

# 巻頭特集

国務院発展研究センター — 野村財団共同研究会議

証券市場の制度整備と対外開放

## 中国における QDII と QFII の 発展状況に関する評価及びその展望<sup>1</sup>

巴 曙松<sup>\*</sup>

### 要約

1. QDII ファンドの本格運用は 2007 年 9 月から始まったが、運用実績は、設定時期によって大きな差が出ている。その中で、ベンチマークを大幅に上回っているのは、殆ど中国概念株およびハンセン指数関連商品である。しかし、中長期的に見ると、このような投資方針はリスクの分散という QDII の趣旨に反している。今後、海外投資顧問会社に依存しない運用能力の向上や、投資対象の多様化と地域の分散化が課題となる。
2. QFII 制度は、資本取引が規制されていることを背景に、外資に国内資本市場を次第に開放していく経過措置である。QFII の資産規模はまだ小さいが、国内市場におけるバリュー投資と安定投資を推奨する市場ムードの醸成、金融イノベーションとプライシングの効率性向上に寄与している。今後、人民元の国際化の加速に伴い、運用枠、保有期間、投資商品などの面における規制が漸次に緩和されるだろう。一部の国内の金融機関も、海外の子会社を通じて QFII の資格の取得を目指している。

### I. はじめに

中国では、内外証券取引の自由化に向けて、一定の運用枠の中で、認定された中国国内の金融機関を通じた居住者による対外証券投資を認める適格国内機関投資家（QDII）制度と、認定された海外の金融機関を通じた非居住者による中国国内の証券投資を認める適格外国機関投資家（QFII）制度が導入されている。ここでは、両制度の現状を踏まえて、その今後の発展の方向を展望する。

<sup>1</sup> 本稿は「国務院発展研究センター—野村財団共同研究会議：証券市場の制度整備と対外開放」（2010年5月29日開催）で発表された「中国 QDII と QFII ファンドの発展状況に関する評価及びその展望」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文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。

<sup>\*</sup> 巴 曙松 国務院発展研究センター金融研究所 副所長

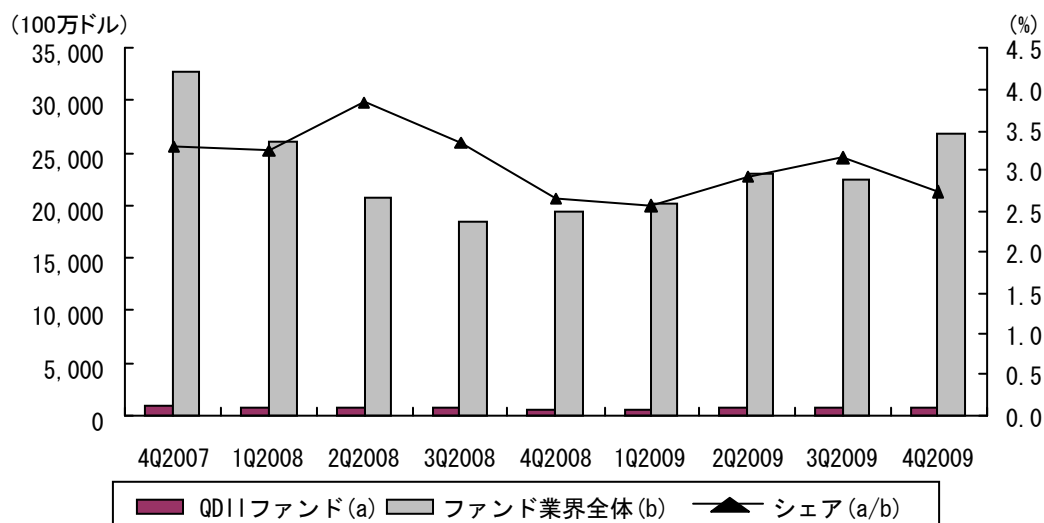
## II. 適格国内機関投資家（QDII）の発展状況に関する評価と分析

### 1. QDIIファンド商品の発展状況

QDIIファンドの2007年9月の本格運用開始以来、二年余りの間に、12本が設定された。しかし、資産規模からみると、QDIIファンドがファンド全体に占める割合は2.75%しかない（図表1）。構成比からみると、中国の海外運用ファンドは世界中の他の国や地域と比べ、まだ初期段階に留まっている。例えば、経済力が世界1位と2位にあるアメリカと日本では、海外運用ファンドの占める割合はそれぞれ15%と19%であり、発展途上の市場の代表である韓国と台湾では海外運用ファンドの歴史が僅か10年しかないにもかかわらず、ファンド全体に占める割合は更に高く、それぞれ21%と28%に達している（図表2）。

QDIIファンド設定の頻度と規模を見ると、QDIIファンドの設定・運用が本格的に始まった2007年10月から2ヶ月の間に4本のファンドが設定され、約1000億口を募った（図表3）。その後、2008年上半期になると、グローバル金融危機が深刻化するにつれて、逆張りでの底値買いを期待して一部のQDIIファンドが立ち上げられたものの、募集規模はいずれもさほど大きくはなかった。グローバル金融危機が最も深刻だった2008年下半年から国際市場が谷底から反発する2009年にかけて、QDIIファンドは一本も新規設定されなかった。2010年、グローバルなマクロ経済のファンダメンタルズに関する指標が顕著に改善し、各国政府が刺激策の「出口戦略」を実施するタイミングについて検討し始めてから、QDIIファンドはようやく再開された。しかし、当初、運用実績が芳しくなかったため、ファンド運用会社はQDIIファンドの設定により慎重になり、結果的に投資の好機を逃してしまった。

図表1 QDIIファンドとファンド業界全体の規模



(出所) WIND より筆者作成

図表 2 主要国・地域における海外運用ファンドの状況

| 国名   | 規模(億ドル) | シェア(%) | 導入時期 | 統計時点      |
|------|---------|--------|------|-----------|
| アメリカ | 16000   | 19.00  | 1955 | 2008(上半期) |
| 日本   | 860     | 14.70  | 1970 | 2007      |
| 英国   | 13900   | 27.00  | 1868 | 2006      |
| 中国   | 108     | 2.75   | 2007 | 2010      |
| 台湾   | 150     | 28.36  | 1988 | 2007      |
| 韓国   | 749     | 20.83  | 1997 | 2008(上半期) |

(出所) 安信証券

図表 3 QDII の設立状況

| ファンド名                | 直近の口数<br>(億口) | 運用会社                  | 海外投資顧問会社                             | 設定日        |
|----------------------|---------------|-----------------------|--------------------------------------|------------|
| 華安国際配置               | 1.01          | 華安基金管理有限公司            |                                      | 2006/11/2  |
| 南方グローバル精選            | 229.53        | 南方基金管理有限公司            | Wellington Management Company (アメリカ) | 2007/9/19  |
| 華夏グローバル精選            | 245.83        | 華夏基金管理有限公司            | T.Rowe Price Group                   | 2007/10/9  |
| 嘉実海外中国株              | 245.56        | 嘉実基金管理有限公司            |                                      | 2007/10/12 |
| 上投モルガンアジア太平洋<br>優勢   | 266.29        | 上投モルガン基金管理有限公司        | JF Asset Management Limited          | 2007/10/22 |
| 工銀クレディスイスグローバル<br>配置 | 20.52         | 工銀クレディスイス基金管理<br>有限公司 |                                      | 2008/2/14  |
| 華宝興業中国成長             | 1.24          | 華宝興業基金管理有限公<br>司      |                                      | 2008/5/7   |
| 銀華グローバルコア厳選          | 1.34          | 銀華基金管理有限公司            |                                      | 2008/5/26  |
| 海富通海外精選              | 3.51          | 海富通基金管理有限公司           | Fortis Investment Management         | 2008/6/27  |
| 交銀環球精選               | 2.55          | 交銀シュローダー基金管<br>理有限公司  | Schroder Investment Management       | 2008/8/22  |
| 易方達アジア精選             | 5.92          | 易方達基金管理有限公司           |                                      | 2010/1/21  |
| 招商グローバル資源            | 5.53          | 招商基金管理有限公司            | NG Group Investment Management       | 2010/3/25  |

(出所) WIND より筆者作成

## 2. QDII ファンドの投資状況

QDII ファンドの収益率を分析したところ、運用実績に影響を及ぼす諸要素のうち、運用開始時期の影響が一番大きいことがわかる。QDII ファンドがスタートを切り、発展し始めたのはグローバル金融危機が発生し、各国政府が大規模な対策を実施した段階とちょうど重なり、金融市場も暴落期と大幅な上昇期という二つの段階を経たため、運用開始時期によって、実績にも明らかな違いが見られる(図表4)。

また、各 QDII ファンド銘柄のベンチマークとの運用実績を比較して見ると、ファンドによって、ベンチマークを上回る「超過収益」を上げる能力にも大きな違いがあることがわかる。通常、市場が大幅に上昇する時、ファンドの運用実績はベンチマークを下回るが、市場が下落する時、逆にベンチマークを上回る。ベンチマークを遥かに上回った QDII ファンドの大半の運用実績は 2008 年の市場下落時にベンチマークを上回ったが、2009 年の大幅な反発の際に程度の差があるものの、概ねベンチマークを下回った。尤も、嘉実、海富通、交銀の QDII ファンドは超過収益

図表 4 主要 QDII の運用実績

| ファンド名            | 設定日        | 2006年 | 2007年  | 2008年  | 2009年 | 2010年 | 設定以来   |
|------------------|------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 華安国際配置           | 2006/11/2  | -0.88 | -0.69  | -4.89  | -     | -     | -6.38  |
| 南方グローバル精選        | 2007/9/19  |       | -6.30  | -43.33 | 39.55 | 0.94  | -25.20 |
| 華夏グローバル精選        | 2007/10/9  |       | -10.70 | -41.10 | 56.65 | 1.46  | -16.40 |
| 嘉実海外中国株          | 2007/10/12 |       | -12.10 | -49.94 | 57.95 | 0.72  | -30.00 |
| 上投モルガンアジア太平洋優勢   | 2007/10/22 |       | -10.50 | -57.21 | 58.49 | 3.95  | -36.90 |
| 工銀クレディスイスグローバル配置 | 2008/2/14  |       |        | -44.40 | 64.93 | 3.82  | -4.80  |
| 華宝興業中国成長         | 2008/5/7   |       |        | -26.40 | 54.08 | -2.91 | 10.10  |
| 銀華グローバルコア厳選      | 2008/5/26  |       |        | -26.50 | 29.93 | 1.68  | -2.90  |
| 海富通海外精選          | 2008/6/27  |       |        | -1.20  | 83.47 | -0.34 | 80.65  |
| 交銀環球精選           | 2008/8/22  |       |        | -2.70  | 72.30 | -2.10 | 64.13  |
| 易方達アジア精選         | 2010/1/21  |       |        |        |       | 1.40  | 1.40   |
| 招商グローバル資源        | 2010/3/25  |       |        |        |       | 0.00  | 0.00   |

(出所) WIND より筆者作成

において優れた実績を上げ、大幅に上昇する相場においてもベンチマークを上回った。

2年という期間は短く、しかも当該期間中、株価が大きく変動し、QDII ファンドの成績に影響を及ぼしているため、ここ2年余りの実績でその投資能力を評価するのはやや不適切であるかもしれない。しかし、その運用実績とポートフォリオの特徴は国内ファンドの海外投資能力を評価するための参考にはなる。

1) 実績がベンチマークを大幅に上回っているのは殆ど中国概念株及びハンセン指数の関連商品である。

ベンチマークにハンセン指数や中国概念株指数を組み入れた QDII ファンドは運用実績が比較的よく、超過収益を得られやすい。グローバル指数または地域指数をベンチマークとした QDII の投資パフォーマンスはよくない。それは、QDII が従来の投資地域での強みを生かして、個別銘柄や業種を厳選することで超過収益を上げることはできるが、世界規模での投資経験に欠けているため、成績がローカル市場に大きく影響されてしまうことに原因がある。また、QDII の運用に当たり、ベンチマークから離れて、香港市場に重点を置き、グローバル市場への配分が少ない傾向があることも指摘されている。直近の四半期報告書によると、グローバル分散型の QDII ファンドでさえ資金の 30%以上を香港市場に投資している。香港市場が堅調であれば、QDII が超過収益を上げやすく、香港市場が軟調に転じると、超過収益を上げにくい理由はここにある。

2) 当面では分散投資より集中投資のほうが超過収益を上げやすい

目下、中国 QDII ファンドのポートフォリオにおける資産の地域配分は比較的集中している(図表 5)。四半期報告書中の地域配分の内訳の推移を見ると、2008 年第 1 四半期と比べて、2009 年第 4 四半期の上位 5 地域のウェイトが若干調整されたものの、大きな変化は見られなかった。自国以外の市場に進出するには市場ルール、レギュレーション、文化的背景など幾多の障害を乗り越えなければならないため、ポートフォリオ構築の際、QDII ファンドのグロー

図表 5 QDII ファンドの資産の地域別配分

| 2008年第1四半期 | シェア(%) | 2009年第4四半期 | シェア(%) |
|------------|--------|------------|--------|
| 香港         | 71.79  | 香港         | 71.77  |
| アメリカ       | 9.73   | アメリカ       | 8.53   |
| 英国         | 3.68   | オーストラリア    | 4.24   |
| オーストラリア    | 3.48   | 韓国         | 3.43   |
| 韓国         | 2.90   | 英国         | 3.12   |

(出所) WINDより筆者作成

バルな分散化のレベルがどうしても制約されてしまう。集中投資戦略を採ったファンドはグローバル分散戦略のファンドと比べてベンチマークに勝ちやすい。しかし、システムリスクを分散するという QDII ファンドの趣旨に照らせば、現状はそれに反しているといわざるを得ない。ポートフォリオを中国概念株や香港市場に集中する限り、中国市場に存在するマクロ経済のリスクを分散できない。

業種配分では、特定の業種への集中度がやや下がり、金融やエネルギー株の組み入れが次第に低下する一方、情報技術、工業や消費関連株の組み入れが増えている。景気敏感業種と比べて、その他への投資を行う際は、ボトムアップ型の調査がより求められることから、QDII ファンドのポートフォリオにおける業種配分面の変化はグローバル投資能力の向上を示している。

また、南方グローバル精選、上投モルガンアジア太平洋優勢、銀華グローバルコア及び華夏グローバル精選はいずれも一定比率の ETF（上場型投資信託）をポートフォリオに組み入れた（図表 6）。ETF を組み入れることにより、一部の地域や業種でのパッシブ投資を実現した。うち南方と銀華の（ETF への）投資比率は共に 50%を超えた。ETF のほか、一部の QDII ファンドはワラント、ストックオプション、指数先物など金融デリバティブ商品を保有している。これらの投資商品は国内の市場環境では厳しく制限され、あるいはそもそも存在しないため、QDII ファンドを通じて国内の運用会社は多様化したポートフォリオを構築し、FOF など新商品での運用をいち早く実践することができる。

QDII 投資に際して、国内の運用会社は情報の優位性を生かして、中国概念株や香港市場でかなりの超過収益を上げ、地場市場に関する調査の実力を示したが、他地域への投資が著しく不足し、ポートフォリオの分散化レベルが低く、往々にして ETF などの金融ツールを使って間接的に行っている。このような特徴は国内の運用会社のグローバル投資能力の低さを反映しており、今後海外投資チームの強化や投資能力の向上につれて、QDII のポートフォリオもより分散化し、多様化していくだろう。

### 3. QDIIに投資している中国投資家について

図表 6 一部 QDII ファンドにおける ETF 組み入れ率の推移

| ETFs                   | 4Q 2007 | 1Q 2008 | 2Q 2008 | 3Q 2008 | 4Q 2008 | 1Q 2009 | 2Q 2009 | 3Q 2009 | 4Q 2009 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| China Southem 南方       | 63.41   | 67.08   | 65.91   | 61.34   | 47.01   | 55.51   | 54.60   | 54.06   | 59.29   |
| China AMC 華夏           | 2.72    | 5.15    | 4.51    | 7.73    | 6.67    | 7.88    | 4.03    | 5.15    | 4.78    |
| ShangtoutM organ上投モルガン | 4.79    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 1.63    | 2.90    | 1.85    |
| Y inghua 銀華            |         |         |         | 35.72   | 61.75   | 60.89   | 61.25   | 61.29   | 60.68   |

(出所) WINDより筆者作成

グローバル市場が回復し、QDII ファンドの基準価額が次第に上昇するにつれて、投資家の解約が相次いでいる。中でも 2007 年に発売された 4 本の QDII ファンドは額面付近に基準価額が戻ると、大規模な解約が殺到し、投資運用に大きく影響することが予想される。

ここで注目すべきは、QDII ファンドの投資家のうち、機関投資家の構成比が相場と正反対に推移していることである。2007 年 QDII がブームだった時、機関投資家の構成比は非常に低かったが、2008 年に QDII が低迷を極めた時に、機関投資家は積極的に関与し始めた。その後のパフォーマンスを見ると、個人投資家と比べて、機関投資家は投資と相場についてより理性的に判断していることが裏付けられた。しかし総じて言えば、機関投資家による QDII ファンドへの投資比率はさほど高くない。保険会社、フィナンシャル・カンパニーといった機関投資家の地場運用会社のグローバル投資能力に関する認識と理解を深める必要性を示唆しているかもしれない。

QDII ファンドの最初のブームに乗った個人投資家達の殆どは経験に欠け、とりわけ海外で運用するファンドがどのような商品なのかよく分かっていなかった。当時 QDII 投資ブームを創り上げたのはやはり「群衆心理」であった。その後グローバル市場の暴落により、QDII は個人投資家に敬遠されたため、機関投資家の構成比が高まった。

#### 4. QDIIの今後の見通し

##### 1) 海外投資顧問会社のプレゼンスの低下

中国の運用会社が海外市場について不案内で、短期間の内に経験豊富な運用スタッフを配置するのが難しいことに鑑み、市場環境をいち早く把握し、投資リスクを防ぐことができるように、監督当局は彼らの海外投資顧問会社との提携を認めている（図表 7）。しかし、今般のグローバル金融危機の影響で、多くの海外投資顧問会社はわが身を守ることにさえ困難になった。最初に設定された 4 本の QDII ファンドの芳しくないパフォーマンスにより、運用会社の海外投資顧問会社に対する期待は下がっている。しかも海外投資顧問会社が求める手数料が高いわりには、運用面で果たせる役割が限られている。現在 QDII ファンドを設定している運用会社のうち、三社が既に海外投資顧問会社との契約を解消した。易方達基金管理公司是設定当初から海外投資顧問会社と提携しなかった。今後、運用会社が海外の投資人材を自ら採用し、調査や投資能力が向上するにつれて、QDII ファンドの運用面における海外投資顧問会社の関与は更に低下していくだろう。

##### 2) 細分化するQDII商品

現在、QDII ファンドの商品構成は、アクティブ運用商品を中心とする設定当初の特徴を維持している。しかし、これまでの運用は、商品構成が投資能力や投資家のニーズに一致しておらず、成功したとはいえない。中国概念株への投資を主な強みとし、スタート段階においてグローバル投資能力に欠けているのが地場運用会社の現状である。一方、国際金融市場に対する理解が不十分ではあるが、海外への投資を通じ、投資のリスク分散を図りたいというのが個人投資家のニーズである。現段階では、国内の機関投資家はまだ QDII のアクティブ運用能力を持っていないようだ。商品構成と投資能力・投資家ニーズのミスマッチは今後 QDII 商品の方向性を決めていくだろう。

図表 7 主要 QDII ファンドの海外提携投資顧問会社

| ファンド名            | 運用会社                  | 海外提携先  | 前海外提携先                                     | 設定日        |
|------------------|-----------------------|--|--|------------|
| 華安国際配置           | 華安基金管理有限公司            |  |  | 2006/11/2  |
| 南方グローバル精選        | 南方基金管理有限公司            | Wellington Management Company (アメリカ)   |  | 2007/9/19  |
| 華夏グローバル精選        | 華夏基金管理有限公司            | T.Rowe Price Group   |  | 2007/10/9  |
| 嘉実海外中国株          | 嘉実基金管理有限公司            |  | ドイツ アセット マネジメント (2009年9月解約)                | 2007/10/12 |
| 上投モルガンアジア太平洋優勢   | 上投モルガン基金管理有限公司        | JF Asset Management Limited  |  | 2007/10/22 |
| 工銀クレディスイスグローバル配置 | 工銀クレディスイス基金管理<br>有限公司 |  | クレディスイス アセットマネジメント (2009年2月解約)             | 2008/2/14  |
| 華宝興業中国成長         | 華宝興業基金管理有限公司          |  | ソシエテ ジェネラル アセット マネ<br>ジメント(日本) (2010年2月解約) | 2008/5/7   |
| 銀華グローバルコア厳選      | 銀華基金管理有限公司            | Morgan Stanley Investment<br>Management Limited, SEI<br>Investments (Europe) Limited |  | 2008/5/26  |
| 海富通海外精選          | 海富通基金管理有限公司           | Fortis Investment Management&  |  | 2008/6/27  |
| 交銀環球精選           | 交銀シュローダー基金管<br>理有限公司  | Schroder Investment<br>Management  |  | 2008/8/22  |
| 易方達アジア精選         | 易方達基金管理有限公司           |  |  | 2010/1/21  |
| 招商グローバル資源        | 招商基金管理有限公司            | ING Group Investment<br>Management   |  | 2010/3/25  |

(出所) WIND より筆者作成

2009 年は中国国内の“インデックスファンド元年”であり、インデックスファンドが沢山登場し、投資家にポートフォリオの構築に当たり、より多くの選択肢を与えた(図表 8)。今後このような傾向が QDII ファンド分野に現れてくる可能性がある。インデックス連動型 QDII ファンド商品は次のような明確な優位性を持っている。(1) 海外投資顧問会社と提携する必要がないため、管理費用などのコストダウンが可能、(2) インデックス投資は投資タイミングを考える必要がないため、リスクが大幅に軽減される、(3) インデックス連動型ファンドの運用の特徴は、QDII ファンドの資産配分の意義を強化し、機関投資家の勧誘に役立ち、QDII ファンドの影響力の増大に寄与することである。経験のない個人投資家にとってもインデックスファンドであれば定時定額購入など比較的簡単な方法で、投資タイミングや銘柄選定リスクを回避できる。

図表 8 主要インデックス連動型 QDII ファンド

| 運用会社 | インデックス提供先         | 使用状況   |
|------|-------------------|--|
| 国泰   | ナスダックOMXグループ      | ナスダック100指数の独占使用  |
| 鵬華   | MSCI              | モルガンスタンレーアメリカ、欧州、アジア、極東、新興市場指数を含める<br>6本の指数の使用によるETF商品開発の許諾を取得 |
| 南方   | Standard & Poor's | S&P500指数   |
| 華夏   | 香港取引所             | ハンセン指数に連動するETFの開発  |
| 華宝興業 | 東証                | 東証コア30指数(TOPIXCore30)を連動するETF商品の独占的開発                          |

(出所) WIND より筆者作成

考えられるもう一つの方向性は、特定投資家向けの QDII 商品である。グローバルレベルで見ると、グローバル分散型ポートフォリオの構築はより多くの富裕層が求めているものである。富裕層は一般投資家と比べ多くの専門的な投資知識を持ち、より高い投資リスクを許容し、投資戦略をより理解しているため、QDII ファンドをより受け入れやすい。富裕層という特定投資家向けに QDII 商品を設定することは、運用会社の経営の差別化に寄与する。顧客のニーズに応じてグローバル金融市場にある多種多様の投資ツールを活用して、しかるべき商品を開発すべきである。

### 3) 現れはじめたQDIIによる分散化効果

QDII ファンドを解禁した主な理論的根拠は、グローバル市場を通じて最大限の投資分散化を実現し、単一国家市場のシステミックリスクを回避できる点にある。ところが、実際の運用がスタートして間もない頃、百年に一度のグローバル金融危機に遭遇し、その影響で、各市場間の相関が大幅に高まり、相場が同一方向に動く傾向が高かったため、QDII ファンドの分散効果は大いに損なわれた（図表 9）。しかし、金融危機によるマイナス影響の収束に伴い、各市場は次第に回復の過程に入り、市場間の相関も危機時と比べて大幅に低下しているため、投資家は、QDII ファンドを通じて各国・地域市場に分散投資すれば、リスクを抑えながら、利益を上げることができるだろう。

図表 9 主要市場間の株価指数の相関関係

| 危機段階(2008年9月~2009年7月) |      |      |      |         |      |       |      |      |      |
|-----------------------|------|------|------|---------|------|-------|------|------|------|
|                       | 中国   | 欧州   | アメリカ | ラテンアメリカ | 香港   | BRICs | 日本   | アジア  | 英国   |
| 中国                    | 1.00 | 0.24 | 0.12 | 0.25    | 0.55 | 0.41  | 0.33 | 0.48 | 0.22 |
| 欧州                    |      | 1.00 | 0.63 | 0.68    | 0.55 | 0.76  | 0.48 | 0.56 | 0.96 |
| アメリカ                  |      |      | 1.00 | 0.89    | 0.39 | 0.72  | 0.21 | 0.36 | 0.59 |
| ラテンアメリカ               |      |      |      | 1.00    | 0.50 | 0.86  | 0.29 | 0.49 | 0.65 |
| 香港                    |      |      |      |         | 1.00 | 0.79  | 0.67 | 0.91 | 0.51 |
| BRICs                 |      |      |      |         |      | 1.00  | 0.56 | 0.79 | 0.74 |
| 日本                    |      |      |      |         |      |       | 1.00 | 0.73 | 0.48 |
| アジア                   |      |      |      |         |      |       |      | 1.00 | 0.73 |
| 英国                    |      |      |      |         |      |       |      |      | 1.00 |
| 回復段階(2009年7月~2010年3月) |      |      |      |         |      |       |      |      |      |
|                       | 中国   | 欧州   | アメリカ | ラテンアメリカ | 香港   | BRICs | 日本   | アジア  | 英国   |
| 中国                    | 1.00 | 0.15 | 0.16 | 0.27    | 0.57 | 0.46  | 0.27 | 0.51 | 0.15 |
| 欧州                    |      | 1.00 | 0.72 | 0.65    | 0.28 | 0.66  | 0.13 | 0.30 | 0.95 |
| アメリカ                  |      |      | 1.00 | 0.84    | 0.25 | 0.70  | 0.05 | 0.23 | 0.69 |
| ラテンアメリカ               |      |      |      | 1.00    | 0.34 | 0.81  | 0.04 | 0.30 | 0.63 |
| 香港                    |      |      |      |         | 1.00 | 0.74  | 0.52 | 0.90 | 0.28 |
| BRICs                 |      |      |      |         |      | 1.00  | 0.29 | 0.69 | 0.66 |
| 日本                    |      |      |      |         |      |       | 1.00 | 0.58 | 0.10 |
| アジア                   |      |      |      |         |      |       |      | 1.00 | 0.58 |
| 英国                    |      |      |      |         |      |       |      |      | 1.00 |

(出所) WIND より筆者作成



#### 4) 人民元切上げ期待の緩和

金融危機がひとまず収まると、人民元の切上げに関する議論が再燃した。QDII ファンドの設定・販売は、資本流出を通じて、経常黒字がもたらしている切り上げ圧力をある程度相殺し、人民元の切上げ期待を和らげることができる。尤も、現在の発行規模では限られた相殺効果しか得られぬばかりでなく、切上げ期待の高まりで募集が困難になる現象さえ起こりうる。

### Ⅲ. 適格外国機関投資家（QFII）の発展状況に関する評価

#### 1. 中国のQFII制度の推移

発展段階から定義すれば、QFII 制度は資本取引が規制されていることを背景に、外資に国内資本市場を次第に開放していく経過措置だといえる。コントロール可能かつ漸進的な形で外資による株式市場への参入を認めることが制度導入当初の趣旨である。2003 年の中国証券監督管理委員会（CSRC）によるスイス銀行と野村への QFII 資格付与を皮切りに、2010 年 2 月末現在、合計 88 の外国銀行、証券会社／投資銀行、運用会社と SWF が資格を取得し、総運用枠は 170 億ドルを超えている（図表 10）。

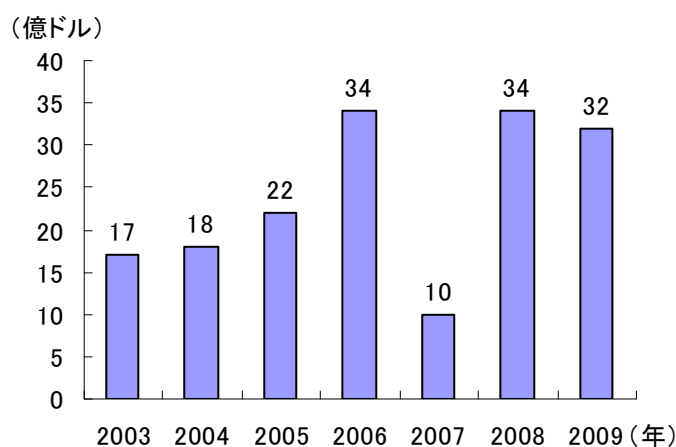
現在最大の QFII 運用枠を持つのは UBS（8 億ドル）である。早い段階で認定された QFII は平均運用枠が比較的大きく（3～5 億ドル）、しかもその多くが欧米の商業銀行及び証券会社であるのに対して、後発の QFII は運用枠が減り（1～2 億ドル）、国籍分布が多様化し、しかも長期投資家（例えば外資系運用会社）が中心となっている。

#### 2. QFIIによる中国A株市場への投資

現在 QFII は、A 株市場で主に以下三種類の運用モデルを採用している。

- 自己勘定取引モデル：グローバルポートフォリオの一部として、多くの海外年金基金、寄付基金などの機関投資家が QFII 枠を通じて A 株を対象に自己勘定取引を行う。
- 投資信託モデル：直接、海外の投資家に純粋な A 株ファンドを、あるいは A 株を含む中国

図表 10 QFII 運用枠の年間新規増加額



(出所) 外貨管理局資料より作成

関連ファンドを設定・販売する。純粋な A 株ファンドには A 株連動型仕組商品、中国株と中国関連ファンド、A 株 ETF などがある。また、A 株を含むファンドには、ヘッジファンド、グレーター・チャイナ関連ファンド、グローバル・テーマ別ファンドなどがある。

- 一部運用枠のリースモデル：QFII 運用枠を申請する金融機関には非常に厳しい資格要件が設けられているため、QFII 運用枠を保有する金融機関は取得した枠を他の機関に貸出して、リース料を得ることができる。

実際の効果を見ると、自己勘定取引モデルは、海外機関投資家が単独で中国国内金融市場に投資するニーズを満たすものであり、市場への影響力が限定的である。一部運用枠のリースモデルは、監督当局による QFII 取得要件を別の形で緩和し、より多くの海外投資家の市場参入を可能にしたものの、規制の回避につながる事が明らかで、監督当局のリスクコントロール及び QFII を通じて金融イノベーションを行うという本来の趣旨に反している。しかもこの現象は既に外貨管理局などの監督当局の知るところとなっているため、今後 QFII 枠の使用状況が厳格に監視されるものと予想され、恐らく持続可能な方法ではないと思われる。他の二つのモデルと比べて、投資信託モデルは監督当局の方針に最も一致しているもので、リスクをコントロールしつつ、海外投資家の範囲を拡大し、同時に彼らの金融イノベーション力を十分に発揮してもらえらる。

QFII 制度が導入されてから既に 7 年経った。この間は国内金融市場が急速に発展する段階でもあり、QFII が国内金融市場に与えた影響はどちらかという、以下のような「ナマズ効果 (Catfish effect)」に似ていると言える。

#### 1) バリューストック投資と安定投資を推奨する市場ムードの醸成

QFII が最初に導入された 2003 年前後、バリューストック投資の理念はまだ国内株式市場に十分に受け入れられていなかった。少なくとも短期的に見て、QFII の導入は、国内株式市場とファンド業界におけるバリューストック投資理念が普及するきっかけとなった。QFII は銘柄選択においていち早く顕著なモデル効果を見せ、バリューストック投資が次第に市場の主流になってから、QFII ポートフォリオの安定性は再度国内投資家に重要な示唆を与えた。CSRC が発行した「中国資本市場発展報告書」で示された 2007 年上海証券取引所の 1-3 月期と深圳証券取引所の 1-8 月期の投資家の銘柄保有期間に関するデータによると、長期保有銘柄の数が短期保有銘柄を上回ったのは QFII と全国社会保障基金だけであった。QFII の長期保有策は勿論ロックアップ期間の影響を受けてのやむを得ぬ一面もあるが、それよりも安定した投資スタイルが導いた結果だと思われる。A 株ファンドの保有期間の短期化が見られ、一部のファンドが短期的な利鞘稼ぎを繰り返す、株価の変動が増幅している現在、QFII の安定した投資スタイルは参考になるかもしれない。

#### 2) 金融イノベーションへの寄与とプライシングの効率性向上

QFII が導入された当初、クローズドエンド型ファンドが大幅なディスカウント状態で取り引きされていた。QFII はクローズドエンド型ファンドのオープンエンド型ファンドへの転換でかなりの収益を上げ、国内投資家にクローズドエンド型ファンドの独特な投資価値を認識させた。A50ETF も QFII によって A 株市場に導入された金融新商品である。QFII のチャンネルとドイツ銀行が発行した証券を通じて A 株指数と同じ動きを示すポートフォリオの構築が可能になった。これらのイノベーションは国内金融業の海外進出、市場開拓にヒントを与えた。例

例えば、現在国内のある運用会社は、クロスボーダーETFを開発する際、A50ETFの設計手法を参考にしている。

よりマクロ的な視点から分析すると、QFIIの発展は中国金融市場の開放をある程度促進したと言える。(1) QFIIを通じて海外投資家の中国国内市場への理解が深まった。ファンド設定や運用枠のリースは、海外投資家によるA株市場への直接投資を可能にしている。参加する投資家範囲の拡大は、世界における中国金融市場の影響力の強化と、将来の全面開放に向けた基盤固めにつながる。(2) QFII制度を次第に緩和していく監督当局の行動も、金融市場の対外開放に向けた決意と姿勢の現れである。QFIIは、海外市場に中国監督当局のシグナルを発信する窓口となっている。

### 3. QFIIの将来展望

2009年10月、監督当局は「適格外国機関投資家による国内証券投資に関する外貨管理規定」を公布し、以下4つの改善策を盛り込んだ。(1) QFII一社当りの運用枠の上限を8億ドルから10億ドルに引き上げた。(2) QFII運用機関による性質とタイプの異なる複数の資金口座の開設を認める。(3) 年金基金、寄付基金、オープンエンド型中国投資ファンドなど中長期投資の元本ロックアップ期間を三ヶ月に短縮。(4) オープンエンド型中国投資ファンドに関する管理原則を改訂し、口座開設、ロックアップ期間の管理、為替取引、申込みや解約などの面において便宜を図る。監督当局によるQFII管理規定の見直しによってQFIIの将来の方向性が示された。

まず、一社当りの運用枠上限の引き上げから、QFIIが今後極めて大きなポテンシャルを秘めていることが読み取れる。2008年12月現在、合計243社のH株とレッドチップが香港で上場され、その時価総額は香港市場の55%に相当し、グレーター・チャイナ関連ファンド商品(QFIIを含む)の香港地域における販売シェアは2005年の6%から最近では30%に高まった。これらの数字は中国資本市場の金融商品への外資の投資意欲が増しつつあることを物語っている。QFIIは外国投資家がA株市場に直接投資できる限られたチャンネルである。資本取引の本格的な自由化が行われていない中で、QFIIの規模も市場の発展と共に拡大していくだろう。

また、オープンエンド型中国投資ファンドの関連規定を明確にすることはその発展を大いに促す。前述の分析でわかるように、投資信託モデルは監督当局の要求に最も適合する運用モデルである。今回のQFII管理規定の改定により、オープンエンド型中国投資ファンドを促進するという政策の方向性がはっきりと示された。

さらに、QFIIに対する規制は段階的に緩和されるだろう。QFII制度を導入した際、国内機関投資家の規模が小さかったため、監督当局は外資がもたらすリスクをコントロールし、株式市場が過大な影響を受けないように、運用枠、保有期間、投資商品などの面において多くの制限をかけた。市場の大幅な上昇と下落を経験した後、国内機関投資家は大きく成長し、運用手法も成熟してきた。これを背景に、新しいQFII管理規定の公布は、QFIIに対する制限を緩和した。今後人民元の国際化の加速に伴い、これらの制限は市場の成熟度に応じて次第に撤廃され、最終的にQFIIが内国民待遇を付与され、資本取引の自由化が実現されるだろう。

最後に、海外投資家が運用するQFIIを大いに発展させるのと同時に、国内金融機関も海外進出に伴って、積極的にQFII運用枠を取得して、地場市場を熟知している優位性を生かして本土市場に投資しようとしている。現在多くの証券会社と運用会社は既に香港で子会社を設立している。これらの子会社は海外で商品を販売するとき、中国概念株を売り物としている。もし彼らが

QFII の資格を取得し、これを通じて A 株を投資対象とする商品を提供できれば、運用面における優位性を最大限に発揮でき、海外市場における競争力が高まるだろう。

(本稿の起草段階における楊思樂氏と王超氏からの協力を表す。但し、全ての文責は作者自身にある。)

### 著者紹介

巴 曙松 (Ba Shusong)

国務院発展研究センター金融研究所 副所長

1999 年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総経理補、中国証券業協会発展戦略委員会主任などを歴任。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。

- ・国務院発展研究センター (DRC) は国務院直屬事業単位で、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、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、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。