

中国における投資一任サービス本格導入の試み —公募ファンド投資顧問業務テストの実施状況—

宋 良也

■ 要 約 ■

1. 中国では従来、顧客の「一任」を受け、金融業者の判断で商品の売買・リバランスを行う投資一任サービスは存在しなかった。中国証券監督管理委員会（証監会）が2019年10月に開始した公募ファンド投資顧問業務のテストでは、その一種である「管理型投資顧問サービス」として、中国初の投資一任サービスが試みられることとなった。
2. 公募ファンド投資顧問業務のテストでは、基金管理会社、証券会社、独立基金販売会社など、合計57社の参加が認められた。公募ファンド投資顧問業務の口座数は250万で、資産規模は500億元までに拡大した（2021年7月末時点）。また、多くの消費者を開拓している大手オンライン・プラットフォーマーが管理型投資顧問サービスの代理販売を行う事例もみられた。
3. 一方で、一部の大手オンライン・プラットフォーマーが、代理販売する管理型投資顧問サービスにおけるポートフォリオの運用成績にランキングをつけるなど、規制上グレーゾーンと目されるケースもみられた。そのため、証監会は公募ファンド投資顧問業務の規範化を図る規制整備を行い、市場関係者の行動に大きな影響を及ぼしている。
4. 中国における投資一任サービスは、その認知度はまだ低いものの、規範化により金融事業者間の健全な競争が促進され、当局・金融事業者等による適切な投資家教育が行われれば、飛躍的に拡大していくことも期待されよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 宋良也「中国における投資一任サービスの現状と発展の可能性」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号。
- ・ 関根栄一・宋良也「中国プラットフォーマーと海外資産運用会社の異業種間提携と展望—ウィズコロナの下でのオンライン型投資顧問業務の試み—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号。
- ・ 関根栄一・宋良也「アント・グループの上場延期とその背景—中国の金融系プラットフォーマーへの規制強化を巡る議論—」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号。

I はじめに

近年、中国では富裕層人口の増加に伴い、ウェルスマネジメント・サービスへの需要が高まっている。その中で、特に「投資一任サービス」が注目されている。日本や米国、英国における一般的な投資一任サービスでは、サービスの提供者である金融業者が、顧客から金融商品の価値などの分析に基づく投資判断の全部または一部を「一任」されるとともに、顧客のための投資活動を行うのに必要な権限を委任される。また、投資一任サービス専用の口座開設や、投資家のリスク許容度・目標リターンについて事前に把握し、それに合ったポートフォリオの設定・提示、市況に合わせたリバランスを行うなどの特徴がある。

中国では従来、金融業者が顧客に対して投資コンサルティング・サービスを提供することは可能であったが、証券関連の法規制に基づき、顧客の「一任」を受け、証券の種類、売買する数や値段を自ら決めて、売買活動を行うことは許可されていなかったため、日米英のような投資一任サービスは存在しなかった。そこで、中国証券監督管理委員会（証監会）は2019年10月、公募ファンド投資顧問業務のテストを開始した。公募ファンド投資顧問業務とは、投資対象を公募ファンドに限定した上で、契約に基づき、投資する公募ファンドの種類、数、売買のタイミングを顧客に代わって決めることが認められる資産運用サービスである。そのため同テストは、中国における投資一任サービスの初の試みとみなされている¹。

本稿では、中国で約2年間実施してきた公募ファンド投資顧問業務のテストの状況について概観した上で、中国における投資一任サービスの課題及び当局による新たな規制動向を紹介する。

II 中国において投資一任サービスのニーズが高まる背景

1. 銀行理財商品への規制強化

2000年以降、中国の個人金融資産における投資商品（有価証券・資産管理商品など）の比率は徐々に高まってきたが、個人投資家は依然として暗黙の元本保証がある商品を選好してきた。代表的な商品として、銀行理財商品の人気が高く、2017年には173.6兆元の銀行理財商品が発行され、同年末に残高29.5兆元とピークを迎えた。一方で、2018年4月に公布された「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」により、元本保証型の銀行理財商品の新規発行が禁止され、2021年末までにすべての元本保証型の銀行理財商品の販売停止が求められた（既存商品は満期まで規制適用が猶予される）。その結果、2018年の銀行理財商品の発行金額は118.1兆元へと急減し、2019年には発行額は過去5年で最低水準の111.6兆元となった。これを受け、2021年末時点で、銀行理財商品の発行本数は4.8万本、残存本数は3.6万本と、それぞれ過去5年での最低水準となった（図表1）。

¹ 宋良也「中国における投資一任サービスの現状と発展の可能性」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号。

図表 1 銀行理財商品の発行金額・本数（フロー）と残高・残存本数（ストック）

	発行金額(兆元)	発行本数(万本)	残高(兆元)	残存本数(万本)
2016年	167.9	20.2	29.1	7.4
2017年	173.6	25.8	29.5	9.4
2018年	118.1	N.A.	22.0	4.8
2019年	111.6	N.A.	23.4	4.7
2020年	124.6	6.9	25.9	3.9
2021年	122.2	4.8	29.0	3.6

(注) 発行金額・発行本数は通年、残高・残存本数は年末時点のデータ。

(出所) 中国銀行理財登記カストディーセンターより野村資本市場研究所作成

銀行理財商品は、元本保証型から時価評価で価格変動する純資産価格評価型²へと移行していく中で、今後縮小していく可能性がある。そうした中、投資家としては、元本が保証された従来の運用を継続することが難しくなり、新たな投資手法を模索する必要が生じる。銀行理財商品の投資家は一般的に、リスク許容度が低く、自ら資産運用をする意欲が低い者が多い。投資一任サービスは、金融業者が顧客に代わって顧客のリスク許容度に合ったポートフォリオを構築・運用してくれるものであり、運用を「任せられる」という点では、従来の銀行理財商品と似た側面があると言えることから、投資家にスムーズに受け入れられることも期待される。

2. 公募ファンド投資のサポートが必要な個人投資家

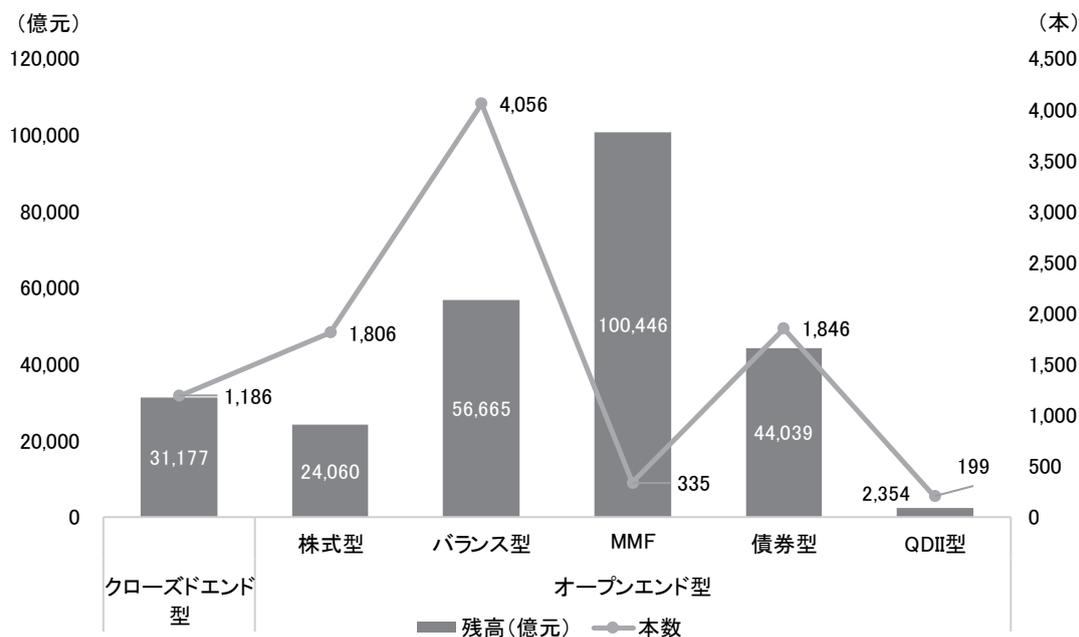
中国における公募ファンドの残高は、2015 年末時点の 8.4 兆元から、2021 年末時点の 25.3 兆元まで成長し、本数も同期間において 2,722 本から 9,152 本に拡大した。種類別では、2022 年 1 月末時点で、335 本の MMF の残高は 10 兆元超となっており、残高ベースで全体の 40% 近くを占めている。一方で、同時点において 4,056 本のバランス型公募ファンドの残高は 5.6 兆元で、同 22.3% に留まる。1 本あたりの規模では、バランス型が MMF よりはるかに低いことがわかる（図表 2）。

また、大手基金管理会社 3 社が共同で実施したサーベイによれば、3 社が扱うアクティブ運用の株式型公募ファンドにおいて、各ファンドの設定時から 2021 年 3 月 31 日時点までの平均年間収益率は 16.67% であったが、個人投資家の同期間中の平均年間収益率は 8.85% に留まった。そのうち、合計で 7 割超の個人投資家の収益率は公募ファンドの水準に達していない（図表 3）。その理由として、①短期売買が多い、②市場の動きが激しいほど取引が多く、取引行動が市況に影響されやすい、③定期・定量の累積投資を採用していない、などが挙げられている³。

² 純資産価格評価型とは、銀行理財商品が投資対象とする商品の純資産価格をもとに算出される評価額を時価とする銀行理財商品を指す。運用の結果次第で、原価を割る価格になる可能性もある。

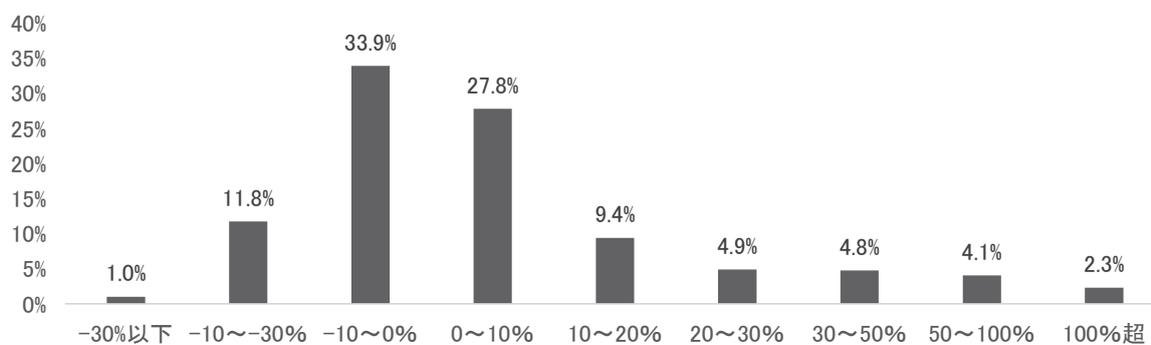
³ 景順長城基金、富国基金、交銀施羅德基金、中国証券報「公募權益類基金投資家盈利洞察報告」2021 年 10 月を参照。

図表2 種類別の公募ファンドの本数・残高（ストック）



(注) 1.2022年1月末時点のデータ。
 2.QDII（適格国内機関投資家）型とは、投資対象に海外の株式・債券を含む公募ファンドのことを指す。
 (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

図表3 個人投資家の収益の分布状況（2021年3月末時点）



(注) 景順長城基金管理有限公司、富国基金管理有限公司、交銀施羅德基金管理有限公司の取引実績に基づくデータ（平均年間収益率）。
 (出所) 「公募權益類基金投資家盈利洞察報告」より野村資本市場研究所作成

上記に加え、投資家にとって、数多くの株式型・バランス型公募ファンドの中で適切なファンドを選択することが極めて難しいことが考えられる。投資一任サービスは、個人投資家がポートフォリオ運用を行い、短期売買を抑制することで、前述の損失をもたらす要因の改善に寄与し得る。また、膨大な数の公募ファンドから、投資家のリスク・リターン属性に適合するものを選び出すための有力なツールの一つにもなり得る。

Ⅲ 中国における投資一任サービスの変遷

1. 第一段階として導入された証券・先物投資コンサルティング

前述のように、中国では今まで、法規制上、顧客に代わって資産運用をする投資一任サービスは認められていなかった。では、投資一任サービスが認められていない中では、どのような法規制の枠組みの下で個人投資家向けのサービスが提供されてきたのか。

まず、国务院・証券委員会（証監会の前身）が、1997年に「証券、先物投資諮詢（コンサルティング）管理暫行弁法」⁴を公布した（実施細則は1998年に公布）。同弁法では、「証券投資コンサルティング業務」を、「証券・先物の投資家向けに、投資分析・予測・アドバイスを直接・間接的に有償で提供するサービス」と定義し、具体的な形態として、①投資家・顧客の委託を受けて提供するサービス、②提供するサービスに関連した講座・報告会・分析会の開催、③新聞における関連記事・評論・レポートの発表、またはラジオ・テレビでの公衆向けのサービス提供、④電話・ファックス・インターネットでのサービス提供、⑤証監会が認可する其他方式でのサービス提供、が提示された。また、同弁法に基づき、顧客への投資アドバイスの提供は、証監会の管理監督下に置かれることとなった。

2. 投資一任サービスの前身としての証券投資顧問業務

次に、証監会は2010年7月、「証券投資顧問業務暫行規定」及び「証券研究レポート発行暫行規定」の意見募集を実行し、2010年10月に正式版を公布した（2020年に修正）。

この2つの規定は、前述の証券投資コンサルティング業務における課題を解決することを目的とする。例えば、1997年の弁法の下での証券投資コンサルティング・サービスは、①富裕層顧客を対象として、契約に基づき投資アドバイスを1対1で提供する場合もあれば、②証券会社が自社の資産管理部門や機関投資家向けにレポートを優先的に提供する場合もあった。①では、証券会社等が証券投資コンサルティング・サービスを顧客開拓の手段として無償で提供されることが多い⁵。この場合、他サービスとのクロスセルや他部門からの赤字補填によってのみサービスが成り立つということになり、需要・供給のいずれからもコンサルティング・サービスそのものの付加価値が認められにくい。他方、②では、一般投資家との利益相反が発生する恐れがある。これらの課題の解決には、法規制において、従来の証券投資コンサルティング業務をさらに明確化することが必要となる。

そこで、上記2つの暫行規定では、証券投資コンサルティング業務の下での業務形態として、「証券投資顧問業務」と「証券研究レポート発行業務」を定めた。後者は証券会社

⁴ 国务院・証券委員会「証券、先物投資諮詢（コンサルティング）管理暫行弁法」を参照。
<http://www.gov.cn/zhengce/2020-12/26/content_5574850.htm>

⁵ ここでの「無償」は、顧客からの報酬はなしという意味で、証券投資コンサルティング・サービスを提供する部門・従業員は証券会社のリテール部門から報酬を徴収することが可能である。

のリサーチ部門が担当し、前者との業務隔壁を設けることが求められる。例えば、証券投資顧問業務の従事者（証券アドバイザー）として登録した従業員は、証券研究レポート発行業務の従事者（証券アナリスト）として登録することはできない。また、発行したレポートの内容について、自社の内部部門や従業員、または基金管理会社や資産管理会社などの機関投資家に優先的に提供することが禁止された。

前者の証券投資顧問業務の定義は、「証券会社、証券投資コンサルティング機関が顧客の委託を受け、契約に基づき、顧客向けに証券または関連商品の投資推奨サービスを提供し、顧客が投資判断を下すことを補佐し、直接・間接的に経済収益を得る経営活動」とされている。投資推奨サービスの内容は、①投資商品の選択及びポートフォリオの設定、②資産運用計画の設定・推奨などを含む。ここでは依然として、顧客に代行して運用をすることは認められていない。また、サービスを提供するのは暫行規定に基づく認可を取得した証券会社と証券投資コンサルティング機関⁶と定め、証監会の管理監督の下で業務を遂行することとなった。

3. 投資一任の類似サービス

1) 銀行が提供するロボアドバイザー

前述のように、ライセンスを取得した証券会社や証券投資コンサルティング機関は、証券投資顧問業務を行うことが可能となる。他方、その他の金融機関であっても、上記弁法とは別の法的根拠の下で、顧客向けに類似したサービスを提供する場合もある。例えば、2016年に招商銀行が業界初のロボアドバイザー・サービスである「摩羯智投」を始めて以来、多くの銀行は公募ファンドの代理販売ライセンスを取得し、同ライセンスに基づき、オンラインで公募ファンドの代理販売を行ってきた。そこでは、ホームページやモバイルアプリにて、投資家のリスク許容度等に関する設問を踏まえたうえで公募ファンドのポートフォリオを提供するロボアドバイザー・サービスという形で、実質的な公募ファンドの投資アドバイスが提供された。

一方で、中国人民銀行、銀行保険監督管理委員会（銀保監会）、証監会などの管理監督当局は、銀行のロボアドバイザー・サービスに対し、2018年4月に公布した資産管理新規制にて、「金融機関が人工知能（AI）技術を使い投資顧問業務を展開するには、投資顧問業務ライセンスを取得する必要がある。非金融機関は、ロボアドバイザーにより経営範囲を超えるサービスの提供または形を変えた資産管理業務の展開をしてはならない」と規定しており、ロボアドバイザー・サービスを提供するのは前述の証券投資顧問業務のライセンスが必要であることが明確化された。

⁶ 証券投資コンサルティング機関とは、証券会社以外で、「証券、先物投資諮詢（コンサルティング）管理暫行弁法」に基づく証券コンサルティング業務の認可を取得した機関である。

2) ネットインフルエンサーによる宣伝・販売

中国では近年、ツイッターに相当する微博（Weibo）やウィーチャット（WeChat）などの SNS アプリケーションで活躍するネットインフルエンサーによる各種商品の宣伝・販売活動が活発となってきた。そうしたネットインフルエンサーが、公募ファンドのポートフォリオの推奨をすることが増えてきた。また、一部の基金代理販売会社などは、ネットインフルエンサーと提携し、フォロワーが販売会社で上記ポートフォリオに投資しやすいように、各種ツールを提供することもあった。

一方で、これらの行動が、当局によって公募ファンド投資顧問業務とみなされ、ライセンスを取得していないネットインフルエンサーが公募ファンドに係る投資推奨を提供することは違法とされた（詳細は V-1-3 を参照）。

IV 公募ファンド投資顧問業務テストの現状

1. 公募ファンド投資顧問業務テストの参加機関

証監会は 2019 年 10 月に、「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」を各金融機関に発出した。同通知は、公募ファンド投資顧問業務について、「公募ファンドのポートフォリオやストラテジーのアドバイスの提供」と定義づけた。その上で、「顧客に代わり具体的な公募ファンドの種類、数、売買のタイミングの決断を行うことが可能で、顧客に代行して商品の買付・売却・スイッチングなどの取引行為を実行し、管理型公募ファンド投資顧問サービスを実施することが可能」として、公募ファンドを対象とした「管理型投資顧問業務」を新たに設置した。これにより、中国において、リバランスが可能な投資一任サービスが初めて容認された。

上記通知によれば、公募ファンド投資顧問業務テストに参加できる機関は、①基金業における資産管理ライセンスや、公募ファンド代理販売ライセンスを有すること、②証券会社、基金管理会社及びその子会社の場合は、コンプライアンス・リスク制御能力や投資家へのサービス力が高いこと、③基金代理販売機関の場合は、MMF 以外の公募ファンド純販売額が 100 億元超であること、④コンプライアンスの記録が良好であること、⑤子会社がテスト資格を取得する場合は、親会社の顧客数が 1 億人以上であること、などの条件を満たす必要がある。テスト参加を希望する機関は証監会への申請が求められ、認可を得てから業務を展開することが可能となる。また、テスト対象として選ばれた機関は、リバランスができる投資一任サービスである「管理型投資顧問業務」を展開することが可能となる。

2019 年 10 月 25 日に、基金管理会社 5 社が第一弾の参加機関として認められた。1 か月後の 2019 年 12 月 13 日に、独立基金販売会社 3 社が認められ、翌年 2 月に、銀行・証券も参加機関となった。その後、テスト参加資格の申請に対する認可のペースは落ちてきたが、2021 年 6 月～8 月にかけて、基金管理会社と証券会社が多数認められ、2022 年 5 月末時点

では、基金管理会社（及び子会社）が 23 社、証券会社が 28 社、銀行が 3 行、独立基金販売会社が 3 社で、合計 57 社のテスト参加機関が認められた（図表 4）。

図表 4 公募ファンド投資顧問業務の参加機関

認可日	基金管理会社	証券会社	銀行	独立基金販売会社
2019年10月25日	易方達基金管理			なし
	南方基金管理			
	華夏基金管理			
	嘉実基金管理			
	中欧基金管理			
2019年12月13日		なし		騰安基金販売
				珠海盈米基金販売 螞蟻(杭州)基金販売 (バンガードとの合併会社である 先鋒領航投顧[上海]投資諮詢)
2020年2月29日	なし	申万宏源証券	中国工商銀行	なし
		中信建投証券	招商銀行	
		華泰証券	平安銀行	
		国泰君安証券		
		中国銀河証券		
		CICC		
2021年6月25日	博時基金管理	興業証券		なし
	匯添富基金管理	招商証券		
	銀華基金管理	中信証券		
	興全基金管理	国信証券		
	広発基金管理	東方証券		
	工銀瑞信基金管理	安信証券		
	交銀施羅德 基金管理	浙商証券		
	華安基金管理			
	富国基金管理			
	鵬華基金管理			
2021年7月2日	華泰柏瑞基金管理	光大証券		なし
	景順長城基金管理	平安証券		
	民生加銀基金管理	中銀証券		
	申万菱信基金管理	山西証券		
	万家基金管理	東興証券		
	建信基金管理	南京証券		
		中泰証券		
		華安証券		
		国金証券		
		東方財富証券		
		財通証券		
2021年7月9日	国泰基金管理	華西証券		
	国海富蘭克林 基金管理	華宝証券		
2021年8月10日	なし	渤海証券		
合計	23社	28社	3行	3社

(注) 基金管理会社は、基金管理会社の運用担当子会社も含む。

(出所) 各社ホームページ及び各種報道より野村資本市場研究所作成

2. 公募ファンド投資顧問業務テストの実施状況

1) 250万口座に達した公募ファンド投資顧問業務

公募ファンド投資顧問業務は2019年10月にはじまり、2021年7月末時点で、口座数は250万口座、運用資産残高は500億元まで拡大した⁷。アント・グループ傘下の螞蟻（杭州）基金販売では、顧客数300万人超で、資産規模200億元超（2021年末時点）と、資産規模・顧客数ともに最大級となっている。また、独立基金販売会社の珠海盈米基金販売の資産規模も200億元超で、螞蟻（杭州）基金販売と並んでいる（図表5）。

図表5 公募ファンド投資一任サービスのテスト参加機関

サービス開始日	テスト機関	サービス名	資産運用残高	顧客数
2019年12月3日	南方基金	司南投顧		
2019年12月16日	華夏基金	查理智投	30億元超 (2021年10月25日)	21万人超
2019年12月20日	中欧基金	水滴投顧		
2019年12月30日	嘉実基金	嘉実財富投顧	約25億元 (2021年9月30日)	約6万人
2020年4月2日	螞蟻（杭州）基金販売	BANG NI TOU (あなたの投資を手助け)	200億元超 (2021年12月31日)	300万人超
2020年4月21日	国聯基金	基智投	100億元超 (2021年12月29日)	約15万人
2020年5月15日	銀河証券	財富星——基金管家	20億元超 (2021年2月9日)	約5万人
2020年8月8日	国泰君安証券	君享投	100億元超 (2021年12月31日)	17万人超
2020年8月12日	騰安基金販売	一起投(一緒に投資を)		
2020年9月7日	中信建投証券	蜻蛉管家	30億元超 (2021年8月7日)	約7万人
2020年9月9日	CICC	A+基金投顧	約55億元 (2021年12月31日)	4.6万人超
2020年9月21日	易方達基金	易方達投顧		3.3万人超
2020年9月22日	申万宏源証券	星基匯	約29億元 (2021年6月30日)	8.1万人超
2020年10月22日	華泰証券	漲樂星投	100億元超 (2021年12月29日)	70万人超
2020年10月22日	珠海盈米基金販売	四筆錢	200億元超 (2021年12月31日)	
2021年8月18日	広発基金	広発基金投顧		
2021年10月18日	招商基金	招財樂		
2021年11月1日	国信証券	国信智投		
2021年11月1日	中信証券	中信証券基金投顧	70億元超 (2021年12月29日)	約9万人
2021年11月8日	招商証券	招財樂		
2021年11月22日	東方証券	東方証券 財富管理基金投顧		
2021年12月6日	財通証券	聚財投顧		
2021年12月16日	工銀瑞信基金	容易投		
2021年12月22日	匯添富基金	匯添富投顧		
2021年12月29日	中泰証券	齊富投		

(注) 空白の箇所のデータは2022年5月末時点で未取得。

(出所) 各社の年間報告書などより野村資本市場研究所作成

⁷ 管理型投資顧問業務を含む、公募ファンド投資顧問業務すべての資産残高となる。

2) 公募ファンド投資顧問業務の販売チャネル

公募ファンド投資顧問業務の販売チャネルは、主に自社（グループ会社含む）での直販チャネルと独立基金販売会社による代理販売チャネルで構成されている。テスト参加機関のうち、証券会社と基金管理会社（子会社含む）は、自社直販チャネルと代理販売チャネルの両方を活用している。代理販売チャネルでは、大手オンライン・プラットフォームが主要プレイヤーになっている。具体的には、①螞蟻（杭州）基金販売（アント・グループ傘下）の「螞蟻財富（Ant Fortune）」、②騰安基金販売（テンセント傘下）の「テンセント理財通」、③珠海盈米基金販売の「且慢」、④天天基金販売の「天天基金網」がある（図表 6）。そのうち、①では、螞蟻（杭州）基金販売とバンガードの合弁会社である「先鋒領航投顧（上海）」が公募ファンド投資顧問業務のテスト資格を所持しており、投資一任サービスを自社グループの Ant Fortune プラットフォームで提供している。②と③では、基金販売会社である騰安基金販売と珠海盈米基金販売がテスト資格を所持しているため、ほかの基金管理会社や証券会社の代理販売チャネルとしてだけではなく、自社の公募ファンド投資顧問サービスを自社プラットフォームで提供することも可能である。④の天天基金販売は、親会社である東方財富証券がテスト資格を所持しているが、2022年5月末時点では、自社グループの公募ファンド投資顧問業務を自社プラットフォームで提供しておらず、ほかの基金管理会社や証券会社の公募ファンド投資顧問サービスの代理販売のみを行っている。

図表 6 テスト参加機関が提供するサービスの販売チャネル

販売チャネル		代理販売				自社直販
プラットフォーム名	Ant Fortune	テンセント理財通	且慢	天天基金網		
提供機関	螞蟻(杭州)基金販売	騰安基金販売	珠海盈米基金販売	天天基金販売		
投資一任サービスを提供する機関	基金管理会社	南方基金 華夏基金 中欧基金 工銀瑞信基金 広発基金 興全基金 富国基金 銀華基金 匯添富基金 招商基金	南方基金 華夏基金 中欧基金 広発基金 興全基金 交銀施羅德基金 匯添富基金	南方基金 華夏基金 広発基金 興全基金 富国基金 交銀施羅德基金 匯添富基金	南方基金 華夏基金 嘉実基金 中欧基金 易方達基金 工銀瑞信基金 広発基金 民生加銀基金 興全基金 富国基金 交銀施羅德基金 景順長城基金 華安基金 建信基金 銀華基金 匯添富基金 招商基金	
	証券会社	国泰君安証券 中信建投証券 中国銀河証券 中金公司(CICC) 国聯証券 申万宏源証券			中国銀河証券 国聯証券	国泰君安証券 中信建投証券 中国銀河証券 中金公司(CICC) 国聯証券 申万宏源証券

(注) 自社直販チャネルでは、華夏基金（上海華夏財富投資管理）、嘉実基金（嘉実財富管理）、中欧基金（上海中欧財富基金販売）、CICC（中金財富証券）は、カッコ内の子会社のプラットフォームを使用している。

(出所) 各社のモバイルアプリなどより野村資本市場研究所作成

3) 公募ファンド投資顧問業務のポートフォリオ

以下では、前述の販売チャネルのうち、アント・グループ傘下の Ant Fortune で提供されている管理型投資顧問サービス（自社直販・他社代理販売を含む）の事例を紹介する。まず、各基金管理会社は、自社の提供する各ポートフォリオを低リスク、中・低リスク、中リスク、中高リスクの4段階のリスク水準に分け、投資家のリスク許容度を把握するためのヒアリングシートに基づき、異なる戦略を採用するポートフォリオを提供している。そのうち、Ant Fortune が代理販売している南方基金、嘉実基金、華夏基金は、低リスクのポートフォリオを提供していないが、Ant Fortune を直接販売チャネルとする螞蟻（杭州）基金販売は、中・低リスクで4つ、中リスクで5つのポートフォリオを提供している（図表7）。

次に、Ant Fortune が代理販売する南方基金のポートフォリオに着目すると、まず、各ポートフォリオにそれぞれ異なるベンチマークが設定されている（図表8）。具体的には、中低リスクのポートフォリオである「南方固収+精選」では、ベンチマークにおけるエクイティ型指数（上海・深圳証券取引所の優良株300のインデックス）の比重が10%、債券型指数（中国の企業債全般のインデックス）の比重が90%に設定

図表7 Ant Fortune が提供する管理型投資顧問サービスのポートフォリオ

販売形態		低リスク	中・低リスク	中リスク	中高リスク
代理販売	南方基金		南方固収+精選	南方股債平衡 フルーチップ	
				南方 JINXUAN昇級	
				南方 股債進取	
				南方 股債積極成長	
	嘉実基金		嘉実穩穩小福氣	嘉実 攻守道太極	嘉実全明星精選 嘉実股票優選增強組合
	華夏基金		華夏固収增強組合	華夏工資宝 絶対収益組合	
華夏常春藤 教育金組合					
華夏90後 智享自由組合					
華夏權益 優選組合					
自社直販	螞蟻（杭州） 基金販売	BANG NI TOU 安睡增值策略	BANG NI TOU 穩步増利策略	BANG NI TOU 穩中求勝策略	BANG NI TOU 銳意進取策略
			BANG NI TOU 逸求盈策略	BANG NI TOU 攻守兼備策略	BANG NI TOU 全面進攻策略
			BANG NI TOU 安穩回報策略	BANG NI TOU 動態進攻策略	
			BANG NI TOU 歩歩為營策略	先鋒領航投顧 穩中求勝Pro	
				先鋒領航投顧 動態進攻Pro	

（注） 空白の箇所は対象のポートフォリオなし。

（出所） 各社のモバイルアプリなどより野村資本市場研究所作成

図表 8 Ant Fortune で代理販売される南方基金の管理型投資顧問サービス

リスク水準	ポートフォリオ名	ベンチマーク	買付 手数料	管理費	エクイティ型公募 ファンドの比率
中・低リスク	南方 固収+精選	滬深全収益300指数*10%+ 中証企業債指数*90%	0.07%	0.25%	0~20%
中リスク	南方股債平均 ブルーチップ	滬深300指数*50%+ 上証国債指数*50%	0.07%	0.40%	40~65%
中リスク	南方股債 積極成長	中証500指数*70%+ 上証国債指数*30%	0.15%	0.50%	60~80%
中リスク	南方 股債進取	滬深300指数*70%+ 中証全債指数*30%	0.07%	0.50%	50~100%
中リスク	南方 JINXUAN昇級	滬深300指数*95%+ 中証全債指数*5%	0.15%	0.3~0.5%	60~100%

(注) 南方 JINXUAN 昇級の管理費率では、保有期間が1年以内の場合は0.3%、1~2年の場合は0.4%、2年以上の場合は0.5%となる。

(出所) 各社のモバイルアプリなどより野村資本市場研究所作成

されているが、リスク水準が比較的高めな「南方 JINXUAN 昇級」は、エクイティ型指数の比重が95%と高めに設置されている。また、ポートフォリオにおけるエクイティ型公募ファンドの比率も、リスク水準の向上に伴い高めに設定されていることがわかる。また、買付手数料と管理費も、リスク水準の向上に伴い高く設定される傾向がある。更に、「南方 JINXUAN 昇級」の管理費は、運用期間が長くなるほど低くなることから、投資家による短期売買を抑制する意図があるものと考えられる。

V 投資一任サービス業務の規制整備と市場関係者の動向

1. 投資一任サービス業務の規制整備

1) 上位法の整備

証監会は2020年5月に、「証券基金投資コンサルティング業務管理弁法」⁸のパブリックコメントを募集した。証券基金投資コンサルティング業務を構成するものとして、公募ファンド投資顧問業務、証券投資顧問業務、証券レポート発行業務を並列に扱うことで、上位法における根拠の提供を企図したものである(図表9)。

投資一任については、2019年10月の通知における管理型投資顧問業務を「管理型投顧」と略称し、証監会で登録済の公募ファンド投資顧問業務の資格を持つ機関のみが出来るとした上で、具体的な規則は証監会が別途規定するとした。また、証券会社がブローカレッジ業務に付随するサービスや、基金管理会社が基金販売に付随するサービスに対しても、個別の契約・手数料を設定しない投資顧問サービス(管理型投顧は除く)を提供することを認めている(投資顧問サービスの提供にライセンスが必要という同弁法第6条の制限を受けない)。

⁸ 証監会「証券基金投資コンサルティング業務管理弁法」(2020年5月)を参照。
<https://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhyw/202004/t20200417_7825.html>

図表9 投資コンサルティング業務関連規制の変遷

	2010年時点		2021年時点		
上位法	「中華人民共和国証券法」				
	「証券、先物投資コンサルティング管理暫行弁法」				
	「証券基金投資コンサルティング業務管理弁法」 (2021年パブリックコメント版)				
主な業務形態	証券投資顧問業務	証券研究レポート発行業務	証券投資顧問業務	証券研究レポート発行業務	基金投資顧問業務
根拠となる法律・規定	「証券投資顧問業務暫行規定」	「証券研究レポート発行暫行規定」	「証券投資顧問業務暫行規定」 (2020年修訂)	「証券研究レポート発行暫行規定」 (2020年修訂)	「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」
派生業種			管理型投資顧問 (投資一任サービスに相当)		

(注) 「証券基金投資コンサルティング業務管理弁法」はパブリックコメント版のため、同時点では発効されていない。

(出所) 証監会、証券投資基金業協会などにより野村資本市場研究所作成

なお、証監会は同管理弁法の最終化について、「年内に正式版を公表する重点プロジェクト」として2021年の立法業務計画に記入しているものの、2022年5月末時点ではまだ公布されていない。

2) 公募ファンド投資顧問業務の規範化

公募ファンド投資顧問業務のテスト開始以降、一部のプラットフォーマーは管理型投資顧問サービスの代理販売を行っていたが、代理販売をする各基金管理会社・証券会社のポートフォリオの運用成績（または各ファンドの過去実績に基づくシミュレーションの結果）にランキングをつけることで、投資家の選択を誘導することがあった。更に、プラットフォーマーが予め一定範囲の公募ファンドを指定し、各基金管理会社・証券会社がポートフォリオの構成ファンドをその中から選択するという慣行もみられた。これらは、代理販売資格しか持たないプラットフォーマーによる実質的な公募ファンド投資顧問サービスであると当局にみなされた。

そこで、証監会傘下の自主規制機関である証券投資基金業協会は2021年11月に、「公開募集証券投資基金投資顧問サービス契約の内容とフォーマットの指針」、「公開募集証券投資基金投資顧問サービスのパフォーマンス及び顧客資産開示の指針」、「公開募集証券投資基金投資顧問サービスに係るリスク提示書の内容とフォーマットの指針」のパブリックコメントを募集し、公募ファンド投資顧問業務の規範化を求めた。

「公開募集証券投資基金投資顧問サービス契約の内容とフォーマットの指針」では、公募ファンド投資顧問サービスの契約書の中で、管理型投資顧問サービスに関して、①サービス提供機関がリスク制御に関する措置を講じていること、②KYC (Know

Your Customer) 管理を行う義務があること、③顧客に向けた情報開示を適切に行うことを要求した。KYC 管理では、個人情報や顧客のリスク許容度などに関する情報が含まれており、サービス提供機関はこれらの情報を自ら収集・管理することが義務付けられている。

「公開募集証券投資基金投資顧問サービスのパフォーマンス及び顧客資産開示の指針」では、テスト参加機関が顧客に一任サービスのパフォーマンス及び顧客資産情報などを開示する際、①顧客口座情報（純資産・収益、ストラテジー、ポートフォリオなど）、公募ファンドのポートフォリオの指標（1日当たりの収益率、年間収益率、設立来の収益率など）、パフォーマンス指標（プラスの絶対リターンを獲得した顧客の比率、追加投資する顧客の比率、顧客の平均委託期間、ポートフォリオ全体の収益率など）、ポートフォリオで組み入れる公募ファンドの情報（1日当たりの収益率、年間収益率、設立来の収益率、取引の記録）などの開示情報の統一、②公募ファンドのポートフォリオ別ランキングの提示禁止、③顧客が支払う買付・売却等の手数料・管理費及び管理型投資顧問サービスの中での売買執行コストなどがパフォーマンスに与える影響や、上記費用を差し引いた後のパフォーマンス開示、などが求められる。

専門家によれば、上記①の目的は、投資家により透明かつ正確なパフォーマンスを開示することで、投資家保護の強化を図ること、②のポートフォリオ別ランキングの提示禁止は、パフォーマンスが一時的に良いポートフォリオに投資家の資金が集中することを防ぎ、各投資家のリスク・リターン属性に合ったポートフォリオの提供や、より長期的なパフォーマンスに注目するように誘導することが目的であるとされる。また、テスト参加機関の管理型投資顧問サービスにおける手数料体系が複雑で、顧客開拓のための買付手数料割引などの優遇策を講じているケースも多いため、投資家にとってわかりにくくなっている。更に、一部の業者は解約時に売却手数料を徴収するため、アプリで提示されるパフォーマンスと手取り金額に差が生じ、投資家にとってミスリーディングな開示となっている。③の手数料・管理費徴収後のパフォーマンス開示が要求された理由は、投資家に正確な手数料・管理費を含むコストの影響を理解してもらい、より適切な情報開示をしていくことにある⁹。

「公開募集証券投資基金投資顧問サービスに係るリスク提示書の内容とフォーマットの指針」では、契約時に投資家が署名するリスク提示書において、①投資家の投資収益や元本に対する保証を行わず、投資リスクは投資家自身が負うこと、②公募ファンド投資顧問業務において、ポートフォリオのリスク、管理型投資顧問の口座管理リスク、リバランスなどの取引代行に係るリスク、などを明示することが求められている。

⁹ 中国証券報「基金投顧回歸本源、專業陪伴揚帆遠航」2021年11月25日記事を参照。

3) 公募ファンドに係る投資推奨の規範化

前述のように、2019年に始まった公募ファンド投資顧問業務テストをきっかけに、投資一任サービスへの注目が高まったが、同テスト前から存在した公募ファンドの投資推奨サービスも、大手オンライン・プラットフォーマーによって幅広く提供されてきた。一方で、前述のように、規則が明確ではなかったため、金融業のライセンスを持たないネットインフルエンサーが投資推奨類似の行為を行うなど、規制上グレーゾーンと目されるケースも散見された。また、大手プラットフォーマーなど、十分なヒアリングを実施しないまま、顧客に一律に同様なポートフォリオを提供するサービス提供者もみられた。大手プラットフォーマーの場合、広範な生活ニーズに対応することで膨大な消費者を開拓していたため、当局として特に管理監督する必要性が高かった。

そこで、北京市、上海市、広東省の証监会・地方監督管理局（証监局）は2021年11月に、「基金投資推奨活動の規範化に関する通知」を公布した。同通知は、公募ファンドに係る投資推奨を公募ファンド投資顧問業務として扱い、2022年末（公募ファンド投資顧問業務のテスト資格を持たない機関は2022年6月末）までに、既存の公募ファンドに係る投資推奨の業務停止または公募ファンド投資顧問業務へ転換するよう要求した。

また、2021年12月31日には、人民銀行、銀保監会、証监会など7部門が、「金融商品ネット販売管理弁法」のパブリックコメント募集を実施した。金融機関やその委託を受けたオンライン・プラットフォーマー等によるオンラインでの金融商品販売に特化した規制となる。その中で、オンライン・プラットフォーマーは代理販売する金融商品・サービスを組成する金融機関の許可なしに、販売プロセスに入ってはならないと規定された。販売プロセスとして、具体的には、①金融商品・サービスの問い合わせに対応すること、②リスク許容度を測るための設問を設置すること、③販売契約を締結すること、などが規定された。また、オンライン・プラットフォーマーは代理販売する金融商品・サービスの組成者に関する情報を顧客に提示する必要があり、金融商品・サービスの名称にプラットフォーマー関連のブランドを付してはならないこととされるなど、金融機関とプラットフォーマーの混同を避けるための規定が設けられた。

2. 新規制の下での市場関係者の動向

上記の規制の枠組み整備は、市場関係者の行動に大きな影響を及ぼしている。2021年11月の「基金投資推奨活動の規範化に関する通知」に基づき、数多くの大手オンライン・プラットフォーマーは、自社が扱っている公募ファンドの投資推奨サービスの提供を停止し、既存のポートフォリオを個別の公募ファンドに切り替え、投資家自身による管理

に転換するなど、対応策が打ち出されている¹⁰。また、公募ファンド投資顧問業務テストの参加資格を持たないネットインフルエンサーは、①投資顧問業務資格のある機関（証券会社や基金管理会社など）の従業員となり、引続き助言を提供する、②自分が管理しているポートフォリオを公募ファンド投資顧問業務ライセンスを所持している機関に移行し、同機関がポートフォリオを修正・改善し、引き続き管理するという2つの対応策が講じられている¹¹。

さらに、銀行によるロボアドバイザーに関して、銀行は証監会の管轄下ではないものの、ロボアドバイザー・サービス自体が公募ファンド投資顧問サービスとみなされる可能性がある。その場合、同サービスの提供を継続するためには、公募ファンド投資顧問業務のテスト資格が必要となる。そのため、招商銀行をはじめとするロボアドバイザー・サービスを提供していた銀行は、2021年11月の規則制定後、同サービスを停止している。

当局による管理監督の強化の影響を受けた直近の事例として、Ant Fortuneの新たな管理型投資顧問サービスである「金選投顧」の一時停止が挙げられる。2022年1月4日に、Ant Fortuneは、管理型投資顧問サービスを代理販売している基金管理会社・証券会社6社（南方基金、中欧財富、興全基金、広発基金、嘉実財富、財通証券）と共同で、「金選投顧」のサービスを開始した。同サービスでは、まず、Ant Fortuneが100本超の公募ファンドを指定し、上記6社がその中から、自社の管理型投資顧問サービスのポートフォリオに組み入れるファンドを選定する。Ant Fortuneは、各社のポートフォリオの運用成績に基づくランキングもつける。

しかし、公募ファンド投資顧問業務テストの参加資格を持たないAnt Fortuneによるファンド母集団の選択及びポートフォリオのランキング付けは、管理型投資顧問サービスに該当し、規則違反になると当局によって判断された¹²。その結果、「金選投顧」は1週間ほどでアプリでの宣伝が停止されることとなった（6社の管理型投資顧問サービスの代理販売は継続）¹³。

同年3月23日に、「金選投顧」サービスは「投顧マネージャー」と改名され、テスト資格を持たないAnt Fortuneの業務が管理型投資顧問サービスまでいかず、代理販売に留まるよう、サービスの中身も変更された。具体的には、①基金管理会社・証券会社がプラットフォームの「投顧マネージャー」のページにて自社サービスを展示し、投資家が選択する（プラットフォームであるAnt Fortuneによる宣伝はなし）、②ポートフォリオに組み入れるファンドの母集団は、Ant Fortuneではなく基金管理会社・証券会社自身が決める、③基金管理会社・証券会社が提供するポートフォリオからAnt Fortuneを連想させ

¹⁰ 中国証券報のネット記事、「規範基金組合新進展、多名“大V”管理権限被移交」2022年5月11日を参照。

¹¹ 証券時報のネット記事、「投顧機構牽手大V正当時、兩種合作模式推動存量組合改造」2022年5月16日を参照。

¹² テスト資格を所持しているのは、螞蟻（杭州）基金販売とバンガードの合併会社である「先鋒領航投顧（上海）」で、Ant Fortuneは代理販売機関と位置づけられている。

¹³ 財新週刊傘下の財新ネット記事、「強調独立性、支付宝投顧平台6家基金公司調整投資策略」2022年3月24日を参照。

るブランド名「金選」を削除、④Ant Fortune による基金管理会社・証券会社のポートフォリオのランキング付けはしない、などが義務付けられた¹⁴。

他方、Ant Fortune に管理型投資顧問サービスの代理販売を委託している申万宏源証券は、代理販売のプロセスにて、①顧客情報を自社で収集・保存していないため KYC 管理が不十分、②投資家のリスク許容度の計測を自社で行っていない、などの問題が指摘され、上海証監局より業務改善が求められた¹⁵。

このように、公募ファンド投資顧問業務におけるビジネス展開については、テスト参加資格のある機関と代理販売機関との役割分担を明確にしつつ、投資家保護を確保するよう、当局による規制の整備とエンフォースメントが進められている。

VI 結びに代えて

中国では、公募ファンドを対象とした管理型投資顧問サービスの形で投資一任サービスのテストを実行し、一定規模の運用資産残高を積み上げてきた。一方で、投資一任サービスに対する個人投資家の認識はまだ十分とは言えない。KPMG と先鋒領航投顧（上海）投資諮詢有限公司（アント・グループとバンガードの合弁会社）が 2022 年 1 月に発表した「中国基金投顧ブルーブック 2022」は、Ant Fortune のオンラインプラットフォームで投資している 3,000 人以上の中国の個人投資家を対象に、投資一任サービスの認知度などに関して行った調査結果を示している。同調査では、既に公募ファンドへの投資経験がある投資家のうち、公募ファンド投資顧問業務にリバランスなどの特徴があると理解している投資家の割合は 27.1% に留まるなど、株式・債券・公募ファンドなど幅広く投資をしてきた投資家でも投資一任サービスへの認知度が低いことが明らかになった。

一方で、証券投資基金業協会が 2021 年 11 月に発表した「全国公募基金市場投資家状況調査報告（2020 年度）」にて紹介されたサーベイは、160 社超の金融機関における 8.5 万人近くの中国の個人投資家を調査対象とする。調査対象者のうち 20.1% は、公募ファンド投資顧問によるアセット・アロケーション・サービスを必要としていた。比率は必ずしも高くないものの、公募ファンドの組み合わせ（ポートフォリオ）のアドバイスを必要としている個人投資家の比率が 44% であったことから、投資一任サービスへの需要に転換する可能性も高い。

中国の個人投資家において、投資一任サービスの認知度は低い一方、潜在的な需要は増大しているといえる。投資一任サービスの規範化により金融事業者間の健全な競争が促進され、個人が安心して投資できる環境が整備されていく中で、当局・金融事業者等による適切な投資家教育が行われれば、中国における投資一任サービスが飛躍的に拡大していくことも期待されよう。

¹⁴ 中国証券報のネット記事、「螞蟻財富昇級方案出爐、基金投顧市場再迎大變」2022 年 3 月 24 日を参照。
<https://www.cs.com.cn/tzjj/jjdt/202203/t20220324_6253496.html>

¹⁵ 中国証監会・上海証監局「責令增加合規檢查次數事前告知書」。
<<http://www.csrc.gov.cn/shanghai/c103854/c2153120/content.shtml>>