

新興国の将来を見据えた ポートフォリオの構築

中国株式に特化した投資枠の必要性



要旨

弊社では、新興国株式は、バランスのとれた株式ポートフォリオの中核的配分の一部であるべきだと考えている。

急速に多様化し、消費が拡大している中国経済は、標準的な株価指数、および、幅広い投資家の株式ポートフォリオにおいて、その存在感が大きく不足している。また、新興国株式インデックスにおける中国へのエクスポージャーは、歴史的な理由により、主に香港および米国に上場する中国のオフショア株式に大きく偏っている。

しかし、中国経済の将来的なダイナミクスは、より中国オンショア株式（A株）に反映されていく可能性があることは見逃せない。したがって、投資家が中国の株式市場に幅広くバランスよく投資するためには、オンショアとオフショアの両方の株式をポートフォリオに組み入れる必要がある。

中国オンショア市場に投資する理由として、経済成長率の高さが挙げられることが多いが、これはあくまでも潜在的なメリットの一つとして捉えるべきである。

中国オンショア市場の真の魅力は、他の株式市場との低い相関、および、豊富な超過収益の獲得機会であり、中国オンショア市場に特化した投資枠の設定により、株式ポートフォリオ全体が強化されると考えられる。

弊社では、中国オフショア株式を含む広範な新興国株式市場への投資に加えて、中国オンショア市場にも戦略的な投資の実行を提唱しており、その配分比率は株式ポートフォリオ全体の5～10%になり得る。このようなエクスポージャーは、中国オンショア株式市場（A株）のマンデート、もしくは、オール・チャイナ株式のマンデートのいずれかによって達成される。中国オンショア市場における超過収益の獲得の可能性は高いが、特定のESGリスクや地政学リスクも存在する。したがって、弊社では、中国株へのアクセスには、これらのリスクの軽減が可能なアクティブ運用の活用を推奨する。



新興国全般への投資意義

新興国市場の株式に投資する理由は、長期的なリターン源泉の多様化、および、より高いリターンの獲得可能性にある。新興国株式市場は、一般的にはインデックス提供会社によって先進国ではないが、急成長している国として分類されているが、世界のGDPに占める割合はすでにかなり高く、今後数十年の間にさらに拡大すると予想されている。2020年12月31日時点で、新興国はMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（以下、ACWI）²のおよそ12%を占めている。しかし、市場の幅広さ、分散効果、および、長期的な高いリターンの可能性を考慮して、弊社では新興国株式へのより大きな戦略的資産配分を推奨する。³

弊社では、主に高いリスクの見返りとして、新興国株式の長期的なリターンも高くなると考えている。また、多くの新興国株式市場には典型的な非効率性が存在することから、先進国市場と比較して、より高い超過収益を獲得できる可能性が高いとも考えている。

株式ポートフォリオにおいて、少なくとも市場ウェイト並み、可能であれば株式全体の5%まで新興国への戦略的な資産配分を引き上げるべきと考えており、そのオーバーウェイトは、主に中国へのエクスポージャーの拡大によってもたらされることになるだろう。本稿では、投資家が、中国株式に特化した専用の投資枠を設定すべき理由を説明する。



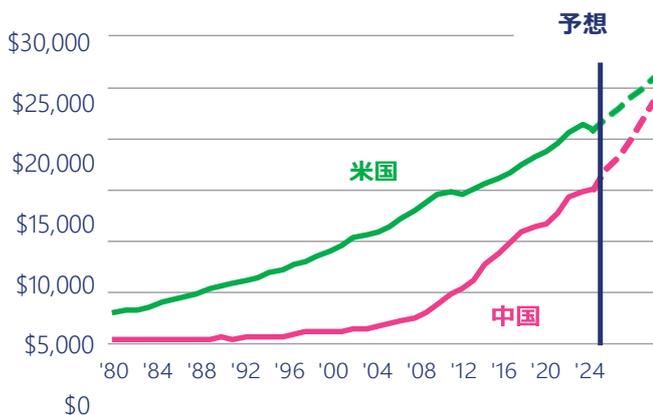
中国の勃興と隆盛

過去数十年にわたる中国の経済成長は、多くの主要経済国を凌駕し、今後も当面はその傾向が続くと予想される。2000年以降、世界のGDPに占める中国の割合は3倍になり、日本を抜いて世界第2位となった。現在、世界のGDP成長への寄与は、大半が中国によるものである。今後数十年にわたって、独自の経済成長および企業成長を原動力とした中国の台頭が継続する可能性は高く、投資家のポートフォリオも中国へのエクスポージャーを獲得すべきであると考えている。

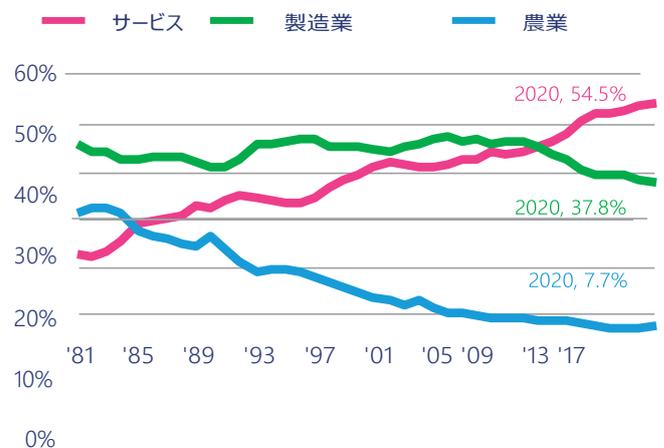
この10年間で、中国の経済成長は、輸出、インフラならびに企業投資中心から、貿易への依存度を下げ、消費とサービスに注力した、よりバランスのとれた成長へと移行した。中国の2021年から2025年までの5カ年計画では、生産性の向上を目的とした投資に明確な焦点が当てられており、それによる所得の向上が見込まれる。これらの投資は、消費、観光、エンターテインメント、ヘルスケア、産業自動化、再生可能エネルギー、バイオテクノロジー、および、ソフトウェアといった高付加価値産業の発展を促進するだろう。

図1. 中国の経済成長の軌跡

中国と米国のGDP規模



中国のセクター別GDPシェア



出所：IMF。GDP規模、10億米ドル。2020年12月31日現在。

出所：ブルームバーグ。名目GDPに対する割合。2020年12月31日現在。

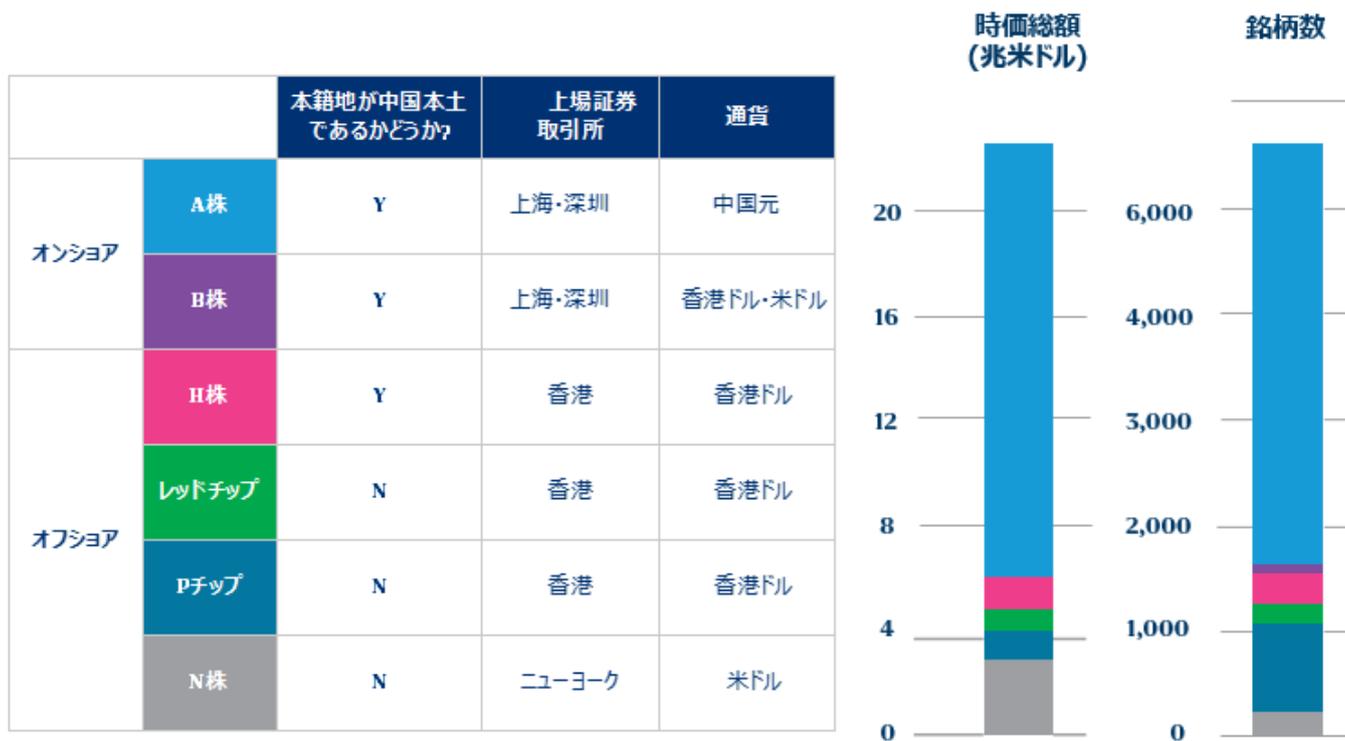
多様な中国株式市場

図1が示す通り、中国株式には様々な形態があり、オンショアとオフショアの市場に大別される。

オフショア市場は、主に香港および米国に上場する株式で構成され、外国人投資家が容易にアクセスできる市場である。一方、オンショア市場は、上海と深圳に上場する中国A株を中心に構成される。2014年に開始された上海・深圳・香港ストックコネクタや、QFII（適格外国機関投資家）制度、RQFII（人民元適格外国機関投資家）制度¹などにより、近年、外国人投資家によるオンショア株式（A株）市場へのアクセスは格段に向上している。



図2. 中国株式シェアクラスの概要

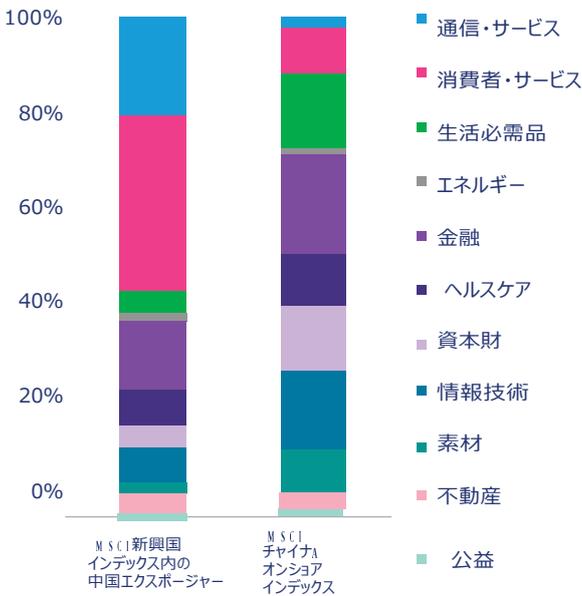


出所：FSSA Investment Managers、Hong Kong Exchanges and Clearing、NASDAQ、2020年12月31日現在。

中国オンショア株式（A株）市場は、中国経済および中国企業の成長に幅広くアクセスするために、ますます重要になってきている。前述の通り、中国のオンショア市場は、その時価総額および銘柄数ともにオフショア市場を大きく上回っている³⁾。また、A株市場は、より分散されており、将来的に中国の内需拡大の恩恵を受ける分野の割合が高い（図3）。また、A株市場を通じて、レジャー、食品・飲料、メディア、および、マイナーな技術分野といった、海外では認識されにくい分野へのアクセスも可能となる。

最後に、図4は、MSCI新興国株式インデックスにおける中国オフショア株式のエクスポージャーが超大型株式に集中しているのに対し、A株市場のエクスポージャーは時価総額の分布という意味でバランスが取れていることを示している。オフショア市場は、中国株式へのアクセスという意味で重要な役割を果たしているものの、そのエクスポージャーは特定の銘柄および業種に集中している。

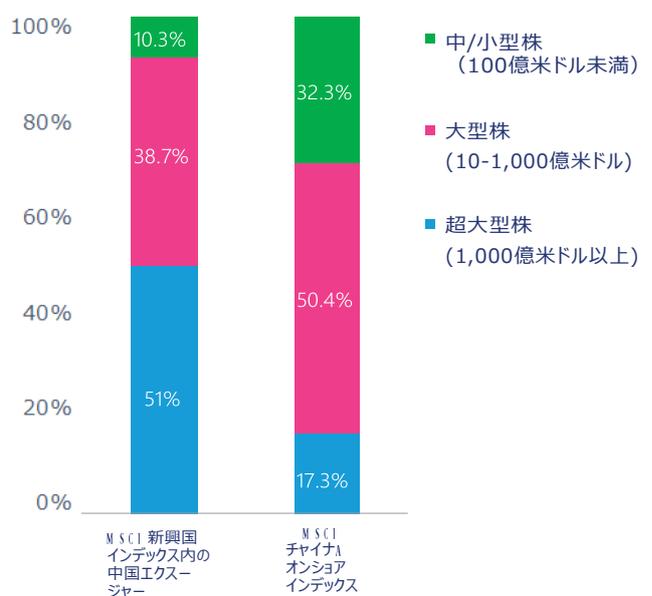
図3. MSCI新興国インデックス内の中国エクスポージャーと中国オンショア株式（A株）市場のセクター構成の比較



弊社では、中国のオンショア市場の発展と成熟に伴い、新規上場の場としてのオンショア市場の重要性がさらに高まっていくとみている。これにより、長期的にA株へのエクスポージャーを有することの戦略的な妥当性もより高まると考えている。また、2019年の上海証券取引所科学技術イノベーションボードの立ち上げは、チャイネクスト市場と並び、急成長企業の上場環境の改善に寄与している。

中国の政策課題が、国内消費、技術革新、および、ハイテクやヘルスケアといった高付加価値分野に焦点を当てている現在、経済および企業の成長に対する重要なエクスポージャーも、A株市場からでなければ十分に獲得できない可能性がある。したがって、弊社では、オンショアとオフショアの両方へのエクスポージャーを組み込んだ、中国株式市場全体への投資を提案する。

図4. MSCI新興国インデックス内の中国エクスポージャーと中国オンショア株式（A株）市場の時価総額構成の比較

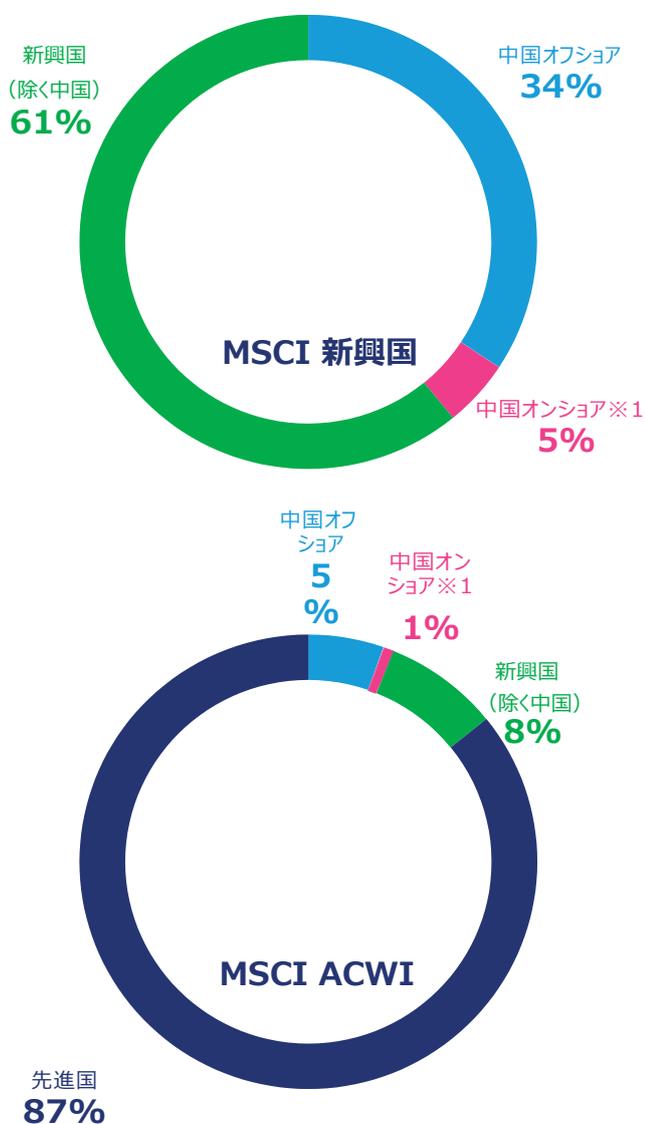


出所：Thomson Reuters Datastream、マーサーの分析、2020年12月31日現在。

株価指数における中国の 優位性と未だ低い存在感

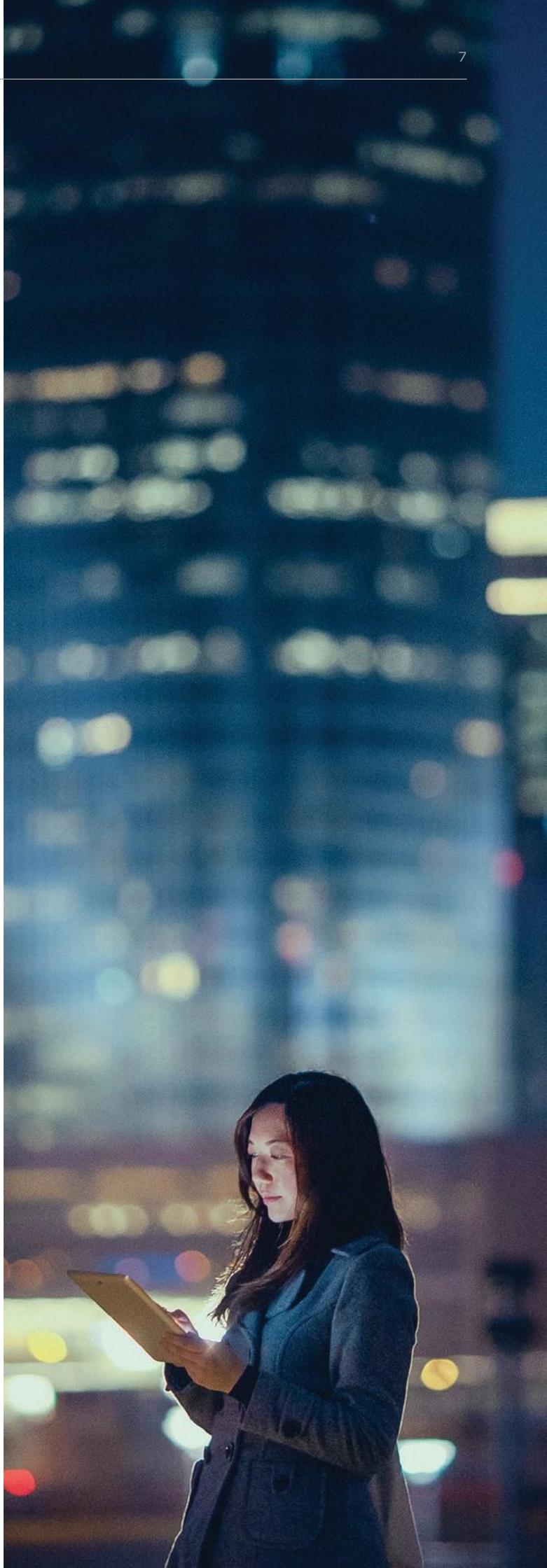
現在、多くの投資家は、グローバルあるいは新興国株式のマネードートを通じて、中国株式へのエクスポージャーを取得している。これは、中国株式の保有による直接的なものと、先進国やその他の新興国に属する多国籍企業が稼ぎ出す中国関連収益による間接的なものがある。MSCI新興国株式インデックスにおける中国への直接的なエクスポージャーは、図5が示す通り、2020年12月末時点でインデックスのおよそ40%であり、かなりの割合を占めている。図6が示すように、2000年代に入った頃は5%未満であったことを考えると、この成長は衝撃的なレベルと言える。

図5. 2020年12月末時点のMSCI新興国とACWIインデックス



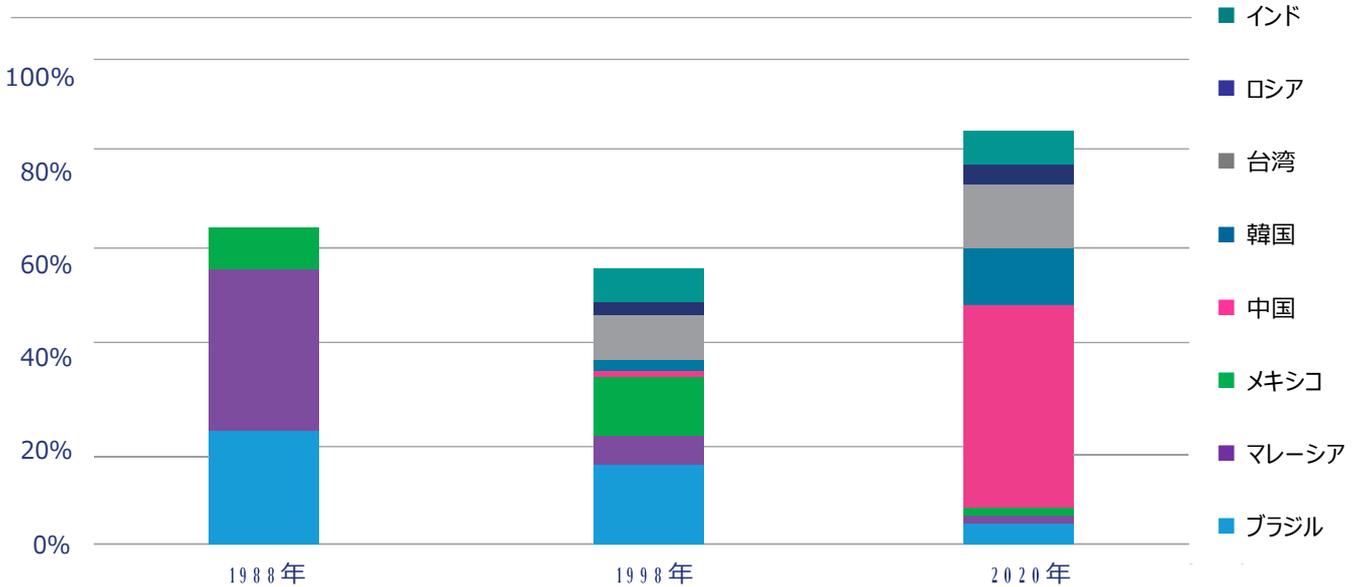
出所：MSCI。2020年12月31日現在。四捨五入されているため、合計が100%にならない場合があります。

※1 中国A株は、中国のオンショア株式市場の大半（99%以上）を占めています。



新興国株式インデックスにおける中国株式の割合は高いものの、このエクスポージャーはオフショア市場が大半を占め、オンショア市場の割合は限定的である。このため、中国の経済および企業の成長要因へのアクセスが制限され、効率的なポートフォリオの構築という観点からは潜在的な機会損失となっている可能性がある。

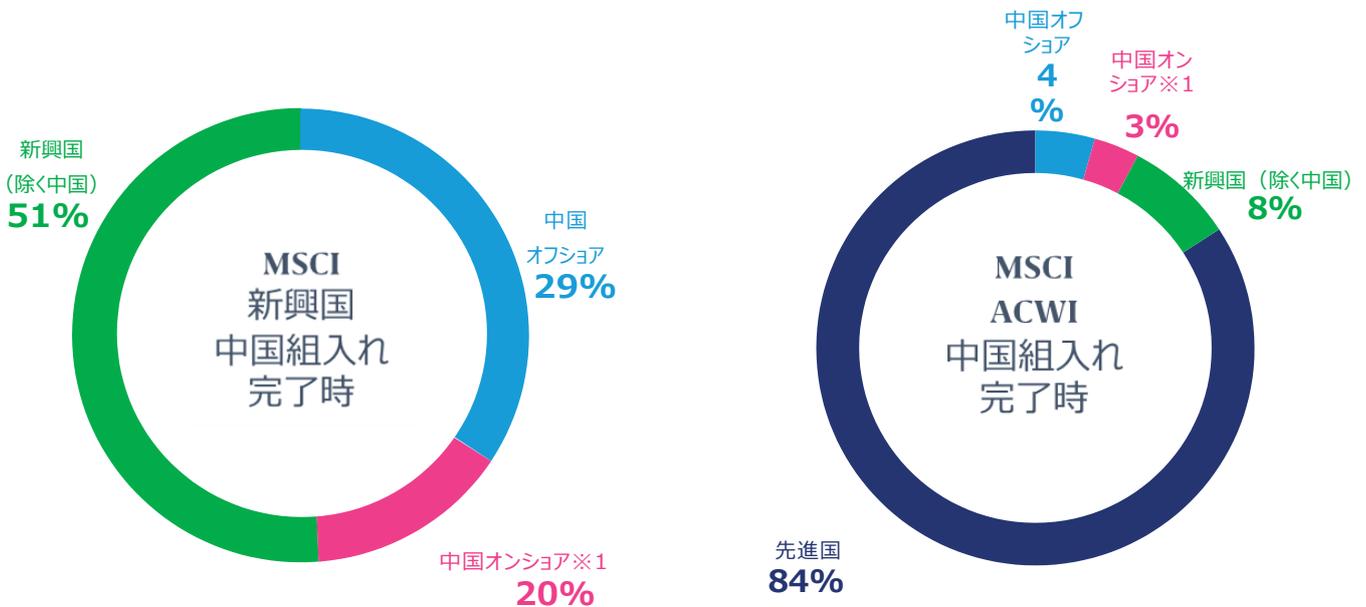
図6. MSCI 新興国株式インデックスの国別ウェイトの推移



出所：MSCI、マーサーの分析。1988年6月30日、1998年6月30日、2020年12月31日現在。

また、以下の図7が示すように、MSCIのようなインデックス提供会社が完全な組み入れに向けて比率を引き上げることで、A株へのエクスポージャーも増加すると予想されるが、こうした移行の時間軸は不透明だ。¹

図7. A株の完全組み入れが達成された場合のMSCI新興国およびACWIインデックス



出所：MSCI、2020年12月31日現在。四捨五入されているため、合計が100%にならない場合があります。

※1 中国A株は、中国のオンショア株式市場の大半（99%以上）を占めています。

市場へのアクセスおよびその他の要因が、中国オンショア株式(A株)のインデックスへの組み入れの妨げとなっているが、これらの問題は徐々に解決されている。そのため、弊社では、インデックスにおけるA株のアンダーウェイトが修正されるまで、投資家は受け身で待ち続ける必要はないと考えている。

分散効果

図9は、中国オンショア株式市場（A株）と他の株式市場との相関の低さを示している。併せて、オフショアならびにオンショア株式市場に投資する「オール・チャイナ」株式への投資による分散効果を説明するために、MSCIオール・チャイナ・インデックス（中国A株がおよそ40%、オフショアがおよそ60%で構成）も採り上げているが、同指数にも明らかな分散効果がある。

相関の低さには、中国独自の経済、企業、および、政治的背景が部分的に影響している。また、現地のA株市場は、中国の

国内投資家による市場占有率が高く、こうした国内投資家はグローバルな要因や資金フローから比較的隔離されている。A株市場に参加する海外投資家が増えれば、長期的には相関が高まる可能性はあるものの、中国とその他の国との間にある経済、企業、および、政治の面での低い同期性は今後も継続すると考えられ、相関についても比較的低下水準を維持すると思われる。

図9. 相関係数マトリックス

	中国 Aシェア	オール・ チャイナ	新興国 株式	日本株式	米穀株式	欧州株式	グローバル 株式
中国 Aシェア		0.85	0.47	0.26	0.33	0.32	0.35
オール・ チャイナ			0.78	0.45	0.52	0.54	0.58
新興国 株式				0.59	0.71	0.79	0.8
日本株式					0.58	0.63	0.68
米穀株式						0.81	0.97
欧州株式							0.92
グローバル 株式							

出所：Thomson Reuters Datastream, マーサーの分析。2020年12月31日現在。過去10年間のそれぞれのMSCI指数の週次米ドルベースリターンを用いて算出。

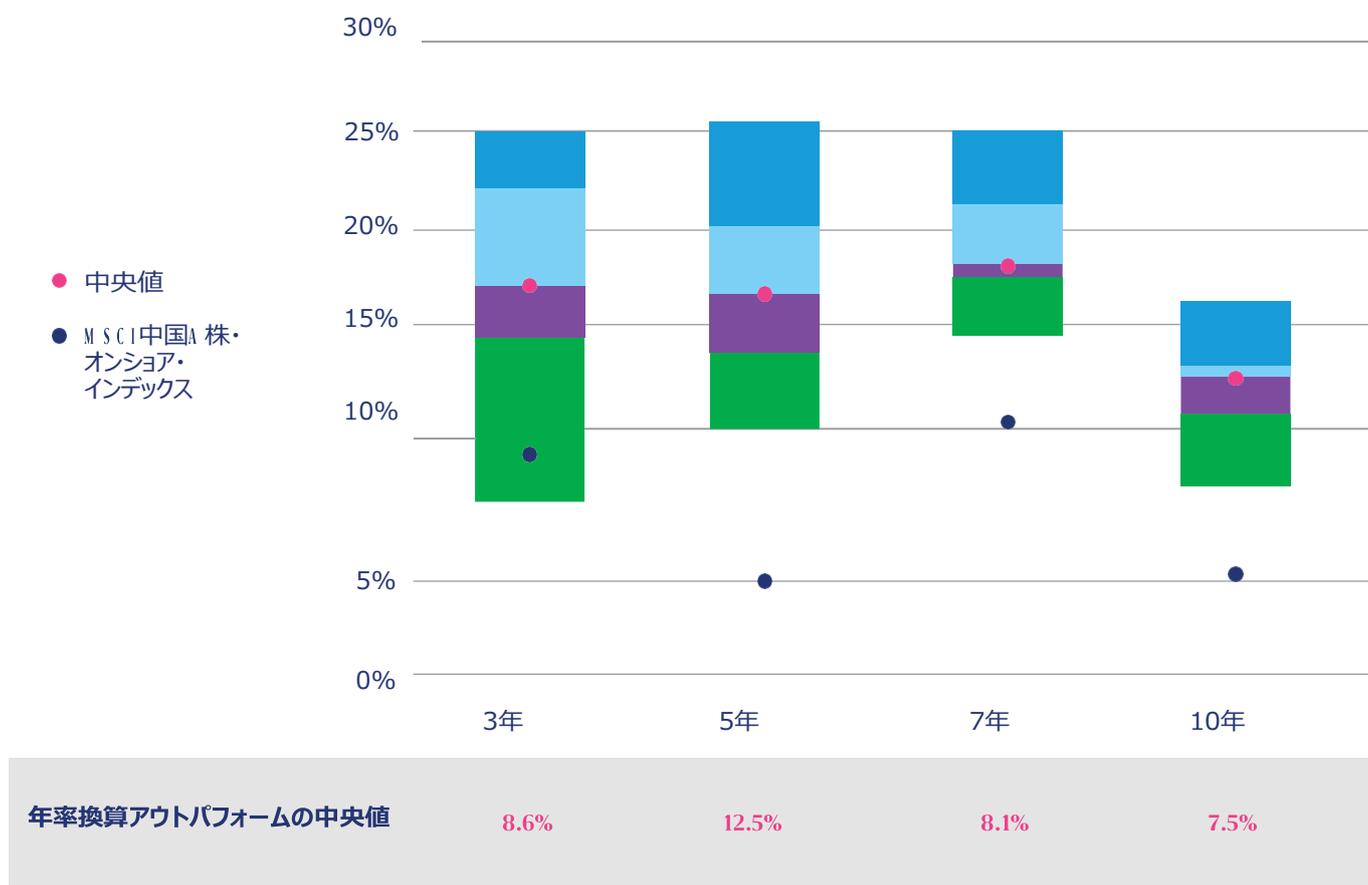


超過収益の源泉

中国A株市場には個人投資家が多く参加するため、熟練した運用マネージャーが利用できる非効率性が存在する。図10は、弊社の中国オンショア株式（A株）ユニバースにおける中央値の運用マネージャーが、複数の期間に渡って、関連するインデックスを平均的にアウトパフォーマンスしていることを示している。

市場の機関化が進むにつれて、超過収益獲得の可能性は減少していくものの、今後数年においては、こうした超過収益の獲得機会が残るだろう。弊社では、A株市場が、株式からの超過収益の獲得にとって、世界で最も魅力的、かつ、流動的な供給源であり得ると考えている。

図10. 中国オンショア株式(A株)のパフォーマンス・ユニバース：年率換算パフォーマンス（2020年12月末現在）



出所： MercerInsight®。2020年12月31日現在、手数料を控除しています。

中国の成長へのアクセス

前述の通り、今後数十年にわたる中国の台頭により促進される、中国独自の経済および企業の成長は、ポートフォリオに是非とも取り入れるべきものだろう。近年、中国と米国、英国、欧州、および、オーストラリアとが分断される可能性も高まっており、グローバルな成長機会への分散されたエクスポージャーの獲得は、中国株式のあらゆる投資機会に直接アクセスすることでのみ、達成される可能性がある。

経済成長と株式リターンとの相関は不透明であり、市場や時間の経過によっても様々である。弊社は、中国への高い戦略的エクスポージャーがもたらす分散効果、および、超過収益の獲得機会については強い確信を有しているが、経済成長と株式リターンとの相関についてはそこまでではなく、それを中国へのエクスポージャーを推奨する主要な根拠とはしていない。

しかしながら、中国の成長への幅広いアクセスは、ポートフォリオの分散効果を高める。バランスを欠いたポートフォリオが結果的に時代遅れとなるような将来の可能性も考慮した場合、単なる相関の議論を超えた長期的な分散は、主要な潜在成長要因への適切なバランスを保つ意味において、重要であると弊社は考えている。

中国固有のリスク

他の新興国と同様に、中国における**企業統治**は未だ不十分であり、中国政府は、企業の意思決定に対して直接的もしくは間接的に大きな影響力を有している。海外投資家の保護は限定的であり、国家安全保障上の理由から、企業情報の開示が制限されることもある。また、中国では、株式の希薄化もしばしば見られる現象である。

社会問題に対する考え方や信念は人それぞれであるが、社会統治のための最善策についての考え方にも、先進国と中国の間には大きな相違がある。この相違が、投資家の中国への投資意欲に影響を与えている可能性もある。

環境面においては、中国は世界で最も二酸化炭素の排出量の多い経済大国であるが、グリーン・エコノミーへの移行を目的とした支援にも多額の投資を行っている。2020年には、「美しい中国」、2060年における二酸化炭素排出量の中立化達成、および、グリーン開発資金といった環境目標を強調した発表を行った。オンショアならびにオフショア市場の両方へと柔軟に投資することが可能な中国株投資を通じてであれば、こうしたエネルギーシフト（再生可能エネルギー、バッテリー技術、電気自動車など）を推進する企業やその恩恵を受ける企業へのエクスポージャーの獲得が可能になる。

地政学リスクはどの市場にも存在するものの、その戦略的な台頭に対して世界が様々な反応を示し、政治および外交政策に特に注目が集まりやすい中国の場合、特に顕著であるといえる。米国と中国の利害対立は、貿易や技術分野にまで及ぶ。米国では、米国の投資家が投資可能な中国株のユニバースを制限する措置を取ったが（詳細はトランプ前大統領の**大統領令**に関するレポートを参照）、こうした動きは、米国以外の投資家にも影響を与える可能性がある。一方、この種の制裁は、中国企業による自国での上場を促す可能性もあり、戦略的に中国株へのエクスポージャーを高め、オフショア株投資の減少という結果をもたらす。地政学リスクは、中国への投資を敬遠させるものではなく、むしろ促進するものであろう。また、地政学的な変化により、中国の重要性がより高まっていることから、ポートフォリオにおける中国の組み入れの重要性も高まっている。

こうしたリスクは、考慮される必要はあるものの、投資家が株式ポートフォリオにおいて中国への戦略的なエクスポージャーを拡大する妨げになるとは限らない。一方、これらのリスクを考慮し、かつ、企業統治・社会・環境の観点からも投資家の意向に沿った投資配分を実行するには、アクティブ運用戦略の活用が欠かせないだろう。

中国全体へとアロケーションを拡大する方法

投資家は、中国A株市場へのエクスポージャーの不足を解決するために、例えば、A株の運用に当たり、完全な組み入れ率を前提としたベンチマークに切り替えることもできる。これにより、新興国あるいはグローバル株式運用戦略のなかでも特にベンチマークを意識した戦略では、A株への注力と潜在的なエクスポージャーを高めることができる。しかしながら、弊社では、以下の理由から**中国株式特化型戦略**の採用によるエクスポージャー不足への対応を愛好する。

- 中国への戦略的な投資配分を明確に定義し、目標水準までエクスポージャーを調整する柔軟性を確保することが可能であること。一方、新興国あるいはグローバル株式の運用マネージャーは、中国エクスポージャーの調整に当たり、ポートフォリオ全体レベルでの中国の比率は考慮していない。⁹
- 中国における投資機会に焦点を当てた、より広範で深みのあるエクスポージャーをポートフォリオにもたらすことができる。多くの新興国あるいはグローバル株式運用戦略のマネージャーは、中国オンショア株式にはあまり精通しておらず、比較的経験が浅いのに対し、中国株式特化型マネージャーは、オンショア株式に関するより高い専門性およびカバレッジを提供している。
- 中国株式特化型マネージャーは、新興国あるいはグローバル株式運用のマネージャーと比較し、中国への投資機会を活用した高い超過収益の創出能力を有することが証明されている。

弊社では、超過収益獲得の可能性、および、ESGやその他のリスクに対応するための柔軟性を有することから、**アクティブ運用戦略**による中国株式エクスポージャーの拡大を強く推奨する。

また、アクティブ運用による中国株への投資に当たり、以下の2つの手法を推奨する。

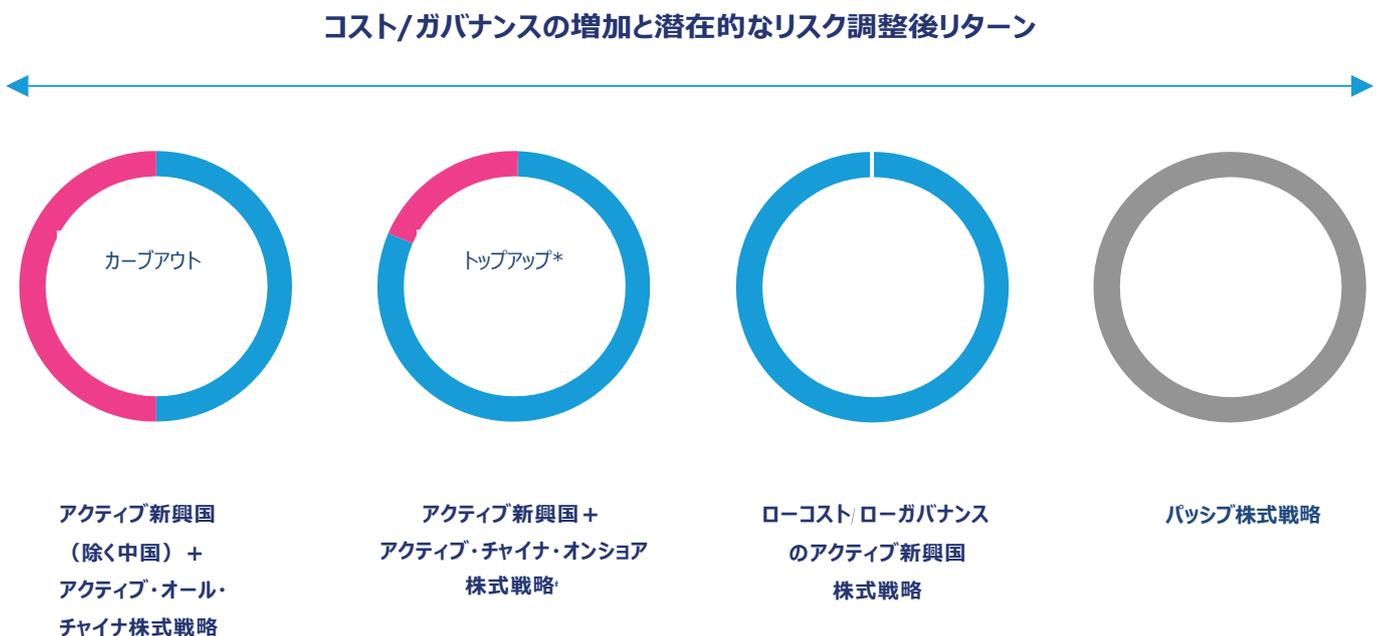
- トップアップ（追加）方式**：新興国株式へのアロケーションの一部として、中国オンショア（A株）またはオール・チャイナ株式（「オール・チャイナ株式」アプローチでは、中国のオフショアならびにオンショア市場に投資）を追加する。
- カーブアウト（分割）方式**：新興国株式へのエクスポージャーを、オール・チャイナ株式と新興国（除く中国）株式に分けて投資する。

当然、ポートフォリオへの中国の組み入れに関する最適な手法は、投資家の置かれた状況および運用能力によるところが大きい。弊社が推奨するトップアップ方式、あるいは、カーブアウト方式の仕組みにおいても、中国への特化型アロケーションを実施するに当たり、単一のマニデート（中国オンショア市場（A株）、もしくは、オール・チャイナ株式）、または、マルチマネージャー型のマニデート（例：中国オンショア市場（A株）とオール・チャイナ株式の組み合わせ¹⁰）など、様々な方法がある。

また、すべての投資家にとって、中国株式特化型のアクティブ運用への投資が可能ではない点にも留意したい。ガバナンス予算が低い、あるいは、リスク許容度が低い投資家にとっては、低コストかつ低ガバナンスのアクティブ新興国株式戦略、あるいは、パッシブ株式戦略によって中国へのエクスポージャーを補うことも可能であろう。しかしながら、こうした方法では、中国株エクスポージャーから得られるすべてのメリットを完全に享受することはできない。¹¹

図11は、各解決策の概要を示している。

図11. 各解決策の概要



*中国オフショア市場を大幅にアンダーウェイトする投資家には、オール・チャイナ株式戦略によるトップアップ方式が最適である可能性がある。

また、図12は、トップアップ方式とカーブアウト方式の潜在的な長所と短所を要約している。¹²

図12. トップアップ方式とカーブアウト方式の比較：長所と短所

トップアップ方式	カーブアウト方式
長所	
既存の新興国ならびにグローバル株式戦略への影響の軽減が可能。	リスクを総合的に管理し、オフショアならびにオンショア市場における投資機会を活用した最適なオール・チャイナ株式戦略の採用が可能。
一定水準のA株エクスポージャーを目標とした、より柔軟で正確な対応が可能。	中国A株の構成比率がベンチマーク内で徐々に拡大するといったトップアップ方式特有の銘柄重複に関する問題の回避が可能。
	新興国（除く中国）戦略であれば、新興国ベンチマーク内において、中国の構成比率の上昇に伴い他の新興国の比率が低減するリスクを軽減することが可能。
短所	
中国株式に特化した投資枠ではオール・チャイナ株式戦略の採用を推奨しているが、新興国株式とオール・チャイナ株式のベンチマークには大きな重複があるため、トップアップ方式には通常A株マndेटが適している。	運用マネージャーがオフショアとオンショア間の投資配分を決定するため、投資家自身によるA株のエクスポージャーの管理はできない。
標準的なインデックスにおけるA株の組み入れ比率の上昇に伴い、中国オンショア市場（A株）と新興国あるいはグローバル株式戦略との重複やリスクの集中度が増加するため、慎重な管理が必要になる。	新興国（除く中国）株式戦略は、比較的新しく、主にセパレート・アカウントとして提供されているため、最小投資額が大きく、大規模な投資家のみが利用可能。
中国へのエクスポージャーが2つのマndेटに分かれており、統一的な中国へのアロケーションを実現できていない。例えば、多くの二重上場銘柄は、オンショアがオフショアよりも高いバリュエーションで取引されているが、A株のマndेटでは、オール・チャイナ株式のマndेटとは異なり、そうした格差を投資機会としてとらえることができない。	トップアップ方式と比較して、A株への望ましい戦略的エクスポージャーを達成するために、より高い中国全体への配分が必要となる（典型的なオール・チャイナ株式ベンチマークにおけるA株のウェイトはおおよそ40%にとどまるため）。ただし、アクティブ運用マネージャーがベンチマークに対してA株をオーバーウェイトする可能性はある。
	オール・チャイナ株式、および、新興国（除く中国）株式の一般的なベンチマークには銘柄の集中が見られ、各インデックスのおおよそ20%が超大型の2銘柄で占められている。このため、運用マネージャーがこれらの銘柄に対してアクティブなポジションをとることは難しい。

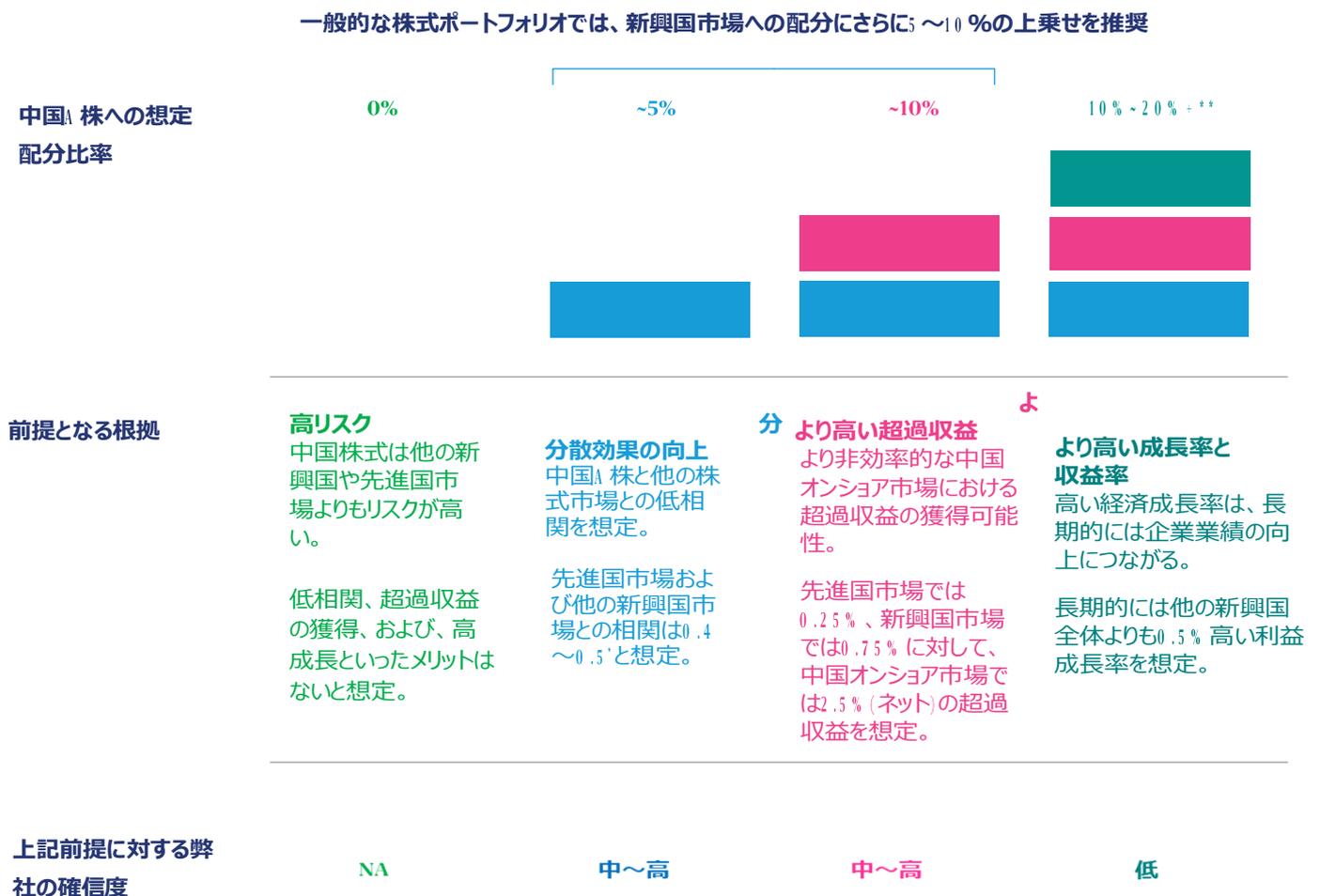
数字の話-中国へのアロケーションはどこまで拡大すべきか？

弊社では、中国オフショア市場の重要性に鑑み、オフショアへのアクセスは維持したまま、戦略的な株エクスポージャーの拡大を推奨しているため、中国における投資対象の拡大は、中国に対する投資配分比率の上昇を意味する。では、中国への投資配分は、どの程度にすべきなのか。トップアップ方式とカーブアウト方式による解決策において、この問いに答えるために、定量的なモデリングを行い、より高い株エクスポージャーの支持根拠であるインプット（低い相関関係、高いアルファ、高い市場ベータによるリターン）の影響と感応度を検証してみた。¹³

定量分析によると、分散効果、超過収益および市場ベータのすべてを保守的に仮定した場合であっても、一般的なグロー

バル投資家のポートフォリオよりも高い中国への投資配分が推奨される。弊社では、数ある恩恵の中でも、分散投資がもたらす効果に対して最も高い確信を持っており、この分散による恩恵が、図13および図14に示す中国株の最小ウェイトに関する弊社の基本的な推奨の根拠となっている。さらに、保守的ながらも超過収益の可能性も考慮に入れば、より高い配分を正当化することができ、これらは推奨範囲の上限値に反映されている。中国の成長への広範なアクセスは少なくともより高い分散効果を提供するため、成長がより高いリターンをもたらすという仮定に頼る必要はないだろう。より高い成長率をもたらす市場ベータによるリターンの寄与が大きければ、さらに大きな配分も可能だろうが、市場へのアクセス、キャパシティ、および、リスクといった他の要因も考慮した上で上限値を定めている。

図13. A株へのエクスポージャーをどの程度増やすべきか？



左から、よりリスクが高いと仮定。中国のオンショア市場が単純に高リスクの投資であれば、ポートフォリオにメリットをもたらさない。次に、分散効果の向上を仮定し、最大5%の配分を許容。次に、分散化に加えて、高い超過収益を仮定し、最大10%の配分を許容。

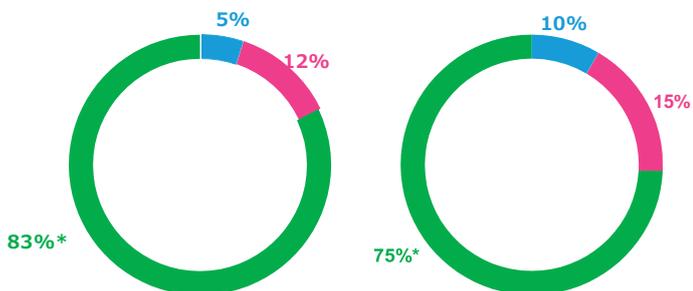
* 過去の実績に沿った相関を仮定。

** ポートフォリオのリスクをより幅広く考慮し、成長論への確信が薄れていることや市場アクセスおよびキャパシティを考慮して、現時点では10%以上のアロケーションの追加は推奨しない。

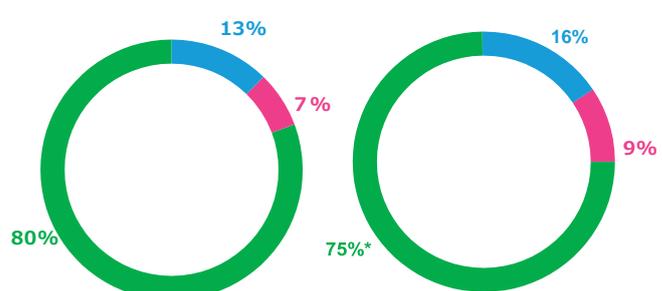
図14. トップアップ方式とカーブアウト方式における配分比率案

トップアップ方式			カーブアウト方式		
	最低 ウェイト	最大 ウェイト		最低 ウェイト	最大 ウェイト
中国A株	5%	10%	オール・チャイナ株式	13%	16%
新興国株式	12%	15%	新興国(除く中国)株式	7%	9%
新興国株式 合計	17%	25%	新興国株式 合計	20%	25%

トップアップ方式



カーブアウト方式



*先進国市場のエクスポージャーを示す

結論

株式ポートフォリオにおいて幅広いリターン源泉にアクセスするためには、新興国市場に対して最低でも市場ウェイト（およそ12%¹⁴）並みの配分を行うことを推奨する。一方、ポートフォリオの効率性を高めるためには、主に中国A株への配分を通じて、新興国市場のウェイトを25%まで引き上げることを強く推奨する。¹⁵

多くの投資家は、ポートフォリオ全体で見た場合、中国へのエクスポージャーが提供する分散効果やリターン向上といったメリットを十分に享受できていない。上場中国株式への投資によって、投資家は最も現実的かつ効果的にこうしたエクスポージャーの不足を解決することができる。そこで、一般的な新興国あるいはグローバル株式ポートフォリオを再考するにあたり、弊社から以下の提案をしたい。

- **より広範かつ大規模な中国株式へのエクスポージャー** - 中国A株へのアロケーションをより高く設定（およそ5%~10%）することで、中国の成長、分散効果、および、超過収益の獲得機会といった恩恵の享受を追求。

- より広範かつ大規模な中国株式へのエクスポージャーを実現するための2つの手法：
 - **トップアップ方式**：現状の新興国市場への配分に、中国A株あるいはオール・チャイナ株式特化型のアクティブ運用を追加することで、エクスポージャーの不足を補う。
 - **カーブアウト方式**：新興国市場への配分から中国を切り離し、新興国（除く中国）株式とオール・チャイナ株式のマンデートとに分けてアクティブに投資する。

弊社では、中国株式へのエクスポージャーに伴う特有のESGリスクや地政学リスクについても認識しているものの、これらのリスクの多くはアクティブ運用による軽減が可能であり、ポートフォリオの効率性向上がもたらす恩恵は、そうしたリスクを上回るものであると考えている。

- ¹ インデックス提供会社が分類する「新興国」市場とは、一般的に経済規模が小さく、先進国市場の要件である高度な経済発展、最低限の投資可能性、アクセス可能な資本市場といった条件の多くを備えていない株式市場を指す。一方、これらの市場では、急速かつ力強い経済成長の兆候が見られる可能性がある。
- ² 先進国市場の企業は、その収益の一部を新興国市場から得ているが、収益全体に占める割合はわずかである場合が多い（MSCI社が提供する対話型ツールを参照：<https://www.msci.com/research/global-investing-trends/global-and-regional-revenues>）。例えば、MSCI North America Indexは、収益の70%を北米経済圏から得ており、新興国の占める比率は15%に過ぎない。一方、MSCI新興国株式インデックスは、収益の85%を新興国から得ている。このように、米国株に投資して多国籍企業による海外エクスポージャーを得るといったシナリオには一定の価値があるものの、現地に拠点を置く新興国企業への幅広いアクセスを代替するものにはならない。
- ³ 例えば、2020年に発表された弊社のリファレンス・ポートフォリオでは、リスク回避度に応じて、株式ポートフォリオ内で新興国に15%～20%の投資配分を推奨していた。
- ⁴ CSRC（中国証券監督管理委員会）、PBOC（中国人民銀行）、SAFE（国家外為管理局）は、2020年11月1日からQFIIおよびRQFIIの制度を統合した。
- ⁵ 浮動株考慮後の時価総額で見ると、規模の違いはもっと小さい。
- ⁶ 例えば、最大の中国銘柄²社は、2020年12月末時点で、MSCI新興国株式インデックスの中国オフショアエクスポージャーの～32%を占める。
- ⁷ MSCIは現在、中国のA株市場を標準的なインデックスにおいて組み入れファクター20%としている。A株の組み入れファクターが20%ということは、A株構成銘柄の浮動株のうちの20%しかMSCIEMインデックスやMSCIACWIに組み入れられていないということになる。
- ⁸ 後から考えれば、特定の地域へと集中的に投資することで、分散したポートフォリオを常にアウトパフォームすることは可能だが、将来の不確実性を考慮すれば、幅広いポジションへと分散して投資すべきである。
- ⁹ 地域特化型、あるいは、グローバルのマンデートに含まれる他の市場についても同様であるが、ポートフォリオ全体に中国が提供する魅力的なメリットを考えると、より重要である（7～12ページを参照）。これとは別に、アクティブな運用マネージャーが、近視眼的になりがちであることを踏まえると、新興国もしくはグローバルの運用マネージャーは、弊社の戦略的根拠でもある、長期的な時間軸に基づいた中国エクスポージャーの獲得という戦略を採用しない可能性もある。
- ¹⁰ 中国株式に特化した投資枠は、マルチマネージャー制を採用することで、トップアップ方式およびカーブアウト方式の両方の構造において、オンショアとオフショアのエクスポージャーを柔軟にブレンドもしくはカスタマイズして提供することが可能になる。
- ¹¹ 低コストかつ低ガバナンスの新興国アクティブ運用は、構造的にA株のエクスポージャーが高くなるベンチマーク（例：MSCI新興国株式を含むChina All Shares Index）を採用している。パッシブ運用の場合は、構造的に高いA株エクスポージャーを持たない標準的なインデックスをベンチマークとした現状を表している。したがって、このアプローチは最も推奨されない。
- ¹² マルチマネージャーによる中国株式特化型戦略の採用、もしくは、カスタムベンチマークの設定といったアプローチによって、図12で示された短所の軽減に、より柔軟に対応することができる。
- ¹³ 当初のポートフォリオは、MSCIACWIウェイト（先進国88%、EM12%）で、これに中国を追加している。先進国市場への配分から資金をシフトし、A株を2%刻みで追加。簡便のため、為替はオープンで仮定。新興国市場と為替ヘッジの関係については、別のレポートにおいて、新興国市場における為替ヘッジのメリットをより詳細に検討している。
- ¹⁴ 2020年12月末現在のMSCIACWorld Indexのウェイトに基づく。
- ¹⁵ これは原則的な推奨事項であり、資産配分担当者は、この推奨事項を個々の状況やポートフォリオ全体の状況に照らし合わせて検討する必要があり、各投資アドバイザー／コンサルタントからの推奨を受けた後に投資判断を行う必要がある。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[Report \(Vertical\) \(mercer.com\)](https://www.mercer.com)をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。