

## 急成長する中国の資産運用業界

井上 武

### 要 約

1. 諸外国と比べて貯蓄率が高い中国における貯蓄手段として、近年、投資信託の普及が進展している。2001年のオープン・エンド型投資信託の導入を期に、商品のバラエティが増加し、ここ4年で残高は4倍となった。
2. 投資信託の販売チャネルの主流は銀行の店頭であり、投資信託を運用する基金管理会社にとっては、特に全国に巨大な支店網を展開する4大商業銀行との関係が重要とされている。
3. 2001年の中国のWTO加盟では、外資が中国企業との合併で資産運用業界へ進出することが解禁され、巨大な潜在市場を狙って世界中から運用機関が中国市場に集まってきている。
4. 2006年9月からは、投資信託による海外資産の運用が開始され、海外運用の経験が乏しい国内資本はこれら外資との競合において厳しい局面を迎えるだろう。

### I. 貯蓄ニーズの拡大と投資信託

#### 1. 個人金融資産の増大

中国では順調に経済が発展する一方で、医療や年金といった社会保障体制が未整備であったり、経済改革によって雇用が不安定となっていることなどから、人々の間に将来への漠然とした不安が広がっている。このため、家計の貯蓄率は、都市部、農村部ともに可処分所得の2割以上と<sup>1</sup>諸外国と比べて高く、金融資産の積み上がりが経済成長と比べても速くなっている。

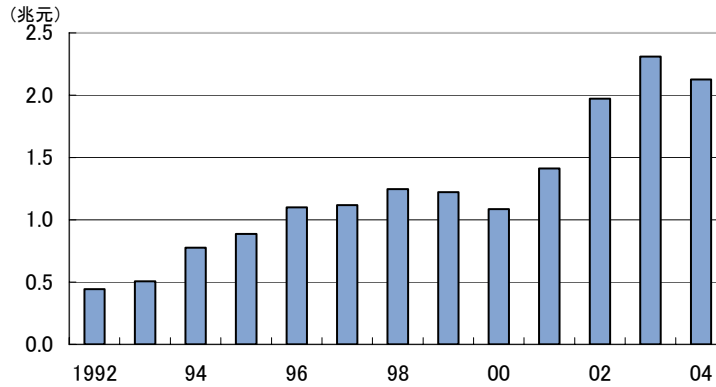
中国では個人金融資産の残高を継続的に把握できる公式の統計は無いが、中国人民銀行が公表している資金循環勘定（フロー表）を見ると、近年、毎年2兆元（29兆円弱）のペースで個人金融資産が積みあがってきてい

る状況がわかる（図表1）。2005年は預金だけで2兆元増加しており、金融資産全体では3兆元弱（43兆円弱）の増加となったものと思われる。人民銀行は2000年9月に個人金融資産の残高を10.6兆元とする報道を行っているが、これをベースとすれば、現在では個人金融資産の残高は20兆元強（約290兆円）に上るものと推計される。この額は中国の2005年のGDP（18.2兆元）とほぼ同額である。日本や米国の個人金融資産残高はGDPの約3倍であり、今後とも中国では個人金融資産が経済成長を上回るスピードで増加していくことが予想される（図表2）。

#### 2. 制度変更による投資信託の拡大

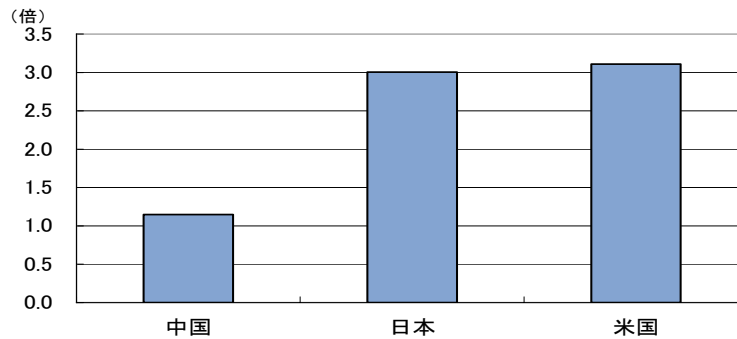
これまで、家計の貯蓄手段として主流を占めていたのは預金や国債であったが、近年は、保険や投資信託、有価証券といった商品へと

図表 1 個人金融資産の増加額



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

図表 2 個人金融資産対 GDP 比



- (注) 1. 2005年12月末の値。  
 2. 中国については、人民銀行が2000年9月に報道発表した個人金融資産額10.6兆元に2001年～2004年までの金融資産増加額の累計7.8兆元、及び2005年の推計値2.5兆元を加えて算出。

(出所) 日本銀行、中国人民銀行等より野村資本市場研究所作成

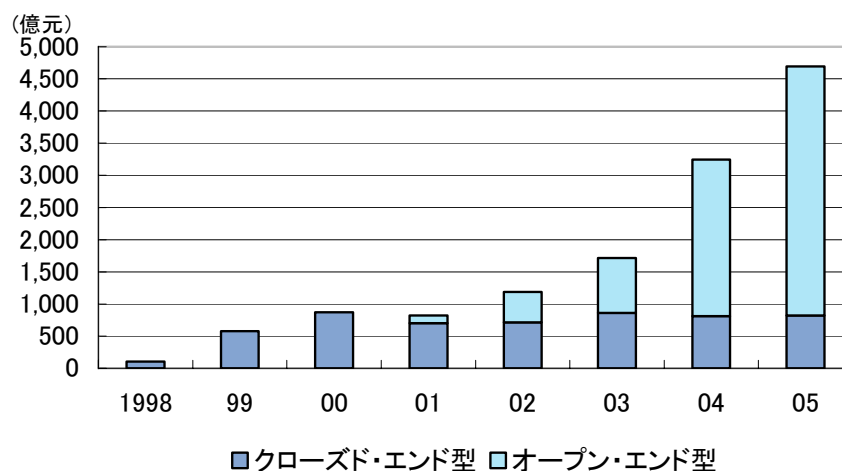
多様化が進んできている。

中国で投資信託がはじめて導入されたのは1991年である。上海および深センの両証券取引所が設立されたのが1990年なので、株式市場とほぼ同じぐらいの歴史があるといえる。ただし、当時の投資信託は、実物資産や不動産にも投資できるものであり、証券投資を目的としたものというよりも、投資ファンドに近い性格のものであった。また、投資信託は全て追加設定を行わないクローズド・エンド型であった。これらの投資信託は、1993年からは証券取引所に上場され取引が

行われていた。

当初は、株式に続く新しい投資商品として注目され、購入のために必要となる決済機関への登録のため長蛇の列ができるなど人気を博した。しかし、設立や管理に係る法規定が不明確であったこと、地方政府や政府と関係の深い法人や証券会社によって設立された基金が多かったこと、さらには、不動産投資や実物投資への投資がポートフォリオの相当部分を占めていたこと<sup>2</sup>などから、その投資及び運営が不透明であるとの批判がその後生じた。

図表 3 投資信託純資産の推移



(出所) 中国証券監督管理委員会

こうした状況を改善し、中国に本格的な投資信託を導入するため、1998年に有価証券への投資を目的とする投資信託、すなわち証券投資信託の制度が整えられた<sup>3</sup>。この過程で、従来の投資信託は順次、新しい制度に基づく投資信託へと改組されていった。また、新しい制度では投資信託の設定や運用は免許を受けた基金管理会社が行うこととなり、それまで投資信託を運営していた証券会社や地方政府の関連会社などが合弁で基金管理会社を新設していった。この1998年の制度整備によって、投資信託市場の拡大に弾みがつき、さらに、2001年に随時追加設定が可能なオープン・エンド型の投資信託が導入されたことによって<sup>4</sup>、投資信託市場は本格的な拡大期を迎えることとなった。2001年から2005年までに投資信託全体の純資産残高は4倍以上となっているがそのほとんどがオープン・エンド型の投資信託の増加によるものである(図表3)。2003年以降は、クローズド・エンド型の投資信託の新規の設定は無くなり、代わって、2005年末までにクローズド・エンド型のファンド数の3倍に上る164本のオープン・エンド型の投資信託が設定された(図表4)。ちなみに、2005年末時点で

は投資信託全体のうち、本数では75%、純資産では80%がオープン・エンド型の商品となっている。

### 3. 株式中心からバラエティの拡大へ

2001年6月から2005年の中ごろまでの4年間、株式市場が低迷を続けたのと対照的に、投資信託市場は順調な拡大を続けた。この要因としては、その間に投資信託の商品の多様化が進んだことが大きい。

2001年9月のオープン・エンド型の投資信託の導入を皮切りに、2002年9月には債券型ファンド<sup>5</sup>、同年11月にはインデックス型ファンド<sup>6</sup>、2003年5月には元本保証型ファンド<sup>7</sup>、同年12月にはMMF型ファンド<sup>8</sup>が導入され、2006年5月にはターゲット・イヤー・ファンドも設定されている。商品の種類においては、欧米や日本の水準に近づいてきているといえよう。

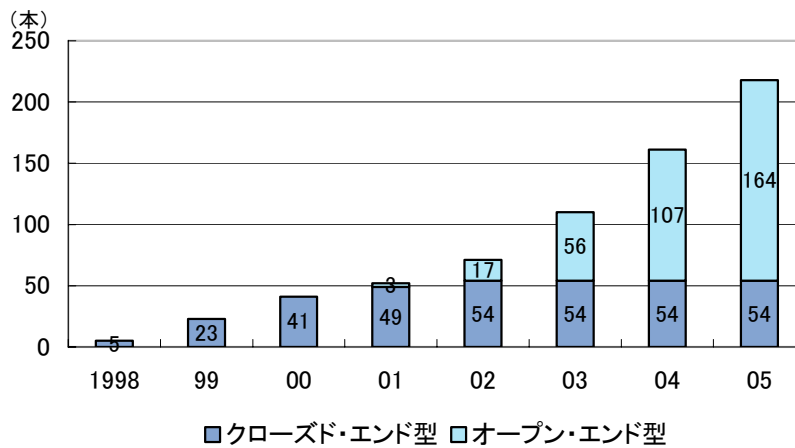
2006年6月末時点で204本あるオープン・エンド型投資信託を種類によって分けると、約半分の95本が株式型で、51本がバランス型、23本が債券型、35本がMMF型となるが、純資産で見ると約3分の1がMMF型となっている。後述するように投資信託の

販売チャネルの主流が銀行窓口であることから、銀行顧客に導入商品として勧めやすいMMFの残高シェアが高くなっているものと思われる（図表5）。

また、2004年12月には上海証券取引所にETF<sup>9</sup>が上場され、その後、2006年3月に深セン証券取引所にも上場された。現在までに、上海証券取引所と深セン証券取引所にそれぞれ2本のETFが上場され取引されている。

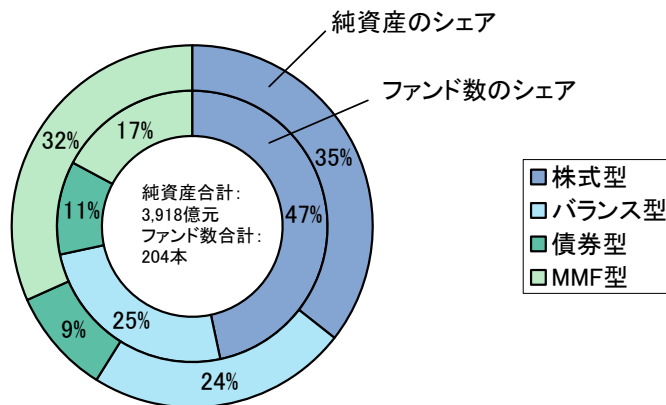
深セン証券取引所では、ETFに先立って2004年12月から、取引所で売買が可能な上場オープン・エンド型投資信託（LOF）という仕組みも導入されている。この上場型投資信託では、投資家はこれまでのように証券会社や投資信託管理会社を相手として購入や売却を行うだけでなく、深セン証券取引所の売買システムを利用した競売（オークション）による売買も選択できる仕組みとなっており<sup>10</sup>、

図表4 投資信託の数の推移



(注) クローズド・エンド型は、1998年の新規定に準じて改組もしくは新設されたファンドの数。  
 (出所) 中国人民銀行、中国証券監督管理委員会

図表5 種類別の本数と純資産



(注) 2006年6月末までに成立したファンドを対象。純資産には直前の設立のため2006年6月末の残高が公表されていないMMF型ファンド1本の数値が含まれていない。  
 (出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

2006年8月現在、18本が上場されている。

さらに、2005年8月からは上海証券取引所において、オープン・エンド型投資信託の募集申込みや買付、売却ができる仕組みが導入された。こちらは、ETFやLOFのように競売（オークション）による取引は行わず、投資家は当日の純資産価格によって売買を行う仕組みとなっており、ほとんどすべてのオープン・エンド型投資信託が対象となっている。欧米の取引所に見られるように中国においても、個人の貯蓄手段としての活用が拡大している投資信託関連の業務の強化が取引所の業務の多様化の一環として重要となっているようだ。

#### 4. 社会保障、年金資金の運用機関として期待される資産運用業界

中国の年金改革は、これまでの政府がすべて準備する方策から、公的及び民間の金融機関の機能を活用する方策へと転換してきている。2004年に導入された新しい企業年金制度では、運営機関として、受託人、口座管理人、投資管理人、託管人が設けられ、それぞれの機能を銀行や信託会社、証券会社、基金

管理会社といった様々な金融機関が担う仕組みとなった。この中で、年金資産の運用を担う投資管理人において、中心的な役割を期待されているのが投資信託<sup>11</sup>の運営・管理を行っている基金管理会社である。2005年8月に出された第一回目の資格認定では投資管理人として15機関が認定を受けたが、そのうち基金管理会社は9社と6割を占めた（図表6）。

また、今後、中国の社会保障制度を支える重要な資金プールとなる全国社会保障基金では、運用の効率化を目指して資産の一部が外部に運用委託されているが委託先のほとんどが基金管理会社となっている<sup>12</sup>（図表6）。

高齢化とともに拡大する膨大な資金ニーズに応えるためには、資産の効率的な運用が不可欠であり、市場を通じた運用を活用するというのは世界共通の流れである。ただし、中国では本格的な資本市場の整備からまだ日が浅いため、資本市場を通じた資産運用の経験を十分に蓄積した投資家の数が未だ少ないのが現状である。投信業界自体もまだ歴史は浅いものの、WTO加盟以降の活発な外資の市場参入や、海外で経験を積んだ多くの専門家

図表6 年金資金の運用機関として期待される基金管理会社

企業年金の投資管理人としての資格保有機関		全国社会保障基金の外部運用受託機関	
易方達基金管理	(基金管理会社)	南方基金管理	(基金管理会社)
海富通基金管理	(基金管理会社)	博時基金管理	(基金管理会社)
華夏基金管理	(基金管理会社)	華夏基金管理	(基金管理会社)
南方基金管理	(基金管理会社)	鵬華基金管理	(基金管理会社)
嘉実基金管理	(基金管理会社)	長盛基金管理	(基金管理会社)
招商基金管理	(基金管理会社)	嘉実基金管理	(基金管理会社)
富国基金管理	(基金管理会社)	易方達基金管理	(基金管理会社)
博時基金管理	(基金管理会社)	招商基金管理	(基金管理会社)
銀華基金管理	(基金管理会社)	国泰基金管理	(基金管理会社)
中国国際金融	(証券会社)	中国国際金融	(証券会社)
中信証券	(証券会社)		
中国人寿資産管理	(保険系資産管理会社)		
華泰資産管理	(保険系資産管理会社)		
平安養老保険	(保険会社)		
太平養老保険	(保険会社)		

(出所) 野村証券中国ビジネス統括室

が国内基金管理会社に転身したことなどによって、ここ数年の業界全体のレベルの向上は著しい。こうした中、証券市場における運用の専門家として基金管理会社への期待が高まってきている。

## II. 内外機関による競争

### 1. 上位 10 社で 6 割のシェア

中国では、先述したように 1998 年の制度刷新によって、投資信託を運営管理する機関が基金管理会社に限定された。これを受けて、従来から投資信託の運営を行っていた証券会社や地方政府の関連企業などによって新しく基金管理会社が設立されていった。2002 年からは中国の WTO 加盟に伴って、外資合弁企業の新規参入が活発化する一方で、国内資本による新規参入も活発化している。2006 年 8 月現在、基金管理会社は 56 社あり<sup>13</sup>、うち約 4 割の 22 社が外資合弁企業となっている（図表 7）<sup>14</sup>。

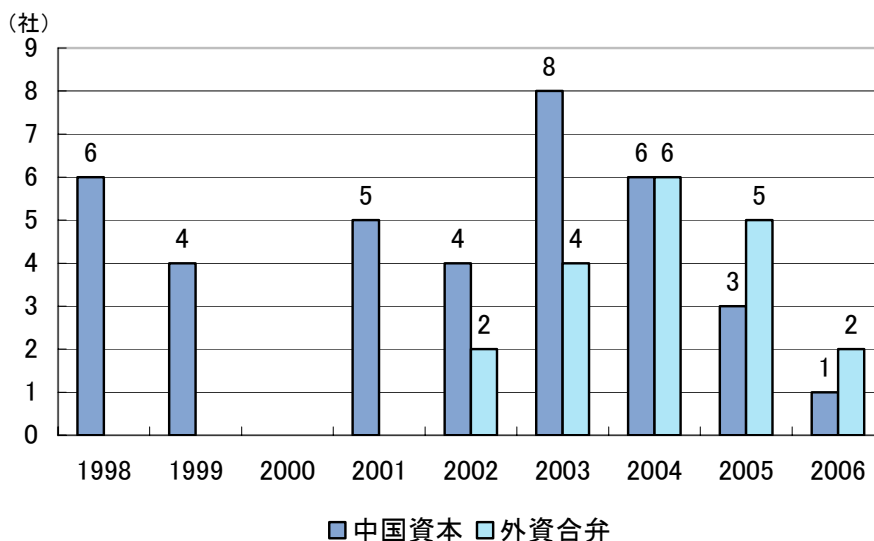
運営するファンド数が最も多い基金管理会社は、国内資本の華夏基金管理会社でクロー

ズド・エンド型 4 本とオープン・エンド型 9 本の合計 13 本を運用している<sup>15</sup>。運用資産がもっとも大きいのは南方基金管理会社で、運用している全ファンドの純資産額の合計は 447 億元（6,500 億円）である。

運用資産全体の約 6 割を上位 10 社が占めており大手のシェアが高くなっている（図表 8）。一方で、その上位においても順位は安定的ではない。図表 9 は、基金管理会社を運用資産（純資産）でランキングし、2002 年以降、上位 10 社についてその推移を見たものである。上位の多くは旧制度からの転換組みであるが、頻繁に順位が入れ替わっている様子がわかる。また、2002 年以降、10 位以内を維持できている会社は上位 5 社だけであり、急成長して上位に入ってくる会社もみられる。

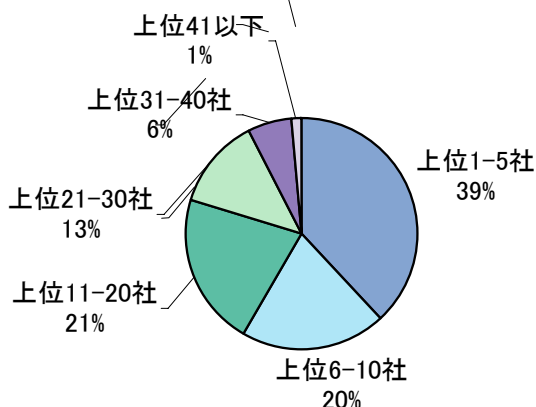
中国の投資信託市場、特にオープン・エンド型については 2001 年に導入されたばかりでまだ黎明期にあり、今後も、業界シェアが大きく変化することを予想する向きも多い。運用成績はもちろんのことであるが、競争の鍵となっているのは、後述するように主要な

図表 7 基金管理会社の設立状況



(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 8 運用資産の上位集中度



(注) 2006年6月末。直前の設立のため2006年6月末の残高が公表されていないMMF型ファンド1本の数値が含まれていない。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 9 運用資産額による基金管理会社の上位ランキング推移

(単位: 億元)

2006年6月末		2005年末		2004年末		2003年末		2002年末	
南方	447	南方	537	南方	361	華夏	162	華夏	136
易方達	435	華安	449	華安	271	南方	161	南方	122
華夏	382	華夏	402	博時	247	博時	153	華安	99
華安	345	博時	373	華夏	195	華安	105	博時	94
博時	330	易方達	362	嘉実	170	大成	93	易方達	90
広発	325	嘉実	246	易方達	160	嘉実	88	鵬華	84
嘉実	212	招商	151	招商	142	鵬華	88	富国	83
銀華	200	海富通	146	海富通	136	易方達	87	国泰	75
大成	164	大成	135	長盛	104	長盛	81	長盛	73
国泰	142	長信	123	中信	100	国泰	78	大成	61

(注) 1. 運用資産額は運用する全てのファンドの純資産額の合計値。  
 2. 網掛けは2002年以降、10位内を維持できている基金管理会社。  
 (出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

販売チャネルとなっている銀行との関係といわれている。実際、2006年上半期に残高を大きく伸ばした広発基金管理会社や銀華基金管理会社、国泰基金管理会社、易方達基金管理会社などは、中国工商银行や中国建設銀行で大型の投資信託の募集が実現できたことが大きいといわれている。

## 2. 鍵を握る銀行チャネル

中国では、投資信託は、主に証券会社や銀行の店頭、基金管理会社による直販などによって販売されている<sup>16</sup>。2005年の販売実績では、銀行のシェアが54%、証券が22%、

直販が24%で、銀行チャネルが過半を占めている。銀行による投資信託の販売は2001年から開始された。投資信託市場の拡大を目的としてオープン・エンド型投資信託が導入された際に、当時、経営状況が芳しくなかった証券会社以外に販売チャネルを確保するため、銀行による販売が解禁されたという背景がある。また、諸外国において、投資信託の銀行窓販が進展していたことも影響を与えた。銀行にとっても、不良債権問題や過剰融資、金利の段階的な自由化などによって、安定的な収益源の確保が今後の重要な経営課題となっており、投資信託販売による手数料収入



が歓迎された。

銀行の中でもとりわけ銀行預金全体の約 6 割のシェアを握り、全国にそれぞれ 1 万～2 万店以上の営業拠点を展開している 4 大商業銀行（中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行）の影響力は大きい（図表 10）。特に店舗数の多い中国工商銀行と中国農業銀行が取り扱いを積極的に行っている。例えば、中国工商銀行では 2005 年度だけで約 650 億元（約 1 兆円）の投資信託が販売されている。中国証券監督管理委員会は、年間に新設が可能な投資信託の本数を基金管理会社 1 社につき 2 本に限定しているため、4 大商業銀行のように顧客ベースの大きな機関に、如何に自社の商品を取り扱ってもらうかということが基金管理会社の最も重要な経営課題となっている。ちなみに、4 大商業銀行に続いて 13 行存在する株式会社形態の銀行の中では、交通銀行、深セン発展銀行、招商銀行が投資信託の販売に積極的である。

銀行が販売する商品については、各行で独自の選定基準が設けられている。当該投資信託及び基金管理会社が運用する商品全体のパフォーマンス、商品内容、ファンドマネージャーの実績だけでなく、基金管理会社のマネジメント体制やアナリストの人員、信用力、規模といった点も考慮される。このため体制の整った規模の大きな会社が選定において有利であるといわれ、さらなる規模の拡大へとつながりやすいという指摘も聞かれる。

この他に商品選定に影響を与えている点と

図表 10 4 大商業銀行の店舗、人員

	国内拠点数	人員
中国工商銀行	18,764	361,623
中国農業銀行	28,234	478,895
中国銀行	11,408	209,265
中国建設銀行	13,977	300,288

（注）2005 年末の数値。ただし中国銀行の国内拠点数は 2004 年 9 月の数値。

（出所）各社資料より野村資本市場研究所作成

して、基金管理会社への出資関係や基金管理会社と銀行との間のビジネス関係が挙げられる。銀行の多くは基金管理会社に出資しており、自行が出資している基金管理会社の商品を優先的に取り扱うケースも多い。

また、投資信託が運用する資産のカストディ業務を銀行が請け負っているかどうかということも大きな要素となっている。銀行には投資信託のカストディ業務から最大 0.25% の資産管理手数料が入るが<sup>17</sup>、安定的な収入源を求める銀行にとっては重要な収入に位置づけられている。外資合弁の基金管理会社の場合には、QFII の運用資産の受託状況も勘案されるという。このように、販売する投資信託とカストディ業務を連動させている度合いは、特に同業務を収益の一つの柱と考えている 4 大商業銀行でより強い。

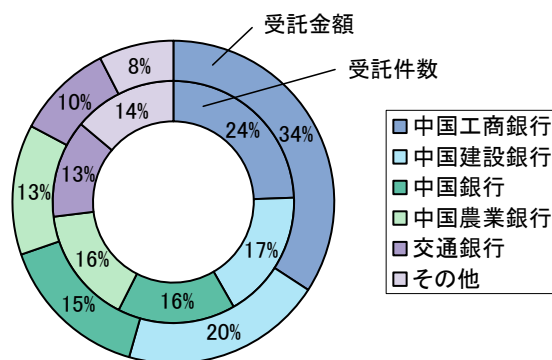
ちなみに、投資信託のカストディ業務の受託件数では全体の 73%、受託資産額では 82% が 4 大商業銀行によって占められている（図表 11）。一方、交通銀行や深セン発展銀行、招商銀行などの株式制商業銀行では、カストディ業務に関係なく、商品のバラエティを拡充する政策をとっている。

基金管理会社も戦略的に特定の銀行との関係を深める傾向にあり、大手では、易方達基金、嘉実基金が中国銀行、南方基金、華安基金、広發基金が中国工商銀行、華夏基金、上投摩根基金が中国建設銀行、大成基金が農業銀行との連携が強いといわれている（図表 12）。

このように、従来、銀行の影響力が強い投資信託の販売チャンネルであったが、最近では証券会社が巻き返しを図ってきているようである。銀行と比べて販売手数料を低く抑えたり、商品の詳細な比較分析や個人の資産の状況に合わせた提案など、投資の専門家が少ない銀行では受けられないようなサービスを売りにするなど大手証券会社が販売を伸ばしてきている。



図表 11 受託銀行シェア



(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 12 上位基金管理会社の受託銀行利用状況

(単位: 億元、本)

会社名	運用資産(6月末)	ファンド数合計	ファンドの受託銀行									
			中国	工商	建設	農業	交通	上海浦発	光大	招商	興業	中信
南方	447	11	1	10								
易方達	435	12	6	2			4					
華夏	382	13	3	1	6	1	2					
華安	345	9		4	1		4					
博時	330	12		4	4	2	2					
広発	325	6		5					1			
嘉実	212	11	8		1	1		1				
銀華	200	7	2		3	1	1					
大成	164	11	2			8			1			
国泰	142	11	2	1	4	1	1	2				
富国	128	10		3	1	4	2					
上投摩根	119	4			4							
景順長城	115	7	4	1			2					
鵬華	114	9		4			1	4				
長盛	113	8	2	1			4				1	
海富通	110	5	3				1			1		
招商	100	6	1							4		
泰達荷銀	100	7	1		1	1	4					1
交銀施羅德	100	3			1	2						
華宝興業	92	7	1		6							

(注) シャドローは直近1年間でもっとも当該基金管理会社から受託金額が大きかった銀行。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

### 3. 外資の積極的な進出

2001年に中国がWTOに加盟したことによって、外資の出資比率が33%までの合弁の基金管理会社の設立が認められ<sup>18</sup>、2002年以降、海外から中国の投資信託業界への進出が活発化している(前掲図表7)。現在、中外合弁および外資が出資する基金管理会社の数は準備中のものを含めて25社あり、そのうち20社が営業を行っている。

2006年6月末時点で20社合計で87本の投資信託を販売しており、運用資産額は1,521億元で業界全体の約3割のシェアを占めている。商品別に見ると、バランス型ファンドにおいては過半が外資合弁によって占められている(図表13)。バランス型ファンドは、近年、退職に備えた貯蓄において欧米でも残高を伸ばしているファンドである。元本保全型のファンドや、決められた退職年へ向けてポートフォリオの資産バランスを変化

させていくターゲット・イヤー・ファンドなど、最新の商品も導入されている。

国内資本の基金管理会社も外資合弁会社と競合するために、海外市場を参考として、新商品の導入や運用技術の向上に努めており、外資の導入が、結果として中国の資産運用業界の技術革新につながっている。

外資合弁の基金管理会社のうち最も運用資

産額が大きいのは、ドイチェバンクが出資している嘉実基金管理会社で、クローズド・エンド型を2本、オープン・エンド型を9本、合計で212億円の資産を運用している。2番手はモントリオール銀行が出資する富国基金管理会社であり、上位2社はいずれも既存の基金管理会社へ外資が出資したケースとなっている。クローズド・エンド型のファンドを

図表 13 種類別に見た外資合弁会社の運用資産額のシェア

(単位: 億元)

	合計	クローズド・エンド型	オープン・エンド型	オープン・エンド型			
				株式型	バランス型	債券型	MMF型
国内	3,587	1,024	2,563	857	456	308	941
外資合弁	1,522	167	1,355	531	468	60	296
合計	5,108	1,191	3,918	1,388	924	369	1,237
(外資合弁の割合)	30%	14%	35%	38%	51%	16%	24%

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 14 外資合弁基金管理会社の一覧

順位	会社名	設立	登録住所	資本金 (億元)	運用純資産額 (億元)	ファンド数	株主	外資	外資QFII取得状況
1	嘉実基金管理(出資)	1999年3月	上海	1	212	12	中誠信託投資(48%)、立信投資(32.5%)	Deutsche(19.5%)	4億ドル
2	富国基金管理(出資)	1999年4月	上海	1.2	128	10	海通証券(27.775%)、申銀万国証券(27.775%)、山東省国際信託(16.675%)	Bank of Montreal(27.775%)	
3	上投摩根富林明基金管理	2004年5月	上海	1.5	119	4	上海国際投資信託(51%)	Morgan Fleming(49%)	1.5億ドル
4	景順長城基金管理	2003年6月	深セン	1.3	115	7	長城証券(49%)、開源集団(1%)、大連実徳(1%)	Invesco(49%)	0.5億ドル
5	海富通基金管理	2003年4月	上海	1.5	110	5	海通(51%)	Fortis(49%)	4億ドル
6	招商基金管理	2002年12月	深セン	1.6	100	7	招商証券(30%)、招商銀行(30.1%)、中国電力財務(3.3%)、華能財務(3.3%)、中遠財務(3.3%)	ING(30%)	3.5億ドル
7	泰達荷銀基金管理	2002年6月	上海	1	100	7	湘財証券(67%)	ABN Amro(33%)	1.75億ドル
8	交銀施羅德基金管理	2005年8月	上海	2	100	3	交通銀行(65%)、中国国際コンテナ海運CIMC(5%)	Schroders Investment Management(30%)	
9	華寶興業基金管理	2003年3月	上海	1	92	7	華寶信託投資(67%)	Societe Generale(33%)	0.5億ドル
10	工銀瑞信基金管理	2005年6月	北京	2	83	3	工商銀行(55%)、COSCO(20%)	CSFB(25%)	3億ドル
11	建信基金管理	2005年9月	北京	2	56	2	建設銀行(65%)、中国華電(10%)	Principal Financial(25%)	
12	国投瑞銀基金管理(出資)	2002年6月	深セン	1	54	4	国投弘泰信託投資(51%)	UBS(49%)	8億ドル
13	中銀国際基金管理	2004年8月	上海	1	50	3	中銀国際BOC Int'(67%)、Boc International China(16.5%)	Merrill Lynch(16.5%)	3億ドル
14	信誠基金管理	2005年9月	上海	1	34	1	中信信託投資(33%)、中新蘇州工業園区創業投資(18%)、蘇州高新区経済発展集団(16%)	Prudential(英)(33%)	資格取得
15	国聯安基金管理	2003年4月	上海	1	34	4	国泰君安(67%)	Allianz(33%)	0.75億ドル <sup>(2)</sup>
16	国海富蘭克林基金管理	2004年11月	上海	1	34	2	国海証券(67%)	Franklin Templeton Investment(33%)	資格取得
17	匯豐普信基金管理	2005年11月	上海	2	30	1	山西信託投資(51%)	HSBC(49%)	5億ドル <sup>(3)</sup>
18	申万巴黎基金管理	2004年1月	上海	1	27	4	申銀万国証券(67%)	BNP Paribas(33%)	2億ドル
19	光大保徳信基金管理	2004年4月	上海	1	25	3	光大証券(67%)	Prudential Financial(33%)	
20	友邦華泰基金管理	2004年11月	上海	1	20	2	華泰証券(49%)、蘇州新区高新技术(2%)、	AIG Global Investment(49%)	0.5億ドル
21	信達澳銀基金管理	2006年5月	深セン	1			漢唐証券(40%)、南方航空(16%)、揚子石化(14%)	First State Investment(30%)	
22	諾徳基金管理	2006年5月	上海	1			長江証券(30%)、清華ホールディング(21%)	Lord Abbett(49%)	
23	中欧基金管理	認可待ち					国都証券(47%)、平頂山煤(4%)	Banca Lombarda(49%)	
24	浦発安盛基金管理	認可待ち					上海浦東発展銀行	AXA	
25	金元比聯基金管理	認可待ち					金元証券	KBC	1億ドル

(注) 1. 運用純資産額、ファンド数は2006年6月末。

2. ドレスナー銀行の取得枠。

3. HSBC と恒生銀行の取得枠合計。

(出所) 野村證券中国ビジネス統括室、Wind 資訊、中国基金網などより野村資本市場研究所作成

有しているのはそのためである。この他にも UBS が国投瑞銀基金管理会社に出資したケースがある。

新設の合弁会社で最も運用資産が大きいのは、JP モルガン系列の資産運用会社が出資している上投摩根基金管理会社で、インベスコが出資する景順長城基金管理会社、フォर्टィスが出資する海富通基金管理会社と続いている。当初は、欧州系の進出が中心であったが、最近では米国勢の進出も活発化してきている。今後は、米国最大手のヴァンガードやフィディリティがいつ中国進出を果たすかが注目される（図表 14）。

投資信託業に進出している外資機関には、適格外国機関投資家（QFII）として、海外資金を中国の証券市場に投資するための認可を受けているものも多い。これらは、急成長する中国の経済を背景とした中国証券市場の拡大を予想して、国内投資家と海外投資家の両面からのビジネスの拡大を期待しているといえよう。また、今後は、国内投資家の資金を海外の資本市場で運用する適格国内機関投資家（QDII）制度の拡大も予定されており、海外での運用経験が不十分な国内投資家や運用機関をサポートして中国の資金を海外の資本市場に繋ぐ重要な役割を果たすことを狙っている。

### Ⅲ. 舞台は海外運用へ

中国の投資信託業界は、内外機関が競合することで、様々な商品やサービスが拡充され、中国における貯蓄手段の一つとして着実に広く受け入れられつつある。

2006 年 4 月の中国人民銀行の通達によって解禁された QDII 制度では、商業銀行や保険会社とともに、投資信託会社による外貨運用も明記された。既に、9 月 6 日には基金管理会社の第一号として、国内資本の華安基金管理会社に 5 億ドルのライセンスが付与され、

9 月 13 日から中国初の海外で運用する証券投資信託「華安国際配置基金」の販売が開始された<sup>19</sup>。今後、外資も含めたその他の基金管理会社に対しても海外運用商品の提供が認められていくものと思われる。

これまでは、国内の投資家や販売チャネル、運用対象に関する知識の面で若干有利な状況にあった国内資本の基金管理会社であるが、今後は、海外運用の経験が豊富な外資合弁会社との競合において厳しい局面を迎えることも予想されよう。

また、投資信託における海外運用の開始は、資本取引を規制している中国による対外証券投資の本格的な緩和へ向けた動きという点で、今後の国際的なマネーフローを占う上でも重要なトピックである。

巨大な成長市場を狙って世界中の運用機関がひしめく中国の資産運用業界の今後の動向に注目したい。

<sup>1</sup> 中国国家统计局が発表している家計調査を利用して、2005 年の家計の貯蓄率を計算すると都市部が 24.3%、農村部が 21.5%となる。ちなみに、貯蓄率は都市部については（可処分所得－消費性支出）÷可処分所得、農村部については（純収入－生活消費支出）÷純収入で計算した。

<sup>2</sup> 1996 年当時、投資信託の資産のうち 30%が有価証券で、出資が 15%、不動産が 15%、その他が 40%を占めていた。「中国金融通史」（中国金融出版社）。

<sup>3</sup> 1997 年 11 月 14 日に国务院から出された「証券投資信託管理暫定弁法」によって正式に導入され、1998 年 3 月に新しい規定に基づく投資信託の第一号として、南方投資信託管理会社が「基金開元」、国泰投資信託管理会社が「基金金泰」を設定した。

<sup>4</sup> 2000 年 10 月に証監会から、オープン・エンド型証券投資信託に関する詳細規定「開放型証券投資信託の試行弁法」が出され、2001 年 9 月に華安投資信託管理会社によって中国初のオープン・エンド型投資信託「華安創新証券投資信託」の募集が開始された。

<sup>5</sup> 南方投資信託管理会社によって設定された「南方宝元債券型投資信託」が第一号。

<sup>6</sup> 華安投資信託管理会社によって設定された「華安上証 180 指数増強型証券投資信託」が第一号。

- <sup>7</sup> 南方投資信託管理会社によって設定された「南方避險増値証券投資信託」が第一号。
- <sup>8</sup> 華安投資信託管理会社によって設定された「華安現金富利投資信託」が第一号。
- <sup>9</sup> 華夏投資信託管理会社によって設定された「上証50 交易型開放式指数証券投資信託」（略称は上証50ETF）が第一号。上海証券取引所に上場する代表的な50社を対象とした上証50指数の構成銘柄を対象とするETF。ETFを現株に戻すのは100万株単位からとなっている。
- <sup>10</sup> この二つの売却方法では、投資家が利用する口座や投資信託の登録決済システムが異なっているため、仕組みを跨いだ取引、例えば投資信託管理会社から購入した投資信託を証券取引所で直接売却するという事はできない。取引所での売買には株式やクローズド・エンド型投資信託と同様に証券登記結算システムを利用し、投資家も人民元普通株式口座（A株口座）もしくは証券投資基金口座を利用する。一方で、証券会社もしくは投資信託管理会社を相手とする売買では、オープン・エンド型投資信託登記結算システムが利用され、投資家はクローズド・エンド型投資信託口座を利用する。したがって、両システムを跨ぐ取引を行う際には、まず、登録決済システムの間で投資信託を移す必要があり、登録変更には2営業日（T+2）の時間がかかるため、現在までのところ、システム間での移動は活発ではない。また、ETFと比べて運用手数料や管理費用が高いことなどから、取引所におけるLOFの取引もETFと比べてあまり活発ではない。
- <sup>11</sup> 中国語では投資基金と表現される。
- <sup>12</sup> 2002年6月に基金管理会社6社が選定され、2004年12月の第二陣では基金管理会社3社、及び証券会社1社が選ばれた。
- <sup>13</sup> このほかに設立準備中の会社が6社（うち3社は外資合弁）ある。
- <sup>14</sup> うち3社は新設ではなく、外資が既存会社に出資。
- <sup>15</sup> 華夏基金管理会社は、運用していたクローズド・エンド型ファンドの興業証券投資基金を2006年8月9日に上場廃止し、オープン・エンド型ファンドに改組し名称を華夏平穩増長混合型証券投資基金に変更した。
- <sup>16</sup> このほかに証券投資顧問会社や投資信託販売会社などがある。
- <sup>17</sup> 銀行の資産管理手数料は、アクティブ型の株式投資信託の多くで0.25%、インデックス型で0.2%、ETFで0.1%、バランス型の多くで0.25%、債券型で0.15%~0.2%、MMFで0.1%となっている。
- <sup>18</sup> 2004年12月にはWTO加盟時の公約により同比率は49%に引き上げられた。
- <sup>19</sup> 商業銀行については、同年7月には中国銀行に対して25億ドル、中国工商銀行に20億ドル、東亜銀行に3億ドル商業銀行、中国建設銀行に20億ドル、交通銀行に15億ドル、8月にはHSBCに5億ドル、9月5日には招商銀行に10億ドルのラ

イセンス枠が与えられ、各行は個人向けの外貨運用商品の販売を開始した。なお、これまでに認可された運用枠の合計は、既にQFIIの合計額を上回っている。なお、QDIIの詳細については、関根栄一「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。