



——「熱点」とは中国語で、今注目のホットな話題、という意味である

## 中国の基金管理会社（QDII）による 日本株の運用実態について

### I. 基金管理会社による QDII 商品の情報開示

2006年4月より、中国では、中国国内の投資家が、QDII（適格国内機関投資家、キューディーと呼ばれる）<sup>1</sup>と認定された中国国内の金融機関を通じて海外の証券投資を行う制度が始まっている<sup>2</sup>。

QDIIのうち、基金管理会社（運用会社）については、華安基金管理有限会社による2006年のテストケースを経て、2007年9月から10月にかけて、南方基金管理有限会社による「南方全球精選配置基金」（以下、南方基金）、華夏基金管理有限会社による「華夏全球精選株式基金」（以下、華夏基金）、嘉実基金管理有限会社による「嘉実海外中国株式基金」（以下、嘉実基金）、上投摩根基金管理有限会社による「上投摩根アジア太平洋株式型証券投資基金」（以下、上投基金）の計4本の商品が設定・販売されている（別表）<sup>3</sup>。いずれも株式中心の運用であり、内外の資本市場関係者から具体的な運用先について関心を集めてきたところ、2007年の運用報告が2008年3月末に、2008年第1四半期（1月～3月）の運用報告が同年4月下旬にそれぞれ開示された。

### II. 具体的な運用内容～華夏基金は一部を日本株で運用

#### 1. 運用資産全体の状況

2007年の計4本のQDII商品の運用資産全体は、2007年末で1,103億元（約1.7兆円）、2008年3月末で856億元（約1.2兆円）となっている（図表1）<sup>4</sup>。

運用資産の内訳は、株式が6割前後、投資信託が2割前後を占めている。具体的に見てみると、2007年末時点では、株式が690億元（62.5%）、投資信託が210億元（19%）、銀行預金・清算準備金が116億元（10.5%）、マネーマーケット商品が73億元（6.6%）、その他が15億元（1.4%）となっている。また、2008年3月末時点では、株式が521億元（60.9%）、投資信託が162億元（19%）、マネーマーケット商品が79億元（9.2%）、銀行預金・清算準備金が64億元（7.5%）、その他が30億元（3.5%）となっている。

各基金別に2008年3月末時点での割合を見てみると、南方基金は、目標を投資信託が60%以上、株式は40%を上限とし、また投資信託・株式の合計で95%としていたのに対し、実際は、投資信託が67.1%、株式が21.4%、合計88.5%で、投資信託は目標に達したが、投資信託・株式

<sup>1</sup> Qualified Domestic Institutional Investors の略称。

<sup>2</sup> 中国の QDII については、野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』、日本経済新聞出版社、2007年を参照。

<sup>3</sup> 2007年に設定・販売された基金管理会社の QDII 商品については、関根栄一「中国で始まった海外運用ブーム—基金管理会社の QDII について—」『季刊中国資本市場研究』2008年冬号を参照。

<sup>4</sup> 邦貨換算については、国家外為管理局による中間レートに基づき、2007年末については1元=15.61円、2008年3月末については1元=14.24円として計算した。

図表 1 基金管理会社 QDII 商品の運用資産の状況

単位：人民元)

2007年末	全体	シェア	南方基金	華夏基金	嘉実基金	上投基金
株式	68,989,117,783	62.52%	9,289,492,417	13,991,270,702	21,083,696,793	24,624,657,871
債券						
ワラント						
投資信託	21,010,207,728	19.04%	18,979,819,859	735,489,896		1,294,897,973
マネーマーケット商品	7,257,562,979	6.58%	1,201,966,394	251,800,126	5,212,488,508	591,307,952
銀行預金・清算準備金	11,576,167,022	10.49%		11,576,167,022		
その他	1,508,108,466	1.37%	460,002,099	470,553,653	34,861,904	542,690,810
合計	110,341,163,978	100.00%	29,931,280,768	27,025,281,399	26,331,047,205	27,053,554,606

単位：人民元)

2008年3月末	全体	シェア	南方基金	華夏基金	嘉実基金	上投基金
株式	52,141,666,700	60.88%	4,818,752,685	12,634,810,825	15,889,248,411	18,798,854,779
債券						
ワラント						
投資信託	16,216,053,725	18.93%	15,078,313,076	1,137,740,649		
マネーマーケット商品	7,880,747,305	9.20%	1,840,438,266		3,730,261,814	2,310,047,225
銀行預金・清算準備金	6,393,036,639	7.46%		6,393,036,639		
その他	3,015,447,983	3.52%	739,702,594	1,934,540,966	244,487,179	96,717,244
合計	85,646,952,352	100.00%	22,477,206,621	22,100,129,079	19,863,997,404	21,205,619,248

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

の合計では目標に達しなかった。また、華夏基金・嘉実基金・上投基金は、60%以上の株式運用を目標としていたのに対し、実際にはそれぞれ 57.2%、80%、88.7%となった。

## 2. 株式運用の国・地域別内訳

この計 4 本の QDII 商品の株式運用に関する国・地域別の内訳を見てみると、2007 年末、2008 年 3 月末ともに、香港が 7 割以上を占め、米国、英国、オーストラリアが続いている（図表 2）。

計 4 本の QDII 商品のうち、日本株を運用しているのは華夏基金のみで、日本株の運用残高は、2007 年末で 282 万元（約 4,400 万円）、2008 年 3 月末で 8,200 万元（約 11 億 6,740 万円）となっている。また、華夏基金の株式運用資産に占める日本株の割合は、2007 年末時点では 0.02%、2008 年 3 月末時点では 0.65%となっており、金額・割合ともに上昇している。

各基金別に 2008 年 3 月末時点の国・地域別の内訳を見てみると、南方基金は香港のみの運用、嘉実基金は香港を中心に、一部米国での運用も行っている。華夏基金は、香港に比重を置きつつも（株式運用に占める割合は 68.8%、運用資産全体に占める割合は 39.8%）、募集説明書の記載通り、日本を含むアジアや欧州での運用も行っている。上投基金は、商品の名称で「アジア太平洋」（日本を除く）を掲げている通り、韓国、ASEAN も運用先に入っている。

## 3. 株式運用の業種別内訳

各基金ともに株式運用の業種別内訳を開示しているが、基金によって同じ GICS（世界産業分類基準）<sup>5</sup>を用いても、各業種における区分の整理方法が統一されていないため、完全に横並びで比較することは困難である。しかしながら、鉱業、エネルギー、金融（銀行、保険）といった業種の比重が高いことは、各基金ともに概ね共通している。

<sup>5</sup> Global Industry Classification Standard の略称。

図表 2 基金管理会社 QDII 商品の国・地域別の株式運用状況

単位：人民元)

国・地域	2007年末	シェア	南方基金	華夏基金	嘉実基金	上投基金
香港	54,909,319,948	79.591%	9,289,492,417	12,552,583,436	20,998,747,948	12,068,496,148
米国	4,098,120,047	5.940%		1,407,628,933	84,948,846	2,605,542,268
英国	2,554,561,953	3.703%		6,035,468		2,548,526,485
オーストラリア	2,058,954,303	2.984%		2,749,056		2,056,205,247
シンガポール	1,988,691,776	2.883%				1,988,691,776
タイ	1,405,811,065	2.038%				1,405,811,065
インドネシア	1,349,553,830	1.956%				1,349,553,830
マレーシア	601,831,052	0.872%				601,831,052
フランス	5,523,631	0.008%		5,523,631		
スイス	5,522,825	0.008%		5,522,825		
ドイツ	2,953,112	0.004%		2,953,112		
日本	2,819,849	0.004%		2,819,849		
オランダ	2,639,749	0.004%		2,639,749		
スウェーデン	1,417,786	0.002%		1,417,786		
メキシコ	1,396,856	0.002%		1,396,856		
全体	68,989,117,783	100.000%	9,289,492,417	13,991,270,702	21,083,696,793	24,624,657,871

単位：人民元)

国・地域	2008年3月末	シェア	南方基金	華夏基金	嘉実基金	上投基金
香港	37,431,141,969	71.787%	4,818,752,685	8,686,338,633	15,752,742,899	8,173,307,752
米国	5,075,757,208	9.735%		3,472,408,723	136,505,512	1,466,842,973
英国	1,920,870,133	3.684%		106,758,108		1,814,112,025
オーストラリア	1,812,950,780	3.477%		67,836,520		1,745,114,260
韓国	1,510,748,416	2.897%				1,510,748,416
シンガポール	1,457,008,206	2.794%		79,440		1,456,928,766
インドネシア	1,320,173,448	2.532%				1,320,173,448
タイ	988,723,186	1.896%				988,723,186
マレーシア	322,903,953	0.619%				322,903,953
ドイツ	130,569,716	0.250%		130,569,716		
日本	81,954,020	0.157%		81,954,020		
フランス	39,327,497	0.075%		39,327,497		
メキシコ	13,989,804	0.027%		13,989,804		
スウェーデン	13,745,131	0.026%		13,745,131		
オランダ	13,358,659	0.026%		13,358,659		
スペイン	8,363,797	0.016%		8,363,797		
スイス	35,875	0.000%		35,875		
イタリア	19,382	0.000%		19,382		
オランダ	10,588	0.000%		10,588		
アイルランド	6,251	0.000%		6,251		
オーストリア	5,261	0.000%		5,261		
カナダ	3,421	0.000%		3,421		
合計	52,141,666,700	100.000%	4,818,752,685	12,634,810,825	15,889,248,411	18,798,854,779

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

例えば、日本株も組み入れている華夏基金の業種別内訳を見てみると、金融、エネルギーの割合が高いことが分かる（図表 3）。また、電気通信サービスの割合も比較的高い。実際、華夏基金の 2008 年 3 月末時点での保有銘柄トップ 10 を見てみると、香港で上場されている大陸系の中国工商銀行、中国電信、中国海洋石油といった銘柄が並んでいる。なお、投資信託については、南方基金と華夏基金が保有している上位商品が開示されており、この二基金では原則 ETF による運用となっている。

図表 3 華夏基金の業種別の株式運用状況

単位：人民元)

業種	2007年末	邦貨換算、円)	シェア	2008年3月末	邦貨換算、円)	シェア
一般消費財	827,684,753	12,919,331,313	3.08%	1,128,518,551	16,074,618,247	5.17%
生活必需品	338,286,686	5,280,316,887	1.26%	301,096,906	4,288,824,328	1.38%
エネルギー	3,935,728,812	61,432,791,030	14.67%	2,229,403,184	31,755,618,955	10.21%
金融	6,143,925,641	95,900,535,324	22.90%	4,147,745,298	59,080,484,024	19.00%
ヘルスケア	56,534,267	882,443,368	0.21%	89,068,590	1,268,692,994	0.41%
工業	1,440,546,986	22,485,497,901	5.37%	1,290,462,244	18,381,344,200	5.91%
情報技術	476,217,786	7,433,283,421	1.77%	1,071,406,359	15,261,112,176	4.91%
素材	307,062,889	4,792,944,638	1.14%	443,350,119	6,315,079,097	2.03%
電気通信サービス	326,106,931	5,090,203,079	1.22%	1,731,276,980	24,660,309,299	7.93%
公益事業	139,175,951	2,172,397,423	0.52%	202,482,595	2,884,162,077	0.93%
合計	13,991,270,702	218,389,744,384	52.15%	12,634,810,825	179,970,245,396	57.89%

(注) 各業種のシェアは、株式を含む運用資産全体に対するシェア。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. 華安基金（テストケース）も一部を日本株で運用

2006年に先行して設定・販売された華安基金管理有限会社によるQDII商品「華安国際配置基金」は、ファンドオブファンズ方式で、リーマン・ブラザーズ・ファイナンスによる元本保証が付された特別目的会社が発行する仕組債に投資する構造となっているため「債券型」に分類されるが、実態としては、債券、株式、現金・マネーマーケット商品、商品ファンドの各ファンドから構成される運用内容となっている。2007年末時点で、当該仕組債の時価評価は1.3億ドル（以下、全ての表記は米ドル）となっている（図表4）<sup>6</sup>。また、株式の2,925万ドルのうち、国・地域別の内訳としては、米国が2,308万ドル（株式全体の79%）、欧州（ユーロ圏）が328万ドル（11.22%）、カナダが161万ドル（5.5%）、日本が129万ドル（4.4%、約1億4,560万円）<sup>7</sup>となっている。業種別の割合を見てみると、メディアが41.5%、金融が12.8%、工業が12.3%となっている。日本株運用にかかる個別の銘柄では、NTT DoCoMo Inc、SONY CORPORATION NPVが保有されている模様である。

海外へ動き出すチャイナマネーへの関心が高まる中で、徐々に基金管理会社によるQDIIの実態が明らかになってきている。今後も、基金管理会社による日本株の運用動向が注目される。

図表 4 華安国際配置基金の仕組債の運用内訳

単位：ドル)

2007年末内訳	運用金額	シェア
株式	29,249,877.40	22.37%
債券	78,663,946.60	60.15%
マネーマーケット商品	13,591,259.50	10.39%
商品基金	9,253,288.37	7.08%
合計	130,758,371.87	100.00%

(出所) 華安基金管理有限会社より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 華安国際配置基金の場合、開示頻度は半期と年度、かつドル建てで開示されている。

<sup>7</sup> 邦貨換算については、日本銀行による外国為替相場状況（2007年12月末）に基づき、1ドル=113.12円として計算した。

(別表)

2007年に設定・販売された基金管理会社のQDII商品の概要

基金管理人 (資本関係)	南方基金管理有限会社 (華泰証券45%、深圳市空港(集団)30%、アモイ国際信託投資15%、興業証券10%)	華夏基金管理有限会社 (中信証券60.725%、西南証券35.725%、中国科技証券3.55%)
基金名	南方全球精選配置基金	華夏全球精選株式基金
種類	契約型、オープン・エンド型	契約型、オープン・エンド型
国内カストディアン	中国工商銀行	中国建設銀行
海外カストディアン	バンク・オブ・ニューヨーク	JPモルガン・チェース銀行
海外投資顧問	メロン・グローバル・インベストメンツ	Tロウ・プライス
運用枠認可日	2007年9月4日→20億ドル 2007年9月14日→20億ドル(追加)	2007年9月10日→25億ドル 2007年9月26日→25億ドル(追加)
募集枠	40億ドル	50億ドル
募集期間	2007年9月12日～28日(即日完売)	2007年9月27日～10月26日(即日完売)
対象投資家	個人、法人	個人、法人
募集通貨・販売単位	人民元、1,000元より	人民元、1,000元より
運用対象商品	投資信託及び株式の目標割合は95%、うち投資信託が60%以上、株式は40%を上限、マネーマーケット商品が0-40%	株式中心(60%以上)
運用対象国・地域	・证监会が監督当局と覚書を締結している国・地域(33)が90%以上 ・先進国市場(60%): 米国、日本、香港(20%確保)、スイス、イタリア ・新興国市場(40%): ロシア、インド、ブラジル、マレーシア、韓国	・米国、欧州、日本、香港(但し、香港株、H株の比率は30%を超えてはならない) ・新興国市場
指数	MSCI World Index, MSCI Emerging Markets Index	MSCI All Country World Index
費用(対純資産価格)	基金管理費用(1.85%) カストディ費用(0.3%)	基金管理費用(1.85%) カストディ費用(0.35%)
税金	各国の税制に基づく	各国の税制に基づく
全国社会保障基金の運用 受託資格	○	○
企業年金の運用受託資格	○	○
基金管理人 (資本関係)	嘉実基金管理有限会社 (中誠信託投資48%、立信投資32.5%、ドイツ銀行19.5%)	上投摩根基金管理有限会社 (上海国際信託投資51%、JPモルガン・アセット・マネジメント49%)
基金名	嘉実海外中国株式基金	上投摩根アジア太平洋株式型証券投資基金
種類	契約型、オープン・エンド型	契約型、オープン・エンド型
国内カストディアン	中国銀行	中国工商銀行
海外カストディアン	中国銀行(香港)	バンク・オブ・ニューヨーク
海外投資顧問	DWSファイナンス・サービス	JFアセット・マネジメント
運用枠認可日	2007年9月26日→50億ドル	2007年10月12日→40億ドル 2007年10月18日→10億ドル(追加)
募集枠	50億ドル	50億ドル
募集期間	2007年10月9日～10月19日(即日完売)	2007年10月15日～10月19日(即日完売)
対象投資家	個人、法人	個人、法人
募集通貨・販売単位	人民元、5,000元(銀行・証券会社の店頭販売の場合)、20,000元(直販の場合)	人民元、10,000元(銀行・証券会社の店頭及び直販の場合)、500,000元(VIP資産運用センター対象者(富裕層向けサービス)の場合)
運用対象商品	株式中心(60%以上)	株式中心(60%以上)
運用対象国・地域	・香港取引所の上場株、シンガポール証券取引所・ナスダック・NYSEなどの上場株式(中国での営業収益または利益が少なくとも50%)	・アジア太平洋地区の証券市場及びその他の証券市場で取引されているアジア企業の株式(アジア太平洋地区で会社登記) ・具体的にはオーストラリア、韓国、香港、インド、シンガポールなど(日本は除く)
指数	MSCI China Index	MSCI AC Asia Pacific Index ex Japan
費用(対純資産価格)	基金管理費用(1.8%) カストディ費用(0.3%)	基金管理費用(1.8%) カストディ費用(0.35%)
税金	各国の税制に基づく	各国の税制に基づく
全国社会保障基金の運用 受託資格	○	-
企業年金の運用受託資格	○	-

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

株野村資本市場研究所 副主任研究員  
関根 栄一