

## 多様化する中国の公募ファンド販売チャネルと

### 独立基金販売会社

宋 良也

#### ■ 要 約 ■

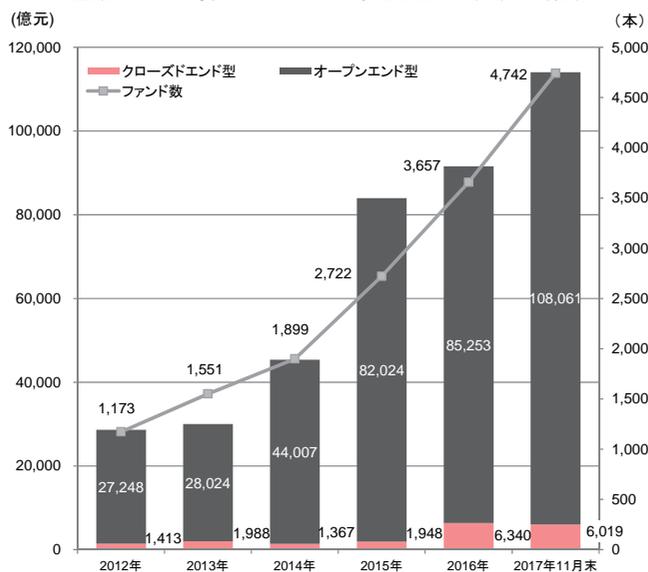
1. 中国における公募ファンド（公募投資信託）市場は、2012 年末時点の 2.8 兆元（48.1 兆円）から 2017 年 11 月末時点の 11.4 兆元（195.9 兆円）へと急速な成長を遂げ、日本の公募投資信託市場の規模を超えた。特に、MMF の急増は市場拡大のエンジン役を果たしている。
2. 公募ファンド市場の急成長の背景には、各販売チャネルにおける変化もある。従来の基金管理会社（運用会社）による直接販売と銀行・証券会社による代理販売に加わる形で、2012 年 2 月から、オンラインのプラットフォームの運営を通じてファンドの代理販売をする「独立基金販売会社」が認可され、その数は 4 年で 107 社までに拡大した。
3. 中国政府は、近年人気を集めていた確定収益型の銀行理財商品や資産管理プランなどにおけるリスクを懸念し、資産管理業務全体への規制強化を行っている。公募ファンドはリテール金融ビジネスにおける重要な商品となる可能性が高く、代理販売業務を行うためのライセンスの重要性も益々高くなるとともに、競争も激しくなっている。
4. このように競争の激しい市場において、銀行や証券会社は、機関投資家・富裕層向けに、得意とするリサーチ・営業部門の力を発揮し、コンサルティングサービスに注力していく構えである。一方、独立基金販売会社は、自社の中立性を維持し、客観的に商品の審査を行い、セグメント別に顧客ニーズを満足させる販売チャネルを目指すこととなろう。両者は、公募ファンド市場において、それぞれ欠かせない販売チャネルとして、位置づけを確立していくのではないかと考えられる。

## I 日本の投資信託市場を追い抜いた中国の公募ファンド市場

近年、中国における公募ファンド<sup>1</sup>市場は顕著な成長を示している。2012～2017年11月末にかけて、公募ファンドの発行本数は1,173本から4,742本へ、純資産の規模は2.8兆元（48.1兆円）<sup>2</sup>から11.4兆元（195.9兆円）へと急速な成長を遂げた（図表1）。その結果、中国の公募ファンド市場の規模は、日本の同水準を上回った<sup>3</sup>。個人金融資産残高に関する公式な統計データ<sup>4</sup>は公表されていないものの、中国証券投資基金業協会による中国証券投資基金年報（年間報告書）によれば、公募ファンドの市場規模は2016年末時点の中国家計部門の主要金融資産の92.3兆元（1,586兆円）の9.9%に相当し、また銀行預金の18.8%に相当する（図表2）<sup>5</sup>。

次に、2017年11月末時点の公募ファンド市場におけるファンド数・口数・純資産総額について見ると、まずファンド数では、バランス型ファンドが2,052本と最も多くなっている。債券型は982本、株式型は771本、MMF（マネー・マネジメント・ファンド）は347本と続き、QDII（適格国内機関投資家）型<sup>6</sup>は136本と最も少ない。一方、口数と純資産総額ではMMFが最も大きく、純資産は6.8兆元であり、シェア50%以上を占める（図表3）。これは、天弘基金が発行している「天弘余额宝」<sup>7</sup>をはじめ、オンラインで販売されるMMFの巨大化が貢献していると見られる。また、バランス型ファンドの割合

図表1 公募ファンドの純資産・本数の推移



（出所）中国証券投資基金協会より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 本稿での公募ファンド（公募基金）とは、日本でいう公募投資信託を指す。

<sup>2</sup> 2018年1月16日時点の為替レートは、1人民元=17.18円。

<sup>3</sup> 日本の公募投資信託（株式投信及び公社債投信）の純資産総額は、2017年11月末時点で109兆円。

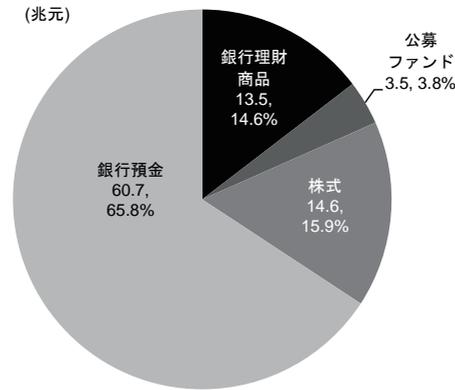
<sup>4</sup> 中国人民銀行が公表する資金循環勘定でストックではなく、フローベースでの算出となる。

<sup>5</sup> 2017年11月末時点で、公募ファンドの規模は、銀行預金の17.7%に相当する。

<sup>6</sup> 海外の株式・債券などに投資する公募ファンド。

<sup>7</sup> 天弘余额宝は、アリババ傘下のアントフィナンシャルの第三者決済サービスである支付宝（アリペイ）の余剰資金を有効活用するために組成されたMMFである。

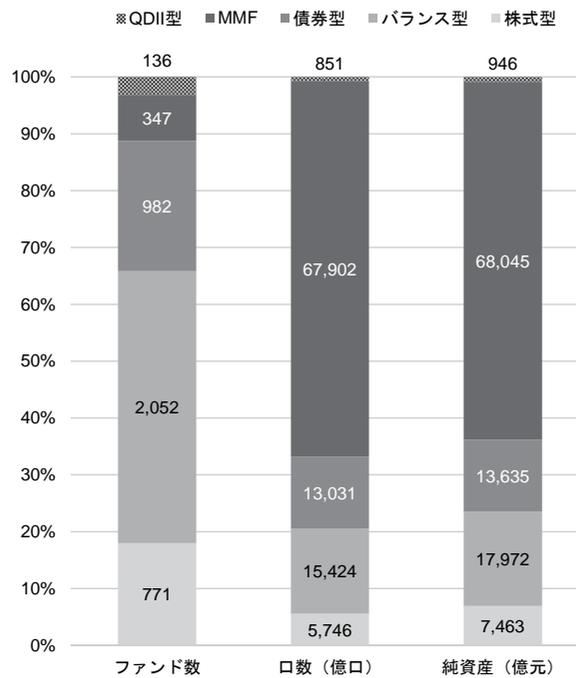
図表 2 中国家計部門の主要金融資産の構造 (2016 年末時点)



合計金額：92.3兆円

(注) ここでは、個人が保有する公募ファンドのみを指す。  
 (出所) 中国証券投資基金協会より野村資本市場研究所作成

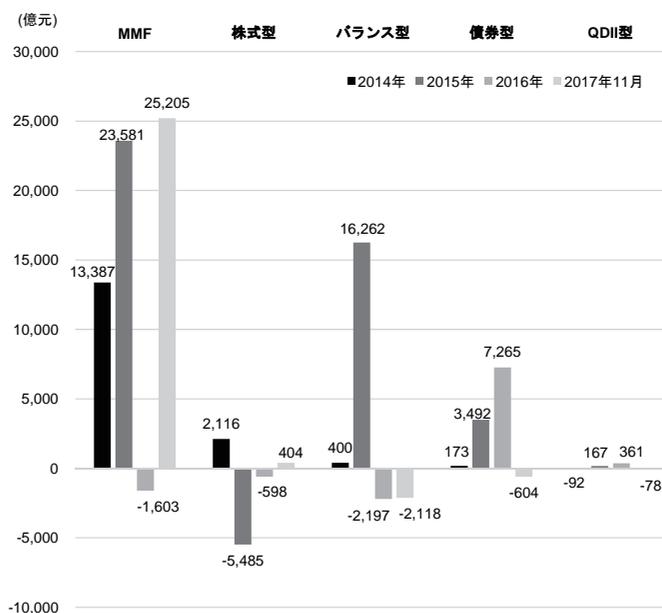
図表 3 公募ファンド (ストック) の内訳 (2017 年 11 月末時点)



(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

が株式型より大きくなっているが、これは中国証券監督管理委員会（証監会）が公布した「公開募集証券投資基金運作管理弁法」（2015 年 8 月 8 日実施）によって、株式型ファンドにおける株式への最低投資割合が 60%から 80%へ引き上げられたことを受け、389 本の株式型ファンドがバランス型ファンドに変更されたことが影響している。一方、MMFの急増により、株式型・バランス型のファンドの比率は 2014 年の 43.5%から、2017 年 11 月末には 23.5%へと減少している。

図表4 公募ファンドの資金流入の内訳



(出所) 中国証券投資基金協会より野村資本市場研究所作成

前述の通り、公募ファンドの資金流入の動向を見ても、MMF が市場拡大のエンジン役を果たしていることは明らかであり、2014年にはMMFだけでも1.3兆元、2015年には同2.4兆元、2017年11月末までには同2.5兆元の純流入を実現した(図表4)。その一方で、2015年は、株式市場において変動が起き、株価が乱高下したことなどを背景に、株式型ファンドから5,485億元に及ぶ純流出が発生した。投資家の資金はリスクが比較的低いファンドへ流入し、特にバランス型ファンドへの純流入額は、2014年の400億元から、2015年には1.6兆元へと飛躍的に増大した。債券型ファンドは、2015年と2016年は、それぞれ3,492億元と7,265億元の純流入を実現したが、2017年では、債券市場の軟調もあり、11月末時点では、604億元の純流出となっている。

## Ⅱ 中国における公募ファンドの販売チャンネルと独立基金販売会社

### 1. 公募ファンドの販売チャンネル

中国で公募ファンドを販売するには、従来は、証監会が発行する公募ファンド販売ライセンスが必須であり、基金管理会社(運用会社)による直接販売と、銀行や証券会社等の金融機関による代理販売のみが販売チャンネルであった。その後、独立基金販売会社による代理販売も認められ、投資顧問会社である東方財富傘下の天天基金等4社が、2012年2月22日に独立系として初めて公募ファンド販売ライセンスを取得した。本章では、それぞれの販売チャンネルの取組みについて紹介する。

### 1) 基金管理会社による直接販売

各基金管理会社による直接販売は、主に個人投資家向けと機関投資家向けの2種類がある。個人投資家向けでは、主にオンラインでの販売となり、基金管理会社が立ち上げたウェブサイト上に口座を開設し、公募ファンドを購入するという流れをとる。投資家はオンラインにアクセスする環境が求められ、また異なる基金管理会社が運用する公募ファンドを購入するためには、それぞれのウェブサイト上で口座を開設する必要がある。投資家側からすると、基金管理会社から直接購入するため、取引手数料の水準が代理販売より低く設定されるものの、他社の公募ファンドとの比較や乗り換え等ができないというデメリットもある。

一方、機関投資家は、主に銀行、保険会社、証券会社などの金融機関を指している。そのうち、単純に公募ファンドに投資するものもあるが、最も多いのは、銀行理財商品（集団投資スキーム）の投資ルートの一つとして、基金管理会社が公募ファンドを専門的に組成するケースである。これは、銀行等を含む委託者の指図に基づき、基金管理会社が受託者として、公募ファンドに投資する銀行等の資産を管理する、いわゆる「ツール業務」の一種である。

### 2) 銀行・証券会社による代理販売

銀行での公募ファンドの代理販売は、主に各支店での窓口販売に依存している。投資家にとっては、銀行口座から直接資金の決済ができるため利便性がある一方、銀行が扱う公募ファンドの数は限られており、また銀行にとって公募ファンド販売は本来の主力業務とは異なるため、投資アドバイザーとしての専門性を有した人材が不足していると指摘されている。

また、証券会社での代理販売は、リスク許容度の高い証券会社の顧客層を持っており、顧客に対し、より専門的な投資アドバイスを提供できるというメリットを持つ一方、窓口販売を展開できる支店数が銀行に比べ不足しているという課題もある。

### 3) 独立基金販売会社

独立基金販売会社は、主に銀行、証券会社や保険会社といった金融機関ではなく、オンライン上のプラットフォームの運営を通じて、顧客に対し公募ファンドを提供する業者である。典型的な販売事例は、電子商取引業者であるアリババの金融子会社のアントフィナンシャル傘下の「螞蟻財富（螞蟻（杭州）基金販売有限公司）」<sup>8</sup>で、アリババの第三者決済サービス「支付宝（アリペイ）」に口座を持つ顧客が、アリペイの口座にある資金を使ってMMFの天弘余额宝に投資するものである。独立基金販売会社は、MMF以外の公募ファンドも取り扱い、複数の基金管理会社と販売契約を結ぶため、公募ファンドの取扱い本数が、銀行や証券会社による代理販売と比べて多くなるのが一般的である（図表5）。

<sup>8</sup> 同社の設立当初の名称は「螞蟻聚宝」、2017年6月14日に、正式に「螞蟻財富」に改称された。

図表 5 機関別の公募ファンド代理販売数（上位 20 社）

	機関名	種類	販売形態	取扱い ファンド数
1	天天基金	独立基金販売会社	オンライン	3,862
2	上海好買基金	独立基金販売会社	オンライン	3,579
3	上海陸金所	独立基金販売会社	オンライン	3,528
4	浙江同花順基金	独立基金販売会社	オンライン	3,359
5	螞蟻基金販売	独立基金販売会社	オンライン	3,339
6	珠海盈米財富管理	独立基金販売会社	オンライン	3,225
7	深圳衆祿基金販売	独立基金販売会社	オンライン	3,192
8	中信建投証券	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	3,184
9	平安証券	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	3,132
10	中国銀河証券	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	3,120
11	中信証券	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	3,116
12	光大証券	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	3,090
13	中信証券(山東支社)	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	3,051
14	諾亜正行基金販売投資	独立基金販売会社	オンライン	2,973
15	上海長量基金販売投資	独立基金販売会社	オンライン	2,972
16	深圳市新蘭德証券投資諮詢	独立基金販売会社	オンライン	2,959
17	北京肯特瑞財富投資管理	独立基金販売会社	オンライン	2,944
18	国泰君安証券	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	2,936
19	申万宏源証券	証券会社	主に店頭(オンラインもあり)	2,926
20	北京匯成基金販売	独立基金販売会社	オンライン	2,923

(注) 2018年1月17日時点のデータ。

(出所) Windより野村資本市場研究所作成

## 2. 公募ファンドの販売チャネルにおける変化

### 1) 基金管理会社による直接販売の増加

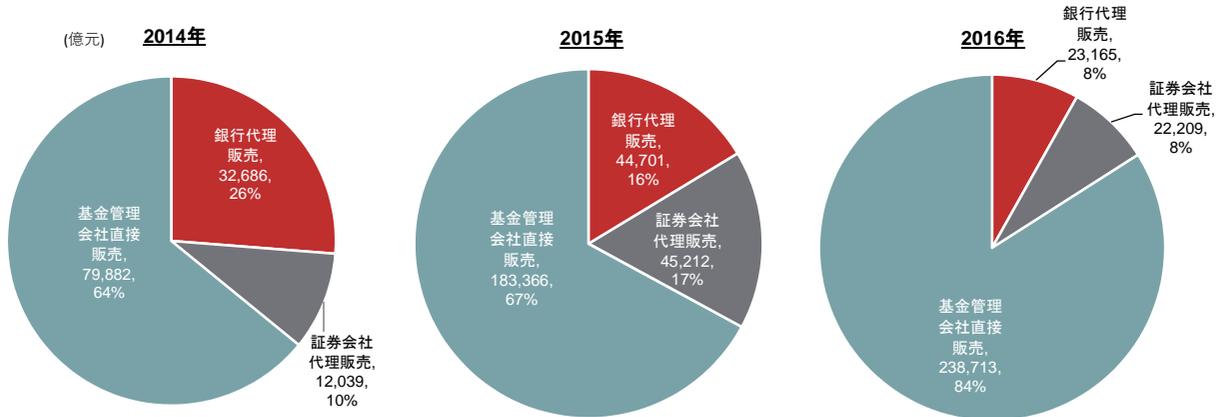
中国証券投資基金業協会によると、公募ファンドの販売額（新規募集を含む）のうち、基金管理会社による直接販売の割合は、2014年の64%から2016年の84%までに急増している。一方、銀行や証券会社の代理販売の割合が低下している。直接販売の拡大の背景は、MMFの増加によるものと思われるが、そのうちの多くは機関投資家向けとなっている（図表6）。特に2015年から、機関投資家の公募ファンドの保有残高割合は56%を占め、初めて個人投資家を超え、全体の半数を超えてきている（2016年末時点の同割合は58%）。

### 2) 従来の代理販売チャネルの問題点

#### (1) 銀行の代理販売の問題

基金管理会社による直接販売は、MMFを中心に急増しているが、その他の公募ファンドでは、商業銀行による代理販売がなお主なチャネルとなっている。しかし、商業銀行の本業である銀行預金で顧客がファンドを買うという構図は、銀行にとって既に持っているファンドを顧客に売却させ、新規募集のファンドへの買い替えを勧めるというインセンティブがあり、また、基金管理会社に対しても、銀行は自社の代理販売における優位性を利用し、基金管理会社により高い販売報酬を求める傾向がある。

図表 6 販売チャネル別の公募ファンド販売額（新規募集含む）



(注) 独立基金販売会社はデータが提供されていない。  
 (出所) 中国証券投資基金協会より野村資本市場研究所作成

中国における公募ファンドの総数は、2017年11月末時点で4,742本と非常に多いが、銀行の代理販売対象の公募ファンドは、基金管理会社から得る販売報酬の高い新規募集のファンドが多い。新設された公募ファンドの代理販売をすることは、銀行にとっては販売報酬の獲得、基金管理会社にとっては規模拡大や知名度アップにつながるため、更にファンドを新設し、代理販売してもらうというサイクルになりやすい。一方で、顧客にとっては、成績の良い公募ファンドではなく、新しいファンドの買い替えを常に勧められるという事態になりかねない<sup>9</sup>。

## (2) 証券会社の代理販売における利益相反の問題

中国の証券業界においても、基金管理会社からの公募ファンド販売の見返りとして、当該ファンドのポートフォリオの入れ替えなどを、販売証券会社の口座から発注するよう、暗黙の約束を交わす習慣があるとされる。証券会社にとっては、基金管理会社からのトレーディングの手数料収入は、個人投資家からの収益よりもはるかに大きくなる場合があるため、顧客にとって良い公募ファンドを勧めるよりも、トレーディング収入が多く見込める基金管理会社のファンド販売に注力することがあり得る。一方で、規模の小さい基金管理会社では、多額のトレーディングが行われることは限られるため、証券会社の代理販売チャネルで大手の基金管理会社との競争に勝つことは難しいとされる。大手の基金管理会社がより力を強めることで、中小規模の基金管理会社との格差が広がるため、基金管理会社がトレーディング量の少ない債券型ファンドなどを開発するインセンティブも少ない。また、証券会社の営業担当者が、顧客のリスク許容度に合わないハイリスク・ハイリターン公募ファンドを安易に勧める恐れもある<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> <http://finance.people.com.cn/fund/n/2015/0518/c201329-27014367.html>

<sup>10</sup> 中国証券報「券商基金販売日漸“消瘦”」（2012年1月16日）

### 3) 中国政府が独立基金販売会社を後押しする理由

2004年6月に、中国証監会は公募ファンドの販売業務に対する管理の規範となる「証券投資基金販売管理弁法」を初めて公布し、これが公募ファンドの販売会社に対する初めての法律となった。従来の公募ファンドの販売チャネルは、同弁法の規制により、主に商業銀行、証券会社による代理販売と基金管理会社の直接販売のみであった。前述の通り、銀行や証券会社が直面する課題に対し、当局は定着化する販売チャネルに変化をもたらし、競争を生み出すことで、顧客がより良い公募ファンドを購入できるよう販売チャネルの拡大を図ることを目的として、2012年6月15日、中国証監会は「証券投資基金販売管理弁法第10条、第11条及び第12条の改訂に関する決定（パブリックコメント版）」を公布した<sup>11</sup>。この新たな証券投資基金販売管理弁法の施行により、公募ファンド販売の業務資格申請に対する登録制改革が行われるようになり、公募ファンド販売会社の種類が拡充され、先物会社や保険会社等が初めて、公募ファンド販売業務を取り扱うことができるようになった。

さらに半年後の2012年12月27日に、「証券投資基金販売会社が第三者のeコマースプラットフォームを通じた証券投資基金販売業務指針（試行）」が公布され、公募ファンドの販売チャネルのオンライン化の動きも出始め、2013年2月17日に証監会より「証券投資基金販売管理弁法」の正式な改訂版が公布され、2013年6月1日に施行された<sup>12</sup>。その後、独立基金販売会社の数は、2016年9月末時点で計107社までに増加し、凄まじいスピードで規模が拡大した（図表7）。

独立基金販売会社の公募ファンド保有残高をみると、2016年末時点では、まだ全体の1%強でしかなく、現時点ではまだ市場に対する影響力は限定的である（図表8）。しかしながら、金融サービス会社の東方財富傘下にある独立基金販売会社の天天基金網の販売額は、2015年時点で7,000億元に達していることから、今後の注目すべきプレイヤーとして変わりはないと思われる。

図表7 公募ファンドの代理販売会社数

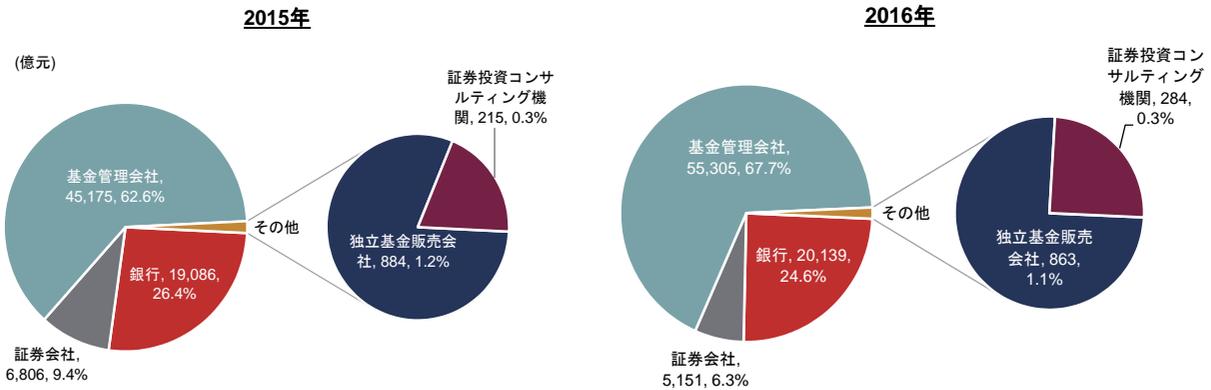
	商業銀行	証券会社	先物会社	保険会社	保険代理販売会社／保険ブローカー	証券投資コンサルティング機関	独立基金販売会社
2013年12月末	89	98	2	0	0	6	28
2014年9月末	98	98	3	3	0	6	42
2015年4月末	107	98	7	4	2	6	53
2016年9月末	141	99	18	4	5	6	107

（出所）中国証監会より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201206/t20120615\\_211437.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201206/t20120615_211437.htm)

<sup>12</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201303/t20130316\\_222342.htm?keywords=](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201303/t20130316_222342.htm?keywords=)

図表 8 公募ファンド販売会社による保有残高



(出所) 中国証券投資基金協会より野村資本市場研究所作成

#### 4) 規制強化と競争激化に直面する独立基金販売会社

##### (1) 当局による規制強化

中国では、FinTech 関連の金融サービスは、インターネット金融（中国語：互聯網金融）と呼ばれており、独立基金販売会社のほとんどはオンラインによるサービスを提供しているため、インターネット金融の枠組みに入っている。中国政府はこれまでインターネット金融の発展を黙認していたが、2015年7月18日に、中国人民銀行等の中国政府10部門は、「インターネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」を公布した<sup>13</sup>。これが、中国政府による初めてのインターネット金融に対する包括的な指針となる。インターネット金融の急速な発展は、オンライン決済の普及に象徴されているように、人々の生活において益々重要になってきているが、一方でP2Pインターネット融資会社の急増と淘汰のリスク要因も蓄積されている。政府が上記の指針を出したのは、同業界における規律を高めることが目的と考えられる。

他方で、公募ファンド代理販売の業界でも、リスクとなる要因がみられる。例えば、一部の基金管理会社では、顧客への勧誘、販売行為やアフターサービスをオンラインの金融総合サービスのプラットフォームに一任し、公募ファンド購入のための口座の作成だけ名目上、基金管理会社の直接販売チャネルを利用するというケースがあった。一部の公募ファンド販売ライセンスを持たない会社を実質的には公募ファンド販売を行うというこれらのやり方は、当局の規制に反する行為である。従って、当局はこれに歯止めをかけ、独立基金販売会社の公募ファンド販売ライセンスの認可に対して厳しく対応してきたため、2016年9月から2017年9月まで、新たに認可を得た独立基金販売会社はない状況であった<sup>14</sup>。

<sup>13</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2813898/index.html>

<sup>14</sup> それ以降、公募ファンド販売ライセンスを取得したのは、民商金融技術（上海）有限公司（2017年10月）とネット大手テンセント傘下の騰安信息科技（深圳）有限公司（2018年1月）のみ。

## （２）独立基金販売会社の競争激化

当局が新たな認可を中断していたこともあり、公募ファンド販売ライセンスに対するニーズは高まっている。ライセンスを保有する既存の独立基金販売会社へ出資することで、基金代理販売業界への参入は可能であるが、出資のためのコストは高騰していると言われている。既にライセンスを持つ一部の会社は、本来の主力業務である公募ファンド代理販売よりも、ライセンスそのものを維持することを目的とし、今後自社を売却する時に利益を獲得する意向とも見られる。一方、独立基金販売会社は、業界トップの天天基金網（東方財富傘下）、陸金所（平安グループ傘下）、螞蟻財富（アントフィナンシャル傘下）などに顧客が集中しており、その他の独立基金販売会社は、投信販売に参入したい大手に買収される可能性もある。銀行・証券会社等の既存の代理販売会社を含め、業界内の競争が更に激しくなると予想される。

この状況の中、銀行・証券会社は自社の顧客に対し、オンラインによるサービスの提供にも注力している。例えば、商業銀行大手の招商銀行は、2016年12月6日に自社のリテール業務におけるモバイルアプリ「招商銀行 APP5.0」をリリースし、アプリを通じて、商業銀行で初のロボ・アドバイザーとなる「摩羯智投」を開始した。顧客の予想投資期間やリスク許容度等に関するアンケートを実施した上で、ポートフォリオを提示する仕組みになっている。また、証券会社では、証券大手の中信証券がモバイルアプリで金融商品総合プラットフォームである「信e投」をリリースし、公募ファンド代理販売のみならず、株式売買、信用取引、店頭（OTC）取引など、証券会社にしかできない業務を提供している。その他の銀行・証券会社もこれに追随し、独立基金販売会社に引けを取らないようネット戦略を展開しつつある。

## Ⅲ 代表的な独立基金販売会社の事例

### 1. 天天基金網（東方財富網の子会社）

天天基金網の親会社である東方財富網は、中国でウェブアクセス数が上位の金融サイト大手であり、2004年3月のサービス提供開始以来、経済や株式・債券、先物、外国為替等の商品に関する情報提供を行っている。独立基金販売会社の制度が創設されたことを受け、同社は天天基金網を立ち上げて第1号の認可を取得し、サービス提供を実現した。

天天基金網のサービス概要は図表9の通り、公募ファンドのデータ（基準価格、純資産額、ポートフォリオ等）、推奨対象ファンド等の数多くの情報が提供されている。eコマース企業大手による第三者プラットフォームと比べると、天天基金網は公募ファンド販売にほぼ特化しているが、これは同社が公募ファンドについて競合他社以上のサービス水準を提供したいという意図を持っているからと考えられる。

天天基金が代理販売をする純資産上位の公募ファンドは、MMFが大半を占めており、その他に債券型ファンド等がある（図表10）。投資家が、まずは比較的投資のしやすい

図表 9 天天基金網のオンラインサービス概要

サービス項目	概要
ファンドのデータ全般	<ul style="list-style-type: none"> <li>基準価格</li> <li>純資産</li> <li>ファンドランキング</li> <li>ポートフォリオ</li> <li>各ファンドのディスカッションコーナー</li> </ul>
推奨対象ファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>MMF</li> <li>バランス型ファンド</li> <li>香港株に投資するQDIIファンド</li> <li>上海・香港ストックコネクト／深圳・香港ストックコネクト対象株に投資するファンド</li> </ul>
テーマ別による推奨対象ファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>収益型ファンド</li> <li>安定的な収益型ファンド</li> <li>注目度の高いテーマのファンド</li> <li>高級理財ツール型ファンド</li> </ul>

(出所) 天天基金網ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 10 天天基金網が代理販売をする主な公募ファンド（純資産順）

ファンド名	類型	純資産(億元)	設立日	代理販売開始日
工銀瑞信貨幣	MMF	2,301	2006-03-20	2013-01-24
平安大華日増利	MMF	1,151	2013-12-03	2015-09-25
鵬華添利宝	MMF	887	2015-07-21	2015-07-13
農銀匯理金穗純債	債券型	811	2016-11-07	2016-10-31
南方天天利B	MMF	799	2016-10-20	2016-10-14
匯添富現金宝	MMF	562	2013-09-12	2017-12-20
博時合惠貨幣B	MMF	532	2017-01-13	2016-12-19
南方現金増利B	MMF	492	2009-07-22	2013-03-15
農銀匯理紅利A	MMF	470	2014-12-19	2014-12-03
工銀瑞信如意	MMF	435	2016-12-23	2016-12-12

(注) 2018年1月17日時点のデータ。

(出所) Windより野村資本市場研究所作成

MMF から投資を開始し、その後他のリスクの高い商品を投資する傾向にあるためと思われる。また、設立日や代理販売開始日からもわかるように、天天基金は、新設ファンドよりも、運用期間が長めで評価の高いファンドを代理販売しており、これは銀行・証券会社と比べて、差別化要因の一つと思われる。

## 2. 陸金所（中国平安グループの子会社）

陸金所（上海陸家嘴国際金融資産取引市場股份有限公司）は、中国の総合金融グループである中国平安グループ<sup>15</sup>傘下の子会社で、2011年9月に上海で設立（資本金 8.37 億元）され、中国最大のオンライン投融資プラットフォームの一つである。陸金所のオンライン

<sup>15</sup> 中国平安グループは、保険業務を中核としており、証券会社、銀行、基金管理会社、資産管理会社等の子会社を持つ。

プラットフォームでは、公募ファンド販売のみならず、親会社の本業である保険、理財商品、P2P レンディングなど、数多くの商品・サービスを提供している（図表 11）。例えば、投資型保険の中でも平安保険が専門とする終身年金保険に注力しているほか、自動車保険、国内・海外旅行の傷害保険等が購入可能であり、投資家にとってメリットが大きいと思われる。

中国平安グループは、陸金所以外にも、平安銀行、平安証券による公募ファンドの代理販売チャンネルを有している。また、平安グループ傘下の基金管理会社である平安大華基金による直接販売も行われている。それでも、陸金所に公募ファンド販売ライセンスを取得させたのは、独立基金販売会社という位置づけを通じて、グループ会社が運用しないプロダクトも含めて総合的な金融サービスを提供できるオンラインプラットフォームを構築したかったためであると思われる（図表 12）。その証拠に、陸金所が代理販売する公募ファンドを基金管理会社別に見ても、平安グループ傘下の基金管理会社に偏っていないことがわかる。また、取扱いファンド数も陸金所の 3,528 本は平安証券の 3,132 本を上回っている<sup>16</sup>。

図表 11 陸金所のオンラインサービス概要

サービス項目	概要
取扱い商品	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 公募ファンド</li> <li>• P2Pレンディング</li> <li>• 資産管理プラン</li> <li>• 保険</li> </ul>
ファンドのデータ全般	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 基準価格</li> <li>• 純資産</li> <li>• 顧客の収益総額</li> </ul>
推奨対象ファンド（週次更新）	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 金のETFリンクファンド</li> <li>• MMF</li> <li>• 上海・香港ストックコネクト／深圳・香港ストックコネクト対象株に投資するファンド</li> </ul>
テーマ別による推薦対象ファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>• QDIIファンド</li> <li>• 国有企業改革の関連株ファンド</li> <li>• 高配当ファンド</li> </ul>
資産設計ツール	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不動産購入</li> <li>• 結婚資金</li> <li>• 子供の教育資金</li> <li>• 定年後の人生設計</li> </ul>

（出所）陸金所ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> 2018年1月17日時点のWindによるデータ。

図表 12 陸金所による代理販売の公募ファンド（基金管理会社別）

基金管理会社	基金管理会社 のファンド総数	陸金所による 代理販売 ファンド数	代理販売 ファンドの比率 (%)
博時基金	185	162	87.6
鵬華基金	145	90	62.1
広発基金	143	79	55.2
招商基金	135	82	60.7
嘉実基金	134	78	58.2
南方基金	130	101	77.7
易方達基金	118	77	65.3
工銀瑞信基金	110	93	84.5
華夏基金	108	62	57.4
国泰基金	97	76	78.4
華安基金	97	77	79.4
建信基金	90	71	78.9
大成基金	84	68	81.0
中銀基金	84	60	71.4
匯添富基金	84	64	76.2
富国基金	83	67	80.7
銀華基金	76	54	71.1
交銀施羅德基金	75	51	68.0
信誠基金	72	41	56.9
長盛基金	72	52	72.2
平安大華基金	38	22	57.9

(注) 網掛けの平安大華基金は、平安グループ傘下の基金管理会社。

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

### 3. 螞蟻財富（螞蟻基金販売）

螞蟻財富も、中国における代表的な独立基金販売会社である。当初、アリババが天弘余额宝 MMF に力を入れてきたのは、公募ファンド販売よりも、アリペイの余剰資金に対して定期預金並みの「利息」を提供することで顧客の「理財ニーズ」を満たし、アリババの決済システムへより多くの資金を導入することが目的であったと考えられる。

アントフィナンシャルの本格的な公募ファンド販売は、アリババの e コマースサイトである「淘宝（タオバオ）」で、基金管理会社の直接販売の窓口として「基金旗艦店」サービスを提供したことから始まった。その後、タオバオのブランド効果が徐々に浸透する中で、アリババは顧客の資産運用ニーズに目を付けて、タオバオのサイト上に基金管理会社の直接販売窓口を置くだけでなく、アリババ自体が数多くの基金管理会社の商品を審査・採用し、総合的な公募ファンド代理販売チャネルを創る戦略へと転換を図った。そのため、アリババはタオバオでの基金旗艦店のサービスを全て終了し、2015 年に独立基金販売会社の「数米基金網」を買収することで、公募ファンド販売ライセンスを獲得した。

その後、数米基金網を「螞蟻基金販売会社」へと改称し、公募ファンド代理販売サービスをスマートフォン用アプリの「螞蟻財富」というプラットフォームへ統合した（図表

図表 13 螞蟻財富のオンラインサービス（スマートフォン）概要

サービス項目	概要
取扱商品	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MMF(天弘余額宝がメイン)</li> <li>• その他の公募ファンド</li> <li>• 運用型の年金保険商品</li> <li>• 資産管理プラン</li> </ul>
推奨対象ファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 金のETFリンクファンド</li> <li>• 業績ランキング上位のファンド</li> <li>• 累積投資によるパフォーマンス上位のファンド</li> <li>• 人気テーマ（人工知能: AI、雄安特区関連等）の関連ファンド</li> </ul>
基金管理会社の紹介 (中国語: 財富号)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 基金管理会社の人気商品コーナー</li> <li>• 資本市場関連ニュース</li> <li>• 投資家向けオンライントレーニング講座</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国内・海外の主要株式市場の情報（個別銘柄含む）</li> <li>• 投資家向けの電子掲示板</li> </ul>

(出所) 螞蟻財富ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

13)<sup>17</sup>。また、そこでは公募ファンド代理販売のみならず、「定期理財」と呼ばれる P2P レンディング、「活期理財」と呼ばれる天弘余額宝 MMF、金の ETF に投資するファンドなど、さまざまな金融商品が提供されている<sup>18</sup>。なお、従来は、このプラットフォームによるファンド販売は、実質的に天弘余額宝 MMF の販売がメインとなっていたが、現在ではその他の株式型・債券型ファンドへの注目も高まってきている。

また、アリペイの顧客は現在 5 億人にも上り、その中には投資経験のない人も多い。こうした投資未経験者にとっては、「螞蟻財富」のモバイルアプリを通じた投資の方が、証券会社よりも敷居は低い一方で、数多くのサービス、金融商品を選択できることがメリットとなる。特に、投資経験のない個人投資家は、天弘余額宝のように、元本保証に近いローリスク・ローリターンを最初の投資対象とし、その後、長期的なリスクが少し高いファンドにも注目する傾向が強い。そのため、異なるリスク水準の商品を組み合わせたり、累積投資等の長期・分散投資のファンドにも強みのある螞蟻財富は、このようなサービスの訴求力が極めて高いと考えられる。

<sup>17</sup> 螞蟻財富が天天基金網や陸金所との最も大きな違いは、パソコンからのアクセスではなく、モバイルアプリのみのサービスに限られている。また、アリペイは顧客からの申し込みにより、残高を天弘余額宝 MMF への自動で買付ける仕組みである。

<sup>18</sup> 螞蟻財富でのファンド販売は、販売時における注意事項等の文言がファンドの販売画面に表示されるようになっている。

## IV 今後の注目点

### 1. 理財商品等に対する規制強化と重要性を増す公募ファンド

中国の投資家は、今まで確定収益型<sup>19</sup>の銀行理財商品や証券会社の資産管理プランに興味を示していた。一方、これらの商品の多くは、証券取引所や銀行間債券市場で流通していない貸付資産、貸付信託、委託債権、銀行引受手形などの「非標準化債権資産」に投資しており、地方政府の融資プラットフォームの不動産関連債権に投資している場合も少なくないとされている。不動産価格の下落や地方債のデフォルトは、理財商品を通じて、金融システム全体のリスクを引き起こすことになりかねない。中国政府は、これらの事態を懸念し、2016年から2017年にかけて、銀行理財商品の投資ルートの制約をはじめ、資産管理業務全体への規制強化を行ってきた。具体的には、2017年11月17日に、中国人民銀行等中国政府5部門は「金融機関資産管理業務の規範化に関する意見」のパブリックコメントを実施した。同意見は、規制アービトラージ、商品の多層的な投資、暗黙的な元利保証等の問題を指摘した上で、管理監督基準の明確化と統一化を求めた。今後、このような規制強化が行われれば、銀行理財商品や証券会社の管理型プラン<sup>20</sup>の新規組成は従来のようにできなくなる可能性がある。

こうした背景の下、銀行や証券会社にとって、投資信託はリテールビジネスにおける重要な金融商品となりつつある。近年のMMFの残高の急増は、まさにこういった傾向を反映している。また、投資家にとって、理財商品は期間が固定されているため、換金できないリスクがあり、いつでも売却可能な公募のMMFは、流動性のニーズを満たすことが可能である。また若い世代にとっては、株式型やバランス型の公募ファンドが、資産形成のために重要な選択肢の一つとなりつつある。

### 2. 公募ファンドの販売チャネルの未来

投資家の中では、自分の資産を専門家に預けて運用してもらうか、専門家からアドバイスをもらいたいタイプもいれば、自分の資産は自分ですべてきちんと管理したい人もいる。前者のタイプは、すべての取引行為がオンラインで完結するようなスタイルを好まない可能性が高く、コンサルティング型営業は引き続き重要になってくると思われる。銀行・証券会社は、既に得意とするリサーチ・営業部門の専門家の協力を通じて、機関投資家・富裕層向けのコンサルティングサービスに特化し、より専門的で高度な投資情報を提供しは

<sup>19</sup> 予想利回りが設定されている金融商品の一般的な分類。

<sup>20</sup> 資産管理プランには「運用型」と「管理型」が存在し、前者では証券会社が自らの裁量で運用するのに対して、後者では銀行等の委託者の指図に基づき受託者としての証券会社が資産を管理する。ここではその後者を指している。詳細は、関根栄一「中国・証券会社の資産管理業務に対する規制の変遷と今後の展望」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号（ウェブサイト版）参照。

じている。独立基金販売会社は、このような状況下では、さほど有利とはいえないであろう。

独立基金販売会社がオンラインで提供するサービスは、①利便性が高い、②手数料が安い、③公募ファンドのみならず、様々な金融商品を品揃えできるなどのメリットがある。さらに、独立基金販売会社が、自社の中立性を維持し、客観的な商品の審査を行うことができれば、かなりの程度、公募ファンド投資家からの評価が得られると考えられる。銀行・証券会社と独立基金販売会社の競争は、一時の勝ち負けで判断すべきではなく、中期的には、セグメント別に、顧客ニーズを満足させられる販売チャネルが生き残っていくものと思われる。

一方、公募ファンド販売ライセンスを持たない FinTech 関連企業が、顧客に公募ファンドを推奨し、基金管理会社の直接販売で買わせるような動きもあり、当局としては、このような動きをリスク要因とみなし、規制を強化してくる可能性がある。投信販売チャネルにおけるイノベーションは止めるべきではないものの、更なる法律・制度の規範化が望ましいと言えよう。