

本格化する中国証券会社のウェルスマネジメントへの転換

宋 良也

■ 要 約 ■

1. 中国の証券会社はブローカレッジからウェルスマネジメント（WM）へのビジネスモデル転換を試みはじめている。その背景には、手数料率引下げ競争の激化がある。
2. 中国株式市場はすでに約 1.4 億人という多くの個人投資家層を抱えている。その 9 割は年収 50 万元以下の一般投資家だが、富裕層投資家も存在感を高めてきている。各種調査によれば、富裕層投資家は証券会社に対面でのサービスを求めている。また、一般・富裕層投資家とも、証券会社からアセットアロケーション（資産配分）に関するサービスを受けたいとしており、相応の報酬を支払っても良いと考えている。
3. 証券会社はそれぞれ異なるスタイルで WM ビジネスへの転換を図りはじめている。例えば、中信証券は、M&A 戦略によって各地域に根付いた営業網を取り込むことで、対面コンサルティングの強化を図っている。中国銀河証券は、営業担当者に対して新しい評価基準を導入した。華泰証券は、自前の株式取引アプリの開発や、米国の TAMP（Turn-key Asset Management Platform）であるアセットマーク社買収を通じ、顧客への情報・アドバイス提供機能を強化している。
4. 一方で、WM への転換を成功させるには、預かり資産連動フィー型の口座に基づく資産管理サービスの推進、多様な金融商品・ポートフォリオを提供できるスキル獲得や、国外資産への運用ニーズを満たせる商品の開発・組成能力が必要である。組織・人事制度の再構築及び報酬体系の改革も必要不可欠となろう。銀行や今後参入が予想される外資系金融機関との競争が激化する中、中国の証券業界が今後どのような変貌を遂げていくのか、注目に値しよう。

I ウェルスマネジメント業務強化を打ち出す主要証券会社

現在、中国の証券会社は、ブローカレッジからウェルスマネジメント（Wealth Management, 以下 WM。中国語で财富管理）へのビジネスモデルの転換を図っている。例えば、2018年12月に、純資産ベースで業界最大手の中信証券（CITIC）は、第6回董事会（取締役会）の第32次会議にて、ブローカレッジ業務の企画担当部署である「ブローカレッジ業務発展管理委員会」を「财富管理委員会」に改名し、併せて組織構成の調整も行うと公表した。従来、同社の财富管理部は、ブローカレッジ業務発展管理委員会の下に置かれていた。

最も多い営業店舗を持つ中国銀河証券も、同じ動きを取っている。2019年1月23日に、中国銀河証券は「2019年度财富管理とAPP4.0発表会」を開催した。同社の羅黎明副総裁は、同発表会において、ブローカレッジ業務の WM への全面転換を表明した。また、羅副総裁によれば、中国銀河証券の WM への転換は、顧客資産の拡大とともに、顧客ニーズを明確にして、アセットアロケーションにおける専門化したサービスを提供することを企図する、と説明している。

さらに、大手だけでなく、中堅証券会社のうち、福建省に本部を置いている興業証券や、河南省に本部を置いている中原証券も、自社のブローカレッジ業務本部の改名や組織構成を調整し始めている（図表1）。

このような動きには、中国証券会社のブローカレッジ業務の競争激化や投資家の変化が見て取れる。本稿では、ブローカレッジ業務の現状及び課題を整理し、WM への転換を図っている代表的な事例について論じたい。

図表1 組織構成を変えた証券会社

期日	会社名	内容
2018年12月10日	中信証券	ブローカレッジ業務発展と管理委員会を财富管理委員会に改名
2019年1月1日	興業証券	ブローカレッジ業務本部を财富管理本部に改名
2019年1月23日	中国銀河証券	ブローカレッジ業務のWMへの転換、新APP4.0の適用
2019年1月31日	中原証券	ブローカレッジ業務モデルチェンジと発展管理委員会など7部門の撤去及び财富管理委員会、ブローカレッジ運営管理など8部門の創設

（出所）各社ホームページより野村資本市場研究所作成

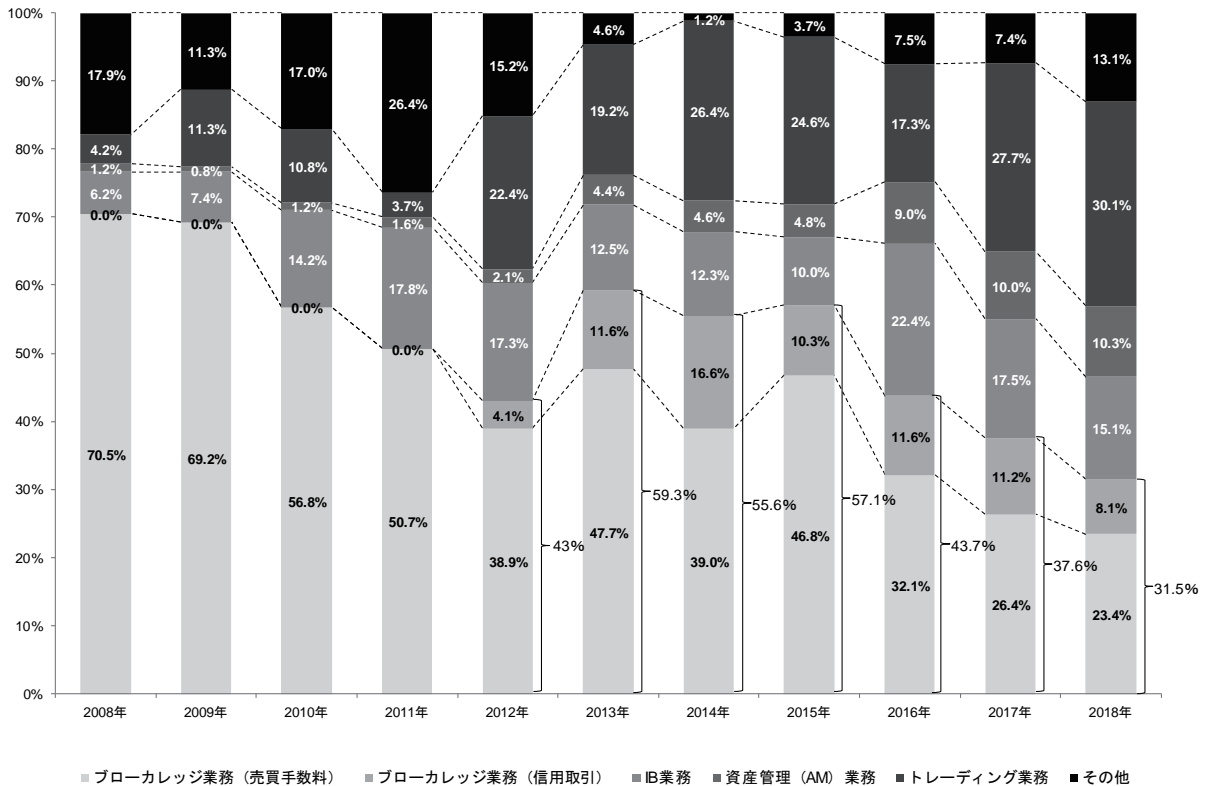
Ⅱ 中国証券会社のブローカレッジ業務を取り巻く課題

1. ブローカレッジ業務の現状

1) 激化する手数料率競争

中国証券会社のブローカレッジ業務収入は、市況の影響を大きく受けている。2015年の株価急騰・急落により、その年の同収入が大きく拡大した後も低迷基調で、証券会社の営業収入に占める割合は、2008年の70.5%から2018年の31.5%へと大きく低下している（図表2）¹。また、平均ブローカレッジ手数料率（対売買高）も、2009年の0.1%台から、2017年では0.0378%に低下しており、競争が激化してきていることがわかる（図表3）。

図表2 中国証券会社の各業務収入の割合

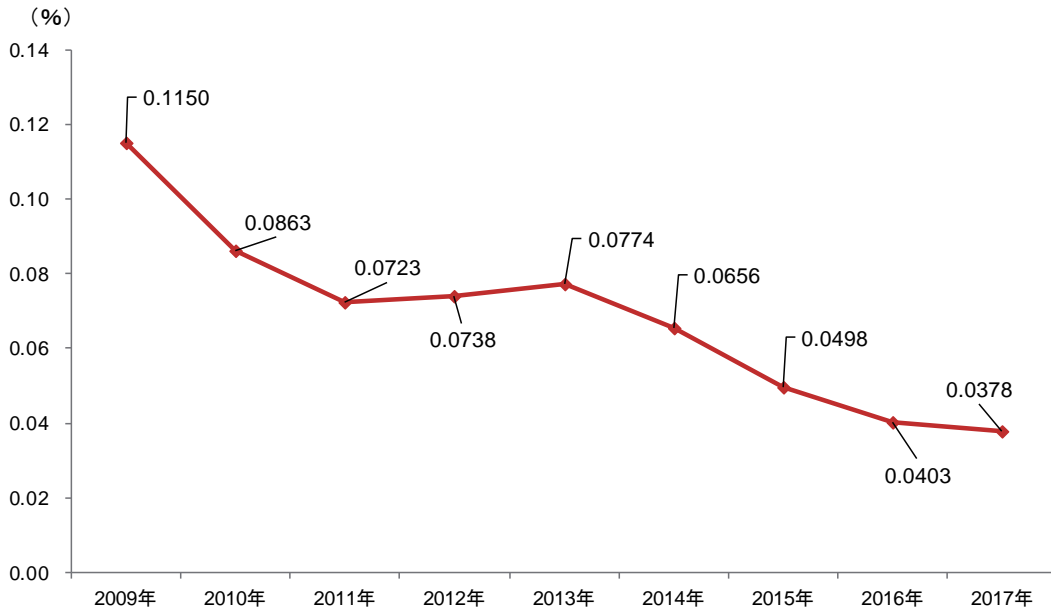


（注） 1. 中国における信用取引業務は2010年から始まったが、同業務の収益統計は、2012年から初めて公表。IB業務には、引受業務、財務コンサルティング（M&A）業務、投資コンサルティング業務を含む。
2. その他の収入は、子会社の商品先物取引、オルタナティブ投資などの収入を含む。

（出所）中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

¹ ブローカレッジ業務全体には、売買手数料の収入と、信用取引の金利収入が含まれている。手数料収入のみでは、さらに低い水準の23.4%まで低下している。

図表3 中国証券会社の平均手数料率（各年平均、対売買高）



(注) 平均手数料率は、証券会社売買手数料収入の合計を、上海・深圳証券取引所の年間売買高で割ったもの。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

2) サービス向上を求める投資家

(1) 規模が拡大し続ける中国の富裕層と個人投資家

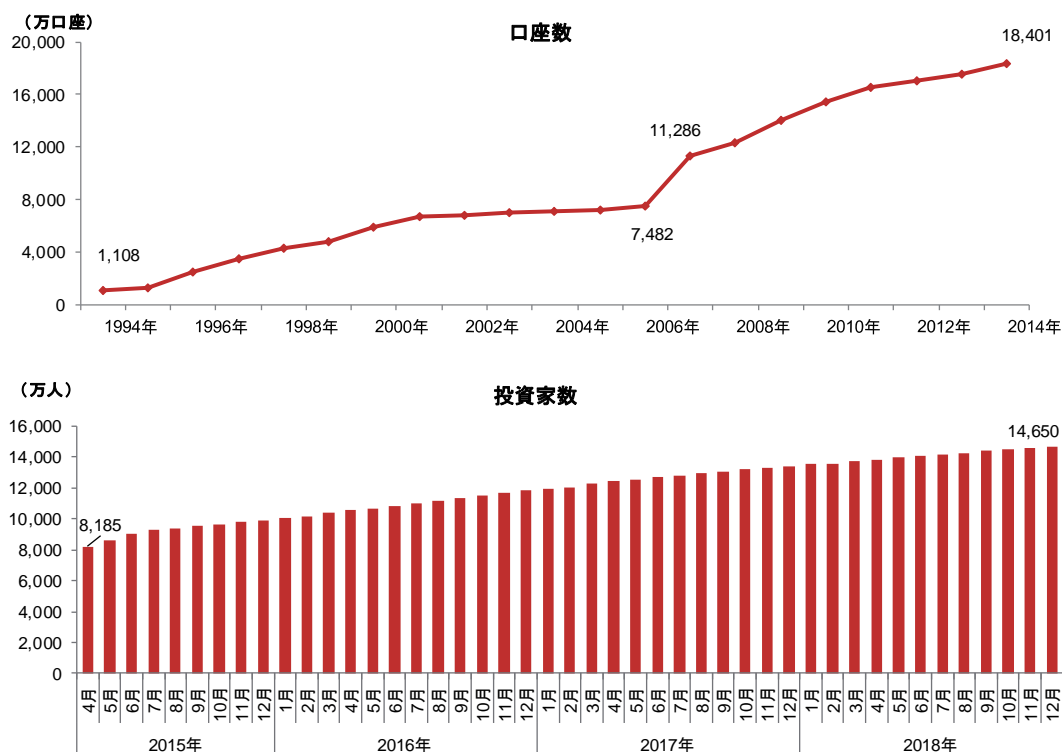
中国経済が高成長を遂げるなかで、富裕層の数・資産規模も拡大し続けてきた。ベイン・アンド・カンパニーと招商銀行が発表した「2017年中国私人財富報告」によれば、個人が投資可能な資産の全体規模は2016年時点で165兆元、2017年末には188兆元に到達したと推計され、1千万元以上の投資可能資産を所持する富裕層投資家は2016年に158万人、2017年末には187万人に到達したとされる²。地域別にみると、上記富裕層投資家を10万人以上持つ省・都市は、広東省、上海市、北京市、江蘇省、浙江省である。

中国証券市場において、個人投資家の存在感は、伝統的に高い。2007年のような株価急騰の時に個人投資家数が急増したが、現在でも個人投資家の取引高は市場全体の8割を占め、個人の存在感の高さが海外の証券市場と比べて顕著である。また、2015年までは、個人投資家が一つの証券会社でしか証券口座を作れなかったものの、2015年の規制緩和により、異なる証券会社で合計20まで証券口座を作ることが許可された（2016年には上限3口座まで削減）³。こうした制度改革の影響もあり、個人投資家の数は2018年末には約1.4億人までに拡大し、中国の全人口の10%を占めている（図表4）。

² ベイン・アンド・カンパニーと招商銀行「2017年中国私人財富報告」
 (<http://images.cmbchina.com/cmbcms/201706/59d61c7c-8119-4444-92d5-af4ab6d5341f.pdf>)

³ 「中国証券登記決済有限責任公司証券口座業務指針」
 (http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor_file/20181031175533482.pdf)

図表4 中国の証券口座数及び投資家数の推移



(注) 2014年までは、上海・深圳証券取引所で開設された全ての証券口座の年間統計が公表されたが、2015年4月からは、証券口座の規制緩和により、口座数の統計はなくなり、代わりに投資家数の月間統計が公表された。

(出所) 中国証券登記結算有限責任公司より野村資本市場研究所作成

(2) ニーズが異なる証券会社の大衆投資家と富裕層顧客

中国証券業界は、前述のように多くの個人投資家層を抱えているものの、小口投資家が非常に多いことが収益構造上の悩みになってきている。中国証券登記決済有限公司の2017年末時点のデータによれば、証券口座の資産残高が10万元以下の個人投資家の割合は全体の76.73%と圧倒的に高く、一方で資産残高が100万元以上の富裕層投資家の割合は2%に過ぎない⁴。

各種調査によれば、一般投資家と富裕層には、明確なニーズの違いが伺える。コンサルティング会社のマッキンゼー・アンド・カンパニーが2017年に行った中国証券会社リテール顧客向けの調査では、2017年第3四半期時点で、中国証券会社(44社)に口座を有する約2,000名の個人投資家を対象に、その投資行動や選好、サービスに対するニーズを調べた。投資家は資産残高別にセグメントし、300万元以上保有している顧客を「富裕層」、30万元以下の顧客を「大衆投資家」と分けた⁵。調査の結果

⁴ 富裕層の定義は様々あるが、招商銀行のレポートでは1,000万元の投資可能な資産を持つ個人、中国銀行業監督管理委員会が2011年に公布した「商業銀行理財商品販売管理弁法」では、「1つの理財商品の買付額が100万元の個人、プライベートバンキング顧客の金融純資産が600万元以上の個人顧客」などと定めている。

⁵ マッキンゼーの調査では、30~100万元と100~300万元のセグメント(マスアフルメント層に相当)があったが、本文では議論していない。

図表 5 証券会社の大衆投資家と富裕層投資家の違い

	大衆投資家	富裕層投資家
個人金融資産	30万元以下	300万元以上
金融資産のポートフォリオ	現預金、MMF、債券型公募ファンドなどが多い	エクイティ、オルタナティブ、投資型不動産類の割合が多く、バランスが取れている
金融機関の選好	銀行がメイン	証券会社、基金管理会社が多い
情報提供の選好	無料の市場情報や金融商品の一式プラットフォーム	証券会社特有のハイリターンな金融商品の情報
証券会社との接触	基本的にオンライン	オンライン・オフライン両方あるが、電話・訪問の割合が大衆投資家より圧倒的に多い
投資アドバイザーからの接触方式の選好	WeChat公式アカウントからのプッシュ通知	投資アドバイザーからの電話・訪問
ロボアドバイザー	受け入れ度が高い	対面でのコンサルティングが望ましいため、受け入れ度が低い

(出所) マッキンゼー「2017年中国券商零售客戸調研報告」より野村資本市場研究所作成

では、富裕層投資家はポートフォリオのバランスが取れており、リターンの高い証券会社独自の金融商品に興味を示している。また、オンライン・オフラインともに証券会社との接触頻度が高く、電話・訪問など投資アドバイザーとの直接コミュニケーションを好ましいと考える傾向がある。一方、大衆投資家は、ローリスクの商品に投資しがちで、無料でとれるようなマーケット情報やオンラインでの一般的なサービスが好ましいと考えている。特に中国では、SNS サービスプラットフォームである WeChat などの利便性の高いアプリから、なるべく多くの情報を取得したいという傾向がある（図表 5）。

他方で、個人投資家が共通に有しているニーズといえば、証券会社によるアセットアロケーションの能力であり、そのためには、多少コストをかけても問題ないという結果もある。特に 30 代以下の若者は、証券会社の投資アドバイザーからのポートフォリオ組成、個別株式推奨などのサービスを有料で取得しても構わないと考えている。また、報酬の形態は、大衆投資家・富裕層投資家ともに、投資収益に比例する報酬にしたいという結果があった。

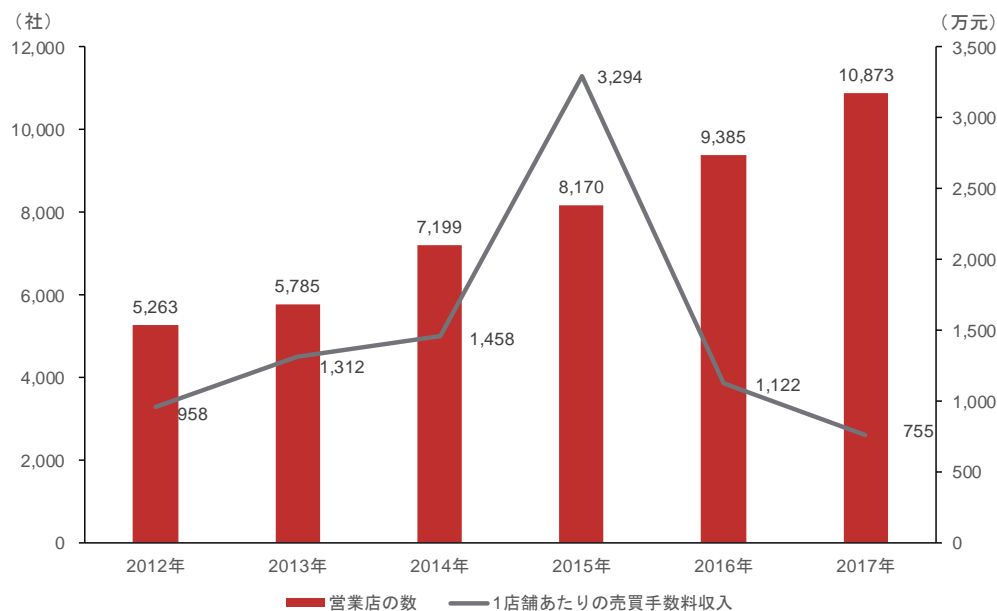
2. WMへの転換の必要性

1) 銀行をはじめとするその他金融機関との競争

中国における証券会社の競争環境を見ると、同業他社との競争よりも、銀行など業態の異なる金融機関との競争が徐々に激化している。特に富裕層の顧客に関して、前述の招商銀行のレポートによれば、2017年時点で、富裕層投資家が最も使っている投資機関は、商業銀行のプライベートバンキング部門で、その割合は 40%超となっている。それに対し、「自分・家族の独自の判断に基づく投資行為」は 30%未満に過ぎず、その中での証券会社の利用は更に低いことが想定される。また、富裕層投資家のポートフォリオの中で、銀行理財商品の割合は 30%台に達し、株式の倍以上となっている。

近年、証券会社は規模拡大を目指し、営業店の展開を積極的に行ってきた。2012

図表 6 中国証券会社の営業店数と1店舗あたりの手数料収入の推移



(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

年から 2017 年の 5 年間で、その数は 5,263 か所から 10,873 か所へと倍増した。一方で、1 店舗あたりの手数料収入は、2015 年以降低下し、店舗の新規展開による限界収益率が下がってきている（図表 6）。それでも、証券会社の店舗数は、約 22 万箇所の営業店を持つ銀行の 5%に過ぎない。他方、営業店は少ない（もしくは持たない）が、オンラインでのサービス提供を重視し、私募ファンド、私募ファンド・オブ・ファンズ（FOF）、不動産関連信託商品など、証券会社と比べてより多様な金融商品が提供できる第三方理財会社は、証券会社との競争が激化してきている。

2) 銀行理財商品への規制強化から得た証券会社のチャンス

従来の銀行理財商品の人気は、主に定期預金より高い利回りと、暗黙の元利保証に牽引されてきた。しかし、資産管理商品に対する規制強化により、暗黙の元利保証が禁じられ、銀行理財商品も公募ファンドのように純資産ベースでの基準価格を開示することとなった。この改革は、本来アクティブ運用が強みである証券会社に追い風となっており、一部の富裕層投資家も、銀行理財商品を主に扱う商業銀行の PB 部門から、証券会社の WM へシフトすることが予想されている。一方で、これらの富裕層投資家に対し、従来のブローカレッジ業務を提供するだけではニーズが満たされない恐れが高く、証券会社としては、投資家に頻繁に売買させることで売買手数料を取得するよりも、パフォーマンスの良いポートフォリオの組成や多様な金融商品を提供することが合理的と考える可能性が高まっている。

III WM への転換を果たした代表的な事例

1. M&A を通じた営業店舗の拡大を図る中信証券

1) 中国における証券会社営業店の拡大の必要性

前述の通り、中国富裕層顧客は、地域に根付いた営業店舗における対面でのコンサルティング営業をなお必要とされていると見られる。大手証券会社は、投資家のニーズに応えるため、北京市、上海市、広州市などの大都市だけでなく、広東省、浙江省、江蘇省などの富裕地域において、営業店舗を展開する必要がある。

2) M&A を通じて富裕地域に業務展開を図ってきた中信証券

中国国内における営業店の展開は、当局による認可が必要とされており、短期間での大規模な拡大は、コスト面、規制面での制約が大きいことから、M&A を通じて市場シェアの拡大を図ることが、選択肢として検討されてきた。最も典型的なのは、中信証券の事例である。

中信証券は、中国における初めての政府系大手コングロマリットである。CITIC グループ傘下の証券会社であり、グループ内の証券子会社もしくは証券部門を統合して誕生した。純資産、営業収益などの業務指標からみて、名実ともに中国最大手の証券会社であり、特に機関投資家向けの業務力が高いとされてきた（図表 7）。IB 関連業務においても、同社は機関投資家向けのリソースを最大限に利用し、特に大型国有企業の混合所有制改革に関与してきたことなどから、IB 業務収入も業界 1 位を長年占めている。一方で、リテール業務に関しては、設立当初は小規模であったが、度重なる M&A を通じて、各富裕地域における販売ネットワークを強化してきた。特に人口が多かった省では、地場証券を対象とした積極的な M&A 戦略を実施した。

例えば、2002 年には、山東省の地場証券の万通証券、浙江省の地場証券の金通証券を買収し、両省における業務展開を実現した。2004 年には、広東省の最大手である広発証券を買収しようとし、失敗に終わったものの中国最大の富裕層市場である広東省での業務展開を図っていたことが表面化した。直近では、広発証券より規模は小さいものの地域に根付いた広州証券を買収し（2018 年）、広東省での展開を実現しつつある（図表 8）。

図表 7 中信証券の各業務指標のランキング

	純資産		営業収益		純利益		株式&ETF代理売買金額		信用取引残高		金融商品の代理販売収入		IB業務収入	
	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(兆元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位
2015年	1,162	1位	341	1位	151	1位	22.9	7位	738	1位	13.1	1位	37.8	1位
2016年	1,232	1位	380	1位	80	2位	16.0	2位	624	1位	7.0	1位	49.4	1位
2017年	1,279	1位	433	1位	91	1位	13.6	3位	705	1位	7.4	1位	39.9	1位

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 8 中信証券が行った M&A の事例

成功例					
	買収先	現在名	営業店数	買収先 従業員数	中信証券本社 従業員数 (同時点)
2004年	万通証券	中信証券(山東)	25	389	1,003
2005年	華夏証券	中信建投証券	116	2,033	1,029
2006年	金通証券	中信証券(浙江)	37	373	1,150
2018年	広州証券	未定	135	2,850	9,245

失敗例		
	買収先	失敗要因
2005年	広発証券	敵対的買収のため、広発証券の反発が強すぎたため。
2008年	ベア・スターンズ	リーマンショックにより、ベア・スターンズはFRBとJPモルガンの資本を受け入れたため。

(注) 中信証券は、中信建投証券の筆頭株主であったが、持株規制などにより保有株を売却したため、その後、両社は独立された経営をしている。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

2. ブローカーと投資アドバイザーの報酬体系を見直す中国銀行証券

1) 中国証券会社の営業担当者の職種及び報酬体系

中国証券会社の営業（フロント）担当者は、顧客の新規開拓・勧誘のみを行う「ブローカー」、顧客の新規開拓・勧誘と既存顧客の対応を行う「顧客マネージャー」、顧客に幅広く投資アドバイスを提供できる「投資アドバイザー（投資顧問）」⁶、の3種類に分けられる（図表9）。そのうち、ブローカーは非正社員で、顧客マネージャーと投資アドバイザーは正社員である。業務の流れとしては、ブローカーや顧客マネージャーが新規顧客開拓を行い、顧客向けに証券会社の金融商品の宣伝物や関連情報を提供する。商品の選択、ポートフォリオの組成、資産管理プランの提案などの具体的な投資アドバイスは、投資顧問業務資格を持つ投資アドバイザーのみ提供可能である。また、中国証券会社では、ブローカーは自分が紹介する顧客から得るブローカレッジ収入（主に売買手数料）に比例した歩合給のみ、顧客マネージャーは基本給+歩合給、投資顧問は基本給+賞与（営業店全体収益にリンク）という給与体系が主流である。

前述の営業職の報酬体系は、特に歩合給部分では、顧客の株式取引高や金融商品の買付金額に依存するモデルとなる。これでは、必要以上に顧客に頻繁に取引をさせ、本来は長期運用向けの公募ファンドなどの商品を短期売買することなどにつながる恐れがある。手数料競争が激化するにつれて、証券会社の長期的な成長につながる評価基準の策定が課題となってきた。

⁶ 中国の「投資アドバイザー（投資顧問）」は、日米欧で一般的に規定する受託者責任を負う立場である投資顧問ではない。顧客にアセットアロケーションの提案・助言までは可能であるが、資産運用の一任契約の受託は不可である。

図表 9 中国証券会社のリテール業務における営業職の制度設計

名称	ブローカー	顧客マネージャー	投資アドバイザー
中国語名	「証券經紀人」	「一般証券業務」、「証券經紀營銷」	「証券投資顧問」
法的根拠 (共通)	証監会:証券業従業人員資格管理弁法(2002年12月16日公布、2003年2月1日施行) 中国証券業協会:証券業従業人員資格管理実施細則(試行)(2003年1月26日公布、同年7月1日施行) 中国証券業協会:証券業従業人員資格試験弁法(試行)(2003年7月24日公布、即日施行)		
法的根拠 (個別)	証監会:証券經紀人管理暫行規定(2009年3月13日公布、同年4月13日施行)	-	証監会:証券投資顧問業務暫行規定(2010年10月12日公布、2011年1月1日施行)
法令上の業務内容	① 証券会社・市場の基本状況の紹介 ② 証券投資の基本知識、口座開設・取引・入出金等の業務プロセスの紹介 ③ 証券取引の関連法律・規定等の紹介 ④ 証券会社のレポートや投資関連情報等の提供 ⑤ 証券会社の金融商品宣伝物及び関連情報の提供 ⑥ 法律・行政規定や証監会が認めるその他の業務	左記のブローカーの業務に加え、証券投資顧問業務及び証券信用格付業務を除くその他の証券業務	顧客からの委託を受け、証券及び証券関連商品の投資助言サービスを提供。 投資助言サービスの内容 ① 投資商品の選択 ② ポートフォリオの選択 ③ 顧客の資産管理プランへの提案。
資格取得要件 (共通)	①高卒以上、②18歳以上、③完全なる民事行為能力を保有、④金融機関に勤務、⑤直近3年間に刑事処罰を受けていない、⑥証監会から市場参入での処罰を受けていない等。		
資格取得要件 (個別)	-	-	①大卒以上 ②2年間の業務経験 ③中国籍(外国籍は不可)
試験科目(一般)	「証券市場基本法律法規」、「金融市場基礎知識」		
試験科目(個別)	-	-	「証券投資顧問業務」
資格取得者数 (2018年1月1日時点)	約9万人	約21万人(うち「一般証券業務」が約20.7万人、「証券經紀營銷」が1,491人)	約4.2万人
契約形態	非正社員(証券会社と委託契約を締結)	正社員	正社員
(参考)給与体系	歩合給のみ	基本給+歩合給	基本給+賞与(所属営業店全体の収益にリンク)

(出所) 中国証券監督管理委員会、中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

2) 組織構成、報酬体系及び評価基準の見直しを図る中国銀河証券

中国銀河証券は、こうした環境変化を踏まえ、リテール業務の営業職における報酬体系を見直そうとしている。同証券は 2000 年に、国有銀行と大手保険会社傘下の信託会社の証券部門の合併によって設立されたこともあり、ブローカレッジ業務で業界トップレベルに位置していた。これまでの同社のリテール業務は、中国全土で幅広く営業店舗を設置すること(2018年時点で業界1位の493店舗)で、地域に根付いた対面でのコンサルティング営業により顧客開拓をしてきた(口座数は業界トップレベルの1,038万口座)。しっかりした顧客基盤と営業店のネットワークにより、銀河証券の株式売買手数料純収入は同業界2位(市場シェア5.12%)、金融商品(公募ファンドなど)の代理販売の手数料収入は同業界2位(市場シェア14.31%)となっている(図表10)。また、銀河証券は自社の10,436名の従業員のうち、非正社員のブローカーを1,169名しか持っていない。その代わりに、ハイレベルの投資アドバイザー数は2,044名と、業界では2位を占めている(1位は広発証券の2,559名)。こうし

図表 10 銀河証券の各業務指標のランキング

	純資産		営業収益		純利益		株式&ETF代理売買金額		信用取引残高		金融商品の代理販売収入		IB業務収入	
	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(兆元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位
2015年	563	6位	249	6位	96	8位	27.5	3位	681	4位	4.0	2位	7.2	25位
2016年	570	7位	132	8位	47	10位	13.6	4位	528	6位	2.6	3位	9.8	23位
2017年	634	7位	113	9位	36	10位	11.1	5位	569	5位	2.4	2位	5.3	28位

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

た従業員の配置は、銀河証券の WM への本格的な転換意欲を示している。

前述の通り、ブローカレッジ管理本部・顧客部担当の王馥総経理によれば、同社は既に新しい報酬体系を制定中であり、早ければ 2019 年 3 月末に実施される予定である⁷。具体的なモデルは、各セグメント別の顧客に対し、異なる評価基準を設けることであり、例えば、マスリテールの顧客（預かり資産が 10 万円もしくは 5 万円以下）に対応する顧客マネージャーの主な評価基準は「新規顧客のオンライン化」、顧客の株式取引アプリダウンロード数などとなる。一方、株式取引に向いていないが、資産の値上がりを期待するミドルエンド（預かり資産が 10～300 万円）顧客に対応する顧客マネージャーには、金融商品の買付金額と収益の増加率を評価基準とする。さらに、ハイエンドの顧客（預かり資産が 300 万元以上）に対しては、専属の投資アドバイザーをつけて、評価基準では金融商品の買付金額、株式の取引高などの従来の評価基準のウェートを 4 割、顧客のポートフォリオの組成能力や運用成績を 4 割以上、その他資産導入額、顧客との通話回数などの指標を含めるものとした。こうした評価基準には、営業担当者が手数料収入本位ではなく、顧客本位に行動させるという目的がある。

また、今回の組織構成の見直しに関して、銀河証券の羅黎明副総裁はインタビューの中で、ブローカレッジ部門を WM 部門と改名し、新たにプライベートバンキング、アカウントマネジメント、アセットアロケーションなどのチームを設置する予定としている。場合によっては、これらのチームを WM 部門の直属部署に昇格することも想定しているという。更に、WM 部門とは別にカスタマーセンターも設置し、WM 部門から生まれる顧客ニーズを満たすため、社内各部門をコーディネートする役割を担う予定である。また、業界筋からは、同社の資産管理子会社も WM 部門の管理下に置かれる可能性もあると指摘している⁸。

3. FinTech の活用と投資アドバイザーによる対面コンサルティングの強化を両立する華泰証券

1) オンラインの手数料引下げから始まった華泰証券の顧客開拓戦略

華泰証券の前身は、1991 年に設立された江蘇省証券公司である。2007 年に株式制改革を実現し、2010 年に上海証券取引所で上場し、2015 年で香港証券取引所でも上場した。元々は江蘇省の地場証券であったものの、2013 年時点で、華泰証券は業界で初めて、平均水準より低い 0.03% の手数料率をネット側で展開し、オンライン戦略に舵を切った（2017 年には料率を 1 万分の 2 にさらに引き下げた）。その結果、華泰証券の営業部は、中国証券業界全体で株式の取引高上位である 100 支店のうち、17 支店を占めている。株式と ETF の取引高では、同社が長年業界トップを占めており、純資産ベースでは中信証券など大手に劣るものの、ブローカレッジ業務での強さを示

⁷ <http://stock.jrj.com.cn/2018/12/03205925442137.shtml>

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/SuWtrNmzuTmx4utvojMFIQ>

図表 11 華泰証券の各業務指標のランキング

	純資産		営業収益		純利益		株式&ETF代理売買金額		信用取引残高		金融商品の代理販売収入		IB業務収入	
	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(兆元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位	金額(億元)	順位
2015年	744	4位	216	9位	91	9位	45.2	1位	674	5位	3.5	5位	14.8	10位
2016年	828	4位	169	5位	63	4位	24.5	1位	565	3位	2.1	4位	20.3	9位
2017年	851	4位	211	5位	83	3位	19.0	1位	594	3位	1.4	6位	19.5	7位

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

してきた(図表 11)。特に同社のオンラインのアプリ(漲楽財富通)の月間アクティブユーザー数は、証券会社アプリの中では1位である(2018年易観千帆のデータ)。また、華泰証券は収益性の高さでも知られ、2017年のROE(株主資本利益率)10.56%は業界首位となっている。

2) 顧客セグメントと投資アドバイザーの拡大

華泰証券では、顧客のセグメンテーション(①預かり資産30万元以下、②30~1,000万元、③1,000万元以上)を通じて、①にはオンラインの標準化したブローカレッジサービス、②には金融商品の代理販売を中心に提供、③にはカスタマイズしたサービス及び本社各部門と連携した多角化したサービスを提供する。このセグメント化に対応して、投資顧問の数を拡大し、2017年末時点では1,700人となった。全従業員数の25.4%を占めており、業界全体の10%台より遥かに高い。さらに、オンラインでのサービス提供に対し、多額の研究開発費(ITシステム向け)を投入しており、研究開発費は証券会社の中で4位となっている。

3) 投資アドバイザー向けのFinTechサービスの適用

更なるWM業務への転換を果たすべく、2016年に華泰証券はアメリカのTAMP(Turn-key Asset Management Platform)であるアセットマーク(AssetMark)を買収した。TAMPとは、米国の独立系アドバイザー(IFA)の依頼を受け、それらの顧客資産を一式管理するプラットフォームである(主要TAMPは図表12)。IFAによる顧客のポートフォリオの組成・管理は、異なる商品を複数の預かり資産連動フィー口座(Fee-Account)で行う必要がある。IFAにとって、自社で顧客の複数口座を設置することのコストが非常に大きいため、これらをアセットマークのようなTAMPに外注することはコスト削減と同時に、IFAの貴重な時間を顧客とのコミュニケーションにより多く割り当てられ、効率を高めることが可能となる⁹。

華泰証券によるアセットマークの買収は、主に以下の三つの目的があろう。まず、アセットマークのプラットフォーム運営における技術は、華泰証券のWM部門のミドルバック機能の改善に役立つと考えられる。具体的には、各金融商品に関する情報収集、ポートフォリオの組成アドバイス、資産運用実績などの定期的なレポート送付、

⁹ 2018年6月末時点で、アセットマークの預かり資産は470億米ドル。また、7,500名以上のIFAにサービスを提供している。

図表 12 米国の TAMP 預かり資産ランキング（上位 3 社）

会社名	預かり資産残高(億米ドル)
Envestnet, Inc.	5,090
SEI Investments Co.	671
Assetmark Investment Services, Inc.	470

（出所）Wealth Advisor 社「America's best TAMPS 2019」より野村資本市場研究所作成

顧客の資産分析などの機能を一括して担うことで、投資アドバイザーの負担を軽減すると同時に、富裕層投資家一人一人にカスタマイズしたサービスの提供を可能にする。次に、アセットマークのプラットフォームが提供している預かり資産連動フィー型口座（SMA（Separately Managed Account）やファンドラップなど）向けのサービスを導入することで、華泰証券の WM への転換に役立つことが可能となろう。実際に、華泰証券の 2018 年の年間報告書でも、「アセットマークの運営とサービス体系を参考に、投資アドバイザーの育成・構築に注力し、理財サービスプラットフォームのアップデートを実践した。」と表明している。最後に、華泰証券の富裕層顧客は中国国外資産に対する運用ニーズも持っており、アセットマークの技術の活用は、海外へのアセットアロケーションを実現し、同社の預かり資産拡大にさらに貢献する可能性も考えられよう。

IV 結びにかえて

中国における証券会社は、自社の状況に合わせ、それぞれ違う角度から、WM への転換を図っているが、各社に共通している重要な要素は以下の 2 点であろう。

第一に、①預かり資産連動フィー型の口座に基づく資産管理サービスと、②多様な金融商品を提供できる環境の整備であり、すなわちポートフォリオの組成・提案能力の強化である。従来、ブローカレッジを重視してきた証券会社にとっては、銀行、第三方理財などの他業態の脅威が高まってきている中、投資アドバイザーへの教育・育成を通じて、顧客に SMA やファンドラップの付加価値を理解してもらい、運用提案の質と運用パフォーマンスの向上を目指すことが重要になってくる。

第二に、中国の富裕層投資家の国外資産への運用ニーズを満たすために、適切な金融商品を見つけ出し、ないしは自社で開発することも重要となろう。ただし、そのためには中国資本市場の更なる対外開放が必要であり、今後の規制緩和・改革の行方が鍵を握ることとなる。証券会社としては、今後の政策の変化に機敏な対応を要することとなる。

さらに WM への転換を実現するためには、組織・人事制度の再構築及び報酬体系の改革も必要不可欠となろう。今後は、外資系証券会社の参入により、中国証券業界における競争は一層激化することが予想され、内外資問わず、WM への転換を実現できた証券会社だけが生き残れるということになるのかも知れない。今後、中国の証券業界がどのように変貌を遂げていくのか、注目に値しよう。