

拡大する中国証券会社の富裕層向け資産管理業務

板倉 史門

■ 要 約 ■

1. 近年、中国では富裕層の増加により、金融機関が富裕層向けに資産管理業務等の金融サービスを提供するビジネス（以下、富裕層向け金融ビジネス）が注目を集めている。主要プレーヤーは、銀行、証券会社、信託会社、第三者理財機関（独立系資産管理会社）等であるが、圧倒的なシェアを持つ金融機関が定まっていない。
2. 富裕層向け金融ビジネスのなかでも、証券会社の富裕層向け資産管理業務が拡大し注目を集めている。中国の証券会社の資産管理業務は、一定以上の資産を持つ顧客と契約を結び、証券、その他金融資産への投資管理サービス（資産管理計画）を提供する業務である。同業務拡大の背景は、①証券監督管理委員会（証監会）による規制緩和、②証券会社によるビジネスモデル転換のニーズ、③増加する富裕層による運用ニーズ等の要因がある。
3. 2012年以降、資産管理業務に関する規制緩和が加速した。規制緩和後の中国の資産管理業務は、「定向資産管理計画」（我が国のSMA（Separately Managed Account）に相当）と「集合資産管理計画」（我が国の私募投信に相当）の二種類に分けることができる。2012年は、両計画への新規参入も相次いだ。
4. 子会社設立方式による公募投信業務への新規参入を含め、中国の証券会社が革新的な業務に取り組むためには、自己資本や資金を割り当てる必要がある。そのため、今後、証券会社による国内外でのIPO、POや債券、劣後債の発行といった資金調達が生発になることが予想される。中国証券会社の資産管理業務の発展とその資金調達機会の行方が合わせて注目される。

I. 拡大する中国の富裕層向け金融ビジネスと主要プレーヤー

近年、中国では富裕層の増加により、金融機関が富裕層向けに資産管理業務等の金融サービスを提供するビジネス（以下、富裕層向け金融ビジネス）が注目を集めている。招商銀行は、ベイン・アンド・カンパニーと共同で発表したレポート「2013年中国個人資産報

告」で、投資可能資産が 1,000 万元（約 1 億 3,680 万円）¹以上の中国人富裕層は、2013 年末時点で 84 万人（前年末比 20%増）に上り、その総投資可能資産は 27 兆元（同 22%増）になると予想している。現在、中国の富裕層向け金融ビジネスの主要なプレーヤーは、銀行（プライベートバンキング（PB）部門）、証券会社、信託会社、第三者理財機関（独立系資産管理会社）等である。同ビジネスでは圧倒的なシェアを持つ金融機関が定まっておらず、その上成長の余地が大きいと考えられているため、各金融機関は、同ビジネスの拡大を推進している。各プレーヤーの特徴は以下の通りとなる。

1. 銀行の富裕層向け金融ビジネス

銀行（PB 部門）は、「商業銀行理財商品販売管理弁法」²の規定に基づき、個人金融資産 600 万元（約 8,200 万円）以上の富裕層顧客に対して、資産管理、コンサルティングサービス（投資銀行業務、法律、税金、移民等）、付加価値サービス（ゴルフ場利用サービス提供、VIP サービス等）等を行っている。

2. 証券会社の富裕層向け金融ビジネス

証券会社は、「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」³の規定に基づき、個人金融資産 100 万元（約 1,368 万円）以上の富裕層顧客に対して、資産管理業務を行っている。富裕層顧客と「資産管理契約」を結び、証券、その他金融資産等の投資管理サービス（資産管理計画）を提供している。

3. 信託会社の富裕層向け金融ビジネス

信託会社は、「信託会社集合資金信託計画管理弁法」⁴の規定に基づき、個人金融資産が 100 万元（約 1,368 万円）以上もしくは、直近 3 年の年収が 20 万元（約 273 万円）以上の富裕層顧客に対して、資産管理業務を行っている。富裕層顧客と「資産管理契約」を結び、投資管理サービス（信託集合資産管理計画）を提供している。為替市場、資本市場、産業投資分野の全てに投資可能であることが特徴である。

4. 第三者理財機関（独立系資産管理会社）の富裕層向け金融ビジネス

第三者理財機関は、銀行、保険会社等の金融機関ではない独立系資産管理会社である。同機関は、富裕層顧客に対し、資産管理業務（投資助言、投資一任に係る業務、コンサルティング業務）を行っている。しかし、現状では第三者理財機関を管理監督する法律・法規は存在せず、自主規制機関もないことから法的整備が問題視されている。

¹ 本文中の邦貨換算については、国家外為管理局による 2012 年 12 月 31 日付の中間為替レートに基づき、1 元 = 13.68 円にて算出。

² 中国銀行業監督管理委員会が公布。2012 年 1 月 1 日より施行。

³ 中国証券監督管理委員会が公布。2012 年 8 月 1 日より施行。

⁴ 中国銀行業監督管理委員会が公布。2007 年 3 月 1 日より施行。

Ⅱ. 証券会社の富裕層向け資産管理業務

現在、中国の富裕層向け金融ビジネスの主要プレーヤー間での競争が激化している。なかでも富裕層向け資産管理業務が各プレーヤーから注目を集めている。同業務では、各機関は、①（資産運用機能を中心とした）他社より優れた商品・サービスを幅広く揃えること、②対象顧客の拡大を目指していることにおいては共通している。その中で、証券会社の富裕層向け資産管理業務が拡大し注目を集めている。以下では、証券会社が同業務を拡大してきた過程とその背景について触れる。また、以下で取り扱う証券会社の資産管理業務は富裕層向けを前提としたものである。

1. 証券会社の資産管理業務拡大の背景

証券会社の資産管理業務拡大の背景は、規制緩和、証券会社サイド、投資家サイドの要因が考えられる。

規制緩和の面では、近年、中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は証券会社に対して、ブローカレッジ業務や引受業務を中心とした従来型のビジネスモデルの転換、具体的には規制緩和を柱とした革新（イノベーション）業務の推進を促しており、革新業務の一つである資産管理業務の大幅な刷新を進めている（詳細は第三章で後述する）。

証券会社サイドでは、近年、主要業務であるブローカレッジ業務や引受業務が低迷しており、ビジネスモデルを転換して収入の多様化を図ることが生き残りのカギとなっている。革新業務の中では、特に資産管理業務の成長余地が大きいと考えられている。

投資家サイドからみても、近年、中国人富裕層は増加傾向にあり、富裕層の資産運用ニーズは次第に高まっている。

以上のような理由から証券会社の資産管理業務は拡大を続けている。また、今後、各証券会社は同業務を更に強化していくものと思われる。以下では、先ず、証券会社側から見た同業務拡大の意義・背景を解説する。その後、実際に行われた同業務への規制緩和について触れる。

2. ビジネスモデルの転換を迫られる証券会社

1) 2012年の証券会社業績、従来型業務の低迷

2012年の証券会社114社の営業収入総額は、前年末比20.68%減の1294.71億元、純利益は同24.14%減の329.3億元、営業収入純利益率は同2.11ポイント減の27.01%と前年比で減速した。従来の主要業務（ブローカレッジ、IB業務）の低迷が原因の一つとして考えられる。また、2007年から2012年までの証券会社全体の収入項目を見ても、同様に全体の収入に占める主要業務収入の比率が減少していることが確認できる（図表1）。特に2012年10月以降、A株のIPOが停止されており、従来型業務の環境は厳しい状況が続いている。

図表 1 中国証券会社の業務別の業績 (2007~2012 年度)

(単位: 億元、%)

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
営業収入	3,160.80	1,434.97	2,347.39	2,202.02	1,632.31	1,294.71
ブローカレッジ業務収入	1755.82 (55.55)	970.47 (67.63)	1555.38 (66.26)	1177.86 (53.49)	739.27 (45.29)	515.55 (39.82)
引受業務収入	101.77 (3.22)	77.20 (5.38)	124.88 (5.32)	249.92 (11.35)	211.54 (12.96)	177.37 (13.70)
トレーディング収入	939.38 (29.72)	52.80 (3.68)	277.22 (11.81)	339.11 (15.4)	220.19 (13.49)	290.14 (22.41)
受託顧客管理業務収入	45.83 (1.45)	24.53 (1.71)	27.22 (1.16)	35.67 (1.62)	38.68 (2.37)	26.80 (2.07)
利息収入	108.73 (3.44)	151.10 (10.53)	158.44 (6.75)	182.98 (8.31)	231.46 (14.18)	176.21 (13.61)
その他業務	209.24 (6.62)	158.99 (11.08)	204.45 (8.71)	216.45 (9.83)	191.14 (11.71)	95.03 (7.34)
純利益(億元)	1,412.76	522.58	1,019.59	821.68	260.97	329.30
営業収入純利益率(%)	44.70	36.42	43.44	37.31	28.24	27.01
業界資産収益率(ROE)(%)	38.69	13.79	19.89	13.79	6.85	4.74
上場証券会社資産収益率(ROE)(%)	24.55	11.80	14.17	12.75	9.45	3.23

(注) 1. 2012 年末時点の中国の証券会社数は 114 社。営業収入、純資産、営業収入純利益率、業界 ROE は証券会社 (非上場含む) 114 社が対象。

2. 2012 年末時点の中国上場証券会社は 19 社。上場証券会社 ROE は上場会社 19 社が対象。

3. 「定向・集合資産管理計画」から得られる収入は受託顧客資産管理業務収入に該当。

(出所) 中国証券業協会「中国証券業発展報告 2013」より野村資本市場研究所作成

2) 証券会社に対して業務の革新 (イノベーション) を促す証監会

この様な状況の下で、証監会は、2012 年 5 月に第 1 回証券会社革新発展研究討論会を開催し、証券会社に対し業務の「革新」を促している。「革新」とは「イノベーション」の中国語訳であるが、証監会としては、(対外開放を含む) 規制緩和によって証券会社のビジネスモデルの転換を図り、新たな収益源となる業務に取り組むよう証券会社を促す意味で使用しているものと解釈される。具体的な革新業務としては、資産管理業務、信用取引業務、中小企業私募債の引受け業務、店頭取引業務等が挙げられる。特に 2012 年は証券会社革新元年と言われ、証監会・郭樹清 (Guo Shuqing) 主席 (当時) の下、従来型業務の革新に向けた規制緩和が進んだ。また、証監会主席が肖鋼 (Xiao Gang) 氏に交代した後の 2013 年 5 月にも、第 2 回証券会社革新発展研究討論会が開催され、2012 年の業務の革新を総括すると共に、更なる業務の革新を要求した。

III. 証券会社の資産管理業務に対する規制緩和

第二章で見てきたとおり、近年、証券会社は従来の主要業務の収益の悪化によりビジネスモデルの転換を迫られており、証監会も証券会社に対して、革新業務の推進を促している。そのような背景もあり 2012 年以降、革新業務である資産管理業務に関する規制緩和が

加速した。以下では、同業務の規制緩和の詳細、その後の中国証券会社の資産管理業務の内容を見ていく。

1. 2012年10月の規制緩和

規制緩和の一つ目として、2012年10月18日に証監会が「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」修正版を施行したという点が挙げられる。同修正の特徴は以下の三点である。第一の特徴は、「集合資産管理計画」（我が国の私募投信に相当）を認可制から登録制に変更したことである。第二の特徴は、同計画の投資範囲が拡大され、証券先物取引所上場の投資商品、銀行間市場の投資商品、中期手形（MTN）等への投資が可能になったことである。第三の特徴は、商品設計の面でも大幅な規制緩和が行われ、「集合資産管理計画」、「定向資産管理計画」（我が国のSMAに相当）による信用取引、「集合資産管理計画」によるレポ取引が可能になったことである（図表2）。

2. 2013年6月の規制緩和

規制緩和の二つ目として、2013年6月26日に証監会が「証券会社資産管理業務管理弁法」を更に修正した点が挙げられる。同修正は、2013年6月1日より施行された「証券投資基金法」⁵の改正（いわゆる「新基金法」）に合わせたものである。同修正の特徴は以下の三点である。第一の特徴は、「集合資産管理計画」の適格投資家基準を明確化し、①個人投資家の場合は個人金融資産が100万元（約1,368万円）以上、②会社等の法人の場合は純資産が1,000万元（約1億3,680万円）以上に該当する投資家としたことである。第二の特徴は、「集合資産管理計画」の広告・宣伝に関して、現行の「広告・宣伝の一律禁止」から、「適格投資家以外の投資家向け広告・宣伝の禁止」に変更したことである。第三の特徴は、証監会による関連金融機関（証券会社、資産管理機関等）への不定期検査の実施、関連金融機関・同役員に対する法的責任の明確化など投資家保護を強化する修正が行われたことである。

図表2 2012年「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」修正版のポイント

	規制緩和後	規制緩和前
管理制度	・事後登録制	・認可制
投資範囲	・集合資産管理計画：証券先物取引所に上場の投資商品、銀行間市場の投資商品、中期手形（MTN）、元本保証及び非保証商業銀行理財商品への投資が可能に。 ・定向資産管理商品：投資家と証券会社が双方の話し合いで投資範囲を決め、制限は設けない。	・個別認可
商品設計	・集合資産管理計画、定向資産管理商品：信用取引業務への参入が可能に。 ・集合資産管理計画：レポ取引が可能に。	・個別認可

（出所）「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」より野村資本市場研究所作成

⁵ 我が国の「投資信託及び投資法人に関する法律」（投信法）に相当。

IV. 規制緩和後の中国証券会社の資産管理業務

1. 証券会社の資産管理業務

証券会社の資産管理業務とは、一定以上の資産を持つ顧客と「資産管理契約」を結び証券、その他金融資産への投資管理サービス（資産管理計画）を提供する業務である。「資産管理契約」とは、管理人（証券会社）と委託人（顧客）間で締結される資産管理契約である。同業務では、証券会社が運用機関となる。手数料体系は、「資産管理契約」によって決定される。募集投信の場合は、販売手数料、運用管理手数料、信託管理手数料が基本的な費用となる。一方で、証券会社の資産管理計画は、①預かり資産全体に運用管理手数料がかかる、②成功報酬が設定されることがある等の点で募集投信とは異なる。投資範囲も「資産管理契約」によって決められるため、募集投信に比べ多様な証券投資が可能になる。資産管理計画は、大きく2種類に分類できる（図表3）。

2. 規制緩和後の「定向資産管理計画」（我が国のSMAに相当）

「定向資産管理計画」とは、証券会社が特定の顧客に対し一対一の投資管理サービスを提供する資産管理業務である。同計画の第一の特徴は、オーダーメイドで商品組成をする点である。具体的な投資範囲、手数料等は、「資産管理契約」によって決められる。第二の特徴は、投資範囲に制限はなく顧客との契約によって決めることである。顧客との同意の下、全ての証券投資が可能である。第三の特徴は、単一顧客ごとに専用証券口座を開設し、証券会社が運用することである。証券会社は、顧客に対し「資産管理契約」で定めた時間・方法に従って、専用証券口座の資産状況、取引記録等を報告する必要がある。

同業務は、日本のSMA（Separately Managed Account）に相当し、同様に資産構成に関するアドバイス、注文の執行、運用会社、投信の紹介等を通じて顧客資産を総合的に管理する。運用管理手数料、信託管理手数料、成功報酬手数料が基本的な費用となる。募集投信とは異なり、販売手数料はかからず、運用管理手数料、成功報酬手数料は顧客との個別交渉になる。また、運用管理手数料が資産残高に対してかかることも日本のSMAと類似している。

図表3 中国の証券会社の資産管理業務

	定向資産管理計画(SMA)	集合資産管理計画(私募投信)
販売方法	一対一(オーダーメイド)	一対多数(募集人数200名以下)
投資家	最低投資額100万元(約1,368万円)	①個人金融資産が100万元(約1,368万円)以上、 ②会社等の法人純資産が1,000万元(約1億3,680万円)以上のどちらかに該当
投資範囲	顧客との契約によって決める(無制限)	限定型: 国債、社債、その他フィクストインカム商品、株式、株式型投信等 非限定型: 無制限(資産管理契約に基づく)

(出所) 「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」より野村資本市場研究所作成

3. 規制緩和後の「集合資産管理計画」（我が国の私募投信に相当）

「集合資産管理計画」とは、証券会社が複数の顧客に対し一対多数の投資管理サービスを提供する資産管理業務である。同計画の特徴は、2人以上200人以下の適格投資家に対して資金を募集し、商品販売を行うことである。具体的な投資範囲、手数料等は、「資産管理契約」によって決められる。投資範囲を限定するか否かで、限定型と非限定型の2種類に分かれる。顧客資産は、信託管理で運用される。証券会社は、毎四半期に一度、顧客に対し、四半期資産管理報告・資産信託管理報告を開示する必要がある。

同業務は、日本の私募投信に相当し、募集人数が公募投信とは異なっている。日本の私募投信は、金融商品取引法に基づき、省令で定める適格投資家50人未満に対して販売する投信商品となっている。一方、中国の「集合資産管理計画」は、証券法に基づき、省令で定める適格投資家200人以下に対して販売する商品とされている。

V. 資産管理業務に注力する主要な証券会社

中国証券業協会が公表している財務指標ランキングでは2010年度から新たに「受託顧客資産管理業務」が追加されている。2011年度と2012年度を比較すると、上位証券会社の顔ぶれはそれほど変わらないものの、国泰君安証券、中国国際金融有限公司（CICC）、申銀万国証券が同業務収益を大幅に伸ばしていることがわかる（図表4）。

特に、2012年末時点で前年末の第15位から第3位に躍進した申銀万国証券は、2012年末時点での同業務純利益が1.26億元（約17億円）と、前年末比で231%の伸び率を記録した。同社の急成長については、報道では銀行との協力（銀証合作）⁶の強化が同業務純利益

図表4 中国証券会社の顧客資産管理業務純利益ランキング

2011年顧客資産管理業務純利益			2012年顧客資産管理業務純利益		
順位	社名	金額(万元)	順位	社名	金額(万元)
1	光大証券	24,797	1	国泰君安証券	27,452
2	中信証券(CITIC証券)	21,776	2	中信証券(CITIC証券)	19,809
3	国泰君安証券	18,895	3	申銀万国証券	12,633
4	華融証券	14,119	4	中国国際金融有限公司(CICC)	12,427
5	東海証券	13,242	5	光大証券	11,908
6	広東発展証券	11,207	6	広東発展証券	11,199
7	東方証券	9,667	7	東方証券	9,726
8	華泰証券	9,287	8	宏源証券	9,548
9	招商証券	8,702	9	華泰証券	8,660
10	中国国際金融有限公司(CICC)	8,519	10	興業証券	8,437
15	申銀万国証券	5,463			

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

⁶ 具体的には、銀行窓口での証券会社組成商品の販売、銀行口座を証券取引の決済口座にする等。

の大幅な増加につながったとされている⁷。実際に 2012 年 6 月には上海浦東発展銀行⁸と協力協議覚書を締結し、資産管理、投信業務等での協力を開始している。国泰君安証券や中国国際金融有限公司も 2011 年末から 2012 年末にかけて大きく躍進した。

一方、中信証券の順位は 2011 年及び 2012 年とで第 2 位で変わらなかった。逆に、光大証券は、2011 年末の第 1 位から 2012 年末には第 5 位と、順位を下げ、同業務純利益も半分以上減らした。

2012 年度の証券会社の集合資産管理業務（私募投信）の新規参入は 15 社、定向資産管理業務（SMA）の新規参入は 35 社であった。増加の背景は、富裕層の増加により資産管理業務へのニーズが高まっていることに加え、2012 年に入り証監会によって、同業務が大幅に規制緩和されたことが大きく影響している。

VI. 今後の展望

1. 引続き拡大が予想される資産管理業務

以上見てきたように、中国の証券会社は、革新業務の中でも資産管理業務を拡大させている。証券会社の資産管理業務は、2012 年より本格的な規制緩和が開始され、現在ではクロスボーダーの投資規制はあるものの、国内での業務においては、日本の証券会社が享受しているのとはほぼ同等の業務範囲が認められている。一方で、中国の証券会社は、同業務の歴史が浅く、商品開発力、顧客開拓力等の面で課題が残っている。そのため、今後、中国は、日本を含めた他国・地域の経験を参照していく機会も出てこよう。

2. 証券会社による資金調達機会の増加

中国の証券会社が更に革新業務を推進するためには、適切なレベルを前提とした上でのレバレッジの拡大が必要である。また、子会社設立方式による公募投信業務への新規参入⁹といった新たな資産管理業務では、自己資本や資金を割り当てる必要がある。そのため、今後、革新業務に取り組もうとする証券会社による資金調達が活発になることが予想される。具体的には、国内外での IPO、PO や債券、劣後債の発行が考えられる。直近では、証監会は、①証券会社による CP 発行の再開、②「証券会社劣後債管理規定」の公布による劣後債発行、③レポ取引、債券担保レポ取引の柔軟性の確保といった形で、証券会社の資金調達を後押しする姿勢を示している。

証券会社の資金調達では、2013 年 5 月 22 日に香港取引所に上場した中国銀河証券の事例がある。同社の香港上場では、第一陣となる中核的投資家（コーナーストーンインベス

⁷ 2013 年 6 月 7 日経済参考報（新華社系）

⁸ 上海浦東発展銀行は、1993 年に設立された株式制商業銀行で、2012 年末時点で中国本土に 34 の支店、655 の拠点を持つ。扱っている運用商品は、銀行理財商品、投信、保険、外貨預金等。

⁹ 証監会が公布した「資産管理機関による公開募集証券投資基金管理業務への暫行参入規定」により、証券会社による子会社設立方式での公募投信業務への参入が可能になった。2013 年 6 月 1 日施行。

ター) 6社の中にマレーシア政府系投資ファンドのカザナ・ナショナルが入っている。同事例に見られるように、革新業務に取り組む中国の証券会社による海外での資金調達では、外国金融機関にも投資機会が開かれる可能性がある。

中国の証券会社の革新業務、中でも資産管理業務はまだ始まったばかりであり、今後の行方がその資金調達機会と合わせて注目される。