

中国 QFII（適格外国機関投資家）運用枠の拡大に向けた動き¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 近年、中国株式市場の世界的な存在感が高まる一方で、市場は低迷しており、中国証券監督管理委員会（証監会）も頭を悩ませている。中国の場合、流通市場では、成熟市場と比べ、機関投資家の参加比率が少ない。このため、証監会は、外国人投資家である QFII（適格外国機関投資家）を含む機関投資家の株式市場への参入を促している。
2. 2002 年に導入された QFII 制度の下では、証監会から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関が、国家外為管理局から認められた運用枠（金額）の範囲内において、中国国内の証券（上場株式、上場債券、投資信託など）に投資をすることが可能となる。
3. QFII のライセンスと運用枠の認可スピードは、2011 年末から急速に上がってきている。更に証監会は、2012 年 4 月 3 日、新たに 500 億ドルの運用枠を追加し、既存の 300 億ドルと合わせ上限を計 800 億ドルとした。認可された QFII の運用枠は、2012 年 11 月末時点で 360.43 億ドルとなり、日本勢や海外の政府系ファンドや中央銀行の参入も相次いでいる。
4. 2012 年 10 月上旬の国慶節前には、各取引所は北米、欧州、アジア向けの QFII のプロモーションを行い、160 億ドル超の新規・増枠の潜在需要を確認した。今後、QFII の株式市場への参入促進のためには、制度設計の利便性向上や税制面の取扱いの明確化が課題で、合わせて銀行間債券市場での債券運用の細則公表も待たれる。

I. 株式市場の低迷に対する危機感

1. 中国株式市場は世界でも有数の規模に

近年、中国の株式市場が世界の中での存在感を増している。2011 年末時点の世界の株式市場のうち、時価総額で比較すると、東京証券取引所が 3.3 兆ドルで世界第 3 位、上海証券取引所が 2.4 兆ドルで同 6 位、深圳証券取引所が 1.1 兆ドルで同 13 位となった。

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2013Vol.6-4 より転載している。

また、2011年の世界の株式売買代金で比較すると、東京証券取引所が4兆ドルで世界第3位、上海証券取引所が3.7兆ドルで同4位、深圳証券取引所が2.8兆ドルで同5位となった。これを国別に集計すると、日本が4.2兆ドル、中国が6.5兆ドルとなる。

2. 但し株価そのものは低迷

ところが、このような中国株式市場の世界的な存在感の高まりの一方で、足元の株式売買代金は低調で、上海総合指数も2,000ポイントを切りかねない展開が続いている。実際、2012年9月26日には一時2,000ポイントを割り込む展開もあり、同年11月27日には1,991.17ポイントで取引を終え、2009年1月以降で初めて終値が2,000ポイントを割り込んだ。中国の証券行政を担当する中国証券監督管理委員会（証監会）も株価の低迷に頭を悩ませている。

株式市場低迷の背景には、個人投資家の市場離れがあり、このため証監会は今年の4月以降、発行制度改革に乗り出している。また、流通市場では、機関投資家の育成や市場参加比率の向上に乗り出している。

3. 機関投資家の育成が課題

証監会が2012年5月29日から同年6月21日まで計6回にわたり公開した「最近投資家が注目している50の話題」（Q&A50問）によれば、2011年末時点で、中国の自然人（個人投資家）が保有しているA株流通株の時価総額の割合は26.5%であるのに対し、企業の割合は57.9%、プロの機関投資家の割合は15.6%で、成熟市場と比べ、中国の機関投資家の規模は明らかに小さく、投資家構成の不均衡も顕著であるといった問題が指摘されている²。

このため、機関投資家の代表的存在である証券投資信託、社会保険基金（社保基金）、企業年金、保険の株式市場への参入を促進するための規制緩和や優遇策を相次いで打ち出している。外国人投資家であるQFII（適格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investorsの略称、キューフィー）の株式市場への参入促進も、その一環である。

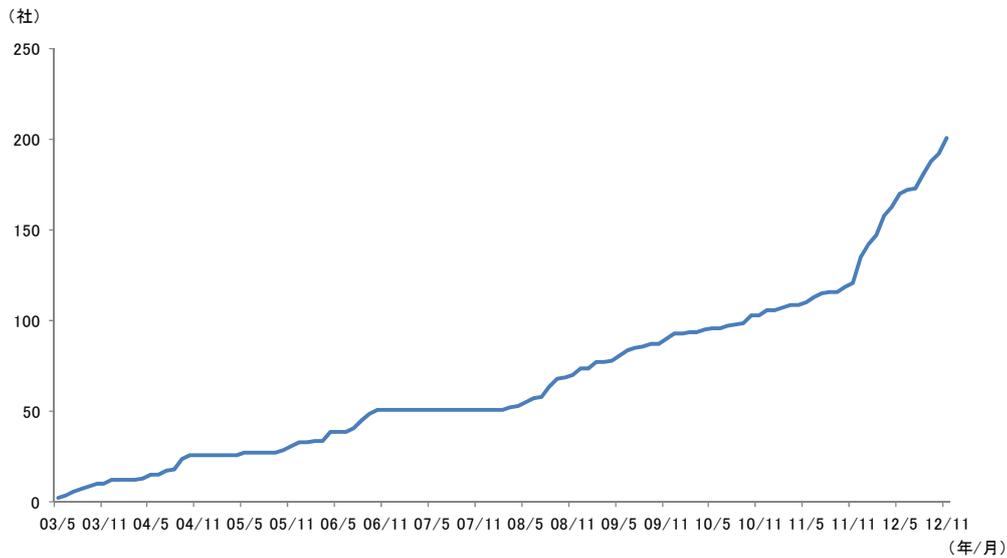
II. QFII制度の概要と規制緩和

1. QFII制度とは？

資本取引を段階的に自由化しているとはいえ、依然として対内証券投資に制限がかけられている中国で、外国人投資家が株式市場に参画するためには、外国人投資家向けの特別な制度を使う必要がある。その一つが2002年に導入された外国人投資家としてのQFII制度である。

² 関根栄一・杜進（翻訳協力）「個人投資家の市場回帰を促す中国証券監督管理委員会の取組み」『野村資本市場クォーターリー』2012年秋号参照。

図表 1 QFII のライセンス数の動向



(注) 2012年11月末時点。

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

QFII 制度の下では、証監会から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関が、国家外為管理局から認められた運用枠（金額）の範囲内において、中国国内の証券（上場株式、上場債券、投資信託など）に投資をすることが可能となる。

2. QFII 認可のスピードアップ

この QFII のライセンスと運用枠の認可スピードは、2011 年 10 月末に証監会の主席に就任した郭樹清主席³のイニシアティブの下、同年末から急速に上がってきている（図表 1）。特に昨年 12 月は単月で 14 社に QFII のライセンスが付与された。QFII の A 株流通時価総額に占める割合は 1.1%と、国際的に見て低すぎるという証監会の問題意識が背景にある。

2012 年に入ってから、QFII の認可スピードは加速しており、新規ライセンスは 11 月末までで 66 社に付与され、新規運用枠は 11 月末までに 54 社に対し 79.8 億ドルが付与されている。

3. QFII 制度の規制緩和

この QFII の中国全体の運用枠は、2002 年の導入当初は 100 億ドルに設定されていたが、2007 年 5 月の第 2 回米中戦略経済対話を経て、300 億ドルに拡大されていた。その後、郭主席の方針を受け、2012 年 4 月 3 日、証監会は、新たに 500 億ドルの運用枠を設定し、既

³ 関根栄一「中国金融当局三トップの交代と資本市場改革の行方」『野村資本市場クォーターリー』2012 年冬号参照。

存の300億ドルと合わせ、計800億ドルとすることを発表していた。QFIIの認可された運用枠は、2012年9月末時点で308.18億ドルと既に300億ドルを超え、同年11月末時点では360.43億ドルに達している。現在は、新たに設定した500億ドルの外国人投資家への認可にステージが移ったこととなる。

この新規増加分の認可に備え、2012年6月20日、証監会は、「「適格外国機関投資家国内証券投資管理弁法」の実施の問題に関する規定」（パブリックコメント）を公表し、同年7月27日に同規定を正式に公布した（即日施行）。同規定では、①申請資格、②証券口座の開設、③分別管理、④投資範囲、⑤申請手続きの簡素化、といった5つの面で規制緩和を行った（図表2）。特に申請資格では、年金等の機関投資家の運営年数を5年から2年に、資産運用残高を50億ドルから5億ドルに引き下げるなど、QFII資格の認可基準を緩和している。また、投資範囲では、店頭市場である銀行間債券市場での運用も解禁されたことも特筆される。

なお、パブリックコメント版からの変更点としては、①QFIIの申請資格にPEファンド管理会社も含めた点、②顧客向け証券口座の開設に関する規定の追加、③銀行間債券市場での運用を「固定収益商品」として、中小企業私募債も含めた点、が挙げられる。

図表2 QFII制度の規制緩和

項目	緩和対象	現行規定	規制緩和後の新規規定
1	申請資格	① 基金管理会社・保険会社・その他機関投資家 ・ 経営実績 5年以上 ・ 証券資産規模 50億ドル以上	① 基金管理会社・保険会社・その他機関投資家(PEファンド管理会社も含む) ・ 経営実績 2年以上 ・ 証券資産規模 5億ドル以上
		② 証券会社 ・ 経営実績 30年以上 ・ 払込資本金 10億ドル以上 ・ 証券資産規模 100億ドル以上	② 証券会社 ・ 経営実績 5年以上 ・ 純資産 5億ドル以上 ・ 証券資産規模 50億ドル以上
		③ 商業銀行 ・ 総資産 世界第100位以内 ・ - ・ 証券資産規模 100億ドル以上	③ 商業銀行 ・ 経営実績 10年以上 ・ 自己資本(Tier1) 3億ドル以上 ・ 証券資産規模 50億ドル以上
2	証券口座の開設	・ QFIIは、カストディアンを通じて、中国証券登記決済有限責任会社に複数の証券口座を開設することができる。 ・ 開設した証券口座は、国家外為管理局が認可する「人民元特殊決済口座」と一対一の関係になくはならない。	・ 「一対一」の規定を削除し、一つの銀行口座を用いて、複数の証券口座を使って取引が行えるようになる。 ・ これにより、実務上、複数のブローカーに発注できるようになる。
3	分別管理の緩和	・ QFIIは、自分自身の名義で証券口座を開設しなければならない。 ・ QFIIが他の機関投資家のために証券口座を開設する場合、「合格投資者+基金」という名義とし、当該口座の資産は機関投資家に属する(QFIIおよびカストディアンからは独立)。	・ QFIIは、自己資金あるいは顧客資金のためにそれぞれ証券口座を開設できる。 ・ QFIIが顧客のために開設する場合の証券口座の名義は「合格投資者+顧客名」とする。 ・ QFIIが公募基金・保険資金・年金基金等の長期資金のために証券口座の開設を申請する場合、当該口座の名義は「合格投資者+基金(あるいは保険資金等)」とし、当該口座の資産は、QFIIおよびカストディアンから独立して「基金(または保険資金等)」に所属する。
		・ (投資対象証券) ①取引所上場株式、債券、ワラント ②株価指数先物 ③証券投資基金 ④証監会が認めるその他金融商品	・ 銀行間債券市場での運用を解禁する。 (投資対象証券) ①取引所上場株式、債券、ワラント ②株価指数先物 ③証券投資基金 ④(新規)銀行間債券市場で取引される固定収益商品(中小企業私募債も含む) ⑤証監会が認めるその他金融商品
4	投資範囲の拡大	・ QFIIは、新株発行、ワラント発行、増資、割当に参加可能。 ・ QFII全体で上場企業一社への投資が発行済株式総数の20%を超えてはならない。 ・ 一QFIIによる上場企業一社への投資が発行済株式総数の10%を超えてはならない。	・ 変更なし。 ・ QFII全体で上場企業一社への投資が発行済株式総数の30%を超えてはならない。
		・ -	・ 変更なし。
		・ -	・ 国内基金管理会社にQFIIの受託運用業務を解禁。
		・ -	・ 証監会のサイトから電子媒体によって申請資料を提出可能。同時に同一内容を書面でも申請。 ・ 重要事項は証監会のサイトから電子媒体によって速やかに報告を行う。
5	申請手続きの簡素化	・ 書面申請のみ ・ 重要事項発生時も書面にて提出。	・ 証監会のサイトから電子媒体によって申請資料を提出可能。同時に同一内容を書面でも申請。 ・ 重要事項は証監会のサイトから電子媒体によって速やかに報告を行う。

(注) 太字は2012年6月20日付パブリックコメント版からの追加。

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 新たな QFII の参入

1. 日本勢の新規ライセンス取得

うち、日本の機関投資家の QFII ライセンス・運用枠取得については、2012 年 2 月に明治安田アセットマネジメントと三井住友銀行が、同年 3 月に東京海上アセットマネジメント投信と岡三アセットマネジメントが、同年 4 月にみずほ投信投資顧問が、同年 6 月に三菱 UFJ 投信が、同年 11 月に大和住銀投信投資顧問がそれぞれ新規のライセンスを取得している（図表 3）。日本勢の QFII の新規ライセンスは、2011 年は新光投信一社だけであったことから考えると、QFII の規制緩和は日本勢全体に及んでいる。

また、QFII の運用枠の増枠については、2012 年 5 月に第一生命が 0.5 億ドル、同年 8 月に野村アセットマネジメントが 1.5 億ドルの認可を受けている。新規・増枠を合わせ、日本勢の運用枠は 2012 年 11 月末時点で 26.5 億ドル（全体の 7.4%）となっており、第 1 位の英国の 53.4 億ドル（同 14.8%）、第 2 位の香港の 51 億ドル（同 14.2%）、第 3 位の米国の 43.1 億ドル（同 12%）、第 4 位のシンガポールの 31.5 億ドル（同 8.7%）に次ぐ世界第 5 位の規模となっている。

図表 3 日本の機関投資家の QFII

		日本の機関投資家		
	機関名	認可取得日	投資限度額	カストディアン
1	野村証券	2003年5月23日	0.5億ドル(2003年6月4日) ⇒3.5億ドル(2006年11月7日増額)	中国農業銀行
2	日興アセットマネジメント	2003年12月11日	0.5億ドル(2004年2月9日) ⇒2.5億ドル(2004年9月15日増額) ⇒4.5億ドル(2006年5月17日増額)	交通銀行
3	大和SMBC(大和証券キャピタル・マーケット)	2004年5月10日	0.5億ドル(2004年7月5日)	中国工商银行
4	第一生命	2005年12月28日	1億ドル(2006年2月22日) ⇒2億ドル(2008年7月28日増額) ⇒2.5億ドル(2012年5月4日増額)	中国銀行
5	新光証券(みずほ証券)	2006年9月5日	0.5億ドル(2007年2月13日)	中国建設銀行
6	三井住友アセットマネジメント	2006年9月25日	2億ドル(2007年2月13日) ⇒3億ドル(2008年6月19日増額) ⇒3.5億ドル(2010年7月28日増額)	シティバンク
7	大和証券投資信託委託	2008年9月11日	1億ドル(2008年12月26日) ⇒2億ドル(2010年11月26日増額)	中国銀行
8	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	2008年12月29日	1億ドル(2009年3月25日)	中国銀行
9	住友信託銀行	2009年6月26日	0.5億ドル(2009年12月31日)	シティバンク
10	野村アセットマネジメント	2009年11月23日	2億ドル(2010年5月4日) ⇒3.5億ドル(2012年8月21日)	中国工商银行
11	DIAM	2010年4月20日	1億ドル(2010年9月1日)	HSBC
12	新光投信	2011年11月25日	1億ドル(2012年2月26日)	HSBC
13	明治安田アセットマネジメント	2012年2月27日	(確認中)	シティバンク
14	三井住友銀行	2012年2月28日	1億ドル(2012年5月4日)	中国銀行
15	東京海上アセットマネジメント投信	2012年3月14日	(確認中)	HSBC
16	岡三アセットマネジメント	2012年3月30日	0.5億ドル(2012年6月8日)	HSBC
17	みずほ投信投資顧問	2012年4月26日	1億ドル(2012年9月19日)	HSBC
18	三菱UFJ投信	2012年6月4日	(確認中)	HSBC
19	大和住銀投信投資顧問	2012年11月19日	(確認中)	中国農業銀行
合計			26.5億ドル	

- (注) 1. 認可取得日は中国証券監督管理委員会からの認可取得日を指す。
 2. 投資限度額に付された日付は、国家外為管理局からの当該運用枠の認可取得日を指す。
 (出所) 中国証券監督管理委員会、国家外為管理局資料より野村資本市場研究所作成

2. 政府系ファンドなど海外公的資金の参画

さらに、昨年12月以降、アジアの政府系ファンドや中央銀行によるQFIIのライセンスと運用枠の取得が相次いでいることも特徴である(図表4)。例えば、政府系ファンドでは、韓国投資公社(KIC、2億ドル)、韓国国民年金公団(NPS、1億ドル)、マレーシア・カザナナショナル(2.5億ドル)、中央銀行では、シンガポール通貨庁(1億ドル)、タイ中央銀行(3億ドル)、韓国銀行(3億ドル)である。2012年9月には、カタール投資庁も傘下のカタール・ホールディングを通じて新規ライセンスを取得し、同年11月には10億ドルの運用枠を取得した。いずれも、資産分散、運用の多様化として人民元建て金融商品での運用を捉えているものと言える。

先進国では、カナダの公的年金基金であるカナダ年金投資計画委員会(CPPIB)もQFIIのライセンスと運用枠(1億ドル)を取得している。2012年9月には、スウェーデンの公的年金基金であるAP2も新規ライセンスを取得した。海外の政府系ファンドや中央銀行の参入は、中国の株式市場で長期投資を行う機関投資家として、他のQFIIの呼び水となろう。

図表4 海外中央銀行等のQFII

海外中央銀行				
	機関名	認可取得日	投資限度額	カストディアン
1	ノルウェー中央銀行	2006年10月24日	2億ドル(2008年1月24日) ⇒5億ドル(2008年12月5日増額) ⇒7億ドル(2010年9月1日増額) ⇒10億ドル(2012年6月8日増額)	HSBC
2	マレーシア中央銀行	2009年5月19日	2億ドル(2009年9月4日) ⇒4億ドル(2012年5月4日)	HSBC
3	香港金融管理局	2010年10月27日	3億ドル(2011年3月18日) ⇒10億ドル(2012年7月17日)	シティバンク
4	シンガポール通貨庁	2011年10月8日	1億ドル(2012年1月20日)	HSBC
5	タイ中央銀行	2011年12月16日	3億ドル(2012年3月9日)	HSBC
6	韓国銀行	2011年12月21日	3億ドル(2012年3月9日)	HSBC
合計			31億ドル	
政府系ファンド・政府系銀行				
	機関名	認可取得日	投資限度額	カストディアン
1	シンガポール政府投資公社	2005年10月25日	1億ドル(2005年11月16日) ⇒3億ドル(2008年12月19日増額) ⇒4億ドル(2012年3月5日増額) ⇒10億ドル(2012年10月25日増額)	スタンダードチャーター タード銀行
2	テマセク	2005年11月14日	1億ドル(2005年12月12日) ⇒3億ドル(2009年9月16日増額) ⇒10億ドル(2012年10月25日増額)	HSBC
3	ケベック預金投資金庫(CDPQ)	2008年8月22日	2億ドル(2008年11月3日)	HSBC
4	アラブ投資庁	2008年12月3日	2億ドル(2009年1月17日) ⇒5億ドル(2012年6月8日増額)	HSBC
5	韓国産業銀行	2009年4月23日	1億ドル(2009年11月9日) ⇒1.5億ドル(2012年11月21日増額)	中国建設銀行
6	カナダ年金投資計画委員会(CPPIB)	2011年12月9日	1億ドル(2012年3月9日)	HSBC
7	クウェート投資庁	2011年12月21日	3億ドル(2012年3月9日)	中国工商銀行
8	韓国投資公社(KIC)	2011年12月28日	2億ドル(2012年3月9日)	HSBC
9	韓国国民年金公団	2012年1月5日	1億ドル(2012年3月9日)	シティバンク
10	オンタリオ州教員年金基金(OTPP)	2011年12月22日	1億ドル(2012年3月9日)	HSBC
11	蘭Stichting Pensioenfond voor Huisartsen	2012年1月5日	0.6億ドル(2012年3月9日)	HSBC
12	香港Hospital Authority Provident Fund Scheme	2012年1月31日	1億ドル(2012年4月10日)	HSBC
13	マレーシア・カザナナショナル	2012年3月7日	2.5億ドル(2012年4月10日)	中国工商銀行
14	スウェーデンAP2	2012年9月20日	(確認中)	HSBC
15	カタール・ホールディング(カタール投資庁)	2012年9月25日	10億ドル(2012年11月21日)	交通銀行
合計			50.6億ドル	

(注) 認可取得日は中国証券監督管理委員会からの認可取得。投資限度額に付された日付は、国家外為管理局からの枠の認可取得日。

(出所) 中国証券監督管理委員会、国家外為管理局資料より野村資本市場研究所作成

IV. 国慶節前後の動き

1. 党大会の開催を意識

株式市場対策は、5年に一回開催され、特に2012年は政権交代の年となる第18回党大会(11月8日)を前に待ったなしとなっている。このため、10月上旬の国慶節の前までに、上海証券取引所、深圳証券取引所、中国金融先物取引所は、外国人投資家向けのQFIIのプロモーションのため、米国、カナダ、欧州、中東、韓国、日本、東南アジアを分担して訪問し、約200社と面談した。

この一連のツアーでの推計によると、QFII運用枠の新規・増枠の潜在需要は160億ドル超で、うち欧米の機関投資家から111億ドル、中東地区の機関投資家から70億ドルの運用ニーズが寄せられている模様である(2012年10月13日付証券時報)。

2. 更に制度設計に工夫の余地も

こうしたQFIIの株式市場への参入促進のためには、資金流入の規制緩和など使い勝手を高めるための制度設計の更なる向上が不可欠である。

また、QFIIに対する税制上の取り扱いでは、所得税については2009年に配当・利子収入に対する10%の課税政策が出されているものの、譲渡益(キャピタル・ゲイン)課税については曖昧なままとなっている。証監会もこうした点は十分に認識している一方、よりきめ細かい制度設計のためには国家税務総局等国内の担当部門との調整も必要である。合わせて2012年7月の規制緩和で認められた銀行間債券市場での運用についても、細則の公表が待たれる。

今後も、足元の市場対策に留まらない中国資本市場の対外開放に向けた対内証券投資の流入促進策の行方が注目される。