中国における公募基金の手数料改革

宋　良也

要　約

1. 中国証券監督管理委員会（証監会）は2023年より、公募基金の手数料改革を進めている。背景として、公募基金の資産残高が拡大する一方、目下の中国株式市場の不調を受けて損失を被る投資家も増える中、改めて公募基金に係る投資家のコスト等の問題が注目されたことがある。
2. 手数料改革の第 1 段階では、管理費・カストディー費の上限引き下げや、変動型管理費率の解禁が行われた。証監会としては、投資家と基金管理会社の利害一致や投資家による短期売買の抑制を通じて、長期分散投資を促進する狙いがある。
3. 手数料改革の第 2 段階として、証監会が 2024 年 4 月に公布した「公開募集証券投資基金証券取引コスト管理規定」により、公募基金の売買執行コミッションの上限設定や、単一の証券会社への分配比率上限の引き下げなどが行われた。また、パッシブ運用の株式型公募基金に対し、リサーチ・アンバンドリング規制が導入されている。これらの施策は、基金管理会社や証券会社の収益やビジネスモデルに影響を与える可能性がある。
4. 英国・欧州連合（EU）におけるリサーチ・アンバンドリング規制が修正を余儀なくされた中、中国では独自のアレンジを施したアンバンドリング規制を導入している。中国における今般の公募基金の手数料改革が、セルサイド・リサーチの縮小など、資産管理業界の競争環境にどのような変化をもたらすのか、今後が注目される。

野村資本市場研究所　関連論文等

・神山哲也・関田智也「英国・EU におけるリサーチ・アンバンドリング規制の見直し」『野村資本市場クォータリー』2023 年秋号。
・宋良也「中国における公募基金管理人制度の確立―証券会社による公募基金管理業への進出促進策―」『野村資本市場クォータリー』2023 年夏号。

Ⅰ　始動する中国の公募基金の手数料改革

中国における公募基金の資産残高は、2024 年 2 月末時点で過去最高となる 29.3 兆元に達し、資産運用業界の中で最も重要な商品の 1 つとして、存在感が高まっている。一方で、2023 年における中国株式市場の不調を受け、損失を被る投資家も増える中、投資家にとっての公募基金への投資に係るコストの上昇といった課題が改めて注目されるに至った。

中国証券監督管理委員会（証監会）は 2023 年 7 月 7 日に、「公募基金業界手数料改革業務案」を公布し、2024 年末時点までに、3 段階に分けて公募基金業界の手数料改革を行うと宣言した。これが実施されれば、公募基金をはじめとする中国の資産管理業界に大きな影響が及ぶものと考えられる。

本稿では、公募基金業界の手数料改革の内容と、その実施状況等を紹介した上で、同改革が基金管理会社・証券会社をはじめとする金融機関や投資家にどのような影響を及ぼすのか、検証する。

１．中国における公募基金の手数料体系及び課題

１）公募基金の手数料体系の特徴

中国における公募基金の手数料は、購入・売却時に生じる買付・売却手数料[1]と、運用期間中に基金資産から継続的に差し引かれる管理費[2]及びカストディー費[3]等で構成される（図表 1）。そのうち、管理費の一部は、基金管理会社が公募基金の販売チャネルを確保するための「顧客維持費」という名目で、販売会社の取り分となることが多い[4]。売却手数料は、基金売却時に売却代金から差し引かれた上で、そこから一定割合は基金資産に還元され、残りのほぼ全額は販売会社が受け取ることが一般的である[5]。また、公募基金が証券の売買執行のため証券会社に支払う「売買執行コミッション」の半分以上は、ソフトダラー[6]として支払われるリサーチ・サービスの対価である。そのため、公募基金の売買執行コミッションの料率は、個人投資家が株式売買をする際に支払うコミッションの料率よりも一般的に高くなる[7]。

1　一部のエクイティ型・バランス型公募基金において、販売会社に支払う「販売サービス費」も購入金額とは別に徴収されることがある。

2　ここでいう管理費は、日本の投資信託の信託報酬に相当する。

3　カストディー費は、基金財産に対する資金カストディー・サービスの対価として、カストディー機関（銀行または証券会社）に支払う手数料である。

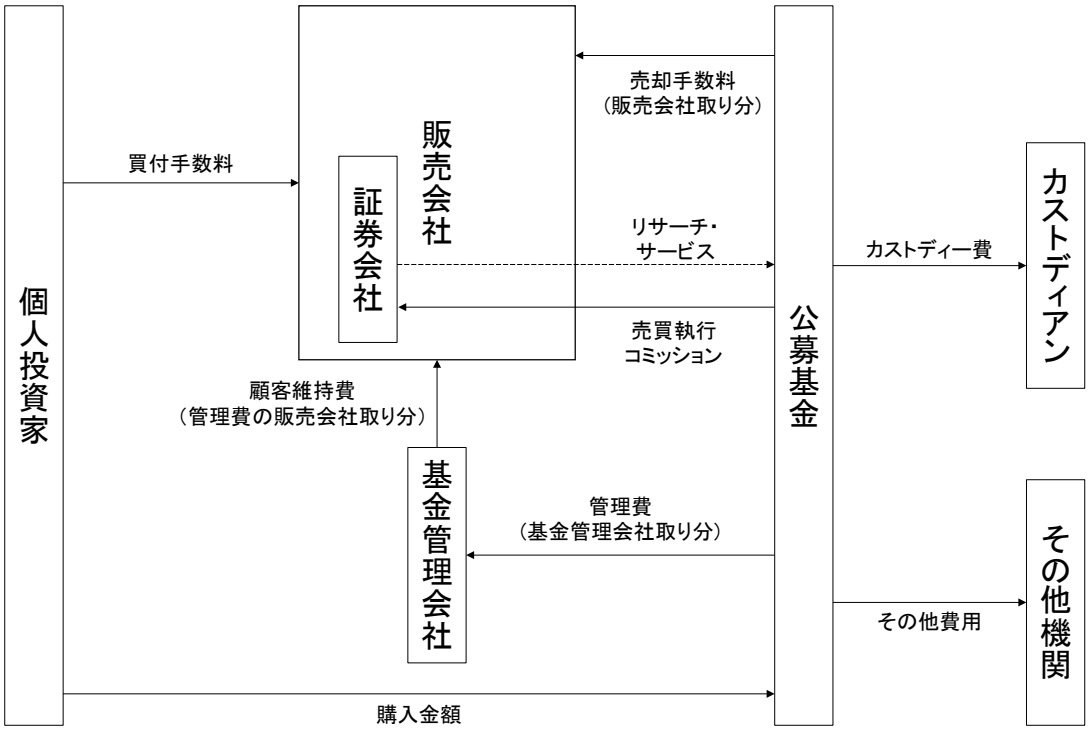
4　中国語では、基金管理会社に付随して（尾随）販売会社も受け取る手数料（傭金）を意味する「尾傭（尾随傭金）」とも呼ばれている。日本の投資信託の代行手数料に相当する。

5　2013 年に改正された「開放式証券投資基金銷售手数料管理規定」に基づき、売却手数料の一部は、基金資産に還元されることが求められている。証監会は、売却手数料について、基金の短期売買を抑制することを目的としたものと説明している。

6　ソフトダラーとは、基金管理会社が証券会社から受け取るリサーチ・サービスの対価として、明示的な金額（ハードダラー）ではなく、売買執行コミッションに込みで支払うことを指す。

7　例えば、2022 年における公募基金の売買執行コミッションの平均料率は 7.6bp であるが、個人投資家の平均売買手数料率は 2bp であった。

図表 1　中国における公募基金の手数料体系の概要



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

２）公募基金の手数料に関する課題

中国における公募基金の手数料については、従来より投資家にとってのコストの高まりが投資家及び証監会に問題視されてきた。その中で、特に注目されてきたのは、販売会社の取り分の増大である。従来、公募基金の販売チャネルでは、基金管理会社による直販のプレゼンスが高かった。しかし近年では、銀行・証券会社が公募基金の代理販売業務を通じて、ウェルスマネジメントの強化を図ってきた。オンラインの大手プラットフォーマーも、独立基金販売会社として、基金代理販売に注力している。その結果、これらの代理販売チャネルでの基金販売規模が高まっている[8]。

このような背景から、公募基金管理会社は代理販売チャネルを獲得するために、管理費の販売会社取り分（顧客維持費）の比率を高めている。証監会は従前より、このようなやり方が手数料率の上昇をもたらし、投資家の不利益につながるのではないかとの懸念を示してきた[9]。

もう 1 つの課題として、証券会社に支払われる売買執行コミッションを巡る利益相反が挙げられる。中国の公募基金が証券会社に支払う売買執行コミッションは、①証券の売買執行、②リサーチ・サービス、③基金の販売、の 3 つの対価に分けられる。

[8] 2016 年時点で、基金管理会社による直販チャネルでの基金販売規模が全体の 84%を占めるが、同比率は 2021 年時点では 26.42%までに下がった。

[9] 証監会「『開放式証券投資基金銷售手数料管理規定』起草説明」2009 年 12 月 14 日を参照。

そのうち、②リサーチ・サービスには、証券会社のリサーチ・レポートのみならず、第三者によるサービス（外部専門家によるコンサルティング、ブルームバーグ等の情報システムなど）[10]も含まれている。また、③の基金販売の対価は、証券会社による投資家への販売額を事前に基金管理会社と約束し、その見返りとして、売買執行コミッションを増額することで支払われる。

証監会は、これらの取引慣行について、基金管理会社による必要以上の証券売買をもたらし、売買執行コミッションを押し上げる可能性を指摘していた。また、証券会社としては、約束された基金販売額とリンクした売買執行コミッションを獲得するべく、新規発行の公募基金販売に注力し、投資家に過度な回転売買を勧める可能性も指摘していた。投資家にとっても、こうした「隠れたコスト」に対する開示が不十分であるとし、証監会として、上記取引慣行によってもたらされる弊害に警鐘を鳴らしていた[11]。

２．公募基金の手数料改革のスケジュール

前述の課題を解決するべく、証監会は 2023 年 7 月 7 日に、公募基金の手数料改革に関する業務案を公布し、公募基金管理業界における手数料改革を 3 段階に分けて実施するとした（図表 2）。そのうち、第 1 段階の改革の対象は、管理費・カストディー費である。

図表 2　公募基金の手数料改革業務案の概要

	概要	関連規則	実施状況
第1段階	①アクティブ運用のエクイティ型公募基金を中心に、管理費・カストディー費等手数料の削減に関する窓口指導の実施。 ②従来の固定管理費率の商品以外に、変動型管理費率の公募基金のテストの実施。	「公募基金業界手数料改革業務案」（証監会、2023年7月7日）	①証監会の窓口指導により、2023年7月8日以降に新規発行されるアクティブ運用型の公募基金は、管理費上限が1.2%、カストディー費上限が0.2%にそれぞれ設定。 ②2023年8月26日、証監会は20本の変動型管理費率の新規公募基金の募集を認可。
第2段階	公募基金の売買執行コミッションを対象に、①上限の引き下げ、②投資家との利益相反防止、③開示メカニズムの完備化に関する規定を制定。	「公開募集証券投資基金取引管理の強化に関する規定（案）」（証監会、2023年12月8日） 「公開募集証券投資基金証券取引費用管理規定」（証監会、2024年4月19日）	2024年7月1日に適用開始予定。
第3段階（2024年末まで）	公募基金販売手数料体系の関連法律・規定の見直し。	未定	未開始

（出所）証監会ウェブサイト、関連報道より野村資本市場研究所作成

[10] 基金管理会社と証券会社との合意の下、利用する第三者のサービスが決定され、当該サービスへの対価は売買執行コミッションとして証券会社に支払われたうえで、当該第三者に支払われることになる。欧米におけるコミッション・シェアリング・アレンジメント（CSA）に類似した仕組みである。

[11] 証監会「『公開募集証券投資基金取引管理の強化に関する規定』起草説明」2023 年 12 月 8 日を参照。

具体的には、管理費・カストディー費の上限[12]引き下げや、変動型管理費率が適用される公募基金の導入であり、2023 年 9 月に実施済みである。

第 2 段階の改革の対象は売買執行コミッションである。売買執行コミッション料率の上限設定・開示メカニズム等に関する規定は、2024 年 4 月 19 日に公布され、同年 7 月 1 日に適用開始の予定である。また、第 3 段階の改革の対象は販売関連の手数料であり、具体的な施策は、2024 年末までに実施することとされている。

Ⅱ 公募基金の手数料改革の第 1 段階

１．管理費・カストディー費の引き下げ

公募基金の手数料改革の第 1 段階では、証監会が基金管理会社に対し、新規組成されるアクティブ運用型公募基金の管理費の上限を資産残高の 1.2%、カストディー費の上限を同 0.2%に設定するよう、窓口指導が行われた。また、証監会は基金管理会社に対し、既存の公募基金に対しても速やかに同様に扱うよう指導した[13]。

これらの要請に応えるため、公募基金の手数料改革業務案が公布された翌日の 2023 年 7 月 8 日に、易方達基金管理、華夏基金管理、興証全球基金管理、中欧基金管理等の大手基金管理会社は、7 月 10 日から既存商品の管理費・カストディー費を 1.2%・0.2%よりも低く設定すると発表した。その他の基金管理会社も、公募基金の管理費・カストディー費の引き下げに踏み切り、2023 年 8 月末時点で、130 社の基金管理会社が合計 3,500 本以上の公募基金の管理費・カストディー費の引き下げを実施した[14]。

２．変動型管理費率の公募基金の解禁

管理費・カストディー費の引き下げに続き、証監会は 2023 年 8 月 26 日に、20 本の変動型管理費率の公募基金を認可した。変動型管理費率とは、従来の固定管理費率とは異なり、一定の条件（トリガー）を満たせば、事前に定めた数値とリンクして管理費率が変動する仕組みを指す。具体的には、①管理費率が基金のパフォーマンスとリンクするタイプ、②管理費率が基金の規模とリンクするタイプ、③管理費率が基金の保有期間とリンクするタイプ、の 3 種類に分けられる（図表 3）。

そのうち、①は所謂パフォーマンス手数料であり、公募基金の運用成績が良ければその分管理費率が高まることで、ファンドマネージャーと投資家との利害が一致するという考え方に基づく。また、投資家の短期売買を抑制し、基金のパフォーマンスをより長期で評

[12] 2012 年の証監会の窓口指導において、公募基金の管理費上限を 1.5%と通達されたことを受け、ほとんどの基金管理会社が同上限を市場慣行としてきた（上海高級金融学院・呉飛氏「公募基金降費対基金理財影響几何？」2023 年 8 月 2 日）。

[13] 「公募基金費率改革怎麼做？証監会工作安排来了」『新華網』2023 年 7 月 9 日。

[14] 「基金降費潮蔓延至低費率産品 基民最在意還是收益率」『証券時報』2023 年 11 月 13 日。

図表 3　変動型管理費率の公募基金（2023 年 8 月 26 日認可分）

基金名	設立日（2023年）	純資産残高（億元）	変動型管理費率の種類	トリガーの事例
交銀瑞元三年定開	10月27日	16.68	基金のパフォーマンスとリンク	クローズド期間内での管理費率は固定で1.0%、クローズド期間終了時に、公募基金の基準価額が期初を下回る場合、クローズド期間に発生した管理費の50%を投資家に還元。 クローズド期間終了時に、基金の基準価額が期初を上回る場合、管理費は固定部分（1%）＋変動部分。変動部分は、年間収益率が8%超の場合、8%を超える部分の利益に対し、変動部分の管理費としてその20%を徴収（ただし、徴収分は純資産の1%を超えてはならない）。
大成置信回報三年定開	12月1日	4.55		
興証全球持続可能投資	12月4日	3.65		
銀華恵享三年定開	12月5日	3.15		
匯添富積極優選	11月14日	2.81		
南方前共勝三年定開	11月23日	2.77		
富国遠見精選	12月4日	2.76		
招商遠見回報	12月4日	2.29		
華夏信興回報	11月21日	6.17	基金の規模とリンク	初期の管理費率は1.2%。基金の純資産残高が100億元を超える場合、100億元以下の部分に適用される管理費率は1.2%、100億元超の部分に適用される管理費率は0.6%。
招商精選企業	11月17日	2.42		
富国核心優勢	12月1日	2.1		
景順長城価値発見	10月31日	13.01	基金の保有期間とリンク	保有期間が1年未満の場合、管理費率は1.2%。 保有期間が1年以上～3年未満の場合、管理費率は0.8%。 保有期間が3年以上の場合、管理費率は0.6%。
易方達平衡視野	12月4日	3.9		
工銀遠見共勝	12月4日	3.42		
華夏瑞益	12月4日	3.07		
中欧時代共勝	11月28日	1.33		
華安遠見慧選	12月5日	1.15		
広発瑞傑精選	11月24日	0.49		
博時恵澤	12月4日	0.48		
嘉実創新動力	12月4日	0.2		

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

価するために、基金管理会社は同種類の公募基金に対し、3 年間のクローズド期間を設けることが多い。②は、基金の資産規模が一定の水準を超えた場合、超えた分に対し、低い管理費率を設定するというものであり、規模の経済性を生かし、投資家へ利益の還元を企図したものである。③は、保有期間が長いほど低い管理費率が設定されることで、投資家による長期保有を促進することを目的とする。

証監会が基金管理会社による変動型管理費率の基金を認可したのは、投資家と基金管理会社の利害一致や投資家による短期売買の抑制を通じて、長期分散投資を促進する狙いがあるものと考えられる。2024 年 4 月 11 日時点で、変動型管理費率の公募基金は合計 241 本あり、全体の約 1.1%に留まるが、どの程度普及していくのか、今後が注目される。

Ⅲ　売買執行コミッションを対象とした手数料改革の第 2 段階

公募基金の手数料改革の第 2 段階の施策として、証監会は 2023 年 12 月 8 日に「公開募集証券投資基金取引管理の強化に関する規定（案）」のパブリックコメントを募集し、2024 年 4 月 19 日にその正式版である「公開募集証券投資基金証券取引費用管理規定」（以下、管理規定）を公布した。同規定では、公募基金が証券会社に委託する証券売買執行の対価としてのコミッションの引き下げを主な目的としている。本章では、その内容を紹介する。

１．コミッション料率の上限設定とアンバンドリング規制

管理規定では、売買執行コミッションの料率の上限設定やリサーチ・サービスへの支払いに関して、パッシブ運用の株式型公募基金に対する扱いが、それ以外の公募基金と異なっていることが特徴的である。背景には、パッシブ運用におけるファンドマネージャーは、リサーチ情報に基づく能動的なポートフォリオの組み換えをしないため、リサーチの対価が発生しないはず、という考え方がある。そこで同規定では、パッシブ運用の株式型公募基金について売買執行コミッションの一部をリサーチ・サービスの対価に充当することを禁止するとともに、売買執行コミッションが市場平均料率を超えてはならないという制限を課している。一方で、それ以外の公募基金に対しては、売買執行コミッションによるリサーチ・サービスへの支払いは認められるものの、過度な取引を抑制する観点から、売買執行コミッションを市場平均料率の 2 倍以下とすることとされている（図表 4）。

ここでいう市場平均料率は、公募基金の売買執行コミッションだけでなく、個人投資家の売買手数料も含めた「全市場」の平均料率を指す[15]。証券投資基金業協会は 2024 年 4 月

図表 4　管理規定の概要

<table>
<tr><th></th><th>パッシブ運用の株式型公募基金</th><th>その他公募基金</th></tr>
<tr><td>株式の売買執行コミッション料率の制限</td><td>市場平均を超えてはならない。</td><td>市場平均の2倍を超えてはならない。</td></tr>
<tr><td rowspan="2">売買執行コミッションの分配比率上限</td><td colspan="2">前年度末にエクイティ型・バランス型基金の資産規模が10億元超の公募基金管理会社では、1つの証券会社への売買執行コミッションの分配比率上限は15%。同資産規模が10億元以下の公募基金管理会社では、同分配比率上限は30%。</td></tr>
<tr><td colspan="2">証券会社委託方式で売買執行をする公募基金管理会社は、上記分配比率の制限はなし。公募基金管理会社は、基金の売買執行方法を変えることで、上記分配比率制限を回避することは不可。</td></tr>
<tr><td rowspan="2">ソフトダラー関連の規定</td><td>売買執行コミッションでのリサーチ・サービスやマーケットメイクへの支払いは禁止。</td><td>売買執行コミッションでのリサーチ・サービスへの支払いは可。</td></tr>
<tr><td colspan="2">証券会社を通じた第三者サービスへの支払いは不可。
但し、証券会社委託方式の場合は、委託証券会社とは別の第三者の証券会社によるリサーチ・サービスへの支払いのみは可。</td></tr>
<tr><td rowspan="3">投資家との利益相反防止</td><td colspan="2">公募基金管理会社が証券会社の選択、取引ブースの借入、売買執行コミッションの分配比率を決定する際に、基金販売額・保有規模との紐づけを禁止。</td></tr>
<tr><td colspan="2">証券会社に対し、いかなる形での基金の取引高・コミッションの約束または売買執行コミッションを用いた利益供与を禁止。また、基金の取引高・コミッションを直接または間接的に業績評価指標（KPI）とすることを禁止。</td></tr>
<tr><td colspan="2">公募基金管理会社は、基金の売買執行、リサーチ、販売等業務におけるファイアウォール・メカニズムを制定すべき。基金販売に従事する従業員は、証券会社の選択、契約締結、サービス評価、売買執行コミッションの分配等に関与することは禁止。</td></tr>
<tr><td>情報開示</td><td colspan="2">公募基金管理会社は、毎年3月31日までに、証券会社の選択基準・選択プロセス、公募基金管理会社と証券会社の関連性、証券の年間売買高・分配明細、売買執行コミッションの料率・分配明細、等情報を開示すべき。具体的な書式は、中国証券投資基金業協会が別途公布。</td></tr>
</table>

（出所）「公開募集証券投資基金取引管理の強化に関する規定」より野村資本市場研究所作成

[15] 市場平均の売買執行コミッション料率＝（証券会社の株式売買代行手数料収入＋証券会社の取引ブース貸出収入）／株式売買執行金額。なお、株式売買執行金額は、証券会社の自己勘定トレーディング分を除く（証券投資基金業協会「2022 年市場平均株式売買執行コミッション料率に関する通達」2024 年 4 月 30 日を参照）。

30 日に、管理規定の適用開始時である同年 7 月 1 日における売買執行コミッションの上限設定に必要な「市場平均料率」について、2022 年の実績値である 0.0262％を使用することを基金管理会社に通達した。すなわち、2024 年 7 月 1 日時点からは、パッシブ運用の株式型公募基金の売買執行コミッションの上限は 0.0262％、その他公募基金の同料率上限はその 2 倍の 0.0524％に設定されることになる。

また、管理規定がパッシブ運用の株式型公募基金に対して、リサーチ・サービス購入の対価を顧客資産を出元とする売買執行コミッションで支払うことを禁じたのは、欧州連合（EU）の MifidⅡリサーチ・アンバンドリング規制に相当する施策といえる[16]。しかし、中国の場合、パッシブ運用の株式型公募基金に対してのみ、アンバンドリング規制を適用していることが特徴となっている。また、取引管理規定の正式版では、ETF を念頭に、パッシブ運用の株式型公募基金に対して、流動性を高めることを目的としたマーケットメイク・サービスへの売買執行コミッションでの支払いも禁じられた。これは、本来基金管理会社が負担すべきコストを投資家に転嫁することを禁じることで、基金管理会社と投資家の利益相反を防ぐことを目的としたものである。

なお、管理規定は、全ての公募基金に対し売買執行コミッションによる第三者サービス（外部専門家によるコンサルティング・サービス、金融情報データベース等）への支払いを禁じている。従来、自前のリサーチ能力が必ずしも十分ではない中小証券会社は、第三者のリサーチ・リソースを活用して基金管理会社の売買執行を獲得することが多かったが、売買執行コミッションによる第三者サービスへの支払いが禁止されたことにより、中小証券会社のビジネスへの影響も考えられる。

２．投資家との利益相反防止と情報開示の強化

管理規定では、投資家との利益相反の防止や売買執行コミッションの情報開示も重要ポイントとなっている。具体的には、前掲図表 4 で示されているように、①基金販売額と売買執行コミッションの紐づけの禁止、②基金販売・売買執行・リサーチの各業務間のファイアウォールの設置、③売買執行コミッションの料率・分配明細[17]の開示、④単一の証券会社への売買執行コミッションの分配比率上限[18]の引き下げ、が含まれる。

これらの施策は、証券会社が新規募集基金を優先的に販売するインセンティブを低減し、基金管理会社による必要以上の証券売買執行を抑制することで、投資家との利益相反を防止することを狙ったものである。また、投資家への売買執行コミッションの分配明細の開示は、投資コストへの投資家の理解をより一層深め、正確な意思決定に必要な判断材料と

[16] 神山哲也・関田智也「英国・EU におけるリサーチ・アンバンドリング規制の見直し」『野村資本市場クォータリー』2023 年秋号を参照。

[17] どの証券会社にいくら売買執行コミッションを支払っているのか、当該売買執行コミッションの売買執行以外の対価の割合はどれほどか、等の内容が含まれるものと想定される。

[18] 単一の証券会社への売買執行コミッションの分配比率上限は、従来は公募基金の規模に関係なく、一律 30％とされていた（証監会「関于完善証券投資基金交易席位制度有関問題的通知」2007 年 2 月を参照）。

なることが期待されている。証監会の目的は、これらにより公募基金市場において市場規律を機能させることにあると考えられる。

３．証券会社委託方式による売買執行への優遇策

従来、公募基金の証券売買執行は、証券会社が取引所で保有する取引ブースを公募基金管理会社が借りて、自身で発注する取引ブース借入方式のみであったが、証監会は 2017 年末に、公募基金管理会社が証券会社に注文を委託し、証券会社が売買執行を行う証券会社委託方式を解禁した。証券会社委託方式の下で、公募基金の資金口座を開設する証券会社は、ファンドマネージャーの指図を受ける際に、当該口座における資金が不足していないかなどの事前チェックをした上で、指図に基づき売買執行する。これにより、取引ブース借入方式で生じることのあった決済時の資金不足リスクを低減できる。また、基金管理会社にとって、証券会社委託方式を用いる場合、取引ブース借入方式における最低準備金及び決済保証金を準備する必要がなく、資金効率が高まるというメリットがある。

今般の管理規定では、証券会社委託方式で売買執行する場合、公募基金管理会社は委託先証券会社以外の証券会社が提供するリサーチ・サービスを売買執行コミッションで支払うことが認められる。また、単一証券会社への売買執行コミッションの分配比率上限の制限も受けない。証監会が証券会社委託方式について優遇策を講じたのは、株式取引の決済資金不足等のリスクがある取引ブース借入方式からの脱却を企図している可能性がある。加えて、公募基金の取引から清算・決済へと続くプロセスが証監会の管轄下にある証券会社が行うことで、証監会として監督しやすいことが挙げられよう[19]。

Ⅳ おわりに

１．手数料改革が各ステークホルダーにもたらす影響

一連の手数料改革の施策のうち、管理費の引き下げは、基金管理会社の管理費収入の減少をもたらすと同時に、販売チャネルとしての証券会社の販売手数料・顧客維持費の収入減にも繋がり得る。実際、中国本土の投資顧問会社である天相投顧の集計によると、中国における公募基金の資産残高は過去最高値に達したにもかかわらず、2023 年の管理費収入は 1,333.46 億元で、前年比 7.56%減となった。また、顧客維持費も前年より 27.67 億元減少し、手数料改革の第 1 段階の効果が出てきていると言えよう[20]。

第 2 段階における施策は適用開始前ではあるものの、売買執行コミッションの低減は既に始まっている。背景には、中国の株式市場の低迷や競争激化に加え、一部の基金管理会

[19] 取引ブース借入方式の下では、証監会の管轄外である銀行がカストディアンとなるのが一般的である。他方、証券会社委託方式の下では、証券会社がカストディアンとなるのが一般的である。

[20] 「基金降費大勢所趨尾傭分配格局或将重塑」『中国証券報』2024 年 4 月 1 日。

社が上記管理規定を先取りし、証券会社との契約更新に際して売買執行コミッションの引き下げを試みていることがある[21]。実際、2023 年における公募基金全体の株式取引額は 22.34 兆元で前年比 6.8%減となり、証券会社全体の売買執行コミッションの収入は 164.66 億元で前年比 9.73%減となった。特に大手証券会社での売買執行コミッションの収入減は平均よりも高くなっている[22]。

また、公募基金管理会社が支払う売買執行コミッションの平均料率は、2021 年時点で約 0.08%であったが、2022 年で約 0.076%、2023 年で約 0.074%と徐々に低下してきている[23]。2024 年 7 月 1 日以降は、管理規定の適用により、パッシブ運用の株式型公募基金で 0.0262%、その他公募基金で 0.0524%の売買執行コミッション料率上限が課されることになる。結果、証券会社の売買執行コミッションの更なる収入減が見込まれる。ただし、2023 年の実績を見ると、売買執行コミッションの収益が証券会社の営業収益（4,059.02 億元）に占める割合は 4.1%であるため、その収入減が証券会社の経営に与える影響は限定的とも言える[24]。

売買執行コミッションを対象とした手数料改革は、証券会社・基金管理会社のビジネスモデルにも変化をもたらす可能性がある。証券会社にとっては、売買執行コミッションによるリサーチ・サービスへの支払いが圧縮され、リサーチ部門の収益減につながることが想定される。特に、中小証券会社のリサーチ部門は、縮小・撤退も視野に入る可能性がある。

また、売買執行コミッションと基金販売額の紐づけの禁止は、短期的には証券会社等の販社の基金代理販売収入の減少に繋がり得るが、中長期的には、販社としての証券会社は、自社にとっての対価よりも公募基金のパフォーマンスや投資家への適合性を重視するようになることも期待されよう。

２．EU のアンバンドリング規制撤廃との比較

英国・EU においては、2023 年 7 月よりリサーチ・アンバンドリング規制の見直しが進められている。具体的には、義務としてのアンバンドリング規制が廃止され、リサーチ・サービスへの対価は、自己資金・顧客資産・売買執行コミッションのいずれかで支払うことが選べるようになる。このように、英国・EU において、リサーチと売買執行の対価支払いの分離を義務付ける形のリサーチ・アンバンドリング規制が修正を余儀なくされた中、中国では新たにアンバンドリング規制を、パッシブ運用の株式型公募基金に限定するというアレンジを加えて、導入しようとしている。

こうした取り組みは、昨今の中国株を投資対象とするアクティブ・ファンドへの一般投

[21] 「基金分倉傭金下調“落地”：新籤合同費率“砍半”亦有機構在観望」『21 世紀経済報道』2023 年 10 月 18 日。
[22] 例えば、中信証券では 10.95 億元で前年比 11.15%減、広発証券では 8.24 億元で同 10.18%減、中信建投証券では 8.17 億元で同 13.76%減となっている。
[23] 「券商分倉傭金“蛋糕”縮水、駆動売方研究加速転型」『上海証券報』2024 年 4 月 3 日。
[24] 中国証券業協会のデータを参照。

資家の不満に対応することも期待される一方、中国においてもパッシブ運用がシェアを高める中、アクティブ運用の苦境を一層深めることにもつながりかねない。また、そうしたアレンジもなされた中、セルサイド・リサーチへの影響が、どの程度抑えられるかも論点となろう。中国において、今般の公募基金の手数料改革が、今後の資産管理業界の競争環境にどのような変化をもたらすのか、注目される。