

QDIIの海外市場への投資¹

胡 興*

要 約

- ① 中国では、2006年4月よりQDII（適格国内機関投資家）制度が導入された。2007年の運用会社（基金管理会社）によるQDII商品の第一陣は順調に販売された。運用会社系と銀行系を合わせたQDII商品の特徴を見ると、株式型が中心で、アジア・太平洋株（日本を除く）、中国株、新興市場株に集中している。
- ② QDII商品の全体のパフォーマンスは、世界の他の同じタイプのファンドと同レベルにある。但し、2008年は米国発の金融危機の影響で、QDII商品の運用は苦境に立たされた。その後は、2009年3月以降の市況の回復により、QDII商品もその恩恵を受けている。QDII商品は、長期的に見てリスク分散の観点からも中国国内で必要な商品であると言える。
- ③ 日本株への投資については、ボトム・アップ方式で業種の視点からアプローチすべきである。電池技術の開発や環境規制の観点から、ハイブリッド車や電気自動車に関連する業種が有望と考える。

I. QDIIファンドの誕生と発展の現状

2006年4月13日、中国人民銀行の“第五号公告”の発表により、資本勘定の開放に関する三大政策が打出され、各種金融機関のQDII商品が次第に登場するようになった。

1. QDII誕生の原因

QDII制度の導入は、投資や資金調達の見点からも、金融仲介機関にとっても、深い意義があるといえよう。

1. **投資の見点**：国民の投資運用先を拡大し、国際収支バランスを調整し、資本の不正ルートを通じた海外流出による圧力を緩和し、バブルを次第に縮小させるよう国内証券市場を誘

¹ 本稿は「国務院発展研究センター（DRC）-東京国際研究クラブ研究会議：政府系資金と運用ガバナンス」（2009年5月23日開催）で発表された「QDIIの海外市場への投資」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。

* 胡 興 泰達荷銀基金管理有限公司国際投資部 副総監

導する。

2. **融資の視点**：香港の資本市場を繁栄させ、国際資本市場における国内企業の資金調達能力を強める。
3. **金融仲介機関の視点**：QDII 制度の導入により、メイン・ランドの金融機関のイノベーションが促進され、競争力が強化される。実力のある金融機関は一層大きな発展と国際業務の経験を蓄積するチャンスに恵まれる。

2. QDIIの推移

1) 2007年のQDII第一陣の販売は絶好調

南方グローバル、華夏グローバル、嘉実海外と上投モルガンアジア太平洋は 2007 年の 9、10 月に相次いで設定された。上記 4 本の QDII ファンドはいずれも発売初日に完売となり、投資家の購入意欲が波のごとく勢いよく押し寄せ、発売初日の申込み金額の記録が立て続けに塗り替えられた。これに呼応するように、投資家への割当比率は発売日付順で 62%、47.65%、40.7%と低くなり、最後の上投モルガンアジア太平洋が 25.8%にまで下がった。運用会社系の QDII は大いに面目を施し、他金融機関の QDII を遥かに凌駕した（図表 1）。

2) 運用会社系QDII商品の海外投資一年間の分析（2007年9月-2008年8月）

これまでに、運用会社系QDII商品は 10 本設立され、資産規模が約 300 億ドルに達する（図表 2）²。

図表 1 第一陣の 4 本の QDII 商品販売の好調ぶり

ファンド名	南方グローバル	華夏グローバル	嘉実海外	上投モルガン アジア太平洋
設立日	2007年9月19日	2007年10月9日	2007年10月12日	2007年10月22日
募集上限額 (億ドル)	40	40	40	40
募集期間	即日完売	即日完売	即日完売	即日完売
初日申込額 (億人民元)	491	631	738	1,163
割当比率	62%	47.65%	40.70%	25.80%

² 図表 2 は 9 本であるが、中国語原文では 10 本となっており、筆者からも 10 本とするようコメントがあった。残り 1 本は、2006 年 9 月に試験的に設定・販売された華安基金管理会社（運用会社）の QDII 商品を指している可能性がある。（以上、訳者注）

図表 2 発行済運用会社系 QDII 商品比較一覧表

ファンド名	南方 グローバル	華夏 グローバル	嘉実海外	上投モルガン アジア太平洋	工商銀行 グローバル
コード番号	202801	000041	070012	377016	486001
募集上限額 (億ドル)	40	40	40	40	30
設立日	2007年9月19日	2007年10月9日	2007年10月12日	2007年10月22日	2008年2月14日
タイプ	契約型 オープンエンド 株式投信	契約型 オープンエンド 株式投信	契約型 オープンエンド 株式投信	契約型 オープンエンド 株式投信	契約型 オープンエンド 株式投信
最低購入金額 (人民元)	1,000元	1,000元	5,000元	10,000元	1,000元
海外投資顧問 会社	Mellon Global Investment	T. Rowe Price Group	Deutsche Asset Management	JF Asset Management	Credit Suisse Asset Management
ファンド名	華宝興業	銀華 グローバル	海富通海外	交通銀行 グローバル	
コード番号	241001	183001	519601	519696	
募集上限額 (億ドル)	30	10	20	20	
設立日	2008年5月7日	2008年5月26日	2008年6月27日	2008年8月25日	
タイプ	契約型 オープンエンド 株式投信	契約型 オープンエンド 株式投信	契約型 オープンエンド 株式投信	契約型 オープンエンド 株式投信	
最低購入金額 (人民元)	5,000元	1,000元	1,000元	1,000元	
海外投資顧問 会社	仏Societe Generale Asset Management (日本)	Morgan Stanley Investment SEI (欧州)	Fortis Fund Management	Schroder Investment Management	

(1) 投資特徴の分析

① タイプとして株式型ファンドが中心

モーニングスター社は2008年6月以前に発行された9本の運用会社系QDIIと78本の銀行系QDIIを分類した。大分類で資産配分をカテゴリー別に見ると、株式型は64本で、全体の73.56%を占め、バランス型と元本確保型はそれぞれ9本と7本、債券型とMMFは合計7本である(図表3)。

小分類で見た場合、これらの商品は運用先としてアジア・太平洋地域株（日本を除く）、中国株、新興市場株に集中し、元本確保型の比率も高い。上述商品の割合は高い順からそれぞれ 14.94%、12.64%、8.05%、8.05%である（図表4）。

図表3 中国のQDII商品の資産カテゴリー別統計

資産カテゴリー	QDII本数	割合
株式型	64	73.56%
バランス型	9	10.34%
債券型	5	5.75%
元本確保型	7	8.05%
MMF	2	2.30%
合計	87	100%

図表4 モーニングスター社による中国のQDII商品のカテゴリー別統計

モーニングスター社 グローバル分類	QDII 本数	割合	モーニングスター社 グローバル分類	QDII 本数	割合
アジア・太平洋地域 (日本を除く)株式	13	14.94%	日本中小型株	1	1.15%
中国株	11	12.64%	日本大型株	1	1.15%
新興市場株式	7	8.05%	インド株	1	1.15%
元本確保型	7	8.05%	アジア・太平洋地域 (日本を含む)株式	1	1.15%
ドル建モデレート・バランス	6	6.90%	グローバル中小型株	1	1.15%
ユーロ地区大型株	5	5.75%	アジア債券	1	1.15%
グローバル大型株バランス	5	5.75%	ドル建グローバル債券	1	1.15%
香港株	4	4.60%	ユーロ建多様化債券	1	1.15%
アジア・バランス	3	3.45%	ドル建MMF	1	1.15%
特定業種-産業素材	3	3.45%	ユーロ建MMF	1	1.15%
グローバル大型株 バリュー	2	2.30%	ラテンアメリカ株式	1	1.15%
欧州大型株バランス	2	2.30%	特定業種-アジア不動産	1	1.15%
新興市場債券	2	2.30%	特定業種-貴金属	1	1.15%
特定業種-エネルギー	2	2.30%	特定業種-その他	1	1.15%
グローバル大型株	1	1.15%	合計	87	100.00%

② 香港株を大量保有し、しかも金融株に偏重

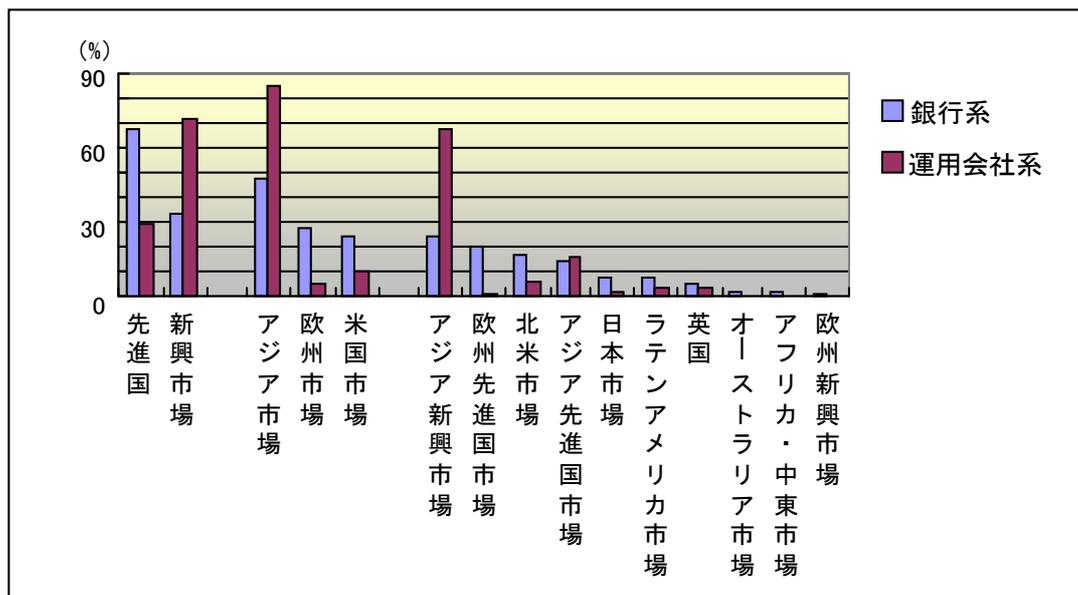
株式の投資地域に関しては、主として成熟市場に投資する銀行系 QDII とは反対に、運用会社系 QDII は新興市場への投資を好む傾向があり、71%に達する新興市場への投資比率に対して、成熟市場への投資比率が 29%である（図表 5）。

業種別の配分比率で見ると、金融サービス業の割合が最も高く、続いてエネルギー、商業、通信と産業素材の順となっている。伝統的な景気循環に対する非連動型業種への配分割合は比較的低い。

(2) 運用パフォーマンスの分析（2007年9月-2008年8月）

QDII の全体パフォーマンスは世界中の他の同じタイプファンドと同じレベルにある。下記図表でわかるように、収益率が同タイプのファンドの中で、上位 50%の категорияにランクされる QDII は半分を超え、上位 3/4 の categoriaにランクされるのが殆どである（図表 6）。パフォーマンスの視点で比較すると、QDII は全般的に同タイプのファンドの平均パフォーマンスを出したと言えよう。

図表 5 銀行系と運用会社系 QDII の投資地域の比較



図表 6 QDII全体の同タイプファンドにおけるランキング

	上位 1/4 の categoriaにランクされる QDII の割合%	次の 1/4 の categoriaにランクされる QDII の割合%	第三の 1/4 の categoriaにランクされる QDII の割合%	最下位の 1/4 の categoriaにランクされる QDII の割合%
海外投資一年間の総収益	21	30	32	17

(注) 銀行系 QDII と運用会社系 QDII を含む

3) 苦境

QDII 商品が登場して一年以上経つと、QDII 商品の特性は次第に投資家に認識されるようになり、よく売れる時期もあった。ところが、まもなく厳寒に見舞われ、殆どの QDII 商品の純資産価額は額面割れを余儀なくされた。

QDII を苦境に追い込んだ最大の要因は米国発のサブプライムローンによる世界規模の金融の嵐である。QDII が海外運用を始めたタイミングを振り返ると、それが嵐の到来時期であることがわかる。相場が続落し、各種金融資産が正の相関関係にあるため、駆け出しの QDII にとってわが身を守るのは至難の技である。そして為替リスクも QDII 商品が大幅に目減りした要因の一つである。QDII 資産の 50% ぐらいは香港の株式市場に集中している。元高により元の対香港ドル交換レートが高くなる中で、香港株を含むアジア太平洋地域の市場を主要運用先とし、しかも高値圏でポジションを作った国内の運用会社系 QDII は大きな打撃を免れ難かったと言えよう。

4) 新しい動向

2009 年 3 月 10 日以降、これまで下落してきた S&P500 指数は強く反発し、同年 3 月 23 日の時点で 21.64% の上昇幅をマークした。今回の反発の成果を運用会社系 QDII もかなり享受した。統計によると、運用会社系 QDII の上昇幅はいずれも 10% を超えた。

3. 総括

運用会社系 QDII の当面のパフォーマンスは好ましくないものの、長期的に見れば、運用会社系 QDII は依然として投資家にとってリスクを分散し、ポートフォリオに組み入れるべき優良商品である。理由として以下の三つが挙げられる。

- ① 過去の一定期間、相場の一時的な下落により、QDII のリスク分散の優位性が表れなかった。現在国内運用会社系 QDII の運用地域は主として香港、続いて米国市場で、投資する株式は主に海外に上場している中国関連銘柄である。和讯 (Hexun.com) 社の分析で次のことがわかる (図表 7、8)。

図表 7 上海深圳 300 指数と他の市場指数との相関性

時期	S&P500 指数	香港中国企業 指数	ハンセン指数	ロンドン FT100 指数	日経 225 指数	豪州普通株 指数	韓国総合指数
07 年	0.22	0.40	0.30	0.18	0.38	0.31	0.21
08 年	-0.08	0.47	0.29	0.00	0.18	0.05	0.19
09 年以降	-0.01	0.16	-0.09	-0.01	-0.34	-0.02	0.22

(出所) 和讯 (Hexun.com) 社

図表 8 米国 S&P500 指数と他の市場指数との相関性

時期	上海深圳 300 指数	香港中国 企業指数	ハンセン 指数	ロンドン FT100 指数	日経 225 指数	豪州普通 株指数	韓国総合 指数
07 年	0.22	0.52	0.58	0.87	0.64	0.54	0.56
08 年	-0.08	0.55	0.64	0.92	0.81	0.77	0.64
09 年以降	-0.01	0.83	0.85	0.92	0.78	0.65	0.75

(出所) 和訊 (Hexun.com) 社

近年、QDII が重点的に配分している地域や国の株式市場と A 株市場は弱い相関関係にある。2009 年に入ってからこの点はより顕著に出ている。このため、QDII を通じて、A 株市場への個人投資家の単一リスクを分散する機能は依然として存在しており、投資家にリターンをもたらすのも時間の問題である。

- ② 市場の調整を経て、コモディティの長期的見通しが好転している。各国政府による関連財政政策の発動の発表に伴い、現在経済の下振れリスクは軽減しつつある。目下コモディティの価格は次第に落ち着き始め、価格上昇するコモディティすら一部出ている。我々は市況が底入れし、相場のトレンドが株価を下支えし始めていると認識している。
- ③ 景気循環の調整局面を経て、中長期的な投資価値がある。前段階の大幅な下落により、システムック・リスクがある程度解消したばかりでなく、資金の米国還流目的による投げ売りを経た一部の優良企業の株式は、再度長期的な投資価値を有するようになった。今後しばらくの間は構造的、段階的な投資チャンスが期待できる。

総じて言えば、市場の一時的暴落は短期的な現象に過ぎず、長期投資商品である運用会社系 QDII にとって、短期的収益は成否の試金石とはならない。国内の A 株市場に比べて、海外の株式市場、とりわけ香港と米国の市場は比較的成熟し、安定している。市場の投資リターンが長期的に見て非常に好ましいことは既に証明され、そのポテンシャルも現在掘り下げられる最中にある。以上のことから、今後 QDII は成熟した資本市場において必ず相応のパフォーマンスを上げられるに違いない。

Ⅱ. どのように日本市場で投資チャンスを探すのか

グローバルな資産配分を考える上で、日本には明確な優位性がないと我々は認識している。なぜなら、日本経済は輸出に依存し、国内消費も人口高齢化の制約を受けているからである。また、グローバル経済が回復する時、日本は経済の外需依存性によって回復スピードが米国より遅くなる。従って、短期的に、トップ・ダウン方式で日本を投資地域に入れても超過収益が得られるとは限らない。ところが、ボトム・アップ方式で会社と業種の視点からアプローチすれば、日本市場の魅力を一早く発掘することができる。

グローバル産業チェーンの視点から分析すれば、科学技術は日本の優位性を有している。近未来において、日本経済の著しい好転は期待できないと予測しているものの、研究開発面の優位性

により、新エネルギーとハイブリッドは日本経済の将来の発展方向であり、投資する方向であると考える。理由として主に以下のことが挙げられる。

1. 電池技術の開発により自動車業界の構図が変わるかもしれない

環境保全がますます重要視される背景の中で、新エネルギー自動車は晴れて登場した。理論的には、電気自動車の普及により、環境汚染問題は完全に解決されるものの、自動車産業が現在の段階から電気自動車時代へ移行するには数多くの技術課題を克服しなければならない。我々は今後 10 年間に於いて、ハイブリッド自動車が環境問題を改善するためのベスト・ソリューションであると考えている。なぜなら、1) 他の技術と比べて、ハイブリッド技術は比較的成熟していること、2) ハイブリッド車は電気自動車のように後続距離の制限を受けないこと、3) ハイブリッド技術は既存技術から電気技術へ進化するための架け橋となること、が挙げられる。我々は 2020 年にはハイブリッド車の市場シェアは 10% に達すると見込んでいる。

他方、電池技術の開発はハイブリッド車と電気自動車の発展を決めるキーポイントとなる。我々は 2009-2010 年の間にリチウム電池技術が現在のニッケル水素電池技術に取って代わると予測している。現在、パナソニック EV エナジー株式会社（資本比率：トヨタ 60%、パナソニック 40%）が業界のトップランナーだが、業界各社が激戦を繰り広げており、優劣が分かれるのはまだ早い。

2. 環境保護規制がますます厳格化

現在世界のどの国も厳しい CO₂ 排出規制を実施している。中でも欧州の規制が一番厳しく、2006 年の現行排出基準が 170g/ℓ であるが、2020 年に 95g/ℓ に引き上げられる。アメリカは欧州より若干緩く、2020 年に 163g/ℓ にする予定だが、一部の州では連邦より厳しい規制が導入されている。

世界中の全ての自動車メーカーは 2012 年に 130g/ℓ の欧州規制値をクリアすべくしのぎを削っている。2006 年時点の全車種の平均排出レベルは 130g/ℓ の規制値より 35% 高い。米国の自動車メーカーの排出量が多く、日本と欧州勢が上位にあるものの、2012 年の欧州規制値をクリアしているのは世界中一社もない。2012 年の欧州規制値をクリアするために、自動車メーカーは様々な困難を乗り越えなければならず、次世代の駆動システムの開発に迫られている。

しかし、ここに欧州規制が自動車メーカー全車種の平均排出量に対する要求であることに留意すべきである。従来車種の生産ラインを丸ごと変える可能性が小さいことから、自動車メーカーは新エネルギー車の生産比率を高めると予想している。新エネルギー車の排出量が非常に少ないため、メーカーの平均排出量は大幅に下がる。

3. 有望な投資対象企業となおも存在する技術的障害

世の中にリチウム電池を開発している企業が 10 数社あり、うち 4 社が日本企業である。リチウム電池のリーダー企業は、パナソニック EV エナジー（資本比率：トヨタ 60%、パナソニック 40%）、三洋電機、AESC（資本比率：日産 51%、NEC49%）、GS Yuasa、日立ビークルエナジー（資本比率：日立 64.9%、Shin-Kobe Elec.25.1%、日立マクセル 10%）である。

サーマルコントロールはリチウム電池の一大課題であり、リチウム電池の自動車への搭載を妨げる安全面の一大障害である。トヨタはリチウム電池を三代目のプリウスに搭載する計画があっ

たものの、安全性の観点から最終的にはやはりニッケル水素電池にしたと報道されている。現時点リチウム電池の原材料に関する共通規格がないが、日本企業の先行優位性によりリチウム電池の研究開発が大いに推進されていくと信じている。

トヨタは1997年に世界初のハイブリッド量産車であるプリウスを発売し、続いて2000年から北米、欧州や他の地域での販売を始めた。2008年4月末時点の販売台数は100万台を突破し、2009年下半年より韓国での販売を開始する予定である。現在トヨタのプリウスは40以上の国や地域で販売され、プリウスという言葉がハイブリッド車の代名詞になっている。

4. 結論

ボトム・アップのアプローチの中で、日本の投資価値は非常に魅力的であり、今後の世界の科学技術の発展と密接に繋がっていると認識している。また、他の国や地域で価値のある投資対象を発掘する上で、日本への投資経験は役に立つと信じている。