

# 中国資産運用ビジネスの新たな転機

## ～銀行及び公募投信会社を中心に

### 目次

- I. はじめに
- II. 中国資産運用業界の概要及び環境変化
- III. 主要業態別(銀行理財と公募投信)の現状及び今後の展望
- IV. 外資系金融機関の進出の機会と課題
- V. 終わりに

海外アセットマネジメント事業部 管 仲千叶

### I. はじめに

中国資産運用業界は、経済成長に伴う富の増大に加えて、旺盛な資金需要を背景とするシャドーバンキング、換言すれば規制を回避するために複雑化した商品ストラクチャーによって、リスクを内包しながら急拡大してきた。

一方、近年では金融システムのリスク抑制、資産運用業界の正常化を主旨とする規制が矢継ぎ早に打ち出され、多くのビジネス参加者は運用規模の縮小や業務見直しの必要性に直面している。加えて競争激化や外資プレイヤーへの金融開放等、中国の資産運用業務を取り巻く環境は大きな転換期を迎えている。

先行文献では、中国資産運用業界の急成長ぶり、あるいは問題点にフォーカスした内容が散見されるが、本稿では特にビジネス参加者の視点にフォーカスし、業界の全体像及び将来像について考察を深めたい。

以降、中国資産運用業界に係る環境の変化を概観した後、銀行及び公募投信会社を中心に今後の展望を考察する。そして最後に外資系金融機関の進出拡大のチャンスと課題について整理する。

### II. 中国資産運用業界の概要及び環境変化

#### 1. 中国資産運用業界の概要

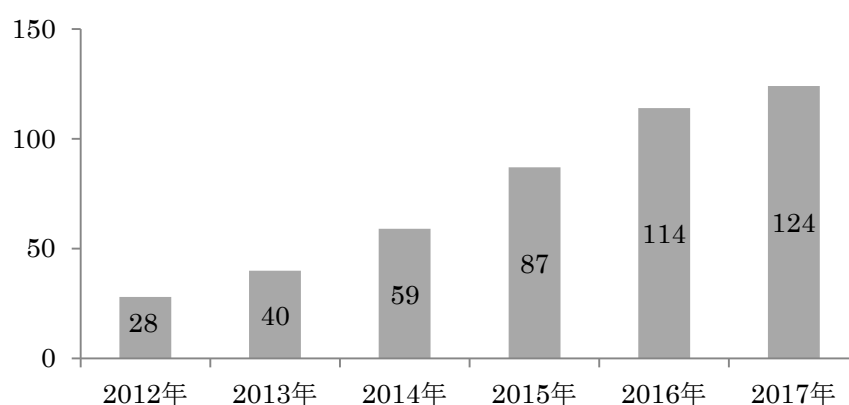
中国の資産運用業界は、金融セクターのコングロマリット化<sup>1</sup>が進んでいることから、様々なビジネス参加者が参入している。具体的には、商業銀行、信託、証券、公募投信、保険、プライベート・エクイティ(PE)/ベンチャー・キャピタル(VC)等が主要な参加者となっており、一般的に日本でいわれる資産運用業界よりも広義なものである。これら多様な

<sup>1</sup> 金融コングロマリットとは、銀行業務、証券業務及び保険業務等のいずれかを中核としながら他業務、本稿の場合は資産運用業をも兼営する金融企業グループのことである。

参加者が幅広く資産運用業を手掛ける現状を、中国では一般に“大資管”と呼んでいる。

それらの運用資産総額は、2017年には約124兆人民元(約2,000兆円<sup>2)</sup>で、中国名目GDP総額<sup>3</sup>の1.5倍<sup>4</sup>程度に及ぶ規模を誇り、今後も富の蓄積や個人型年金の普及を背景に高い成長を続けるとみられている。Casey Quirk社(デロイト傘下の経営コンサルティング会社)の予想では、中国資産運用市場は2019年に英国を抜いて世界第2位の規模に達すると見込まれている<sup>5</sup>。次項では中国資産運用市場の急成長の背景とその課題について考察する。

図表1：中国資産運用市場規模の推移(兆元)



出所：PBOC;CBRC;CSRC;CIRC;公開資料等より三菱UFJ信託銀行作成

## 2. 急成長の背景と課題

中国資産運用市場の急成長の背景には、経済成長に伴う富の増大とシャドーバンキングの拡大という二つの要因があると考えられる。

同市場の急成長を支える最大の要因は堅調な経済成長、及びそれに伴う個人投資家の富の増大である。図表2は中国人投資家の投資可能資産<sup>6</sup>(現金預貯金、株式、公募投信、保険、銀行理財商品等)の総規模の推移を示すものである。同規模は足下でも拡大傾向が続いており、2016年には165兆元に達している。なお2014-2016年の年率成長率は+21%で、2016年では全残高のうち富裕層<sup>7</sup>(High Net Worth、以下“HNW”)が約3割を占めている。

<sup>2</sup> 日本の資産運用市場の4倍程度

<sup>3</sup> 中国国家統計局、2017年の名目GDP総額は約83兆元。

<sup>4</sup> シャドーバンキング分を除く場合は、1.5倍には及ばない。中国金融安定報告2017で公開されている2016年のシャドーバンキング除きの資産運用規模は約60兆元。

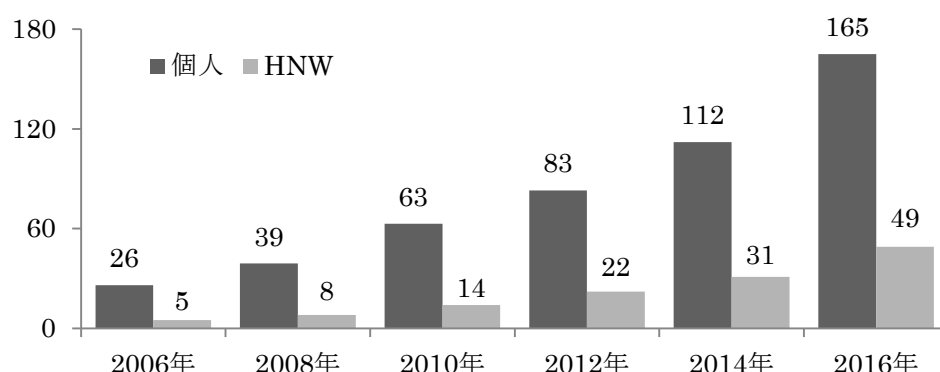
<sup>5</sup> <https://www2.deloitte.com/cn/zh/pages/financial-services/articles/leadership-in-times-of-plenty.html>

Casey Quirk by Deloitteは中国資産運用業界をより狭義なもの。具体的には、公募投信、私募証券投資、PE、保険、SAMs(年金、養老保険含む)と定義している。一方、本稿は、銀行理財、信託、証券をも含めた広義なものを指す。

<sup>6</sup> 投資可能資産とは、個人が保有する貯蓄性、投資性のある資産。

<sup>7</sup> 1,000万元以上の投資可能資産を保有する個人投資家のこと。

図表 2：中国個人投資可能資産の総規模(兆元)



出所:招商銀行ほかより三菱UFJ信託銀行作成

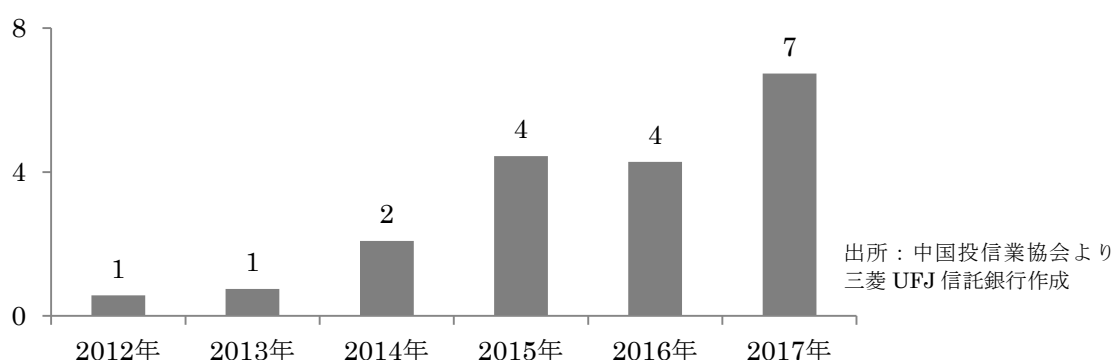
近年、海外の市場関係者からも注目を集めている「中国版シャドーバンキング<sup>8</sup> (影の銀行)」の拡大も、資産運用市場の規模拡大の要因となった。最も代表的なシャドーバンキングの一形態として、銀行が販売・組成する資産運用商品(通称:銀行理財商品、Wealth Management Products)を資金源とし、その資金の一部を証券会社等が提供するチャンネル(通称:器貸業務<sup>9</sup>)を通じて企業へ迂回融資する仕組みがある。銀行理財商品の拡大は、競争激化や規制強化<sup>9</sup>の環境を背景とした、行き過ぎた銀行経営の産物である一方で、実体経済の旺盛な借入れ需要、及び中国経済のレバレッジに対する依存度の高さを表しているものでもある。シャドーバンキングについては、これまで規制が強化されるたびに新たな迂回スキームが産み出されたため、金融当局による監督管理が及びにくく、金融システムにリスクが蓄積し、問題視されるようになった。

一方、公募投信においてはマネーマーケットファンド(MMF)が、高い収益性や決済の利便性(T+0決済)を理由に、普通預金を代替する金融資産として近年その規模を巨大化させ、公募投信業界全体の6割以上を占める状況となった。中国のMMFは時価評価されていないこともあり、投資家からは損失が発生しない元本保証商品とみなされている。当局は、MMFの規模が巨大化すれば、市場急変時に流動性リスクのトリガーとなる可能性があるほか、システミックな不安定性を引き起こす虞があるとの懸念を示しており、規模抑制等を目的とする規制強化に動いている。次項では新たな環境変化として、当局による規制強化の動向について述べる。

<sup>8</sup> 中国国务院(最高行政機関)は、シャドーバンキングを以下3つに分類している。①ライセンスがなく、管理監督も全くされていない業界(新型インターネット金融、第三方理財(米国のIFAに相当)) ②ライセンスがなく、管理監督が不十分な業界(融資型信用保証会社、小口貸付会社) ③ライセンスはあるが、管理監督が不足しているか、回避されている業界(MMF、資産証券化、一部の理財業務)

<sup>9</sup> 預貸比率や貸出総量の規制等

図表3：MMFの規模推移(兆元)



### 3. 新たな環境変化

#### (1) 規制強化

前項で触れたとおり、金融リスクに対する当局の監督姿勢は従前にも増して厳格化している。2017年12月の中央経済工作会議では、今後3年間に解決すべき課題のトップに、「重大リスクの抑制(特に金融リスク)」が挙げられており、なかでも資産運用業界の正常化に重点が置かれている。2017年11月には中国人民銀行、銀行保険監督管理委員会、証券監督管理委員会、外為管理局が連名で『金融機関の資産管理業務の規範に関する指導意見(パブリックコメント)』を発表した。これは、監督機関を異にする資産運用業界各業態に対して初めての統一的な規制となった。翌年4月27日、指導意見は国务院の同意を得て正式に発効した。

新規制は資産運用商品の元本保証・資金プール<sup>10</sup>を禁じ、レバレッジを抑制する他、市場価格に基づく時価評価を促す等、資産運用商品の本流(本来の意味での資産運用)への回帰を意図するものである。これまで、隠れ元本保証を前提に残高を積み上げてきた銀行理財や、器貸業務に大きく依存する証券会社等は、今後、大規模な業務見直しを迫られる一方、資産運用業の本流である公募投信会社は、影響が比較的少ないものとみられている。

<sup>10</sup> 商業銀行が展開する理財商品の資金プールを指す。銀行が販売し、投資運用の責任を負う、一種の資金運用プランである。一般的には短期の理財商品をロールオーバーしながら投資を継続することによって、資金源と資金運用のバランスを維持するもので、資金は債券・信託プラン等、運用期間が長い資産に投資されている。理財商品の発行のタイミングと期限到来のタイミングが一致せず、ロールオーバー発行に問題が生じた場合、流動性リスクを引き起こしかねない。

図表 4 : 【金融機関の資産管理業務の規範に関する指導意見】の概要

位置づけの明確化	資産運用業務は金融機関のオフバランス業務であることを明確化し、隠れ元本保証商品のオンバランス化を促す。
元本収益保証の禁止	リスクは投資家が負う原則を徹底し、金融機関による元本収益保証を禁止。投資家適合性管理を徹底。
機能別の規制	管轄監督当局に関らず、同一機能の商品には同一規制(投資範囲、情報開示等)を適用。
非標準化債権資産 <sup>11</sup>	非標準化債権資産への投資条件厳格化。
資金プールの禁止	商品と投資対象との期間ミスマッチの解消。
商品多層化の制限	他金融機関運用商品への投資は可能だが、投資した商品がさらに他商品へ投資することは不可(公募ファンドは除外)。原則資産運用商品は2層まで。
レバレッジの抑制	公募投信とオープン型私募商品における優先・劣後構造の禁止。
移行期間	2020年迄に新規制への対応が必要。 既存商品は満期まで規制適用が猶予されるが、新規制に適合しない新商品は発売不可。

出所：中国人民銀行「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」より三菱UFJ信託銀行作成

## (2) 税優遇制度の導入による後押し

資産運用業界は規制強化の下で正常化が進められる一方で、新たな牽引役として期待されているのが、個人型年金の所得税繰り延べ優遇制度の導入である。

中国において高齢化が急速に進む中、当局は、強制加入の基礎養老保険(第1の柱)及び任意加入の企業年金・職業年金(第2の柱)とは別に、第3の柱として個人型年金の加入促進を計画しているが、2018年5月には、商業養老保険(個人年金の一種)の個人所得税繰り延べ政策<sup>12</sup>(上海、福建省、蘇州工業園區での試験的に導入)を発表した。今後、養老型公募投信<sup>13</sup>等も順次、税優遇の対象に加わる予定である。

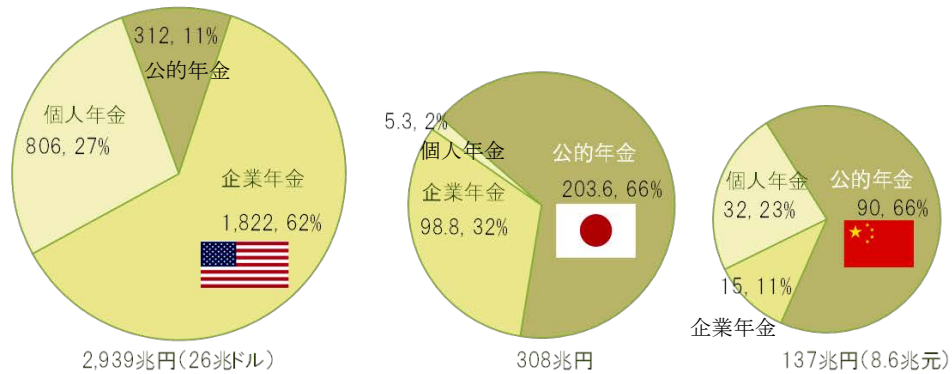
<sup>11</sup> 取引所や銀行間市場で取引されない資産。不動産開発会社等の貸出規制対象企業に資金を流すチャネル。

<sup>12</sup> 拠出時に発生した年金保険料及び運用時の収益について個人所得から控除され繰り延べられる、年金給付時のみ課税される制度のこと(EET)。年金制度の加入促進のため、日本を含むOECD諸国の多くで導入されている。

<sup>13</sup> 証監会は今年3月、《養老目標証券投信ファンド》を公表し、同ファンドの商品形態や運用方式を明確にした。

図表5：米国・日本・中国の年金市場の構造

■第1の柱(公的年金) ■第2の柱(企業年金) ■第3の柱(個人年金)



出所：申万宏源証券;公開資料により三菱UFJ信託銀行作成

#### 4. 資産運用業の対外開放

中国は資産運用業の対外開放も加速させている。4月のボアオ・アジア・フォーラムにて習近平国家主席が、対外開放拡大の措置を取ると発表した。資産運用業を含む金融業の外資出資規制の緩和がその内容の一つである。外資系金融機関の参入は金融イノベーション、秩序ある業界発展に資することが期待されている。

図表6：外資による資産運用業への出資割合

外資による出資割合	緩和前	2018年 前半迄	2021年まで	現状 JV会社数
公募投信会社	49%	⇒ 51%	⇒ 規制撤廃	44社
銀行理財	定義なし	⇒ 詳細未定		0社
信託会社	規制撤廃			8社

出所：中国国家発展改革委員会・商務部《外商投資準入特別管理措置(ネガティブリスト)》;公開情報より三菱UFJ信託銀行作成

これを受け、各種報道によると、証券業界では2018年5月にUBSが中国での合弁証券会社への出資比率引上げ(51%)を証券監督管理委員会に申請した。更に、野村ホールディングス(HD)やJPモルガンチェースの香港子会社等は、出資比率51%の新たな合弁証券会社の設立を申請した。

翻って、本邦証券に注目すると、野村HDは中国の金融市場に本格参入する方針を公表し、富裕層向けの資産運用ビジネスに加え、投資銀行業務を含む総合的な証券ビジネスを展開する計画としている。一方、過去に中国の合弁事業から撤退経験のある大和証券ホールディングスはインタビューで、「経済規模を考えれば、中国は無視できない」と述べ、年内を目途に提携相手や出資比率等詳細を固め、早期に当局へ許可申請する方針を明らかにしている。

近年、先進国(米国や欧州等)の資産運用ビジネスの成長が鈍化する中で、中国の資産運用市場の規模及びその成長力は大変魅力的であろう。世界各国の資産運用会社は今後、公募投信等の領域を中心に中国市場への参入を加速させるものと見込まれている。

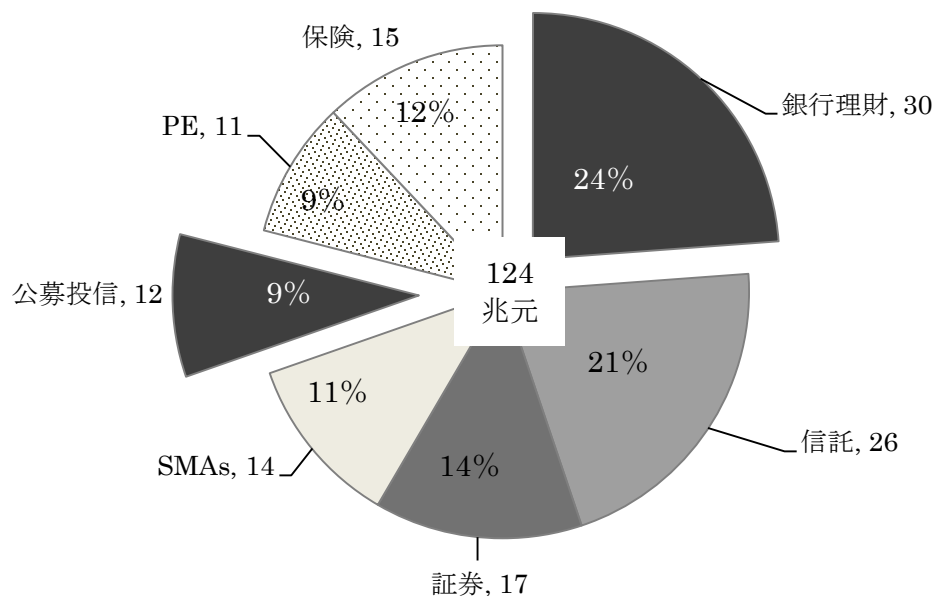
### Ⅲ. 主要業態別(銀行理財と公募投信)の現状及び今後の展望

資産運用業の本流回帰や外資系金融機関の市場参入によって各業態間の同質化が進み、競争は更に激化する可能性がある。本章では各業態の規模や特徴を概観した上で、個人向け商品及び資産運用の本流という観点で、資産運用業の代表的なセクターである銀行理財と公募投信を中心に、それぞれの現状や環境変化の影響を確認し、今後の展望について考察したい。

#### 1. 各業態の特徴

各業態における個々の参加者は、そのビジネスモデル、株主、資本金、人員リソース等複合的な要因により、強みと弱みが異なる。各参加者は、自社の戦略、成長への道筋、他社にはない自社の強みについて、今まで以上に考える必要がある。

図表 7 : 2017 年各業態の規模(兆元)



出所：PBOC;CBRC;CSRC;CIRC;公開資料等より三菱UFJ信託銀行作成

図表 8 : 業態別の主要業務及び能力対比

業態	伝統的 <u>主要業務</u>	上流 ← → 下流		
		案件ソーシング力	リサーチ力・運用力・商品設計力	販売力
銀行	債券類・融資類理財等	◎		◎
信託	融資類信託、器貸等	◎		
資産運用会社 <sup>14</sup>	公募投信、SMA(一部器貸)		◎	
証券	器貸、アクティブ運用	○	○	○
PE	PE、創業投資、IPO	◎	◎	
保険	投資・貯蓄性のある保険			○

出所：中国人民大学出版社《中国資産管理業界発展報告》、公開資料等より三菱UFJ信託銀行作成

図表8は各業態の主要業務や能力対比を表すものである。例えば銀行は資産運用業の上流及び下流である案件ソーシング力や販売力に強みを持つ一方で、中流に位置づけられる運用力・商品設計力が低い傾向にあるのが特徴といえ、実際、資産運用会社(基金)等への運用のアウトソースも多くみられる。逆に、資産運用会社は豊富な専門人材の蓄積等から運用力に長けている一方で、販売ルートは銀行を中心とする外部販社に依存している。このように各業態は異なる特徴を持っており、本流回帰に向かう中、業態間の同質化、特に銀行理財と公募投信との間の競争激化が予想されている。全機能を内製化するか、それとも外部アウトソースを活用して得意分野に特化するかは、各業態内における各ビジネス参加者間の競争に落とし込んで同様に重要なことと考える。次章では資産運用業における一つ目の主要セクターである銀行理財の現状について考察する。

## 2. 銀行理財

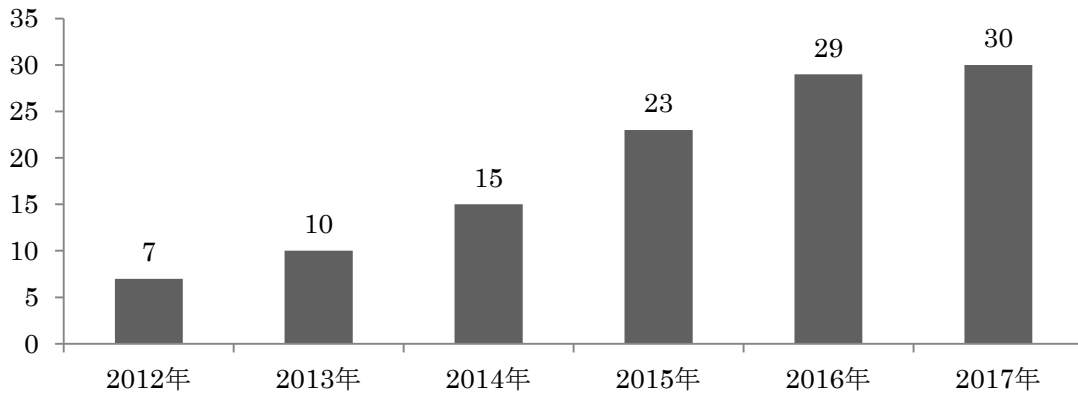
### (1) 銀行理財の規模や分類

商業銀行は業務の包括性から豊富な顧客基盤を持つため、銀行理財は全資産運用商品の中で最も規模が大きい。2017年末時点では、国内562社の銀行業金融機関が理財商品を約93,500本保有し、その残高は約30兆元に達している。ただ成長率については2017年には前年比1.7%にとどまり、2016年の23.6%を大幅に下回った。

<sup>14</sup> 中国では基金会社と呼ばれる。



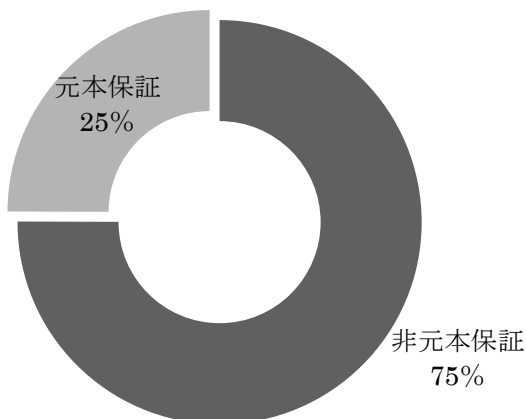
図表 9 : 銀行理財の規模推移(兆元)



出所：銀行業理財登録管理センター;公開資料より三菱UFJ信託銀行作成

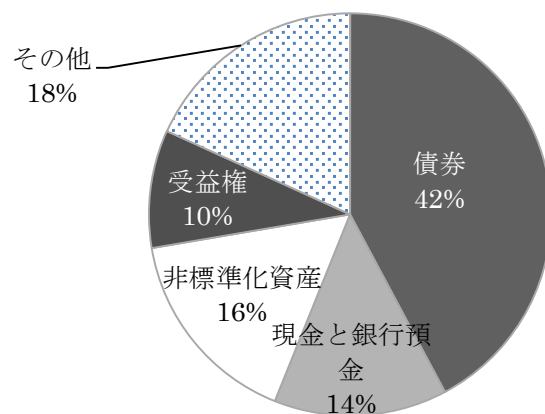
銀行理財商品は、商品設計上は、債券・現金・銀行預金・非標準化資産等を投資対象とするもので、預金とは異なる金融商品として位置づけられており、元本保証型の商品と非元本保証型の商品に分類される。銀行理財の総額のうち、銀行のバランスシートに反映する必要のない非元本保証の理財商品が全体の約75%を占めており、前述のとおりその一部がシャドーバンキングの中核を成すといわれている。中国人民銀行が2017年1Qよりマクロプラデンス評価(MPA)<sup>15</sup>において、同商品を広義の信用貸出範囲に算入する取扱を開始したことで、銀行のリスク資本の制約等を背景に残高の縮小がみられた。特に一部の中小銀行は、当局が求める要件をクリアするために、オフバランス銀行理財商品の残高を抑制する必要に迫られていた。これらの結果、オフバランス理財商品は昨年比4%減の23.1兆元となった。次項では残高縮小の要因の一つとなった規制強化の影響について述べる。

図表 10 : 銀行理財の構造



出所：銀行理財登録管理センターより三菱UFJ信託銀行作成

図表 11 : 銀行理財の投資対象



<sup>15</sup> 資本とレバレッジ状況、資産負債の状況、流動性等の7つの項目、計17の評価指標で銀行をはじめとする金融機関を総合的に評価する仕組み。MPAに基づく査定結果が点数化され、銀行は点数順でランク付けされる。

## (2) 規制強化による銀行理財商品への影響

### ① 本体からの分離

今般の新規制下では、商業銀行が理財業務を展開する場合、独立した法人格を持つ資産運用子会社(理財運用子会社)を設立するか、もしくは子会社設立の条件が揃わない場合は本店に理財業務の専門部門を設置して、集中的かつ統一的に業務運営することが求められている。

多くの銀行では、理財運用子会社の設立について、専門性の向上、リスクの分離を実現し、業務の競争力や顧客への金融サービスを向上させるものとして、当局方針に前向きに応じる姿勢を示した。8月末時点では、既に13行<sup>16</sup>が、理財運用子会社の設立申請を当局に提出している一方で、中国五大銀行(中国銀行、工商銀行、交通銀行、建設銀行、農業銀行)では、交通銀行のみが理財運用子会社の設立計画を表明している。交通銀行以外の4銀行が子会社設立の意向を示していない理由の一つとして、既に自社で公募投信会社にマジョリティ出資していることが考えられる。

理財業務を本体から分離することになると、傘下にある公募投信会社との差別化、或いは業務統合して子会社間のコンフリクトを解消することも含め、各行は各資産運用子会社の機能整理を迫られるだろう。海外での銀行傘下の資産運用ビジネスは、独立したリサーチ・運用、コンプライアンス、リスク管理、IT、人事部門を持った、子会社のビークルで業務展開する形態が一般的である。銀行理財業務の転換の第一歩は、本体からの分社化、独立したガバナンス体制、人材確保、インセンティブ体系の設計であると考えられる。

### ② 他業態との協働強化

理財運用子会社は、元本保証型商品の消失による空白を埋めるために、投資家のリスク嗜好度(収益率への期待、投資ニーズ)に応じて、より豊富な商品ラインナップを用意する必要が生じてこよう。当局は、銀行理財の正常化を図るため規制を課した一方で、今後の成長に向けた道も残している。2018年9月28日に発表された銀行理財に関する細則<sup>17</sup>では、銀行理財はPEへの投資や、公募投信を通じた株式投資を可能にしている。図表8で示したように、銀行理財は肝心なリサーチ力・運用力を弱みとしており、今後はそれを強みとするPEや公募投信との協働が多くみられるだろう。そのためには、今までの運用委託の経験をベースに、運用委託先・戦略の選定に関する異なる評価体系の構築、受託者の選任から、運用委託の執行、モニタリング、契約更新・解除までに及ぶ投資スキームの構築が必要になるだろう。

<sup>16</sup> 具体的には、招商銀行、華夏銀行、北京銀行、寧靜銀行、交通銀行、光大銀行、平安銀行、南京銀行、民生銀行、広発銀行、興業銀行、浦發銀行、杭州銀行。

<sup>17</sup> 商業銀行理財業務監督管理弁法

### (3) 今後の展望

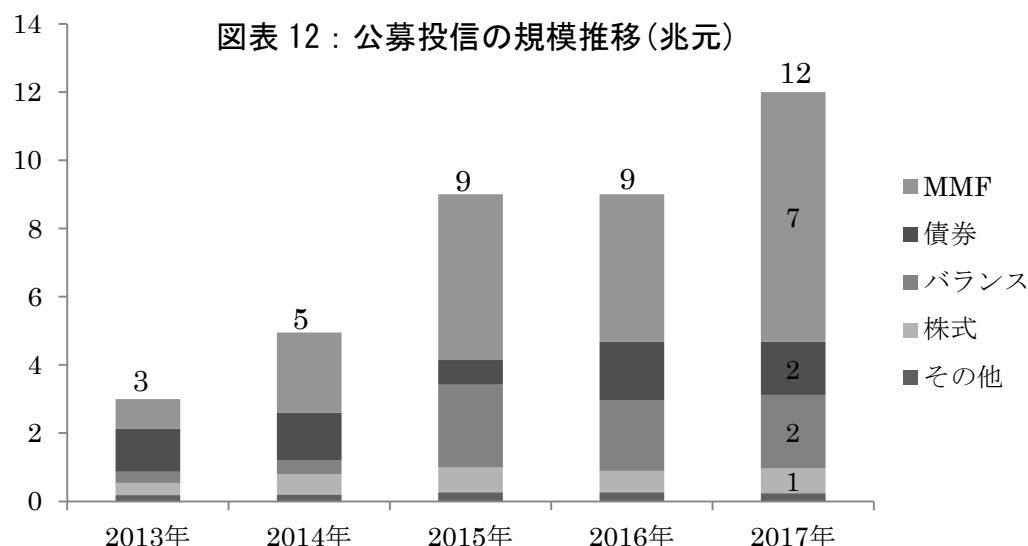
中長期的には、銀行理財は中国資産運用市場で主導的な地位を維持すると見込まれている。世界の運用会社トップ 20 社をみても、約半数は銀行系列である。銀行系列の運用会社は、保険系列や独立系等と比べ、銀行の圧倒的な顧客基盤(個人、企業、機関投資家)を持つことがこの背景にあると考えられ、マッキンゼー(China)は、中国における銀行アセットマネジメントの規模が 2020 年に 50 兆元に、2021 年には 60 兆元を突破すると予想している。

勿論、主導的地位の堅持には、本流回帰を大前提に、顧客ニーズを主軸とした商品展開や他業態との徹底した差別化戦略が必要だろう。銀行理財においては、今後も上流サイド(債権類資産、信用リスク管理力)と下流サイド(顧客基盤)における強みを生かすことが重要と考えられる。まず、自身の強み・主要投資領域である債権や非標準型債権に加え、資産証券化、PPP(官民パートナーシップ)、不良債権等への投資能力を備えることが必要となろう。また、他業態商品の選定におけるゲートキーパーとしての役割が益々求められることから、アセットアロケーション能力の強化も必要であろう。更に、顧客資源の活用に関して、プライベートバンキング(PB)部門等との連携強化、顧客情報の集約・把握、顧客の財務状況、リスク選好度に応じてよりカスタマイズしたウェルスマネジメント、特にその際には IT テクノロジー(AI、ロボティクス、ビッグデータ、ブロックチェーン等)の活用等が必要と考えられる。次章では資産運用業における二つ目の主要セクターである公募投信の現状について述べる。

## 3. 公募投信

### (1) 公募投信の規模推移

公募投信業界は、運用力、リスク管理、人材の報酬体系等、様々な面において模範的な存在といえよう。2017 年に公募投信業界規模は前年比+27%の 12 兆元に達した。但し、前章で言及したとおり、近年では MMF が主な牽引役となっており、株式型ファンド、バランス型ファンド等、他のファンドの成長は鈍化している。



出所：Wind より三菱 UFJ 信託銀行作成

## (2) 規制強化の影響

前述のとおり、今般の規制強化は、公募投信業界への影響は比較的少ないとみられているが、一部の仕組みファンド(中国語で「分級基金」と呼ばれるファンド)を主要収益源とする公募投信会社では、同型ファンドの清算やタイプ変換、それに伴う規制対応コスト上昇や、別の主軸商品の組成を余儀なくされよう。一方で、公募投信全体で捉えると、理財資金のアウトソースは依然として重要な資金流入源になるだろう。第Ⅱ章で述べたとおり、銀行理財は公募投信会社を通じて株式投資が可能であり、今後は投資対象に応じて、各業態が果たす役割の棲み分けが益々明確になる。ただ、リテール向けの公募商品という意味では、銀行理財と公募投信はお互いにとって、最も脅威的な存在になるだろう。両者の協働や競争関係については今後注視していく必要があるだろう。次項では公募投信業界内の競争環境について述べる。

## (3) 競争環境

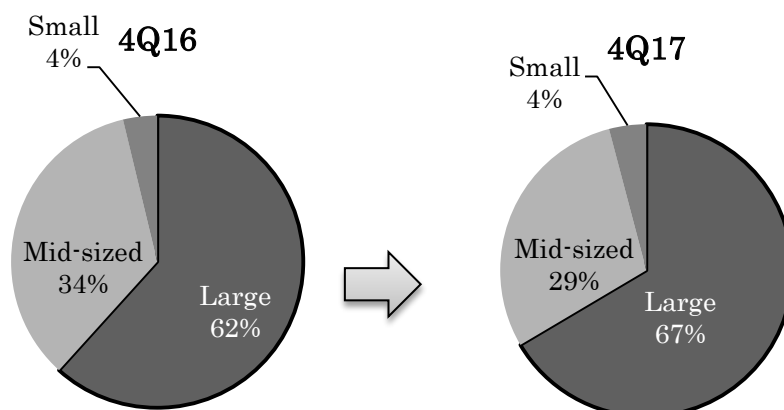
図表 13 は証券監督委員会(CSRC)が承認している公募ライセンス数の推移を表すものであり、プレイヤーは年々増加し続けている。内訳をみると、これまでの証券や銀行系列を中心とする設立とは異なり、近年では、国内大手 PE の進出や業界著名人による設立が目立っている。しかし、図表 14「会社規模別マーケットシェア」のとおり、大手公募投信会社への集中は継続しており、新規参入者と既存中小会社は限られたパイの中でシェアを奪い合う構図になっている。

図表 13 : 公募ライセンス数推移

	2015	2016	2017	2018.2
合計	101	108	113	116
合弁	45	44	45	45
内資	56	64	68	71
証券等	10	12	12	13
保険	1	1	2	2

出所：中国投信業協会より三菱UFJ信託銀行作成

図表 14：会社規模別マーケットシェア



※Large は 2017 運用規模ランキング上位 1~20 社、Mid-sized は 21 位~60 位、Small は 60 位以下の資産運用会社を指す

出所：Z-ben より三菱 UFJ 信託銀行作成

このような状況のなか、各参加者にとっては地道にパフォーマンスを向上することがシェア拡大のキーポイントになるだろう。2017 年、業界全体でみると株式型ファンド及びバランス型ファンドの規模はやや減少していたにも関わらず、パフォーマンス上位の公募投信会社は規模の急拡大を果たしている。

図表 15：株式類パフォーマンス上位者の規模成長率

(ランキングはパフォーマンス順)

	ファンド 管理人 (公募投信)	2016 年株式・バ ランス F 規模 (百万元)	2017 年株式・バ ランス F 規模 (百万元)	成長率 (%)
1	東方証券資管	288	708	+146
2	嘉実	1723	2039	+18
3	易方達	1726	2027	+17
4	国泰	569	802	+40
5	華夏	1814	2005	+11
6	中欧	394	550	+39
7	業全	402	557	+39
8	景順長城	315	448	+42
9	南方	1560	1690	+8
10	上投	257	386	+50

出所：社会科学文献出版社《中国資産管理業界発展報告 2018》より三菱 UFJ 信託銀行作成

#### (4) 今後の展望

##### ① 養老型公募投信の普及

公募投信業界において、第Ⅱ章で言及した養老型公募投信(ライフサイクルファンド<sup>18)</sup>の確立は今後、重要な運用資産拡大策の一つになるだろう。個人型年金所得税繰り延べ優遇の開始により、これまで公募投信に馴染みのない投資家層からの資金流入に加え、投資家の長期投資が促されることになるだろう。米国では、IRA(個人型確定拠出年金)と401K(企業型確定拠出年金)の導入により個人資金を貯蓄から投信市場へ振り向けることに成功しており、ライフサイクルファンドの活用度も高い。Z-ben社(中国資産運用業界にフォーカスしたコンサルティング会社)は中国の年金対象ファンドは10年後に4兆8000億ドル規模と、同国のミューチュアル・ファンド全体の40%を占めると予想しており、資産運用会社にとって巨大なチャンスになると期待されている。同型ファンドの中国での普及には、公募投信会社による運用ノウハウ構築やラインナップ開発は勿論だが、いかに長期投資理念を浸透させるか等の投資家教育も肝心と考える。本稿執筆時点では、既に華夏AM、中欧AM等5社が先駆者となって、養老型公募投信をローンチした(或いはローンチ中)。ただ、事前での話題性の割には、ローンチ規模はいずれも少額にとどまっている<sup>19</sup>。

同領域はまだ業界のブルーオーシャンといわれており、外資のノウハウを生かす余地は大いにあるだろう。例えば、今年8月、華夏AMはFidelityと戦略的提携を締結し、ターゲットイヤーファンド等における運用ノウハウを共有することで合意している。

尚、養老型公募投信の普及とともに、ETFをはじめとする指数連動型の運用商品(以下、指数連動商品)に対するニーズが高まることも予想される。2002年に初の指数連動商品が誕生して以来、2017年までに、公募投信市場には計600本近くの指数連動商品が存在しており、総規模は5,000億元を超えるが、中国市場における指数運用の有効性の疑念に加え、ストーリー性のあるアクティブ運用ファンドよりも販売が難しいといわれていることから、現時点ではブレークスルーはみられない。

##### ② 競争激化に伴う差別化戦略

業界大手へのシェア集中が今後もさらに進むかについては予想が難しい。

ブランドの構築、優秀な人材の取り込み、ITシステムの投入、海外投資に伴う初期費用、販売機能の強化(ロボアドバイザー)等、業界全体のコストは益々増加するだろう。その意味では、大手への集中は避けられないものの、「余额宝<sup>20</sup>」で一気に上位AMにのし上がった天弘AMの

<sup>18</sup> 一般にライフサイクルファンドとは加入者の年齢などに応じてファンドのリスク量を調整するものを指している。そのリスク量の調整方法によって、さらにターゲットリスクファンドとターゲットイヤーファンドの二種類がある。

<sup>19</sup> 華夏AM運用の養老型ターゲットイヤーファンド2040(3年クローズ)FOFの募集金額は2.1億元(約33億円)であった。中欧AM運用の同型ファンド(2035)は3.2億元(約51億円)を募集した。

<sup>20</sup> アリペイ(ネット決済用Wallet)の余裕資金に着目して開発された資産運用商品。余裕資金とMMFの間で資金のスイッチ(次ページへ続く)

ケースや、事業部制の導入によりトップファンドマネージャーを多数誘致できた中欧AM、バリュー投資を堅持し圧倒的なパフォーマンスで規模拡大を果たした東方証券資管のケースをみると、逆転の可能性は十分にあるといえよう。米国Vanguard社も後発組ながら今や世界最大の投信会社の一つとなっている。中国の資産運用業界は創立からわずか20年の若いマーケットであり、新興資産運用会社の台頭、弱小資産運用会社間の合併や外資のシェア拡大等、今後20年間の業界は様々な変化に富むものとなる。

総じて、外資系金融機関や異業種による新規参入、公募投信と銀行理財との間以上に、公募投信会社間のシェア獲得競争や差別化の重要性は益々強まるだろう。今までのフルラインナップ戦略、外部販社依存では競争に勝ち得ない。10年後、20年後の業界のあるべき姿を見据え、今見え始めている数々のトレンドの兆し、たとえば個人型年金の普及、インデックス運用の拡大、ネット販売の拡大等をどのように自身の変革、強みの構築に合わせて捕捉していくかがキーになるだろう。次章では中国公募投信業界の変革要因の一つとなることも考えられる外資系金融機関の中国進出について考えてみたい。

#### IV. 外資系金融機関の進出の機会と課題

先述した金融開放は、外資系金融機関に対して重要かつポジティブな影響をもたらすと考えられる。即ち中国国内に既に進出している外資系資産運用会社にだけでなく、まだ中国市場に参入していない海外の金融機関にも新たなチャンスをもたらすこととなる。

中国資産運用市場へのアクセスルートとして、主にクロス・ボーダー投資業務、中国大陸・香港ストックコネクト<sup>21</sup>、ボンドコネクト<sup>22</sup>及びファンド相互認証、公募投信業務、私募証券投信証券ファンド業務<sup>23</sup>等が上げられる。それぞれのスキームは多くのレポートで紹介されていることからここでは説明を割愛するが、本章では、外資系金融機関にとっての中国市場進出時の主なチャンス及び課題を整理したい。

##### 1. 進出の機会

かつては、中国における閉鎖的な金融市場環境により、外資系金融機関が中国市場へ進出することは限定的であった。また、公募投信・信託会社等の領域において、一部の外資金融機関は支配権を獲得できず合資企業での発言権を確保できないこと、或いはJVパートナーとの経営理念の不一致等を理由に、中国市場からの撤退を選択したケースが多くみられた。しかし、今般の金融開放をきっかけに、中国資産運用市場への参入経験のない外資系金融機

チができる仕組み。今では、「余额宝」はプラットフォーム化しており、複数のMMFを導入している。

<sup>21</sup> 2014年11月17日に始まった、上海取引所と香港取引所の相互間で行われる人民元建て上場株式取引のこと

<sup>22</sup> 2017年7月3日開始。海外の機関投資家が香港を経由して中国本土の銀行間債券市場で売買を行う制度

<sup>23</sup> 外資独資会社(Wholly Foreign-own Enterprise)の設立は可能。

関による公募投信業界等への参入、或いは既に中国資産運用会社の持分を保有している会社によるマジョリティ取得が予想されている。

尚、銀行理財領域への外資参入は制限されておらず、一部商業銀行は既に将来的に戦略的投資家の導入への意欲を示している。海外の金融機関にとっては、中国における投資家の求める金融商品を開発・提供するために、中国国内に圧倒的営業網を持つ中国資本の銀行との協働の機会も今後創出されていくだろう。

加えて、中国資産運用業界は20年余りの発展を経て、中国国民の富の増大及び分散投資の重要性に対する認識の高まりにより、海外資産への配分ニーズが拡大していることや、元本保証の禁止等の規制強化などを背景に、大きく変化しつつあり、投資家の意識はリスク対比でのリターンや中長期的なリターンを重視する方向へシフトしていくとみられている。つまり、投資家の成熟化に伴い、資産運用会社の選別においてレピュテーションや過去のトラックレコード等がより重要視される環境になることから、外資系金融機関が強みを発揮しやすくなるだろう。図表16はトップ・グローバル・アセットマネジメント会社の中国資産運用市場における現状の展開及び戦略・動向をまとめたものである。

図表16：トップ・グローバル・アセットマネジメント会社の中国展開

会社名	JV(公募)	WFOE・PMF <sup>24</sup>	戦略・動向
UBS	国投瑞銀基金	○	オンショア運用強化 HNWを中心にオンショア・オフショア商品の提供
JP Morgan	上投摩根基金	○	
Schroders	交通施羅德基金	○	オフショア商品の提供
Invesco	景順長城基金	○	Invesco 派遣総経理が董事長に就任、将来的にマジョリティ取得の可能性あり
Blackrock	中銀基金	○	中国本土のヘッジファンド市場への参入
Fidelity	×	○	華夏 AM(ローカル公募投信)と養老金 F 投資において提携開始 将来的に公募投信領域に参入可能性あり

出所:Z-ben Advisors;InvescoGreat Wall AM HP 等公開情報より三菱UFJ信託銀行作成

## 2. 進出に係る課題

一方で、外資系金融機関が中国市場へ進出する際に直面する最大の課題は、ローカルの資産運用会社との競争に晒されることである。外資系金融機関は中国市場の新規参入として、いかに長所を伸ばしながら、販売網等における短所を補うかが重要であるが、ローカル勢が既に強固な地盤を固めており、資金調達ルートやローカル市場の運営、業界における影響力といった分野で優位性を有しているため、当面は業界のパワーバランスを変えるほどのイン

<sup>24</sup> WFOE・PFM(Wholly Foreign Owned Enterprise・Private Fund Management)とは外資独資私募証券投資基金管理人のこと。



パクトにはならないと考えられる。

迅速に市場成長を取り込み、販売網や人材蓄積における弱みを補完する手段として、既存ローカル運用会社の買収等が考えられようが、現実には出資チャンスは希少であろう。特に銀行系列の大手運用会社は、銀行株主の巨大販売網がもたらす恩恵の方が圧倒的に大きく、外資の戦略的出資者の受入には後ろ向きである。一方で、自前志向の強い外資系金融機関はPFM（脚注 24 参照）の設立を経由して戦略的提携パートナー、特に販売網を確保してから公募業界に進出する手法を取るだろう。いずれにしても、外資系企業文化に適しており、中国の資産運用業務に精通している人材をいかに確保するかが非常に重要なポイントとなるだろう。

## V. 終わりに

既述のとおり、中国資産運用業界は「大资管時代」に突入し、業態間の垣根が低くなり、各参加者は同じ土俵で戦うことを余儀なくされつつある。それぞれが資産運用業の本流に回帰するとともに、競争も激化することが予想される。本稿で論じた公募投信と銀行理財において、それぞれの強みの発揮、及び弱みの相互補完関係が重要であったように、競争と融合が共存する関係性になるだろう。会社の規模、内資外資を問わず、資産運用会社は時代の大きな変化に合わせて、長期的な視野に立った、大胆な対応が求められる。そのための人材投資、システム投資も積極的に行う必要があるだろう。また、業態を問わず、全ての資産運用会社はテクノロジーの進化をいかに自社のビジネスモデルにうまく融合させるかが極めて重要になる。そういう意味では、社内における多様な人材の育成や、創造的な企業風土の醸成、経営者の先端的領域に対する嗅覚は益々重要になるだろう。

最後に、資産運用業界に対する対外開放施策の加速につれて、益々多くの外資系金融機関が中国市場に進出することが予想されている。外資系金融機関にとっては、絶大なチャンスを秘めている一方、双方のビジネスやカルチャーに精通する人材の獲得や育成の方法等、様々な課題に直面している。今後は中国当局による金融市場の対外開放の進展を注視しつつ、外資系金融機関の動向についても引き続き注目していきたい。

(2018年10月15日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

## 【参考文献】

～日本語文献～

- ・野村資本市場クォーターリー  
2017 Winter号：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  
2018 Winter号：多様化する中国の公募ファンド販売チャンネルと独立基金販売会社  
2018 Spring号：中国におけるマクロ・コントロール政策の枠組みの強化
- ・みずほ総合研究所 中国における金融リスクの動向

- ・野村総合研究所 金融イノベーション研究部 変革期を迎える中国の資産運用業界
- ・野村総合研究所 金融イノベーション研究部 進む中国の金融対外開放

～中国語文献～

- ・中国人民銀行 中国金融安定報告(2017)
- ・銀行理財登記託管センター 中国銀行業理財市場報告(2017)
- ・招商銀行 BAIN&COMPANY 中国私人財富報告(2017)
- ・智信資産管理研究院編[2018]中国資産管理業界発展報告 社会科学文献出版社
- ・巴曙松ほか[2016]中国資産管理業界発展報告 中国人民大学出版社
- ・McKinsey Greater China いかに大資産業界で勝ち抜けるか
- ・Casey Quirk社(Deloitteグループ) 未来の中国資産管理業者のリーダー

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）