

2016年8月10日 全8頁

# 中国本土・香港ファンド相互承認制度の現状

## 香港ファンドの堅調な販売実績の背景、QDII商品等との比較

金融調査部  
研究員 中田 理恵

### [要約]

- 昨年7月より中国本土・香港間のファンドの相互承認制度が開始された。現時点では香港のファンドが6件、本土内での販売を承認されている。
- 中国本土では海外への投資需要が高まっており、中国本土内で販売される香港のファンドは堅調な売れ行きとなっている。
- 既存の海外投資ルート（QDII商品やストックコネクト）と比べ、取引参加ハードルが低く、資本規制に柔軟性があるといった点も販売が堅調な一因であろう。
- 今後も本土内の個人投資家に対して海外投資ルートの拡充が実施される予定である。相互承認制度による香港ファンドの提供は本土内の個人投資家にとって海外投資のノウハウを学ぶ糸口となり得る。また、同時に日本の投資信託業界にとっても、中国の個人投資家の資金を取り込む好機となり得るのではないかと見られる。

### はじめに

昨年7月より中国本土・香港間のファンドの相互承認制度が開始された。中国本土または香港で販売されているファンドを相手地域（香港のファンドなら中国本土での販売、中国本土のファンドなら香港での販売）で販売することを可能とする制度である。当制度は香港を最終親会社の所在地としないファンド運用会社であっても承認を得ることが可能であるため、わが国の投資信託業界にとっても中国の個人貯蓄を取り込む機会となり得るものであろう。ここもと人民元安等の影響を受けて中国本土では海外への投資需要が高まっており、中国本土内で販売される香港のファンドは堅調な売れ行きとなっている。

本稿では中国本土・香港ファンド相互承認制度の概要を述べるとともに、既存の中国本土内個人投資家の海外への投資ルート（QDII商品や上海・香港ストックコネクト、詳細は後述）との比較を行う。

## 1. 中国本土・香港ファンド相互承認制度とは

中国本土・香港ファンド相互承認制度とは2015年7月に新たに開始された制度である。前述の通り、当制度は中国本土または香港で販売されているファンドを相手地域（香港ファンドなら中国本土での販売、中国本土のファンドなら香港での販売）で販売することを可能とする。

当制度の目的として中国本土の証券監督管理委員会（以下、証監会）は①本土内投資家に中国本土外のファンドを提供することで先進的な投資管理の経験を学ぶ機会を与える、②本土内のファンドを香港で販売することで、海外の資金を本土内に引き入れる、③本土内のファンドの規範化と国際化を助け、国際競争力を高める、といった内容を掲げている。香港金融管理局は①資産運用業界と投資家に新たなビジネスと投資の機会を提供、②香港のアジア太平洋地域におけるアセットマネジメントセンターとしての地位の底固め、③長期的にはアジア域内での資本の移動をより自由にする、アジアの貯蓄がよりアジア内の投資ニーズを満たすようにする、等の目的を掲げている。

香港のファンドが中国本土内での販売承認を経る過程は以下の通りである。なお、中国本土内のファンドの香港での販売承認についても概ね同様の過程である。

まず、香港のファンドが相互承認制度の適用を受けるためには、運用会社に対する条件と、ファンドに対する条件が設定されている（図表1）。ファンド運用会社に関しては香港にて登録、経営しており、他の地域に資産の管理機能を譲渡していないこと等が求められる。なお、香港を最終親会社の所在地としないファンド運用会社であっても、承認を得ることが可能である。また、ファンドについては設立1年以上、かつ資産規模が2億元以上、本土内を主要な投資先としないことが求められる。承認を希望する場合は、中国証監会に対し申請書類を提出する。中国証監会は提出された書類を基に承認の是非を判断する。

現時点において中国本土内で販売が承認された香港のファンド数は6件、香港での販売が承認された中国本土のファンド数は42件となっている。承認を得た香港のファンドは図表2に一覧で記載している。

**図表1 相互承認制度における主な承認条件**

運用会社 に関して	<ul style="list-style-type: none"> <li>・香港にて設立、運営されており、香港金融管理局の批准を経て公開募集している。</li> <li>・香港金融管理局の監督を受けている</li> <li>・香港に登録、経営しており、香港における資産管理ライセンスを有する。</li> <li>・其他国家または地域にファンドの管理機能を譲らない。</li> <li>・直近3年または設立以来、香港金融管理局より重大な処罰を受けていない。</li> </ul>
ファンド に関して	<ul style="list-style-type: none"> <li>・設立1年以上</li> <li>・資産規模2億元以上</li> <li>・中国本土を主要な投資先としない</li> <li>・中国本土内での販売額はファンドの総資産の50%以下</li> </ul>

（出所）中国証券監督管理委員会より大和総研作成

図表2 中国本土内での販売承認を得た香港のファンド一覧

承認日	ファンド名 (運用会社)	最終 親会社 所在国	ファンド 総資産額 2016年6月末 時点	運用対象
2015/12	Zeal voyage china fund (Zeal Asset Management)	香港	16.3 億元 (252.5 億円)	70%以上を香港の株式で運用、 本土内運用は20%以下に制限
2015/12	Hang Seng China H-Share Index Fund (Hang Seng Bank)	香港	8.7 億元 (135.7 億円)	ハンセンH株指数銘柄
2015/12	JPMorgan Asian Total Return Bond Fund (JPMorgan Asset Management (Asia) Inc.)	米国	185.5 億元 (2,879.9 億円)	アジアの低リスク債券
2016/02	JPMorgan Pacific Securities Fund (JPMorgan Asset Management (Asia) Inc.)	米国	22.6 億元 (350.8 億円)	アジア・オセアニアの 企業証券(株式等)
2016/02	建銀国際一國策主導ファンド (建銀国際資産管理有限公司)	中国	4.8 億元 (74.6 億円)	香港の上場株を中心に その他市場の株式、債券
2016/02	中銀香港全天候 中国ハイイールド債券ファンド (中銀香港資産管理有限公司)	中国	8.6 億元 (133.5 億円)	70%以上を、中国本土・香港・マ カオ・台湾の債券で運用

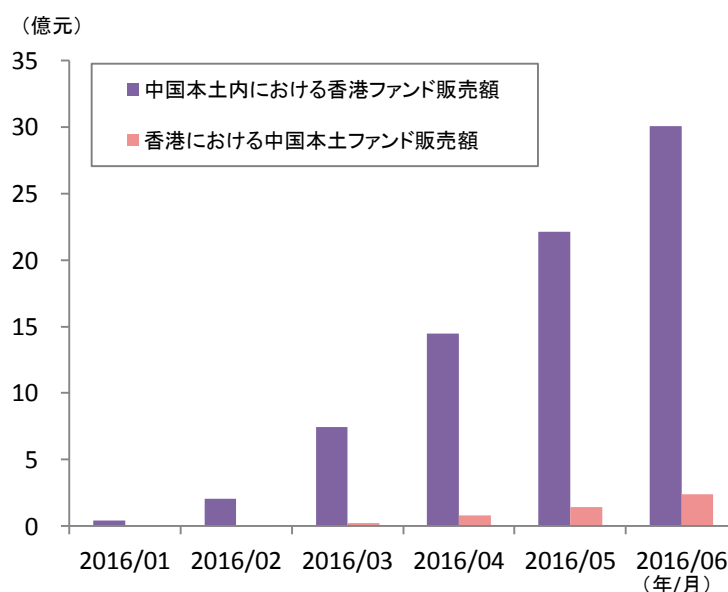
(注) 為替レートは2016年6月末時点の値で換算(1米ドル=6.65元、1香港ドル=0.86元、1元=15.4円)  
(出所) 中国証券監督管理委員会、各社目論見書、Bloombergより大和総研作成

## 2. 香港ファンドの堅調な販売実績とその背景

### (1) 販売状況は北熱南冷

ファンドの販売状況を見ると、香港ファンドの中国本土内での販売額は、中国本土のファンドの香港での販売額を大きく上回っている(図表3)。この状況は北熱南冷(北は中国、南は香港を指す)と呼ばれており、制度の開始以来続いている。

図表3 中国本土・香港相互承認制度にて承認を経たファンドの販売額

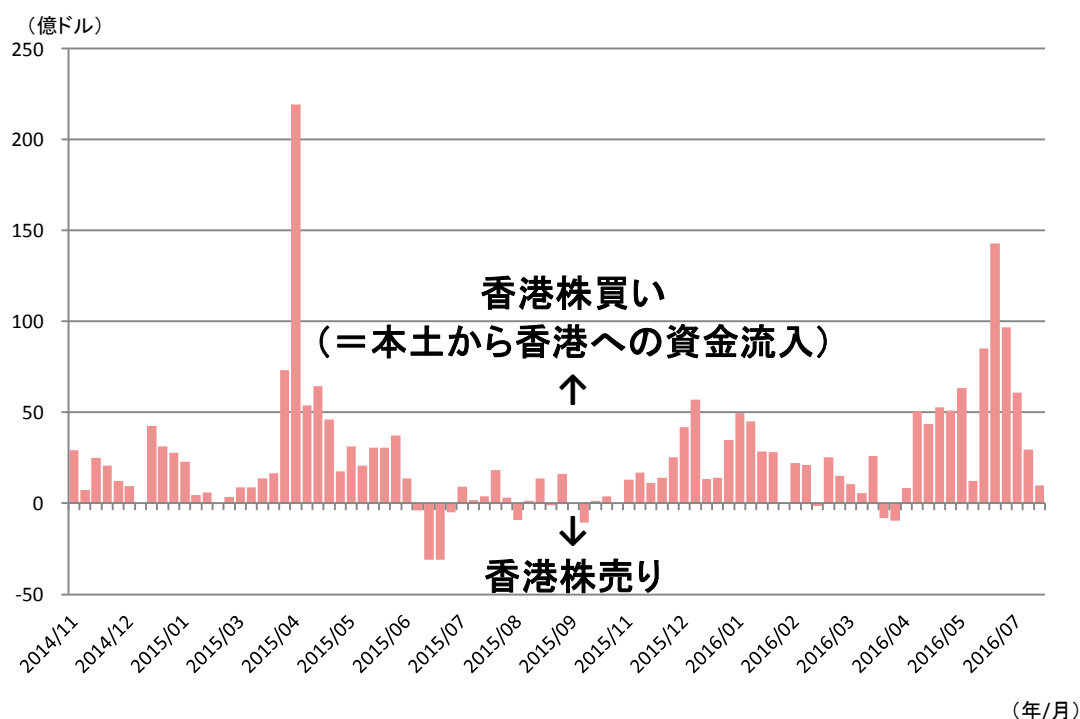


(出所) 中国国家外貨管理局より大和総研作成

## (2) 中国本土内における海外投資需要の高まり

香港ファンドの堅調な販売状況の背景には、中国本土内の投資家の海外投資意欲の高まりがある。足元では人民元が対米ドルで継続して下落しており、なおかつ本土内の上海・深セン株式市場は年初以来やや低調な状態にある。海外への投資が制限されている中国本土にて国内株式市場の代替的な投資先とされている不動産市場は、既にバブルの様相を呈している。こうした状況が中国本土内の投資家に海外投資を促したとみられる。上海・香港ストックコネクトを利用した両市場間の資金流出入状況からも中国本土から香港への資金流入が続いていることが分かる（図表4）。

図表4 スtockコネクトを利用した中国本土投資家による香港株の差引売買額（週次）



(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

## (3) 既存の海外投資ルートと比較した優位性

新たに導入された中国・香港ファンド相互承認制度の他にも、中国本土内の個人投資家が海外投資を行うことができる既存のルートは複数存在する。代表的なルートとしてはQD I I商品と上海・香港ストックコネクトが挙げられる。各制度は異なる資本規制や取引参加要件を有しており、こうした制度の差が香港ファンドの堅調な売れ行きの一因ともなっている。

## ①各海外投資ルートの特組み

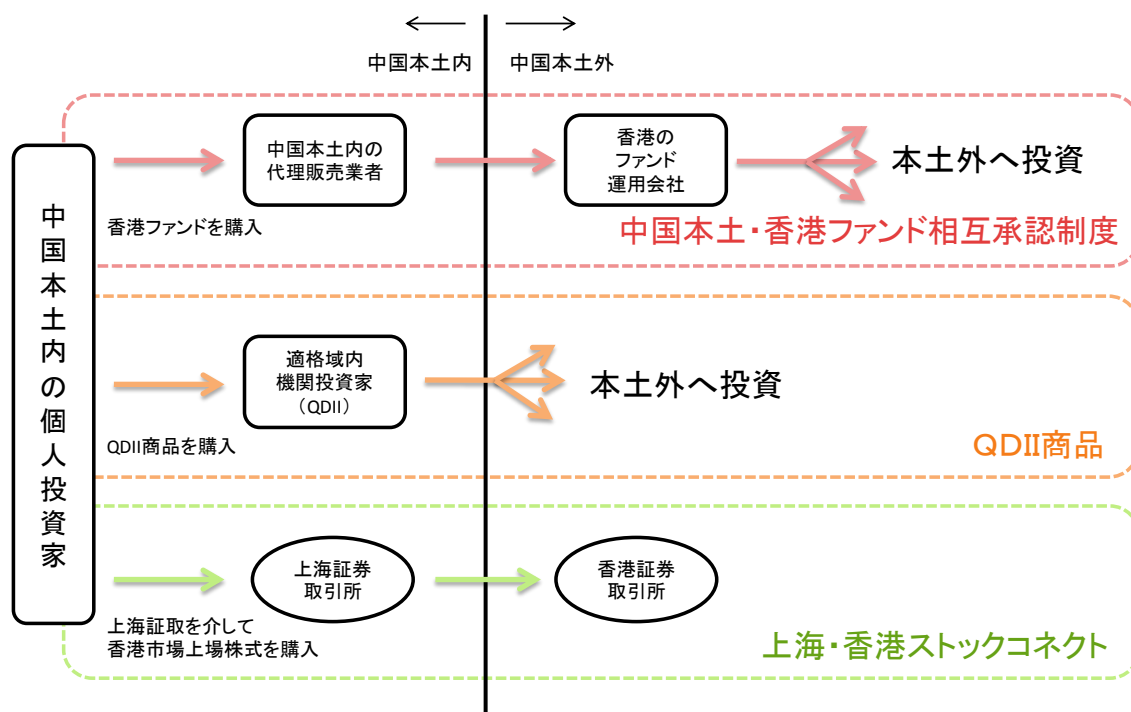
まず、投資ルートの比較をするにあたり、各制度の概要と特組みについて述べる。図表5は各投資ルートの特組みを示している。

中国・香港相互承認制度の概要は前述の通りである。中国本土内にて香港のファンドを販売する場合、香港のファンド運用会社は、中国証監会の認可を受けた中国本土内の公募ファンド運用会社またはカストディアンにファンドの代理販売を委託する。中国本土内の個人投資家は代理販売業者より香港ファンドを購入することで、香港のファンド運用会社を介して海外投資を行うことが可能となる。

QDII商品とは適格域内機関投資家（中国証監会から本土外へ投資することを認められた中国本土内の機関投資家、略称はQDII：Qualified Domestic Institutional Investor）が組成する投資商品である。適格域内機関投資家はQDII商品を購入した投資家から集めた資金で海外投資を行う。本土内の個人投資家はQDII商品を購入することで、本土内の機関投資家を介して海外投資を行うことができる。

上海・香港ストックコネクは上海証券取引所と香港証券取引所をつなぐ制度であり、本土内の個人投資家は上海証券取引所を介して香港証券取引所の上場銘柄の一部に投資を行うことができる。

図表5 中国本土内個人投資家の海外投資ルート



(出所) 大和総研作成

## ②中国本土・香港相互承認制度の優位性

相互承認制度により承認を得た香港ファンドが他の投資ルートと比較して優位な点としては、「取引参加ハードルの低さ」、「資本規制（投資額の規制）における柔軟性」、「本土外のファンド運用会社の海外投資経験への期待」等が指摘できる。

### (A) 取引参加におけるハードル

リスク管理等の観点から、当局は海外投資における資金面のハードルを一般的に国内投資商品より高く設定している。例えば、本土内の個人投資家がストックコネクトを利用する際には、証券口座及び資金口座に 50 万元（約 785 万円、1 元=15.7 円換算）以上の資産を有していることが要件である。また、一部の Q D I I 商品では最小投資額が定められている。個人投資家向けに販売されている主な Q D I I 商品は、銀行が組成する銀行系と、資産運用会社が組成する基金系に分かれる。銀行系 Q D I I 商品の最小投資額は 30 万元（約 471 万円）と定められており、個人投資家にとってはややハードルが高い。

一方で中国・香港ファンド相互承認制度においては制度固有の取引参加要件が設けられていない。中国・香港ファンド相互承認制度により販売される香港ファンドは最小投資額が 1 万元（約 16 万円）の商品もあり、より多くの個人投資家層の投資を期待できる。

### (B) 資本規制

ストックコネクトや銀行系 Q D I I 商品の投資ハードルが高いことは前述の通りである。しかし、基金系 Q D I I 商品は最小投資額の法的な制約がない。一方で、現状において基金系を含めた Q D I I 商品は供給不足状態にあり、希望しても購入できない場合がある。この問題には資本規制が関連している。

中国は急激な資本流出を防ぐため種々の資本規制を導入しているが、各海外投資ルートにおいても異なる方法で資本流出額、つまり海外への投資額を制限している。

Q D I I 商品では各機関投資家に対して海外投資額の上限を定めることで資本の流出を制御している。海外への投資額上限は国家外貨管理局により決定される。制度開始以来、当局は機関投資家からの申請に応じて投資上限額を逐次拡大してきたが、資本流出に対する懸念を受けてか 2015 年 3 月より投資額の上限の引き上げを停止している。このため、Q D I I 商品を組成する機関投資家の多くは海外投資額が既に上限に達しており、Q D I I 商品への需要がありながらも、新たな Q D I I 商品の提供やファンド（Q D I I 商品）の運用額の拡大が困難となっている。これにより、人民元安等を背景に海外投資需要が高まった際には、既存の Q D I I 商品に購入申し込みが集中し、機関投資家側はファンドの運用額を制限内に留めるために販売額を制限する状況が発生している。現地の報道に基づくと 6 月 30 日時点で販売されていた Q D I I 商品 155 銘柄のうち約 4 割、63 銘柄が販売を制限していた。

QDIIでは各機関投資家の個別の投資額に対し上限を設定していることに対し、中国・香港ファンド相互承認制度においては個別ファンドごとではなく、本土内で販売される香港ファンドへの総投資額に対する上限の設定を行っている。具体的には中国本土内の投資家による香港ファンドへの投資額の上限を3,000億元としている。現状では制度開始から間もないため3,000億元の上限まではまだ余裕があり、需要に応じて新たな商品の提供や、ファンドの運用規模の拡大が図れる状態である。なお、各ファンドの中国本土内での販売額はファンドの総資産の50%以下に制限されている。

また、ストックコネクトにおいては中国本土から香港市場への総投資額を2,500億元までに制限している。また急激な資金流出を防ぐため売買代金は1日105億元を上限としている。

### (C) 本土外運用会社への期待

相互承認制度におけるファンドの運用会社は香港に所在する本土外ของบริษัทである一方で、QDII商品のファンド運用会社は本土内の会社である。中国本土では海外投資を解禁してからまだ日が浅いため、本土内の運用会社は本土外の運用会社に対して投資経験がやや劣るとされる。このため、中国本土内の個人投資家は、香港ファンドに対し海外投資におけるノウハウを活かした投資実績に期待を寄せているようだ。

図表6 中国本土内個人投資家の海外投資における各ルートの規定比較（2015年7月末時点）

	相互承認制度における 香港ファンド	QDII商品	ストックコネクト
商品・制度 概要	中国証監会による承認を経て中国本土内で販売される香港のファンド	中国証監会よりQDIIの資格を得た中国本土内の機関投資家が組成する本土外への投資商品。  個人投資家が投資できる主なQDII商品は銀行系（銀行が組成）と基金系（資産運用会社等が組成）に分かれる。	上海証券取引所を經由して香港証券取引所の上場株式に投資できる制度
資金面 における 取引参加要件 (ハードル)	ファンド相互承認制度特有の法的規定はなし	銀行系QDII商品は 最小投資額 30万元 (約471万円)	証券口座及び資金口座に 50万元以上 (約785万円) の資産を保有
投資額制限	中国本土から香港ファンドへの投資額は3,000億元まで  各ファンドへの中国本土からの投資額合計はファンド運用額の50%まで	国家外貨管理局が各機関投資家に投資額上限を割り当てる  適格域内機関投資家への割当額合計は899.93億ドル	中国本土から香港市場への投資は総額2,500億元まで  売買代金は1日105億元まで。
投資先 の制限	中国本土を主要な投資先としない		・ハンセン総合大型株指数またはハンセン総合中型株指数の構成銘柄 ・A+H株（注2）

(注1) 為替レートは1元=15.7円換算

(注2) 中国A株市場、香港市場に同時上場し、かつ中国本土に登録している企業の株式

(出所) 中国証券監督管理委員会より大和総研作成

## おわりに

中国政府は今後も中国本土内の個人投資家が直接海外市場にアクセスできるような制度を更に拡充していく方針を示している。

具体的には個人投資家に対し海外投資を認める制度（適格域内個人投資家、Qualified Domestic Individual Investor、略称はQDII 2）や、本土内の個人投資家から集めた人民元資金で海外のヘッジファンドが本土外に投資することを認める制度（適格域内有限責任組合、Qualified Domestic Limited Partner、略称はQDLP）、深センと香港の証券取引所をつなぐ深セン・香港ストックコネクト等の導入が計画されている。

新たな海外投資ルートへの拡充が目論まれる一方で、本土内の個人投資家は依然として海外市場への投資経験が少ない。相互承認制度における香港ファンドの提供は中国本土内の個人投資家にとって海外投資のノウハウを学ぶ糸口となろう。また、同時に当制度は日本の投資信託業界にとっても、中国の個人投資家の資金を取り込む好機となり得るのではないかと。