

市場開放が進む中国公募投信市場について

- I. はじめに
- II. 中国資産運用ビジネスの全体像
- III. 公募投信市場の魅力
- IV. 公募投信市場への参入機会及び留意点
- V. 終わりに

アセットマネジメント事業部 グローバルアライアンス戦略室 海外事業推進グループ
調査役 周 東平
調査役 王 雪松

I. はじめに

21世紀に入り、経済成長を背景に中国金融市場は飛躍的な成長を遂げてきた。株式市場、債券市場の時価総額はいずれも1,000兆円を超え、世界第2位の規模を誇る証券市場へと成長している。公募投信¹、銀行理財²をはじめとする資産運用業界も年20%以上の成長率を維持しながら、総額1,700兆円を超える規模へと成長した。今後も1,500兆円規模のGDP、年5%以上の経済成長率、14億人の消費市場を支えに、中国資産運用業界の更なる成長が期待されている。

この巨大市場が持つ潜在的なビジネス機会は、グローバル金融資本(以下外資)にとって大変魅力的であろう。2001年に中国がWTOに加入して以降、その金融市場の扉は世界に向けて開かれており、様々な規制を受けながらも、外資は着実に参入している。公募投信市場においては、2002年にオランダのINGグループが中国招商銀行との共同出資により招商基金管理有限公司を設立したことを皮切りに、2019年末時点で、JPモルガン、クレディスイスをはじめとする44社が参入している。しかし、参入社数は拡大しているものの、中国金融市場の規模からみれば、外資が占める割合はまだ限定的なものに過ぎない。中国の政治リスク、規制リスクに躊躇する投資家は依然として少なくないと思われる。30年で大きく成長した中国金融市場が次の飛躍を遂げるためには、金融市場の扉をさらに開く必要があるかもしれない。2016年以降中国当局は段階的に各金融領域への参入比率制限を緩和し、2020年

¹ 中国の公募投信は、公募基金と呼ばれており、広く一般に投資家を募集するファンドを意味する。また、その運用管理を担う資産運用会社を基金管理有限公司という。

² 銀行理財とは、中国の商業銀行が組成・販売する集団投資スキームの資産運用商品である。商品設計上欠陥があり、シャドー・バンキング(影の銀行)を助長したとの指摘もあり、中国当局から銀行理財子会社(資産運用子会社)の設立によるルール化が進められている。

にほぼすべての領域の外資への100%参入を認め、市場開放を拡大させた。こうした環境の中で、外資の参入は加速し、特に公募投信業界には明らかな変化がみられている。

本稿では、先ずⅡ章で中国資産運用ビジネスの全体像、規制緩和の状況を概観し、Ⅲ章以降では高い成長性が期待される公募投信市場にフォーカスしたい。そのうえで、弊社の中国公募投信業界での10年間の実務経験を踏まえた、中国資産運用ビジネス、特に公募投信業界の投資機会及び参入する際の留意点について共有したい。

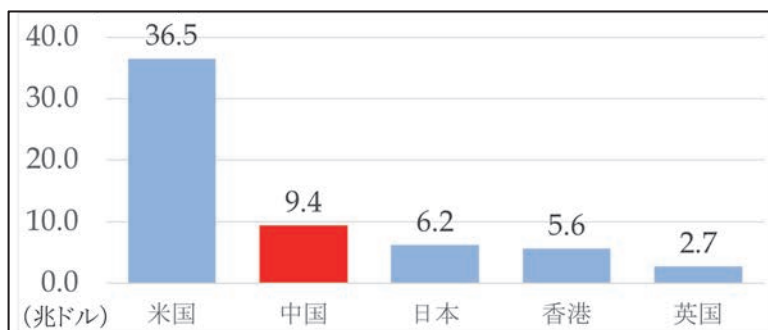
Ⅱ. 中国資産運用ビジネスの全体像

中国における資産運用ビジネスの成長には、その主な運用対象となる株式、債券を中心とする証券市場の発展が欠かせない。本章では、資産運用の基盤である証券市場の概況を解説した後に、資産運用ビジネスの全体像について簡単に触れる。

1. 株式市場の概況

中国の株式市場は、上海と深センに証券取引所が設置され、2020年9月末時点で4,000社以上の企業が上場している。時価総額は9.4兆ドル(約1,000兆円)を超えており、日本(約650兆円)を抜いて世界第2位の規模となっている。

図表1：世界主要国株式市場の時価総額



出所：Bloomberg データより三菱UFJ信託銀行作成

中国の株式市場は市場規模が大きく、急成長を見せている一方、日本の個人投資家にとってまだ馴染みがないのが実情であろう。図表2に示したとおり、日本の大企業に匹敵する規模と質を備えた数多くの優良企業が中国市場にも上場している。

図表 2 : 日中株式市場の上位銘柄の比較(単位: 兆円)

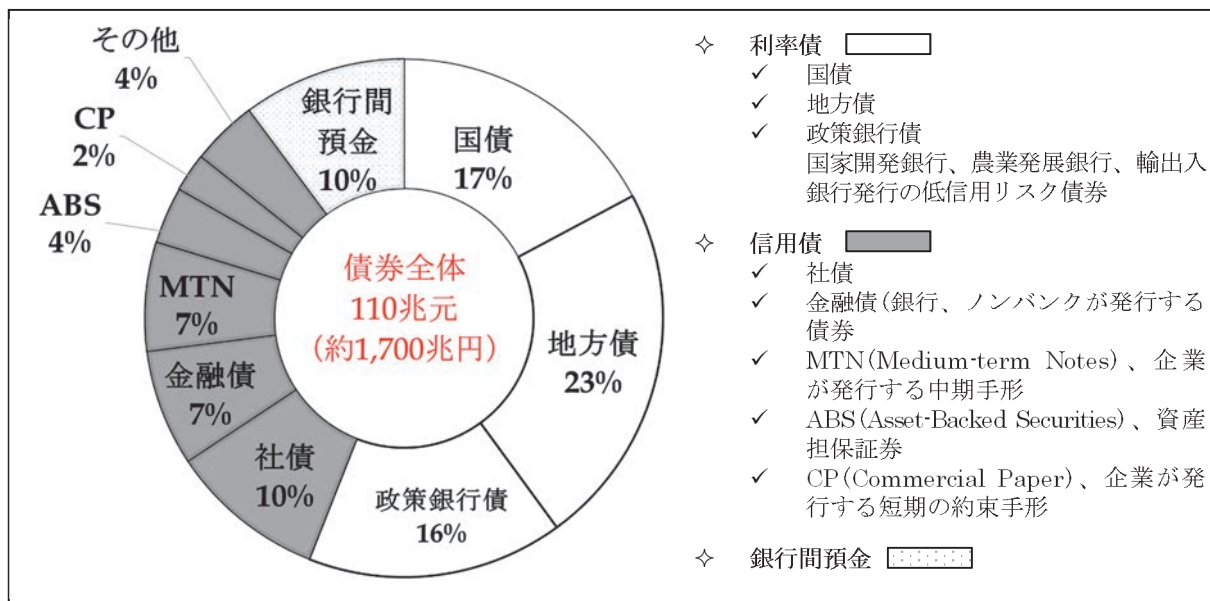
	中国					日本				
	銘柄	時価総額	年間売上高	ROE	PER	銘柄	時価総額	年間売上高	ROE	PER
①	貴州茅台(酒造メーカー)	33.0	1.3	34.8%	49.6	トヨタ自動車	23.0	29.9	7.5%	12.8
②	工商銀行	21.0	11.9	11.9%	6.1	ソフトバンク	14.0	6.2	-12.5%	-
③	農業銀行	16.0	9.6	11.4%	5.6	NTTドコモ	13.0	4.7	11.2%	21.3
④	中国人寿(生保)	14.0	11.1	12.9%	28.5	キーエンス	12.0	0.6	11.1%	64
⑤	中国平安(保険・金融グループ)	13.0	19.9	18.1%	12.1	ソニー	10.0	8.3	16.2%	14.6
⑥	招商銀行	12.0	4.1	16.3%	11.2	日本電子電話	9.0	11.9	9.1%	9.7
⑦	中国銀行	10.0	11.3	9.8%	6	中外製薬	8.0	0.8	22.4%	37.1
⑧	中国石油	10.0	38.2	-1.1%	-	任天堂	8.0	1.3	24.1%	19.3
⑨	海天味業(調味料メーカー)	8.0	0.3	37.9%	93.5	リクルート	7.0	2.4	14.5%	50.5
⑩	恒瑞医薬(製薬会社)	7.0	0.4	22.8%	81.1	ファーストリテイリング	7.0	2.0	9.5%	81.6

出所: Bloomberg データより三菱UFJ信託銀行作成
 時価総額は2020年9月時点データ、年間売上高、ROE、PERは2019決算データ。

2. 債券市場

中国債券市場の規模は2020年9月時点で110兆元(約1,700兆円)に達しており、米国(約4,500兆円)に次いで世界第2位の債券市場となっている(注: 3位は日本で、約1,300兆円)。1997年に債券インターバンク市場が設立されて以来、当初10億元未満であった取引高は、2006年に10兆元、2010年に50兆元、2017年には100兆元を突破し、取引参加者も当初の数十社から24,000社以上に増加した。市場開放度合いの進展に伴い外国投資家の参加率も年々上昇しており、2019年12月末時点で、2,600社を超えてはいるが、保有残高は2.3兆元(約35兆円)と、中国市場全体のまだ2.0%強を占めるに過ぎない。

図表 3 : 中国債券市場の構成(2020年9月末)



出所: 中国人民銀行のデータより三菱UFJ信託銀行作成

世界的な金利低下の環境下で、中国債券の利回りは依然として魅力的である。10年国債金利でみた場合(図表4)、ゼロ近辺の日本や1%を下回った米国に対して、中国は3%台をキープしている。各主要格付機関からも高い評価を受けており、イールドハンティングのターゲットとして、外国投資家の更なる参入拡大余地があるのではないだろうか。

図表4：中日米の10年国債金利の推移



出所：Bloomberg データより三菱UFJ信託銀行作成

3. 資産運用ビジネスの概況

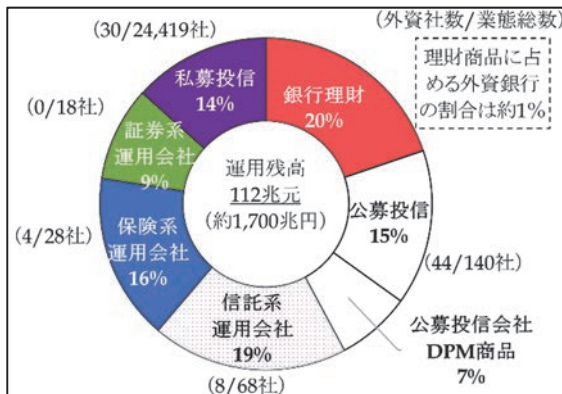
公募投信、私募投信、銀行理財に加え、証券・保険・信託系の運用商品³から構成される中国資産運用市場は、2020年6月末時点で規模は112兆元(約1,700兆円)に上っている。2011年から2020年上半期まで年率26%で成長し、世界の資産運用市場において、最も成長が速い国の一つである。特に2017年までは年率40%の高い成長が続いていたが、2018年4月に施行された「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」により、元本保証、器貸⁴等の資産運用の本流から乖離した運用ツールは禁止となり、これによって規模を伸ばしてきた証券系資産運用、DPM⁵商品及び銀行理財の成長は減速した。一方、元々規制が厳格で、透明性が高い公募投信市場は2018年以降も年率17%と引き続き堅調な成長をキープしている。

³ 株式、債券等の伝統資産を対象とする私募運用商品、プロジェクトのキャッシュフロー・売掛債権等を原資産とする信託受益権商品等。

⁴ 器貸とは、資産運用会社が委託者の規制回避ニーズに合わせて信託商品を組成・提供し、実際の運用指図を委託者自身に任せることにより、低い管理報酬を徴収するスキームである。

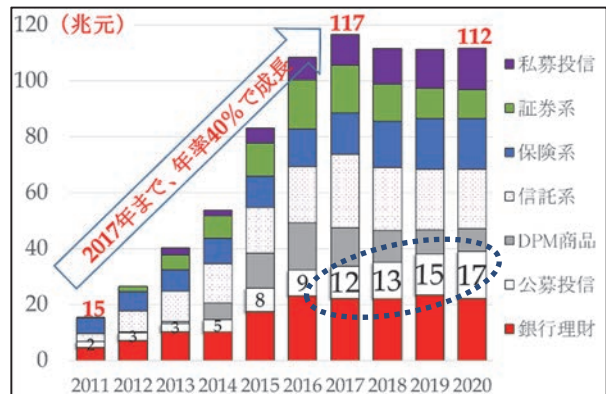
⁵ DPM商品とは、Dedicated Portfolio Managementの略語で、中国語では「専戸」といい、公募投信会社が行う私募運用の手法である。中国の公募投信会社は、公募投信を運用するとともに、本体、または子会社設立によってDPM商品の運用が可能となっている。

図表5：中国資産運用業界の全体像



出所：中国証券投資基金業協会データ(2020年6月末)より三菱UFJ信託銀行作成

図表6：中国資産運用業界の残高推移



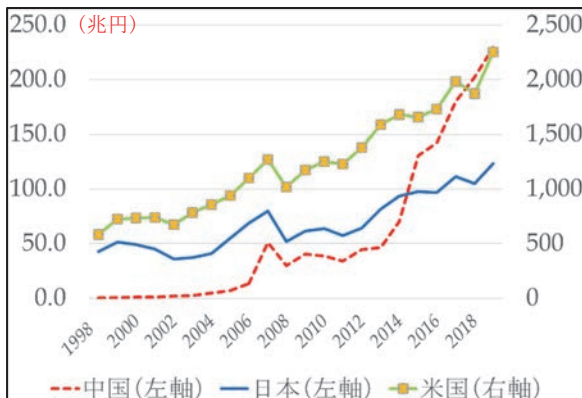
出所：中国証券投資基金業協会、申万宏源研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

III. 公募投信市場の魅力

1. 公募投信市場の概況

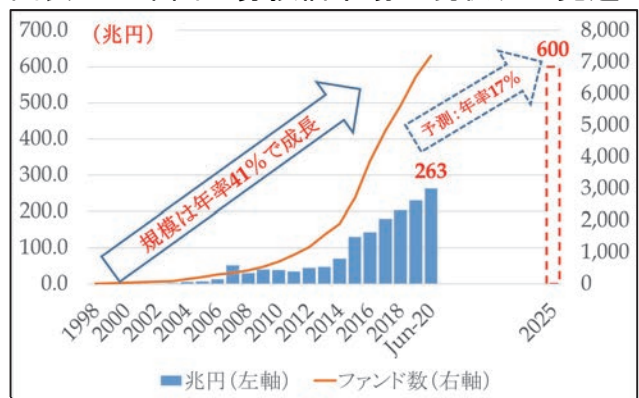
中国初の公募投信が誕生したのは1998年のことであり、1940～50年代の米国や日本と比べると歴史の浅いマーケットである。しかしながら、この20年で急速な成長を見せ、2014年に日本を上回り世界第2位の規模まで成長した。2020年6月末時点で、運用総額は16.9兆円(約260兆円)であり、中国大手コンサル会社の予測では、今後も年率17%の成長を維持、2025年には現在の日本の約5倍に相当する600兆円になる見込みである。

図表7：中日米公募投信残高の推移



出所：中国証券投資基金業協会、ICI(米国投資信託協会)日本投資信託協会データより三菱UFJ信託銀行作成

図表8：中国公募投信市場の現状及び見通し



出所：中国証券投資基金業協会ほか、三菱UFJ信託銀行作成

2. 公募投信市場の成長を支える要素

(1) 中国個人金融資産の増加及び運用商品へのシフト

経済成長に伴い、中国の個人金融資産は増えている。大手調査会社である申万宏源研究所の調査によると、2013年から中国の個人金融資産規模は年率14%で成長し、2018年末時点

で147兆元(約2,200兆円)となっている。資産構成は預貯金から運用商品へシフトする傾向がみられる(図表9)。

また、中国の個人総資産は2018年末に357兆元(約5,500兆円)であり、そのうち6割が不動産を中心とする非金融資産が占める。その一方で、当局の不動産投機抑制方針等を背景として、今後は不動産から金融資産へのシフトが予想される。不動産から金融資産、金融資産のなかで預貯金から運用商品へのシフトが、公募投信市場の成長を支えていくものと思われる。

図表9：中国個人金融資産の概況(兆円)



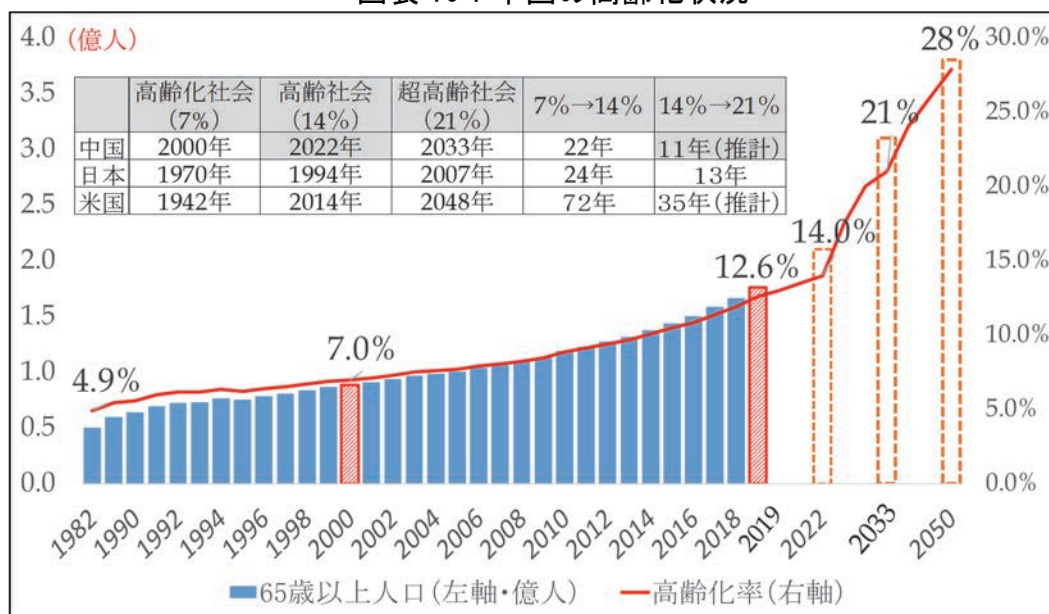
出所：申万宏源研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

(2) 中国における高齢化の進行及び年金市場の成長

中国では、1979年に「一人っ子政策」が施行されて出生率が低下したことにより、少子高齢化が急速に進展している(図表10)。65歳以上人口が総人口に占める比率である高齢化率は、2000年に7%を超え、高齢化社会へ突入した。2019年末に同比率は12.6%に達しており、65歳以上の高齢者人口は1.8億人以上と日本の総人口を上回る規模となっている。また、中国政府機関である中国発展基金会の予測では、高齢化率は2022年に14%(国際基準の高齢社会)、2033年には21%(超高齢社会)になる見込みであり、世界に類を見ないスピードと規模で高齢化が進行している。

また、中国の高齢化社会の現状を象徴する「4・2・1社会」という言葉がある。これは、労働力人口に含まれる「一人っ子夫婦二人(真ん中の2)」で、「お互いの両親(左の4)」及「子供＝一人っ子(右の1)」を扶養しなければならないことを意味している。中国は、元来は儒教的な思想の下、親の老後の面倒は子供が見るものという考え方が一般的であったが、こうした人口構造の変化に伴い、近年では社会保障による高齢者への福祉の重要性が強く認識されたこともあって、公的年金、企業年金等を中心とする中国年金市場は大きく成長してきた(図表11)。

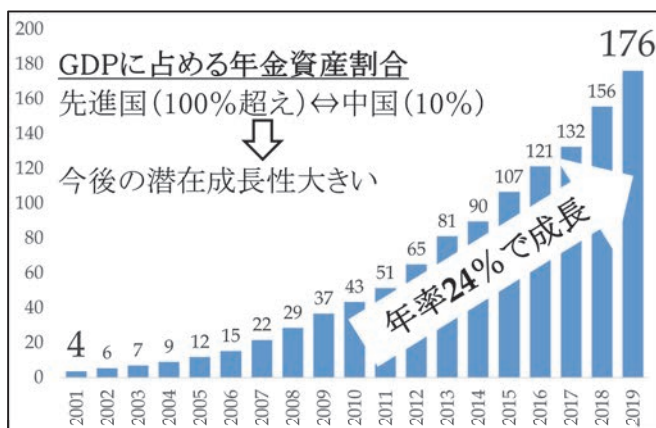
図表 10：中国の高齢化状況



出所：中国統計局、中国発展基金会データより三菱 UFJ 信託銀行作成

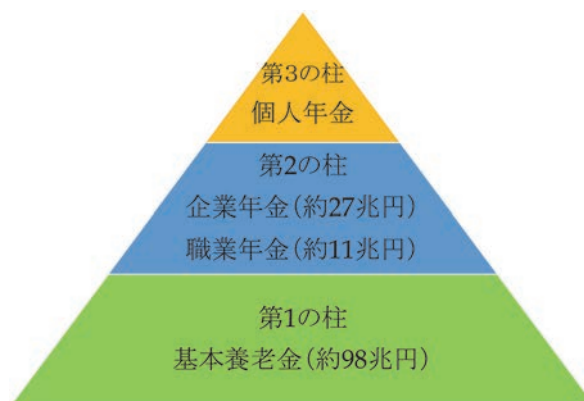
中国の年金制度は、基本養老金(公的年金)という第1の柱、企業年金・職業年金(公共部門職員向けの年金)という第2の柱、個人年金(個人向け年金型商品)という第3の柱で構成されている(図表 12)。このほかに、年金を含む将来の社会保険基金の財源不足に備えて、全国社会保障基金(社保基金)が2002年に政府によって設立されている。2019年末の基金残高は2.6兆元(約41兆円)となっており、国有株売却収入等の政府拠出と運用収益が主な財源となっている。

図表 11：中国年金市場の現状(兆円)



出所：中国興行証券データより三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 12：中国の年金制度

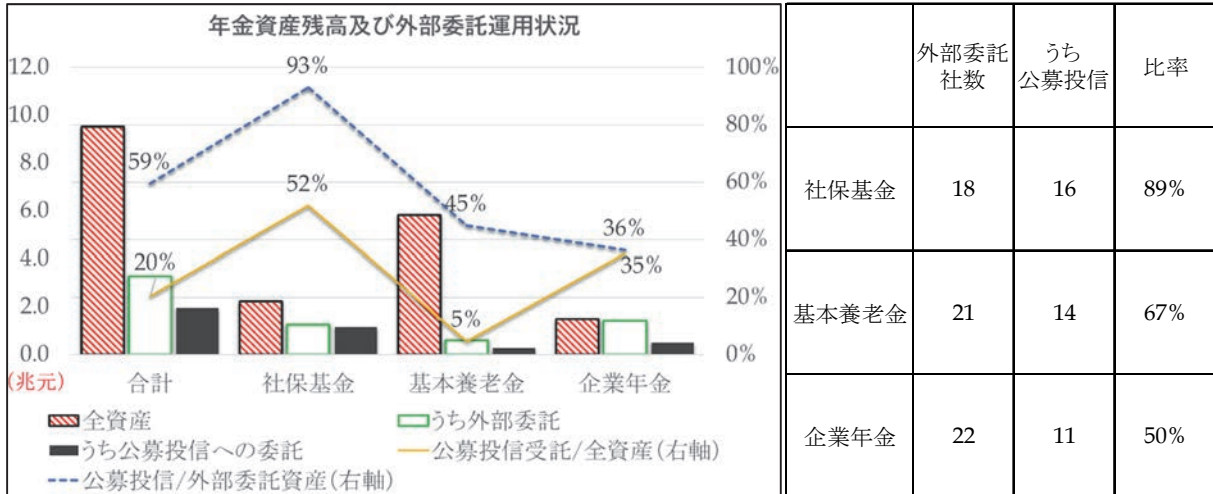


出所：中国証券投資基金業協会データより三菱 UFJ 信託銀行作成(残高は2019年末)

中国の年金運用では、外部委託運用率は金額ベースで34%と低い状況であるが、図表 13に示すとおり、公募投信会社がその主な担い手となっており、外部委託運用全体の59%を獲得している。

カテゴリ別にみた場合、残高ベースでは社保基金外部委託部分の9割を占める一方、最も規模が大きい基本養老金分野と成長性が高い企業年金分野においては、現状5割を下回っている状況である。社数ベースでは、社保基金89%、基本養老金67%、企業年金50%を占めている。今後期待される年金市場の中長期的な成長及び外部委託比率の向上は、公募投信市場の成長を大きく支えていくと考えられる。

図表 13：公募投信会社の年金資産受託状況



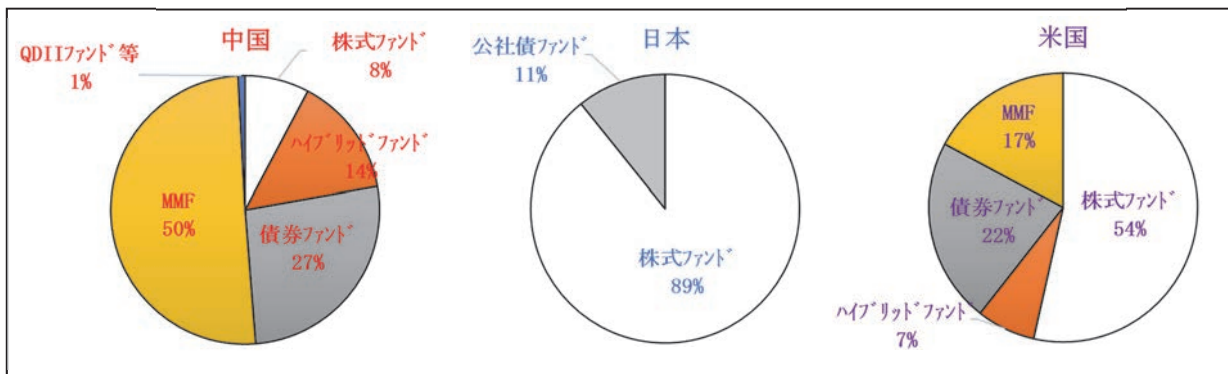
出所：中国証券投資基金業協会データ(2018年末)より三菱UFJ信託銀行作成

(3) 株式市場の健全な成長

① 機関投資家の運用の変化

中国の公募投信は、図表 14 に示したとおり、5つのタイプのファンドから構成されている。日本や米国等の成熟した市場と比較した場合、中国公募投信商品全体に占める株式ファンドのウェイトが低いことがわかる。これは中国株式市場の特性に由来したものと考えられる。

図表 14：中日米の公募投信の商品構成の比較(2019年末)



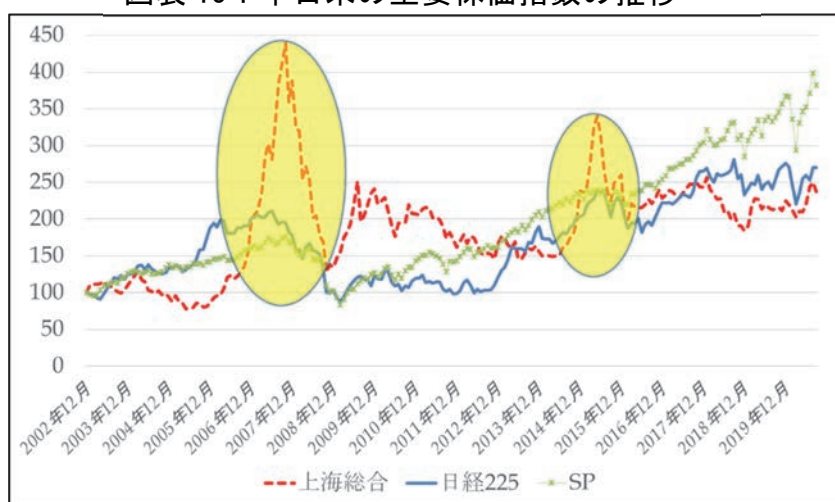
出所：中国証券投資基金業協会、ICI(米国投資信託協会)、日本投資信託協会データより三菱UFJ信託銀行作成

⁶ ①株式ファンド、②債券ファンド、③ハイブリッドファンド(株式と債券をミックスしたもの)、④マネー・マーケット・ファンド(MMF)、⑤QDIIファンド(当局から認められた適格国内機関投資家の資格をもって、海外へ投資できるファンド)。

中国の株式市場は中短期的にボラティリティが高く、長期的には年率約5%程度で上昇しているものの、経済成長率(2002年 - 2019年平均9%)を大きく下回っている(図表15)。その主な理由としては一般的に、中国の株式市場では個人投資家がメインプレイヤーとなっており、専門的かつ長期志向の投資ができていないことが挙げられる。それに加えて、機関投資家である公募投信会社もプロの長期投資家として果たすべき市場安定剤の役割を十分発揮できていなかったこともボラティリティが高くなる要因の一つとなっているだろう。

公募投信のファンドマネージャーに対する評価期間が短く(基本1年基準)、単年度のパフォーマンス目標を達成するために、ファンドマネージャーも短期的な市場トレンドに追随してしまう傾向があった。

図表15：中日米の主要株価指数の推移



出所: Bloomberg データより三菱UFJ信託銀行作成(2002年12月末を100とする)

しかし、近年この課題は改善方向に向かっている。長期目線で運用する年金ファンド、中長期の定期オープンエンドファンド(3年、5年ごとに解約可能)の増加に伴い、より長期でファンドマネージャーを評価すべきとの声が高まっている。また、一般のアクティブファンドについても、長期投資理念の徹底、中長期スパンで投資家への収益還元による規模拡大を目指す公募投信会社は増えてきている。具体的には、単年であったマネージャーの評価期間を3-5年と中長期の視点も取り入れる努力がされている。この運用理念が普及すれば、株式市場の更なる健全化、公募投信の規模拡大の好循環に繋がっていくと期待できる。

② 間接金融から直接金融へ

次は、資金調達市場におけるミスマッチングについてみてみたい。中国人民銀行の公表データによると、2019年実体経済の資金調達の内訳は銀行貸出16.88兆元(約250兆円)、債券3.24兆元(約50兆円)、株式0.35兆元(約5兆円)となっており、実体経済は銀行貸出に依存している状況になっていることが窺える。しかし、中国の銀行システムはリスクの低い大型国有企業や成熟した伝統産業を選好する傾向が強く、資金需要の高い中小企業、新興

企業は資金調達に苦勞する状況に置かれている。産業構造がニュー・エコノミー⁷へ転換しつつある中、直接金融、すなわち株式による資金調達手段の強化は喫緊の課題である。こうした状況を踏まえて、中国当局は様々な試みを行っている。2019年7月に中国版ナスダックと呼ばれる新興企業向け株式市場(科创板-The Science and Technology Innovation Board「STAR Market」)を上海証券取引所に開設した。25銘柄から取引を開始した同市場は、2020年7月22日時点、取引開始1年を迎えた日に、140銘柄、時価総額3.3兆元(約50兆円)まで成長した。新規取引市場の開設の他に、中国当局はIPO条件の緩和(認可制から届出制の試行)、M&A規制の見直し、取引停止・上場廃止ルールの厳格化等を通して、直接金融への誘導及び株式市場の健全な発展に向けた支援に取り組んでいる。

③ グローバル株式指数への組み入れ

最後に、株式市場の健全化に伴い、外資の中国株式市場への参加も活発となってきている。2018年6月に指数会社MSCIは初めて中国株を同社が運営しているMSCI新興国株指数に組み入れた。組み入れ比率は当初の中国株全体の5%から、三段階に分けて2019年11月に20%まで引き上げられており、中国株の同指数における割合も当初の0.8%から4.0%へ上昇した⁸。また、FTSEラッセル、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス等の世界の代表的な指数会社も相次いで中国株の組み入れを決めた。こうした動きを背景に年間数百億ドルの海外資金が中国株式に流入することとなったほか、海外の指数会社の厳しい組入条件は中国株式市場の健全性向上に寄与する事となり、量的、質的に中国株式市場の発展を支えていくものと考えられる。

IV. 公募投信市場への参入機会及び留意点

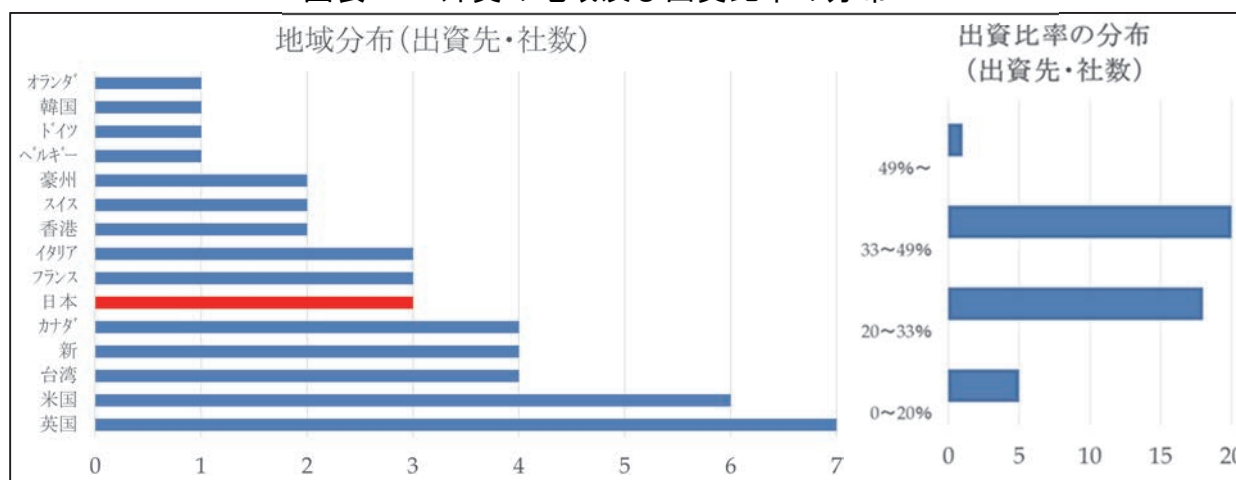
1. 外資の中国公募投信市場への進出状況

本稿の冒頭で述べたとおり、2002年以降外資は地元資本と組んで中国公募投信市場へ進出し、現在は44社の合弁公募投信会社が存在しており、うち英国と米国の投資家は約3割を占めている。日本からは三菱UFJ信託銀行、三井住友銀行及び日興アセットマネジメントの3社が進出している。しかし全体でも2019年末時点での出資比率が50%を超えたのはまだ1社のみである(図表16)。

⁷ 製造業等の伝統産業からハイテク技術を駆使したサービス業(フィンテック、医療、教育、レジャー等)へ変わる事。

⁸ ここで述べている中国株式は中国本土に上場している人民元建ての株式を意味し、海外市場で上場している中国企業の株式(米国上場のアリババ等)を入れた場合、中国系株式がMSCI新興国株式指数に占める割合は34%に達している。

図表 16：外資の地域及び出資比率の分布



出所：中国証券監督管理委員会データ(2019年末)より三菱UFJ信託銀行作成

図表 17 では、外国資本が入る公募投信会社の運用残高 (AuM : Asset Under Management) 上位 10 社の状況を示している。これらの会社は概ね設立が早く、合弁相手は中国の大手金融グループ、外資自身はグローバルの大手金融機関といった優位性を持ち、公募投信市場全体において、より上位の番付を獲得している。また、全体で見た場合、第 1 分位 (1 - 35 位) 22 社、第 2 分位 (36 - 70 位) 12 社、第 3 分位 (71 - 105 位) 6 社、第 4 分位 (106 - 140 位) 4 社となっており、約 8 割の外資は上位 50%に入っていることがわかる。

図表 17：中国公募投信市場における外資運用残高上位 10 社の概況

AuM 順位	社名	設立日	外国株主	国	持分	AuM 全体順位	AuM(2019年末)	
							億元	兆円
1	工銀瑞信基金	2005年6月	Credit Suisse	スイス	20%	5	5,378	8.4
2	建信基金	2005年9月	Principal	米	25%	6	5,282	8.2
3	華夏基金	1998年6月	MACKENZIE FINANCIAL	米	14%	8	5,137	8.0
4	嘉実基金	1999年3月	Deutsche Bank G	ドイツ	30%	9	5,122	8.0
5	鵬華基金	1998年12月	Eurizon Capital	イタリア	49%	11	3,848	6.0
6	中銀基金	2004年8月	BlockRock	米	17%	12	3,818	5.9
7	平安基金	2011年1月	United Overseas Bank	シンガポール	18%	14	3,483	5.4
8	富国基金	1999年4月	Bank of Montreal	カナダ	28%	17	3,391	5.3
9	国泰基金	1998年3月	Generali Group	イタリア	30%	19	2,809	4.4
10	景順長城基金	2003年6月	Inveso	米	49%	20	2,415	3.8

出所：中国証券投資基金業協会データ(2019年末)より三菱UFJ信託銀行作成

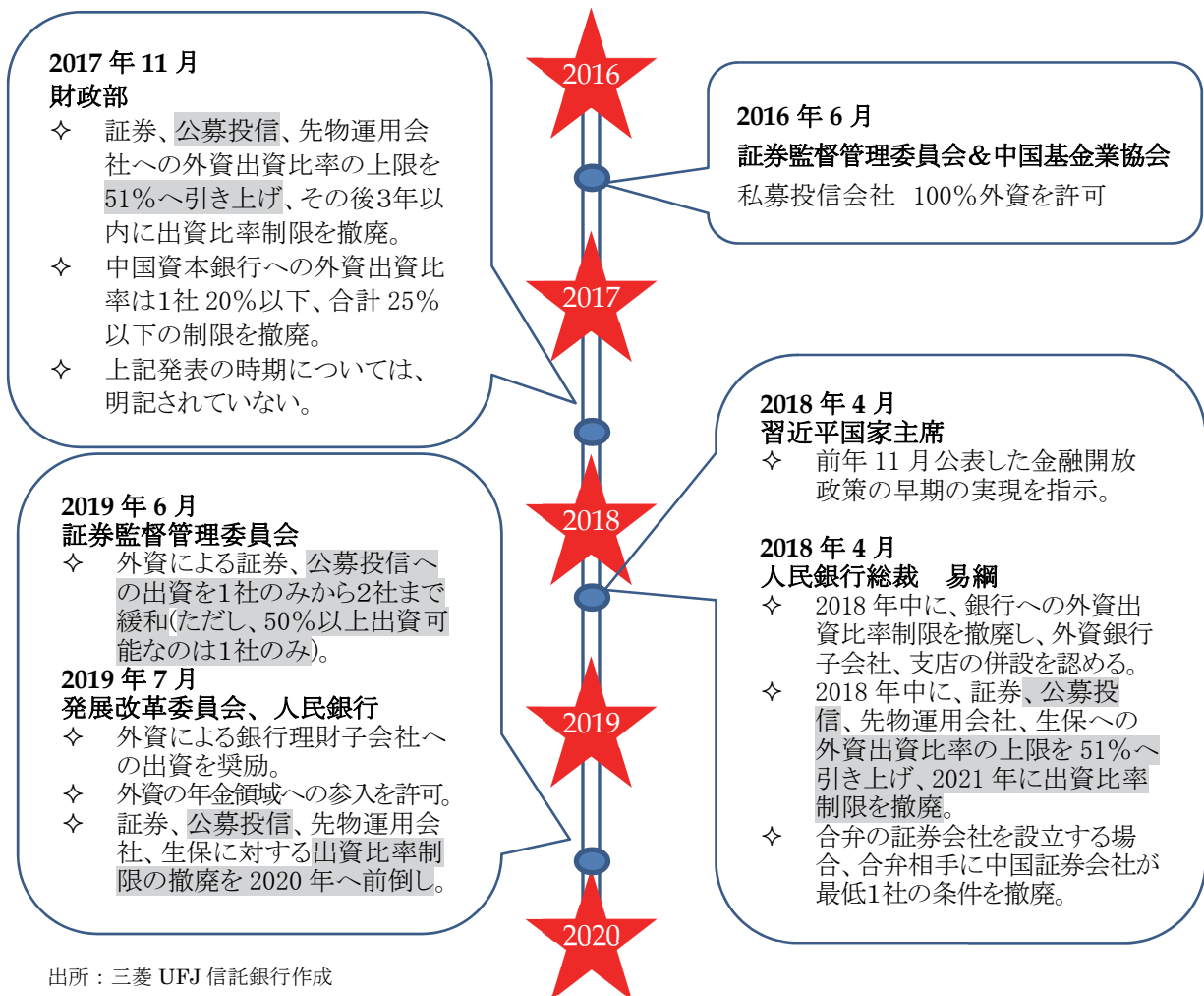
2. 加速する中国金融市場の開放

2001 年の WTO 加盟に伴い、中国は金融市場の段階的な開放を世界に約束した。中国にとって自国の金融市場を開放することは手放しで喜べることではなかったが、一方で海外の政府系基金、ミューチュアルファンド、銀行、保険及び年金機構等の機関投資家が持つ先進的な投資理念、豊富な運用経験は、草創期の中国金融市場の先進化・高度化にとって不可欠であることも事実であった。

開放の初期段階においては、脆弱な自国の資産運用会社を保護するために、当局は外資に各種の規制を課していた。その後、中国金融市場も経済成長に伴い次第に強くなり、外国資本とハンディなしで競争する力が付いてきた。今や世界最大の貿易国となり、世界の輸出入総額の10%以上を占めるまでの経済発展を実現した中国であるが、金融市場の開放は経済の開放度合いを遥かに下回っており、更なる開放が必要であった。

また、足元の反グローバル化、貿易保護主義が台頭する環境下、積極的に金融市場開放のシグナルを出すことは、WTO 公約の順守、世界市場における影響力の向上をアピールする絶好のチャンスでもあった。こうしたことを背景に2016年以降、中国当局は一気に金融開放を加速させた。

図表 18：近年来の主要金融緩和政策（影の部分には公募投信関連）



出所：三菱UFJ信託銀行作成

図表 19：主要金融領域の外資参入可能比率の変遷

金融機関	以前	2016	2017	2018	2019	2020
銀行	20%以下			100%		
保険	49%以下			51%		100%
証券	49%以下			51%		100%
公募投信	49%以下			51%		100%
私募投信	49%以下	100%				

出所：三菱UFJ信託銀行作成

3. 開放拡大に伴う公募投信市場における外資各社の動向

2016年から2020年の規制緩和を経て、中国の主要な金融領域に対し外資もほぼ100%の出資が可能となり、外資による中国金融市場への参入は徐々に増え始めた。公募投信領域においては、前述のとおり、2000年代初頭に外資の進出が始まり、2013年以降は40数社で横ばいとなっているが、外資の出資比率緩和・撤廃に伴って、第2波の外資参入が見込まれる。

そのような中、真っ先に動いたのは米国大手資産運用会社のJPモルガン社であった。同社は2004年に上海国際信託と共同出資で上投摩根基金管理有限公司を設立した。上投摩根社の資本金は2.5億元(約40億円)で、設立時のJPモルガン社の出資比率は33%であったことから、同社への出資額は0.8億元(約13億円)であったと推測できる(2005年に持分変更によりJPモルガン社比率は33%から49%へ上昇、譲渡価格は不明)。

2018年に公募投信会社の外資支配(51%までの出資が可能)が認められたことを受けて、まずは2019年に上海国際信託から2.4億元(約36億円)で2%の持分を取得し、中国初の外資が過半を支配する公募投信会社を誕生させた。さらに、2020年の100%外資解禁を受けて、70億元(約1,000億円)を払って上海国際信託から残る49%の持分を取得することにより、中国初の100%外資支配の公募投信会社を目指している。

しかし、初の外資100%の公募投信会社設立を実現したのはJPモルガンではなく、世界最大の資産運用会社のブラックロックであった。2020年8月21日中国規制当局である中国証券監督管理委員会のホームページに貝莱德基金管理有限(ブラックロック公募投信)の設立認可が公表された。公表データによると、同社の設立資本金は3億元、日本円で約45億円とされている。JPモルガンに比べれば、ブラックロックは少額の資本で100%外資の公募投信会社を手に入れることができたが、全くのゼロからの立ち上げとなるなか、順調に運用残高を積み上げて業界上位に食い込めることができるのか、今後の行方に注目したい。

上記のほかに、フィデリティ、ニューバーガーバーマン、アライアンス・バーンスタイン等の大手資産運用会社も相次いで100%外資の公募投信会社の設立申請を中国当局へ提出している。また、これまで中国の資産運用業界において未参入であった世界最大手資産運用会社の1社であるバンガード(Vanguard)社が、今年4月にEコマース大手アリババ傘下のアント・グループと共同でオンライン専門の投資顧問会社を設立し、公募投信商品の評価、推奨サービスを提供しており、9月には100%外資の公募投信会社を設立する計画があること

が中国メディアに報道されている。さらに、世界最大級の債券運用会社であるピムコ(PIMCO)、世界最大のヘッジファンドであるブリッジウォーター(Bridge Water)は100%外資の私募投信会社を申請・設立し、将来は市況に応じて公募投信ライセンスを取得する可能性もあるとみられている。中国資産運用市場のさらなる成長の機会を見据えて、外資の参入は一層加速するだろう。

4. 外国投資家にとっての機会・留意点

ここまでは中国公募投信市場の魅力について解説してきたが、その市場が海外の機関投資家にとってどのような意味合いがあるのかについて触れてみたい。

(1) 中国公募投信市場への参加機会について

① 公募投信会社への出資機会

前述したとおり、中国公募投信市場はすでに世界第2位の規模を持つ巨大市場へと成長し、今後も個人金融資産の増加や高齢化に伴う年金資産増加を要因として、継続的に伸びていくと思われる。またブラックロック、バンガード等の世界の大手資産運用会社による100%子会社設立を受けて、同市場の健全性、グローバル化はますます進展すると思われる。

参入する外資にとっては、この巨大市場でのアセットマネジメントサービスの提供を通じて、中国公募投信市場の成長の果実を享受することが期待できる。特に、これまでは出資比率が49%以下に規制されていたため、外資としての持ち味を十分に出すことはできていなかった。今般の規制緩和により、外資による中国の公募投信会社のコントロールの自由度が増したことから、外資の持つ経験、ノウハウ及び先進的な運用手法を中国に導入し、現地文化とうまく融合しながら、長期にわたって持続可能な成長を狙うことができるものと考えられる。

② 公募ファンドへの投資の機会

公募投信会社への資本参加だけが成長する公募投信市場から果実を得るための手段という訳ではない。他の選択肢として QFII・RQFII⁹等の投資資格を利用して中国の公募ファンドに投資することも可能である。

モーニングスター社のデータによると、2020年9月時点、投資先をアジアとしている日本の公募投信のうち、中国株式の組み入れ額は約3,000億円、中国債券の組み入れ額は約200億円で、中国市場全体からみれば0.01%程度に過ぎない。低金利環境下で新たな収益源を開拓しなければならないなか、今後日本の機関投資家が長年にわたって培ってきたファンド選別能力を生かして、中国公募投信ファンドを組み入れたファンド・オブ・ファンズ等の形で日本の個人投資家向けに商品を提供することも考えられる。

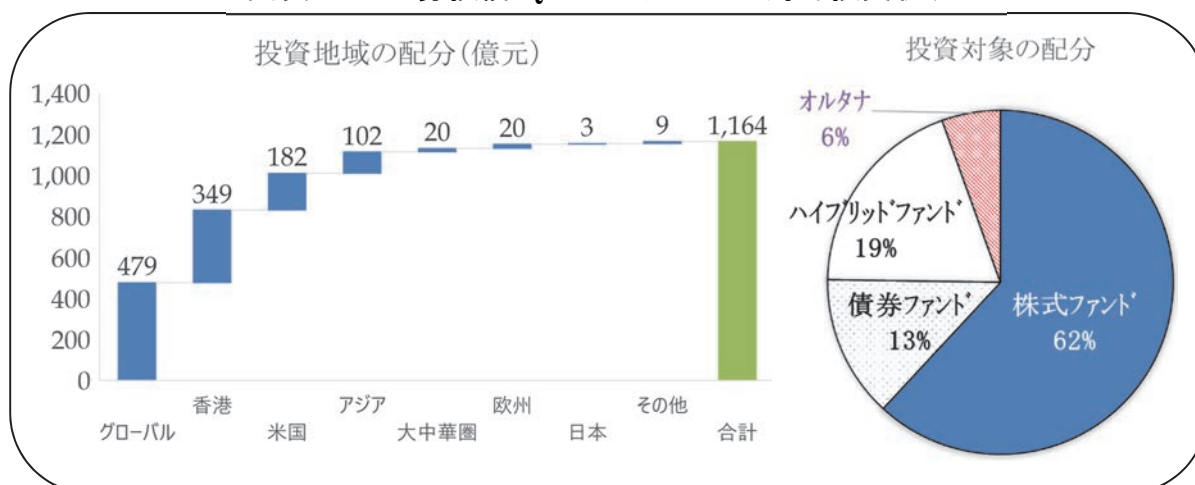
⁹ QFIIはQualified Domestic Institutional Investor、RQFIIはRenminbi Qualified Foreign Institutional Investorの略語で、適格外国機関投資家資格と呼ばれ、中国当局に認められている海外から中国証券市場へ投資できる資格である。

③ 中国市場での自社商品拡販の機会

中国金融市場の開放は双方向の開放であり、外国の投資家に中国金融市場にアクセスする手段を提供するとともに、中国の投資家がグローバル市場へアクセスする手段も提供している。

2006年にはQDII資格が創設され、一定条件を満たす中国本土の投資家に中国外の証券への投資が認められた。2020年9月時点では、銀行、保険、証券及び公募投信会社157社に、合計1,073億ドル(約11兆円)の海外投資枠が付与されている。規模的には決して大きいとはいえないが、2014年に2兆円程度しかなかった状況を考えれば海外投資のニーズは急速に拡大しているものと推察できる。また、公募投信会社に限れば41社がQDII資格を取得しており、合計375億ドル(約4兆円)の投資枠を保有している。図表20は2020年9月末時点の公募投信QDIIファンドの海外への投資状況を示している。金額ベースでは1,164億元(約1.8兆円)であり、付与された枠の半分しか使用されていない状況となっている。投資対象地域はグローバル、香港と米国が中心となっており、投資対象は株式が6割以上を占めている。日本については、日中ETFコネクティビティ¹⁰のパッシブファンド4本の他に、上投摩根基金(JPモルガン出資)が運用する日本株アクティブファンドが1本あり、合計5ファンドで金額は3億元程度(約50億円)に留まっている。裏を返せば、今後の拡大余地が大きいともいえ、中国当局による対外投資の更なる規制緩和を見据えて、中国の投資家に向けた自社商品の拡販の準備を進めるのが得策だろう。

図表20：公募投信QDIIファンドの海外投資状況



出所:中国証券投資基金業協会データ(2020年9月末)より三菱UFJ信託銀行作成

¹⁰ 2019年4月22日、日本取引所グループは、上海証券取引所との間で日中のアセットクラスを信託財産とするETFの上場を促進し、両国投資家の日中証券市場への投資機会を拡大するための環境整備として、日中ETFコネクティビティを構築した。当該スキームのために新たに割り当てられるQFII/RQFII、QDIIの投資枠を用いて、両取引所に上場する日中のアセットクラスを信託財産とするETFに投資を行うETFを相互に上場することで、両取引所のETF市場を双方のETFを介して相互に結び付ける仕組みである。三菱UFJ国際投信/華安基金、アセットマネジメントOne/南方基金、野村アセットマネジメント/華夏基金、日興アセットマネジメント/易方達基金の4組が第1弾の組成に参加している。

(2) 中国の公募投資市場へのアクセスの留意点

中国の公募投信市場には、業界の特徴、法規制及び商慣習等による中国特有の要因が多く存在する。ここでは、弊社の10年間の中国公募投信業界での実務経験を踏まえて、同市場にアクセスする場合の留意点について述べたい。

① リクイディティ(流動性)

中国の公募投信会社に出資する場合には様々な流動性問題に留意しなければならない。例えば現地資本と合弁企業を設立する場合、合弁契約において出資持分の売却制限が盛り込まれるケースが多々あることから、将来的に不要なトラブルが生じることのないよう、交渉段階からしっかり確認することが必要である。また当局から明示されているわけではないものの、一度出資した後に持分を手放してしまうと、再進出には3年程度の冷却期間が必要との暗黙のルールが適用される可能性があることから、退出の意思決定を行う場合には関連するエンティティや将来戦略等に対する影響を総合的に判断する必要がある。さらに、公募投信会社の持分を譲渡する際の買い手の発掘及び資産価値の評価(売却価格)に留意しなければならない。中国公募投信市場への進出にあたっては長期スパンで取り組むべきといえよう。

② ボラティリティ(変動性)

これまで説明したとおり、中国の株式市場はとても変動が激しいマーケットであり、その変動により出資先の経営状況、または投資先ファンドのパフォーマンスが急激に悪化することが考えられる。言うまでもなく投資の世界ではボラティリティ＝リスクであることを再認識し、出資またはファンド投資する前に、自身の投資スパン、リスク許容度を踏まえた決定をしなければならない。

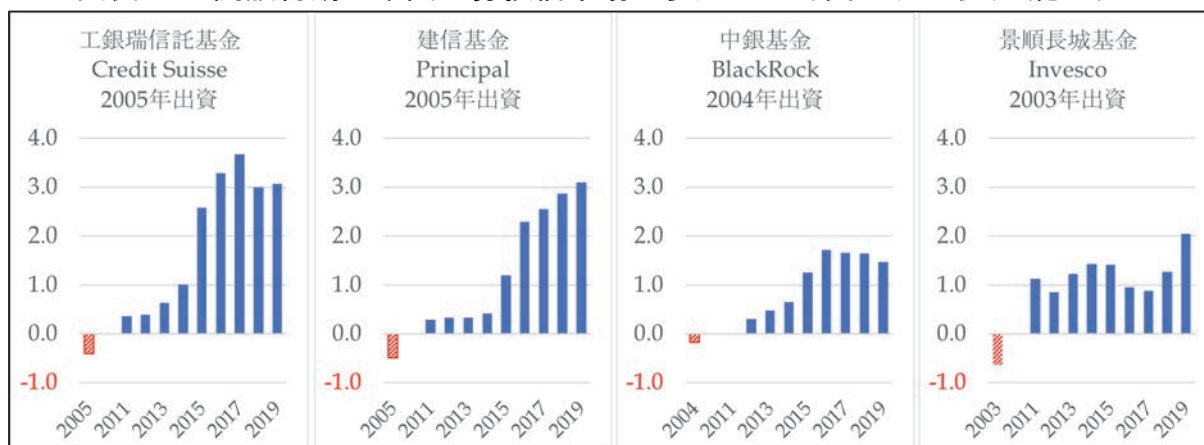
③ リスクプレミアム(先行者利益)

上記①、②ではリスクについて説明したが、次にリターンについて述べてみたい。2002年に中国公募投信市場への外資参入が認められてから、中国資本との共同出資により会社を新設、または譲渡により既存会社の持分を取得する等の手段を通じて、44社の外資が中国の公募投信市場に進出している。譲渡価格等の情報は一般的に開示されていないため、すべての外資が支払った価額に見合った果実を手に入れているのか、一概にはいえない。しかしながら市場開放の直後にいち早く参入した外資の多くは成功しているといえるだろう。図表21は、2003年から2005年まで第一陣の外資として中国公募投信市場へ参入した4社(Credit Suisse、Principal、BlackRock、Invesco)の収益状況を示している。いずれも当初0.5億元程度(約8億円)の資本金しか拠出していないが(公表の資本金及び出資率により推定)、現在は単年度でも出資額の数倍以上の持分収益を安定的に獲得できている。

中国公募投信市場に対しては、リスクを覚悟のうえで他社に先駆けていち早く参入した外資もあれば、一旦は様子見を決め込み、全体像が見えてきてから遅れて参入した外資もある。その点、比較的早い時期に市場へ参入した外資は、大きな先行者利益を得られたといえ

る。慎重な後発者を否定する意図はないが、成長の見込みが価格に織り込まれてからの参入となるため、のれんの支払い等で収益が圧迫されることは否定できない。

図表 21：開放初期に中国公募投信市場へ参入した外資の収益状況(億円)



出所:各社決算報告データより三菱UFJ信託銀行作成

注釈:マイナス(赤色)は推定出資額、プラス(青色)は各年度の持分収益
(データ取得可能な範囲で、2011年以降のみを表示)

V. 終わりに

中国の資産運用業界は、経済の発展に合わせて急速に拡大している。中でも、高齢化社会を支える年金資産運用や、拡大する個人金融資産の受け皿として公募投信市場の役割は重要性を増している。その公募投信ビジネスへ外資の参入を認められたのは約20年前であるが、それ以降の成長はまだ多くの規制に守られた中での拡大であった。その裏付けである高い経済成長は、今後はある程度の減速は免れないものの、先進各国に比べてもまだまだ高い成長ポテンシャルを備えた市場でもある。

この魅力的な市場における、ここ数年での外資参入を始めとした多くの規制緩和は、外資金融にとっては多くのビジネスチャンスをもたらすものであり、市場にとってはグローバル基準の運用商品の拡充、投資技術の浸透、長期視点で運用する投資家育成といった、成熟した市場へと成長するための大事な機会をもたらすと期待されている。

今後の成長過程では、伝統資産運用のレベルアップに止まらず、オルタナティブ投資の活用をはじめ、様々なフロンティア分野の開拓といった新しい領域への拡大ニーズも多くあると考えている。まだ成長の途に就いたばかりの中国資産運用市場への参入や投資が進むことが、グローバルな金融ビジネス界にとってもメリットとなり、ひいては世界経済への貢献につながる好循環となることも期待される。僅かではあるが本稿の情報がそのための参考となれば幸いである。

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 『中国資本市場変革』 肖剛(中国証券監督管理委員会 元主席) [2020]
- ・ 『21世紀における中国経済・金融市場の羅針盤』 EY グレーター・チャイナ/EY 新日本有限責任監査法人 [2020]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）