

## 中国における投資一任サービスの現状と発展の可能性

宋 良也

### ■ 要 約 ■

1. 欧米・日本などの先進国で普及している投資一任（投資顧問）サービスへのニーズは、富裕層の規模が拡大する中国においても高まってきている。ウェルスマネジメントへの転換が迫られる証券会社にとって、新たな事業機会としての投資一任サービス導入の必要性が大きい。
2. 一方で、中国には投資一任関連の法制度の未整備や、海外資本規制による運用対象資産の分散の制約などの問題が存在する。従来、証券会社と基金管理会社は各自の資産管理プランで投資一任の類似の金融商品を提供してきたが、いずれも銀行理財商品の受け皿となってしまう、投資家のリスク許容度に合わせたポートフォリオの変更ができないことから、本格的な投資一任サービスとは言い難い。
3. 投資一任サービスに係る規制改革の試みは、2019年10月の公募ファンドを対象とした投資顧問業務テストから本格的に始まった。同テストに参加する金融機関は、顧客のリスク許容度に合わせたポートフォリオ戦略に基づき、顧客の代わりに公募ファンドの売買・スイッチングなどの取引行為を実行することが可能である。
4. 公募ファンドを対象とした投資一任サービスのテストには、今後エクイティ運用が強みである証券会社の参加も考えられよう。また、ネット大手が自社の金融プラットフォームを通じて、ロボアドバイザーによる公募ファンド投資一任サービスを一般投資家向けに提供する可能性が高い。規制強化された銀行理財商品からの資金流出が見込まれる中、中国における投資一任サービスがどのように展開していくのかが注目される。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太、和田敬二郎「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号。
- ・岡田功太、和田敬二郎「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号（ウェブサイト版）。
- ・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。
- ・宋良也「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」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号。

## I はじめに

投資一任（投資顧問）サービスとは、証券会社などの金融機関が顧客と一任契約を結び、SMA（Separately Managed Account）などのラップアカウントを通じて、資産運用を行うサービスである。同サービスは既に欧米・日本などの先進国で普及してきており、資産規模が年々増大すると同時に、証券会社をはじめとするリテール金融機関の主力サービスとなってきた。一方、中国の証券会社においても、近年ではブローカレッジからウェルスマネジメントへのシフトが趨勢となり、銀行やその他の金融機関も、プライベートバンキング（PB）業務に注力し始めていることから、投資一任サービスの必要性は、今後高まることとなろう。ただし、中国では法規制の違いから、欧米・日本のような本格的な投資一任サービスではなく、類似の金融商品・サービスのみ提供されている。本稿では、中国の富裕層投資家の現状と投資一任サービスの必要性について見た上で、投資一任類似サービス・商品の現状及び課題と、今後の可能性について論じたい。

## II 中国における富裕層投資家の現状と投資一任サービスの必要性

### 1. 規模が拡大し続ける中国の富裕層

中国経済が高成長を遂げるなかで、富裕層の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「2019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2018年末時点で190兆元、2019年末には200兆元に到達したと推計される。また、5,000万元以上の投資可能資産を持つ超富裕層投資家は2018年末時点で32万人、1,000万元以上の富裕層投資家は2018年末に197万人、2019年末には220万人に到達するとされる。富裕層投資家の1人あたりの投資可能資産は3,080万元である。地域別にみると、富裕層投資家が10万人以上居住する省・都市は、広東省、上海市、北京市、江蘇省、浙江省、山東省である<sup>1</sup>。

### 2. ウェルスマネジメントにおける投資一任サービスの必要性

#### 1) 富裕層投資家のアセットアロケーションニーズ

一方、ボストン・コンサルティング・グループと中国建設銀行の調査によれば、富裕層投資家の金融機関に対するニーズとして、2012年の段階ではPB部門の人員の質と顧客マネージャーとの関係を最も重視していたが、2018年の調査では、金融機関のブランド及びアセットアロケーションの能力を最も重視するようになっている<sup>2</sup>。

また、豊富な金融商品及び収益率が第3位であり、顧客が求めるものは、人の要素か

<sup>1</sup> ベイン・アンド・カンパニー&招商銀行「2019年中国私人財富報告」を参照。

<sup>2</sup> ボストン・コンサルティング・グループ&中国建設銀行「中国プライベートバンキング2019」を参照。

図表 1 中国の個人の投資可能な金融資産の構成

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
預金	62%	57%	52%	50%	48%	49%
銀行理財	9%	10%	13%	14%	15%	16%
株式	7%	8%	10%	8%	7%	5%
信託プラン	4%	5%	6%	8%	10%	8%
公募ファンドと証券会社の資産管理プラン	4%	5%	5%	5%	6%	6%
その他	14%	15%	14%	15%	14%	16%

(出所) ポストン・コンサルティング・グループ&中国建設銀行「中国プライベートバンキング 2019」より  
野村資本市場研究所作成

ら、金融機関の専門性へとシフトしていることがわかる。また、個人の投資可能な金融資産の構成をみると、2013年では62%を占めていた現預金の割合は、2018年では49%まで低下してきている（図表1）。代わって、銀行理財商品や信託商品、公募ファンド、証券会社の資産管理プランなどの割合が増えてきており、分散投資への関心が高まり始めている。また、同調査によれば、中国の富裕層投資家の資産配分においては、不動産や未上場エクイティから金融資産へのシフトが進んでいくことが想定される。他方で、投資家はアセットアロケーションのサービスに多少コストをかけても問題ないという指摘もある。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。さらに、アドバイザーへの報酬の形態は、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。

このような顧客のニーズを踏まえれば、預かり資産に比例するフィーの徴収体系を持ち、各種金融商品の配分を担当者と常に相談して決められる投資一任サービスの仕組みは、中国の富裕層投資家にとって、有意義なツールの一つとなろう。

## 2) 銀行理財商品への規制強化から生まれる事業機会

銀行理財商品は、富裕層投資家のみならず、マスアフルエント層投資家や大衆投資家などからも人気を博してきた。その理由は、銀行により暗黙的に保障されてきた預金よりも高い金利水準と、運用を銀行に「任せられる」という利便性にある。図表1からもわかるように、個人の投資可能金融資産における理財商品の割合は徐々に高まってきている。

一方で、2016年から資産管理商品に対する規制強化が行われ、暗黙の元利保証が禁じられたほか、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。投資家にとって最も魅力的であった元利保証がなくなったことで、前述のアセットアロケーションのニーズの高まりにもつながり、今後銀行以外の金融機関が開発する商品にチャンスが訪れることとなろう。特に、投資一任サービスは、運用を「任せられる」点では、理財商品と似た側面があり、また、運用方針と具体的なポートフォリオ内容を担当者で相談して決められるという点では投資家に

とっての付加価値をアピールできる可能性がある。

### 3) ウェルスマネジメントへの転換を志向する証券会社にとっての投資一任サービスの意義

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。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。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<sup>3</sup>。

小口の大衆投資家は、基本的にオンラインで取引を行い、金融資産のポートフォリオも、現預金や債券型の公募ファンドが多い。一方で、彼らのアセットアロケーションへのニーズは富裕層投資家に匹敵し、対面のコミュニケーションよりも、SNSアプリのウィーチャット（WeChat）での証券会社の公式アカウントからのプッシュ通知など、オンライン・モバイルアプリからの情報提供が望ましいという調査結果も出ている<sup>4</sup>。

証券会社の従来の収益の柱であるブローカレッジ手数料の営業収益に占める割合は、2008年の70.5%から、2018年の31.5%まで低下し、証券会社にとっては、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。また、株式売買手数料は株式市場の状況により大きく変動することに加え、競争激化により手数料率は2017年の業界平均で0.0378%とほぼゼロ水準まで低下してきている<sup>5</sup>。このような背景もあり、預かり資産連動のフィー型口座である投資一任サービスは、証券会社にとって、安定した収益源となる可能性もある。

## III 中国における投資一任類似サービス・商品の現状及び課題

### 1. 証券会社の資産管理プラン

前述したように、中国の証券会社においては米国・日本の投資一任サービスに似た商品が存在している。中でも、私募資産管理プランの一種である「定向資産管理プラン」は、形式的に最も投資一任サービスに似た商品と言えよう。英語では「Directional Asset Management Plan」と呼ばれており、適格投資家に一对一の投資管理サービスを提供するものである。適格投資家とは、純資産を100万元以上保有している投資家であり、投資対

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> マッキンゼー「2017年中国券商零售客戸調研報告」を参照。

<sup>5</sup> 宋良也「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」『野村資本市場クォーターリー』2019夏号参照。

象に制限がなく、すべてオーダーメイドで決められる。

また、運用手法の違いにより、同プランは運用型と管理型に分けられている。運用型プランとは、受託者としての証券会社が自らの裁量で資産運用ができるパターン（中国語：主動業務）で、管理型プランとは、委託者である投資家（基本的には銀行）の指図に基づき、資産を管理するパターン（中国語：通道業務）である。運用型プランと管理型プランの投資商品の内訳をみると、運用型は株式、債券、ファンド、信託プランなどリスク水準が異なる多様な金融商品が含まれる一方、管理型プランは銀行委託貸付<sup>6</sup>などの融資や、その他の資産管理プランへの多重な投資がメインであり、最終的な投資先は、銀行理財資金が直接投資できない一般企業、不動産、地方政府の融資プラットフォームが多い。管理型プランの資産残高は運用型プランの2倍近くにも及び、管理型プランが事実上、銀行理財商品の受け皿となっていることがわかる（図表2）。また、個人投資家向けにはほとんど提供されていないことや、メインの投資先が固定収益型の商品であり、投資家のリスク許容度に合わせたポートフォリオの変更が認められないことなどから、本格的な投資一任サービスとは言い難い。

図表2 証券会社の資産管理プラン（運用型・管理型）の資産配分状況

運用型プラン	2018年末		2017年末	
	金額(億元)	比率	金額(億元)	比率
株式	2,311	4.8%	3,541	6.6%
債券	28,811	59.7%	30,757	57.1%
証券投資基金	1,365	2.8%	1,133	2.1%
資産担保証券等	933	1.9%	855	1.6%
銀行委託貸付及び貸付信託	1,195	2.5%	1,332	2.5%
債権投資	688	1.4%	752	1.4%
資産収益権	491	1.0%	579	1.1%
資産管理プラン及び私募基金	3,897	8.1%	5,601	10.4%
株式担保融資	1,407	2.9%	2,282	4.2%
債券リバースレポ	2,144	4.4%	2,188	4.1%
銀行間CD(Certificate of Deposit)、預金等	3,319	6.9%	3,202	5.9%
その他	1,662	3.4%	1,604	3.0%
合計	48,224	100%	53,825	100%

管理型プラン	2018年末		2017年末	
	金額(億元)	比率	金額(億元)	比率
証券投資	18,794	22.9%	21,621	19.1%
資産管理プラン及び私募基金	17,286	21.1%	25,520	22.5%
株式担保融資	3,694	4.5%	5,316	4.7%
資産収益権	6,553	8.0%	8,320	7.3%
債権投資	9,481	11.6%	12,837	11.3%
銀行委託貸付及び貸付信託	15,650	19.1%	25,077	22.1%
銀行間CD(Certificate of Deposit)、預金等	2,402	2.9%	2,510	2.2%
手形及びファクタリング	8,077	9.9%	12,106	10.7%
合計	81,937	100.0%	113,307	100.0%

(注) 定向資産管理プラン（一対一）と集合資産管理プラン（多数の適格投資家向け）を含む。

(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

<sup>6</sup> 銀行委託貸付とは、商業銀行（受託者）による委託者が決定する内容（借入者、用途、金額、期限、金利）で、審査・回収などの業務を提供する委託貸付を指す。委託者は、一般法人や個人を含む。

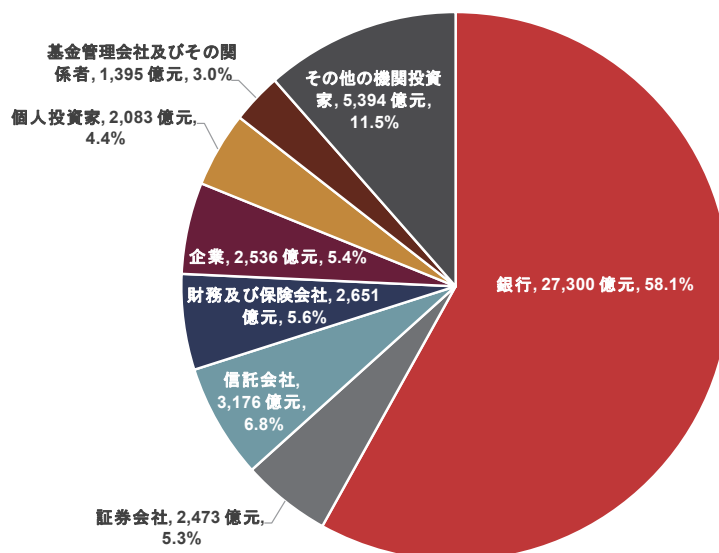
## 2. 基金管理会社の資産管理プラン（基金専門口座）

基金専門口座とは、基金管理会社が特定の1人または複数の顧客向けに提供する専用の資産管理口座である。同プランは、中国证券监督管理委员会（証監会）が2007年11月29日に公布した「基金管理会社特定顧客資産管理業務テスト弁法」の下で始まったものであり、2011年9月に、証監会は同弁法の修訂についてパブリックコメントを実施し、2012年9月26日に正式に公布した（2012年11月1日施行）<sup>7</sup>。

同弁法によれば、基金専門口座は単一顧客向けの「1対1」型と特定多数顧客向けの「1対多」型の2種類がある。前者の最低投資金額は3,000万元で、後者の場合は、1名の投資家の最低投資金額は100万元（顧客の合計投資金額は3,000万元以上、50億元以下）、1つの専門口座における投資家数は200人以下という制限がある。投資対象となる金融商品は、現預金、株式、債券、証券投資基金、資産担保証券（ABS）、先物、その他のデリバティブ商品などが含まれる。2016年の各商品への投資規模では、債券が3兆8,596億元（全体の63.7%）で、次いで株式が6,826億元（同11.3%）と証券投資基金が4,091億元（同6.7%）となっている。

一方、2016年末時点での基金専門口座の投資家の状況を見ると、銀行理財商品による資金が58.1%を占めており、個人投資家は同4.4%しかない（図表3）。そういう意味では、基金管理会社の専門口座サービスも証券会社の資産管理プラン同様、銀行理財商品などの受け皿になってしまっており、本格的な投資一任サービスとは言い難いのである。

図表3 基金管理会社の専門口座の投資家別投資金額（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

<sup>7</sup> 「基金管理会社特定顧客資産管理業務テスト弁法」を参照。  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgz/jjl/201310/t20131021\\_236648.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgz/jjl/201310/t20131021_236648.html)

### 3. 中国で本格的な投資一任サービスが展開されなかった理由

#### 1) 投資一任関連法制度の未整備

中国における投資一任サービス関連の法制度は、まだ本格的に整備されていない。証券・先物等業界全体の法規制として 1997 年に制定された「証券、先物投資コンサルティング管理暫行弁法」は、証券・先物投資コンサルティングを「投資家に対し、投資分析、予測、建議（アドバイス）を提供すること」と定義している。また、投資コンサルティング業務に携わる従業員は、①投資家に代わって証券・先物の売買をすること、②投資収益の確約、③投資収益の共有や損失の分担、④株式の自己売買、⑤コンサルティング業務による市場操縦やインサイダー取引、などの行為を禁じられている。投資一任サービスにおける最も重要な行為は①に相当するため、実質的に禁じられているに等しい。

また、証監会は、2010 年に「証券投資顧問業務暫行規定」を公布した（2011 年 1 月 1 日に施行）。同規定は、従来の全面的な投資コンサルティング業務のうち、証券会社及び証券投資コンサルティング機関に対する規定を明確化したものであり、証券会社の従業員の中で、一般のセールス担当である「ブローカー」及び「顧客マネージャー」との差別化を図り、より高度なコンサルティングサービスの提供を可能とする「投資アドバイザー（顧問）」という職種を作り上げた。投資アドバイザーは、顧客の委託を受け、事前に決められた範囲で、顧客に証券商品の投資アドバイスを提供することで、顧客の投資判断を補佐し、直接・間接的に報酬をもらうことができる。一方、提供できるのはあくまでも投資商品の種類、ポートフォリオ、長期的な投資プランなどのアドバイスである。同規定の 12 条では、「証券投資アドバイザーは、顧客に代わって投資判断をすることを禁ずる」と明記されており、本格的な投資一任サービスを禁じている。

#### 2) 海外資本規制による分散投資の制約

投資一任サービスが普及しないもう一つの理由は、中国における海外投資商品の不足である。本来、投資一任サービスは、国内・海外の各種金融商品をバランスよく組み合わせることで、顧客のリスク許容度に応じて、適切なポートフォリオを提供することが重要な付加価値である。しかし、中国の場合、経常収支における対外開放は進めているものの、資本収支に関し、特に対外の証券投資は完全に開放されていない。そのために、一般の個人投資家は海外の金融商品に投資するルートは、極めて限定されている。現時点で投資可能な商品としては、適格国内機関投資家（QDII）である基金管理会社が組成する米株・石油・不動産等を投資対象とした公募ファンドや、上海・深圳ストックコネクト制度に基づく香港株の銘柄などがある。

## IV 今後の中国における投資一任サービス発展の可能性

### 1. 法規制の緩和を前提とした本格的な投資一任サービスの展開

#### 1) 投資一任サービスに向けた法規制緩和の動き

##### (1) 難航している規制緩和の試み

金融機関がウェルスマネジメントへの転換を企図している中、投資家や証券会社から投資一任サービスへのニーズが高まってきている。その中で、管理監督部門も既存法制度の緩和を試みている。例えば、2015年3月に、中国証券業協会は、証監会の指導の下で「口座管理業務規則（パブリックコメント稿）」を公表し、証券会社、証券投資コンサルティング会社などの協会会員向けにパブリックコメントを実施した。本来であれば、証券会社の投資コンサルティング業務に係る規則では、証券会社によるアドバイス提供は可能であるが、実際の売買行為は顧客自身が行わなければならない。同規則では、「口座管理」という行為を「証券投資コンサルティング業務資格を持つ機関は顧客の委託を受け、証券、基金、先物などの金融商品の投資・取引に対し分析・判断をして、顧客に代わって同口座内で投資・取引を実施すること」と定義し、実質的な投資一任サービスの執行を認めた。一方で、中国証券業協会は、パブリックコメント後の正式版を公布しておらず、同規則の制定は難航していると考えられる。

##### (2) 公募ファンドを対象とした投資顧問業務のテスト

中国における公募ファンドの販売チャネルは、基金管理会社の直接販売と銀行、証券、独立基金販売会社などによる代理販売となっている。一方、従来の公募ファンドの販売は、長期運用を望む顧客ニーズに基づくというよりも、販売手数料を獲得するために、必要以上に顧客に短期売買させることや、手数料率が高いファンドへの誘導などの不適切な販売行為につながる恐れがあった。こうした状況を改善するため、2019年10月24日に、証監会機構部は「公開募集証券投資基金投資顧問業務テストの実行に関する通知」を各金融機関に通達し、公募ファンドを対象とした投資一任業務テストを初めて試みた<sup>8</sup>。

同通知によれば、テストに参加できるのは、証券会社、基金管理会社及びその代理販売子会社、独立基金販売会社など、資産管理業務及び基金代理販売のライセンスを所有する金融機関とされている。そのうち、顧客数が1億人以上の金融機関のみ、同テストに参加するための公募ファンド投資一任サービス専門の子会社を設立することが可能となっている。また、同通知における公募ファンド投資一任サービスの具体的な定義は、「顧客の委託を受けて、契約に基づき公募ファンド投資ポートフォリオやストラテジーのアドバイスを提供し、直接または間接的に収益を獲得することが可能。」となっており、投資対象も「公募ファンドまたは証監会が認可する同類商品」

<sup>8</sup> 公募ファンドを対象とした投資一任契約は、日本で言えば「投信ラップ口座」に相当するものである。



と定めた。更に、具体的な投資行為について、「ポートフォリオやストラテジーに基づき、テスト機関は、顧客の代わりに具体的なファンドの種類、口数、売買のタイミングなどの決断をし、顧客に代わってファンド商品の買付、売却及びスイッチング等の取引行為により管理型ファンド投資一任サービスを実行することを可能とする」となっている。この投資行為の定義は、証券業協会の「口座管理業務規則（パブリックコメント稿）」と比べて、投資対象が公募ファンドに限られているが、本格的な投資一任サービスに一步近づいたといえる。

その他、同通知には、年間の管理費は同サービスにおける預かり資産の5%以下、投資対象である1つの公募ファンドは純資産の20%以下に定めており、顧客のリスク許容度に対する定期的な再評価、顧客に対する説明義務や情報開示義務に関する条項も含まれており、中国における投資一任サービス関連規制の最新の方向性を示している。

2019年10月時点では、既に華夏、嘉実、易方達、南方、中欧の5社の基金管理会社は同テストの第一弾の参加資格を取得しており、当局への届出も完了している<sup>9</sup>。その中で、華夏基金は子会社である上海華夏財富投資管理有限公司を通じて公募ファンド投資一任業務のテストに参加する予定で、「懂你，更懂投資」（あなたを理解する、投資をよりよく理解する）という同業務のブランドを発表している。テスト段階では、最低投資金額は500元と定めており、教育、養老、ハイリターンという三つの大きな枠組みで、10種類の投資ポートフォリオやストラテジーを設定することが可能である<sup>10</sup>。更に、2019年12月13日に、証監会は、独立基金販売会社である騰安基金銷售（ネット大手テンセントの100%子会社）と珠海盈米基金銷售、アントフィナンシャルとバンガードの合弁会社である先鋒領航投顧（上海）投資諮詢を第二弾のテスト参加機関として認可した<sup>11</sup>。また、2020年2月に、証監会は、国泰君安、申万宏源、華泰、国聯、銀河、中信建投、中金公司の7社の証券会社及び招商、平安銀行の2行を第三弾のテスト参加機関として認可した<sup>12</sup>。

### （3）海外への証券投資における規制緩和

中国は人民元国際化に合わせて、海外資本規制の緩和を図り、数多くの措置を講じている。例えば、QDIIの投資枠の拡大や、上海（深圳）・香港ストックコネクト、ボンドコネクト、日中ETFコネクティビティなどの制度を通じて、中国国内の投資家が海外への投資が可能となりつつあり、今後は、更なる投資枠の拡大や、QDII制度の緩和が予想されている。しかし、これらの制度は適格な機関投資家向けのものが多く、一般の個人投資家にとって、海外への証券投資が可能となる最も現実的なルートとしては、QDII資格を持つ基金管理会社が組成するQDII公募ファンドに小口で投資することである。

<sup>9</sup> <http://finance.stcn.com/2019/1026/15454457.shtml>

<sup>10</sup> [http://www.cs.com.cn/tzjj/jjdt/201910/t20191030\\_5993991.html](http://www.cs.com.cn/tzjj/jjdt/201910/t20191030_5993991.html)

<sup>11</sup> <http://finance.stcn.com/2019/1217/15548603.shtml>

<sup>12</sup> <http://news.stcn.com/2020/0229/15693634.shtml>

## 2) 証券会社の組織構成の改革に基づく投資一任サービスへの挑戦

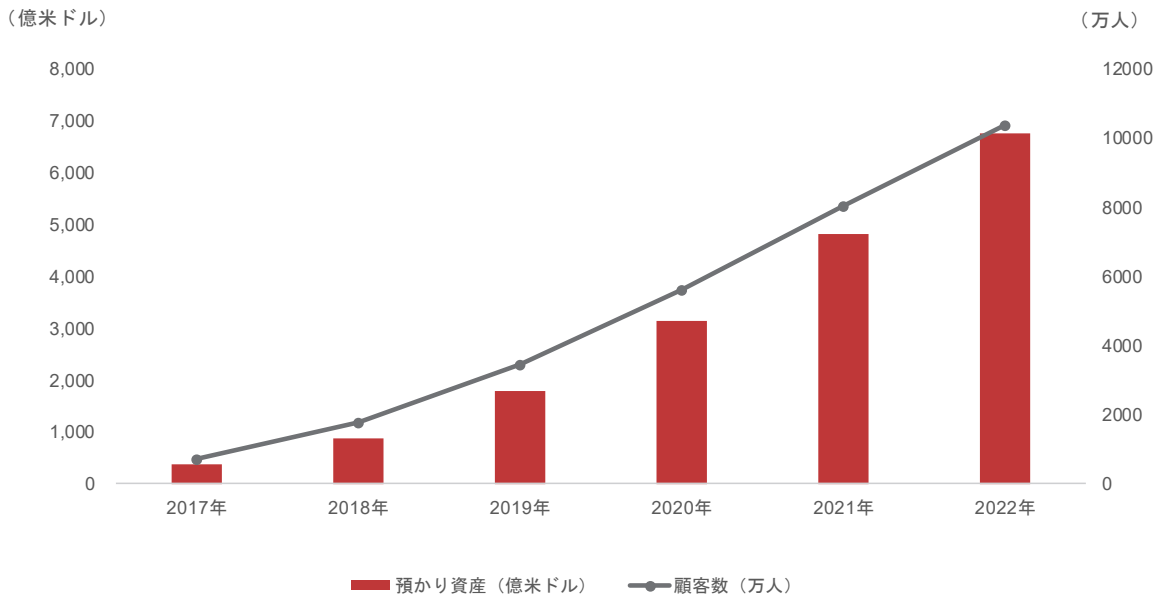
中国の証券会社では、今まで各商品に基づく組織構成が主流であった。例えば、ブローカレッジ部門、IB 部門、資産管理部門、研究部門はそれぞれ、1 つの分類の商品・サービスを、部門内で、川上から川下まで、全ての業務を対応できるプロダクトチームを設置する必要があった。それでは、人材のコストも高く、同じ顧客が多数のサービスを必要とした場合、社内での連携が取りにくいいため、必ずしも顧客を中心とするビジネスモデルが成り立っていないといえる。さらに、投資一任サービスは、今まで中国の証券会社が取り扱っていなかったサービスでもあるため、投資商品の多様性及び顧客本位の理念を先行するという意味でも、証券会社の多くは、従来の組織構成を変えつつも、投資一任サービスを専門に扱う部署の立ち上げが必要と考えている。予想される今後の動きのひとつは、従来の資産管理部門における1対1の資産管理プランの枠組みと、ブローカレッジ部門の中で投資アドバイザーが扱う投資コンサルティング業務の一体化を考えることであろう。つまり、銀行理財商品の受け皿としてではなく、適格個人投資家の資産運用を本格的に行うことである。また、証券会社の投資アドバイザーの本来の業務は、顧客に投資アドバイスを提供することであり、両者を統合することで、証券会社のノウハウを生かすことが可能となろう。一方で、ウェルスマネジメント業務を展開している銀行等でも、投資顧問資格を持ち、顧客に商品・サービスの説明や理解度を高めてくれるような、質の高い投資アドバイザーの育成が必要となろう。

## 2. 金融機関やネット企業などによるロボアドバイザーサービス

もう一つの可能性として、ロボアドバイザーを活用したオンラインの投資一任類似サービスの普及ということも考えられる。近年、中国でのロボアドバイザーサービスの資産規模が急増しており、2017年の289億米ドルから、2022年の6,600億米ドルまで拡大される見通しである。また、その顧客数も、2017年の705万人から、2022年の1.24億人までに拡大される見通しである（図表4）。ロボアドバイザーサービスを提供する企業は主に、①ロボアドバイザーを主要な業務としているスタートアップの第三方理財会社、②銀行、証券、公募基金管理会社などの伝統的な金融機関、③大手ネット企業、の3種類がある（図表5）。

その中で、ネット大手である京東集団傘下の金融プラットフォーム「京東金融」の「京東智投」の事例を紹介したい。同サービスは、日本のファンドラップに近い形のサービスである。まず、アンケートにより投資家のリスク許容度を計測し、それに合わせた公募ファンドの組み合わせをロボアドバイザーが組成し、投資家に提供する（5,000元単位から投資可能）。また、市況に合わせ、ポートフォリオのリバランスするアドバイスをAIにより投資家に提供する（ただし、増額によるリバランスのみ可能、各ファンドを同じ配分でしか減額できない）。

図表4 中国のロボアドバイザーサービスの資産規模及び顧客数



(出所) Statista より野村資本市場研究所作成

図表5 中国の主なロボアドバイザー提供企業

会社名	種類	投資対象商品
理財魔方	第三方理財	公募ファンド
品鈦 (PINTEC)	第三方理財	公募ファンド
招商銀行	金融機関	公募ファンド
平安一賬通	金融機関	公募ファンドなど
広発証券	金融機関	株式、ETF
嘉実基金	金融機関	株式、公募ファンド
京東金融 (JD.Com)	ネット大手	公募ファンド
アントフィナンシャル	ネット大手	公募ファンド
同花順	ネット大手	株式

(出所) アクセンチュア「智能投顧在中国」より野村資本市場研究所作成

同サービスと本格的な投資一任サービスの違いは、①各公募ファンドの買付手数料・信託報酬を単に合わせたもので、増額・減額の際に、各ファンドの買付・売却手数料がかかってしまうこと、②口座自体の管理費はかかっていないこと、③自動的にリバランスすることができないことである。

ロボアドバイザーサービスは、投資アドバイスの提供という意味では、本格的な投資一任サービスとは言えない。一方、中国において、投資金額が比較的小さい一般投資家は既にネットでの投資を好んでおり、ネットにおけるアドバイスに抵抗感が低いため、ロボアドバイザーサービスによる投資一任類似サービスが受け入れやすい可能性もある。マスマリテール層からマスアフルエント層の個人投資家向けに、投資一任サービスの本格的な実践のための経験を積み上げることも、ネット系金融機関にとっては重要と考えられる。

## V 結びにかえて

中国における投資一任サービスは、法規制の制約など普及を阻害する要因が多かったが、金融機関やネット大手は投資家のウェルスマネジメントへのニーズを満たすため、様々なルートを通じて、投資一任サービスに似たサービス・商品への挑戦を実施してきた。その中で、投資アドバイスを提供する投資コンサルティング業務や、資産管理プランのような投資商品を提供する証券会社と、ロボアドバイザーを通じて、オンラインの公募ファンドのポートフォリオを組成し、投資家に提供するネット会社という、2つのパターンが広がってきた。前者に関しては、法規制の影響で、「投資家のリスク許容度に合わせたポートフォリオを組成し、投資家に代わって運用する」というサービスのロジックとは違い、商品ありきの営業になりがちで、最終的には理財商品の受け皿となり、投資一任サービスの本来の目的から離れてしまったと言えよう。後者に関しては、デジタルリテラシーが高い若者や、小口の一般投資家には受け入れやすいものの、投資コンサルティング・アドバイスが欲しい富裕層投資家にとっては魅力が薄いという欠点がある。いずれも、まだ課題が大きいといえる。

一方で、公募ファンドを対象とした投資コンサルティング業務のテストについて、現時点での参加機関は公募基金管理会社のみであるが、今後はエクイティ運用力やポートフォリオ組成力が強い証券会社にとって、大きなチャンスとなる可能性がある。また、既に類似のサービスを提供しているネット会社にとって、ロボアドバイザーを通じたファンド投資一任業務への試みが可能となろう。その一例として、前述の投資一任サービスのテスト参加機関の1つである、アントフィナンシャルと米バンガードの合弁会社の先鋒領航投顧は、アリペイのプラットフォームや技術とバンガードグループのアセットアロケーション力や投資一任でのノウハウを用いて、一般の個人投資家向けに、最低投資金額が800円から始まる投資一任サービスを提供しようとしている<sup>13</sup>。今後は、証券会社を含む金融機関・ネット会社が、従来の組織構成を超え、顧客目線による新しい専門部署の立ち上げ、人員の配置及び育成に挑戦していくこととなろう。中国の投資一任サービスの展開が今後、どのように進んでいくのかが注目される。

<sup>13</sup> <http://finance.caixin.com/2019-12-14/101494117.html>