

『証券経済学会年報』第56号別冊
第93回全国大会
学会報告論文

「中国における公募投資信託市場の現状」

「中国における公募投資信託市場の現状」

花村信也

立命館大学

1. はじめに

中国の資産運用業界では、金融セクターのコングロマリット化が進んでいることから、様々な参加者が参入している。商業銀行、信託、証券、公募投信、保険、プライベート・エクイティ（PE）、ベンチャー・キャピタル（VC）等が主要な参加者であり、中国の業界は、一般的に日本でいわれる資産運用業界よりも広義なものである。運用資産総額は、2017年には約124兆人民元（約2000兆円）で、中国名目GDP総額の1.5倍程度に及ぶ規模となり、今後も富の蓄積や個人型年金の普及を背景に高い成長を続けるとみられている。本稿は、運用市場の中で、中国の公募投資信託市場の現状を調べ、中国のファンド投資について、どのような人々がどのようなファンドに、どのようなニーズを持っているか分析する。

2. 中国における投資信託市場

2.1 中国資産運用ビジネスの全体像

中国における資産運用ビジネスの成長の背景は、運用対象となる株式、債券を中心とする証券市場の発展があった。そこで、まず株式市場と債券市場に関して概観する。

1.2 株式市場の概況

中国の株式市場は、上海と深圳に証券取引所が設置され、2020年9月末時点で4,000社以上の企業が上場している。時価総額は9.4兆ドル（約1,000兆円）を超えており、日本（約650兆円）を抜いて世界第2位の規模となっている。

2.3 債券市場の概況

中国債券市場の規模は2020年9月時点で110兆元（約1,700兆円）に達しており、米国（約4,500兆円）

に次いで世界第2位の債券市場となっている。ちなみに第3位の日本は、約1,300兆円の規模である。1997年に債券インターバンク市場が設立されて以来、当初10億元未満であった取引高は、2006年に10兆元、2010年に50兆元、2017年に100兆元を超え、取引参加者も当初の数十社から24,000社以上に増加した。市場開放度合いの進展に伴い外国投資家の参加も年々上昇しており、2019年12月末時点で、2,600社を超えているが、保有残高は2.3兆元（約35兆円）と、中国市場全体の2.0%強を占めるに過ぎない。10年国債金利でみた場合、ゼロ近辺の日本や1%を下回った米国に対して、中国は3%台であり、イーロード狙いのターゲットとして、外国投資家の更なる参入拡大余地があると予想するアナリストもいる。

2.4 資産運用ビジネスの概況

公募投信、私募投信、銀行理財に加え、証券・保険・信託系の運用商品から構成される中国資産運用市場は、2017年には約124兆人民元（約2,000兆円）に上っている。2011年から2020年上半期まで年率26%で成長し、世界の資産運用市場において、最も成長の高い国の一つである。特に2017年までは年率40%の高い成長が続いていたが、2018年4月に施行された「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」により、元本保証、器貸等の資産運用の本流から乖離した運用ツールは禁止となり、これによって規模を伸ばしてきた証券系資産運用、及び銀行理財の成長は減速した。一方、元々規制が厳格で、透明性が高い公募投信市場は2018年以降も年率17%と引き続き堅調な成長をキープしている。

2.5 公募投信市場の概況

中国初の公募投信が誕生したのは1998年のことであり、1940～50年代の米国や日本と比べると歴史の浅いマーケットである。しかしながら、この20年で急速

な成長を見せ、2014年に日本を上回り世界第2位の規模まで成長した。2021年6月末時点で、運用総額は23兆元(約390兆円)であり、2025年には現在の日本の約5倍に相当する600兆円になると見込んでいる民間コンサルティング会社もある。

公募投信においてはマネーマーケットファンド(MMF)が、高い収益性や決済の利便性を理由に、普通預金を代替する金融資産としてその規模を巨大化させ、公募投信業界全体の4割以上を占める状況となっている。中国のMMFは時価評価されていないこともあり、投資家からは損失が発生しない元本保証商品とみなされている。当局はMMFの規模が巨大化すれば、市場急変時に流動性リスクのトリガーとなる可能性があるほか、システムティックな不安定性を引き起こすことの懸念を示しており、規模抑制等を目的とする規制強化に動いている。

金融リスクに対する当局の監督姿勢は従前にも増して厳格化しており、2017年12月の中央経済工作会议では、今後3年間に解決すべき課題のトップに、「重大リスクの抑制(特に金融リスク)」が挙げられ、資産運用業界の正常化に重点が置かれている。2017年11月には中国人民銀行、銀行保険監督管理委員会、証券監督管理委員会、外為管理局が連名で『金融機関の資産管理業務の規範に関する指導意見』を発表した。これは、監督機関を異にする資産運用業界各業態に対して初めての統一的な規制となった。翌年4月27日、指導意見は国务院の同意を得て正式に発効した。

新規制は資産運用商品の元本保証・資金プールを禁じ、レバレッジを抑制する他、市場価格に基づく時価評価を促す等、資産運用商品の本流(本来の意味での資産運用)への回帰を意図するものである。これまで、隠れ元本保証を前提に残高を積み上げてきた銀行理财や、器貸業務に大きく依存する証券会社等は、今後、大規模な業務見直しを迫られる一方、資産運用業の本流である公募投信会社は、影響が比較的少ないものとみられている。2015年3月からの公募投信の残高推移は以下の通りである。

図1 公募投信総額推移



公募投信は、クローズドエンド型、オープンエンド型の2区分であり、オープンエンド型は、股票基金(株式型)、混合基金(バランス型)、货币市场基金(マネーマーケット型)、债券基金(債券ファンド)、QDIIに区分される。斯かる区分は、中国証券投資基金業協会が発表している統計である。2018年3月に資産総額が急激に落ち込んでいるのは、当局による規制の影響である。この時期の数値は以下であり、金額の落ち込みが見られる。

表1

更新日	类别(種類)	中国公募基金总资产统计(中国公募基金总资产统计)						合计(合計)	
		封闭式(クローズド・エンド型)	股票基金(株式型)	混合基金(バランス型)	货币市场基金(マネーマーケット型)	债券基金(債券ファンド)	QDII		开放式(オープンエンド型)
2018年04月	基金数量(只)	574.00	837.00	2232.00	348.00	1022.00	139.00	4578.00	5152.00
	份额(亿份)	7225.52	6269.58	14567.34	78331.50	17257.94	818.59	117244.95	124470.47
	净值(亿元)	7475.67	7918.23	16618.04	78389.03	17966.11	902.91	121794.32	129296.99
2018年03月	基金数量(只)	554.00	817.00	2212.00	348.00	1017.00	126.00	4531.00	137.00
	份额(亿份)	6938.82	6006.96	14689.24	73157.32	16725.58	1094.78	111410.75	831.65
	净值(亿元)	7189.02	7848.07	17143.39	73218.83	17353.98	1082.45	116474.62	910.35
2018年02月	基金数量(只)	521.00	808.00	2182.00	348.00	1002.00	126.00	4478.00	138.00
	份额(亿份)	6568.32	6008.64	14762.53	77939.83	14802.84	1094.78	114374.29	860.45
	净值(亿元)	6819.36	7935.78	17231.63	78051.06	15418.97	1082.45	119608.63	971.19
2018年01月	基金数量(只)	502.00	795.00	2129.00	348.00	995.00	137.00	4404.00	496.00
	份额(亿份)	6474.41	5853.54	14489.51	73670.80	14383.23	831.65	109228.73	115703.14
	净值(亿元)	6717.86	7951.13	17292.73	73782.91	14976.25	981.06	114984.08	121701.94

経済成長に伴い、中国の個人金融資産は増えている。大手調査会社である申万宏源研究所の調査によると、2013年から中国の個人金融資産規模は年率14%で成長し、2018年末時点で147兆元(約2,200兆円)となっている。資産構成は預貯金から運用商品へシフトする傾向がみられる。また、中国の個人総資産は2018年末に357兆元(約5,500兆円)であり、そのうち6割が不動産を中心とする非金融資産が占める。その一方で、当局の不動産投機抑制方針等を背景として、今後は不動産から金融資産へのシフトが予想される。不動産から金融資産、金融資産のなかで預貯金から運用商品へのシフトが、公募投信市場の成長を支えていくものと思われる。

2.6 MMF

MMF に対するリテールの強い需要は、インターネット金融プラットフォームを通じた決済システムの急速な近代化によっても促進され、MMF へのアクセスが容易になった。Alipay のようなプラットフォームにより、MMF は消費者がオンラインで商品を売買できる効率的な現金管理ツールを提供することが可能となり、これが中国最大のファンドである余额宝の成長に貢献している。

余额宝は一時世界最大の MMF となった。発売以来、一年で開設口座数が 1 億件を突破し、資産残高は 5742 億元（約 12 兆円）に達した。銀行預金からインターネット事業者が提供する MMF への資金流出が加速し、伝統的な金融機関にとって大きな脅威となった。余额宝については後述する。2015 年 3 月以降の MMF の残高推移は以下の通りである。

図 2 MMF 残高推移



中国の公募投信は、日本や米国等の市場と比較した場合、中国公募投信商品全体に占める株式ファンドのウェイトが低い。これは中国株式市場の特性に由来したものと考える。

中国の株式市場は中短期的にボラティリティが高く、長期的には年率約 5%程度で上昇しているものの、経済成長率(2002 年 - 2019 年平均 9%)を大きく下回っている。その主な理由としては一般的に、中国の株式市場では個人投資家がメインプレイヤーとなっており、専門的かつ長期志向の投資ができていないことが挙げられる。それに加えて、機関投資家である公募投信会社もプロの長期投資家として果たすべき市場安定剤の役割を十分発揮できていなかったこともボラティリティが高くなる要因の一つとなっている。

公募投信のファンドマネージャーに対する評価期間が短く(基本 1 年基準)、単年度のパフォーマンス目標を達成するために、ファンドマネージャーも短期的な市場トレンドに追随してしまう傾向がある。

3. 新たな投資家

3.1 余额宝 (ユアバオ) という仕組み

QR コード方式スマホ決済のアリペイは、どこでもキャッシュレス決済ができるという利便性だけでなく、入れておくだけで年利 4%以上でお金が増えていく余额宝 (ユアバオ) という仕組みを設計した。なぜ、お金を入れておくだけで増えていくのか。

余额宝は 2013 年 6 月、電子商取引企業アリババの関連会社であるアントフィナンシャルの提供するモバイル決済アプリ「アリペイ」を介して提供される MMF (Money Management Fund = 公社債や短期の金融商品を中心に運用する安定的な公社債投資信託) である。2013 年半ばに設立され、2 億 5000 万人以上の個人投資家を抱えている。個人投資家数は中国の株式投資家数を上回っている。投資家には個人や企業 (アリババのオンラインコマースプラットフォーム「タオバオ」の売り手など) が含まれており、そのほとんどが 3 ヶ月未満の投資を求めていると報じられている。2016 年 9 月末時点の総資産が約 8000 億元 (1200 億米ドル) と世界最大級の規模を誇っていた。

投資家は、資金を送金することにより、余额宝のユニットを購入する (最低 1 元 = 約 15 円)。投資家は、Alipay アプリを介して自分の Alipay アカウントにリンクされた預金口座を持っている場合、余额宝のユニットを購入するために複数の銀行カード (または他の個人の Alipay アカウントからの支払いを受け取る) からお金を引き出すことができる。しかし、銀行は顧客がカードごとに 1 日あたり余额宝に転送できる金額を制限することができる。

余额宝は 24 時間利用可能で、MMF の配当金からオンラインショッピングで購入することができ、顧客に効率的な現金管理施設を提供する。投資対象となる投資に関する情報はほとんどないが、ファンドの幅広い資産配分はウェブサイトに掲載されており、四半期ごとに更新されている。投資家はいつでも余额宝から資金を引き出すことができ、引き出すことができる金額に制限はないが、2016 年 10 月以降、2 万元以上を第三者に送金するユーザーに送金手数料を課している。また、

高額の引き出しには遅延が発生する可能性がある。たとえば、50,000元までの引き出しには2時間の遅延が発生する。より大きな引き出しの場合は48時間の遅延が発生する（時間枠は送金先の銀行によっても異なる）。投資家は1日に3回まで引き出しが可能となる。入れておくだけで、年利4%以上で増えていくという投資信託商品で、しかも解約は1元単位で随時可能、即入金となり、投資家からすると、もはや投資信託という感覚はなく、単なる「おサイフの奥のポケット」ぐらいの感覚となっている。つまり、給料が出たら、それを丸ごと余額宝に入れてしまい、必要な分を引き出して使うという人も多い。もちろん、このような操作はすべてアリペイアプリの中で行える。

銀行の普通預金口座の利息は0.3%程度であり、余額宝は普通預金と同じように出し入れが可能であり4%以上の利息がつく。ただし、余額宝は投資信託商品なので利回りは変動し、最高で6.7%に達したこともある。しかし、投資信託にありがちな手数料も取られない。この余額宝の仕組みは、簡単に言えば「MMFのまとめ買い」に基づいている。個人が1万円でMMFを買うときの利回りとお金持ちが10億円でMMFを買うときの利回りは当然違う。余額宝は個人から小口の資金を集めて、まとめて銀行で有利な利回りでMMFを購入する。ここから、運営会社の経費や利益を引いて、残りの4%を消費者に還元しているという仕組みとなっている。

余額宝は、アリババが運営しているのではなく、天弘基金という証券会社が運営をしている。2011年頃の天弘基金は赤字企業であり、預かり金総額は7.16億元（約120億円）でしかなく、2年連続で赤字が続いていた。副総経理としてきた周曉明氏も特段、能力がある経営者ではなかった。大学卒業後、中国証券市場デザイン研究センターに入所以後、証券会社の役員を歴任するエリートだったが、その後独立して、投資会社を運営するが失敗。この当時は、自宅で仕事もせずぶらぶらしていた。

消費者が国債ファンドやMMFなどの投資信託商品を購入するには、中国の場合は、銀行に行くのが一般的となっている。その窓口で、説明を受け、申込書に記入をして、購入する。しかし、手間がかかり、多くの書類に記入をしなければならず、銀行は多くの重要事項を説明しなければならなかった。しかも、そのやりとりは、録音、録画され、証拠として保存しなければならない。さらに、MMFの場合でも投資金額は5万円

（約90万円）からであり、低所得の個人にとって魅力的な金融商品ではなかった。周曉明氏は、この煩雑なやり取りを簡単なものにして、気軽に購入できる投資信託を考えた。天弘基金に入社した2011年8月頃、知り合いの祖国明氏が声をかけてきた。彼は現在、ECサイト「タオバオ」にいて、投資信託の店舗をタオバオ上で開く準備をしているので、天弘基金も出店しないかと言ってきた。周曉明氏は、天弘基金に特命チームを作って、タオバオ出店のプロジェクトを進めたが、結果は大失敗だった。タオバオ側の証券会社出店の準備が遅れたこともあったが、そもそも、名前も知らないネット証券会社など、誰も信用しなかった。つまり、ネット証券という事業構想はブランドがないことから成立しなかった。

そこで、おサイフの中に証券会社を作れば良いという発想に切り替えた。ところが、銀行と比べてどうしても乗り越えられない障壁があった。それはタオバオのネット証券で投資信託を買ったら、銀行預金から相当の額をネット証券会社に振り込まなければならない。これは投資家にとって心理的に不安になる。銀行預金はその分、減ってしまうからだ。

ところが、銀行で投資信託を買う場合、同じ銀行の預金から移すだけとなる。銀行の外には資金は出ない。どちらでも個人の資産ということでは、同じことなのだが、同じ銀行の中に自分のお金があるという安心感は大きかった。

折しも、2011年11月頃から、アリババのアリペイはタオバオの外に出て、キャッシュレス決済ツールとして使われ始めていた。スマホをおサイフとして使えるサービスだった。

周曉明氏は、アリペイが成長していく様子を見て、アリペイの中に出店できないかということ考えた。つまり、おサイフの中に証券会社を作ってしまうという発想であった。

アリペイというおサイフの中に証券会社を作ってしまう、投資信託商品売る。発想は大胆でシンプルだったが、実際の商品設計は簡単ではなかった。周曉明氏のチームは10以上もの商品設計を検討し、1年近く時間をかけて検討を重ねていった。そして、2012年12月、アリペイの経営陣に自分たちの投資信託商品「余額宝」を提案した。

このときには、余額宝はとてもシンプルな設計に洗練されていた。消費者が簡単に入出金できるようにするために、MMF（マネーマネジメントファンド、ローリ

スクローリターンだが換金性が高い)を中心にし、これを銀行でまとめ買いをする。

こうして、2013年6月から、アリペイ内で余额宝のサービスが始まった。余额宝を使いたいからアリペイを使う人が増え、アリペイを使う人が増えるから余额宝を使う人が増えるという好循環が始まった。

3.2 当局の規制

余额宝は、銀行の利益を奪う形になっている。銀行は余额宝と同じように預金者から小口の資金を集めて、債券などに投資をするというMMFを運用している。余额宝は、小口資金を集めるという作業はやってきているものの、そこから生まれる利益の大半を持ってってしまう。当然、銀行側もなんらかの手立てを打ち、政府機関の規制が入ることとなった。

中国人民銀行は、大きすぎる単一のエンティティは、市場全体にシステミックリスクをもたらすと懸念を示した。2018年11月に発行された年次財務安定性レポートで、中国人民銀行は、余额宝の名前を挙げずに「システムの重要なMMFの規制を強化する」ことを約束した。2017年、中国の証券規制当局は、マネーマーケットファンドに準備金要件を課し、高収益で流動性の低い資産に投資する自由を制限する新しい規則を公開した。同年6月、政府機関は、流動性リスクを管理するために、即時償還を1日あたり10,000人民元(1,400ドル)に制限した。

2018年2月、余额宝は、1人のユーザーがファンドに投資できる合計金額に自主的に制限を課した。5月に、プラットフォームに新しい資金を導入し始めた。

4. 天天基金による行動ファイナンス研究に関するレポート

銀華基金管理株式会社-天天基金は投資信託の投資家の分析レポートを2021年6月に出している。この分析レポートは、投資家にアンケートをとり行動ファイナンスの観点から、投資家行動を分析したものとなっている。本レポートは開示されており、個人投資家、機関投資家も参照することが可能となっている。本節では、投資信託の運営会社が投資家の投資行動に関してどのような分析を行っているかを調べる。以下、銀華基金管理株式会社のレポートの主要部分の解題である。レポートは、株式ファンド投資家の人口分布、行動偏差、行動特性の3つを調査することにより、行動

ファイナンスの理論的枠組みに基づいて、合計4種類の統計分析を行った。エクイティファンド投資家の状況、投資家の行動選択の分布、相互行動の分析と検証、典型的な行動グループの行動の特異性である。

調査によると、エクイティファンドの投資家の半数以上がファンドの認識と関連する投資知識について一般的なレベルの認識を持っているものの、認知バイアスがある可能性があり、投資家の10%~20%だけが明確な理解を持っていることがアンケートの結果から示された。同時に、「自信過剰」という心理的現象が投資家の間で広まっており、投資家の半数以上が特定の投資行動に限定合理的な行動特性を持っている。つまり、投資行動が投資家自身の投資哲学から逸脱しており、それに気づかず投資をしてしまっている。また、投資行動を「廃棄効果」などの観点からアンケート結果を分析している。レポートは行動ファイナンスの分析に基づいて、専門知識の習得方法、理解の方法、長期投資コンセプトの確立方法など、投資家にとっての具体的な行動改善提案を最後に提案している。

行動ファイナンス研究に関するレポート 序言

中国ファンド産業協会の業界調査データによると、2019年にファンド投資で利益を得た投資家の割合が94.2%と大幅に増加したが、2018年以前にファンド投資で利益を得た投資家は全体の半数以下であった。同期間におけるエクイティファンドのリターンは、ファンド全体のリターンよりも著しく低いものであった。ファンドはいかに利益を得るのか、直接的間接的質問、実情やシナリオに基づいたシミュレーション、統計分析やクロスセクション分析などを用いて、エクイティファンド投資家の行動を特徴づけ、分析する。行動ファイナンスの視点を踏まえて、まずエクイティファンドの投資家像を把握するために、4つのカテゴリーの統計分析を行った。エクイティファンドの投資家プロフィール、投資の行動選択の分布、クロスビヘイビア分析のデータと、典型的な行動集団の行動特異性である。

また、投資のリターンや運用の頻度についても同様のパターンを設定して検証した。以上の結果を得た上で、各分野で自信過剰な人を抽出し、その人たちの特徴や行動を一般の人と比較検討し、データやインタビューとのクロスバリデーションにより、その行動の理由を見つけ出した。

リサーチデザイン

投資のボラティリティーとボラティリティー耐性との関係に分割して比較した。調査結果により、「投資タイプによって投資家の性格が異なる」「状況によって投資家の性格が異なる」という2つの点を指摘している。投資家が利益を得たり、損失を被ったり、金銭的なプレッシャーが高まったりしたときに、投資シナリオの中で、次にどのような投資行動をとるかを示す。

調査の方法

オンラインでのアンケート調査とオフラインでのインタビューを組み合わせて、オンライン調査の結果を定量的に評価する。オフラインインタビューの内容を分析して質的に解析するという研究手法で、エクイティファンド投資家の行動をその特徴について、包括的に調査した。

調査時期

2019年7月から2020年6月の間に株式ファンドへの投資を行った全年齢層を無作為抽出サンプルとしている。サンプルのソースは、一般投資家のファンド情報へのアクセスに関する調査では、投資家がファンドに注目する主なチャンネルとして、「Daily Fund」などの金融情報サイトが5割以上を占めている。オフラインインタビュー都市では、北京、上海、広州、成都、蘇州が対象。サンプルは、エクイティファンドの投資家数を基準に、エクイティファンドの投資家数が多い都市を優先的に選択し、華東地区、華北地区、華南地区、華西地区をカバーしている。

第1章

1.1 エクイティファンド投資家の基本像の分析

中国におけるエクイティファンド投資家の属性分布

2014年から2019年にかけて、中国証券投資基金協会（以下、CSIFA）は、個人のファンド投資家の投資調査やアンケートを行い、個人のプロフィールや金融資産の配分、ファンドの認知度などを記載した年次報告書を発表している。

男女比：市場全体のランダムな投資家サンプルと日次のファンド投資家サンプルの両方において、男女の比率はおおよそ6:4で、男性投資家が女性を約半分上回っている。（このデータは、CDFAにおけるファンド投資家の男女比に関する過去のデータとほぼ一致しており、

2015年を除く過去5年間の男女比は比較的安定している。）

主力の投資家の年齢・学歴：市場全体のランダムな投資家サンプルの主力は40-44歳、次いで30-39歳、調査参加の主力は45-49歳、次いで50-54歳、40-44歳となっている。エクイティファンドの投資家は、主に学士号を取得している。市場全体のランダムサンプルでは、学部卒が70%と学歴の集中度が高いのに対し、ファンド投資家サンプルの学歴分布は、低学歴と高学歴の両方の分布が多く、ややバランスが取れている。CDFAが発表した「2019年全国公共ファンド投資家調査報告書」では、学士号以上のファンド投資家の割合が75.3%に達し、2018年から16%増加し、高学歴の割合が著しく高くなっている。

月収別分布：月収5,000ドルから15,000ドルの人は、両サンプルを合わせて50%以上を占め、市場全体のランダムな投資家サンプルでは、月収5,000~15,000ドルの人の割合が73%と高くなっている。天天基金の投資家サンプルは、所得水準がより分散しており、月収5,000ドル未満の人が28%、15,000ドル以上の人が17%となっている。

職業別分布：一般的なホワイトカラーの割合が高い。市場全体のランダムサンプルでは、ホワイトカラーの割合は40%、企業経営者の割合は29%であり、TDFの投資家サンプルの職業分布はよりバランスが取れており、ホワイトカラーが28%、会社経営者が9%と市場全体のランダム投資家サンプルを下回っているが、公務員は18%と市場全体のランダム投資家サンプルの2倍となっている。

1.2 エクイティファンド投資家の投資特性

直近1年の株式ファンド投資のリターンレベル

2019年7月から2020年6月までに9割近くの投資家がプラスのリターンを達成している。連結ベースでは、株式ファンドにおいて、天天基金の投資家サンプルは、市場全体の投資信託のランダムな投資家サンプルを上回り、92%がプラスのリターンを達成し、フルマーケットのプラスのリターンシェア88%を上回りました。天天基金の投資家サンプルのポジティブ・リターンのうち、10~30%および30%以上の範囲でポジティブ・リターンを達成した投資家の割合が高かった。調査対象期間中の投資パフォーマンスが向上したにもかかわらず

らず、ファンド投資家の収益性の過去のシェアは2018年まで50%以下で推移しているが、傾向としてはファンド投資家の収益性のシェアが継続的に増加しており、ファンドが投資家にリターンをもたらす、全体の収益性プロファイルが向上していることを反映している。

投資の経験の多寡

市場全体のランダム投資家サンプルの平均投資経験年数は約5年、天天基金の投資家サンプルの平均投資経験年数は約6年となっている。投資経験の分布は2つのサンプル間で若干異なり、前者は1～10年の投資経験の集中度が高く、合わせて84%のシェアを占めている。後者は、投資経験が少ない投資家と長い投資家の比率が高く、新規投資家では1年以下の投資家が14%、10年以上の投資家が30%となっており、ファンダメンタルズプロファイルの投資家の年齢分布と一致している。平均投資経験は5.1年である。

投資姿勢や投資方針

模擬シナリオにおける投資家の投資選択に基づき、投資家の投資パーソナリティを評価するために、各選択肢にスコアを割り当て、合計スコアを16とし、スコアが高いほどアグレッシブな投資パーソナリティであることを示す。市場全体のランダムな投資家サンプルの平均スコア10.22は、天天基金の投資家サンプルのスコア10.96をわずかに下回っており、市場全体のランダムな投資家サンプルよりもバランス型およびアグレッシブ型の投資家の割合が高いことを示している。

純資産の下方変動（リト्रेसメント）に対する許容度

純資産下方変動（リト्रेसメント）許容度とは、ファンドのパフォーマンスが損失を被った際の最大許容損失額のこと、スコアが高いほど損失許容度が高いことを表す。ボラティリティー耐性の分布を見ると、市場全体のランダム投資家のサンプルでは、ボラティリティー耐性が中程度の割合が39%と最も高くなっている。一方、天天基金投資家のサンプルでは、ボラティリティーの許容度が高い人の割合が最も高く、46%となっている。

ファンドに関する情報は主にどこから得ているか？

投資家がファンドをフォローするチャンネルとしては、「Oriental Fortune」や「Snowball」などの金融情報

サイトが主流で、全体の半分以上を占めている。市場全体の投資家を対象としたランダム・サンプルでは、外部者からのファンド情報の受け取りに関する有意な選好の偏りは見られない。

積極運用されているファンドは、インデックスをアウトパフォームすることができるか？

客観的なデータによると、過去10年ほどの間、株式ファンドはより広範な市場をアウトパフォームすることができた。2011年から2020年にかけて、CSIアクティブ・エクイティ・インデックスは176%上昇し、同期間のCSI300トータル・リターン・インデックスを上回った。大多数の株式ファンド投資家は、アクティブ運用ファンドがパッシブ運用ファンドを平均的に上回るはずだという見解を共有している。この見解は、市場全体の投資家の無作為抽出サンプルでは、より高い割合で共有されており、天天基金の投資家では、この見解に反対する割合が高くなっている。

ファンドの規模についての認識

異なる規模のファンドは、強気相場、弱気相場、ショック相場で異なる特徴を示す。ファンドの規模とファンドのパフォーマンスに相関関係があると考えている人のうち、市場全体のランダム投資家サンプルでは、大きいファンドの方がアウトパフォームする可能性が高いと考えている人の割合が高く（42%）、天天基金投資家サンプルでは、小さいファンドの方がアウトパフォームする可能性が高いと考えている人の割合は24%となっている。ファンドの規模とファンドのパフォーマンスには相関関係がないと考える投資家のうち、天天基金の投資家サンプルの割合は59%と、市場全体の37%に比べて高くなっている。

ファンド認知度からみた多数派と少数派

明確な認識を持つ投資家に該当するのは10～20%程度である。今回の調査結果は、CDFAの2018年の調査データである「投資家の株式市場やファンド投資の性質に対する理解度は相対的に低い」と一致している。平均スコアを見ると、天天基金投資家のファンド認知度の平均レベルは、フルマーケットのランダム投資家サンプルよりも高くなっている。分布を見ると、市場全体のランダム投資家サンプルでは、曖昧なファンド知識を持つ割合が37%と最も高く、一方、日次ファンド投資家では明確な知識を持つ割合が21%と、市場全

体の割合8%を大きく上回っている。

第2章

株式ファンド投資家の行動バイアスについて

2.1 自信過剰

投資家の自信過剰について

自信過剰は認知能力の過大評価にも反映される。分析力や判断力は非常に主観的なものであるため、アンケートでは比較的客観的な認知能力を持つ調査対象者に自信過剰が存在することを確認した上で上記の人々を対象に、金融や資金に関する認知力のテストを行った。一方では、参加者に自分の認知能力を評価してもらい、もう一方では、いくつかの客観的な知識の質問によって、実際の認知能力をテストした。その結果、自分の方が認知能力が高いと思っていた人の半数以上が「認知的に曖昧」、あるいは「認知的に偏っている」と評価され、「認知的に明確」な人は3割にも満たないことがわかった。著しく自信過剰な人には2つの典型的な特徴がある。投資年数は3～5年の範囲、単純な金融のファンドの知識は明確だが、複雑で専門的なファンドの知識の認知には曖昧さがある。

トレーディングを増やすと、本当にリターンが悪くなるのか？

取引の過程や結果をアンケートで描くことは難しいため、2009年12月31日から2020年3月31日までの銀華基金の全取引データを抽出し、保有者の実際のリターンと「自社ベンチマーク」のリターンを比較した（年初にポジションを保有し、調整しないと仮定）。保有者の実際のリターンと「自社ベンチマーク」のリターン（年初に1年間ポジションを保有したと仮定）を比較したところ、取引が発生するたびにリターンの損失が発生し、取引の頻度が高いほどリターンの損失も大きくなることがわかった。

株式ファンドの保有期間が長いほど、投資の勝率は高くなるか

トレード回数を減らすことで、投資の成果が上がるのではないか

銀貨基金の同時期の取引データを用いて、異なる保有期間の取引をグループ化し取引を計算した。最終的にプラスのリターンを得た割合を「勝率」と呼んでいるが、これを見ると、保有することで期間が長ければ長

いほど、勝率が高くなる。一般的に、7～30日間保有したファンドの償還には、0.5～0.75%の償還手数料がかかるが、ほとんどの投資家は気にしていない。投資家が1年間に1つのファンドを10回以上売買した場合に、5回の売買に対する償還手数料は2.5%～3.75%となり、これは銀行のウェルスマネジメント収入に相当する。

実際の投資シナリオでは、どのような要因が私たちの自信過剰な行動を悪化させるか。

投資経験が多い＝投資能力が高いと考える、個人の学歴や他分野での仕事の能力と投資能力を同一視する、時折の成功を個人的な能力の理由とする、分析的な調査によって過剰な情報が得られる、と投資家は考えており、調査方法の正しさや調査能力の高さを無視していることが出てきている。

2.2 廃棄効果

投資で損をすると、多くの人が「償還すべきか。また上がってしまったらどうしよう。」というジレンマに陥る。これを廃棄効果と呼ぶ。

ファンド投資においても廃棄効果は大きいのか？

調査では、ファンド投資における廃棄効果に関して、お金が必要な時に「期待リターンに近い」「損切りラインに近い」場合、どちらでファンドを換金するかを調べた。その結果、50%以上の投資家が負けたポジションを維持することを選択した。これは、中程度の弱い廃棄効果を反映しているといえる。

廃棄効果が発生する理由

予期せぬ出来事で大暴落しても、投資家は負けたままでいることを好む。また、日常的には、コメントなどの投資利回りの変化に対応する時間がある。シミュレーションの環境を設定し、「想定外の出来事により、ストップロスラインを下回る短期的な大きな損失が発生した場合」に、投資家が負けたポジションを維持するか、ストップロスによる償還を選択するかを確認した。廃棄効果の存在は、投資家のリターンを低下させている。典型的な廃棄効果は、次のような特徴を持つ人に存在する：投資経験が短い、高い損失耐性ディップ時にポジションをカバーしたい。天天基金の投資リターンと典型的な処分効果を持つ集団のサンプル平均投資リターンを比較したところ、投資成果の面でもリター

ンにダメージがあることが判明し、アンケートによる実証分析の結果は一貫している。

ファンドのカバーリングについて

ファンドの純額が購入価格を下回った場合に再度購入する行為であり、投資家は、下落に強いものに投資するよりも、自分の保有するものを「上乘せ」する傾向が強い。(日本では難平買いと言われている)このような心理・行動がファンド投資にもあるかどうかを確認するために、同じテーマのファンドが2つあり、一方はすでに保有していて、同じ下落トレンドの中で、保有していないもう一方のファンドよりも下落しているというシナリオを仮定した。その結果、7割の人がすでに持っている方を選び、落下の抵抗が大きい方(下落の程度が低い方)を手放すことになった。これは不合理な行動になっている。下落したものを売るべきであるが、そのファンドを保有したままとなっている。

すでに保有しているポジションを“カバー”する理由は、“コストの希薄化”であり、インカムマネジメントではなく、コストマネジメントだけを考えている。この「節約術」は、ファンドの投資にも反映されており、「カバー」を選択した人に、「コストを分散するために、ファンドが下がったときにカバーするかどうか」を聞いた。カバーリングを選択した人に、ファンドが下がったときの「コストの分散」について聞いたところ、9割以上の人が「はい」と答えた。彼らにとっては、ファンドに投資することで将来的に高いリターンが得られる可能性よりも、コストの希薄化の方が重要となっている。つまり、平均コストを下げる方を選択し、同じ予算で損切りをしない結果となっている。

第3章

エクイティ・ファンド投資家の行動的特徴

ファンド投資家は依然として低価格のファンドを好む他の点では同じでも価値だけが異なる2つのファンドがあれば、人々は価格の低いファンドを選択する可能性が高い。そこで、別のシナリオを想定する。つまり、正味の価値が1ドルのファンドと4ドルのファンドに1,000ドルを投資する準備ができている場合である。どれを選んだらいいのか。その結果、半数の投資家が依然として前者を選択していることがわかった。つまり、上昇率が低く、1口あたりの価格も低いファンドを選択している。これは低価格帯のファンドはリスク

が低いという認識、高価格帯のファンドはリスクが高いという認識を投資家は持っている。

低価格を好む理由は他にもある。“獲得容易性バイアス”が存在するため、人は連想しやすいものの方がそうでないものよりも起こりやすいと感じる。連想のしやすさは、その人の性格や経験、記憶力などに関係している。低価格ファンドについて考察すると、2つの現象が見られた。一般的なファンドの価格は、1株あたり2.5ドル以下の分配金が連想されやすいので、2.5ドル以上の「一般的でない」ファンドは、高価格帯のファンドであり「上昇しにくい」と錯覚してしまう。2.50ドル以上の「尋常でない」ファンドは、高価格帯のファンドが「調達しにくい」と錯覚しがちとなる。半数以上が、過去のファンドのパフォーマンスは将来のパフォーマンスには関係ないと考えている。実際の投資判断では、大多数の人がファンドの「過去の運用成績」を最重要ではないにしても非常に重要な評価指標と考えているが、「前年の損失が翌年の運用成績に与える影響」というアンケートのストレートな質問に直面したとき、少なくとも半数の人が「関係ない」を選択している。

実際の過去のパフォーマンスを前にしたとき、投資家はどのようにするのか？

半数以上の人々が、ファンドの過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスとは何の関係もないと信じている。2つの異なるファンドの過去5年間のパフォーマンスは、ファンドAは最初の4年間で大きな利益を出し、5年目(前年)には損失を出し、ファンドBは最初の4年間で小さな利益を出し、5年目(前年)にも利益を出している。その結果、「前年に損失を出したファンドは翌年に好転する可能性が高い」と考える人の少なくとも半数が、前年に利益を出したファンドBへの投資を選択していることがわかった。(前述の廃棄効果のケースと逆な結果となる。廃棄効果では、より下落したファンドのパフォーマンスが好転すると投資家は考えている)

利益確定とロスカットの後で考えるポイント

インタビュー対象者に「以前の投資の損益が確定した後には次の投資を選択する方法は？」と質問したとき、益が出た人も、損が出た人のどちらも50%が異なるリスクのファンドに投資することを選択している。そこで、異なるファンドを選択した投資家を追跡すると、

利益を上げた後、より高いリスクを選択した回答者の約30%は損失を計上している。一方で、利益を上げた後、リスクを低くすることを選択した回答者のうち、約10%が損失を計上している。つまり、投資家は、利益を上げたあと、リスク選好ではなくリスク回避をすることで対応している。利益が上がったことで、さらにリスクを取ろうとする態度の投資家が少ないことを示している。

金融商品に投資する前に、「リスク選好度」についてのアンケートで、許容できる最大損失を記入する際に、5%~10%を選択していても、実際に保有しているファンドが10%下落したときに、実際には換金せずに、10%以上の損失を黙って受けてしまうことがある。この時、「リスクアペタイト」は何か？アグレッシブ？バランス？それとも保守派？いずれかが、わからなくなることがある。

儲かったからこそ、次の投資ではより高いリスクに挑戦するのは？

最初の投資は失敗、次の投資ではハイリスクを避けたいと思うか？

リトレースメントの容認の程度

露店で買った服の糸は我慢できても、モールのカウンターで買った服の糸は、そのブランド、デザイン、仕上がりによってプレミアムを払うので我慢できないかもしれない。また、買った株の10%のリトレースメントは我慢できても、買ったファンドの5%のリトレースメントは、ファンドマネージャーのリスクコントロール能力にマネジメントフィーを払うので我慢できないかもしれない。だから、ファンド投資でリトレースメントを我慢することは（許容度を低くする）のは合理的な選択となる。

リトレースメント耐性が低い（我慢しづらい）+アグレッシブな投資性格=高い投資収益率が達成されるとき、このような投資家の特性は、投資のポジションの安定性、金融知識と投資行動が合致している、財務/資金知識の認識を持っている、が調査からあげられる。

一方で、リトレースメント耐性が高い（我慢する）+慎重で保守的な投資性格=低い投資収益率となるとき、リトレースメントの許容範囲を20%以上に設定してこのような投資家についてインタビューを実施したところ、このような投資家の特性は、保有ポートフォリオの安定性が低い、金融知識が投資行動に反映されず

一貫性がない、財務/資金に関する知識が乏しい、が調査からあげられる。

4章

トレーディング行動の観点から以下の内容が指摘できる。

中国人投資家は、もっと長期投資のスタンスを持つ必要がある

投資家は、長期間上昇した後に換金することが多い。下落への不安の他に、ファンドの基準価額が長期間にわたって上昇しすぎると、投資家は割高感を覚える。

「基準価額の高さへの不安」が強い。また、低価格を好む傾向は、投資行動におけるもう一つのバイアスである、基準価額の低いファンドを申し込む傾向につながる。

中国人投資家は、ポートフォリオ投資を取り入れる必要がある

リスクを分散して管理するためには、投資アドバイザーの助けを借りることが望ましい。

5. 総括

本稿は、中国における公募投資信託市場の現状を概観し、天天基金の調査レポートにより投資家の実態について俯瞰した。公募投資信託市場は、2018年の政府規制における価格下落を乗り越え、約390兆円の市場規模となり規模はさらに拡大している。そのマクロ的な要因はあるものの、余额宝のように新たな商品が開発されて規模が拡大している点に特徴がある。日本の公募投資信託市場は、投資運用会社が投資信託のテーマを決めて、証券会社、銀行に販売を委託している。投資信託の価格は株式市場とほぼ連動しており、投資家はテーマを選んで購入する構図となっている。天天基金の調査レポートが示すことは、投資信託の購入者は学歴があり中年齢、中所得者以上となっている。価格下落により売り買いを実行する投資家像とその理由が行動ファイナンスの観点から簡潔に指摘されている。注目すべきは、限定合理性に基づいた投資行動で売り買いを行うのではなく、長期保有とポートフォリオとしての商品保有が薦める点にあるだろう。

長期目線で運用する年金ファンド、中長期の定期オープンエンドファンド(3年、5年ごとに解約可能)の増加に伴い、より長期でファンドマネージャーを評価す

べきとの声が高まっている。また、一般のアクティブファンドについても、長期投資理念の徹底、中長期スパンで投資家への収益還元による規模拡大を目指す公募投信会社は増えてきている。具体的には、単年であったマネージャーの評価期間を3-5年と中長期の視点も取り入れる努力がされている。

このような運用理念が中国の運用会社で普及して行くのであれば、運用側の健全化と公募投信の規模拡大の好循環に繋がり、市場規模はさらに拡大をしていくことが予想される。日本では、個人の金融資産1200兆円と高齢化社会を踏まえ、当局が貯蓄から投資への掛け声をあげてきたもの一向に進んでいないのが現状である。中国の投資信託市場を見るに、新たな金融商品、投資家行動を踏まえての運用会社の提言等、高齢化が日本ほど進んではいないものの、着実に貯蓄から投資への流れが出来つつあることが見て取れる。

参考文献

管仲千叶 (2018) 「中国資産運用ビジネスの新たな転機」 三菱UFJ信託資産運用情報 2018年11月号

周東平 王雪松 (2020) 「市場開放が進む中国公募投信市場について」 三菱UFJ信託資産運用情報 2020年12月号

EY グレーター・チャイナ EY 新日本有限責任監査法人 (2020) 『中国ビジネスに活かす 21世紀における中国経済・金融資本市場の羅針盤』 清文社

中国证券投资基金业协会 (amac.org.cn) 統計資料

郭伟栋, 周志中, 李羽瑕, 鲍晓丽, 李升东 (2020) “公募基金内部羊群行为研究” 上海管理科学第43卷第2期

銀華基金管理株式会社 (2021) 『中国权益类基金投资者行为金融学研究白皮书』