

新たな局面を迎えた中国資産運用会社への投資助言サービス

霍 昀

2007年のQDIIファンド（中国における国外投資ファンド）のブームは記憶に新しいが、数年の沈黙を経た2010年に再び拡大の兆しを見せている。当局の積極姿勢、および投資家のニーズの多様化を背景に、QDIIファンドに対する外資運用会社の投資助言は、より特化した内容へ変化している。

QDIIの承認を再加速する 中国金融当局

中国国内の機関投資家は、国外市場の証券に投資するに当たり、金融当局であるCSRC^{注1}から承認を受ける必要がある。事業内容や財務状況などの審査を経てCSRCに承認された機関投資家はQDII^{注2}と呼ばれ、2010年3月時点でその数は76にのぼる。投資家別に見ると、当初は銀行や保険会社が承認されたのに対し、近年は資産運用会社（以下、運用会社）がほとんどを占める。割当額^{注3}で見た運用会社の比率は62%

に達し、その額は400億ドルである。うち22本のQDIIファンド^{注4}が売買可能であり、うち半分の11ファンドは2009年11月以降の数カ月間のうちに承認された新しい「第2世代」のファンドである（図1）。

2008年の金融危機後、投資家のリスク投資意欲の減退が続くなか、これら第2世代に集まった額は時価5億ドル程度にとどまっているものの、業界関係者によると、既存の数に匹敵する20のファンドがQDIIファンドとしての承認を待っている状況とのことである。2010年後半に

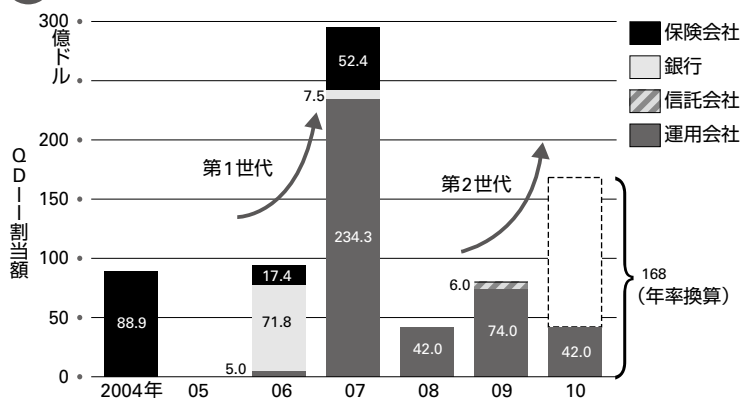
は、さらなるQDIIファンドの登場が目撃されることになるだろう。

第1世代：課題を抱えた 外資運用会社との提携関係

QDIIファンド黎明期の2006年末ごろ、国外投資の世界への進出を前に、経験を持たなかった中国運用会社は困難に直面した。多くの場合、自社へ資本参加しているJV（ジョイントベンチャー：共同企業体）のパートナーであった外資運用会社の助けを求めざるをえず、結果としてそれらパートナーのいくつかは、金融危機前に設定された第一世代のQDIIファンドに対する投資助言契約を獲得するに至った。なお、第1世代の11ファンド中6本は「中国テーマ型」の投資スタイルを採用している。これらは、投資ユニバースを香港市場の上場銘柄およびその他の国外市場に上場されている中国企業に限定したファンドで、自らの知見が及ぶ範囲に絞った出発であった。

しかし、両者の蜜月関係にも綻びが生じている。JVから発展した投資助言契約5件のうち、すでに3件が解消されている。破談の理由は複

図1 QDIIファンドの新たなブームの到来か



注1) 2010年は第1四半期の年率換算したもの
 2) 為替は1ドル=6.8人民幣元で換算
 出所) CSRCのデータをもとにNRIアメリカ作成

数にわたると考えられる。

①まず、投資期間に対する根本的な考えの不一致が挙げられる。中国の運用会社（および一般投資家）の投資スタイルはきわめて短期志向でトレンド追随型である一方、外資運用会社は一般に中長期の投資利益を追求する運用スタイルが一般的であり、銘柄選択で多大な軋轢と不信を生み出す要因となった。

②また、中国運用会社側は付随的なノウハウ（調査、投資にかかわる技能や情報システムの知識の吸収）を提携に期待したが、推奨情報以外の交流が満足できる水準ではなかったとの声がある。

③さらに、一部大手（ICBCCS⁵など）は、欧米運用会社での勤務経験を積んだ人材を確保し、外部に頼らずに済むインハウス機能を着実に拡充している^{注6}。

齟齬をきたした投資助言、そして金融危機の発生を受け、CSRCは2008年8月にQDIIの承認を一旦停止し、第1世代のブームは終焉に至った。

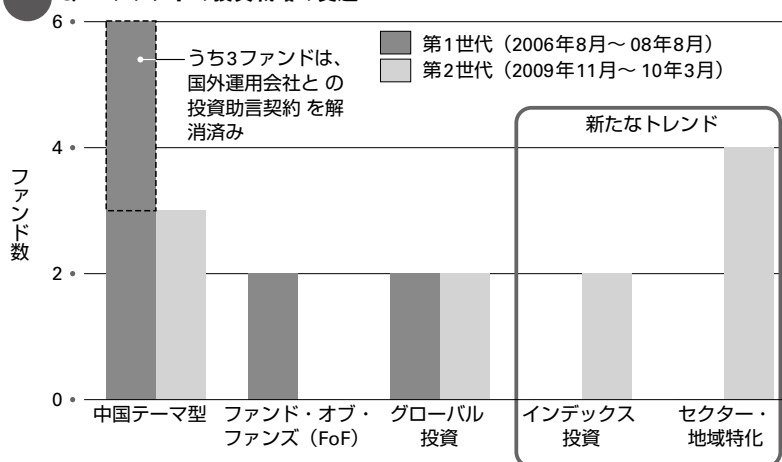
第2世代：セクター・地域特化型へ変化が求められる 外資運用会社の投資助言

15カ月間の沈黙の後、CSRCは再びQDIIの承認を開始した。冷却期間を経た後の中国運用会社の投資スタイルには、新たに2つのトレンドを見出すことができる。それは「インハウス運用」と「特化型運用」である（図2）。

前者は、前述の中国テーマ型投資を、外部運用会社の手を借りずに自社内で培った技術で実施するもの、および銘柄調査の必要性が低いインデックス型の国外投資を自社リソースのみで運用するものである。

後者の特化型は、中国テーマ型の不十分なグローバル分散の改善、および他社との差別化を図るために、

図2 QDIIファンドの投資戦略の変遷



出所) 中国運用会社の開示資料をもとにNRIアメリカ作成

個別の地域・セクターに限定したファンドである。ただし、このような投資は依然として中国運用会社のスキルではカバーできない部分が多く、外資運用会社の助言が必要な状況は当面続くものと判断できる。事実、2010年第1四半期に登場した4つの特化型ファンド^{注7}のすべてが投資助言を利用している。うち2つのファンドはJVパートナーが投資助言をしていることから、投資助言の獲得にはJVパートナーが引き続き優位な立場にあると見られる。

需要と供給は表裏一体である。中国運用会社は、特化型などの新たなQDIIファンドの品質を保つうえで外資運用会社の助言がいまだ重要であることを認識している。外資運用会社は、中国の投資家および運用会社が求める投資スタイルを理解し、必要とされる特化型運用のスキル・調査力バレッジ能力を発揮することで、変化し続けるQDII業界の動きに歩調を合わせていく必要がある。

一部の関係者は、人民元の切り上げ観測（外貨の減価）が続くかぎり、QDIIファンドには向かい風だとの懸念を示している。一方、承認を再加速する当局の姿勢および景気回復が、QDII発展を長期的に後押しすると期待する声もある。未知の要素は

多い。しかし、それこそがQDIIに関与するプレーヤーの事業機会ともいえるだろう。

注

- 1 中国証券監督管理委員会（Chinese Securities Regulatory Commission）
- 2 適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investor）の略称
- 3 QDII quotaと呼ばれる。CSRCによって設定された各QDIIが国外市場へ投資できる限度額
- 4 QDIIである運用会社が提供する国外市場に投資するファンド。個々のファンドもCSRCからの承認を受ける必要がある
- 5 工銀瑞信基金管理有限公司
- 6 その他、外資運用会社側の買収等や親会社破綻による外的な要因による提携解消の事例も存在する
- 7 これらのファンドは、エネルギー、オーストラリア、新興国市場などのセクター・地域に特化している

『金融ITフォーカス』2010年9月号より転載

霍 昀（フオ・ユン、Yun Huo）
NRIアメリカ リサーチ・アナリスト
要約：末吉英範（すえよしひでのり）
NRIアメリカ