



中国の資産管理業界における 基金管理会社の発展¹

巴 曙松*

要約

1. 基金管理会社を取り巻く環境を見ると、中国の金融機関の「混合経営化」（経営多角化）が進む中で、資産管理業界へ参入する金融機関はますます増加している。資産管理業界の発展スピードが加速し、ビジネスモデル、商品、管理メカニズム面での革新ももたらされている。
2. 基金管理会社の業務構成を見ると、公募基金（ファンド）業務を中心に、企業年金関連業務も発展し、QDII（適格国内機関投資家）業務も始まった。
3. 今後は、富裕層が増加する中で私募基金業務の潜在的発展性も無視できない。また、ベンチャー投資、企業再生投資、インフラ投資などを行う産業投資基金も将来有望な業務分野である。

I、新たな発展段階に入る中国の資産管理業界

1. 機関投資家の発展と資産管理業界の規模拡大

基金管理会社²を取り巻く環境を見ると、機関投資家の発展により、資産管理（アセットマネジメント）業界の資産残高が拡大する一方、ビジネスモデル、商品、管理メカニズム面での革新ももたらされている。

まず、中国の適格海外機関投資家（QFII）は、2007年3月末時点で、すでに50社を超え、認可された投資額は100億ドルに達している。QFIIの投資スタイルは比較的保守的で、株式投資の比率を次第に伸ばし、業績の優良なブルーチップ株を長期的に保有し、回転率は基金管理会社、証券会社の集合理財商品（図表1参照）、社会保障基金、証券会社の自己勘定運用に比べてはるかに低い。QFIIはそのグローバルな運用理念と長期投資により、中国株式市場における株価決定メカニズムの改善を促している。

次に、企業年金の貯蓄残高は1,000億元近くあり、毎年800億元から1,000億元ほど新たに増加すると見られる。このうち、約300億元が、毎年、株式市場に投資される。企業年金は、企業

¹ 本稿は「DRC-NOMURA Seminar：資本市場の発展と機関投資家の果たす役割」（2007年5月12日開催）で発表された「基金会社の発展と資産管理機関の動向」の内容を邦訳したものである。なお翻訳にあたり発表内容の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

² 訳注、中国では投資信託の運用を行う会社を基金管理会社という。

* 巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所 副所长

従業員は定年退職後の年金であり、その株式投資スタイルは保守的で、主に大型ブルーチップ株を長期保有している。

保険会社の投資チャネルは、「国十条」（2006年6月発表、国務院の『保険業の改革・発展に関する若干の意見』における10項目の意見）などの政策により、大きく広げられた。中国保険監督管理委員会は、保険会社について、その株式への直接投資比率を1%から3%に引き上げ、その後さらに5%まで引き上げた。各保険会社が、直接、株式に投資している規模は、2005年末の120億元から2006年12月末の770億元へと大幅に拡大した。なお、2006年末時点で、保険会社の資金運用は累計で955.3億元の収益を実現し、平均収益率は5.8%と、前年同期比で2.2ポイント上昇した。

2. 金融機関の「混合経営」の進展と新たな競争構造の形成

中国の金融機関の「混合経営化」（経営多角化）が進む中で、資産管理業界へ参入する機関はますます増えている。2005年の中国工商銀行による「工銀瑞信基金管理公司」の設立は、銀行の積極的な進出が始まったことを象徴する出来事であった。数行の大銀行がこれに続き、資産管理業界の発展が加速し始めた。

銀行系基金会社のファンドの良好なパフォーマンスと市場イメージにより、業界発展の基礎も固まった。2006年には第二陣の銀行系基金会社が準備を整え、待機中である。

同時に、他の金融機関の資産管理業への参入も加速している。AMC³が設立した「信達澳銀基金」はすでに運営を開始しており、保険会社も次々と基金管理会社を設立している。また、証券会社も、集合理財商品（図表1参照）を売り出した。2006年12月末時点で、15社の証券会社が22銘柄の集合理財商品を発売し、累計で275.42億元の資金を集めている。その他に2006年には合計545件の集合資金信託プラン（図表1参照）も発売され、発売規模は594.05億元に上っている。

このように、資産管理業界は実力のある金融機関を主な株主とする競争構造が形成されつつある。

3. 顧客のニーズにあわせた商品・業務の改善

こうした状況の下で、商品と業務の革新は顧客獲得のための重要な手段になっている。一つは金融規制緩和後の投資範囲拡大による投資戦略面の革新であり、もう一つは、リターンの特徴、販売手数料率、マーケティング方式などの面における投資家ニーズの変化に対応した革新である。商品の革新の面を見ると、銀行、保険、証券会社などの金融機関は参入してきたばかりで当局の監督・管理が現在、なお整備中であることから、今後の商品革新の余地が大きいと言える。一方、基金管理会社は長期間に渡って発展してきており、監督・管理面はすでに整いつつあることから、商品革新の重点はすでに手数料率、マーケティング、運営メカニズムなど投資戦略以外の面に移っている。

具体的な動きを見ると、銀行は、2006年に人民元運用商品の面において、継続的な市場金利の低下による収益率低下局面に対応するべく、信託型、新株購入型、QDII（適格国内機関投資家）型の商品を発売し、運用先を債券から信託プラン、新発行株、海外債券に広げている。投資

³ 訳注、4大商業銀行の不良債権処理のために設立された資産管理会社（4社）。信達AMCはそのうちの1社である。

家のリスク・リターンへの嗜好により、元本保証収益確定型（貯蓄型）商品、元本保証収益変動型（ストラクチャー型）商品と元本保証無し収益不確定型（デリバティブ型）商品を含む商品体系を完備している。

一方、基金管理会社は、2006年に、手数料率、マーケティング、運営メカニズムの面で、いっそう市場ニーズに接近した。例えば投資家がファンドの価格に対して持つ「高値恐怖感」に対応して、クローンファンド、ファンド分割、高配当性向などを打ち出した。また、投資家の資産運用ニーズに基づいて、ライフサイクル・ファンドも発売した。

4. 商品重視から販売チャネル構築とマーケティング能力強化へ

海外の経験に基づくと、資産管理業務の発展過程において、マーケティング能力の向上と販売チャネルの開拓は非常に重要である。中国では、銀行ネットワークの幅広さと簡便性のために、商業銀行が一貫してファンド関連商品の主要販売チャネルであり、人民元と外貨の運用商品、運用型保険商品、信託運用商品などの販売の大部分はいずれも銀行を通じている。2006年、中国ではファンドの42%が銀行を通じて販売された。従来、商業銀行は多くの場合、販売店の役割を演じ、商品提供者である基金管理会社や証券会社などと利益相反は無かった。但し、現在、商業銀行が混合経営の金融持株グループに発展する中で、資産管理業は重要な戦略目標になりつつある。大型国有銀行が次々と自己の基金管理会社を設立し、既存の基金管理会社と直接、競争するようになっている。ここで、販売チャネルとマーケティング・サービスの能力では商業銀行が比較優位を持っている。そのため、他の基金管理会社は商品を重視することに加えて、販売チャネルの構築とマーケティング能力の強化を重視してきている。

II. 基金管理会社の業務発展

1. 基金管理会社と他の金融機関の資産管理業務の優劣比較

中国の資産管理業界には、基金管理会社、商業銀行、証券会社、信託会社、保険会社と私募基金があり、それぞれが比較優位を持っている。

基金管理会社の優位性は、第一に、リスクと収益の幅広い組合せを提供できることである。第二に、基金会社は企業統治面で比較的完備されており、ファンドの運営は規範化され透明性が高い。第三に、基金管理会社の公募商品の最低投資額は比較的安く、中小の機関投資家のニーズを満たすことができる一方、非公募商品の最低投資額は比較的高く、大口顧客の投資ニーズを満たすことができる。このため、顧客の範囲は非常に幅広い。

しかし、販売チャネルと革新能力の面で、基金会社は、商業銀行、証券会社、保険会社と比較して劣勢にある。先ず中国のファンドの発行と販売は、銀行の販売チャネルが主である。実際、2006年に銀行系ファンドが発展したため、基金管理会社にとっては販売面でボトルネックが生じた。次に、基金管理会社の運営は、監督管理当局の厳格な監督管理を受けるため、革新能力が私募基金、証券会社、信託会社と比較して劣勢にある。但し、商業銀行と保険会社に比較すれば優勢にある。

図表1 資産運用商品の特徴比較

商品	証券投資ファンド オープンエンドファンド クローズドエンドファンド	外資建て運用商品	銀行の資産運用商品	信託資産運用商品 集合資金信託プラン	証券会社の集合理財 限定性 非限定性	保険資産運用商品 保費連結保険 配当型保険 マルチ型保険
投資先	主に流動性の高い金融商品に投資。オープンエンドファンドとクローズドエンドファンドに分かれる。オープンエンドファンドはさらにハラス型、株式型、債券型、指数型などに細分される。	実際には一種の外資基金で、海外株式及び株式指数とリンクしているものもある。	主に国債、金融債、中央銀行手形、銀行貯蓄預金など。	主にマネーマーケット、証券市場、ざらに不動産などの実業分野に投入されることもある。	株式、ファンド、債券など多くの流動性の高い金融商品。(限定性商品の場合、株式、ファンドの組み入れ比率に制限がある)	主に流動性の高い金融商品に投資され、投資先は自ら選択できる。
投資収益	仕組み型の外資運用の収益率は一定の資産価格にリンクしている。固定収益外資建て運用商品の収益率は固定である。	仕組み型の外資運用の収益率は一定の資産価格にリンクしている。固定収益外資建て運用商品の収益率は固定である。	投資収益は満期と密接に関連。1年物の例では、一般に2.5%~3.0%の間だが、これは銀行側の予測年間収益率であり、実際の収益率ではない。特に自己申告により納税。	投資収益は投資先により異なる。債券、コール市場などに投資された場合、一般に3.5%~4.0%だが、債券価格や利率は刻々と変化する。	証券会社が約束する収益率は一般に約3%だが、それに達しない場合は証券会社が提供する。特に対処する徴税政策は無く、投資家は自己申告により納税。	株式の投資比率が高いため、投資収益率は完全に不確定。
流動性	随時に購入、解約でき、流動性は非常に高く、リスクは小さい。	投資家は期限前の解約はできないが、銀行は期限前に終了させた権利があるため、流動性は低い。	最低金額は比較的高く、一般に分割販売され購入は便利。但し、中途解約は不可で、一般に満期前に終了できず、譲渡も認められないため、流動性は低い。投資家が急に資金が必要な場合、担当に入れることが可能な商品もある。	信託契約期間の分配が満期を待つしかない。流動性は株式、ファンドに比べて低い。短期に急に資金が必要な場合、信託契約を抵当として銀行借入れが可能。	一般に3か月以上のロックアップ期間がある。オープン期間に入った後は自由に解約でき、流動性は比較的高い。	譲渡不可、流動性は低い。
手数料率	信託管理費は約0.2%~0.25%、運用管理費は約0.6%~1.5%、募集手数料は約0.6%~1.2%、販売手数料は約1%~1.5%、解約手数料は約0.3%~2.0%。現在は販売と解約手数料の設定は比較的弾力的で、一般に投資期間、金額により決定。	事前解約には運約金の支払いが必要。	事前解約には運約金の支払いが必要。	投資家の利益を保証し、同時に自己の信託プランに対する自主的に収益を投資家に優先的に分配する方法を採用し、その後、管理費を徴収している。	費用は比較的低く、参加費と解約費は0.5%~0.1%の間で、大部分は徴収せず、個別に管理費を0.5%~1.5%徴収し、これは投資ターゲットにより決定される。	費用は比較的高く、手数料は約4%で、事務管理費は約0.9%。投資管理費は0~5%で、投資期間により決定。
期間	オープンエンドファンドには固定した期間は無く、自由に解約できる。	3か月~12か月	3か月~24か月	信託運用の期間は一般に1~3年で、短期運用に属する。	3か月~24か月	期間は比較的長く、10年以上あるいは終身。
最低募集金額	オープンエンドファンドは最低1,000口、クローズドエンドファンドは最低100口である。	商品により異なる。一般には比較的低く、例えば中国農業銀行の「匯利豐」は5,000米ドル。	商品により異なる。5万~10万円で、一般に預金と合わせて販売することが多い。	信託商品の発売には、株式のような厳格な審査は不要で、募集金額は比較的弾力的である。高額プランの基準は、一般に10~50万円の間。	5万円	5万円
管理者	基金管理会社	商業銀行	商業銀行	信託会社	証券会社	保険会社
顧客対象	流動性に対する要求が強く、比較的高い収益を期待し、リスク負担能力が高か、かつ一定の投資経験を持つ顧客。	流動性が比較的高いことを重視し、普通の収益を期待し、リスクを嫌う顧客。	流動性に対する要求が高く、普通の収益を期待し、リスクを嫌う顧客。	高収入で、流動性に対する要求が高くなく、収益もリスクもあまり高くないことを期待する投資家。	高収入で、流動性に対する要求が高くなく、比較的高い収益を期待し、リスク負担能力が高か、かつ一定の投資経験を待つ顧客。	高収入で、投資期間が長く、高収益を期待し、リスク負担能力が高い顧客。
マーケティング・チャンネル	銀行、インターネット、証券会社、取引所	銀行、インターネット、証券会社	銀行	信託会社、証券会社と保険会社 電子商取引とダイレクトメール	証券会社、私募形式による発行	銀行、保険会社

(出所) 巴曙松、雷薇ほか 『2007年中国金融運用市場発展報告』

2. 基金管理会社の業務構成

1) 株価上昇の効果が顕著に現れた公募基金業務

2006年の株式相場の上昇は、公募基金（公募ファンド）業務に最良の舞台を提供した。パフォーマンスが最も良かった「景順長城内需成長」ファンドの純資産価値は182.22%増加した。また、90銘柄の株式ファンドの年間収益率は100%を超え、ファンドの収益率は他の運用商品をはるかに超えた。公募基金は、既に、個人投資家にとって最も重要な資金運用商品になっている。

中国証券登録振替会社のデータによれば、2006年12月29日現在、ファンドの個人口座数は370.32万口座で、2005年12月30日の145.62万口座に比べ154.31%増加した。

しかし、ファンドの商品構造と個人の資産運用ニーズとの間には依然として深刻なミスマッチが存在している。現在、中国の社会保障制度が依然として不完全であることから、個人の資産運用は年金と失業・医療保険の役割を担っている。このため、個人投資家はファンド商品の安全性、配当率、ファンド純資産価値の安定性を、機関投資家と比べて重視している。しかし、既存のファンド商品を見ると、ハイリスクの株式型とバランス型ファンドが大部分のシェアを占め⁴、ローリスク商品の数は非常に少ない。特に元本保証ファンドは数社が販売する6銘柄のみで、ファンド全体に占めるシェアはわずか3%でしかない。

2) 旺盛な私募基金に対するニーズ

私募基金は、自由度が大きく多様性がある投資方式である。まず、私募基金は、顧客の特殊なニーズにあわせたオーダーメイドの投資サービス商品を提供できる。次に、私募基金の場合、投資家とファンド・マネジャーとの間に密接な連繋と利益関係がある。さらに、情報公開の面

図表2 運用商品の収益率比較（2006年）

商品	収益率	商品	収益率
ファンド会社		証券会社※	
株式型ファンド	120.08%	FOF集合理財商品	46.68%
バランス型ファンド	103.28%	バランス型集合理財商品	56.96%
債券型ファンド	25.05%	債券型集合理財商品	14.43%
元本保証型ファンド	35.44%	株式型集合理財商品	43.28%
マネーマーケット型ファンド	1.56%		
クローズドエンドファンド	106.89%		
銀行		信託会社	
1年物元建て運用商品	3.71%	貸付信託	4.86%
1年物ドル建て運用商品	5.70%	不動産信託	5.01%
		株式投資信託	5.79%
		収益(インカム)投資信託	4.70%
		債権投資信託	4.92%
		証券投資信託	4.80%

(注) ※設立日から2006年12月30日まで

(出所) Wind 資訊、江南金融研究所

⁴ 江南金融研究所の調査によれば、ファンド商品に内訳は、2006年で、現金型11%、債券型8%、バランス型48%、株式型33%である。

で、私募基金は公募基金のように定期的に詳細なポートフォリオを公表する必要はなく、一般には半年あるいは1年に一回、非公式にポートフォリオ及び収益を公表すればよい。

一方で、政府の私募基金に対する監督管理が比較的緩やかなため、私募基金運営の透明性が不足し、インサイダー取引、相場操縦などの違反行為が発生する可能性がある。ファンドの投資家にとっては、比較的高い収益を得る可能性と同時に、比較的大きな投資リスク、例えばファンド・マネジャーのモラル・リスク、エージェンシー・リスクなどが潜んでいる。また、流動性が比較的劣り、市場取引ができないこともマイナス要因である。

米国の私募基金の主な投資家は個人投資家である。中国でも私募基金の潜在的投資家は急速に増え、彼らの資産規模も急速に増大している。2006 年末時点の人民元貯蓄残高は 16.2 兆元であり、その約 80%の資産は 20%の人々が所有している。サンプル調査を基に試算すると、中国全国で、預金規模が 100 万元を超える家庭の貯蓄預金総額は 1 兆元を超える。私募基金には、富裕層に属する個人の投資ニーズを背景に、十分な資金が入りつつある。しかも、経済の急速な発展にともない、富裕層の資産規模は更に急速に拡大している。加えて、企業の遊休資金額も莫大であることも合わせて考えると、私募基金は巨大な潜在的発展力を持っていると言えよう。

3. 企業年金の投資管理業務：基金管理会社のコア・コンピタンス

2006 年は、中国の企業年金が着実に発展した年であった。企業と各金融機関が次々に共同で企業年金を設立し発展させている。そして、年金業務発展の中で、各金融機関の相対的な優位性が次第に明らかになってきている（図表 3 参照）。商業銀行は、効率の高い清算・決済システムを具え、ファンドないし社会保障基金の信託管理面ですでに一定の業務経験を蓄積し、加えて個人貯蓄口座管理の長い経験を持っている。このため、口座管理者、信託管理業務における優位性は明らかである。信託会社は受託人となることにおいて法律面で優位性を持っている。保険会社は年金業務では比較的高い総合的能力を持っている。基金管理会社は、専門的な投資リサーチのスタッフ、比較的整った企業統治構造、厳格なリスク管理と内部統制メカニズムを持っているため、年金投資管理の面で相対的な優位性を持っている。

市場では、基金管理会社の専門的で規範化された投資管理能力が、企業の信頼と市場の評価を

図表 3 各金融機関の年金業務における相対的な優位性

金融機関	年金業務における相対的優位性	年金業務資格の獲得状況
基金管理会社	専門的で、規範化された投資管理能力	投資管理人 9 社
信託会社	法人受託の面で法律上優位性を持つ	受託人 3 社、口座管理人 2 社
保険会社	豊富な口座管理の経験と IT システム、十分な数理能力と戦略的資産配分能力、多様な商品の開発能力など、比較的高い総合能力を持つ	受託人 2 社、口座管理人 4 社、投資管理人 2 社
証券会社	比較的高い投資管理能力	投資管理人 2 社
銀行	効率の高い精算・決済システム、広範な銀行ネットワーク、豊富な個人貯蓄口座の管理経験を持つ	口座管理人 5 社、信託管理人 6 社

(注) 『保険法』に基づき、保険会社は口座管理者の職能を引き受けることができるが、受託人、信託管理人、投資管理人などの職能を引き受けることはできない。ここで法人受託人と投資管理人を担当するのは、いずれも保険会社が設立した専業会社である。

(出所) 研究班

獲得している。2006年の企業年金投資管理者の契約状況を見ると、契約を締結した企業36社のうち、基金管理会社を投資管理者として選択した企業が27社で全体の75%を占めており、基金管理会社が企業年金業務の投資管理面で高い優位性を持っていることがわかる。

一方、市場発展の初期において、基金管理会社も企業年金市場開拓の難しさを意識している。すでに投資管理資格を獲得した基金管理会社は、当面、企業年金市場の開拓における困難は、法人顧客の認知度の不足であり、宣伝と教育を強める必要があること、また、各社の価格が混乱しており、管理費の基準を早急に規範化する必要があることなどを認識している（図表4参照）。

4. 基金管理会社の専用口座資産運用業務：カスタマイズした資産運用業務

専用口座運用業務（「専戸理財業務」）には主に二つの形式がある。一つは個別の顧客のために特定の資産管理業務を取り扱うもので、もう一つは特定の複数の顧客のために特定の資産管理業務を取り扱うものである。

中国には大量の社会的資金、例えば教育基金、貧困扶助基金、互助基金、年金基金、保険基金などが存在している。専用口座運用業務の方式を通じて、基金管理会社はある種の顧客向けにカスタマイズしたファンド商品を開発し、様々なレベルの投資家の投資ニーズを満たすことで、新たな利益成長源を増やせる。また、最近議論されている法規は基金管理会社がQFIIのために専用口座運用業務を提供することを許可するものである。基金管理会社は、100億ドルのQFIIの資金が加わったとすると、例えば株式ファンドの管理費1.5%で計算すれば、毎年約12億元の管理費を得られることになる。

専用口座運用業務の開放後、基金管理会社は、既存業務とのシナジー効果で専用口座運用業務を拡張できる。まず、基金管理会社は、マネーマーケットファンド、債券ファンド、株式ファンドからなる商品ラインアップをすでに確立しており、銀行間市場、債券市場、株式市場、デリバティブ商品市場をカバーできる専門的な投資リサーチのスタッフも擁している。次に、専用口座運用業務の開拓期には、基金管理会社が公募基金の市場ですでに確立している比較的安定したマーケティング・チャンネルの助けを借りることで、銀行、証券会社の資産運用商品との競争の中で比較優位に立てる。

図表4 基金管理会社の企業年金市場参入に関する見方

企業年金市場開拓についての見解	回答比率(%)
顧客企業の認知度が十分でなく、宣伝教育を強化すべきである	50.00
各金融機関の価格が混乱しており、管理費の規範化が急務である	25.00
効果的な協力体制の構築が困難であり、総合サービス提供の優位性が発揮できない	12.51
税制優遇策が完全に実施されていない	8.33
商品設計における革新と長期的な資産配分の経験を欠く	4.16

（出所）平安証券の研究レポート『2005中国ファンド業界の発展評価レポート』研究班

しかし、同一の基金管理会社が専用口座運用商品及び公募基金を管理する場合、大口顧客と小口顧客との間に利益相反が生じ得る。公募基金の投資家は比較的分散しているのに対して、専用口座は 5,000 万元以上の顧客である。専用口座運用商品が大口の機関投資家を集めるようになると、公募基金には主に中小投資家が残る。専用口座運用がファンド・マネジャーにインセンティブを与える一方で、公募基金の投資家は管理費を納めるだけである。ファンド・マネジャーにとっては、この利益の差により、どうしても選好が偏ることになり、モラルと制度的制約がなければ、公募基金の投資家の利益が害される可能性もある。

5. 基金管理会社のQDII（適格国内機関投資家）業務：長期ポートフォリオの実現

2007年2月末時点で、合計16社がQDII（適格国内機関投資家）の枠を獲得したが、基金管理会社の中で枠を得たのは「華安基金」のみであった⁵。

QDII 業務において、基金管理会社はグローバル・ポートフォリオを構築できる。「華安国際配分」は最初のファンド系 QDII 商品銘柄で、5 億ドルの許可枠を獲得し、実際には約 2 億ドルの資金を集めた。「華安国際配分」ファンドの投資範囲はニューヨーク、ロンドン、東京、中国香港などの資本市場をカバーし、株式、債券、不動産投信証券、商品ファンドの 4 大金融資産を含む。そして、リーマン・ブラザーズが 100%の元金保証を提供している。さらに、銀行 QDII は海外の固定収益商品にしか投資できないため、銀行 QDII 商品の収益率はドル金利に近いのに対して、基金会社の QDII 商品の収益は比較的高い。

図表 5 QDII（適格国内機関投資家）の運用枠取得状況

単位：億米ドル	
批准獲得企業	認可運用枠
中国銀行	25
工商銀行	20
東亜銀行	3
建設銀行	20
交通銀行	15
匯豊銀行	5
華安基金	5
招商銀行	10
中信銀行	5
恒生銀行	3
花旗銀行	5
渣打銀行	5
興業銀行	5
民生銀行	5
北京銀行	3
中国農業銀行	5

(注) 2007年2月現在

(出所) 研究班

⁵ 訳注、2007年8月現在、さらに基金会社3社が加わる予定である。

また、基金管理会社の QDII 商品は投資期間が長いこと、長期間にわたるポートフォリオ管理が可能である。例えば、「華安国際配置」の投資期間は 5 年であり、期間中、投資家は人民元為替レート変動により人民元に兌換するか否かを選択できる。一方、銀行の QDII 商品の大部分は期間が 1 年以内と比較的短い。短期的には、持続的な人民元高傾向は、すでに争うことのできない事実になっており、人民元高リスクが、これらの商品の浸透の度合いに深刻な影響を及ぼしている。

Ⅲ、中国の基金管理会社の業務転換と今後の展望

1. 複合型の運用業務へ

基金管理会社の主要業務と利益の源泉は、当面、公募基金業務に集中すると見られる。他方、社会保障基金、企業年金の委託管理面では、銀行系基金管理会社が設立運営されていること、専門的な運用商品が増加していること、社会保障基金の委託に限りがあること、企業年金業務の展開が鈍いことなどの現実に直面しており、当面は基金管理会社にとって利益の源泉とはならないであろう。

このため、基金管理会社の運用業務は、更に複合型の運用に向かうことになる。具体的には、①株式型、債券型、バランス型の公募基金運営を通じて、様々なリスク・リターンの特徴を持つ運用商品を提供し、②マネーマーケット型ファンド商品を通じて流動性管理のための選択肢を提供し、③社会保障基金、企業年金、個人口座管理業務を通じて、年金資金の管理業務を提供し、④専用口座運用業務を通じて、各種機関、企業、個人のために、専門的な運用サービスを提供し、さらに⑤QDII 業務を通じて、国内資金の海外資産への投資のために、グローバルな資産配分のチャンネルを提供する。

業務開拓と制度完備により、基金管理会社の現在の単一な業務形態が変わり、基金管理会社のコア・コンピタンスが上昇することで、専門的資産運用の優位性を発揮できることになろう。

2. 私募基金管理業務の展開

基金管理会社が管理する公募基金は、法規の制限により取引所で上場される株式、債券、現先、転換社債、ワラント、及び銀行間市場で取引される国債、金融債、企業債、中央銀行手形、現先にしか投資できない。基金管理会社の私募基金業務は、通常、委託者の監督管理当局の資金運用に対する制限を満たし、且つ証券法の投資取引行為に対する一般的な制限に合致しなければならないが、公募基金のような厳格な投資制限を遵守する必要はない。基金管理会社にとっての最良の戦略は公募基金業務を主とし、私募基金型の資産管理業務を開拓し、基金会社の既存のスタッフ、技能、システム面での優位性を十分に利用し、シナジー効果を通じて利益最大化を図ることである。

公募ファンドに比べ、基金管理会社の私募基金業務の優位性は標準化された商品ではなく、ポートフォリオの融通性と、特定の顧客ニーズにあわせてカスタマイズした投資商品にある。

将来、私募基金業務分野の主要顧客は、社会保障基金、企業年金、企業団体のファイナンス・カンパニーと企業の証券投資、その他の資産管理機関からのアウトソーシング、資産規模の比較的大きい少数の個人投資家となろう。規模の経済性と競争力の角度から考えると、基金管理会社は私募基金業務の重点を、従来の公募基金管理業務との関連が比較的高い方向に置き、株式・債券を基礎とした比較的柔軟な、アクティブ運用の資産管理サービスを優先すべきである。

そのために、基金管理会社は、自己の競争力に基づいて差別化した金融商品・サービスを発展

図表 6 公募基金と私募基金の投資可能範囲

投資対象	公募基金		私募基金	
	市場参入	投資制限	市場参入	投資制限
A 株	可	分散化	可	資産の性質による
B 株	可	分散化	可	資産の性質による
国債	可	分散化	可	資産の性質による
企業債	可	分散化	可	資産の性質による
中央銀行手形	可	分散化	可	資産の性質による
転換社債	可	分散化	可	資産の性質による
現先	可	比率制限	可	資産の性質による
ワラント	可	比率制限	可	資産の性質による
非公開ファンド	不可		可	資産の性質による
公開ファンド	不可		可	資産の性質による
ETF	不可		可	資産の性質による
ABS	不可		可	資産の性質による
REITs	不可		禁止されていない	産業政策
貸付資産証券化	不可		禁止されていない	監督管理障壁
コール	可	比率制限	可	資産の性質による
他の金融派生商品	不可		不可	

(出所) 招商証券ウェブサイト、研究班

させることが必要となろう。社会保障基金と企業年金向けの資産管理業務は、先ず資産・負債マッチング商品、ライフサイクル・ファンド、元本保証型ファンドなど年金投資商品を発展させることで、競争優位を確立する。同時に、アクティブ運用の株式ポートフォリオ商品の適切な発展を考慮してもよい。但し、投資戦略における柔軟性、顧客の投資戦略決定への参加、情報公開などの面に注意し、公募基金商品との差別化を図るべきである。さらに、ヘッジ・ファンドの分野では、従来のポートフォリオの中により多くの先物、オプション、レバレッジを組み入れることで、これまでの公募基金と差別化しなければならない。

3. 私募基金業務による収入構造の調整

基金管理会社の収入構造は、私募基金業務の発展により変化しよう。私募基金業務は、競争が比較的穏やかなこともあり、基金会社の収入構造を安定化させ、また、業務集中のリスクも低下できる。海外の大規模な基金管理会社は、公募・私募両者を重視している。フランクリン・テンプレトン社を例にとると、米国最大の上場基金管理会社として、傘下で 4,531 億ドルの資産を管理し、うち 24%は非公募業務である。顧客の大部分は機関投資家と富裕層であり、同社の長期的、安定的な収入源となっている。

4. 新たな収益源としての産業投資基金

産業投資基金⁶は、将来有望な業務である。これは、未上場企業に対する株式投資と経営管理サービスの提供による利益共有・リスク共同分担から成る投資制度である。具体的には、投資家に向けて持分を発行し、基金管理会社が基金管理人となるか、別途基金管理者に委託し、基金信

⁶ Industrial Investment Fund

託管理人が資産を信託管理し、ベンチャー投資・企業再生投資・インフラ投資などの実業投資を行う。中国では、産業投資基金を発展させることが当面の急務である。投資チャネル不足により、個人の余剰資金の大部分が預金の形で銀行に預けられ、投資に用いられるものはごく一部に過ぎない。同時に、多くの企業、特に中小企業が、企業規模、所有制度による制限から借入難に陥り、しかも株式や債券などの直接金融のルートを通じて資金調達できるものも少ない。

基金管理会社は、海外の産業投資基金の管理費の基準である 2.5%を用いて計算すると、規模 10 億元の投資で 2,500 万元の利益を獲得できる。さらに、産業投資基金に投入した自己資金については、後で株式を現金化することで収益を得られる。

5. 販売業務の転換

現在、中国のファンド・マーケティングは、重大な転換期にあり、転換に成功した基金管理会社が新たな市場環境の下で主動的な地位を占めつつある。

現在、企業年金に加えて、業界全体が準備を進めている専用口座運用などによって、基金管理会社は、より高度に差別化したサービスの提供が求められている。ファンドのマーケティングにおいても、カスタマイズすることがますます重要になって来る。現在までのところ、中国の基金管理会社は標準化された商品の開発に習熟しただけである。今後、業界の細分化と革新が加速するにつれて、様々な投資家の様々なニーズを捉えることができるか否かが、競争のポイントになるだろう。

ファンド販売手数料率の調整は、基金業界の趨勢である。これにより、ファンド販売は、急速に吸引力を持った産業になり、多くの参加者を引きつけよう。専門の販売会社、ネット販売会社などの参入により、ファンド・マーケティングは急速に独立した産業に発展し、基金業界における専門化と分業レベルを高め、同時に基金管理会社の販売業務転換を推進できる。

著者紹介

巴 曙松 (Ba Shusong)

国务院發展研究中心金融研究所副所長。

1999 中央財経大学博士号取得。中国銀行杭州市分行副行長、中国銀行香港有限公司リスク管理部總經理補、中国証券業協会發展戰略委员会主任などを歴任。2003 年 8 月より現職。著書に『中国貨幣政策有効性の経済学分析』『金融的江湖』などがある。

- ・国务院發展研究中心（DRC）は国务院直屬事業單位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、發展戰略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会發展、市場流通、企業改革と發展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research