

動き出した中国本土・香港ファンド相互販売制度

関根 栄一、野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 2015年5月22日、中国证券监督管理委员会は、香港証券・先物事務監察委員会と共同で、中国本土及び香港での公募証券投資基金の相互販売制度（ファンド相互販売制度）を創設し、同年7月1日から開始することを発表した。「片方の地域の公募投信が、ファンド相互販売制度の要件を満たした上で、もう片方の地域で一般投資家向けに販売可能となる仕組み」である。
2. 中国のクロスボーダー証券投資制度の整備では、従来のQFII等と並行して、中国本土と海外の市場を双方向で開放する新たな仕組みの導入が始まっている。第一弾が2014年11月に始動した上海・香港ストックコネクトで、第二弾が今回のファンド相互販売制度である。中国の公募投信市場は2015年6月末時点で7兆1,140億元（約142兆666億円）と日本を上回る規模に達しており、ファンド相互販売制度を通じて外国人投資家に中国公募投信市場への投資ルートが開かれる点でも注目されている。
3. ファンド相互販売制度は、他のアジア太平洋諸国の間でも注目されてきた。同地域ではここ数年、ファンド・パスポート制度導入に向けた動きが活発化している。ASEAN CISが2014年8月に始動し、アジア地域ファンド・パスポート（ARFP）構想も2016年9月導入を目指し準備が進められている。一般に、これら複数国・地域にまたがる制度の成功には十分な参加者・市場規模の確保が重要であり、中国の存在感は大きい。
4. ファンド相互販売制度の始動に当たり、両市場において証券当局との対応窓口となり、かつ販売会社の選定・管理の面でも重要な役割を果たす「エージェント」として、どの金融機関が指定されるかが当面のポイントとなろう。交通銀行とHSBCが本件に関する提携覚書に調印するといった動きも出ている。金融機関の戦略、投資家の反応など、新制度を巡る動向が注目される。

I 中国本土・香港ファンド相互販売制度の公表

1. 中国本土・香港ファンド相互販売制度の創設

2015年5月22日、中国証券監督管理委員会（以下、中国証監会）は、香港証券・先物事務監察委員会（以下、香港証監会）と共同で、中国本土及び香港での公募証券投資基金の相互販売制度（以下、ファンド相互販売制度）を創設し、同年7月1日から開始することを発表した。

制度の枠組みは後述するが、「片方の地域の公募投資信託（公募投信）が、ファンド相互販売制度の要件を満たした上で、もう片方の地域で一般投資家向けに販売可能となる仕組み」である。中国本土と香港の金融協力を深め、中国本土と香港の資本市場の共同発展を促進することが、両証監会の狙いである。

2. 中国本土でのクロスボーダー証券制度整備の経緯

中国本土では、2001年の世界貿易機関（WTO）への加盟を機に、クロスボーダー証券投資制度の整備が進められ、中国本土の人民元建て株式（A株）や人民元建て債券への外国人投資家による運用が徐々に定着してきた。

最初に導入されたのが、対内証券投資制度である適格外国機関投資家（QFII）制度（2002年導入）であり、2015年6月末時点で273社が計755.42億ドルの運用枠を取得している。次に導入されたのが、対外証券投資制度である適格国内機関投資家（QDII）制度（2006年導入）であり、同様に132社が899.93億ドルの運用枠を取得している。

その後、人民元の国際化の進展に伴い、2011年には中国本土以外の海外市場にある人民元を使って対内証券投資を行う人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）制度が導入されており、上記同様に132社が3,909億元（約7.8兆円）の運用枠を取得している¹。

II 中国の資本市場の双方向の開放を実現する仕組み

1. 資本市場の双方向の開放へ

上述の、QFII、QDII、RQFIIの導入の段階までは、あくまで中国本土と海外市場間の一方通行の証券投資制度の創設であったのに対し、2014年からは、中国の資本市場を双方向で開放する新たな仕組みが導入されている。第一弾として導入されたのが、同年11月から始動した上海・香港ストックコネク²である。上海株への投資枠が3,000億元（約6

¹ 本文中の邦貨換算については、2015年7月1日付中間レートに基づき、1元=19.97円として計算した。

² 関根栄一「上海・香港ストックコネク始動後の現状と課題・展望」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号（ウェブサイト版）を参照。

兆円)、香港株への投資枠が2,500億元(約5兆円)とそれぞれ設定されている。

第二弾が、今回のファンド相互販売制度である。上海・香港ストックコネクトの下では、売買対象が個別株であるのに対し、今度は集団投資スキームにまで拡大するものである。ファンド相互販売制度の導入初期の中国本土及び香港向け投資枠は、それぞれ3,000億元(約6兆円)に設定された。

2. 中国の公募投資信託市場への投資ルート

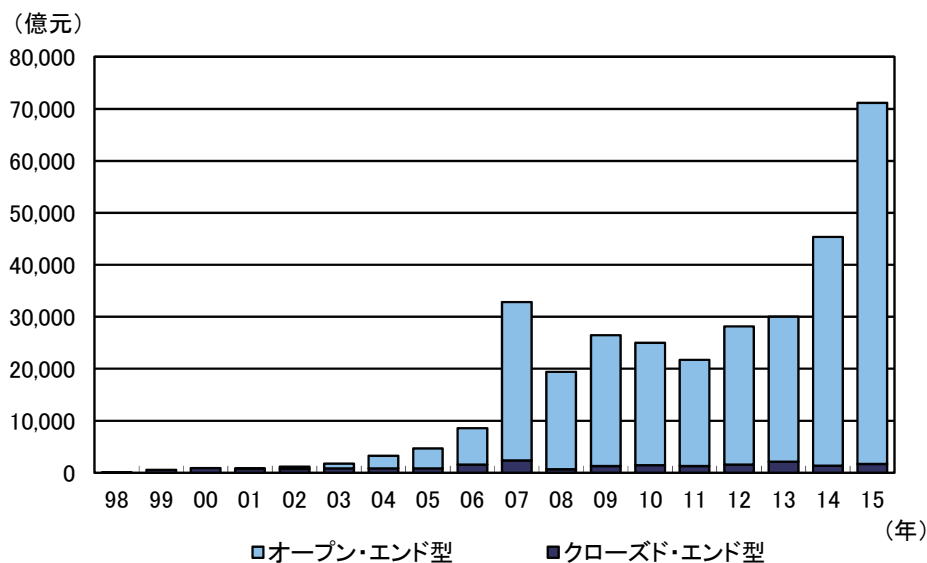
ファンド相互販売制度は、外国人投資家に中国の公募投信市場への投資ルートを開くという意味でも注目されている。

中国の公募投信市場は、2015年6月末時点で7兆1,140億元(約142兆666億円)に達し(図表1)、同時点の日本の100兆8,628億円を既に大きく上回っている。また、中国の公募投信市場は、オープン・エンド型投資信託が中心で、株式投信、バランス型投信、債券投信、MMFといった主要なカテゴリーの商品が一通り提供されている(図表2)。

3. ファンド相互販売制度導入の狙い

中国証監会・香港証監会は、ファンド相互販売制度の導入を、中国本土と香港のファンド市場を相互に開放していく上での重要なマイルストーンと位置付けている。特に、中国本土と香港の資本市場の相互連携を進めていく上で、ファンド相互販売制度を以下のように積極的に位置付けている。

図表1 中国・公募投資信託市場の純資産の推移



- (注) 1. 2015年6月末までの数値。
 2. 2007年以降の純資産にはQDII(適格国内機関投資家)も含まれる。
 3. 2012年まではWindの数値。2013年以降は中国証券投資基金業協会の数値。

(出所) 中国証券監督管理委員会、Wind資訊、中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

図表 2 中国の公募投資信託のタイプ別純資産

| | (億元) | | |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| | 2013年末 | 2014年末 | 2015年6月末 |
| クローズド・エンド型 | 2,150.84 | 1,363.79 | 1,667.86 |
| オープン・エンド型 | 27,869.87 | 43,989.82 | 69,472.47 |
| 株式投信 | 10,958.45 | 13,142.02 | 17,728.17 |
| 混合型(バランス型) | 5,626.59 | 6,025.23 | 23,072.03 |
| 債券投信 | 3,224.84 | 3,473.40 | 3,615.36 |
| MMF | 7,475.90 | 20,862.43 | 24,113.80 |
| QDII(適格国内機関投資家) | 584.09 | 486.75 | 943.11 |

(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

第一に、ファンド相互販売制度は、中国本土と香港の資産管理業界との交流と協力を深め、クロスボーダー投資のチャンネルを広げ、双方のファンド市場の競争力向上につながるとしている。

第二に、ファンド相互販売制度は、双方の管理監督機関にファンド管理監督の共同基準構築の基礎を固めさせ、アジアの資産運用業界と融合した発展を推し進め、アジアの貯蓄のクロスボーダー投資への転換を促進するとしている。

第三に、ファンド相互販売制度は、双方の投資家にさらに多様化したファンド投資商品を提供し、双方のファンド管理機関にとって新たな発展のチャンスを広げ、国際競争力を向上させるとしている。

また、ファンド相互販売制度の導入は、短期的には、2015年秋に国際通貨基金（IMF）のSDR（特別引出権）構成通貨の見直しが行われる中で、人民元の構成通貨への採用を後押しする要因になると見られる。すなわち、今回、中国が集団投資スキームの越境販売を認めたのは、資本取引自由化の一環でもあり、人民元がSDRの構成通貨の条件の一つである、「自由な取引通貨」であることを示すためでもあったと理解できる。

III アジアのファンド・パスポート制度構築の動き

中国本土・香港ファンド相互販売制度は、他のアジア太平洋諸国の間でも注目されてきた。同地域ではここ数年、いわゆるファンド・パスポート制度導入に向けた動きが活発で、複数の構想が並走している³。ファンド相互販売制度も、二市場間の制度ではあるがファンド・パスポートの一種として捉えられている。

若干先行しているのがASEAN諸国共通のファンド・パスポート制度であるASEAN CIS (Collective Investment Schemes) で、2014年8月にシンガポール、マレーシア、タイの3か国参加の下で制度が開始された。2015年3月に第一号ファンドが登場し、6月時点で5本が登録されている。

³ 岡田功太「アジアで複数の制度整備が進展するファンド・パスポート構想」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号を参照。

また、APEC においても、アジア地域ファンド・パスポート構想（ARFP）の導入に向けた作業が進められている。2015 年 2～4 月に第二次市中協議書に対する意見募集が行われ、同年 9 月のフィリピンの APEC 会合にて制度内容の決定、その後の 12 ヶ月間を目途に参加国による国内法改正等を経て、2016 年 9 月の開始が目指されている⁴。現時点の参加国はオーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、韓国、フィリピン、タイの 6 か国である。

一般に、ファンド・パスポートのような複数国・地域にまたがる制度を成功させるには、十分な参加者や市場規模の確保が重要なポイントとなる。前述の通り、中国の投信残高はすでに日本を上回り、13.7 億人（2014 年末）という人口規模も含めて、アジア太平洋地域における存在感は極めて大きい。ファンド相互販売制度が始動した今、中国本土と、香港の次にどこかとの間で相互販売制度が構築される可能性があるのか、あるいは、ARFP に香港や中国が参加する可能性はあるのかといった問いかけが、現実味を増してきたとも言える。

IV ファンド相互販売制度の枠組み

前述の通り、ファンド相互販売制度は、上海・香港ストックコネクトの投信版とも言える。ただし、上海・香港ストックコネクトは、取引所間の協力スキームに基づき、現物株の投資家による相互売買を取引所傘下の決済会社を通じて行うのに対し、ファンド相互販売制度は、取引所の外で、予め指定された公募証券投資基金の相互売買を、双方の金融機関（カストディアン）を通じて行うという違いがある。

中国証監会は、2015 年 5 月 22 日の共同公告の発表時に、Q&A も公表している⁵。共同公告と Q&A に基づくファンド相互販売制度の概要は、以下の通りとなる。

1. 相互販売対象ファンド

1) 基本的考え方

相互販売対象ファンドの基準は同一で、相手方市場で主流となっている成熟した商品を売買対象とする。

2) 具体的基準

一例として、中国本土で販売される香港ファンドが満たすべき条件は以下の通りとなる。中国本土ファンドが香港で販売される場合も、以下の条件を、市場名を読み替える形で満たすものとする。

⁴ 野村亜紀子「再確認すべきアジア地域ファンド・パスポート構想の意義と成功要因」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201505/t20150522_277638.html

- (1) 香港の法律に基づき、香港で設定・運用され、香港証監会の認可を経て公開・販売され、香港証監会の管理監督を受けていること。
- (2) ファンド管理者（ファンドの運用会社等）は、香港で登録・経営しており、香港資産管理ライセンスを保有していること。将来的に、投資管理機能をその他の国家あるいは地域の機関に代理させないこと。直近3年間あるいは設立後、香港証監会から重い処分を受けていないこと。
- (3) カストディ制度を採用し、香港証監会の規定した資格条件に適合していること。
- (4) ファンドの種類は、一般株式投信、混合型（バランス型）投信、債券投信、指数型（オープン・エンド型インデックスファンドを含む）となる。
- (5) ファンド設立1年以上で、資産規模が2億元（あるいは同等の外貨建て資産）を下回らないこと。中国本土市場を主要投資先としていないこと。中国本土での販売規模が総資産の50%を超えないこと。

3) 対象ファンド数

上記の基準を満たす香港ファンドは 100 本程度（2014 年末時点）、中国本土ファンドは 850 本程度（2015 年 3 月末時点）となる。中国本土ファンドの場合、全発行本数 2,231 本の約 38%が香港サイドからの売買対象となる。

2. 販売フロー

1) 香港ファンドを中国本土で販売する場合

香港ファンド管理者は、中国本土のエージェントに中国証監会への商品登録等の代理業務を委託する（以下、図表 3 を参照）。同エージェントは、中国証監会が認可した公募ファンド管理者かカストディアンでなければならない。

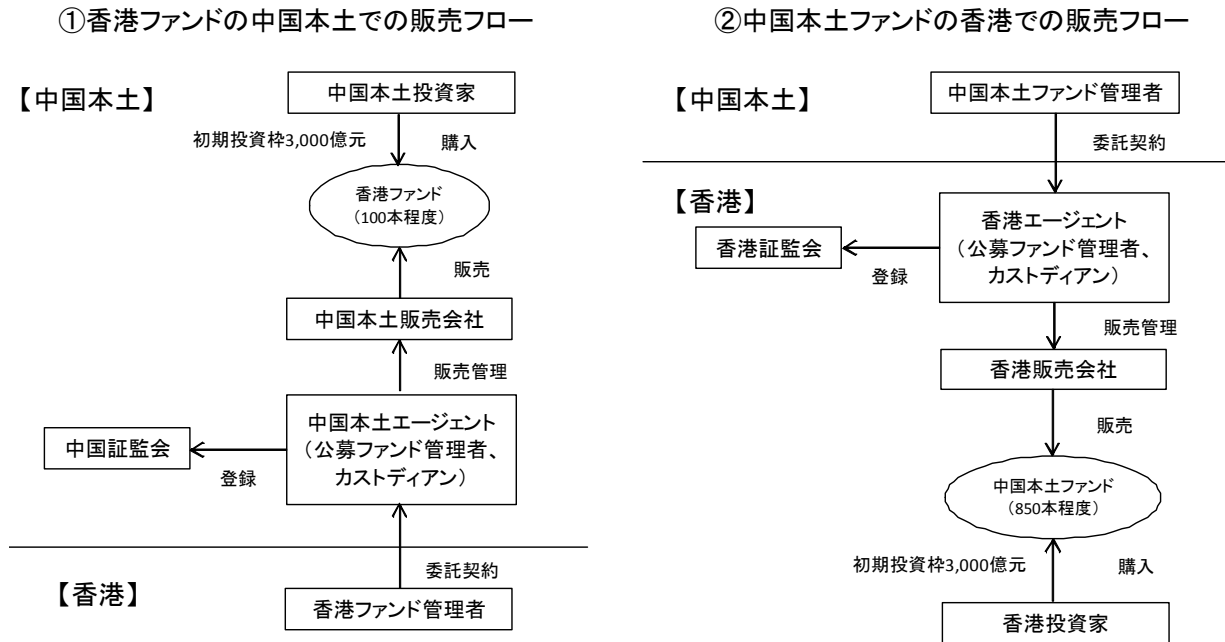
香港ファンド管理者が中国本土エージェントに委託する代理業務内容は、中国証監会への商品登録の他、販売の手配、データ交換、資金清算、管理監督報告、通信連絡、顧客サービス、モニタリング等が含まれる。

中国本土の投資家は、中国本土エージェントが手配した中国本土販売会社で、香港ファンドを購入する。香港ファンドの中国本土での販売に際しては、中国本土の販売法令を遵守しなければならない。販売書類や情報開示書類は香港の法令を主とするが、販売時には中国本土の法令が求める適切な補足が必要となる。

2) 中国本土ファンドを香港で販売する場合

上記の販売フローと逆の流れになる（図表 3 を参照）。すなわち、中国本土ファンド管理者は、香港のエージェントに香港証監会への商品登録等の代理業務を委託する。香港の投資家は、香港エージェントが手配した香港販売会社で、中国本土ファンドを購入する。

図表3 中国本土・香港ファンド相互販売の業務フロー



(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

V ポイントとなる「エージェント」

ファンド相互販売制度は2015年7月1日から開始されたが、当面は、それぞれの市場でどの金融機関がファンド管理者からエージェントに指定されるのがポイントとなろう。エージェントは、それぞれの市場での証券当局との対応窓口となり、かつ販売会社の選定・管理の面でもファンド相互販売制度における重要な役割を果たすこととなっている。

中国本土エージェントの候補金融機関のうち、一つ目の公募ファンド管理者は計104社、うち基金管理会社(投信会社)が96社、証券会社・その他金融機関が8社となっている(2015年3月末時点)⁶。二つ目のカストディアンは計39社、うち商業銀行が27社、証券会社等が12社となっている(2015年3月末時点)⁷。

また、中国本土での公募ファンドの販売金融機関は計277社、うち商業銀行が107社、証券会社が98社、先物会社が7社、保険会社が4社、保険代理会社・保険ブローカーが2社、証券投資顧問会社が6社、独立系ファンド販売会社が53社となっている(2015年4月末時点)⁸。

⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhppublic/G00306208/201504/t20150424_275543.htm

⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhppublic/G00306208/201504/t20150424_275550.htm

⁸ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhppublic/G00306208/201505/t20150513_276768.htm

以上の顔ぶれからすると、今後、中国本土・香港の両市場で、エージェントの指定や販売会社の選定を巡り、金融機関間での競争が激化していくことが予想される。このような中で、交通銀行と HSBC が、中国本土・香港ファンド相互販売業務に関する提携覚書に調印し、両市場での代理販売、代理業務等で全面的に協力していくといった動きも出ている⁹。金融機関の戦略、投資家の反応など、新制度を巡る動向が注目される。

⁹ 2015年6月12日付金融時報