

中国で急増し始めた元本保証型投信

新井 竜雄

■ 要 約 ■

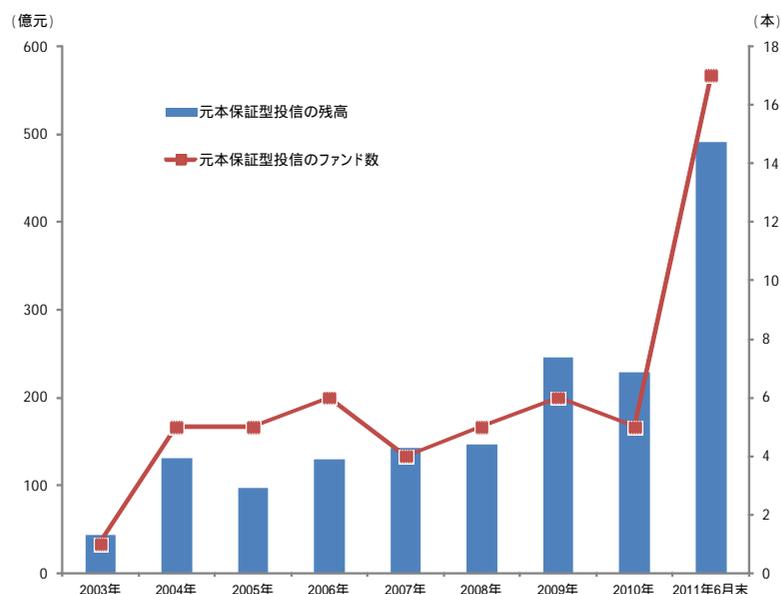
1. 中国では 2011 年に入り、元本保証型投信の募集・設定が急速に伸び始めたことが大きな話題を呼んでいる。2011 年 6 月末時点の中国の投信残高全体に占める元本保証型投信の割合は 2.1%に過ぎない。しかしながら、年初からの半年間で残高は前年末比約 2.1 倍に急増し、今後、更に増えるものと見込まれている。
2. 同投信の元本保証スキームは、投資勘定を債券等の安全資産と株式等のアクティブ資産に分類し、その配分比率を弾力的に調整する CPPI 手法を用いており、中国の比較的高い金利がこのスキームを可能にしていると考えられる。
3. 元本保証型投信が急増した背景には、①保証会社の規制緩和、②銀行の投信窓販、③ベンチマークを上回る運用パフォーマンスの 3 つの要因が考えられる。
4. 市場関係者によると、2011 年 4 月 25 日時点で組成中の元本保証型投信は 89 本あり、その多くが年内に設定・募集される見通しである。金融危機によって中国株式市場が下落したことを受け、高いリターンから安全性・安定性へと投資家のニーズがシフトしつつあることや、元本保証型投信がインフレのヘッジ手段として注目を集めていることも、同投信の成長に寄与していくものと思われる、今後の動向が益々注目される。

半年間で残高が 2 倍に急増した元本保証型投信

中国では 2011 年に入り、元本保証型投信の募集・設定が急速に伸び始めたことが大きな話題を呼んでいる。中国で初めて元本保証型投信が設定されたのは 2003 年で、2011 年 6 月末時点の投信残高全体に占める元本保証型投信の割合は 2.1%に過ぎない。しかしながら、2011 年に入ってわずか半年間でファンド数は前年末比 3.4 倍の 17 本、残高は同約 2.1 倍の 490.4 億元（約 5,130 億円）¹に急増した（図表 1）。また、2011 年 1～6 月に新たに設定された元本保証型投信 12 本の平均募集金額 25 億元（約 313 億円）は、同期間に新たに設定された投信全体の平均募集金額 16.5 億元（約 206 億円）の約 1.5 倍となった。更に 7 月には少なくとも 2 本以上の元本保証型投信（合計上限募集総額 70 億元（約 875 億

¹ 本文中の邦貨換算については、脚注がある場合を除いて、2011 年 6 月 30 日付中間レートに基づき、1 元 = 12.5 円として計算した。

図表 1 元本保証型投信の残高とファンド数の推移



(出所) Wind 資訊等より野村資本市場研究所作成

円)) が設定されることから、今後、同投信の残高および全体に占める割合は上昇するものと見込まれている。

CPPI 手法を用いた元本保証スキーム

中国では元本保証型投信を「保本基金（中国語でポウベン・ジージンと呼ぶ）」と表記する。「保本」とは「保証 + 本金」の略で、「本金」は元本を意味する。これまでに設定された元本保証型投信の主な特徴は以下の通りである。

プライマリーでの購入と満期保有（3年）の2つの条件を満たした場合のみ、元本が保証される。換言すれば、セカンダリーでも購入可能だが、元本は保証されない。

CPPI（Constant Proportion Portfolio Insurance）手法を用いてポートフォリオを弾力的にリバランスし、元本の保証を行う。

元本保証は基金管理会社（運用会社）と保証会社が責任を負う。

ポートフォリオは概ね株式比率が0～40%、債券比率が60～100%となっている。

一般投資家の保有割合は9割を超えている（2010年末時点）。

ベンチマークは銀行の3年物定期預金金利である（図表2）。

また、元本保証型投信にかかる諸費用は一般の投信と同じく、販売手数料、ファンド管理費、銀行カストディー費、解約手数料の4種類であるが、短期間で中途解約した場合に発生する解約手数料は一般の投信に比べ大幅に高くなっている（図表3）。

図表 2 中国大陸の金利水準

預金金利 (%)		貸出金利 (%)	
要求払	0.50		
定期 (3ヵ月)	3.10		
定期 (6ヵ月)	3.30	6ヵ月	6.10
定期 (1年)	3.50	1年	6.56
定期 (2年)	4.40	1年超 - 3年	6.65
定期 (3年)	5.00	3年超 - 5年	6.90
定期 (5年)	5.50	5年超	7.05

(注) 2011年7月7日からの適用金利。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

図表 3 元本保証型投信にかかる諸費用

買付金額	購入手数料		ファンド 管理費	銀行カスト ディー費	保有期間 (買付 金額問わず)	解約手数料
	プライマリー	セカンダリー				
100万元未満	0.8~1%	1~1.2%	1.2%	0.2%	1年未満	1.5~2%
100万元以上300万元未満	0.6~0.8%	0.8~1%			1年以上2年未満	1.2~1.6%
					2年以上3年未満	1~1.2%
300万元以上500万元未満	0.4~0.6%	0.6~0.8%			3年以上	0%
500万元以上	1,000元				一般の投信	0~0.5%

(注) 2011年6月30日時点のデータ。1元 = 12.5円で試算。100万元 = 約1,250万円。

(出所) 元本保証型投信の各種商品案内資料より野村資本市場研究所作成

CPPI手法とは、運用資産を低リスクで収益性の低い留保資産（債券等）と、高リスクで高収益のアクティブ資産（株式等）の二つに分け、その配分比率を弾力的に変化させ、債券の金利収入に加え、株式の値上がり益を享受する運用手法である。欧州の機関投資家やヘッジファンド等が多用する運用手法の一つで、中国の元本保証型投信もこの手法を用いている。一部の商品案内資料ではCPPI手法による元本保証スキームを以下のように説明している。

『例えば、運用資産10億元（約125億円）のうち9億元（約113億円）を満期までに1億元（約12.5億円）の金利収入が得られる債券で運用し、残りの運用資産1億元を株式で運用する。仮に株式運用が失敗してゼロになったとしても、満期時には債券運用の9億元と金利収入の1億元を足し合わせて元本の10億元は確保される。一般的に、投資している株式の価値が全てゼロになることは考えにくく、当該投信は債券の金利収入が一定以上蓄積された後に、CPPI手法を用いて株式と債券の配分比率を弾力的に変化させ、元本の確保に努めながらプラスアルファの収益を目指す。』²

つまり、金利収入が株式の損失の受け皿となり、株式の損失が金利収入を上回らないようCPPI手法を用いて株式と債券の配分比率を弾力的にリバランスして元本を保証するスキームとなっている。CPPI手法によって算出される株式と債券の配分比率は定期的に変

² 金鷹保本混合型証券投資基金の商品案内資料より引用。

化し、下落相場の際は債券比率が最大 100%まで高められる。一方、相場の急暴落等で損失を回避できず元本割れした場合は後述するように運用会社と保証会社が損失補填をすることとなっている。

このような元本保証スキームは債券の金利収入がある程度なければ成り立たないが、中国の比較的高い金利がそれを可能にしていると考えられる。実際にいくつかの元本保証型投信の運用報告書を見てみると、組み入れ債券（満期 3 年以内のものが多く）は国債の他に中央銀行手形や政策性金融債³、社債、CP 等があり、金利は国債・中央銀行手形・政策性金融債が 2~4%、社債・CP が 4~6%強となっている。このような比較的高い金利による収入と株式の値上がり益を得て、特に 2010 年以前に設定された元本保証型投信は全てベンチマークを上回る運用成果を残しており、年率 10%以上のリターンを上げているものもある（図表 4）。

日本でもこれまでに「マン IP220 インターナショナル償還時元本確保型ファンド」（三菱 UFJ 証券、2006 年設定）や、「ウイントン・パフォーマンス連動満期時元本確保型ファンド」（三菱 UFJ 証券、2008 年設定）等の元本保証型投信が販売されてきた。これらの元本保証型投信は運用資産の大半をゼロ・クーポン債に投資することで償還時の元本を確保しつつ、残りの資産にレバレッジを掛けて株式・先物等で運用を行うが、中国の元本保証型投信は運用資産の大半を利付債に投資し、残りの資産を株式等で運用する点で異なる。また償還金が外貨ではなく自国通貨（人民元、為替リスクなし）であることや運用期間が短いこと、最低投資額が小さいこと等でも異なる。

図表 4 元本保証型投信の顔ぶれ

ファンド名称	残高(億円)	設定来リターン	分類	運用開始日	ベンチマーク	保証会社	満期	運用会社
1 南方避险增值	1,281	265.01%	バランス型	2003/6/27	中信全債指数80%+中信総指20%	中投信用担保	3年	南方基金管理
2 銀華保本增值	466	76.78%	バランス型	2004/3/2	運用期間中の銀行定期預金金利	北京首都創業集団	3年	銀華基金管理
3 南方恒元保本	280	28.81%	バランス型	2008/11/12	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	南方基金管理
4 交銀保本混合	258	10.91%	バランス型	2009/1/21	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	交銀施羅德基金管理 (BOCOM Schroders)
5 国泰金鹿保本	243	0.20%	バランス型	2010/7/2	銀行2年定期預金金利	中国建銀投資	3年	国泰基金管理
6 建信保本	360	0.70%	バランス型	2011/1/18	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	建信基金管理
7 滙添富保本	294	0.60%	バランス型	2011/1/26	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	滙添富基金管理
8 広発聚祥保本	494	0.00%	バランス型	2011/3/15	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	広発基金管理
9 東方保本	180	0.00%	バランス型	2011/4/14	銀行3年定期預金金利	中国郵政集団	3年	東方基金管理
10 国泰保本	324	0.20%	バランス型	2011/4/19	銀行3年定期預金金利	重慶市三峡担保集団	3年	国泰基金管理
11 大成保本	172	0.00%	バランス型	2011/4/20	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	大成基金管理
12 諾安保本	338	0.40%	バランス型	2011/5/13	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	諾安基金管理
13 金鷹保本	113	0.20%	バランス型	2011/5/17	銀行3年定期預金金利	広州国際集団	3年	金鷹基金管理
14 長盛同鑫保本	379	0.20%	バランス型	2011/5/24	銀行3年定期預金金利	安徽省信用担保集団	3年	長盛基金管理
15 銀河保本	132	0.10%	バランス型	2011/5/31	銀行3年定期預金金利	中国銀河金融HD	3年	銀河基金管理
16 南方保本	620	0.00%	バランス型	2011/6/21	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	南方基金管理
17 銀華永祥保本	178	0.00%	バランス型	2011/6/28	銀行3年定期預金金利	中国投資担保	3年	銀華基金管理

(注) 2011年6月30日時点のデータ。1元 = 12.5円で試算。上記17商品は全て追加型投信。

(出所) Wind 資訊等より野村資本市場研究所作成

³ 政策性銀行が発行する金融債。

元本保証型投信が急増した三つの要因

元本保証型投信が 2011 年に入って急増した背景には、主に以下の 3 つの要因が考えられる。

1．保証会社の規制緩和

一つ目は、保証会社の規制緩和である。中国の保証会社は、融資保証・貿易融資保証・プロジェクトファイナンス保証・その他信用保証等を行う融資性保証会社と、契約履行保証・財産保全保証等を行う非融資性保証会社の 2 種類に分類される。前者は地方政府による認可制で非融資性保証会社の業務を兼業することもできるが、預金業務や貸付業務等は禁止されている⁴。融資性保証会社は 2010 年末時点で 6,030 社あり、うち国有資本が 1,427 社、民間資本および外資が 4,603 社である。また、2010 年末時点の融資性保証会社全体の保証残高は前年比 64.6% 増の 1 兆 1,503 億元（約 14.1 兆円）⁵と大幅に拡大している⁶。中国の大手保証会社の一つである中国投資担保有限公司（中国投資担保）は、元本保証型投信の本数全体の約 5 割にあたる 9 本を保証しており（図表 4）、同社の 2010 年末の保証残高 1,057 億元（約 1.3 兆円）は、融資性保証会社全体の約 9% を占めている。

運用会社は元本保証型投信を設定する際、中国证券监督管理委员会（証监会）の定める一定の基準（資本金や純資産、純利益、保証上限額等）を満たした保証会社を必ず選定しなければならない。また、株式市場の大暴落や組み込んでいる社債の発行体のデフォルト等で元本保証型投信が元本割れした場合は保証会社と共同で元本の損失補填の責任を負う義務がある。そのため、証监会の定める保証会社の選定基準は高く、それが運用会社の保証会社選定の大きな障壁となり、ファンド数、残高が伸び悩む大きな要因となった⁷。

しかし、2010 年 10 月 26 日、証监会は元本保証型投信の健全な発展を推進するための「元本保証型投信の指導に関する意見」を公布し、非金融機関が保証会社となる場合の純資産の基準を 50 億元（約 625 億円）から 20 億元（約 250 億円）へ、保証上限額の基準を純資産の 2 倍から 10 倍へと大幅に緩和した⁸。この規制緩和直後、運用会社 4 社が元本保証型投信の新規設定を申請し、同投信が急増するきっかけとなった。

2．銀行の投信窓販

二つ目は、銀行の投信窓販である。中国で投信を代理販売できるのは 銀行、 証券会

⁴ 「融資性保証会社管理暫定弁法」（2010 年 3 月 10 日公布）。

⁵ 2010 年末の邦貨換算については、2010 年 12 月 31 日付中間レートに基づき、1 元 = 12.3 円として計算した。

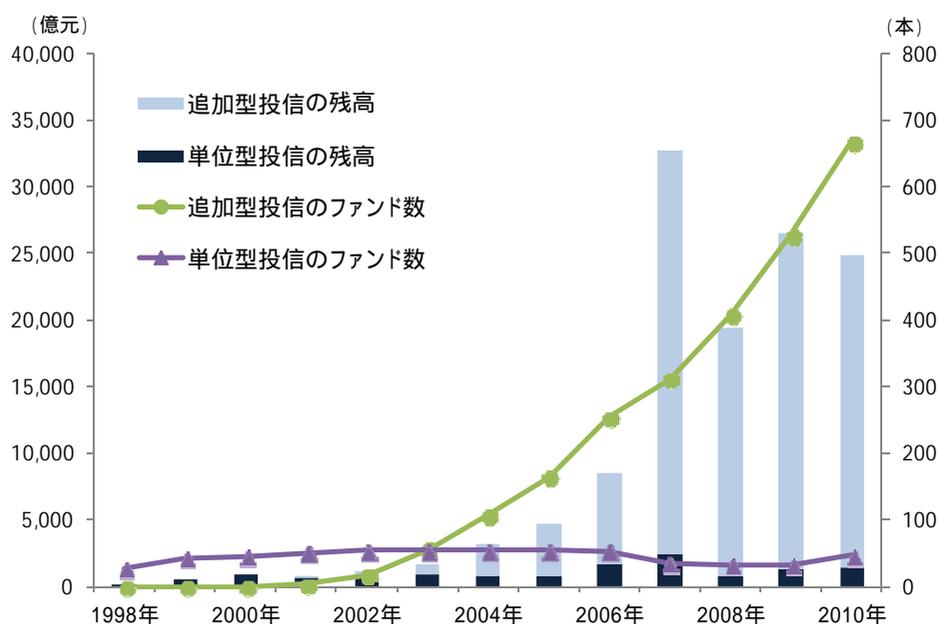
⁶ 「中国銀行業監督管理委員会の関係責任者による融資性保証業務の発展と監督管理状況の説明」（2011 年 6 月 15 日公布）。

⁷ 2011 年 3 月 21 日付経済参考網。

⁸ 証券会社やその他金融機関が保証会社となる場合も、純資産の基準は 20 億元、保証上限額の基準は純資産の 10 倍である。一方、資本金や純利益、経営年数等の基準は非金融機関に比べて低くなっている。

社、投資顧問会社、独立投信販売機関（独立系アドバイザー）の4社である。しかし、2011年6月末時点で投資顧問会社は1社しか認可されておらず、独立系アドバイザーはまだ1社も認可されていない⁹ことから、実質的に投信販売を行っているのは銀行と証券会社、それに投信の直接販売を行っている基金管理会社（運用会社）を加えた3社と言える。中でも銀行の投信窓販は投信販売金額の全体の6~7割を占めており、圧倒的な販売力を有している¹⁰。中国の投信市場は銀行の投信窓販と追加型投信の販売が解禁された2001年以降、急速に拡大し、2010年末の投信残高は2001年末に比べ約30倍の2兆4,889億元（約30.6兆円）¹¹となっている（図表5）。特に、国内に計6万超の支店を構える四大国有商業銀行（中国銀行、中国工商银行、中国農業銀行、中国建設銀行）の存在感は大きく、幅広い投資家の資産を囲い込み、貯蓄から投信へと中国の投信市場の成長に大きく貢献していると言える。こうした銀行の投信窓販チャンネルは元本保証型投信の拡大にも大きな役割を果たし、引き続き、同投信の拡大に寄与するものと思われる。

図表5 中国の投信残高とファンド数の推移



（出所）Wind 資訊等より野村資本市場研究所作成

⁹ 「証券投資基金暫定弁法」（2011年6月9日公布）で、独立系アドバイザーおよび外国銀行（現地法人）の投信販売申請を2011年10月1日より受け付けると発表。

¹⁰ 2011年3月28日付鳳凰網。

¹¹ 2010年末の邦貨換算については、2010年12月31日付中間レートに基づき、1元 = 12.3円として計算した。

3. ベンチマークを上回る運用パフォーマンス

三つ目は、ベンチマークを上回る運用パフォーマンスである。元本保証型投信は債券運用が大半を占めるため、上昇相場では株式型投信に比べ運用成果は見劣りするが、下落相場ではその反対となる。また、運用開始後の一定期間は債券運用で金利を蓄積するため、株式運用を開始するまでは運用成果が表れにくい特徴もある。しかしながら、長期的に見た場合、元本保証型投信の殆どがベンチマークである銀行の3年物定期預金金利を上回るリターンを上げており（図表4）、元本の保証に加え、このような好パフォーマンスが投資家のニーズを的確に捉え、資金の取り込みに大きく貢献しているものと思われる。

最後に

市場関係者によると、2011年4月25日時点で組成中の元本保証型投信は89本あり、その多くが年内に募集・設定される見通しである¹²。2011年6月末時点の投信残高全体に占める元本保証型投信の割合は2.1%に過ぎず、アイルランドとオランダを除く欧州のUCITS¹³適格投信市場の4%（2010年9月末時点、残高は約1,990億ユーロ（約22.7兆円））¹⁴と比較しても成長余力はまだ大きいと思われる。また、金融危機によって中国株式市場でも相場が下落したことを受け、高いリターンから安全性・安定性へと投資家のニーズがシフトしつつあることや、元本保証型投信がインフレのヘッジ手段として注目を集めていることも、同投信の成長に寄与していくものと思われる。

一方、投資対象は株式や債券、株価指数先物等に限定されているため、運用会社からは投資対象の拡大を求める声が上がっており、課題の改善や商品の多様化を通じて、今後、元本保証型投信がどのように成長していくか、引き続き注目される。

¹² 2011年4月25日付千華網。

¹³ UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）とは、一つのEU加盟国で認可を受ければ、欧州域内市場全域での販売が可能とされている投信のことを指す。林宏美「公表された欧州投資信託市場に関するグリーン・ペーパー」『資本市場クォーターリー』2005年秋号を参照。

¹⁴ 2011年3月21日付経済参考網。2010年9月末の邦貨換算については、2010年9月30日付中間レートに基づき、1ユーロ=114.2円として計算した。