

中国における銀行の理財子会社設立と資産管理業界の行方

資産管理業界の正常化が本格的に始まってから1年半が経過した。この間シャドーバンキングは抑制されたが、暗黙の元本保証の解消は道半ばである。ここにきて大手銀行の理財子会社が開業したことで、新たな競争・協力を通じて資産管理業界の正常化が進むことが期待される。

資産管理業務の新規定発表後の動向

2018年4月に「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」（以下指導意見）が発表されてから1年半が経過した。この間、18年9月に「商業銀行理財業務監督管理弁法」（弁法）、12月に「商業銀行理財子会社管理弁法」（子会社弁法）が発表された。

これらは、シャドーバンキングにおいて累積された各種の金融リスクの解消とシャドーバンキングで水ぶくれした資産管理業界の本業回帰を狙ったものである¹⁾。

これまでの効果を見ると、第一に、シャドーバンキング、具体的には迂回融資が減少した。17年末から19年3月末の間の各金融機関の資産管理商品の残高の変化をみると、銀行の迂回融資のチャンネルとしてよく利用されていた信託会社、証券会社、基金公司（証券投資信託の運用会社）・子会社の資産管理商品はそれぞれ2.9兆

元、3.6兆元、2.7兆元減少している（図表1）²⁾。

迂回融資へのチャンネル提供は銀行から手数料を取っていただけで、金融機関自体の運用能力が高いわけではない。チャンネル提供が難しくなった現在、これらの金融機関の業務は、本来の資産管理業務への回帰を進めると思われるが、運用能力引き上げには時間を要すると思われる。

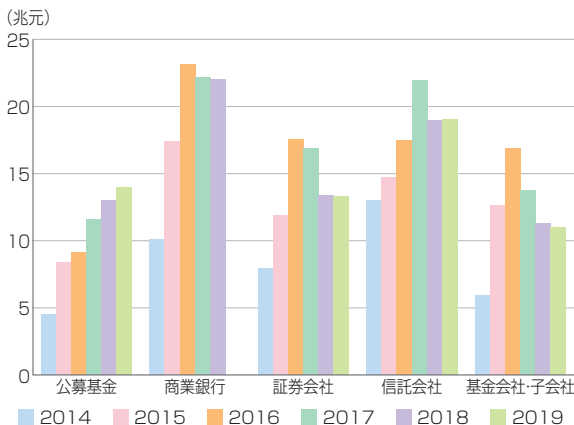
第二に、元本収益保証の禁止の徹底は道半ばである。銀行の理財商品、特に過半を占める個人向けの公募商品をみると³⁾、元本保証商品が禁止されるのに伴い、その受け皿として仕組預金が増加した。19年3月の残高は、約11兆元にのぼる⁴⁾。

仕組預金とは、通常の預金（預金保険の対象になる）に、金利・為替レート・指数等に関連するデリバティブ取引を組み合わせると高い収益を狙う商品である⁵⁾。ここで、デリバティブ部分は名ばかりで、実は預金部分の金利を銀行内の内部取引による利益付け替え等を通じて人為的に高くすることで、商品全体の収益率を高くして預金を集めているケースが問題視されている⁶⁾。既に、銀行保険監督管理委員会は19年5月にこうした行為（偽仕組）を取り締まる通知を出し、規制強化に向かっている。

第三に、純資産価値（時価）で評価される基準価額型の商品への移行は徐々に進んでいるが、商品発行数でみるとその割合は低く、依然として予想収益型商品が多い⁷⁾。

これは、指導意見が激変緩和のために設けている過渡期には、指導意見の規定を満たさない既存商品の発行が認められており⁸⁾、しかも、18年7月の人民銀行の通知で、過渡期が当初の19年6月から20年末に延期され、過渡期時に諸規定を満たせないケースを当局が想定済みであることも明らかになったことで、旧商品正常化に向けた銀行側の意欲が多少削がれた面もある。

図表1 資産管理商品の規模



(注) 各年末残高。ただし、2019年は3月末時点。銀行は元本保証なしの資産運用商品（理財商品）で2018年までの残高。信託会社は資金信託。基金公司は私募部分（出所）中国証券投資基金年鑑（各年版）、中国証券投資基金業協会・中国信託業協会ウェブサイト、CEIC、各種報道より野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 指導意見等の主な内容は、資産管理商品に対する暗黙の元本収益保証禁止（資産管理業務はオフバランス業務）、予想収益型商品から純資産価値で評価する基準価額型商品への移行、複数の資産管理商品のどんぶり勘定での運用禁止、主に迂回融資に使われる多層化した資産管理商品（商品間の組み込み）に対する制限、非標準化債権類資産への投資条件の厳格化、金融業態別の縦割り規制から金融商品・サービスによる機能別規制への転換、ルックスルー原則によるリスク管理等である。詳しくは、弊誌2018年1、7、12月号、19年1月号参照。
- 2) 図表1の注参照。2017年時点のこれらの商品の投資

- 3) 銀行理財商品（元本収益保証無し）残高22.0兆元のうち一般個人投資家向けは13.8兆元（18年末）。
- 4) 既発行の元本保証理財商品も含まれる（商業銀行理財業務監督管理弁法による）。
- 5) オンバランス扱い。預金準備金、預金保険の保険料を納め、リスク資本や準備金も積む。
- 6) 例えば、非現実的な、あるいは意味のないデリバティブの行使価格を設定し、デリバティブ部分が全体の収益に影響を与えないようにする。

- 7) 運用益のうち、顧客に提示した予想収益を上回る部分が銀行の利益となる商品。現在も発行数では、8割以上を占めるとみられる。
- 8) 最終的な投資先であるプロジェクト等に資金断絶といった影響が出ないようにする措置である。
- 9) 18年11月に当局が転換の手引きを発表。13年の証券投資基金法で、公募・私募発行が明確に区分され、「大集合」は基金会社の公募基金とともに公募商品として統一的に扱われることになっていた。

銀行理財子会社の開業

こうした中、銀行の理財子会社の設立によって正常化が加速することが期待される。

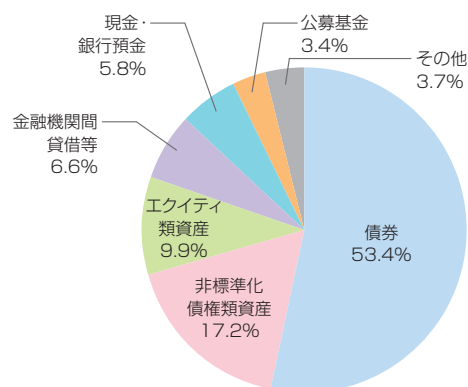
弁法によると、銀行は資産管理業務を行う場合、原則として理財子会社を設立しなければならない。資産運用業務を銀行本体から切離すことで、銀行の信用を背景にした資産管理商品に対する暗黙の保証を防ぐ意図である。

19年8月に中国農業銀行の理財子会社が開業し、中国の5大銀行（建設、工商、交通、中国、農業）の理財子会社が出揃い、基準価額型の理財商品が販売されている。足元でさらに27行が資産管理子会社の設立を発表しており、理財子会社の数が増えるにつれて、基準価額型の理財商品の割合が大きくなることが期待される。

子会社弁法によれば、銀行理財子会社は直接、上場株式に投資でき、最低投資額の規定もない。その公募商品の投資先は、主に債券や上場株式であり、基準価額が発表される。そうなると、既存の基金会社の公募基金（証券投資信託）と基本的に変わらないため、今後、両者間の競争激化が予想される。

運用能力が競争の鍵を握るが、足元では一般的に、公募基金は証券投資、特に株式投資についてリサーチ能力が高く、職員の報酬体系も競争的とされる一方、従来の理財商品の投資先から示唆されるように銀行も債券投資には強みを持っている（図表2）。また、公募基金は、現在、運用益について税制優遇がある点で有利だが、販売チャネルを銀行の窓販にも依存してきたため、銀行が資産管理子会社を作る中、今後は不利になるとの見方もある。

図表2 銀行理財商品の資産配分



(注)2018年。元本保証なしの理財商品
(出所) 銀行業理財登記託管中心資料より野村総合研究所作成

また、足元では、証券会社の資金運用商品のうち投資家が200人を超えるいわゆる「大集合」商品も、当局の指導の下で、公募基金をベンチマークにした商品に作り変えるプロセスに入っている⁹⁾。これには時間がかかると思われるが、将来的には、公募商品において、銀行理財子会社、基金会社、証券会社が競争することになる。

一方で、協力関係も予想される。銀行、特に中小銀行などは、自身の運用能力が不足する場合、理財商品で集めた資金を各種の公募基金に投資することや、基金会社と投資顧問契約を結ぶことなどが考えられる。

このように、中国の資産運用業界は、暗黙の元本収益保証がなくなる中で投資家がリスクとリターンを考慮するようになり、並行して金融機関も運用能力が厳しく問われる時代をようやく迎つつある。

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu
金融イノベーション研究部
上席研究員
専門は中国経済・金融資本市場
focus@nri.co.jp