

2018年6月30日

финансы и финансовая промышленность

氏名:劉欣琦(中国アクチュアリー)

E-mail:liuxinqi@gtjas.com

電話:021-38676647

証書番号:S0880515050001



研究報告要点(業界評価: 買い(Buy))

01

テクノロジーが従来金融に対する役割の変化:補完から改造へ

フィンテックの役割は徐々に「補完者」から「改造者」に : 早期の「インターネット金融」の多くは「補完者」の考え方方に立脚し、従来の金融ではアプローチの難しかった末端顧客をターゲットにしていた。代表的な特性としては、量の重視、リスクの軽視であった。リスクの露見と規制強化に伴い、現在中国のフィンテックでは、例を挙げると保険テクノロジープラットフォーム、ネット証券会社は業界のペインポイントに応じて改造者の役割を演じている。

02

テクノロジーがどのように保険を改造するか:販売チャネルから商品へ

チャネルは従来の保険会社のコアコンピテンシーである: 需要サイドから見ると、顧客が保険に対する意識は依然として初期段階にあり、所得水準向上後の潜在的な保険による保障意識がない。供給サイドから見ると、保険代理人の急増は国民の保障意識を掘り起こし、保険料の増加に繋がった。現在、従来の保険会社は販売チャネルの充実化を重視し、商品競争力を軽視している。

販売チャネルから商品へ、テクノロジーが保険を改造: 早期のネット保険が歩んでいたのは販売チャネルの道であり、ネットを通じてプレシジョンマーケティングを実現していたが、顧客との対話回数が少ないなどの原因により、効果があまりなかった。現在、多くのネット保険の運営方針は徐々に販売チャネルから商品に向かい、顧客によりよい商品を提供することでコアコンピテンシーを築いている。

03

ネット証券会社の構造転換: 量(顧客数や取引量)から資産管理へ

量を重視し資産を軽視するのが従来の証券会社の主な弊害である: 中国証券会社業界は60%を超える収入がBeta型業務(ブローカレッジ)によるものであり、歪な収入構造と比較的高い利益水準により従来証券会社は顧客との取引量を重視し、顧客向けの資産管理サービスの提供を軽視していた。

量重視から資産重視への転換はネット証券会社の未来である: 発足当初のネット証券会社も量を蓄積する道を歩んでいたが、コアコンピテンシーを築けず、収益を大幅な向上につなげられなかつた。新型ネット証券会社は量を蓄積すると同時に、顧客の資産管理をより重視し、単純な量から資産管理プラットフォームへ転換している。

目次 / CONTENTS

- 01 中国のフィンテック:補完者から改造者へ
- 02 テクノロジーがどのように保険を改造するか:販売チャネルから保険へ
- 03 ネット証券会社の構造転換:量から資産管理へ

補完から改造へ、中国フィンテックの進化の歩み

中国のインターネット金融はP2Pから始まり、初期の位置づけは従来金融の補完者という役割であった

- 積極的な意義：従来金融がカバーできていない末端顧客にサービスを提供することができた
- リスク：金融リスク識別能力に欠け、過度な規制アビトラージにより、リスクの露呈を招いた

2007-2012

- ・ P2Pの出現
- ・ P2P、クラウドファンディングなどのインターネット金融業態が出現したが、火がつくことはなく、業界全体の盛り上がりに欠けた

2013-2016

- ・ 余额宝(ユエバオ)のリリースでインターネット金融業界に火がつく
- ・ 運営ではインターネット思考をより重視し、量に対する注目度がリスクよりも遙かに高かった

2016年-現在

- ・ 業界リスクは秩序的に制御されている
- ・ 上位のプラットフォームは金融営業のライセンスを次々と申請または購入(購入とは、ライセンスを所持する会社の買取)

補完から改造へ、中国 финтексの発展の歩み

近年、 финтексは徐々に金融属性に回帰し、業界の改造者となってきた

- フィンテック企業は徐々に許可制に変わり、業界の改造者となってきた

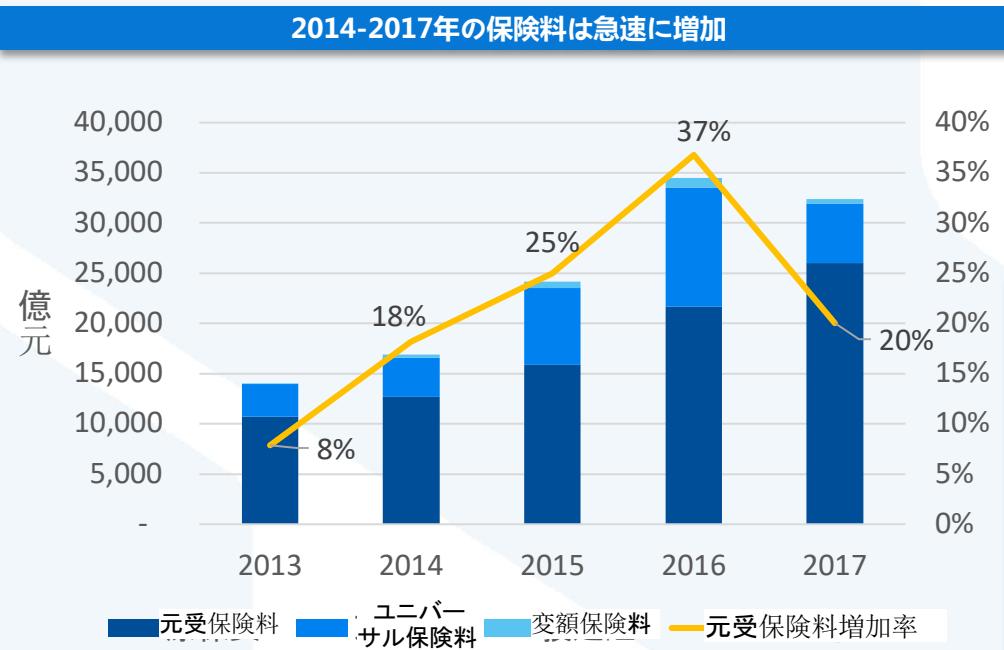


目次 / CONTENTS

- 01 中国のフィンテック：補完者から改造者へ
- 02 テクノロジーがどのように保険を改造するか：販売チャネルから保険へ
- 03 ネット証券会社の構造転換：量から資産管理へ

中国保険業界はどのように急速な成長を実現したのか？

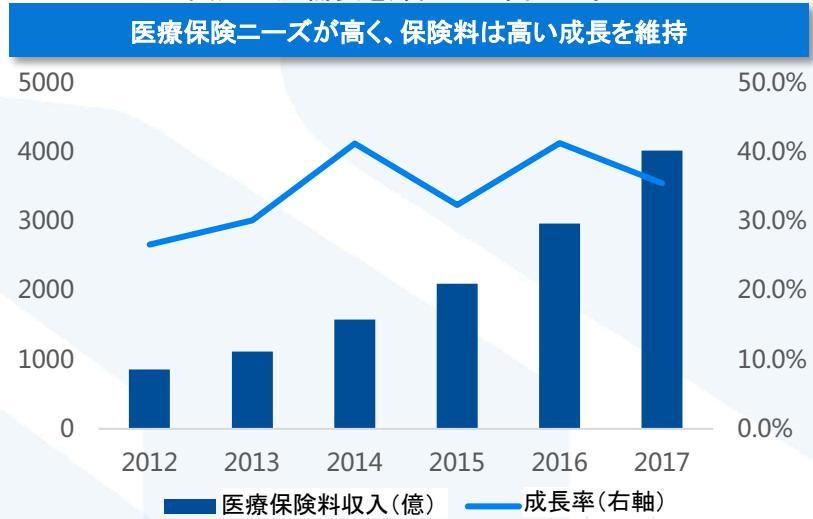
中国保険業界は2014年から保険料が急速に増え始めた



資料出典：CIRC，国泰君安証券会社研究

2014年負債サイドの高度成長の原因:消費のレベルアップに利回りの強みが重なり需要を引き出した

- 消費のレベルアップに利回りの優勢が重なり需要を引き出した:保険業界は保険料収入成長率が1人当たり可処分所得の増加より早い段階に入り(保険S型曲線の加速段階)、保障需要が爆発した。同時に低金利環境により資産管理商品の利回り優勢が資産運用需要を爆発的に高めた。



資料出典:CIRC, 国泰君安証券会社研究

資産管理保険の需要は保険料増加を押し上げるより重要な原因

成長への貢献から見ると、多くの成長は資産管理型商品の貢献による

- 2017年の各社の新規契約構成から見ると、成長を主導しているのは依然として配当付保険である。

	単位:百万	2016	2017	yoY
中国平安	医療保険	45,637	53,588	17%
	配当、資産管理及びその他	90085	117959	31%
中国太保	従来の生命保険	21,312	16,688	-22%
	配当、資産管理及びその他	20539	34440	68%

資料出典:会社年報、国泰君安証券会社研究

代理人の増加は供給サイドで保険料の急速な増加を後押し

代理人の増加は供給能力を引き上げた

- 代理人の増加は供給能力を引き上げた: 2015年に代理人資格試験が廃止され、保険会社の供給能力が解放された。
- 会社の成長の違いは代理人増加率の違いである

上場保険会社代理人数と増加率の推移

総人數(万人)	2013	2014	2015	2016	2017
中国人寿	65.3	74.3	97.9	149.5	157.8
中国平安	55.7	63.6	87	111.1	138.6
中国太保	28.6	34.4	48.2	65.3	87.4
新華保険	20.1	17.5	25.9	32.8	34.8
増加率	2013	2014	2015	2016	2017
中国人寿	-6%	14%	32%	53%	6%
中国平安	9%	14%	37%	28%	25%
中国太保	4%	14%	40%	36%	34%
新華保険	-2%	-1%	48%	9%	6%

上場保険会社NBV(百万)と増加率の推移

年	中国平安		中国太保		新華保険		中国人寿	
	NBV	YOY	NBV	YOY	NBV	YOY	NBV	YOY
2012	15,915	-5%	7,060	5%	4,172	-4%	20,834	3%
2013	18,163	14%	7,499	6%	4,235	2%	21,301	2%
2014	21,966	21%	8,725	16%	4,912	16%	23,253	9%
2015	30,838	40%	12,022	38%	6,621	35%	31,529	36%
2016	50,805	32%	19,041	58%	10,449	36%	49,311	56%
2017	67,357	33%	26,723	40%	12,063	15%	60,117	22%
複合増加率	33%		31%		24%		24%	

資料出典:会社年報、国泰君安証券会社研究

商品ではなく販売チャネルは従来型保険会社のコアコンピテンシー

中国の保険会社のチャネル優勢は保険市場の高い利益率を裏付け、その根本的原因は顧客保障意識が低いことにある

友邦保険の地区別新業務価値利益率状況(2017)								
百万ドル、別途説明がある場合は除く	2017年			2016年			新業務価値変動	
	新業務 価値	新業務 価値利 益率	年間新 保険料	新業務 価値	新業務 価値利 益率	年間新 保険料	年別変動 (固定為替 レート)	年別変動 (実質為替 レート)
香港	1,559	53.2%	2,849	1,161	48.8%	2,294	34%	34%
タイ	381	73.6%	518	384	81.5%	471	(4)%	(1)%
シンガポール	311	71.8%	433	316	74.1%	427	(1)%	(2)%
マレーシア	220	62.5%	348	198	57.1%	341	16%	11%
中国	828	85.5%	968	536	86.4%	621	60%	54%
その他市場	408	41.2%	976	321	32.9%	969	27%	27%
小計	3,707	60.0%	6,092	2,916	56.0%	5,123	28%	27%
合併準備金及び資本要求を満たすために行う調整 グループ本社の支払う税引き後価値を部の分配していない	(65)	無意識	無意識	(37)	無意識	無意識	無意識	無意識
	(130)	無意識	無意識	(129)	無意識	無意識	無意識	無意識
総計	3,512	56.8%	6,092	2,750	52.8%	5,123	28%	28%

資料出典：友邦保険年報、国泰君安証券会社研究

02

初期のネット保険の多くは販売チャネルに軸足を置いていた
インターネットの限界費用が低いという特性を生かし、

プレシジョンマーケティング及び低価格手段で顧客を獲得

早期のネット保険運営の考え方

顧客

ネット保険プラットフォーム

保険会社

プレシジョンマーケティング

保

価格割引

資料出典:友邦保険年報,国泰君安証券会社研究

02

販売チャネルから商品へ:量と教育機能を有するプラットフォームがより優れた品質の商品を提供する

微保はこのプラットフォームにおける典型的な代表である

微保とは?



資料出典:会社公式サイト、国泰君安証券会社研究

唯保(BB保)はこのプラットフォームにおける典型的な代表である

唯保とは?

アクチュアリーを家に連れて帰る

保険数理技術で保険商品を分析し、お客様が保険を選ぶときの時間とお金を節約する



保険数理技術

保険数理チームの専門技術をスマートシステムに転換し、AIアドバイザリーがサービスを提供する



操作が簡単

数分以内にインテリジェントアルゴリズムを通じて保険ニーズを算出し、それによって優れた商品をマッチングす



情報セキュリティ

保険会社がサービス権限を付与し、直接オンラインで必要に応じて保険に加入できる、安全で便利、安く済み、効率がよい

資料出典:会社公式サイト、国泰君安証券会社研究

目次 / CONTENTS

- 01 中国のフィンテック：補完者から改造者へ
- 02 テクノロジーがどのように保険を改造するか：販売チャネルから保険へ
- 03 ネット証券会社の構造転換：量から資産運用へ

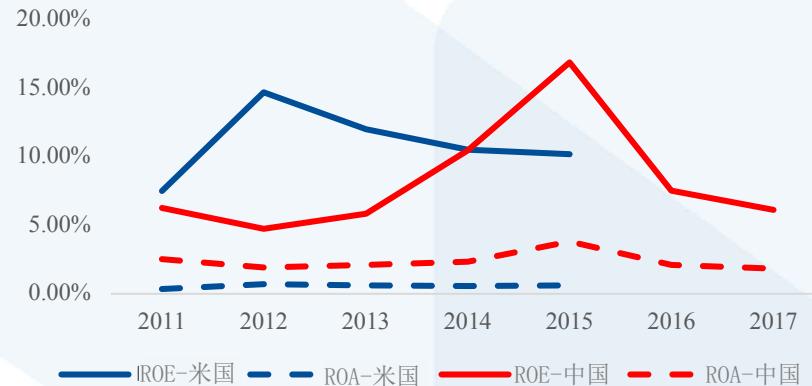
利益は資本市場に依存し、Beta属性が依然として高く、利益率はかなり高い

中国証券会社業務は主に資本市場の変動に依存し、利益の変動は大きいが、総資産利益率(ROA)は高い

Beta型業務は依然として証券会社の主要収入源である

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
仲介業務	39%	48%	40%	47%	32%	26%
自己売買	22%	19%	27%	25%	17%	28%
「両融」と呼ばれる融資(信用買)と融券(株券の融通)及び株式担保	4%	12%	17%	10%	12%	11%
小計	65%	78%	85%	82%	61%	65%
資産運用業務	2%	4%	5%	5%	9%	10%
投資銀行業務	16%	11%	12%	9%	21%	16%
その他	16%	6%	0%	4%	9%	8%
合計	100%	100%	101%	100%	100%	100%

中米証券業界のROAとROE比較



注記の免責条項を参照のこと 16

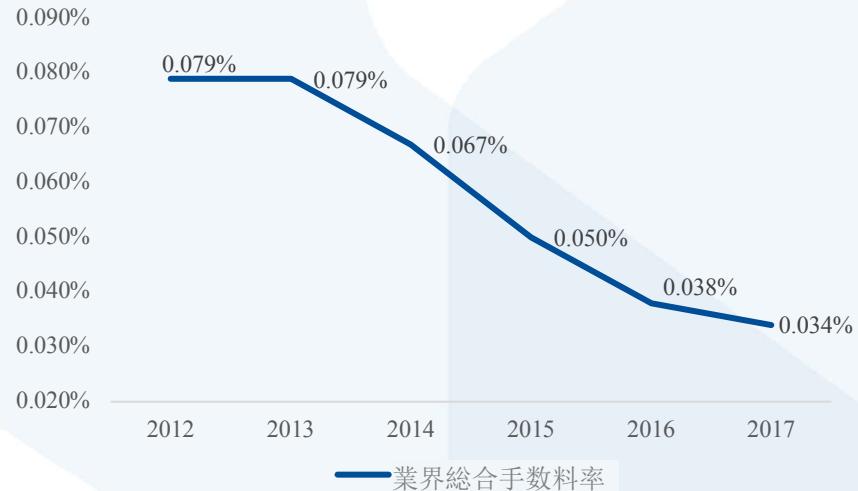
中国証券会社業界は主力商品の競争力に乏しく、値下げがよく行われる手段になっている

中国証券会社業界は主力商品に乏しく、主要競争手段は値下げである

純資産と総資産における米中比較

単位 億元	中国		米国		中国/米国	
	純資産	総資産	純資産	総資産	純資産比	総資産比
2011	6,303	15,728	14,084	311,240	45%	5%
2012	6,943	17,200	15,253	326,113	46%	5%
2013	7,539	20,800	15,871	305,179	47%	7%
2014	9,205	40,900	16,080	295,803	57%	14%
2015	14,515	64,200	15,434	255,231	94%	25%
2016	16,400	57,900			106%	23%
2017	18,500	61,400			120%	24%

中国証券取引手数料率



資料出典:SEC、証券会社業界団体、国泰君安証券会社研究 注:2016/2017年純資産/総資産比の米国基準は2015年データを採用

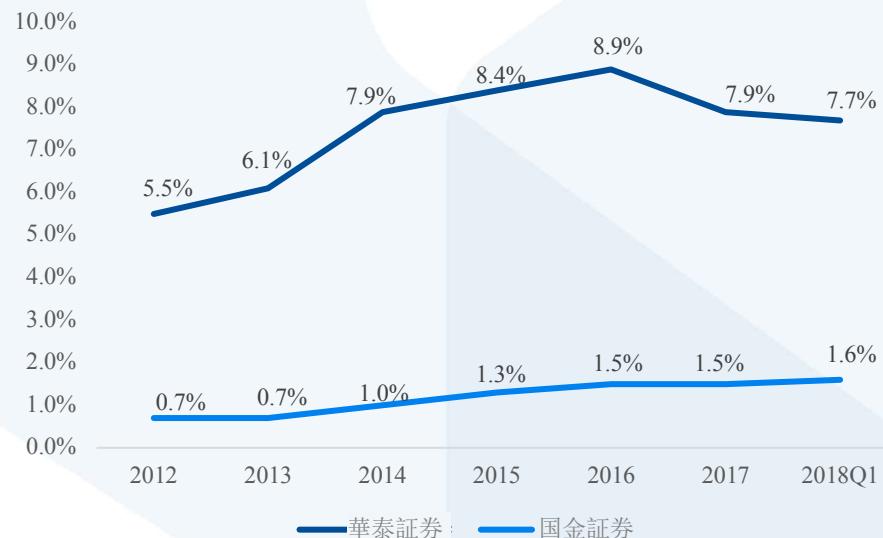
初期のネット証券会社:より多くの資源を量の蓄積に投入

初期のネット証券会社は多くが量の蓄積に投入、単純に価格手段で競争を行い、モデルイノベーションなし

ネット証券会社の運営方針

発展段階	第一段階	第二段階
業務モデル	ネット取引	ネット投融資
推進状況	基本的に完成	徐々に開始
競争力の現れ	サービス施設	プラットフォームの優位性と顧客の資産保有量
規制強化のきっかけ	ネット取引の自由化	資産運用代行の自由化

ネット証券会社の市場シェア



資料出典:Wind, 国泰君安証券会社研究

新型ネット証券会社のビジネスモデル:量から資産運用へ

新型ネット証券会社はチャールズ・シュワブを目標に、顧客資産の蓄積をより重視している

東方財富の発展方針

ポータルサイ
トモデル
2015-2012年

- 主要利益源:広告と有料ソフトウェア
- 核心目標:量の増加

インターネット金融取引ブ
ラットフォーム
(2013年-2018年)

- 主要利益源:ファンド(投資信託)代理販売と証券仲介業務
- 核心目標:取引量市場シェアの増加

総合財産管理
プラットフォーム
(2018年以降)

- 主要利益源:利息と資産管理業務収入
- 核心目標:顧客の預かり資産規模

華泰証券会社のAssetMark

INVESTING EVOLVED

CORE
MARKETS

Core Market
Exposure

TACTICAL
STRATEGIES

Enhanced
Return Focus

Limit Loss
Focus

DIVERSIFYING
STRATEGIES

Equity
Alternatives

Bonds & Bond
Alternatives

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券公司投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券公司投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券公司或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券公司或期权并进行证券公司或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融商品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券公司。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担责任。

国泰君安ノンバンク金融チーム

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES