

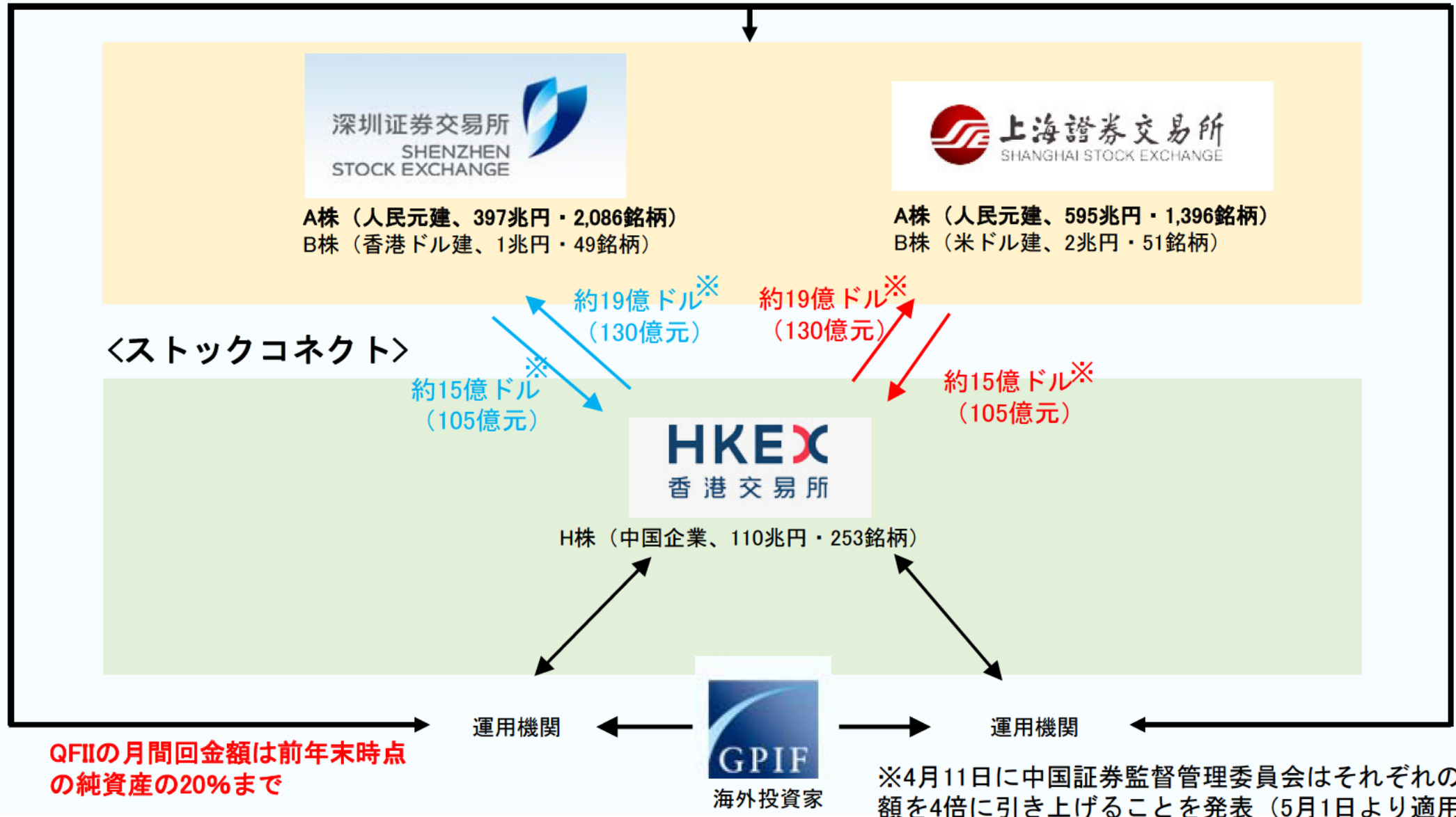


# 外国株式のマネジャー・ベンチマークについて

| 区 分                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 報 告 | 対象範囲                                                                                                                                | 外国株式（伝統的資産） |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>エグゼクティブサマリー</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul> |     |                                                                                                                                     |             |
| <b>バックグラウンド</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>                                                                                                                                                                                      |     | <b>フィードバック期間及び検証方法</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>フィードバック期間：四半期</li> <li>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</li> </ul> |             |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |     | <b>便益及びリスク</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>便益：規制リスク及び流動性リスクの回避</li> <li>リスク：機会収益の逸失</li> </ul>                           |             |
| <b>戦略プラン</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>1年後又はFTSE若しくはS&amp;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。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                          |     | <b>KPI</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>                                            |             |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |     | <b>その他</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>なし</li> </ul>                                                                     |             |

# 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）>

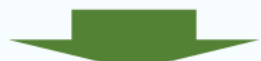


## これまでの経緯

- 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**<sup>※</sup>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。**



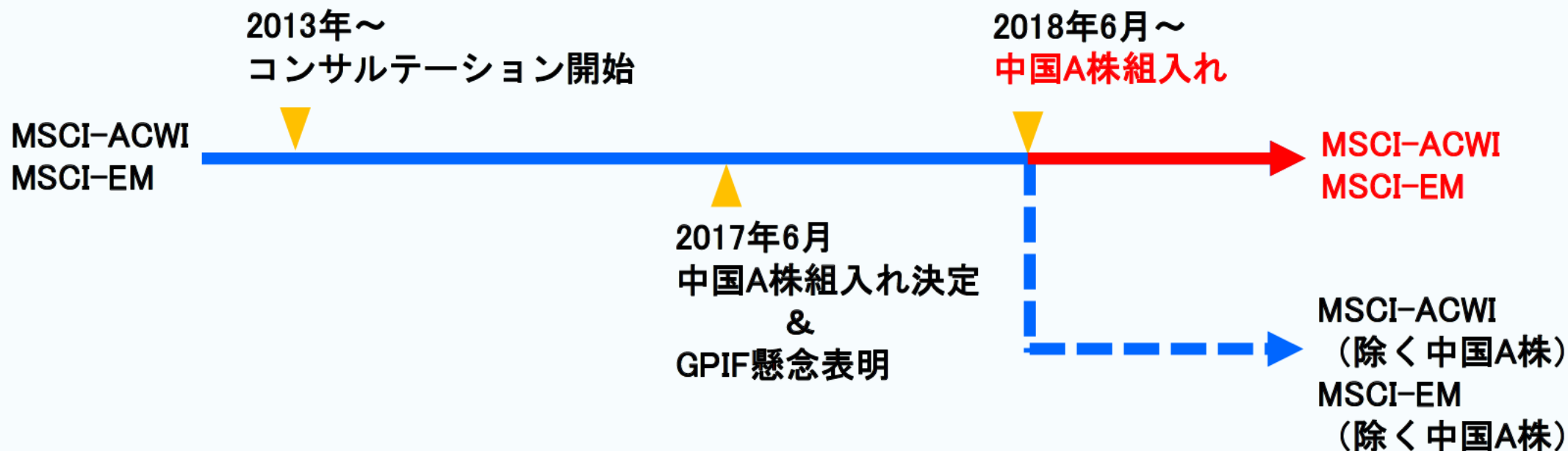
**GPIFは、特にパッシブ運用機関からの反対意見が多かったことから、組入れに懸念を表明したが、今般のMSCIの組入れ決定により、ベンチマークへの影響があることから、中国A株の組入れの是非について検討を行ってきた。**

※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 10% とするとし、MSCI-EM指数の中で約 10% 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 10% に順次拡大する見込み。

### ＜中国A株組み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"> <li>中国の経済成長の恩恵を、<math>\beta</math>ドライバーとして享受できる。</li> <li>実際の運用によってノウハウの蓄積が可能。</li> </ul>                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>現状のQFII・RQFII・ストックコネクトの制度では流動性に支障を来す可能性。</li> <li>銘柄入れ替えの際に、ストックコネクトが混み合い、取引が困難になる可能性。</li> <li>可能性は低いですが、資本規制により回金が困難になる懸念がある。</li> </ul> |
| アクティブ運用 | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国の経済成長の恩恵を、<math>\alpha</math>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）。</li> <li>実際の運用によってノウハウの蓄積が可能。</li> <li>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。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>現状のQFII・RQFII・ストックコネクトの制度では流動性に支障を来す可能性。</li> <li>可能性は低いですが、資本規制により回金が困難になる懸念がある。</li> </ul>                                               |

## 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         |

## 参考資料

## ベンチマークに求められる要件

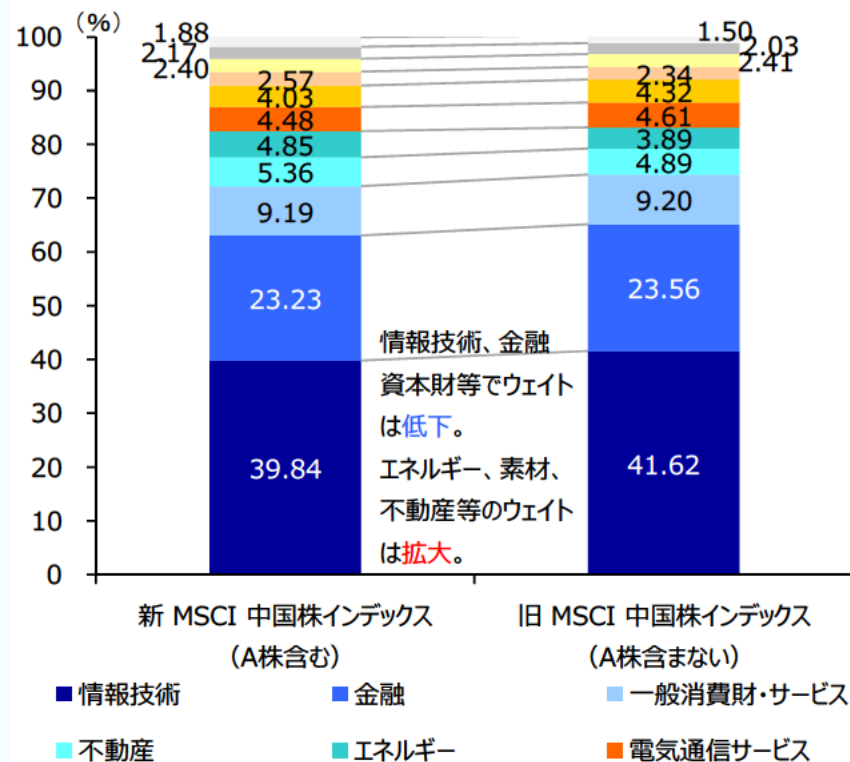
| 要件                                                                                         | 内容                                                                                                                | 備考                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 網羅性 (completeness)                                                                         | 特定の証券が排除されていれば意図しない結果が生じることから、 <b>実行可能な投資機会があまねく網羅されているべき</b> 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 <b>長期データの存在も重要</b> |
| 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、 <b>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</b> 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、 <b>明確で透明性の高いルールに基づき構築されるべき</b> 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

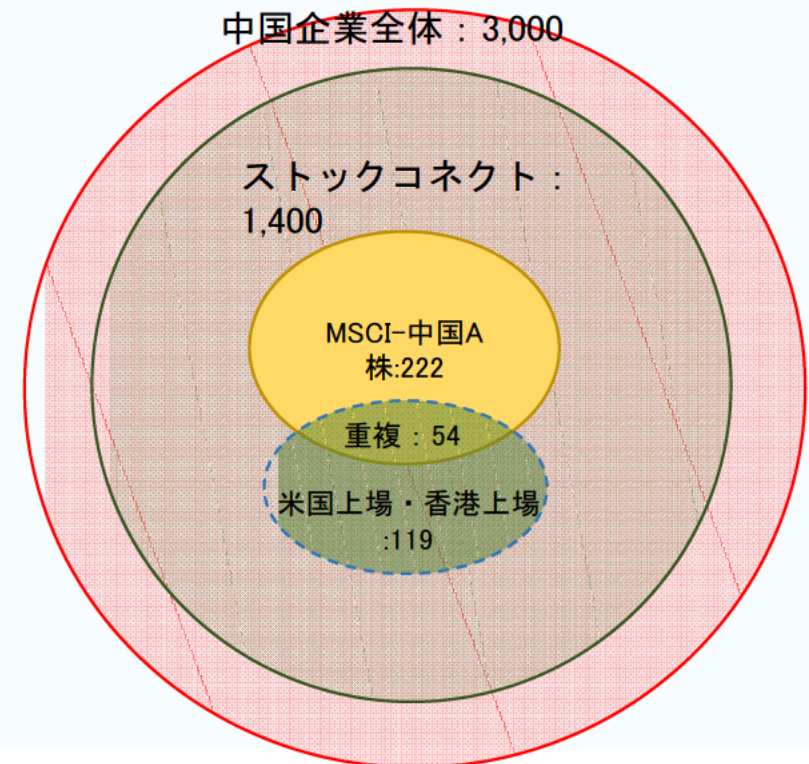
## メリット（１）～ 網羅性・効率性の向上

- 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

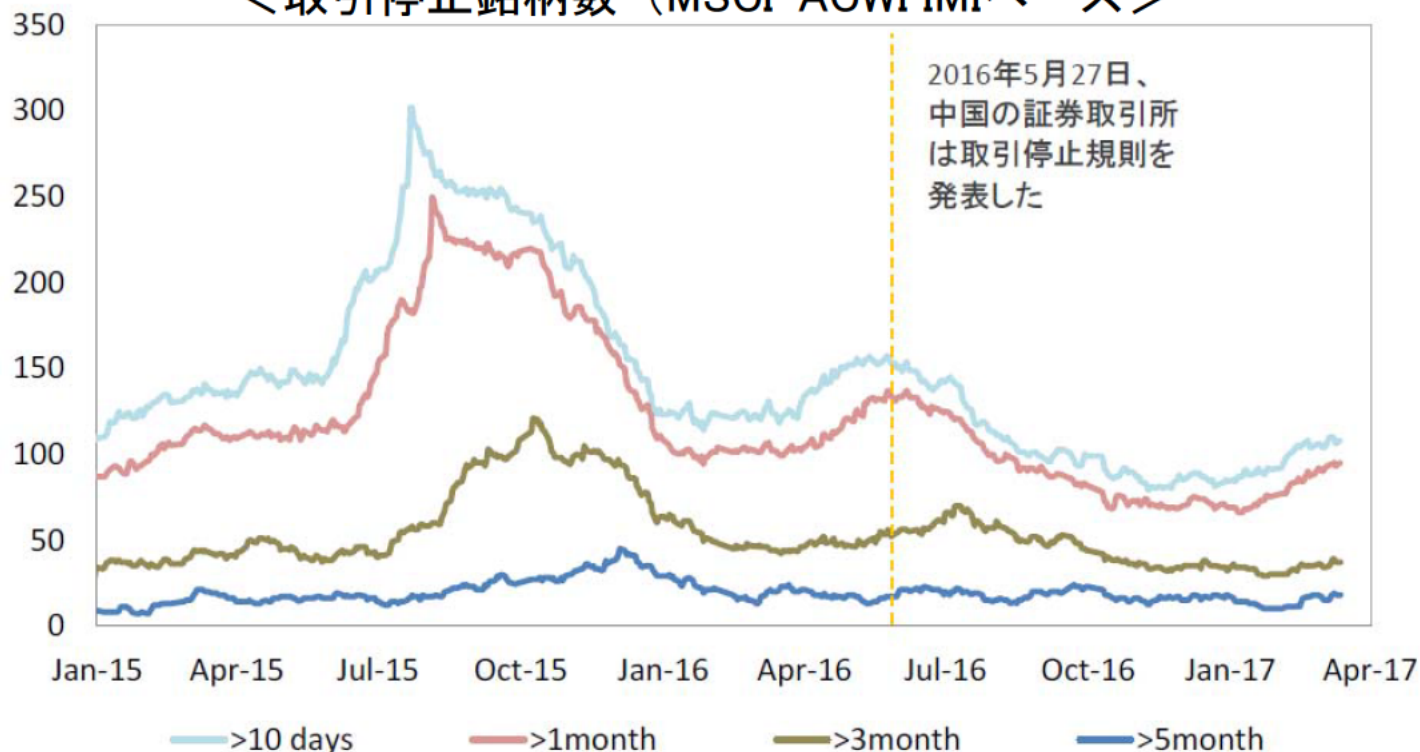
## デメリット（１）～再現性・投資可能性

|   | 課題       |         | 説明                                                                                                 |
|---|----------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ① | 売買停止の問題  |         | 他の市場より <b>売買停止の銘柄が多い</b> 。                                                                         |
| ② | 事務上の問題   |         | 決済日が <b>（T+0）</b> となるため、 <b>事務上問題</b> 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いけない。            |
| ③ | 売買コストの問題 |         | 組入れウェイト( )と比較して、採用銘柄数( 231銘柄 )が多い。                                                                 |
| ④ | ストックコネクト | 売買不可    | QFII取得はハードルが高く、 <b>実質ストックコネクトの制約下でなければ株式を売買できない</b> （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 <b>香港⇒本土約19億ドル、本土⇒香港約15億ドル</b> に設定されている。組入れに伴う <b>取引量の増加は流動性の枯渇</b> 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）＞



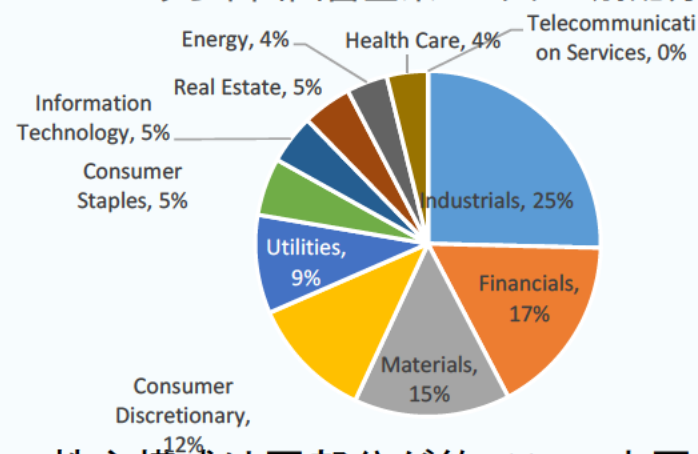
## デメリット（３）～ 中国国営企業

- 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）

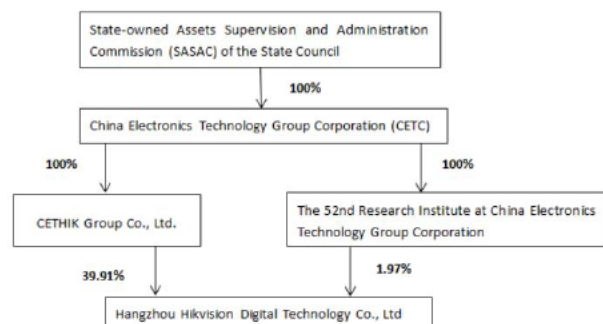
|    | 企業名                      | セクター                   | 当初組入率 |
|----|--------------------------|------------------------|-------|
| 1  | KWEICHOW MOUTAI A (HK-C) | Consumer Staples       | 4.76  |
| 2  | HANGZHOU HIKVIS A (HK-C) | Information Technology | 1.92  |
| 3  | WULIANGYE YIBIN A (HK-C) | 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

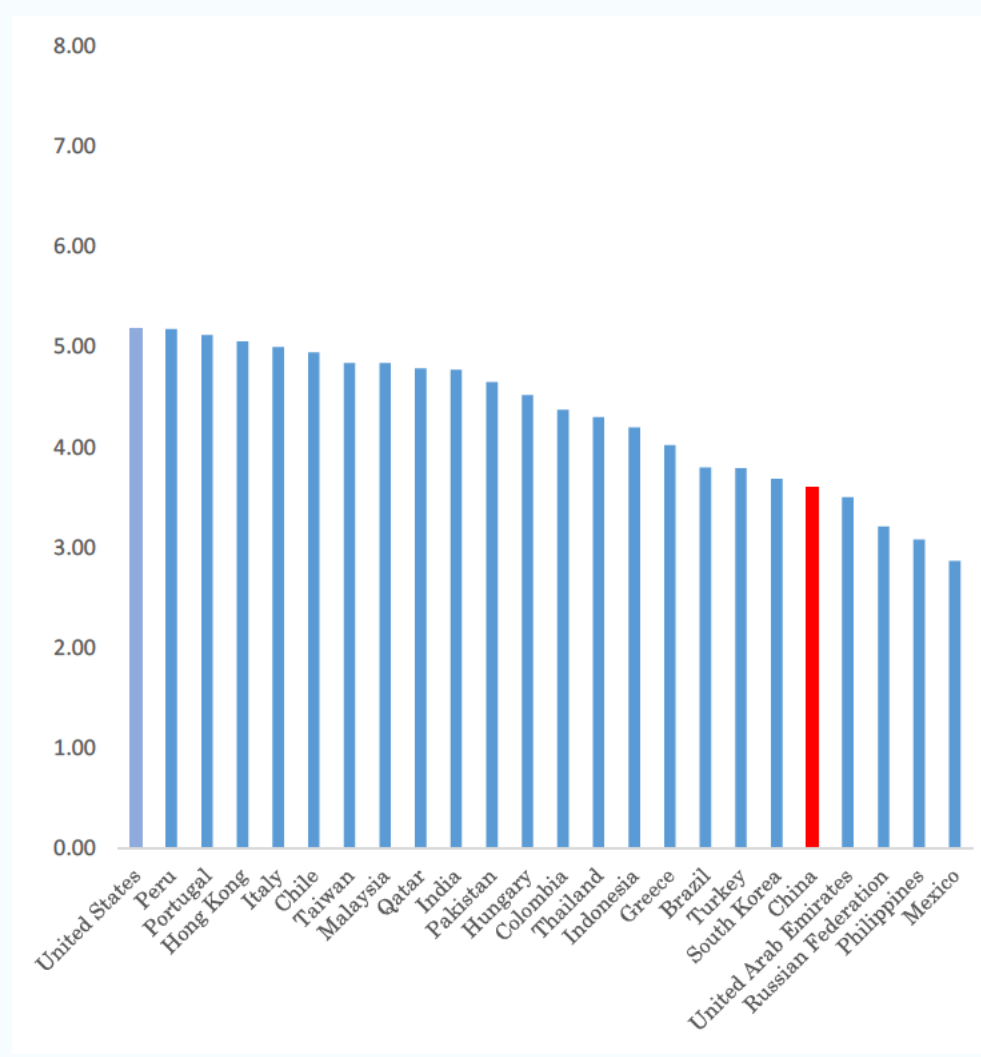
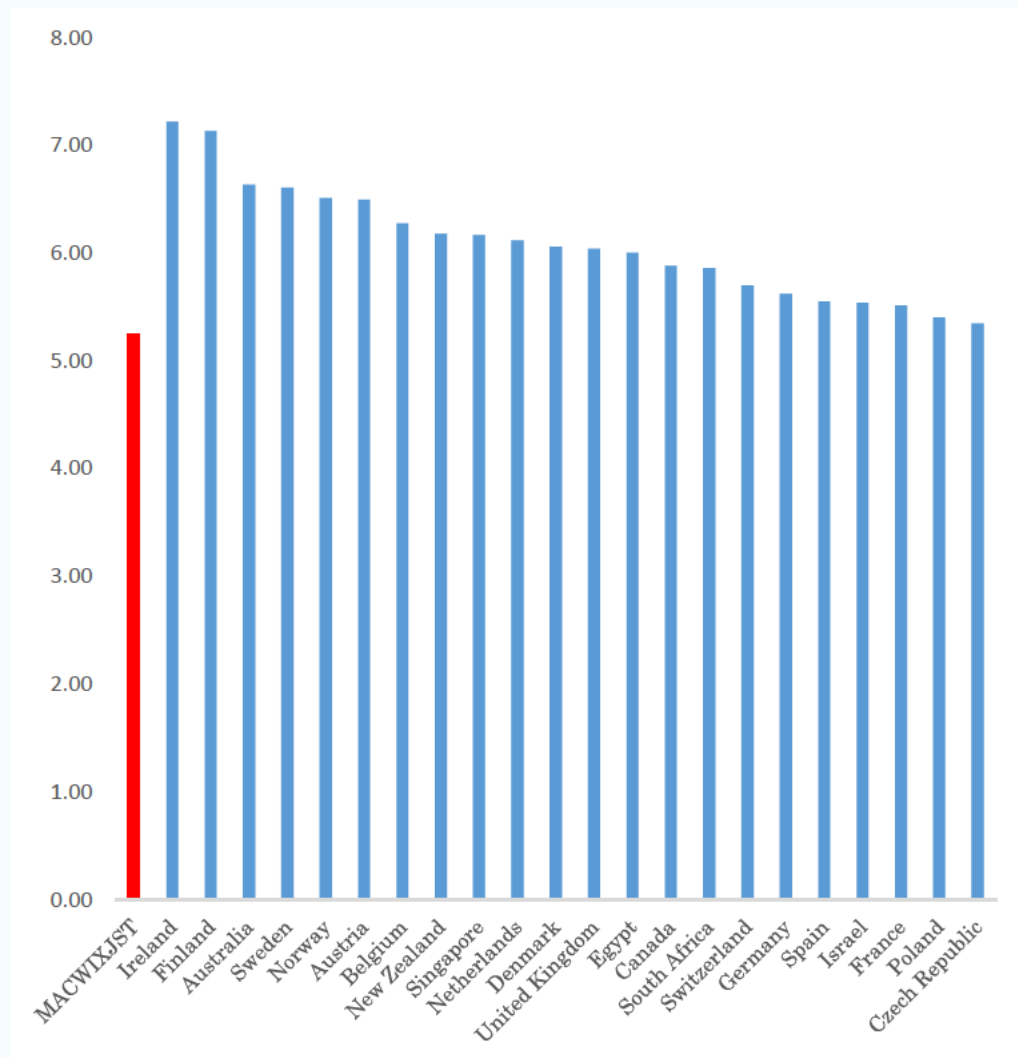
## デメリット（４）～ コーポレート・ガバナンス

- 2015年8月に中国共産党が、SOE（中国国営企業）が公式な共産党委員会を設置することを立案。2016年に習近平がSOEは公式な共産党委員会を設置するようスピーチで強調し、中国政府が関与。
- 法律では定められていないものの、2017年には多くの中国・香港企業が、公式な共産党委員会の設置に関連する定款変更の議案を株主総会で提示。 は昨年、当該定款変更への賛成を推奨していた模様。
- 2017年中に多数の中国・香港企業が共産党委員会を取締役会よりも上位に設置、または取締役の指名や経営陣に関与する動きが出ている。その結果、共産党委員会が経営の意思決定に影響を与える可能性が高まっている。
- 現在の香港のコーポレートガバナンスコードにおいては、共産党委員会は公式な委員会ではないことから、中国・香港企業に対して、共産党委員会についての情報開示を求めている模様。
- の情報に基づくと、ストックコネクトを活用した中国A株への投資の場合は、投資先企業に対しての議決権行使ができず、発行企業の不作為によって被った損失に対しても賠償請求できない可能性が高い。
- 当法人の外国株式の運用受託機関においては、共産党委員会の権限強化のための定款変更について反対する声が大半である。
  - によれば、共産党委員会は、株主の声に対する関心やアカウンタビリティがほぼ無いことから、 、 共に2018年は中国・香港企業から当該定款変更の議案が出た際には反対推奨することを検討している。
  - は、SOEのみならず、民間のIT企業にも共産党との関係強化の動きが見られるため、民間企業に対しても共産党委員会についての情報開示を求めていく方針とのこと。

# 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）。

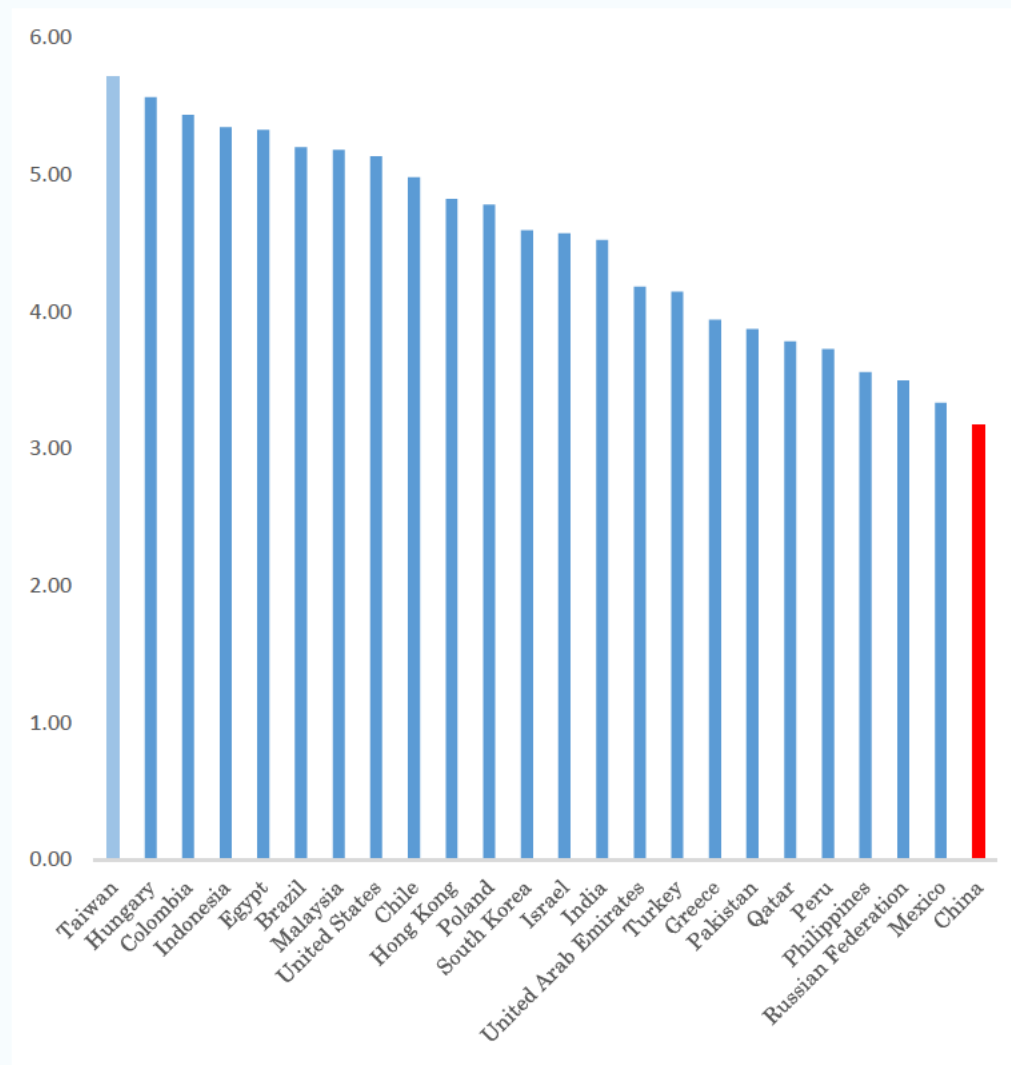
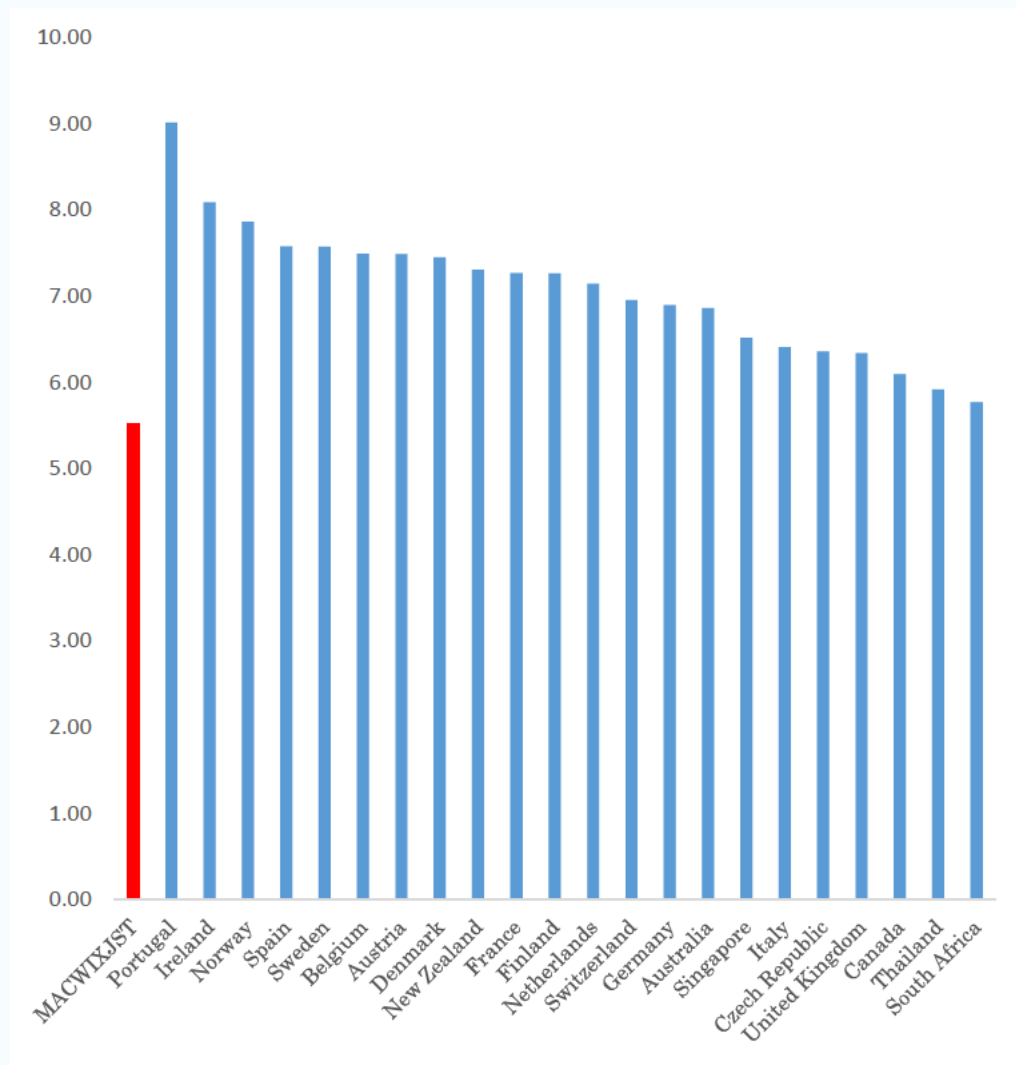
## ＜国別ガバナンス評価＞



# 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

---

## FTSEの組入基準

---

## SPDJ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"> <li>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。</li> </ul>                |      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>            |      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>  |      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul> |      |

## 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<br>(百万ドル) | Passive<br>(百万ドル) | 全体<br>(百万ドル) | 日本株が占める割合<br>(%) |
|--------|------------------|-------------------|--------------|------------------|
| 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<br>QFII/RQFII/ストックコネクト | 中国A株<br>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"> <li>中国A株は投資機会として非常に大きい。<br/><b>市場の網羅性を考えた場合、無視できない規模</b></li> <li>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<b>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</b></li> <li>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</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul>                                                                   |
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul>                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li><b>インデックスのウェイトの割には組入れ銘柄数が多い</b></li> </ul> |

## 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"> <li>・ 上海と深圳に上場されたすべての株式</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul> |                                                                                                                                                  |
| 適格機関投資家 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ CSRCおよびSAFEに事前承認された適格外国機関投資家</li> <li>・ ヘッジファンドは通常は対象外</li> </ul>                                                                               |                                                                                                                                                  |
| 割当投資枠   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 基本的な投資限度額は資産運用残高（AUM）と連動</li> <li>・ 追加投資枠の割当はSAFEの承認が必要</li> </ul>                                                                              |                                                                                                                                                  |
| 資本移動性   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 月間の回金額は前年末時点の純資産価値の20%まで</li> <li>・ 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</li> </ul>                                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 回金額への制限はない</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul> |
| 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 | <b>QFII投資枠総額の増額（⇒100億米ドル）</b>                                                      |
| 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 | <b>QFII投資枠総額の増額（⇒300億米ドル）</b>                                                      |
| 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<br><b>QFII投資枠総額の増額（⇒800億米ドル）</b> |
| 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 | <b>QFII投資枠総額の増額（⇒1500億米ドル）</b>                                                     |
| 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"> <li>上海180及び上海380指数の構成銘柄</li> <li>重複上場H株をもつ全ての上場A株</li> <li>流通市場と株主割当発行（IPOは不可）</li> </ul>               | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>重複上場H株のA株</li> <li>流通市場と株主割当発行（IPOは不可）</li> </ul> |
| 適格機関投資家 | <ul style="list-style-type: none"> <li>香港及び海外のすべての投資家（ヘッジファンドを含む）</li> <li>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</li> </ul>     |                                                                                                                                                        |
| 割当投資枠   | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>（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</li> </ul> |                                                                                                                                                        |
| 資本移動性   | <ul style="list-style-type: none"> <li>資本移動への制限は無い</li> <li>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</li> </ul>                       |                                                                                                                                                        |
| 通貨      | オンショア人民元（CNY）                                                                                                                              |                                                                                                                                                        |