



外国株式のマネジャー・ベンチマークについて（2）

区分	報告	対象範囲	外国株式（伝統的資産）
<p>エグゼクティブサマリー</p> <ul style="list-style-type: none"> 外国株式パッシブ運用のマネジャーベンチマーク(MSCI-ACWI及びEMERGING)は、引き続き中国A株を除く指数とする。 			
<p>バックグラウンド</p> <ul style="list-style-type: none"> 中国A株は、2018年5月末にMSCIの旗艦指数に組み入れられたが、規制上の問題が多いため、パッシブ運用のベンチマークからは除外し、1年後又はFTSE若しくはS&Pの旗艦指数に組み入れられる場合に、再度検討することとした。 FTSEは、2018年9月に、旗艦指数に中国A株を組み入れることを発表。 		<p>フィードバック期間及び検証方法</p> <ul style="list-style-type: none"> フィードバック期間：四半期 検証方法：中国A株を含む指数と除く指数とのリターンの差を計測 	
<p>戦略プラン</p> <ul style="list-style-type: none"> S&Pの旗艦指数に中国A株が組み入れられることとなった場合、又は規制の枠組みが大幅に変更されることとなった場合に、対応方針を再度検討。 		<p>便益及びリスク</p> <ul style="list-style-type: none"> 便益：規制リスク及び流動性リスクの回避 リスク：機会収益の逸失 <p>KPI</p> <ul style="list-style-type: none"> 中国A株を含む指数と除く指数とのリターンの差 <p>その他</p> <ul style="list-style-type: none"> なし 	

これまでの経緯

- 中国A株は、2018年5月末からMSCIの旗艦指数に組み入れられているが、以下の規制上の問題があるため、機械的に購入せざる得ないパッシブ運用のマネジャーベンチマークからは除外し、1年後又はFTSE若しくはS&Pの旗艦指数に中国A株が組み入れられた場合に対応方針を再検討することとした。^{※1}
 - ① 売買が停止される銘柄が多く、その適用も恣意的であること。
 - ② ストックコネクト^{※2}は、市場全体のネットの買越／売越額に上限があり、個々の運用受託機関では対応できないこと。
 - ③ QFII^{※3}とRQFII^{※4}の認可には時間がかかり、十分な投資枠を確保できない可能性があること。

※1 機動的な対応が可能なアクティブ運用のマネジャーベンチマークについては中国A株を含む指数とし、運用受託機関に付加価値の獲得機会を与えるとともに、GPIFとして各運用受託機関の投資行動を比較・分析することとした。

※2 投資家が香港市場で株式の売買を発注し、その発注を香港証券取引所が上海または深圳市場に取り次ぐ制度。資金は香港のオフショア人民元で決済。

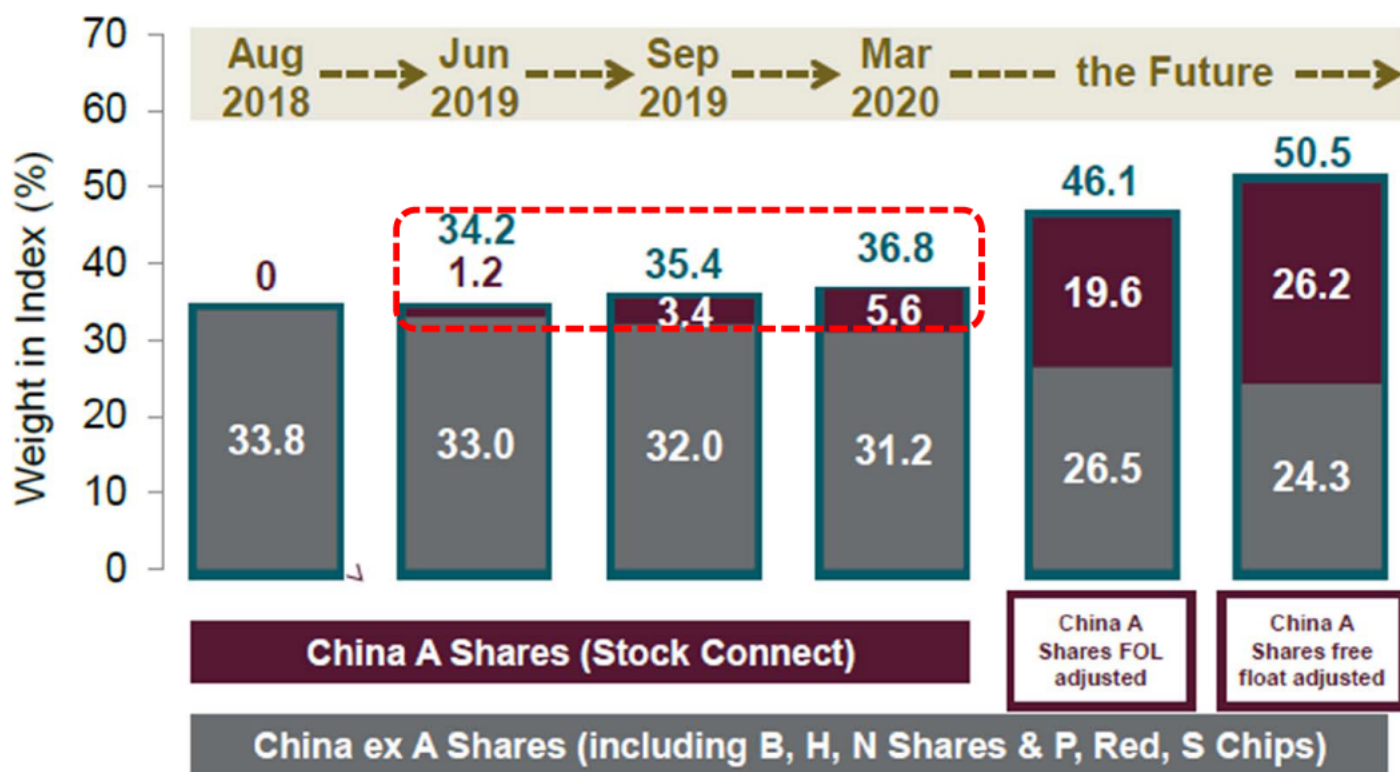
※3 投資家が上海または深圳市場で株式の売買を発注し、中国本土のオンショア人民元で資金を決済するための投資枠(QFIIはQualified Foreign Institutional Investorの頭文字)。

※4 投資家が上海または深圳市場で株式の売買を発注し、香港のオフショア人民元で資金を決済するための投資枠(RQFIIはRenminbi Qualified Foreign Institutional Investorの頭文字)。

FTSEによる中国A株組み入れ

- FTSEは、2018年9月、旗艦指数に中国A株を組み入れることを発表（実際の組み入れは2019年6月末から段階的に実施）。
- 組み入れ銘柄は、FTSE China A Stock Connect All Cap Indexのうち、中小型株を含む投資可能ユニバースの25%。組み入れは2019年から2020年の間に3回に分けて実施。

＜FTSEの中国A株組み入れの予定＞



出所：FTSE

MSCIによる中国A株組み入れ

- MSCIは、旗艦指数に組み入れる中国A株を中小型株にまで広げ、組入比率を浮動株調整済み時価総額のかから段階的に引き上げる方針について、投資家等にコンサルテーションを実施中。

<中国A株組み入れによる比率の変化>

中国A株除外によるパフォーマンスへの影響

- MSCIの旗艦指数に中国A株が組み入れられた2018年5月末以降、中国A株は大きく下落。
- ただし、MSCI ACWI（除く日本）における中国A株の割合は（2018年12月末）に過ぎないため、パフォーマンスへの寄与は0.01%に留まる（2018年6月～2018年12月末）。

<中国A株組み入れによるMSCI ACWIへの影響>

(2018年5月以降の月次リターン、%)

	MSCI ACWI(円・税考慮)		
	除く日本 ・中国A株	除く日本	A株除外効果
	(A)	(B)	(A)-(B)
2018/5/31	0.000	0.000	0.000
2018/6/30	1.602	1.597	0.005
2018/7/31	4.350	4.348	0.002
2018/8/31	-0.074	-0.077	0.003
2018/9/30	2.692	2.695	-0.003
2018/10/31	-7.988	-7.990	0.002
2018/11/30	2.223	2.222	0.001
2018/12/31	-10.180	-10.184	0.004
累積	-	-	0.014

売買停止の状況（１）

- MSCIが定義する投資ユニバースにおいては2015年をピークに売買停止件数が徐々に減少しており、2018年9月時点では小型株の2件のみにとどまっている。
- 上海・深セン証券取引所は売買停止の規制強化に関するガイドラインを発表しており、今後も規制強化が進めば売買停止問題の解消につながる可能性も考えられる。

<2018年12月28日交付 売買停止ガイドライン>

上海証券取引所	深セン証券取引所
<ul style="list-style-type: none"> • 売買停止期間は10営業日を超過しないこと • 政府関連銘柄は、25営業日を超過しないこと • 売買停止期間を開示すること 	

売買停止の状況（2）

- 保有銘柄が売買停止となった場合、投資家は市場外で売買する必要があるが、ストックコネクトでは市場外取引は不可能。また、指数ウェイトの大きい銘柄が突然売買停止となった場合、トラッキングエラーが拡大するリスクがある。

<指数組み入れ銘柄が取引所で売買停止となった場合の対応方針>

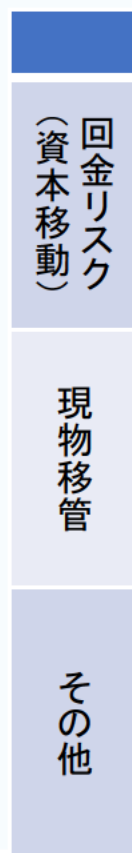
	対応方針	備考
MSCI	<ul style="list-style-type: none"> 売買停止が50日に達した場合、指数から除外する。 	<ul style="list-style-type: none"> 50日以内に売買が再開された場合も、その後1年間は銘柄は指数に組み入れない。
(参考) FTSE	<ul style="list-style-type: none"> 毎年12月時点で、直近12ヶ月に60日以上売買停止となった企業を指数から除外する(60日連続でなくても、通算の売買停止が60日以上になると除外対象)。 	<ul style="list-style-type: none"> 60日の猶予期間の根拠は、(1)企業に売買停止状態から抜け出すための期間を設ける。(2)投資家にアロケーションの調整をするための期間を設けるため。

ストックコネクトの状況（１）

- 2018年5月にストックコネクトの純購入額の上限が4倍に拡大し、MSCIの組み入れに伴う中国A株の取引についても特段の問題なく実施された模様。
- ただし、依然として当局の介入可能性が指摘されるほか、現物移管の実施実績が乏しいことや決済サイクルがT+0と短いこと等、実務上の課題も多く残されている。

<1日当たり純購入額上限と実際の取引（香港上海間）>

<カストディアンのコメント>



ストックコネクトの状況（2）

- MSCI組み入れ開始に伴いストックコネクトでは約93億元の買付需要が発生するとされていたものの、実際の純買付需要は約30億元と1/3程度の小規模に留まっていた模様。
- これまでの海外投資家による小規模な中国A株の組み入れではアクセシビリティの問題は顕在化していないが、中国A株への投資拡大や組入比率の拡大が行われた場合には流動性等の面で取引の障害が生じることが懸念される。

<組み入れ開始に伴う買付予想との差>

（金額の単位：百万元）

日付	買い付け需要予測	純買付需要	（金額の単位：百万元）	
			コネクトでの購入額	コネクトでの売却額
2018年5月31日	9,275	2,999	12,590	9,591
2018年8月31日	9,275	2,592	11,915	9,323

（資料）

QFII/RQFIIの状況

- スtockコネクTに次ぐアクセスプログラムとして挙げられるQFII/RQFIIにおいて、RQFIIの投資枠について2,000億元への拡大が行われたため、その有用性は改善したと評価できる。
- ただし、QFII/RQFIIによる投資実績は乏しくその改善が評価ができていないと評価が難しい。

<RQFIIの投資枠とRQFIIの利用額（単位：億元）>

	合意時期	RQFIIの投資枠	RQFIIの利用額
香港	2011年12月	200	3,076.37
	2012年4月	700	
	2012年11月	2,700	
	2017年7月	5,000	
台湾	2013年7月	1,000	3,072.15
シンガポール	2013年7月	500	
	2015年11月	1,000	
イギリス	2013年7月	800	
フランス	2014年6月	800	
韓国	2014年7月	800	
	2015年11月	1,200	
ドイツ	2014年7月	800	
カタール	2014年11月	300	
カナダ	2014年11月	500	
オーストラリア	2014年11月	500	
スイス	2015年1月	500	
ルクセンブルク	2015年4月	500	
チリ	2015年5月	500	
ハンガリー	2015年6月	500	
マレーシア	2015年11月	500	
タイ	2015年12月	500	
アラブ首長国連邦	2015年12月	500	
米国	2016年6月	2,500	
アイルランド	2016年12月	500	
日本	2018年5月	2,000	
合計	—	20,400	6,148.52

<RQFIIの投資枠取得は2019年に入ってから>

（出所）中国人民銀行、各種報道より

主要論点の評価と対応方針

論点	評価
売買停止の状況	MSCIの投資可能ユニバースでは売買停止件数はほとんど存在しないが、売買停止に伴う指数除外の損失は投資家が負担することに。
ストックコネクトの状況	1日当たり純購入額の上限が2018年5月に4倍に拡大したものの、実務上の課題が残されているほか、今後の投資額拡大や組み入れ拡大においても十分対応可能かどうかは見通し難い。
QFII / RQFIIの状況	日本の投資家向けのクォータは引き上げられたが、承認例が出たのは2019年に入ってから。また、当局の承認を得るためには依然として長期間にわたる承認手続きが必要。



対応方針

- 各論点につき、一部改善はみられるものの、依然として問題は残されており、引き続き状況を注視することとする。
- なお、S&Pの旗艦指数に中国A株が組み入れられることとなった場合、又は規制の枠組みが大幅に変更されることとなった場合には、対応方針を再検討することとする。

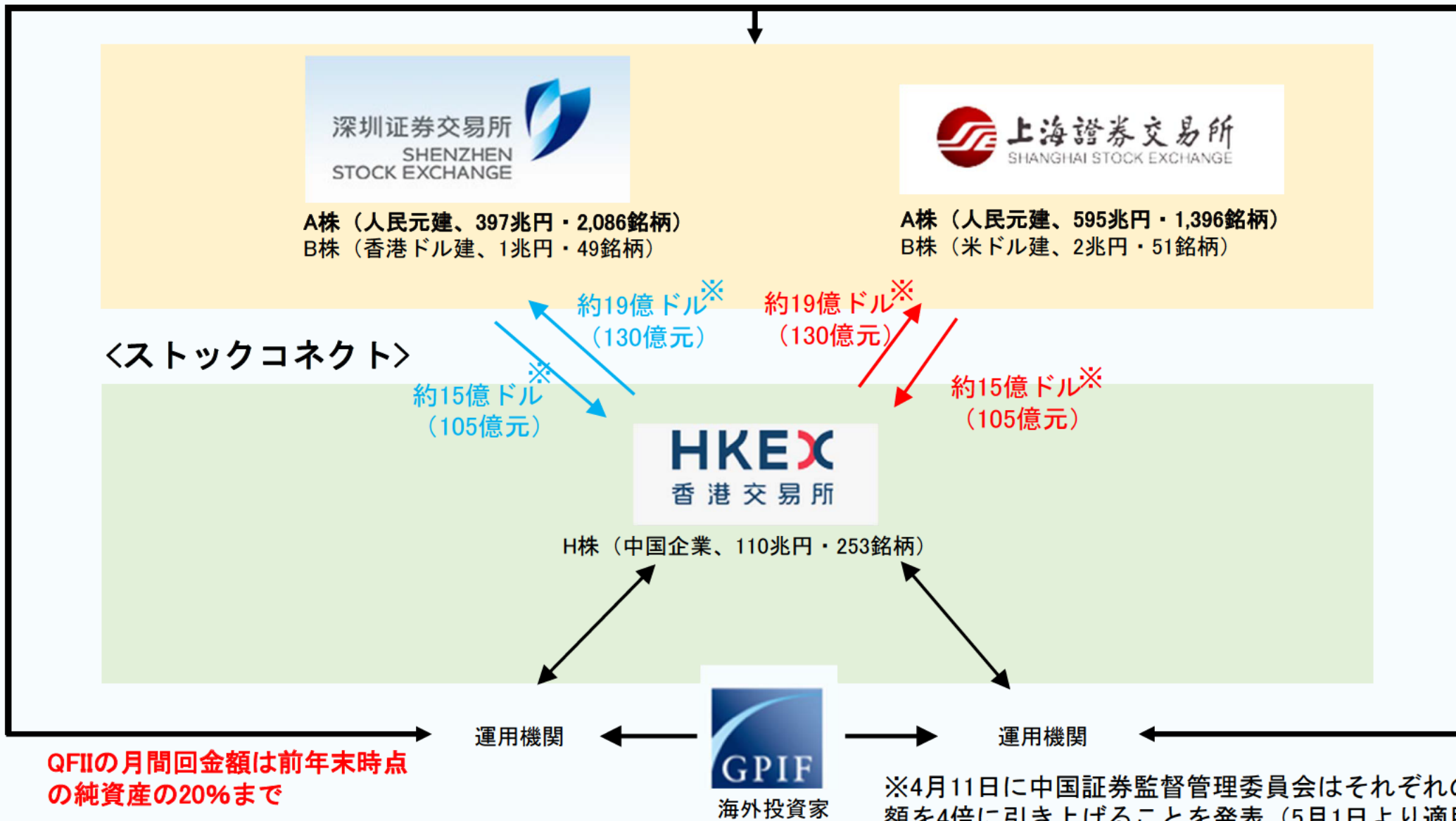
第9回経営委員会（2018（平成30）年4月26日開催）資料

外国株式のマネジャー・ベンチマークについて

区分	報告	対象範囲	外国株式（伝統的資産）
<p>エグゼクティブサマリー</p> <ul style="list-style-type: none"> 2018年5月末より、MSCIの旗艦指数に中国A株が組み入れられることとなったが、売買停止銘柄が多いこと、ストック・コネクト制度を利用した取引には上限規制があること、QFII / RQFII制度に基づく取引には中国政府による認可が必要であることから、機械的に購入せざるを得ないパッシブ運用のマネジャー・ベンチマークについては、中国A株を「除く」指数とする。 一方、機動的な対応が可能なアクティブ運用のマネジャー・ベンチマークについては、中国A株を「含む」指数とし、運用受託機関の付加価値の源泉を増やすとともに、その投資行動を分析することで、今後、対応方針を再検討することとする。 			
<p>バックグラウンド</p> <ul style="list-style-type: none"> MSCIは、自社の旗艦指数に中国A株を組み入れることについて、機関投資家にコンサルテーションを実施。GPIFは、流動性等の問題から懸念を表明。 MSCIは、2018年5月末に自社の旗艦指数に中国A株を組み入れることを決定。 		<p>フィードバック期間及び検証方法</p> <ul style="list-style-type: none"> フィードバック期間：四半期 検証方法：中国A株を含む指数と中国A株を除く指数とのリターンの差を計測 	
<p>戦略プラン</p> <ul style="list-style-type: none"> 1年後又はFTSE若しくはS&Pが自社の旗艦指数に中国A株を組み入れた場合には、対応方針を再検討する。 		<p>便益及びリスク</p> <ul style="list-style-type: none"> 便益：規制リスク及び流動性リスクの回避 リスク：機会収益の逸失 <p>KPI</p> <ul style="list-style-type: none"> 中国A株を含む指数と中国A株を除く指数とのリターンの差 <p>その他</p> <ul style="list-style-type: none"> なし 	

中国株式市場の概要

<QFII (オンショア人民元決済), RQFII (オフショア人民元決済)>



これまでの経緯

- MSCIは、2013年から投資家に対して、MSCI-ACWIに中国A株を組入れるべきかコンサルテーションを実施。この時は、市場のアクセシビリティの懸念を背景に反対した機関が多数であった。
- その後、中国は2014年11月に**ストック・コネクト・プログラム**[※]を開始。この結果、香港市場経由で上海市場に上場している一部の中国A株へのアクセスが可能となった。また、2016年11月には、深圳市場に上場している一部の中国A株にアクセスすることが可能になるなど、アクセス条件を改善してきている。
- このような取り組みによって、現在中国本土1,400以上の銘柄が2つのコネクト制度を通じてアクセス可能となっている。



2017年6月、MSCIは、中国A株が組入れ基準を満たしたことから、**2018年5月末以降段階的にMSCI-ACWI 及びMSCI-EM に中国A株を組み入れることを決定。**



GPIFは、特にパッシブ運用機関からの反対意見が多かったことから、組入れに懸念を表明したが、今般のMSCIの組入れ決定により、ベンチマークへの影響があることから、中国A株の組入れの是非について検討を行ってきた。

※他の市場から中国A株へのアクセスが可能となるプログラム

コンサルテーションへの対応と指数の今後

- MSCIは、2013年にコンサルテーションを開始して以降、市場のアクセシビリティへの懸念を背景に3年間中国A株の組入れを留保してきたが、ストックコネクトの導入を背景に、2017年6月に中国A株組入れを決定。2018年5月末以降MSCI-ACWI及びMSCI-EMは、中国A株を含む指数となる。
- MSCIは、中国A株に投資を行いたくない機関投資家も依然として存在することから、中国A株を除いた指数も同時に提供する予定。

<MSCIの動向及びGPIFの対応>



中国A株組み入れによる影響

- 当初は大型を中心とした225銘柄が指数に採用。組み入れは225銘柄の時価総額のうち とするとし、MSCI-EM指数の中で約 シェアになることを想定。
- その後、期限は定められていないが、MSCI-EM指数の に順次拡大する見込み。

<中国A株組入れによる比率の変化>

中国A株をベンチマークに 組み入れることのメリットとデメリット

	メリット	デメリット
パッシブ運用	<ul style="list-style-type: none"> 中国の経済成長の恩恵を、βドライバーとして享受できる。 実際の運用によってノウハウの蓄積が可能。 	<p>現状のQFII・RQFII・ストックコネクットの制度では流動性に支障を来たす可能性。</p> <p>銘柄入れ替えの際に、ストックコネク트가混み合い、取引が困難になる可能性。</p> <p>可能性は低いが、資本規制により回金が困難になる懸念がある。</p>
アクティブ運用	<ul style="list-style-type: none"> 中国の経済成長の恩恵を、αドライバーとして享受できる（現状、ロングは出来るが、ショートはできない）。 実際の運用によってノウハウの蓄積が可能。 運用機関の能力次第で、流動性制約や回金の問題を回避できる可能性。 	<p>現状のQFII・RQFII・ストックコネクットの制度では流動性に支障を来たす可能性。</p> <p>可能性は低いが、資本規制により回金が困難になる懸念がある。</p>

中国A株に関する各社の見解

	会社名	組入れ是非	理由
インデックス・ベンダー	MSCI	○	QFII、RQFII、ストックコネクットの導入によって旗艦（フラグシップ）指数の適格性要件をクリア。
	FTSE	×	資本規制等の要因で旗艦（フラグシップ）指数としての適格性を満たしていない。
	S&P（SPDJ）		
パッシブ運用受託機関		△	基本的には賛成だが、資本移動規制や売買停止については問題意識がある。
		△	基本的には賛成だが、資本移動規制や売買停止については問題意識がある。
		×	資本移動規制、実務上の問題、売買停止の観点から中国A株には反対。
		×	時期尚早。中国A株は、資本規制の観点から実務上、他の市場と比べて異なるため。
アクティブ運用受託機関		○	ストックコネクット導入により、中国A株市場には前進がみられる。
		○	当初組入れ銘柄のウェイトは小さい。資本規制等についても、ストックコネクットの範囲で対応可能。
運用コンサルタント		○	中国A株は投資機会が非常に大きく、市場網羅性を考えた場合も無視できない規模の市場。
		×	中国市場の重要性は無視できないものであるが、インデックス上のウェイトは微小であり、当面、組入れを延期して、慎重に検討することが可能。

GPIF 執行部としての対応

- 売買停止銘柄が多いこと、ストック・コネクト制度を利用した取引には上限規制があること、QFII / RQFII 制度に基づく取引には中国政府による認可が必要であることから、機械的に購入せざるを得ないパッシブ運用のマネージャー・ベンチマークについては、中国A株を「除く」指数とする。
- 一方、機動的な対応が可能なアクティブ運用のマネージャー・ベンチマークについては、中国A株を「含む」指数とし、運用受託機関の付加価値の源泉を増やすとともに、その投資行動を分析することで、今後、対応方針を再検討することとする。

＜現状＞

	マネージャー・ベンチマーク	オフ・ベンチマーク投資
パッシブ運用	除く中国A株	認めない
アクティブ運用	<u>除く中国A株</u>	認める



＜2018年5月末以降＞

	マネージャー・ベンチマーク	オフ・ベンチマーク投資
パッシブ運用	除く中国A株	認めない
アクティブ運用	<u>含む中国A株</u>	認める

第9回経営委員会（2018（平成30）年4月26日開催）参考資料

ベンチマークに求められる要件

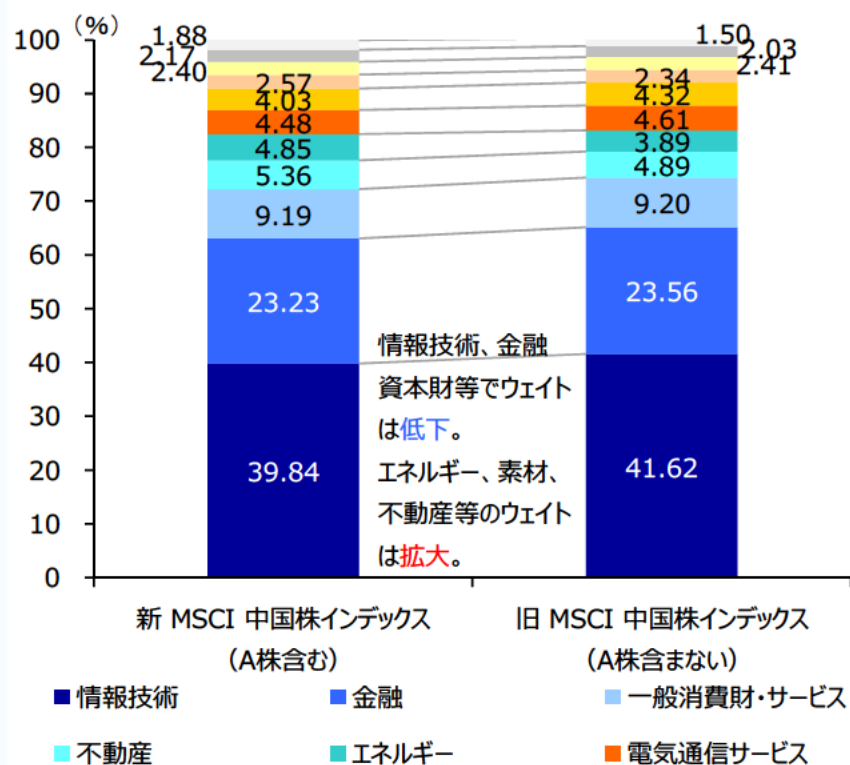
要件	内容	備考
網羅性 (completeness)	特定の証券が排除されていなければ意図しない結果が生じることから、 実行可能な投資機会があまねく網羅されているべき である。網羅性のないBMは投資家のみならずアクティブ運用者の評価にとっても好ましくない結果を生み出す。	長期投資家として基本資産配分を策定するプロセスでは、網羅性に加えて 長期データの存在も重要
再現性・投資可能性 (investability)	一般的な投資家であっても投資機会が捉えられるよう、 取引が難しい、または不可能な証券の構成比は調整されるべき である。	多くの株式インデックスでは浮動株調整を実施
透明性・ガバナンス (clear, published rules and open governance structure)	フロントランニングや特定の運用者が他者より優位にならないよう、 明確で透明性の高いルールに基づき構築されるべき である。	多くのインデックスベンダーでは、IOSCOによる金融ベンチマーク原則の遵守を公表
正確性・利便性 (accurate and complete data)	一般的な投資家であってもBMの複製、変化の把握や予見ができるよう、正確なデータとアクセスが担保されているべきである。また、タイムリー、かつ繰り返し利用できる信頼性の高いデータが具備されているべきである。	-
普及性 (acceptance by investor)	多くの投資家に安定的に受け入れられ、継続的な改善が期待できるほうが望ましい。	-
関連商品の充実 (availability of crossing opportunities, derivatives, and other tradable products)	デリバティブ等の関連商品が充実しているほうが望ましい。	-
(低回転率・低コスト) low turnover and related transaction costs	インデックス運用の観点から低コストで低回転率を実現しているほうが望ましい。(網羅性と再現性のバランスが取れていることが望ましい)	-

出所：ラッセル・インベストメント

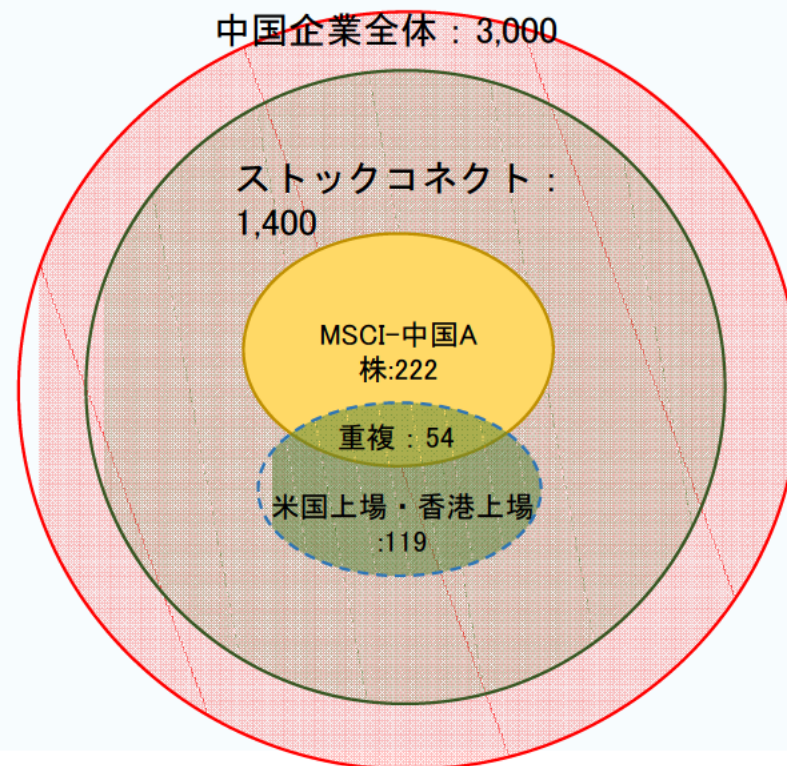
メリット（１）～ 網羅性・効率性の向上

- 新興国指数はITセクターと金融セクターに偏りがある。当法人ではバランスよく経済成長の果実を獲得するため、2016年にIFCと共同投資協定を結び、新興国の非上場株式への投資を開始。
- 中国A株の組入れによって、ITセクターや金融セクターのバイアス是正に一定の効果が期待。
- 中国A株の組入れで、新たに163銘柄へのアクセスが可能となり、より幅広い分散効果が期待。

〈セクターバイアスの是正〉



〈投資対象の拡大〉



メリット（２）～ 網羅性・経済合理性

- 株式の投資収益率を理解する上で、経済ファンダメンタルズは重要な収益源泉。中国A株を組入れることで、その成長の恩恵をより享受することが可能。長期的にはポートフォリオのリターン改善が期待される。

図表11:新興国と中国の主要なリターン要因としての成長率

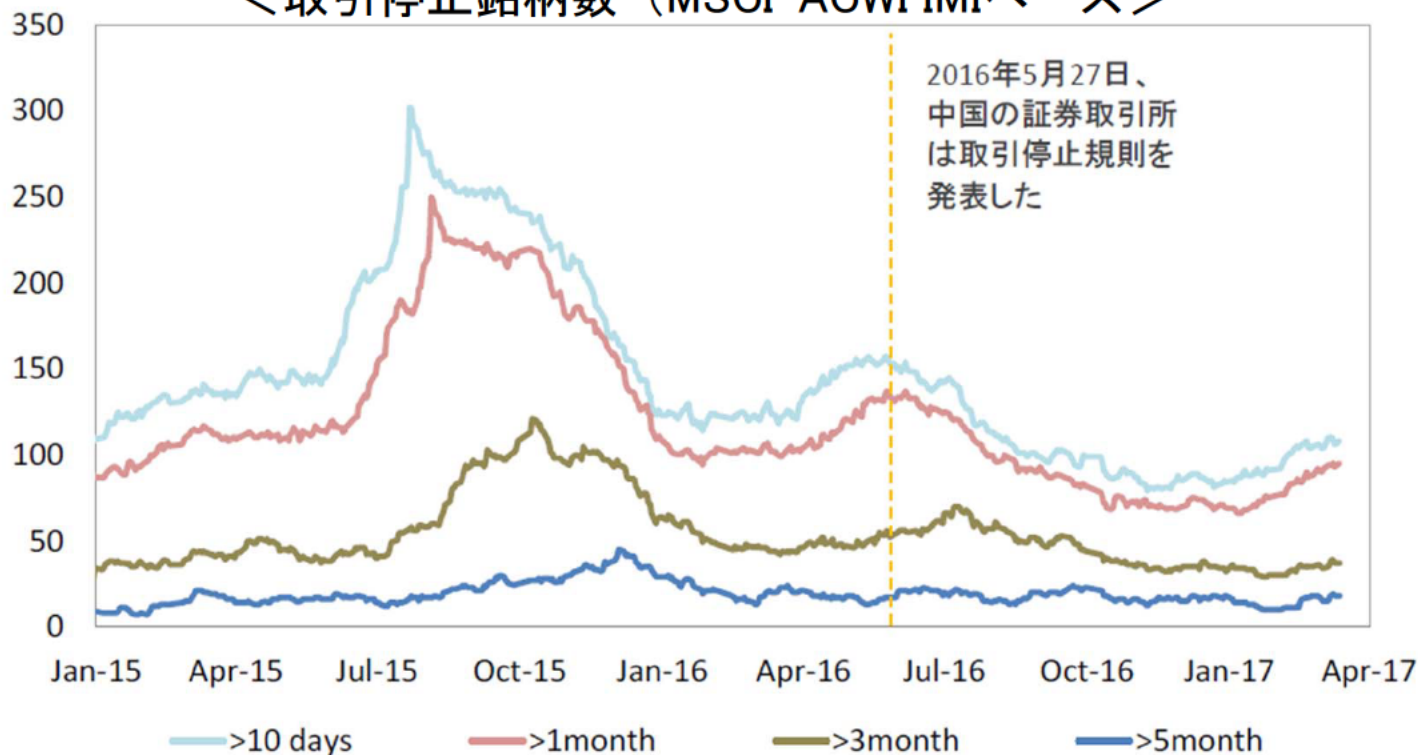
デメリット（１）～再現性・投資可能性

課題		説明
①	売買停止の問題	他の市場より 売買停止の銘柄が多い 。
②	事務上の問題	決済日が (T+0) となるため、 事務上問題 が出てくる可能性がある。(T+0)は他の市場と違い、約定して数時間内に運用指図をしないとイケない。
③	売買コストの問題	組入れウエイト()と比較して、採用銘柄数(231銘柄)が多い。
④	売買不可	QFII取得はハードルが高く、 実質ストックコネクートの制約下でなければ株式を売買できない （深圳コネクト、上海コネクトでは、アクセス銘柄、取引量等に制約がある）。
	資本規制	1日あたりの取引量（クォーター）上限が 香港⇒本土約19億ドル、本土⇒香港約15億ドル に設定されている。組入れに伴う 取引量の増加は流動性の枯渇 を引き起こす可能性。
	手続きが不明確	ストックコネクトを活用するための 手続きが不明確 。

デメリット（２）～ 売買停止

- MSCIが2013年に中国A株に関するコンサルティングを行った結果、売買停止企業が100～300銘柄と他市場多いことが判明。中国当局はこれらの結果を受け、2016年に取引停止規制を発表。その後、売買停止を行う企業は減少傾向。
- 一方、中国はインサイダー取引が横行していることから、依然として一定数の企業が、決算前に自主的に売買を停止している。

＜取引停止銘柄数（MSCI-ACWI IMIベース）＞



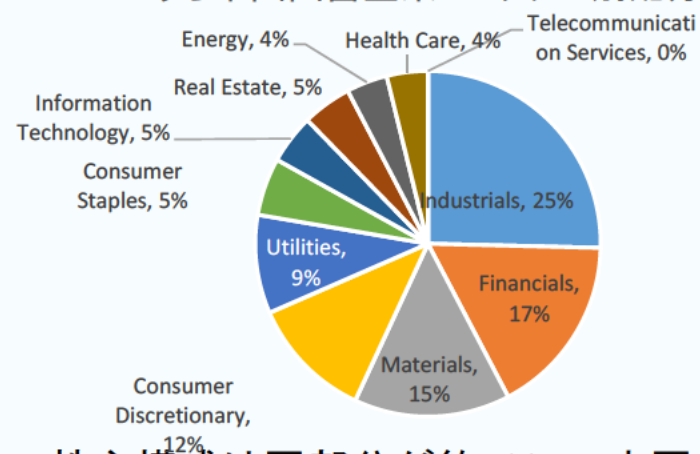
デメリット（3）～ 中国国営企業

- MSCIが5月末からMSCI-ACWI及びMSCI-EMインデックスに組み入れを検討している中国A株231銘柄のうち、約半分の130銘柄が中国国営企業（SOE：State Owned Enterprise）である。

○中国A株当初組入銘柄 SOE上位10銘柄（130銘柄の中から抜粋）

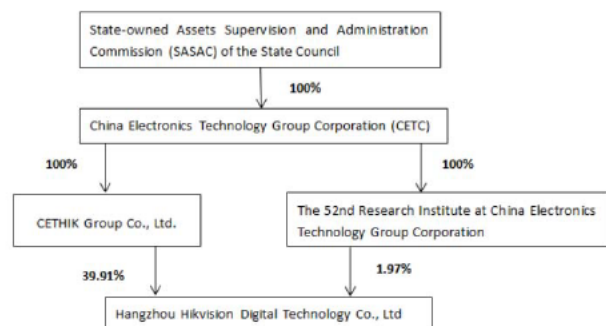
	企業名	セクター	当初組入率
1	KWEICHOW MOUTAI A (HK-C)	Consumer Staples	4.76
2	HANGZHOU HIKVIS A (HK-C)	Information Technology	1.92
3	WULIANGYE YIBIN A (HK-C)	Consumer Staples	1.53
4	CHINA STATE CON A (HK-C)	Industrials	1.42
5	SAIC MOTOR CORP A (HK-C)	Consumer Discretionary	1.36
6	CRRRC CORP A (HK-C)	Industrials	1.30
7	CHINA YANGTZE A (HK-C)	Utilities	1.24
8	BANK OF CHINA A (HK-C)	Financials	1.11
9	BAOSHAN IRON A (HK-C)	Materials	1.00
10	JIANGSU YANGHE A (HK-C)	Consumer Staples	0.99

中国A株当初組み入れ銘柄
うち中国国営企業 セクター別配分



- 中国国営企業の組入上位2番目のHangzhou hikvis社の事例では、株主構成は国部分が約41%、中国本土の民間の金融機関の保有分が約10%を占めている。

○Hangzhou hikvisの株主構成



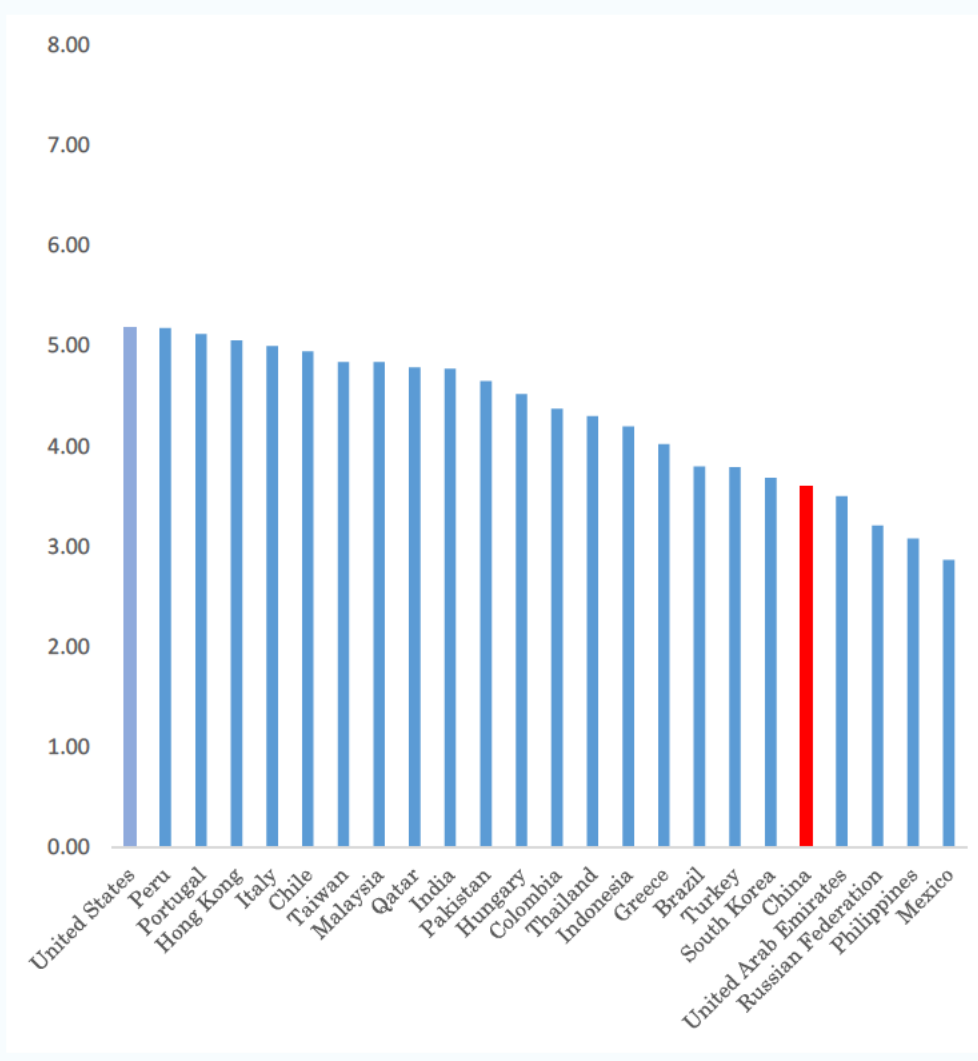
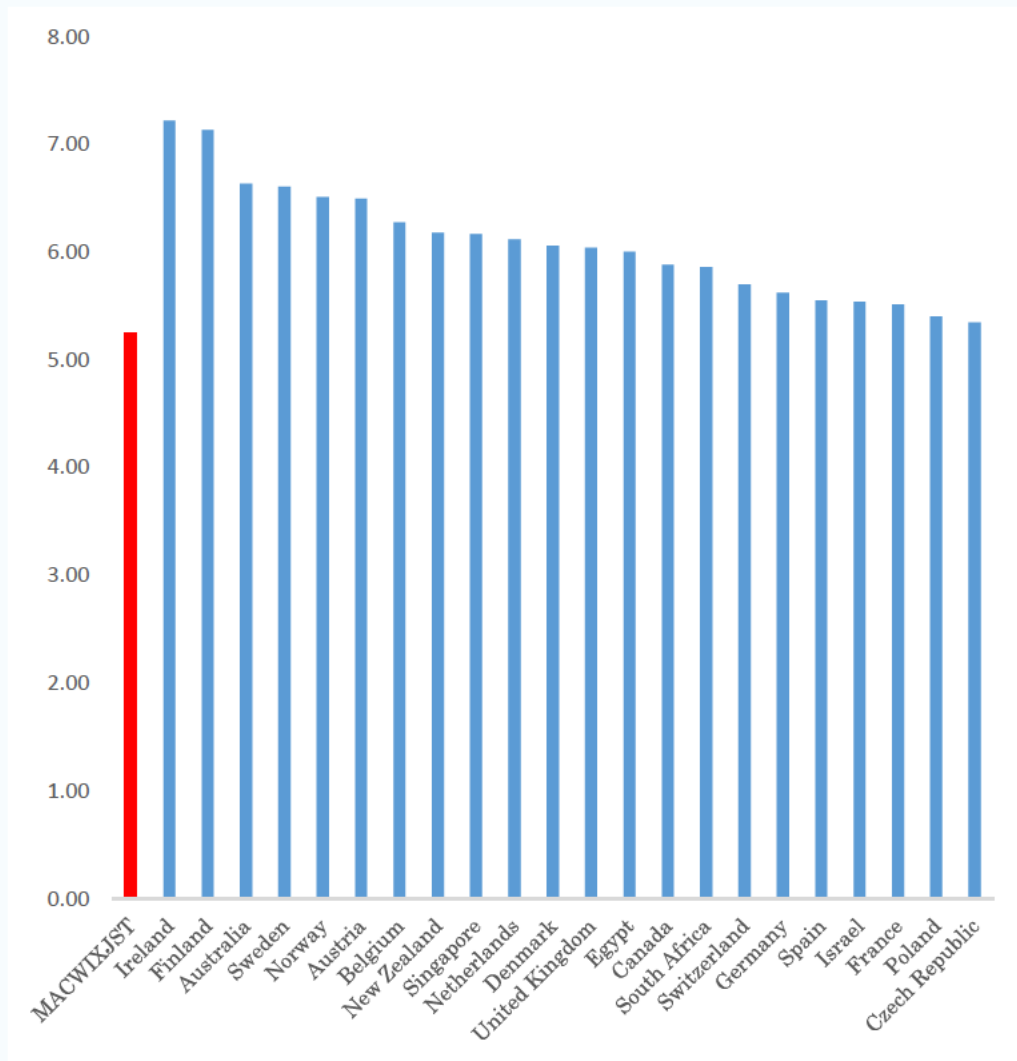
	株主名	株主種別	保有比率
1	China Electronic Technology HIK Group	State-owned corporation	39.91%
2	Gong Hongjia	Foreign individual	16.30%
3	Xinjian Weixun Investment Management Limited Partnership	Domestic non-stated owned corporation	6.38%
4	Xinjian Pukang Investment Management Limited Partnership	Domestic non-stated owned corporation	2.10%
5	UBS AG	Foreign corporation	2.02%
6	The 52nd Research Institute at China Electronics Technology Group Corporation	State-owned corporation	1.97%
7	Hu Yangzhong	Domestic Individual	1.34%
8	JP Morgan Chase Bank National Association	Foreign corporation	0.90%
9	Citic Securities	Domestic non-stated-owned corporation	0.74%
10	Zhejiang Orient Holding	Domestic non-stated-owned corporation	0.74%
	合計		72.40%

（出所）2016年の同社アニュアルレポートを基に市場運用部作成

中国企業のガバナンス評価

- 中国企業のガバナンス評価は、下から5番目（メキシコ、フィリピン、ロシア、UAEの次）。

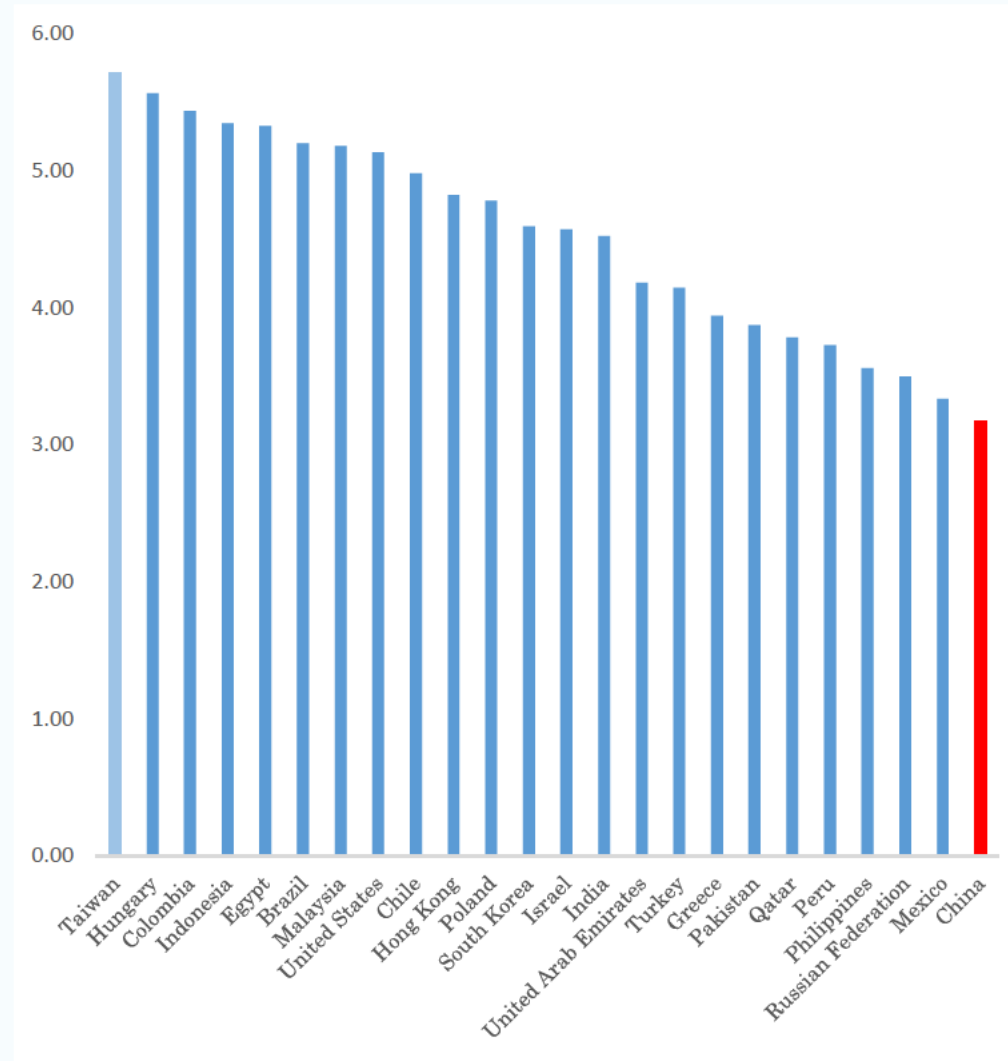
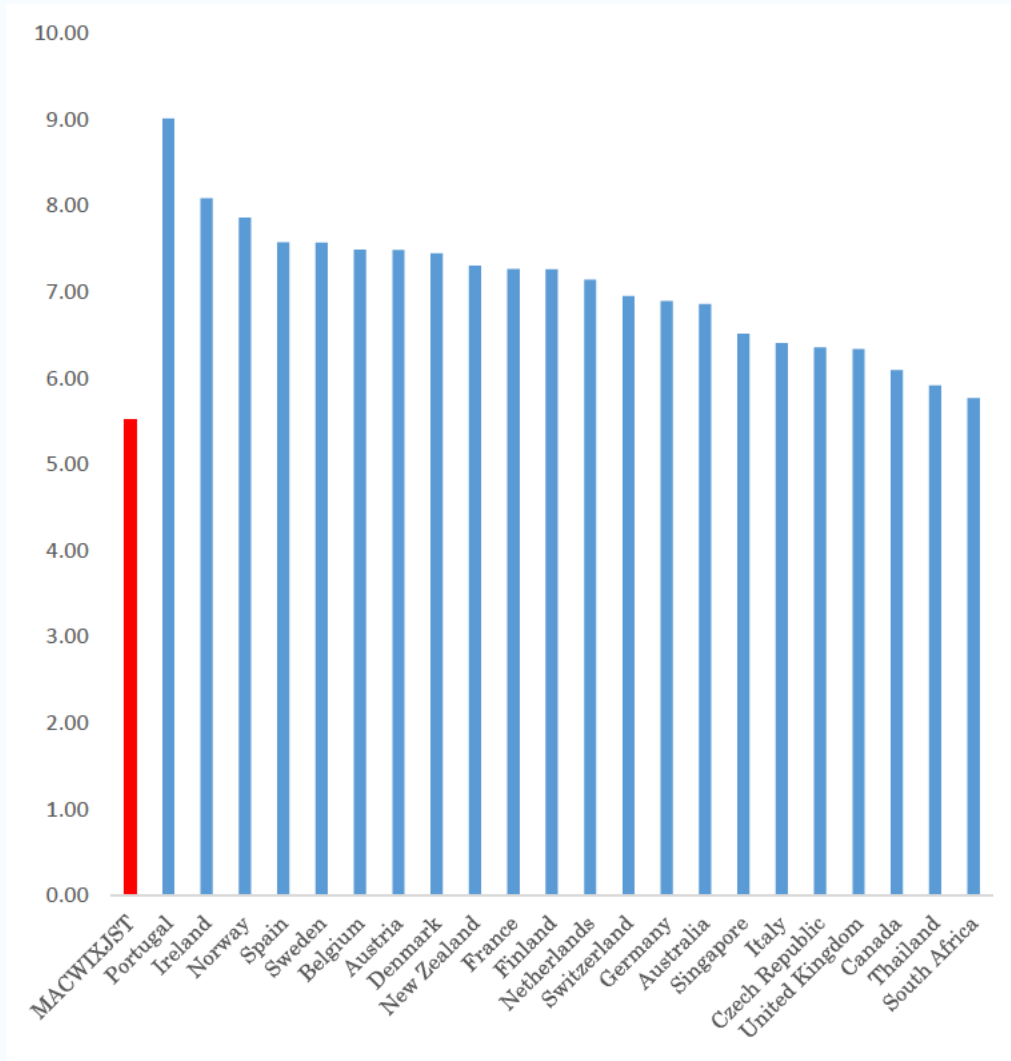
＜国別ガバナンス評価＞



中国企業のESG総合評価

- 中国企業のESG総合評価は、最下位。

<国別ESG総合評価>



MSCIの組入基準

MSCIのコンサルテーションに対する GPIFの対応実績

GPIF	MSCI
<ul style="list-style-type: none"> アクティブ運用、パッシブ運用で中国A株組み入れの意見が違う。パッシブ運用は一般的に否定的である。 	
<ul style="list-style-type: none"> コンサルテーションの結果発表後に、GPIFの運用受託機関がMSCIへ、強い懸念を示したことも聞いている。 	
<ul style="list-style-type: none"> GPIFの外国株式の約8割はパッシブ運用である。中国A株は、キャピタルコントロールにより、資金を回収できなくなるのは問題だ。 	
<ul style="list-style-type: none"> 中国A株を売却できず、資金を回収できなくなるリスクが発生した場合、MSCIはどのようにバックアップする計画なのか示してほしい。 	

MSCIのコンサルテーション先

- MSCI社の各指数に連動する資金内訳を見ると、パッシブに比べてアクティブのほうが圧倒的に多い。
- 特に、MSCI-ACWI指数はアクティブがパッシブの約7倍であり、アクティブ運用の意見のほうが、影響力が大きい傾向がある。

<MSCIの各指数連動資金>

	Active (百万ドル)	Passive (百万ドル)	全体 (百万ドル)	日本株が占める割合 (%)
全体	9,579,256	2,907,043	12,486,299	9.69
ACWI	2,829,048	418,443	3,247,491	7.94
EAFE	1,467,016	528,095	1,995,050	24.40
World	2,232,667	918,596	3,151,263	9.02
Europe	610,790	74,399	685,189	0
Asia	332,393	28,604	360,997	43.71
Other	397,661	270,502	668,164	9.02

出所：2017年6月末時点。MSCIよりGPIF作成

パッシブ運用受託機関の対応状況

2018年3月9日時点

運用機関名	利用を想定するプラットフォーム QFII/RQFII/ストックコネクト	中国A株 口座開設時期 ※	ヒアリングで確認された新たな事項
	ストックコネクト	3月末日処	-
	ストックコネクト	4月下旬	・ [] はQFII取得済。但し既存顧客でクォータを使い切っているため、利用できない。
	ストックコネクト	4月中旬	-
	ストックコネクト	4月中旬	・ [] は、QFII取得済であるものの、投信用である為、GPIFとの関係においては、投資一任用に別途設定が必要である。
	ストックコネクト	4月中旬	・ 約定決済がT+0(当日決済)であり、終値確定後の約定処理時間が資産管理銀行・カストディ銀行の営業時間外となることから、終値取引が利用できない(意図せぬTE上昇)。

※ [] より、中国A株の口座開設に要する期間は約1ヶ月とカストディアンから聞いているとの連絡があったが、一方で [] からインド株のように4~6ヶ月はかかると聞いており、口座開設については不確実性がある。

運用コンサルタントの見解

	メリット	デメリット
	<ul style="list-style-type: none"> 中国A株は投資機会として非常に大きい。市場の網羅性を考えた場合、無視できない規模 個人投資家が大半を占めることや、調査カバレッジが少ないため非効率性の高い市場で、アクティブ運用機関にも投資機会 トレードフェイルの可能性は低い。決済プロセスには独自の規制があり、フェイルが発生しないような工夫がある 	<ul style="list-style-type: none"> 流動性に配慮するならRQFIIが優位だが、日系4信託はRQFIIの投資枠を持たない 株式名義は香港証券清算機構（HKSCC）で、HKSCCは投資家のために権利を行使する義務がない
	<ul style="list-style-type: none"> 中国A株への投資を通じて、市場規模が大きく、高成長の中国経済における幅広い投資機会の活用が可能 MSCIは売買停止を問題と位置付けて、取引所等へ働きかけると同時に、インデックスの構成銘柄から売買停止銘柄を排除するなどの対応を行っている 	<ul style="list-style-type: none"> MSCIは流動性、取引規制などパッシブ運用では問題は生じないとしているが、手の内を知られながらの取引は賢明ではない ウェイト上、全く組入れない場合でもTEが僅かなことを考慮するとインデックスと同じタイミングで組入れる必要性は低い インデックスのウェイトの割には組入れ銘柄数が多い

QFIIとRQFIIの概要（1）

- 中国当局は、海外機関投資家向けに中国本土株へアクセスできるように認可制度であるQFII,RQFIIを導入。
- QFII、RQFIIは中国本土株の全てにアクセス可能だが、回金規制や投資限度額等に制限があるほか、当局の承認プロセスが不透明であること等から、海外投資家には使いづらいものとなっている。

<QFIIとRQFIIの概要>

	QFII	RQFII
導入時期	2002年11月	2011年12月
投資範囲	<ul style="list-style-type: none"> 上海と深圳に上場されたすべての株式 オープンエンド型ファンドやETFなどの株式投資ファンド 株式新規上場、株式追加発行、公募増資などの発行市場活動 ワラントや指数先物などの証券取引所売買デリバティブ 	
適格機関投資家	<ul style="list-style-type: none"> CSRCおよびSAFEに事前承認された適格外国機関投資家 ヘッジファンドは通常は対象外 	
割当投資枠	<ul style="list-style-type: none"> 基本的な投資限度額は資産運用残高（AUM）と連動 追加投資枠の割当はSAFEの承認が必要 	
資本移動性	<ul style="list-style-type: none"> 月間の回金額は前年末時点の純資産価値の20%まで オープンエンド型ファンドには3カ月間のロックアップが適用される 	<ul style="list-style-type: none"> 回金額への制限はない オープンエンド型ファンドへのロックアップの適用はない クローズドエンド型ファンドには3カ月間のロックアップが適用される
通貨	オンショア人民元（CNY）	オフショア人民元（CNH）

QFIIとRQFIIの概要（2）

- QFIIによる投資枠総額は、段階的に緩和。
- ファンドに割り当てられる取引量（クォータ）は、2016年以降には2,000万ドル～50億ドルに範囲が拡大。
- なお、SWFや中央銀行、通貨当局の投資枠は資産規模比例の制限を受けない。

QFIIに関する規制緩和	
2002年	QFII制度成立(2003年よりパイロット・プログラムが開始)
2005年	QFII投資枠総額の増額(⇒100億米ドル)
2006年	『適格外国機関投資家国内証券投資管理弁法』による資格条件の引き下げ
2007年	QFII投資枠総額の増額(⇒300億米ドル)
2009年	『適格外国機関投資家の国内証券投資が以下管理規定』制定により、業態に応じたロックアップ期間の短縮、等の一部の規制緩和が進展
2011年	『適格外国機関投資家の指数先物取引への参加についての通知』において、株式指数先物へ投資対象商品拡大 QFII投資枠総額の増額(⇒800億米ドル)
2012年	『「適格外国機関投資家国内証券投資管理弁法」の実施に関する問題」に関する規定』により資格条件の引き下げ、銀行間債券市場債券への投資対象拡大
2013年	QFII投資枠総額の増額(⇒1500億米ドル)
2016年	『適格外国機関投資家による域内証券投資の外為管理規定』による、個社ごとの投資限度上限の引き上げ、投資限度額認可制の基本廃止などの規制緩和が進展

QFII 投資限度額「基礎額」

	最低	最大
2016年以前	5,000万米ドル	10億米ドル
2016年以降	2,000万米ドル	50億米ドル

基礎額の算定式

○資産の大部分が中国外にある場合
1億ドルに、過去3年の平均資産規模の0.2%を加え、承認済みのRQFIIを控除した金額

○資産の大部分が中国内にある場合
50億元（約7.9億ドル）相当に、過去1年における平均資産規模の80%を加え、承認済みのRQFIIを控除した金額

ストックコネクトの概要

- 中国当局は、より中国本土株へのアクセスを改善するため、QFII・RQFIIに続いてストックコネクト制度を導入。
- ストックコネクトによって中国A株へのアクセスが改善したが、市場全体の取引について1日あたりの上限が設定されている。

<ストックコネクトの概要>

	上海・香港コネクト	深圳・香港コネクト
導入時期	2014年11月	2016年12月
投資範囲	<ul style="list-style-type: none"> 上海180及び上海380指数の構成銘柄 重複上場H株をもつ全ての上場A株 流通市場と株主割当発行（IPOは不可） 	<ul style="list-style-type: none"> 深圳成分指数及び中小型株イノベーション指数の構成銘柄で時価総額60億元（8億8,000万ドル）以下の銘柄 重複上場H株のA株 流通市場と株主割当発行（IPOは不可）
適格機関投資家	<ul style="list-style-type: none"> 香港及び海外のすべての投資家（ヘッジファンドを含む） 深圳証券取引所の ChiNext に上場する株式は当初はプロフェッショナル機関投資家に限定される 	
割当投資枠	<ul style="list-style-type: none"> 全体的投資限度額はないが、（市場全体の）買い越し額は1日あたり130億元（19億ドル）に制限 （市場全体の）売り越し額は1日あたり105億元（15億元）に制限 	
資本移動性	<ul style="list-style-type: none"> 資本移動への制限は無い 売買が可能なのは、市場が会場し、対応する決済日に銀行サービスが利用可能である場合に限られる 	
通貨	オフショア人民元（CNH）	