

変革期を迎える中国の資産運用業界

中国人民銀行等により正式に発表・実施された「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」は、シャドーバンキングのリスクを低減すると同時に、中国の資産運用業務の正常化を促すものである。中国の資産運用業界は大きな変革期を迎えた。

元本収益保証禁止の影響

4月27日、中国人民銀行、銀行保険監督管理委員会（銀保監会）、証券監督管理委員会、外為管理局は連名で「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）を発表した（即日実施）。

中国の資産管理業務は、2010年前後からシャドーバンキングによって、換言すれば規制回避のための「金融革新」によって、リスクを内包しながら急拡大してきた。規制アービトラージのための複雑な資産運用商品やその組み合わせによる迂回融資がなされる中で、レバレッジ率の引上げやドンブリ勘定等によるリスクが生じる一方、本来リスクが高いはずの高リターンの商品が暗黙の元本収益保証を前提に、リスク許容度の低い個人投資家にまで販売されてきた。

31条からなる指導意見は、規制アービトラージを防ぐ

図表1 「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」の主なポイント

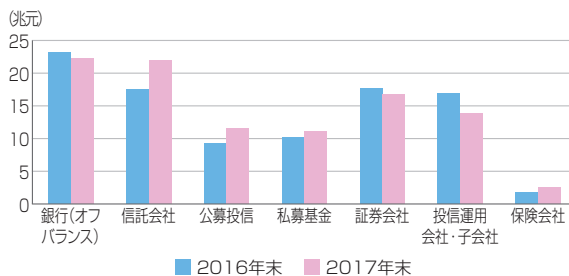
位置づけ	資産管理業務は金融機関のオフバランス業務である。
元本収益保証禁止	金融機関による元本収益保証は禁止、リスクは投資家が負う。それに伴い投資家の適格性管理を実施。
機能別の規制	資金の募集方式と投資先による資産管理商品の分類と、それに基づく統一的規制の適用。同じ機能の商品には同じ規制（投資範囲、レバレッジ、情報開示等）を適用。
非標準化債権資産	非標準化債権類資産（本文参照）への投資条件厳格化。
資金プール禁止	資金プールの禁止（ドンブリ勘定の禁止）。
商品多層化の制限	資産管理商品の資金の他の資産管理商品への投資の制限。公募証券投資基金への投資を除き一層のみ。つまり、資産管理商品は二階建てまで。
仕組み債の制限	公募商品とオープン型私募商品における優先・劣後構造の禁止。
統一的報告制度	資産管理商品の統一的な報告制度の確立。
過渡期	激変緩和のための過渡期の設定（2020年末まで）。既存の資産管理商品が徐々に満期を迎えるのを待つ一方、今後は指導意見の規定に合わない新商品を発売しない。

（出所）中国人民銀行「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」より野村総合研究所作成

ために従来の業態別規制から商品・サービスの機能に基づく規制にシフトし、また、様々な措置を通じて各種の金融リスクやモラルハザードの問題の抜本的な解決を図るものである（図表1）。なお、指導意見の基本的な考え方や大枠は草稿（昨年11月発表）とほぼ同じである¹⁾。ここでは資産運用業への影響を中心にみることにする。

指導意見を受けて、中国の資産運用業は、正常化に向けて変革を迫られている。第一は、資産管理商品（理財商品）の元本収益保証禁止と投資家責任の徹底である。特に20兆元余りに上る銀行の資産管理商品（理財商品）への影響は避けられない（図表2）。今後、各資産管理商品の純資産価値は、公募証券投資ファンド等と同様に原則市場価格に基づいて評価されることになり²⁾、これが元本・収益保証の有無の基準にもなる。これまで、銀行の資産管理商品の運用益のうち、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ったが、今後、収益は投資家に帰属し、銀行は手数料等を得るモデルになる。資産運用商品の資金をプールし、商品間で利益操作を行うことも、商品の分別管理と合わせ、難しく

図表2 資産管理業務の規模



（注1）資産管理業務の一部がシャドーバンキングを形成

（注2）銀行は資産運用商品（理財商品）、信託会社は資金信託、私募基金は中国証券投資基金業協会に登録しているもの、証券会社、投資運用会社・子会社は資産管理プラン。業態間で相互に組み入れられている部分を除くと全体で約60兆元強（2016年、中国人民銀行「中国金融安定報告」）。この他に、インターネット金融や非金融機関の資産運用業務がある

（出所）中国人民銀行「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」等から野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 詳しくは金融ITフォーカス2018年1月号「中国における金融リスク防止策の強化」を参照。
- 2) クローズドで満期まで保有される商品や、金融資産に活発な取引市場がなく市場価格が得難い場合等では、償却原価法が使われる。
- 3) 経済観察報2018年5月14日。
- 4) 但し、非標を利用して資金調達しているインフラ建設等のプロジェクトは期間が長いため、最終的な資金源である個人投資家向けに販売された短期物の資産運用商品（銀行の理財商品等）との間に期間ミスマッチがある。このため、指導意見では、デフォルトリスク等を避ける
- 5) 指導意見第3条。非標を、例えば、銀保監会管轄下の「銀行業信託資産登記流転中心」で取引される資産証券化商品に作り変え、標準化を目指す動きがあったが、同市場は国务院の同意を得た取引所ではない。但し、別途規定が出る可能性もあるため、標準化扱いとなるかは不明である。
- 6) 指導意見第2条。

なろう。足元では純資産管理がなされている銀行の資産管理商品は全体の1割程度しかないと見られている。

なお、デフォルトについては、中国でも徐々に身近なものになってきている。2014年まで例のなかった社債のデフォルトは、今年は既に19件（報道ベース）生じており³⁾、常態化しつつある。また、一部の信託商品でも支払いが遅れるケースが出ている。

今後、個人の投資家にとっては、銀行の資産運用商品が元本割れになる可能性があるため、銀行理財商品がゼロリスク・ハイリターン時代の時代が終わることになる。一方、一般庶民の銀行に対する信頼は厚く、銀行の販売する商品ならば大丈夫との認識は根強い。このため、銀行としては、投資家教育も徹底しなければならない。

チャンネル業務からの脱却

第二に、迂回融資業務を支えていたいわゆる「チャンネル提供業務」と「非標準化債権類資産」の行方である。

まず、資産管理商品の資金の他の資産管理商品への投資は原則、一層のみとなることから、証券・基金（投資信託運用会社）・信託会社の資産管理業務のうち、銀行の迂回融資にチャンネルを提供して手数料を得ていた部分はほぼなくなると見られる。実際、昨年の指導意見草稿の発表等を受けて、証券会社等の資産管理業務は既に数兆円減少している。証券・基金・信託会社とも本来の資産管理業務への回帰を迫られている。

次に、非標準化債権類資産である。非標準化債権類資産とは、例えば不動産プロジェクトに対する収益受益権などであり、資産運用商品に組み込まれる形でシャドーバンキングにおいて重要な役割を果たしてきた。指導意見では標

準化債権類資産を、「等分化・取引可能、十分な情報開示、集中登記・独立委託管理」されていることに加えて「公正価値を定めることができ、流動性があること、銀行間市場・証券取引所など国务院の同意を経て設立された取引市場で取引されること」と定義している。これら標準化債権類資産以外は非標準化債権類資産（「非標」となる。

資産運用商品の非標への投資は、今回の指導意見以前に発表されている諸規定によって既にかなり制限されているが、指導意見によれば、金融機関は激変緩和措置の過渡期が終了する2020年末までに違反行為を解消しなければならない⁴⁾。

解消の方法としては、オンバランスの銀行融資への切り替え（銀行融資で非標を返済する）があるが、そもそもシャドーバンキングは銀行が自己資本比率規制等を避けるために始めたものであることを考えると、これは簡単ではないと見られる。

非標を銀行間市場あるいは証券取引所で取引可能な資産証券化商品に組み替えることも考えられる。指導意見は銀行間市場や証券取引市場における正規の資産証券化商品には適用されないことから、今後これらの商品の利用が増加すると思われる⁵⁾。また、指導意見では、私募投資基金については別途法律で定めるとしているため⁶⁾、私募投資基金が使われる可能性もある。

このように、中国の資産運用業務は、本来あるべき姿に回帰する中で、大きく変化していくことになる。

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu
NRI北京
金融システム研究部長
専門は中国経済・金融資本市場
focus@nri.co.jp