った商品も多数あり、また、原資産によって様々なリスクがある。

中国における個人投資家向けの仕組債は、主に証券会社受益証券として販売されているが、富裕層顧客から資産運用を受託する銀行・証券・資産運用会社の資産管理プラン（ウェルスマネジメントプラン、後述）等として販売されるものもある。なお、個人向け仕組債で圧倒的シェアを占めるスノーボール商品（後述）の残高は 2022 年 2 月末時点、1,500 億元である²。

証券会社受益証券は、証券会社が法律に基づいて発行する有価証券であり、特定の原資産に関連して元本と収益が投資家に支払われる。特定の原資産には、金利、債券、株価や株価指数等が含まれる。証券会社受益証券は証券会社の信用に裏付けられた非標準的な投資商品であり、私募で発行され、元本保証/非保証、固定/変動利付というバリエーションがある。

中国証券監督管理委員会（証監会）が 2013 年 3 月に発表した「証券会社の債務資金調達ツール管理暫行規定（意見募集稿）」では、受益証券を公募で発行することができることされていたが、中国証券業協会が 2014 年 9 月に発表した「証券会社による受益証券業務

図表 1 中国における個人向け仕組商品の分類



（出所）証監会、中国証券業協会、中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

¹ 「複雑なデリバティブ、中国で投資銀が競って販売—当局はリスク警戒」『ブルームバーグ』2021 年 10 月 15 日。

² 「証券業協会と機構間見積システム社がスノーボール商品に関する共同研究：組成時にリスクを十分に考慮し、集中的なロックインする状況は考えにくい」『上海証券報』2022 年 3 月 17 日。

<<https://news.cnstock.com/news,yw-202203-4846627.htm>>

実施規範（試行・意見募集稿）」では、受益証券の発行・取引の場は、証券会社の店頭市場と機関投資家間私募商品見積及びサービス・システム（以下、見積システム）に制限され、私募による発行・機関投資家間の取引のみと規定された。

中国証券業協会によれば、2021年11月時点で証券会社受益証券の期末発行残高は4,142.24億元（15,951件）であり、そのうち、見積システムで発行された受益証券は2,126.06億元（4,694件）、店頭市場で発行された受益証券は2,016.18億元（11,257件）であった。

2018年4月に国务院（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）・証監会・国家外為管理局の金融当局が共同で公表した「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」（資管新規）³により、これまでの資産管理商品・理財商品における暗黙の元本保証が禁じられた。証券会社受益証券は同時点では同規制の対象外とされたものの、2021年1月以降に規制・監督が強化されたのを受けて、発行額・発行件数ともに減少した（図表2）。

前述した資産管理プランとは、証券会社もしくは資産運用会社が適格投資家⁴と「資産運用契約」を結び、証券その他の金融資産へ投資するウェルスマネジメント・サービスを提供する業務を指す。個人投資家が参入できる資産管理プランは大きく2種類に分類できる。単一の顧客に対してウェルスマネジメント・サービスを提供する「定向資産管理プラン」と、2人以上200人以下の顧客に対してウェルスマネジメント・サービスを提供する「集合資産管理プラン」である。前者では、投資範囲に制限がなく、顧客同意の下、あら

図表2 証券会社受益証券の発行額と発行件数推移



（出所）中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

³ 同指導意見の草案は2017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。

⁴ 2018年4月に発表された「金融機関の資産運用業務に対する指導意見」によれば、適格投資家とは、2年以上の投資経験・純資産が300万元以上・金融資産が500万元以上、または過去3年間の平均年収が40万元以上のいずれかを満たす個人に加え、法人・その他の組織を指す。

ゆる証券投資が可能である。後者は、投資範囲が限定される「限定型」と限定されない「非限定型」の2種類に分けられる⁵。限定型の資産管理プランでは、エクイティ証券への投資がポートフォリオ全体の20%に制限される。

中国証券投資基金業協会の公表資料から、仕組債として組成される資産管理プランの件数は特定できなかったが、仕組債関連商品は累計で984件あり、うち証券会社によるものが80件、その他資産運用会社によるものが904件となっていた⁶。

II 中国における仕組債の発展の経緯

仕組商品は、欧米等の先進国では、1980年代から普及しはじめたが、中国では、金融市場、特にデリバティブの発展が遅れていたため、図表3にある通り、2000年代に入っようやく拡大しはじめた。2002年9月に中国光大銀行が販売した外貨建て仕組預金は、中

図表3 中国における仕組債をめぐる主な出来事

2002年9月	中国光大銀行、外貨建て仕組預金事業を開始。中国市場における最初の個人向け仕組預金商品となる。
2004年3月	中国銀行業監督管理委員会、「金融機関のデリバティブ取引業務の管理暫定弁法」を公表。中国におけるデリバティブ商品の法的枠組みを確立。
2005年5月	中国人民銀行、「全国銀行間債券市場間の債券フォワード取引に関する規制」を公表。工商銀行と興業銀行は翌月、銀行間市場で初の債券フォワード取引を実施。
2005年8月	スタンダードチャータード銀行、ダウ平均指数に連動する仕組商品(外国為替商品)を発売。海外株価指数に連動する初の中国本土の個人投資家向けの投資商品に。
2005年9月	中国銀行業監督管理委員会、「商業銀行の個人資産管理業務管理に関する暫定弁法」を公表。仕組預金(特にデリバティブ部分)を包括的な資産管理業務の範囲に含め、仕組資産管理商品に係る法的枠組みを明確化。
2012年10月	証監会、「証券会社の集合型資産運用業務に関する実施細則」を公表。資産管理プランの投資範囲が証券先物取引所上場の投資商品、銀行間市場の投資商品等へ拡大され、広発証券や光大証券等がCSI300指数に連動する仕組商品を発売。
2013年3月	中国証券業協会、「中国証券市場における金融デリバティブ取引に関する基本協議」を公表。銀行理財商品の整理・統合に関する規制を強化。
2013年3月	中国証券業協会、「証券会社の債務資金調達ツール管理暫行規定(意見募集稿)」を公表、証券会社受益証券を導入。
2018年4月	人民銀行・銀保監会・証監会・国家外為管理局、「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」(資管新規)を公表。元本保証型の資産管理商品(理財商品)を禁止。
2018年9月	銀保監会、「商業銀行理財子会社管理弁法」(子会社弁法)を公表。商業銀行の資産管理業務で資産管理子会社の設立を要請。
2021年7月	証監会、「投資家保護に関する代表的な事例集」を公表。証券会社等による個人投資家向け店頭デリバティブ業務を禁止。
2022年1月	中国証券業協会、一部の信託会社に対して、スノーボール商品の個人投資家向けの募集を禁止する窓口指導を发出。

(出所) 証監会、中国証券業協会、中国証券投資基金業協会、証券時報などより野村資本市場研究所作成

⁵ 板倉史門「拡大する中国証券会社の富裕層向け資産管理業務」『資本市場クォーターリー』2013年秋号(ウェブサイト版)参照。

⁶ 2011年から2022年4月14日時点までの商品名に「仕組化」が付されている商品の累計。

国における初の個人向け仕組商品とされる。2004年3月の「金融機関のデリバティブ取引業務の管理暫定弁法」以降、中国におけるデリバティブ商品に係る法的枠組みの整備が進み、中国の大手銀行が相次いで仕組商品を組成・販売するようになった。2013年3月に証券会社受益証券が導入されると、仕組債商品が個人投資家に浸透しはじめ、更に、2018年以降、各金融機関が、「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」（资管新規）及び「商業銀行理財子会社管理弁法」（子会社弁法）を受けて、相次いで資産管理子会社を設立し、中国における個人向け仕組債市場が急速な発展を遂げた。

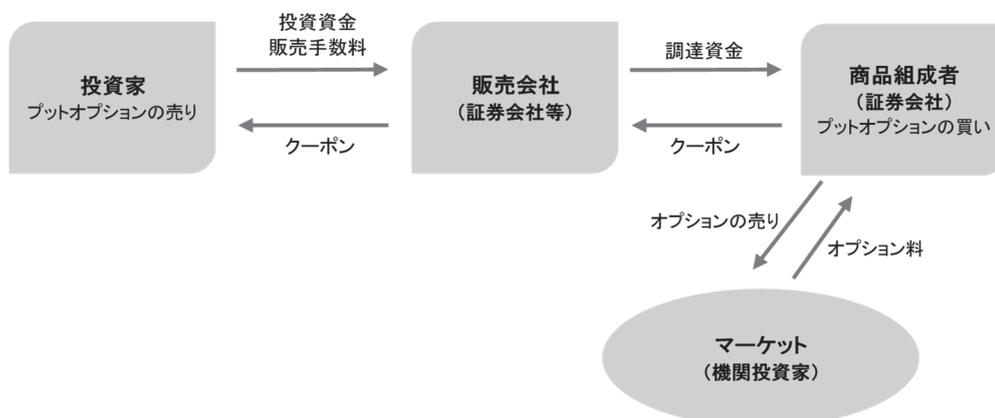
一方で、足元では、市場の過熱を懸念した当局により、個人投資家に対する店頭デリバティブ業務の禁止や、個人投資家向けのスノーボール商品の募集禁止等の措置が講じられる等、仕組債市場の拡大に歯止めをかける動きもみられる。

Ⅲ 「スノーボール商品」への注目

スノーボール商品の正式名称は「スノーボール型自動ロックイン・ロックアウト式受益証券」であり、欧米で *Autocallable barrier reverse convertibles* と呼ばれる仕組債の一種である。参照する原資産価格が事前に決められたロックイン価格からロックアウト価格の範囲内で変動すれば商品の運用期間が継続し、収益が雪だるま（スノーボール）のように少しずつ大きくなることを特徴とする。スノーボール商品は仕組債の一種であるため、主に、証券会社受益証券として私募発行され、個別の投資家が希望する収益に合わせた商品設計（ロックイン・ロックアウト価格や満期設定等）も可能となる。

スノーボール商品のスキームは図表4の通りである。投資家が販売会社からスノーボール商品を購入することにより、商品を組成する証券会社にプットオプションを売ってクーポンを獲得する契約を締結する⁷。当該証券会社は自己資金で原資産を流通市場（マー

図表4 スノーボール商品のスキーム図



（出所）野村資本市場研究所作成

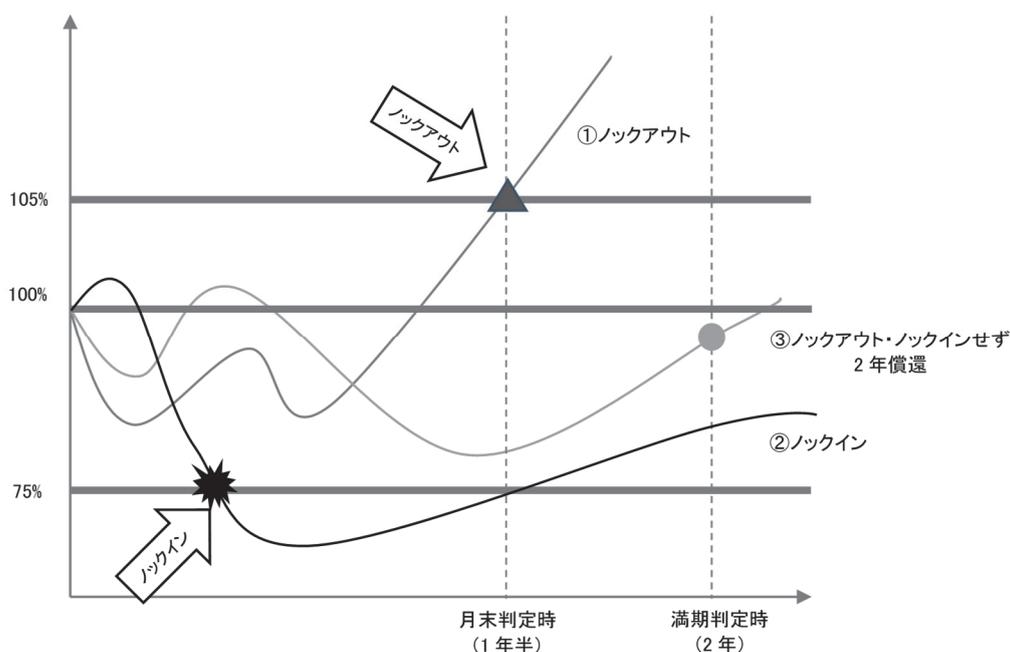
⁷ スノーボール商品の販売会社はほとんどの場合、商品を組成する証券会社であるが、サードパーティーの証券会社や銀行の場合もある。

ケット) で取引することで、リスクをヘッジしつつオプション料を獲得する。このオプション料は投資家に支払うクーポンの原資になり、オプション料とクーポンの差額が証券会社等の収益になる。

投資家からみたスノーボール商品の収益は図表5のようになる。投資家はまず、販社を介する場合は販社を通じて、商品を組成する証券会社にプットオプションを売ってクーポン(オプション料)を獲得する契約を締結する。原資産の価格が事前に決められたノックイン価格を割り込んだ場合、契約満了時における原資産価格の価格低下分の元本割れが生じる可能性がある。他方、原資産価格がノックアウト価格を上回った場合は運用停止となり、満額のクーポンは得られない可能性が生じる。例えば、運用期間2年、クーポン20%(年率)、原資産となる参照証券は中証500指数(000905.SH)のスノーボール商品の場合、運用開始から1年半後に原資産価格がノックアウト価格を上回った場合、運用契約が中止され、元本100%+運用期間1年半のクーポンとして15%が投資家の収益になる(図表5のケース①)。また、中証500指数が一度でもノックイン価格を割り込んだ場合、元本毀損する可能性が発生する(図表5のケース②)。この場合、運用契約は中止とならず、ゆえにクーポンは満額(年利20%が2年分)獲得できるが、満期時の株価水準次第で投資家の収益は変わる。すなわち、満期時の原資産価格が運用開始時の価格を割り込むと元本毀損が発生し、運用開始時と同等以上になると、元本100%が投資家に戻る。また、中証500指数が運用期間中、ノックアウトとノックインのレンジ内に変動して満期を迎えた場合、満額のクーポンと元本100%が投資家の収益になる(図表5のケース③)。

中国証券投資基金業協会によると、2012年に中国光大銀行が私募発行した「華融ス

図表5 スノーボール商品の収益図



(出所) 野村資本市場研究所作成

ノーボール型証券投資育成基金信託プラン」が最初に「スノーボール」を名乗った商品になるが、近年注目されている「スノーボール商品」としては、中金証券が2017年に販売開始したものが初と言える⁸。当初は2018年の相場下落で多くの顧客が損失を出したこともあり、スノーボール商品は投資家から注目されず、発行・販売は中金証券や中信証券など一部の大手証券会社に留まった。しかし、2021年以降、市場環境の変化などにより、個人投資家から見るとクーポンが比較的高いスノーボール商品が注目されるようになった。発行・販売する証券会社も徐々に増え、中小証券会社も参入した。スノーボール商品の推定残高は、22年2月末時点、約1,500億元⁹に達した。

しかし、このような急速な人気の高まりは、スノーボール商品の複雑さと相まって、金融当局の懸念を引き起こしている。2021年1月から、証監局が証券会社等に対して複数回にわたり、スノーボール商品の発行・販売促進を規制する指導と警告が出され、さらに、2022年1月には、一部の証券会社によるスノーボール商品の個人投資家向けの募集を禁止する窓口指導があったことが明らかになった¹⁰。スノーボール商品が発売以来、当局に注視されてきた主な原因として、販売プロセスにおいて、元本保証でないにも関わらず、「元本保証」や「安定収益」等を謡って投資家を誘導するケースが散見されたことがある。こうしたケースは、証券法における投資家適合性管理や、証券投資基金法における信義誠実原則に抵触している可能性が指摘されている。例えば、スノーボール商品を15～30%の収益に加え元本保証のあるものとして営業活動を行ったケースなどが挙げられている。

IV おわりに

証券会社等は、個別の資産形成ニーズに合わせた新商品開発に注力する中で、2018年の资管新規と子会社弁法を一つのきっかけに、仕組債関連の商品開発を進めるようになった。そうした中、スノーボール商品に代表される仕組債は、伝統的な理財商品や債券など金融商品の代替として徐々に個人投資家の間に普及した。足元の当局による規制・監督強化は、仕組債が個人投資家に普及する中で、投資家の適合性管理等が不十分とされたことが背景にある。

一般の中国におけるスノーボール商品の人気と当局による介入は、個人投資家の資産形成ニーズの多様化と、投資家保護に係る法制度の近代化が同時に進展するという、中国金融資本市場の発展の過渡期に生じたものとみることができよう。今後、中国における仕組債市場がどのような展開をみせていくのか、注目される。

⁸ 国家開発銀行劉彪「仕組商品の開発及びその影響の現状」『SOHU ニュース』2021年10月16日。
<https://www.sohu.com/a/495358351_603349>

⁹ 徐昭・林倩「取引行為の収斂傾向を低下させ、投資家が理性的にスノーボール商品を認識すべき」『中国証券報』2022年3月17日。
<https://www.cs.com.cn/lc/202203/t20220317_6251089.html>

¹⁰ 王方園「個人投資家の適格性管理に注力、『スノーボール商品』を規制」『中国証券報』2022年1月7日。
<https://www.cs.com.cn/yh/06/202201/t20220107_6233464.html>