

中国の私募ファンドにおける販売チャネルと受託管理業務の変化

宋 良也、塩島 晋

■ 要 約 ■

1. 近年、中国の私募ファンド市場は顕著な成長を示しており、2018年9月末時点での資産規模は12.8兆元（約208兆円）に達し、日本の私募投資信託市場の資産規模に比べ2倍以上となっている。
2. 私募ファンド市場が急成長してきた背景には、①私募ファンドが基金業協会の管理下に置かれたことで柔軟な運用が可能となり、運用コストが低減したこと、②未上場企業による新三板への登録により、私募エクイティ投資ファンドの投資回収手段が多様化したことなどで、富裕層個人投資家を中心に需要が急増したことが挙げられる。一方で、銀行理財商品経由で私募ファンドに流入した資金も多く、今後、理財商品への規制が強化された場合の影響に留意する必要があるとされている。
3. 私募ファンドの代理販売は、銀行及び証券会社を中心だったが、2012年2月以降、顧客に投資アドバイザーサービスを提供する第三方理財会社も参入している。また、私募ファンドの受託管理機関（カストディアン）は、銀行及び証券会社に委託する必要があるが、証券会社を選択する運用会社が多いのが現状である。
4. 今後、私募ファンドが直面する課題として、資産管理業務への規制強化と銀行理財商品向けの規則の標準化が進む中、銀行理財商品に依存しない資金調達ルート及び、銀行と私募基金管理人の新たな協力関係の追求が挙げられる。私募ファンド業界の拡大を担ってきた各プレイヤーが、今後どのような動きを取っていくのかが注目されよう。

I 中国の私募ファンド市場の概要

1. 中国における私募ファンドの定義及びスキーム

1) 私募ファンドの定義

中国の私募ファンドには、日本における私募投資信託に相当する私募証券投資ファンドや、プライベートエクイティ（PE）ファンドに相当する私募エクイティ投資ファンド等がある（詳細は後述）。2013年6月の「中華人民共和国証券投資基金法」（「証券投資基金法」）の施行により、私募ファンドが法規上で定義され、同時に中国証券監督管理委員会（証監会）は私募ファンドに対する本格的な監督を開始した。その後、2014年2月の「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）」等が、私募ファンドに関する具体的な適用ルールや、私募投資基金管理人（運用会社）の登録、届出等を明確化した（図表1）。

図表1 証券投資基金法上の私募ファンドの定義

項目	内容	法令
募集人数	「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ファンド」 ※パートナーシップ型、有限責任会社型は累計で50名を超えない適格投資家 ※会社型や上記以外の私募ファンドは累計で200名を超えない適格投資家	「中華人民共和国証券投資基金法」(第88条)
適格投資家	①単一の私募ファンドへの最低投資金額が100万元 ②純資産1,000万元以上保有している法人 ③金融資産が300万元以上または、直近3年の個人年収が50万元以上の個人 ④中国証券監督管理委員会(証監会)が規定するその他投資家	「私募投資基金監督管理暫行弁法」(第11、12、13条)

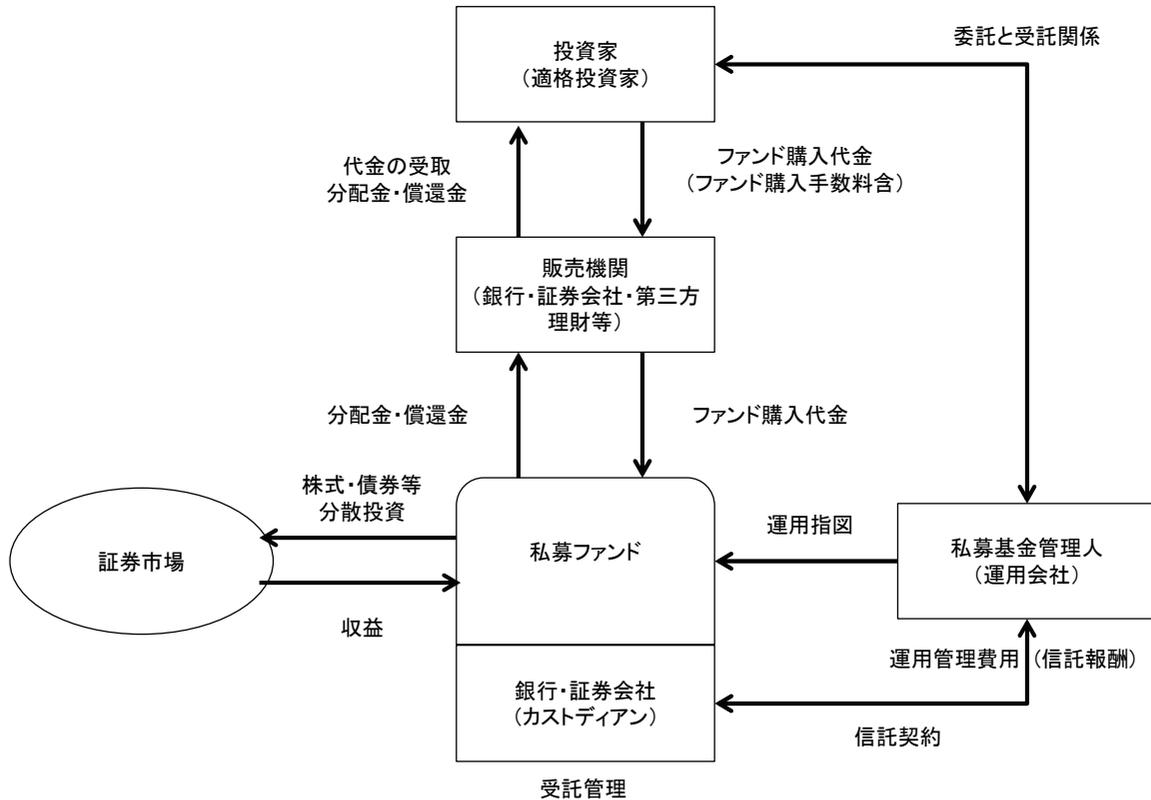
(注) ①～③は、適格投資家が満たすべき制限。下の①～④は、法律で認められた上記制限を受けない投資家。

(出所) 「中華人民共和国証券投資基金法」、「私募投資基金監督管理暫行弁法」より野村資本市場研究所作成

2) 私募ファンドのスキーム

中国の私募証券投資ファンドは、運用会社である私募基金管理人が中心となっており、私募ファンドの運用指図をしている。また、私募ファンドの募集に当たっては、後述する代理販売機関である銀行や証券会社、第三方理財会社などを通じて行うこともあるが、私募基金管理人による直接募集も少なくない。一方、カスタディアンは、銀行や証券会社が担当することになるが、実際には運用対象が株式であることが多いため、証券会社が受託するケースが多い（図表2）。

図表 2 私募ファンドのスキーム（私募証券投資ファンドの場合）

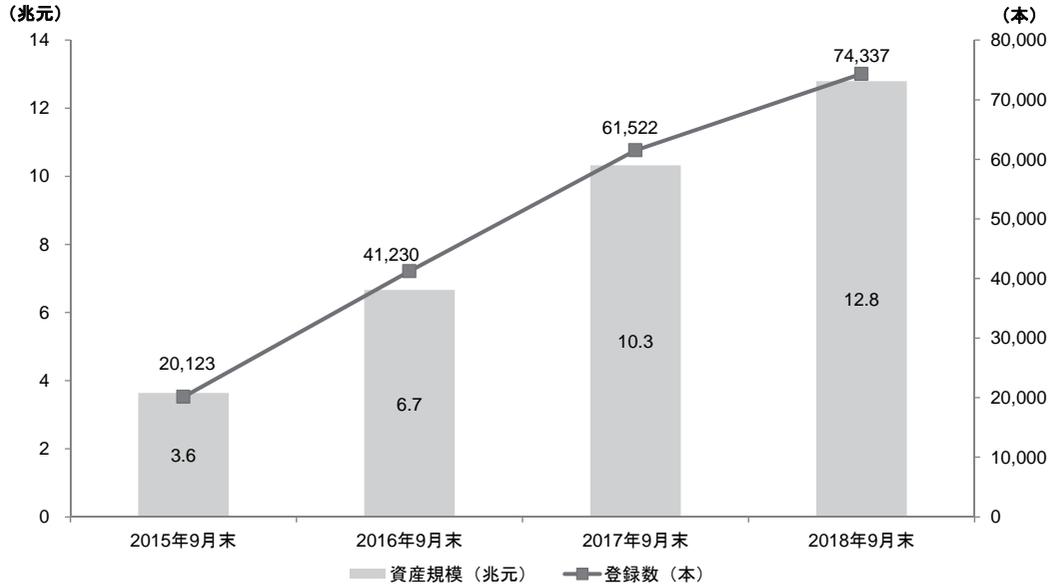


(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

2. 私募ファンド全体の資産規模

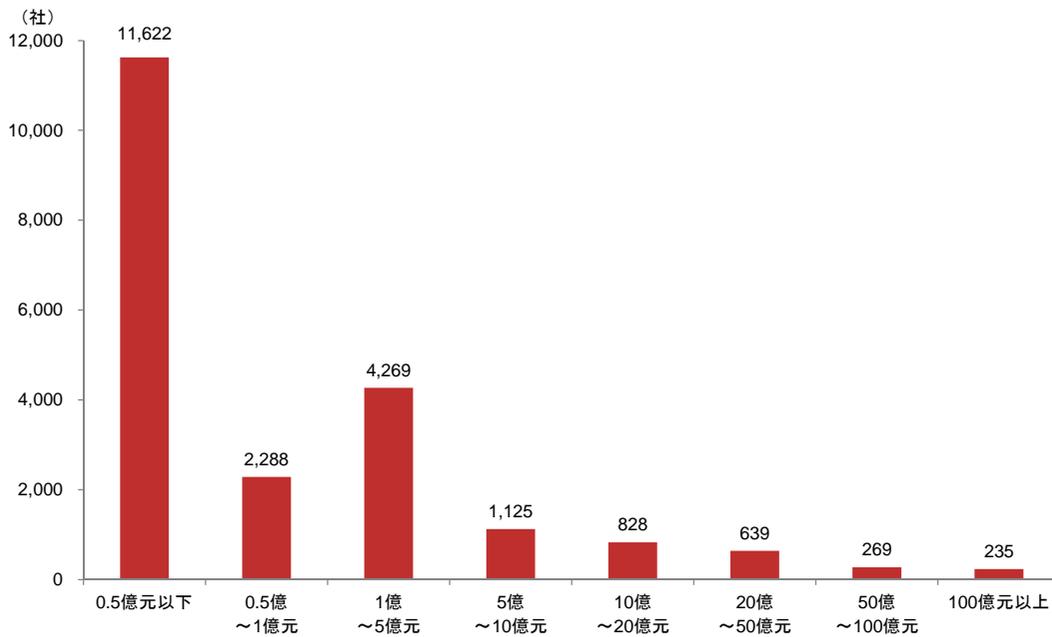
近年、中国における私募ファンド市場は顕著な成長が続いている。中国証券投資基金業協会（基金業協会）が発表している中国証券投資基金業年報によると、2018年9月末時点で、私募ファンド本数は7万4,337本、資産規模は12.80兆元（約208兆円）に達し、1本当たりの資産規模は1.7億元である。日本の私募投資信託は、投資信託協会によると、2018年9月時点で、資産規模（残高）は89兆9452億円（契約型投信5,949本、88.21兆円、投資法人33本、1.72兆円）である。中国の私募ファンド市場は資産規模で日本の2倍以上に達している。2015年と2018年の各9月末の資産規模を比べてみると中国は3.5倍（図表3）、日本は1.6倍と成長率も中国が高い。一方、管理規模別の運用会社数については、業界全体の運用会社数は21,275社あるが、管理規模が1～5億円の私募基金管理人が4,269社で、全体の2割を占めている。管理規模100億元以上（大手の私募基金管理人）は、235社あり、全体の1%を占めている（図表4）。管理規模5,000万元以下の私募基金管理人は11,622社と、全体の5割以上を占めている。

図表3 中国の私募ファンドの資産規模



(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 管理規模別の基金管理会社（運用会社）数



(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. 私募ファンドの基本情報

1) 私募ファンドの種類

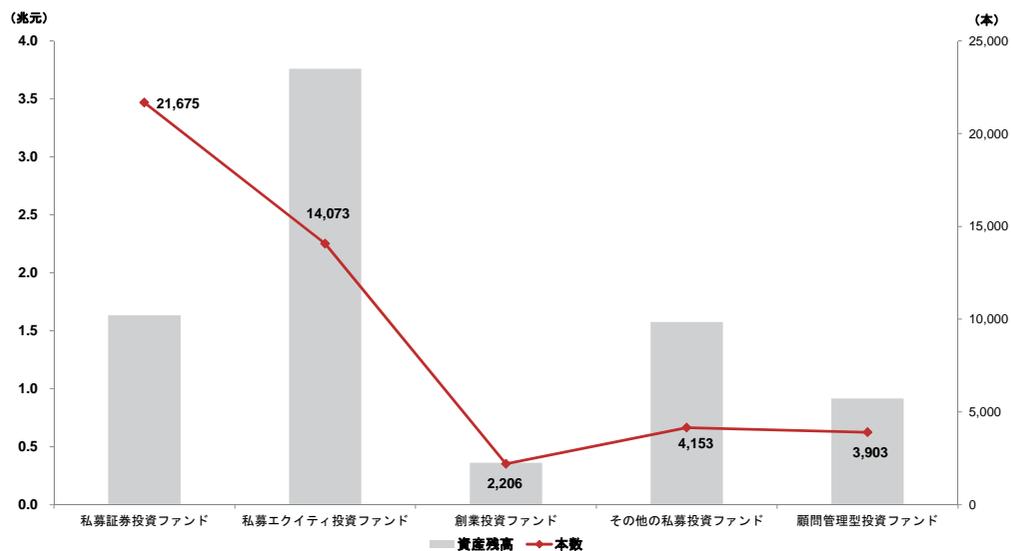
「中華人民共和国証券投資基金法」の第95条と「私募投資基金監督管理暫行弁法」の第2条に基づき、私募ファンドが投資できる証券は、公开发行の株式、債券、ファンド持分、証監会が規定するその他証券及び派生商品となっている。投資対象別に、私募ファンドは私募証券投資ファンド、私募エクイティ投資ファンド、創業投資ファンド、その他私募投資ファンド、顧問管理型投資ファンドの5種類に分類されている（図表5）。そのうち、公開取引される証券に投資する私募証券投資ファンドと未公開株式に投資する私募エクイティ投資ファンドの規模が大きく、合計で全体の6割を占めている（図表6）。本稿では、この二つの私募ファンドを中心に議論を行う。

図表5 私募ファンドの種類

種類	主な投資先
私募証券投資ファンド	公開取引される証券（上場株式、債券、先物、オプション、ファンド持分および中国証券監督管理委員会が規定する其他有価証券及びデリバティブ商品）
私募エクイティ投資ファンド	創業投資基金以外の未公開で取引される証券（未上場株式等）
創業投資ファンド	未上場の創業企業の普通株
その他私募投資ファンド	有価証券、デリバティブ、株式以外の芸術品等の特定商品
顧問管理型投資ファンド	基金業協会が挙げる、信託、銀行理財、証券、保険、先物、基金会社等含む資産管理プラン

（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 私募ファンドの資産残高（2016年末時点）



（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) 私募証券投資ファンドの投資対象

投資商品別に分類された私募証券投資ファンドのうち、株式型の割合が最も多い29.5% (4,826.54 億元) を占めるが、前年比では29.6% (1,101.2 億元) 増と、他の分類に比べて、最も低い増減率となっている。一方、MMFは規模が小さいが、増減率は同816.6% (307 億元増) 増と最も高い(図表7)。他では、バランス型やファンド・オブ・ファンズ(FOF)が高い増減率を示しており、私募ファンドにおける分散投資が求められていると言える。

図表7 私募証券投資ファンドの種類別資産規模(2016年末)

種類	資産規模(億元)	割合	数量(本)	増加率(前年比)
株式型	4,826.54	29.5%	9,897	29.6%
バランス型	3,641.06	22.3%	6,483	171.7%
FOF(ファンド・オブ・ファンズ)	3,330.85	20.4%	3,131	72.4%
債券型	2,082.85	12.8%	390	45.3%
第三者割当増資型	627.74	3.8%	464	180.1%
MMF	345.46	2.1%	49	816.6%
先物・オプション・デリバティブ型	183.92	1.1%	810	74.5%
ABS型	4.23	0.0%	7	255.5%
その他	1,298.93	8.0%	444	77.7%
合計	16,341.58	100.0%	21,675	71.5%

- (注) 1. 第三者割当増資型(中国語: 定向増発)の商品とは、上場会社が特定投資家(主に機関投資家)へ非公開の新株を発行することで、上場会社が資金調達するためのスキームである。
2. 私募証券投資ファンドのFOFの主な投資対象先は私募ファンドや証券会社の資産管理プラン等である。

(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) 私募ファンド及び私募基金管理人の設立形態

2013年に施行された「証券投資基金法」では、私募ファンドの設立形態を、①契約型(信託契約)ファンド、②会社型(中国語では「公司型」)ファンド、③パートナーシップ型(中国語では「合伙型」)ファンドの3種類と定めている。契約型とは、投資家、私募基金管理人及びその他の参加者と契約を結ぶことで設立する法人格を持たない私募ファンドである¹。受益者である投資家は、ファンド契約から生じた収益の分配を受け取れる受益権を表象した投資口を購入するが、投資指図はせず、ファンドの運用は私募基金管理人に委託される形の投資スキームで、一種の「投資信託」とも言えよう。会社型とは、投資家が「会社法(公司法)」に基づき、独立した法人である私募基金管理会社を作り、自らまたは専門の運用会社に委託して運用するファンドである。投資家は、私募基金管理会社の株主でもあり、私募ファンドの投資口保有者でもある。私募基金管理会社の規約に基づき、権利を行使し、相当な義務及び責任を負うこととなる。パートナーシップ型とは、投資家が「中華人民共和国パートナーシップ企業法」に基づき、投資基金有限パートナーシップ企業を設立し、合弁債務における連帯責任を負う形

¹ http://www.csrc.gov.cn/neimenggu/xxfw/201505/t20150514_277032.htm

態のファンドで、私募基金管理人が具体的な投資運用を担うこととなる。中国の私募ファンドのうち、本数・金額ともに、契約型が 95%以上を占めている。その背景には、法人格を持たない契約型の私募ファンドは、税制面において、二重課税されないことや、投資家の自由な投資回収が可能なことなどが理由の一つと言える。

一方、運用会社である私募基金管理人の組織形態は、会社型とパートナーシップ型の大きく 2 つに分けられ、会社型は、株式会社と有限責任会社の 2 つの具体的な形態があり、有限責任会社が全体の 8~9 割を占めている。私募ファンドの設定（設立）においては、通常は 1 年のクローズド期間を設けていたが、近年では投資ストラテジーの柔軟化及び投資家の長期投資志向が強まってきているため、多くの新設ファンドは、クローズド期間を 3 年間と定めている²。

4. 私募ファンド市場の歴史

中国における私募ファンドは、富裕層顧客の余剰資金の運用ニーズの多様化に応えるために誕生した。まず、2001 年 4 月に全国人民代表大会で「中華人民共和国信託法」が初めて公布され、信託会社が設立する集合資金信託プランのスキームを通じた私募ファンドの発行が可能となった。2004 年 2 月に、深圳国際信託投資有限公司（略して深国投、現在は華潤深国投信託有限公司）が設立した「深国投・赤子之心（中国）集合資金信託」は、法制度が整備される前に設立された私募商品などと区別をつけるため「陽光私募基金」と名付けられた私募ファンドの第 1 号である。このスキームでは、信託会社が同プランの発行者となり、運用会社である私募基金管理人は信託会社の「投資顧問」として、同プランの管理・運用を担当する。同プランの設立を皮切りに、従来グレーゾーンの中にあつた私募ファンドは、新時代を迎えることになった。また、2006 年 12 月、当時の中国銀行業監督管理委員会（銀監会）³は、陽光私募ファンドを対象とした「信託会社の集合基金信託スキームの管理措置」を採択し、陽光私募ファンドの健全な発展のための管理監督を開始した。さらに、2007 年 6 月には、「パートナーシップ企業法（合伙企業法）」の改訂によりパートナー型の私募ファンドが認められ、投資家により多くの選択肢を与え、私募ファンドの設立形態が増えることとなった。

その後、「証券投資基金法」は 2013 年 6 月に改訂され、公開募集方式で設立する公募基金と非公開募集方式で設立する私募基金の 2 種類のファンドが正式に定義された⁴。それ以降、陽光私募ファンドの「陽光」の 2 文字は使用されなくなり、単に私募ファンドと呼ばれるようになった。また、2014 年 5 月、国務院は当時の資本市場の改革と開放に向けて、「資本市場の健全な発展を更に促進するための国務院の若干の意見」（新 9 条意見）を発表し、同日に証監会も「証券投資基金業界の創新発展を積極的に促進に関する意見」を公

² <http://www.stcn.com/2018/0314/14025052.shtml>

³ 2018 年 3 月に、中国銀行業監督管理委員会と中国保険監督管理委員会は、中国銀行保険監督管理委員会に統合された。

⁴ http://www.npc.gov.cn/wxzl/gongbao/2015-07/03/content_1942864.htm

表し、ファンドビジネスとファンド商品の更なる発展の促進と併せ、監督管理方法の転換や、大幅な簡略化・統合化を打ち出し、私募ファンド業界の規制緩和を進めた。2014年8月には、証監会は、証券投資基金法の規定を具体的に定めた「私募ファンドの監督管理の為の暫定措置」を公表した。上記「証券投資基金法」の改訂及び新9条意見といった規制の標準化が、私募ファンド業界の発展の背景になったと言えよう。

II 中国の私募ファンド市場が急成長してきた背景

1. 私募ファンドの設立における規制の明確化

中国における私募ファンド市場は、前述の通り、運用会社である私募基金管理人に対して、証監会での登録ではなく、自主規制団体である基金業協会に登録手続きを行い、市場の育成と規律付けを同時に図ろうとした⁵。これまで、私募ファンドが証券市場に投資する際には、当該ファンドが直接証券口座を開設することが出来なかった。そのために、私募ファンドは信託商品などのスキームを通す必要が生じ、また私募基金管理人は投資顧問として、信託会社の管理型プランに運用指図をしなければならなかったため、運用コストが高くなると同時に、信託会社のリスク制御・審査も必要となり、募集期間が長くなりがちであった。投資対象商品も、信託商品における規定などにより限られる可能性も生じていた。私募ファンドが基金業協会の管理下に置かれ、合法的な扱いが可能となったことは、資金の運用面における柔軟性や、コスト低減につながったと言えよう。

2. 私募エクイティ投資ファンドの投資回収手段の多様化

私募ファンドのうち、私募エクイティ投資ファンドが十分なリターンを獲得できるかどうかは、投資する未上場企業の上場如何にかかっている。中国では、2012年から2014年にかけて、計15ヵ月間、上海市場のA株新規公開(IPO)が停止された。このため、未上場企業に投資することを主要業務としてきた私募エクイティ投資ファンドも、利益を確定する手段がなくなり、新規ファンドの組成も冷え込んだという経緯がある。

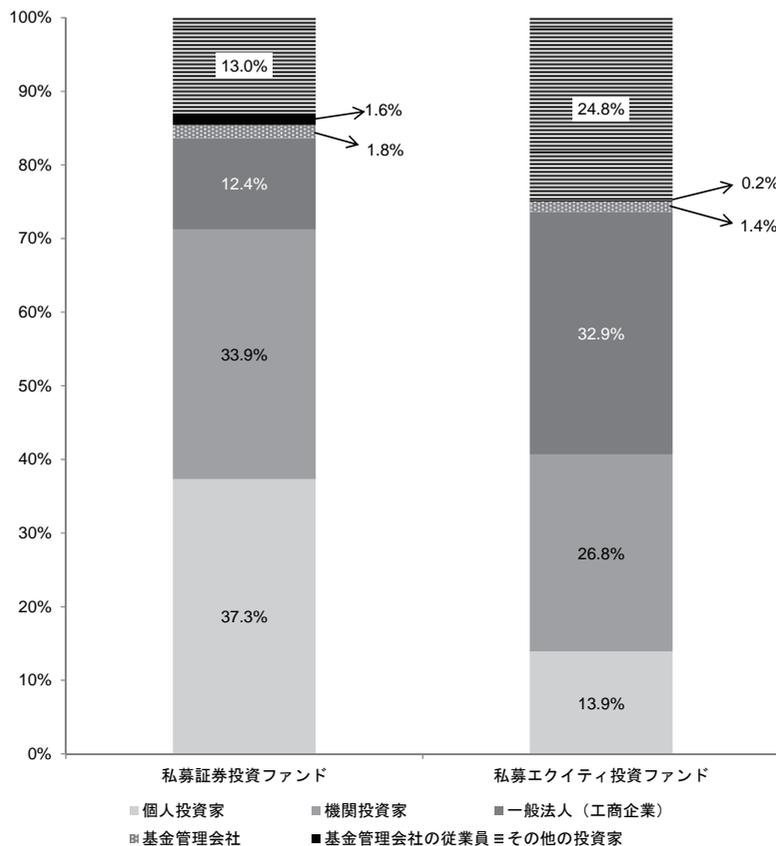
一方、2013年から、全国的な店頭市場である「全国中小企業株式譲渡システム(NEEQ、以降新三板)」が本格的な運営を開始した。未上場企業による新三板での登録は、私募エクイティ投資ファンドの新たな投資回収手段となっていた。更に、2016年には、A株のIPOが再開され、証監会による認可も迅速化したことで、私募ファンドのIPO直前の未上場企業への投資は、魅力的なリターンを獲得する可能性が高くなったと言えよう。こうした投資回収手段の多様化により、私募エクイティ投資ファンドは効率的な運用が可能となり、より早く収益を確定することが可能になり、人気も高まった。

⁵ 関根栄一「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」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号参照。

3. 私募エクイティ投資ファンドへの投資家需要の拡大

私募ファンドの適格投資家は、主に①富裕層の個人投資家、②銀行理財商品、証券会社や信託会社の資産管理プランなどの機関投資家、③一般法人である企業、④基金管理会社、⑤基金管理会社の従業員、⑥銀行、保険会社、信託会社といったその他の投資家、で構成されている⁶。投資家別の保有残高をみると、私募証券投資ファンドにおいては、個人投資家及び機関投資家の割合が高い一方、私募エクイティ投資ファンドでは、一般法人及び銀行、保険会社、信託会社などの金融機関の比率が高くなっている（図表 8）。個人投資家向けには、銀行のプライベートバンキング部門が、富裕層顧客向けに、競争力の高い私募ファンド商品を提供していた⁷。一方で、機関投資家に分類されている「資産管理プラン」や「信託プラン」の中には、一般個人投資家が購入している銀行の理財商品が、証券会社の資産管理プラン、信託会社の信託プランなどを通して、間接的に私募ファンドへ投資しているケースが含まれる。

図表 8 私募ファンドにおける投資家の保有割合（2016 年末時点）



(注) 機関投資家は、銀行理財、資産管理プランや私募ファンドを含む。
その他の投資家は、銀行、保険会社、信託会社などの金融機関が含まれている。
(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

⁶ ⑥では、銀行の自己資金による投資を指す。

⁷ 2017 年の「中国銀監会の銀行業リスク制御業務に関する指導意見」では、プライベートバンキング部門の富裕層顧客向けの理財商品のみ、私募ファンドへの直接的な投資が可能と規定している。

また、最近では、一般法人企業によるプライベートエクイティ投資の需要が高まっているとの指摘もある。中国企業の余剰資金は、今まで本業の他、株式・債券市場や不動産に投資することが一般的であったが、本業である製造業が不況に陥り、中国の株式市場の乱高下や不動産市場のピークアウトの影響で、投資対象としての魅力が衰えてきており、こうした中で、企業は有望な新興産業のプライベートエクイティ投資に注目し、私募エクイティ投資ファンドが有効な投資ルートとなっている⁸。

また、銀行や保険会社などの金融機関もプライベートエクイティ投資に注目し始めている。市場金利の低下などの要因により、投資期間が比較的長い銀行や保険会社の資金は、より高い収益性を求めて、私募ファンドを投資対象として検討し始めている。さらに、2010年には旧中国保険監督管理委員会⁹が、「保険資金のエクイティ投資暫行弁法」を公布し、保険会社による直接的なエクイティ投資を認可した。銀行の自己資金による私募ファンドへの投資については、当該銀行が香港で投資子会社を設立し、その子会社が本土で私募エクイティ投資基金管理人を作ることで実現してきた。

III 私募ファンドの販売チャネルと受託管理業務

1. 中国の私募ファンドの販売チャネルと第三方理財

1) 私募ファンドの販売チャネル

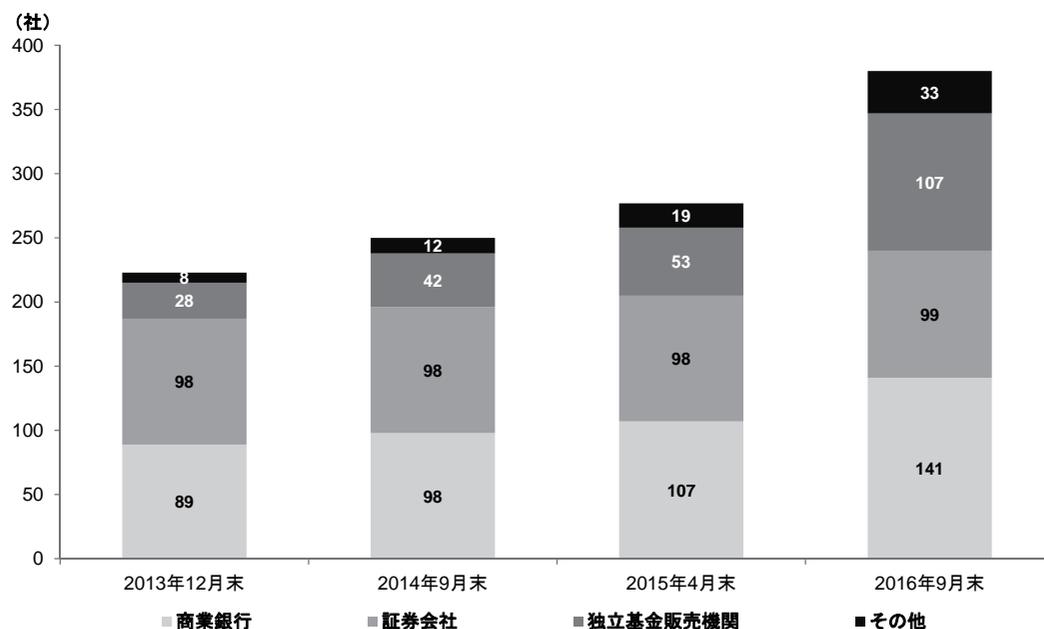
中国で私募ファンドを販売するためには、私募基金管理人による直接販売と、銀行、証券会社、保険会社などの金融機関による代理販売の2つのチャネルがある。そのうち、私募ファンドを代理販売する為には、公募ファンドの代理販売と同じく、証監会が発行するファンド販売ライセンスが必要となる。また、2012年2月22日から、銀行、証券等の金融機関とは異なった業界においても、第三者として独立基金販売会社を設立し、ファンド販売ライセンスを取得することが可能となった。同年6月15日に、同ライセンスの申請は、認可制から登録制へと変わり、独立基金販売会社数も急増した(図表9)。

前述の通り、「私募投資基金監督管理暫行弁法」の規定により、私募ファンドへの投資が可能な投資家は、公募ファンドと異なり、一定の水準を持った「適格投資家」に限定されている。具体的には、社会保障基金、企業年金等の年金基金、基金業協会に届出がされた投資プラン、私募基金管理人及びその従業員は適格投資家と見なされ、その他の個人投資家については、①私募ファンドへの最低投資金額は1本あたり100万元、②金融資産が300万元以上または直近3年間の平均年間収入が50万元以上、等の制限がかけられている。基金販売会社は、私募ファンドを販売する際に、投資家の本人確認とその適格性に対するテストを実施することとなる。

⁸ http://www.xinhuanet.com/finance/2016-10/26/c_1119787715.htm

⁹ 前掲脚注3を参照。

図表9 ファンド（公募・私募）販売会社の内訳



(注) その他は、先物会社、保険会社、保険代理販売会社、保険ブローカー会社、証券投資コンサルティング機関を含む。

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

2) 私募ファンドの販売ライセンスを巡る競争激化

従来は、私募ファンドに対する監督管理が不十分であったことから、一部の私募基金管理人は、販売資格のないまま他社の私募ファンドを顧客に紹介するなどの不当な販売行為を行ってきたとされている。このような不当行為の結果、投資家に大きな損失が生じ、責任が不明確であったため、投資家保護の面で問題視されてきた。当局は、こうした問題を受け、私募ファンドの販売におけるライセンスの保有を必須とするなど規制を厳しくしており、ファンド販売ライセンスへの新たな認可も、2017年初以降、一時中断する等の対応をとったが¹⁰、ライセンスを保有する既存の独立基金販売会社へ出資し、合併会社となることで、ファンド代理販売業界に参入することは可能であった。ファンド販売ライセンスへの保有ニーズが高まったことは、出資するためのコストの高騰につながった。したがって、既にライセンスを保有する一部の会社は、本来の主力業務であるファンド代理販売よりも、ライセンスそのものを維持することに注力し、会社を売却する際にライセンス料で利益を獲得するような思惑もあった。今後は、銀行・証券会社等の既存の代理販売会社を含め、業界内の競争が更に激しくなると予想される。

¹⁰ 2017年10月に当局は認可を一度再開したが、その後も殆ど新規の認可をしていない状況である。

3) 第三方理財による私募ファンド販売業務への進出とその代表例（諾亜財富）

銀行、保険会社、証券会社からは独立し、顧客に投資アドバイザーサービスを提供する「第三方理財」の会社は当初、信託プランなどの商品を主に提供していた。銀監会が2014年に公布した「99号文に関する執行細則」により、非金融機関による信託プランの販売・推薦が禁止されたため、富裕層向けに提供する商品がなくなってしまった。こうした状況を打開すべく、第三方理財は私募ファンドの代理販売に参入した。その手法としては、上述したような、既にライセンスを所持する独立基金販売会社に出資するなどの方法や子会社を作り、その子会社が私募基金管理人の登録を行って私募ファンドを組成するといったケースもある。

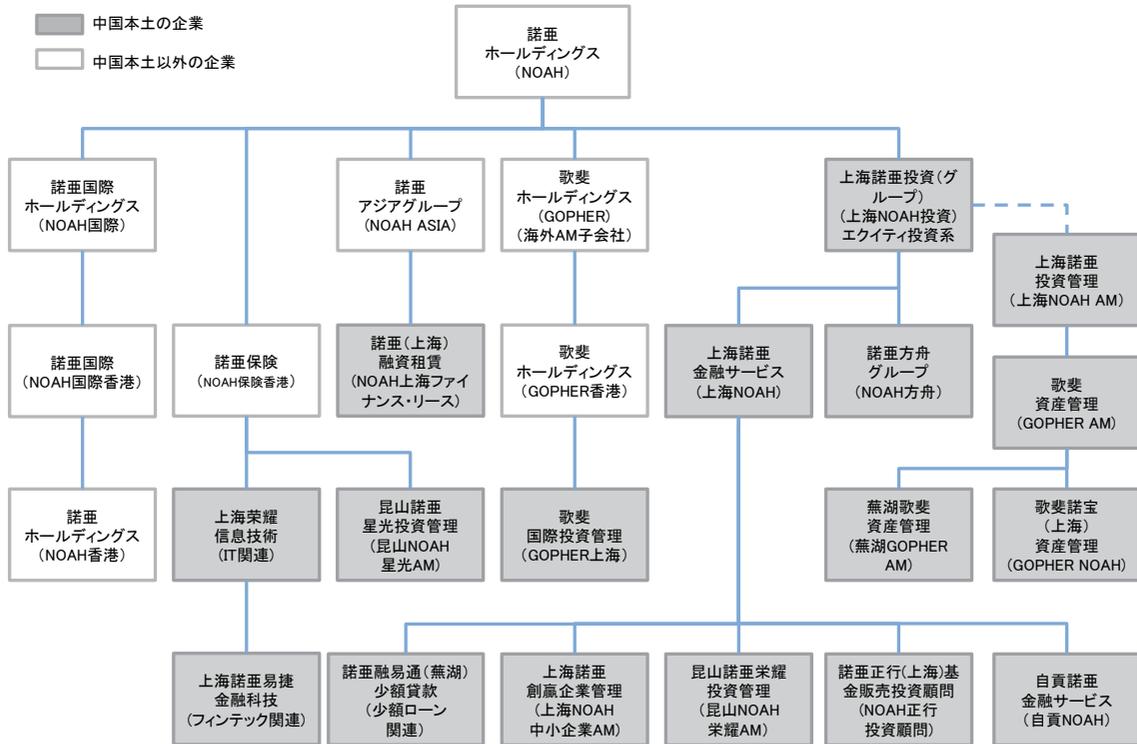
私募ファンド事業を幅広く展開している第三方理財会社の代表的な会社として、諾亜財富（Noah、ノア）がある。同社は、2003年に設立され、中国における第三方理財業界では、早期に知名度を高めた会社の一つで、2007年に米国の有力ベンチャーキャピタルであるセコイア・キャピタルから出資を受け、2010年11月10日にはニューヨーク証券取引所に上場した。2017年12月時点で、全国の主要都市に237カ所の支店を有し、顧客数は18.7万名となった。また、2,969名の従業員のうち、リレーションシップマネージャー（RM、顧客担当に相当）は1,335名である。2017年の売上高は1,174億元で、純収益は28.27億元である。純収益のうち、ウェルスマネジメント（WM）業務は21.26億元で、資産管理（AM）業務は5.88億元となっている¹¹。信託プランの販売が主要業務であった時期から、私募ファンドの組成・販売を含め、顧客に金融商品の提供、投資家教育、ファミリートラストなどといった幅広い金融サービスを提供する第三方理財会社に変貌を遂げたと言える。

組織体制を見ると、諾亜ホールディングスの下に、香港での国際業務を展開する諾亜国際HDがあり、資産管理業務を中心とする歌斐HD、上海でリース事業を担当する諾亜アジアグループや、上海での資産管理業務の受け皿である上海諾亜投資（グループ）がある。また、上海諾亜金融サービスの傘下に、少額ローン、ファンド代理販売等の関連業務をする子会社がある（図表10）。

また、諾亜財富は、子会社の歌斐資産管理（Gopher・アセットマネジメント（AM））を通じて、異なる私募ファンドを組み合わせ、私募のFOFを組成し、投資家に提供しており、売上高の割合においては、3割近くになっている（図表11）。2015年までは、確定収益型の商品の中で、私募の不動産ファンドや不動産を担保にした貸出債権関連商品などが多かったものの、その割合が徐々に低下しつつあり、2017年9月時点でその割合は15%以下となった。一方で、2016年～2017年9月までは、消費者金融、オートローンなどの私募の証券化商品が新たな投資ターゲットとなり、割合は拡大していった。確定収益型商品の運用期間は、基本的に3～5年物が多いが、1～2年物のような短期商品もある。私募エクイティ投資ファンドのFOFが採

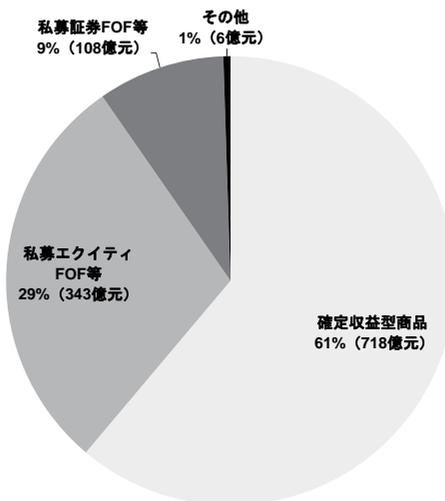
¹¹ NoahのWM業務は、富裕層顧客向けの金融商品（私募ファンドなど）の代理販売を中心としており、AM業務は、私募ファンドの組成や管理を中心としている。

図表 10 諾亜財富の組織体制



(出所) 諾亜財富年次報告書 (2017年) より野村資本市場研究所作成

図表 11 諾亜財富が販売する商品の内訳 (2017年)



(注) 確定収益型商品とは、予想利回りが設定されている金融商品の一般的な分類。

(出所) 諾亜財富年次報告書 (2017年) より野村資本市場研究所作成

用するファンドは、主に①医療健康、②知的化製造 (Intelligent Manufacturing)、③文化・教育、④TMT (テクノロジー・メディア・通信) 業界の 4 つの分野から選択されており、中国国内のみならず、海外子会社を通じて、グローバルな金融商品等も

採用している。諾亜財富としては、単なる私募ファンドの代理販売機関にとどまらず、富裕層の顧客の資産管理を含め、ファミリートラスト、投資家教育、保険ブローカーなどの幅広い金融サービスを提供するプラットフォームという位置づけを目指している。

2. 私募ファンドにおけるカストディアンの変貌

1) 私募ファンドの受託管理業務

中国における私募ファンド関連の法制度では、私募ファンドの受託管理機関（カストディアン）の設定は義務として求められてはいない。「私募投資基金管理人内部統制指針」の第 21 条では、「私募ファンドは原則的に、受託管理機関に受託管理されることが必要である。ただ、私募ファンドの契約に同基金を受託管理しないと明記した場合、私募基金管理人は私募ファンド資産の安全を保障する制度的措置及び紛争解決メカニズムを整備する必要がある」との規定があるのみである。一方、私募ファン

図表 12 証監会が認可しているカストディアン（2018 年 11 月時点）

番号	カストディアン名	所在地
1	中国工商銀行	北京
2	中国農業銀行	北京
3	中国銀行	北京
4	中国建設銀行	北京
5	交通銀行	上海
6	華夏銀行	北京
7	中国光大銀行	北京
8	招商銀行	深圳
9	中信銀行	北京
10	中国民生銀行	北京
11	興業銀行	福建
12	上海浦東発展銀行	上海
13	北京銀行	北京
14	平安銀行	深圳
15	広発銀行	広東
16	中国郵政貯蓄銀行	北京
17	上海銀行	上海
18	渤海銀行	天津
19	寧波銀行	浙江
20	浙商銀行	浙江
21	海通証券	上海
22	国信証券	深圳
23	徽商銀行	安徽
24	広州農村商業銀行	広東
25	招商証券	深圳
26	中国証券登記決済有限公司(CSDC)	北京
27	包商銀行	内モンゴル
28	恒豊銀行	山東
29	杭州銀行	浙江
30	南京銀行	江蘇
31	広発証券	広東
32	国泰君安証券	上海
33	江蘇銀行	江蘇
34	中国銀河証券	北京
35	華泰証券	江蘇
36	中信証券	深圳
37	興業証券	福建
38	中国証券金融	北京
39	中信建投証券	北京
40	中国国際金融	北京
41	恒泰証券	内モンゴル
42	中泰証券	山東
43	国金証券	四川

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

ドの受託管理機関は、商業銀行及び証券会社が可能である（図表 12）¹²。2016 年末時点で、基金業協会に届出済の 21,675 本の私募証券投資ファンドのうち、カストディアンが証券会社であるファンドは 15,362 本で、全体の 70.8%を占める。またカストディアンが銀行であるファンドは 1,768 本で、同 8.2%を占める。残りの 21%の私募ファンドは、カストディアンを設定していない¹³。

2) 私募ファンドの受託管理業務から撤退し始める銀行

従来、銀行は私募ファンドのカストディアンを受託した上で、受託管理している私募ファンドを適格投資家に販売したり、私募ファンドを投資先として理財商品の資金を運用するなど、多くの場面で私募ファンドに関わってきた。しかし、近年では、株式市場の急落、投資対象債券のデフォルト、支配人の横領、投資対象の非上場企業の倒産などの事件の発生時に、私募基金管理人の実質支配者が失踪するなど、銀行においてリスクが多く顕在化した。こうした事態を受け、証監会や基金業協会は、私募ファンドに対するリスク制御の機能をカストディアンの銀行にも要求し、連帯責任を負わせようとした。一方で、カストディアンである商業銀行も、特に私募エクイティ投資ファンドについては投資情報を取得するためのノウハウが欠けており、対象企業に対する管理監督をすることは、受託管理会社の専門範囲を超えていると考えようになった。結局、2018 年 7 月に、多数の商業銀行が私募ファンドの受託管理業務を一時停止する事態になった¹⁴。この状況が続けば、私募ファンドの運営に支障を来すこともあろう。

3) 総合的な受託管理を引き受ける証券会社とその狙い

一方、証券会社は、自らの経験を活かし、私募ファンドの保管・決算代行サービスといったプライムブローカー（PB）業務や投資家向けの販売に注力し、カストディアンとして私募ファンド会社向けに銀行やその他の金融機関よりも良いサービスを提供することを目指している。登録制度の実施は、私募基金管理人による私募ファンドの発行を可能にしたが、実際の管理面において運営コストが高いため、規模が小さい私募ファンドにとっては、これらのプロセスを証券会社に委託することが望ましいと言える。銀行と比べて、証券会社はブローカレッジを中心に、私募ファンドの株式取引などの強みがある。また、私募ファンドの販売を通じて自社の富裕層顧客も開拓できることが、もう一つの目的であろう。

¹² 唯一の例外は、中国証券登記結算有限責任公司である。

¹³ 中国私募証券投資基金業界年度発展報告 2016 参照。

¹⁴ <http://finance.stcn.com/2018/0802/14421719.shtml>

IV 私募ファンドが直面する課題

私募ファンドの急成長期において、銀行理財商品や資産管理プランといった機関投資家が重要な役割を果たしてきた。しかし、中国政府は、金融システム全体へのリスクを引き起こす事態を懸念し、2016年から2017年にかけて、銀行理財商品をはじめ、資産管理業務全体への規制強化を行っており、私募ファンド市場にも影響が及ぶことが予想されている。

銀行資産管理業務への具体的な規制強化策は、2017年11月17日に、中国人民銀行等5部門の「金融機関資産管理業務の規範化に関する意見」のパブリックコメント実施から始まった¹⁵。同意見は、規制アービトラージ、商品の多層的な投資、暗黙的な元利保証等の問題を指摘した上で、管理監督基準の明確化と統一化を求めた。また、2018年4月27日に、同意見は正式に公布され、銀行理財商品を含む資産管理商品全般に対して、本来投資出来ない商品に投資する為の多層的な投資スキームを禁じることにより、銀行理財商品が資産管理プランなどを通じて私募ファンドに投資することも本格的に禁じられた¹⁶。その影響もあり、2018年10月末時点で、私募ファンドの残高は12.77兆円で、前月比312.95億元減少した。前月比での減少は、2015年1月から基金業協会が登録済の私募ファンドの残高データを公表して以来、初めてのことである。今後、私募ファンドは、銀行理財商品に依存しない資金調達ルートを新たに模索する必要があると考えられる。

一方、運用会社である私募基金管理人にとっては、銀行との協力も、一つの生き残り策として意味があると考えられる。例えば、銀行による私募ファンド代理販売への注力促進や、銀行の理財子会社との協力形式の変更などである。前者に関しては、銀行の富裕層顧客向けのビジネス部門との協力を強化し、自社が運用する私募ファンドを紹介してもらうことが重要となろう。後者に関しては、2018年12月2日に正式に公布された「商業銀行理財子会社管理弁法」で、条件に適合する私募投資基金管理人を、銀行の理財子会社が理財投資協力機関¹⁷として迎えることが可能と規定した。それを受けて、私募基金管理人は、銀行理財商品の投資顧問として、運用を助言し、銀行が投資決断をする協力パターンや、銀行の委託を受けて、銀行理財資金の運用を直接担うことも可能となり、いずれにせよ、こうした銀行理財商品の資金の投資先が私募ファンドである可能性も出てきた。規制強化と規則の標準化が進む中、私募ファンド業界における各プレイヤーは、今後どのような動きを取っていくのかが注目される。

¹⁵ 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 ウェブサイト版を参照。

¹⁶ 前掲脚注15を参照。

¹⁷ 理財投資協力機関とは、「商業銀行理財子会社管理弁法」の第32条で定められた概念で、①商業銀行理財子会社の理財商品の投資先である資産管理商品の発行機関、②理財商品の運用を受託された機関、③理財商品の投資顧問機関などを指す。