

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

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 中国の当局は、資産バブルの抑制に加え、金融リスクの発生に対する警戒を強めている。金融リスクの要因の一つとして注視されているのが、近年、急拡大と多様化を遂げている金融機関による資産管理業務である。
2. そのうち、最も代表的な銀行理財商品に対し、銀行当局は、証券取引所や銀行間債券市場で流通していない債権資産（非標準化債権資産）に投資する場合、今後は信託投資プランに限定するという新規制を打ち出している。新規制により、証券会社の資産管理商品に流入する銀行理財商品の投資金額が減少する可能性が出てきており、2012年以降の規制緩和による急成長の転換点のきっかけになるかもしれない。
3. 2005年に私募から始まった証券会社の資産管理業務は、①募集人数が200名以下の一对多型の集合資産管理プラン（私募投信に相当）、②募集人数が1名の一対一型の定向資産管理プラン（SMAに相当）、③募集人数が200名以下の一对多型で、特定の目的に応じて組成される専項資産管理プラン（SAMP）から構成される。
4. 募集形態以外の区分では、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運用型プランと、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管理型プランがある。2015年末時点の証券会社の定向資産管理プラン残高のうち、運用型が1兆5,761億元、管理型が8兆8,505億元で、後者についてはオフバランス融資への配分割合が4兆2,278億元と、管理型全体の47.8%半分近くを占め、銀行融資を補完する特別目的事業体（SPV）となっている。
5. 証券当局としても、証券会社の資産管理業務のリスク管理について警戒を強めており、商品設計に対する規制強化と証券会社のリスク準備金の積立比率の引き上げという2つの方向性を打ち出し、既に施行している。
6. 金融機関の資産管理業務のレバレッジを軽減し、資金フローを透明化・可視化しようとする金融当局の試みは、資産バブルや金融リスクを未然に防止する上で、止むを得ない措置とも言える。ただ、こうした規制環境の変化の中で、証券会社の資産管理業務が活路を見出して行く場合、中国国内の投資家の国際分散投資のニーズにいかに対応して行くかということも鍵となっていこう。

I. 資産管理業務の急拡大と多様化に対する規制強化の流れ

1. 金融リスクに対する警戒

2016年12月9日、中国共産党政治局会議は、2017年の経済政策について議論する中で、「一部の領域では金融リスクが顕在化しており、一部の地区は困難が増している」と指摘した¹。この指摘は、最近の中国経済が直面している際立った矛盾・問題の一つとして、供給面の過剰と需要面の弱さ²とともに会議で取り上げられたものである。2016年後半の経済政策を議論した約半年前の7月26日の中国共産党政治局会議では、既に「資産バブルの抑制」の方針を掲げていたものの³、不動産、特に住宅市場価格が高騰する中で、今回の会議では、今後、不動産価格が下落していくと、銀行の不良債権問題を深刻にし、金融仲介機能を低下させ、金融市場での連鎖デフォルトなどシステミックリスクの発生に結びつくことを警戒する議論が行われたことを示唆している。また、今回の会議で金融リスクに言及されたことは、今後、金融面での監視・監督が当局によって強化されることを意味している。

金融リスクの要因の一つとして金融当局が注視しているのが、近年、急拡大と多様化を遂げている金融機関による資産管理業務である。投資家から集められた資金が、実体経済以外のルートに投資されることを金融当局は警戒している。

2. 銀行理財商品の投資ルートへの制約

資産管理業務のうち、最も代表的な銀行理財商品（集団投資スキーム）を見ると、その発行残高は、銀行間市場で金利高騰が発生した2013年末時点の10.24兆元に対し、2014年末時点では15.02兆元、2015年末時点で23.5兆元と、毎年5割増のペースで増加してきている⁴。このため、前述の2016年7月の中国共産党政治局会議の翌日7月27日の現地報道⁵によれば、中国銀行業監督管理委員会（銀监会）は、「商業銀行理財業務監督管理弁法（パブリックコメント版）」を公表し、各行に対し、銀行の理財商品の投資規制の強化の方向性を打ち出していることが明らかになった。具体的には、銀行理財商品が、証券取引所や銀行間債券市場で流通していない債権資産（非標準化債権資産）に投資する場合、これまで、信託会社の信託投資プランや、証券会社の資産管理商品、投信子会社の資産管理商品に投資する形で行ってきたものを、今後は、信託投資プランに限定するとした⁶。銀监会に

¹ <http://cpc.people.com.cn/n1/2016/1209/c64094-28938859.html>

² 中国語では「生産能力過剰と需給構造の高度化とのアンバランス」と表現されている。

³ <http://cpc.people.com.cn/n1/2016/0727/c64094-28587218.html>

⁴ 2016年6月末時点では26.28兆元。

⁵ <http://www.yicai.com/news/5051276.html>

⁶ そもそも、銀行理財商品による非標準化債権資産への投資は、銀行のオフバランス融資を抑制するための規制として、2013年3月25日、銀监会から「商業銀行理財業務の投資運用に関する問題の通知」が公表され、①銀行理財商品による非標準化債権資産への投資残高は、銀行理財商品の平均残高の35%を超えてはならないこと、②銀行理財商品による非標準化債権資産への投資残高は、銀行の前年度総資産の4%を超えてはならないこと、という措置が出されていた（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」『季刊中国資本市場研究』2013年夏号）。

は、この新規制によって、銀行理財商品の投資ルートに制約を加え、資産バブルの抑制を実現しようとする政策的意図があるものと思われる。

3. 証券会社の資産管理業務への影響

中国政府は、世界各国から注視されている鉄鋼・石炭業に代表される過剰生産能力の削減に向け、企業の資産の裏側にある過剰な負債の問題の解決に着手しようとしている。企業の負債のリストラは、企業が、銀行融資のみならず、特別目的事業体（Special Purpose Vehicle、SPV）経由で調達した負債のリストラを進めて行くことも意味する。企業によるSPV経由の負債のリストラに先立ち、銀监会が、銀行理財商品が非標準型債券に投資するSPVを信託投資プランに限定する方針を打ち出したのは、銀行も信託会社も、銀监会の管理監督下であり、中国证券监督管理委员会（证监会）の管理監督下にある証券会社や投信子会社よりも、銀行理財商品による非標準化債権資産への投資に対する管理監督がしやすいという事情を優先したものと見られる。また、銀监会には、同じ管理監督下にある信託会社の銀行理財商品からの受託金額を少しでも増やそうとする思惑もあるように見える。

加えて、銀行理財商品に対する新規制は、SPV経由、非標準化債権資産に投資している資金フローを透明化・可視化し、SPVがまた別のSPVに投資するといった形での市場全体のレバレッジ拡大を抑える目的があるものと思われる。ただ、この新規制によって、今度証券会社の資産管理商品に流入する銀行理財商品の投資金額が減少する可能性が出てきている。新規制は、2012年以降、規制緩和によって急成長を遂げてきた証券会社の資産管理業務の転換点のきっかけになるかもしれない。本稿では、中国の証券会社の資産管理業務の経緯と問題を概観する。

II. 証券会社の資産管理業務の定義と規制緩和の経緯

1. 証券会社の資産管理業務の定義

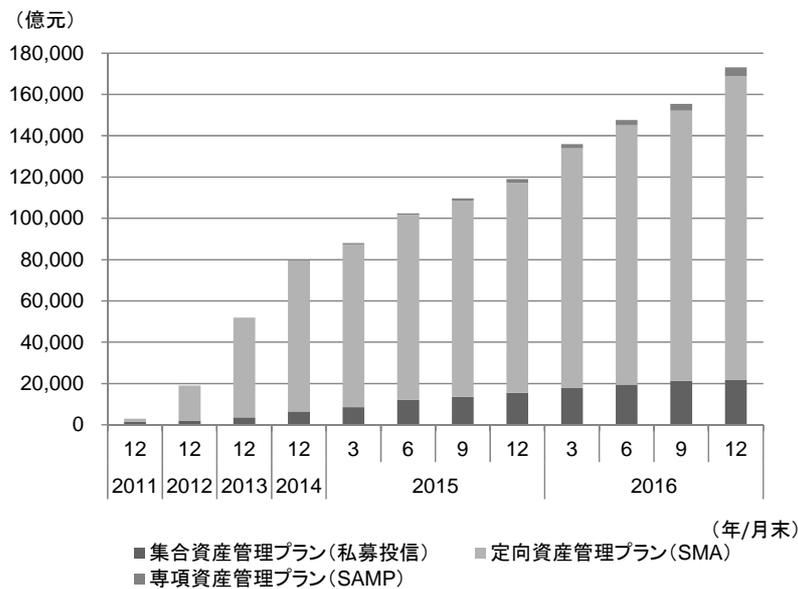
1) 3種類の資産管理業務

証券会社の資産管理業務は、募集の方法によって、公募と私募に分かれる。過去の経緯から見ると、証券会社の資産管理業務は2005年に私募から始まった。

(1) 集合資産管理プラン

私募の一つ目が、募集人数が200名以下の一対多型の「集合資産管理プラン」である。日本の私募投信に相当する。中国国内では、英語でCollective Asset Management Planと呼ばれている。中国では、証券法10条により、公開発行の基準を、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名を超える場合、と規定しており、私募発行はこの反対解釈によって定義されている。

図表 1 証券会社の資産管理業務残高



(出所) CEIC、中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

集合資産管理プランの下で、証券会社は、2名以上200名以下の適格投資家に対し、投資管理サービスを提供する。同プランの適格投資家の定義は、後述の通り、2013年に実施された規制緩和の際、①個人投資家の場合、保有する金融資産が100万元以上、②企業等法人の場合、保有する純資産が1,000万元以上とされている。また、同プランの下での投資管理サービスの投資対象は、関連規定に定める範囲内で（後述）、証券会社と顧客との「資産管理契約」に基づいて行われる。中国証券投資基金業協会（日本の投信協会に相当）の最新統計によれば、2016年12月末時点の証券会社の資産管理業務残高17兆3,111億元のうち、集合資産管理プラン残高は2兆1,938億元（全体の12.7%）となっている（図表1）⁷。

（2）定向資産管理プラン

私募の二つ目が、募集人数が1名の対一型の「定向資産管理プラン」である。日本のセパレートリー・マネージド・アカウント（Separately Managed Account、SMA）に相当する。中国国内では、英語で Directional Asset Management Plan と呼ばれている。

定向資産管理プランの下で、証券会社は、適格投資家に対し、対一型の投資管理サービスを提供する。同プランの下での適格投資家の定義は、後述の通り、2013年の規制緩和の際に定められており、保有する純資産が100万元以上とされている。同プランの下での投資管理サービスでは、投資対象に制限は無く、オーダーメイドで決められる。2016年12月末時点の定向資産管理プラン残高は14兆6,857億元（全体の84.8%）となっている（図表1）。

⁷ <http://www.amac.org.cn/tjsj/xysj/zqjhjygzcglywtjsj/390926.shtml>

（3）専項資産管理プラン

私募の三つ目が、「専項資産管理プラン」である。募集人数が200名以下の一対多型という意味で「集合資産管理プラン」と同様の募集形態を採るが、特定の目的や特別の需給に応じて組成される資産管理プランであり、中国国内では、英語で **Special Asset Management Plan (SAMP)** と呼ばれている。

専項資産管理プランの下で、証券会社は、適格投資家に対し、資産証券化商品を組成して販売する。同プランの下での適格投資家の定義は、証監会が、商品ごとに個別にルールを定める。2016年12月末時点の専項資産管理プラン残高は4,315億元（全体の2.5%）となっている（前掲図表1）。

2）募集形態以外の定義

上記は募集形態に着目した種類であるが、サービスの内容、投資対象の種類、募集投資家数による分類もある。

（1）運用型と管理型

分類の一つ目が、運用型プランと管理型プランである。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。

中国証券投資基金業協会の年度統計によれば、2015年12月末時点の証券会社の資産管理業務残高11兆8,948億元のうち、運用型プランが3兆443億元（全体の25.6%）、管理型プランが8兆8,505億元（同74.4%）となっている。

（2）投資対象の標準化債権資産と非標準化債権資産

前述の通り、投資対象が証券取引所や銀行間債券市場で流通している債権資産を「標準化債権資産」と呼び、それ以外を「非標準化債権資産」と分類している。後者には、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、各種受益権や、売戻し条件付き買入れ証券等が含まれる。市場での流動性や換金性に着目した分類である。

2015年12月末時点の証券会社の資産管理業務残高のうち、標準化債権資産プランは3兆4,947億元（全体の29.4%）、非標準化債権資産プランは8兆4,001億元（同70.6%）となっている。

（3）募集投資家の一対一型と一対多型

私募の中でも、定向資産管理プランに代表されるように募集投資家との関係で一対一型か、集合資産管理プランに代表されるように一対多型での区分もある。

2015年12月末時点の証券会社の資産管理業務残高のうち、一対一型プランは10兆1,580

億元（全体の 85.4%）、一対多型プランは 1 兆 7,368 億元（同 14.6%）となっている。

証券会社の資産管理業務は、一対一型の定向資産管理プランが残高の 8 割以上を占め、かつ管理型が全体の 7 割強、投資対象も非標準化債権資産が全体の 7 割程度と、適格投資家向けに流動性が決して高くは無いオーダーメイド型の商品が主流という特徴が見て取れる。

2. 2012 年は証券会社の資産管理業務の規制緩和元年

1) 証券会社の資産運用業務の試行段階

証券会社の資産管理業務は、証監会が 2003 年 12 月に公布した「証券会社顧客資産管理業務管理試行弁法」に基づき（2004 年 2 月施行）、2005 年に集合資産管理プランの第一号が組成・発行された。同じ 2005 年には、銀監会から「商業銀行個人理財業務暫定弁法」が公布され（同年 11 月 1 日施行）、証券業界、銀行業界ともに、2005 年は資産運用業務の幕開けの年となった。

しかしながら、その後、両業界の資産運用業務の規模は明暗を分ける結果となった。証券会社の資産管理業務残高は、解禁初年の 2005 年末で 800 億元、2006 年末には 300 億元に減少し、株式投資ブームの 2007 年末には 2,600 億元に急増したものの、グローバル金融危機の発生した 2008 年末には 600 億元に再度減少している。証券会社の資産管理業務に対する規制緩和は 2012 年に行われているが、規制緩和前年の 2011 年末の残高は 1,200 億元であった。

これに対し、銀行理財商品の発行残高は、2006 年末で 4,670 億元、2007 年末には 1 兆 3,270 億元となり、2008 年末には 9,600 億元に減少したものの、2009 年以降は急成長を遂げ、2011 年末には 5 兆元にまで拡大している。銀行以外の金融機関が組成・発行する資産運用商品でも、途中、グローバル金融危機を挟みながらも、例えば、信託業界の資産残高は、2006 年末の 3,500 億元から 2011 年末には 4 兆 8,114 億元に、投信業界の資産残高は、2005 年末の 4,700 億元から 2011 年末には 2 兆 1,300 億元にそれぞれ拡大している。

このように、資産管理業務の規模拡大で、証券業界とそれ以外の金融業界の間に差が付いてしまったのは、証券会社の資産管理業務に課されていた厳しい規制と無関係ではない。しかしその後、2011 年 10 月に証監会の主席に任命された郭樹清氏（2013 年 3 月まで、その後、山東省長に転任）は、2011 年から 2015 年までの第 12 次 5 ヶ年計画期間中、経済運営における証券会社の役割を高めるという目標を掲げ、証券業界に課されている規制の見直しに着手した。郭氏の証監会主席就任翌年の 2012 年の 5 月には、2 日間にわたり「証券会社創新発展大会」⁸が北京で開催され、証監会、証券取引所、自主規制機関、証券各社幹部から成る 450 名が参加し、今後の証券会社の経営モデルのあり方について議論を行った。議論の結果、「創新 11 条」が採択され、その一番目が証券会社の資産運用商品の创新能力を高めること、二番目が新商品・新業務の創新プロセスを早めること、とされた。すなわ

⁸ 「創新」とは、「イノベーション」を指す中国語表現。

ち、証券会社の資産管理業務の規制緩和によって、ブローカレッジ業務中心の経営モデルを転換していく方向性が重視された。

2) 2012年の証券会社の資産管理業務の規制緩和の内容

この「創新11条」に基づく資産管理業務の規制緩和の方向性の下、2012年10月18日、証監会は、①証券会社の資産管理業務の全体像を定める「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」、②集合資産管理プランの内容を定める「証券会社集合資産管理業務実施細則」、③定向資産管理プランの内容を定める「証券会社定向資産管理業務実施細則」⁹の各改正版を公布し、即日施行した。これらは、ルールの最後の表現をとって「一法二則」とも呼ばれる。修正の基本的な考え方は、規制緩和と監督強化・リスク防止の2つで、前者の規制緩和は、証監会の解説¹⁰や中国証券業協会（自主規制団体、日本証券業協会に相当）の報告書、及び先行レポート¹¹によれば、主に以下の通り行われた。

（1）商品の審査制度及び設計

集合資産管理プランについて、従来の証監会による審査・批准制度を取り消し、商品発行後5日以内に中国証券業協会に登録すればよいとした。この規制緩和により、証券会社は、商品発行までの時間を大幅に短縮でき、顧客のニーズや市場動向に基づいて柔軟に商品を組成し、適時に発行することができるようになった。

また、集合資産管理プランの商品設計について、一商品の中でのグレード分け（分級商品）の容認や、投資家間での持分譲渡を容認した。

（2）投資範囲の拡大

①集合資産管理プラン

集合資産管理プランについては、規模によって「大集合」と「小集合」に分け、「小集合」は「資産規模10億元以下、投資家200名以内、一人当たり最低投資金額100万元以上」と定義し、これ以外を「大集合」とした。

その上で、「大集合」の投資範囲に、中期手形（MTN）、商業銀行が組成する収益保証型理財商品及び元本保証・収益変動型理財商品を加えた。「小集合」の投資範囲には、証券・先物取引所で取引される投資商品、銀行間市場で取引される投資商品、及び金融監督部門に批准または登録された金融商品が加えられた。

②定向資産管理プラン

証券会社と投資家との協議に基づき、契約で投資範囲を随意に決められるようにした。

⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/zjgs/yw/201310/t20131021_236612.html

¹⁰ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201210/t20121019_216020.html

¹¹ 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」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号。

(3) 運用方法の拡大

①集合資産管理プラン・定向資産管理プラン共通

信用取引への参加を解禁し、同時に保有する適格証券の中国証券金融（日本証券金融に相当）への貸出も解禁し、商品の利息収入の機会を増やした。

②集合資産管理プラン

レポ取引を解禁し、流動性の管理手段を増やした。併せて証券会社の自己資金による集合資産管理プランへの投資比率を高め、商品の流動性リスクを回避できるようにした。

3) 2012年の規制緩和の成果

2012年の規制緩和により、証券会社の資産運用業務残高は、2011年12月末の1,200億元から、2012年12月末には1兆8,900億元へと約16倍に増加した（前掲図表1）。

そのうち、集合資産管理プラン残高は1,503億元から2,052億元（約1.4倍）に、定向資産管理プラン残高は1,306億元から1兆6,847億元（約13倍）にそれぞれ増加した。資産管理契約の自由度の高い定向資産管理プランの残高の伸びが目立つほか、全体では、証監会の認可を経て、証券会社がカスタディ業務を行えるようになったことも残高の増加に寄与しているものと思われる。

3. 2013年の証券会社の資産運用業務の規制見直し

1) 「証券投資基金管理法」の改正を受けた管理弁法等の再改正

中国では、2013年6月から改正された「中国証券投資基金法」（新基金法）が施行されており、同法の改正内容に合わせて、証監会は、2013年6月26日、再度改正した「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」¹²及び「証券会社集合資産管理業務実施細則」¹³を公布し、即日施行した。証監会の解説¹⁴や中国証券業協会の報告書等による改正のポイントは以下の通りとなる。

(1) 公募・私募の区別の明確化

新基金法では、200名を超える適格投資家向けに募集する場合を「公開募集」としたことを受け、200名以下の適格投資家向けに募集する証券会社の資産管理業務を全て「私募」と位置付け¹⁵、従来の200名超を想定していた内容を管理弁法と実施細則から削除した。

その一方、前後するが、証監会は、2013年2月18日、「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」¹⁶を公布しており（同年6月1日施行）、証券会社が行う公募証券投資基金業務は同暫行規定に基づき行われることとなった。

¹² http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgz/zjgs/201310/t20131021_236611.html

¹³ http://www.csrc.gov.cn/pub/tianjin/tjfzyd/tjflfg/tjbmzg/201308/t20130814_232605.htm

¹⁴ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxfwb/xwdd/201306/t20130628_229839.html

¹⁵ 新基金法 87 条。

¹⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/jj/gszl/201310/t20131021_236629.html

(2) 適格投資家の基準の明確化

再改正後の実施細則では、集合資産管理プランについて、適格投資家の基準を明確にしている。前述のように、①個人投資家の場合、保有する金融資産が100万元以上、②企業等法人の場合、保有する純資産が1,000万元以上、とそれぞれ定義した。この定義の結果、前述の「大集合」「小集合」という区分は削除された。

(3) 広告・宣伝対象の見直し

再改正後の実施細則では、集合資産管理プランの広告・宣伝に関し、従来の「広告・宣伝の一律禁止」を「適格投資家以外の投資家向け広告・宣伝の禁止」と見直しを行った。

2) 証券会社の資産証券化業務の明確化

従来、証券会社がオリジネーターとして組成する資産証券化商品は、専項資産管理プランをSPVとして用いてきた。その後、2013年3月15日に証監会が公布した「証券会社の資産証券化業務管理規定」において（即日施行）、資産証券化商品に用いるSPVを「専項資産管理プラン」と明確に記載した。同時に、対象となる原債権を「合法的かつ所属が明確で、独立して予測可能なキャッシュフローを生み出す特定可能な財産権または財産」と定義し、①企業売掛債権、貸出債権、信託受益権、インフラ施設収益権等財産権、②商業物件等の不動産を例示した¹⁷。併せて、取引所での証券化商品の譲渡も可能であるとした。

3) 2013年の規制見直しの成果

2013年の規制見直しにより、証券会社の資産管理業務残高は、2012年12月末の1兆8,900億元から、2013年12月末には5兆2,000億元へと約2.8倍に増加した（前掲図表1）。

そのうち、集合資産管理プラン残高は2,052億元から3,588億元（約1.7倍）に、定向資産管理プラン残高は1兆6,847億元から4兆8,251億元（約2.9倍）に、専攻資産管理プラン残高は35億元から111億元（約3.2倍）にそれぞれ増加した。特に集合資産管理プラン残高の伸び率は、規制の見直しを受け、前年の伸び率の約1.4倍を上回った。

Ⅲ. 証券会社の資産管理プランの現状と規制強化の方向性

1. 各プランの資産配分状況

1) 集合資産管理プラン

中国証券投資基金業協会が定期的に発表している統計によれば、2015年末時点の証券

¹⁷ その後、2014年11月19日、証監会は「証券会社及び基金管理会社子会社の資産証券化業務管理規定」を公布し（即日施行）、証券化の対象となる原債権を原則自由としている（ネガティブリスト方式の導入）。同時に、証券会社や基金管理子会社が証券化商品を組成する際に使うSPVを「資産担保専項プラン」と命名している。

図表2 証券会社・資産管理プランの資産配分状況

集合資産管理プラン アセットクラス	2015年末		2014年末	
	金額(億円)	比率	金額(億円)	比率
債券	5,848	37.5%	2,032	31.0%
基金	3,224	20.7%	636	9.7%
株式	1,518	9.7%	957	14.6%
協議・定期預金	1,430	9.2%	1,003	15.3%
信託プラン	1,142	7.3%	728	11.1%
専項資産管理プラン	471	3.0%	308	4.7%
その他	1,942	12.5%	885	13.5%
合計	15,574	100.0%	6,555	100.0%

定向資産管理プラン(運用型) アセットクラス	2015年末		2014年末	
	金額(億円)	比率	金額(億円)	比率
債券	7,168	45.5%	2,668	34.8%
信託プラン	1,727	11.0%	1,232	16.1%
株式	1,613	10.2%	1,129	14.7%
証券会社・集合資産管理プラン	889	5.6%	151	2.0%
証券投資基金	642	4.1%	61	0.8%
債券リバースレポ	474	3.0%	200	2.6%
株式担保レポ	438	2.8%	196	2.6%
資産収益権	420	2.7%	95	1.2%
預金	281	1.8%	1,115	14.5%
その他	2,109	13.4%	822	10.7%
合計	15,761	100.0%	7,669	100.0%

定向資産管理プラン(管理型) アセットクラス	2015年末		2014年末	
	金額(億円)	比率	金額(億円)	比率
手形	15,139	17.1%	8,514	12.7%
銀行委託貸付	14,903	16.8%	16,395	24.4%
証券投資	14,195	16.0%	6,953	10.4%
貸付信託	12,236	13.8%	13,840	20.6%
資産収益権	9,901	11.2%	7,444	11.1%
その他	22,131	25.0%	13,939	20.8%
合計	88,505	100.0%	67,085	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

会社の集合資産管理プラン残高1兆5,574億円の資産配分の内訳は、債券が5,848億円(全体の37.5%)、基金¹⁸が3,224億円(同20.7%)、株式が1,518億円(同9.7%)、協議(契約)・定期預金が1,430億円(同9.2%)、信託プラン¹⁹が1,142億円(同7.3%)、専項資産管理プランが471億円(同3.0%)、その他が1,942億円(同12.5%)となっている(図表2)。

集合資産管理プランでは、2015年末時点の場合、信託プランと専項資産管理プランという他のSPVに計10.3%が配分されているが、2014年末の計15.8%からは低下している。また、株式への配分比率は2014年末時点では14.6%であったのに対し、2015年末時点では9.7%に低下し、債券(2014年末時点で31.0%)と基金(同9.7%)は合計で5割を超える配分比率となっている。

¹⁸ 集団投資スキームの一つである集合資産管理プランが、更に集団投資スキームとしての基金に投資している形態を指す。

¹⁹ 前掲脚注19同様、集団投資スキームの一つである集合資産管理プランが、さらに集団投資スキームとしての信託プランに投資している形態を指す。

2) 定向資産管理プラン（運用型）

同様の統計によれば、2015年末時点の証券会社の運用型の定向資産管理プラン残高1兆5,761億円の資産配分の内訳は、債券が7,168億円（全体の45.5%）、信託プランが1,727億円（同11.0%）、株式が1,613億円（同10.2%）、証券会社・集合資産管理プランが889億円（同5.6%）、証券投資基金²⁰が642億円（同4.1%）、債券リバースレポが474億円（同3.0%）、株式担保レポが438億円（同2.8%）、資産収益権が420億円（同2.7%）、預金が281億円（同1.8%）、その他が2,109億円（同13.4%）となっている（前掲図表2）。

運用型の定向資産管理プランでも、2015年末時点の場合、信託プランと集合資産管理プランという他のSPVに計16.6%配分されているが、2014年末の計18.1%からは低下している。また、預金への配分比率は2014年末時点では14.5%であったのに対し、2015年末には大きく低下し、代わりに債券（2014年末時点で34.8%）の配分比率が高まっていることも特徴である。

3) 定向資産管理プラン（管理型）

同様の統計によれば、2015年末時点の証券会社の管理型の定向資産管理プラン残高8兆8,505億円の資産配分の内訳は、手形が1兆5,139億円（全体の17.1%）、銀行委託貸付が1兆4,903億円（同16.8%）、証券投資が1兆4,195億円（同16.0%）、貸付信託が1兆2,236億円（同13.8%）、資産収益権が9,901億円（同11.2%）、その他が2兆2,131億円（同25.0%）となっている（前掲図表2）。

管理型の定向資産管理プランでは、2015年末時点の場合、手形、銀行委託貸付、貸付信託というオフバランス融資への配分割合が4兆2,278億円、管理型全体の47.8%と半分近くとなっており、銀行融資を補完するSPVとなっている様子が窺える。

上記のようにストックのみならず、フローで見ても、証券会社の資産管理業務が、SPVとして企業の資金調達ツールとして使われている様子が分かる。例えば、2015年の証券会社・資産管理業務の新規設定の2兆6,493億円を見ると、管理型が1兆9,328億円と全体の約73%を占め、同時に一対一型が2兆1,061億円と全体の約79%を占めるに至っている。銀监会は、冒頭で触れたように、管理型や一対一型といった証券会社の資産管理業務を使ったSPVが、実態上、銀行のオフバランス融資となっていることを警戒している。

2. 証券当局による規制強化の方向性

証监会としても、自らの管理監督行政の観点から、証券会社の資産管理業務のリスク管理について警戒を強めている。証监会は、証券会社の資産管理業務に対し、2つの規制強化の方向性を打ち出している。

²⁰ 前掲脚注19同様、集団投資スキームの一つである定向資産管理プランが、さらに集団投資スキームとしての証券投資基金に投資している形態を指す。

1) 商品設計に対する規制

方向性の一つ目が、証券会社の組成する資産管理プランの商品設計に対する規制強化である。2016年7月15日、証監会は、「証券・先物経営機関の私募資産管理業務オペレーション管理暫行規定」²¹を公布し（同年7月18日施行）、資産管理業務に対して以下の点を明確にした。

第一に、投資家への元本保証や最低収益の保証を禁止し、販売書類にも明記してはならないとした。換言すれば、こうした保証・販売行為が実際に行われているということの表れでもある。

第二に、資産管理プランのうち、ストラクチャード型商品に対するレバレッジ比率（劣後級に対する優先級の比率（口数ベース））の上限設定である。同じストラクチャード型でも、株式型やバランス型商品の場合は1倍、債券型商品の場合は3倍、その他の商品の場合は2倍と、それぞれ上限を設定した。また、ストラクチャード型商品の場合、総資産の純資産に対する比率の上限を140%に設定することを求めた。暫行規定前までのストラクチャード形商品のうち、株式型やバランス型商品のレバレッジ比率は10倍まで許容されていたことから²²、証監会は、規制強化によってこれら商品でのレバレッジの解消を狙っていることを意味する。

第三に、「資金プール」行為を禁止した。暫行規定は、同行為の具体的事例として、異なる資産管理プランの集合運用や、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の6パターンを指摘した。Wind統計によれば、社債市場での2014年のデフォルトは4銘柄で計11.6億元、2015年は18銘柄で計117.1億元²³、2016年は79銘柄で計398.9億元²⁴となっており、商品に組み込まれている社債のデフォルトが発生するような事態に予め備えるための規制強化とも言える。

2) 証券会社のリスク準備金の積立比率の引き上げ

方向性二つ目が、証券会社に課されているリスク準備金の積立比率の引き上げである。2016年6月16日、証監会は「証券会社リスクコントロール指標管理弁法」²⁵の改正版を公布し（同年10月1日施行）、併せて「証券会社リスクコントロール指標計算基準規定」を公布した。

リスク準備金は、市場リスク、信用リスク、オペレーショナルリスクを勘案し、業務ごとに一定の比率で積み立てることが要求される。また、証監会が証券各社に対して付与する格付けによっても比率に違いが出る。証監会による証券会社に対する格付けの付与は、現在は、2010年5月14日に公布し、即日施行された「証券会社分類監督管理規定」²⁶が根

²¹ <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201607/P020160715577836056039.pdf>

²² http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2016-07/16/content_850768.htm

²³ http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/epaper/index/content_856066.htm

²⁴ <http://www.stcn.com/2017/0112/13013651.shtml>

²⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201606/t20160617_298995.htm

²⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201005/t20100518_180631.htm

拠となっている。同規定 17 条によれば、各証券会社に対する格付けは、そのリスク管理能力を基に、5 大分類・11 級に分けられる。具体的には、リスク管理能力が高い順から、A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E となる。証監会は、証券会社に対する格付けを毎年 1 回行う。

今回の改正によって、証券会社の管理型資産管理プランのうち、非標準化債権資産に投資する定向資産管理プランの純資産に対するリスク準備金の積立比率は、証監会の格付けに基づき、連続 3 年 A 評価の証券会社は 0.2% から 0.63% に、(連続 3 年未満の) A 評価の証券会社は 0.3% から 0.72% に、B 評価の証券会社は 0.4% から 0.81% に引き上げられる。2016 年 7 月 26 日付上海證券報によれば、中信証券など主要 11 社の管理型資産管理プランの平均残高は 2,000 億元強で、これが全て非標準化債権資産に投資されているとした場合、積立規模は数億元から数十億元に上ると見ている²⁷。

ここで、2016 年 9 月末時点における中国証券投資基金業協会のランキング表に基づき、資産管理プラン残高全体のトップ 10 社から各社の運用型残高を差し引く形で管理型の残高規模を推計すると、管理型で最も大きい規模を抱えているのは中信証券(1兆517億元)、次に海通証券の資産管理子会社(7,374億元)、華泰証券の資産管理子会社(5,832億元)が続く(図表3)。また、全体のトップ 10 社のうち、管理型の割合が最も高いのは海通証券の資産管理子会社(89.1%)、最も低いのが広発証券の資産管理子会社の広発証券資産管理(広東)有限公司(28.7%)²⁸となっている。前述の報道により、華福証券の 2015 年末の管理型資産管理プラン残高は 4,700 億元となっているという内容と合わせると、金額でも割合でも、広発証券を除く 9 社へのリスク準備金積立比率の引き上げは避けられないだろう。

図表 3 証券会社・管理型資産管理プランの残高推計(2016年9月末時点)

順位	資産管理プラン残高(全体)(A)			運用型(B)	管理型(=A-B)	
	会社名	残高(億元)	比率	残高(億元)	残高(億元)	比率
1	中信証券	16,429	10.4%	5,912	10,517	64.0%
2	上海海通証券資産管理有限公司	8,273	5.2%	899	7,374	89.1%
3	華泰証券(上海)資産管理有限公司	8,220	5.2%	2,388	5,832	70.9%
4	中信建投証券	7,692	4.9%	1,387	6,305	82.0%
5	広発証券資産管理(広東)有限公司	7,011	4.4%	4,999	2,012	28.7%
6	上海国泰君安証券資産管理有限公司	6,755	4.3%	2,353	4,402	65.2%
7	申万宏源証券	6,539	4.1%	1,693	4,846	74.1%
8	中銀国際証券(BOCI)	5,347	3.4%	1,745	3,602	67.4%
9	招商証券	5,238	3.3%	909	4,329	82.6%
10	華福証券	4,504	2.9%	n.a	n.a	n.a
	上位10社計	76,008	48.2%	n.a	n.a	n.a
	合計	157,699	100.0%	-	-	-

(注) 合計には、証券会社に直接投資(PE投資)子会社による投資残高(2,192.3億元)も含まれる。

(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

²⁷ http://news.cnstock.com/news/sns_bwx/201607/3853656.htm

²⁸ 中国で初めて集合資産管理プランを組成・発行したのは広発証券(2005年3月28日、「広発理財2号」)である。

IV. 結びにかえて

証券会社の管理型資産管理プランに対する規制強化は、商業銀行の理財商品が活用する SPV の信託投資プランへの限定と併せて、これまでの右肩上がりの業務規模拡大に歯止めをかけて行く可能性が高い。中国証券業協会の「中国証券業発展報告（2014）」でも解説・示唆している通り、2013 年の証券会社の資産管理業務の規制緩和の背景には、本来、証券会社の資産管理チームが有している流通市場での運用型業務での強みを生かしつつ、信託会社が投融資案件の資金調達 SPV を独占してきた状況を打破することにあつた。実際、規制緩和時には、証券各社の資産管理業務では、外部から積極的に人材を登用し、融資型及び非標準化資産へのデット投資チームを組成したとされている。冒頭で紹介した通り、銀行を委託者とするデット投資の SPV が信託に限定されると、今度は証券会社内のデット投資チームから、信託業界に人材が流出する事態も考えられよう。

また、今後、銀行を委託者とするデット投資の SPV が信託に限定された後も、銀监会は銀行の資産管理業務に対して更に監視・監督を強めようとしている。2016 年 12 月 12 日に開催された全国株式制商業銀行年次総会の席上、銀监会の尚福林主席は、銀行業界が防止すべき 4 つのリスクを挙げている。リスクのうち、資産運用分野では、非標準化資産への投資等の非融資業務及びオフバランス業務を、統一した与信・リスク管理体系に組み込み、リスクエクスポージャーの真実性の評価を行って、これら業務の期間のミスマッチと高レバレッジを厳格にコントロールしていく方針を打ち出している²⁹。

金融機関の資産管理業務のレバレッジを軽減し、資金フローを透明化・可視化しようとする金融当局の試みは、資産バブルや金融リスクを未然に防止する上で、止むを得ない措置とも言える。ただ、こうした規制環境の変化の中で、証券会社の資産管理業務が活路を見出して行く場合、国内の優良資産を発掘することに加え、中国国内の投資家の国際分散投資のニーズにいかに対応して行くかということも鍵となろう。短期的には、適格国内機関投資家（QDII）の運用枠の制限など既存の国際分散投資ルートに制約が課されている。しかし、2016 年から 2020 年までの第 13 次 5 ヶ年計画では、中国本土・香港間のストックコネクトやファンド相互販売制度に代表される「双方向の資本市場の開放」が進められていることで、証券会社が、中国国内の投資家に対し、香港株や香港で組成・登録された公募ファンドを提供することが可能となっている。他の具体的な事例として、前述のように運用型の資産管理プランの比率が高い広発証券の資産管理子会社が、中国国内の機関投資家に対し新たな海外向け資産運用サービスを提供したこと³⁰を理由の一つとして、当地の金融・証券系メディアの証券時報と 21 世紀経済導報から 2016 年の最優秀資産管理証券会社に選ばれている³¹。資産管理業務に対する規制環境が変化する中で、中国国内の投資家のニーズを各社がどのように取り込んでいくのか、引き続き注目される。

²⁹ <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/754FC9E32A5848DBA6A4D30BFD788823.html>

³⁰ 地域を限定してライセンスと運用枠が付与される適格国内有限責任組合（QDLP：Qualified Domestic Limited Partner）制度を使って、集合資産管理プランによる海外ヘッジファンド向け投資商品を組成・販売した。

³¹ <http://new.gf.com.cn/article/detail/578c6f0c2a113576610079a9>