



# スパークス東方投資見聞録

## 中国のヘッジファンド事情と消費者物価指数から見る中国経済

### ハイライト:

- 急成長する中国の資産運用業界
- 急増している中国特化型ヘッジファンド
- 本当に中国でヘッジ運用は可能なのか?
- 消費者物価指数から見る中国経済

### マーケット:

騰落率	9月	年初来
TOPIX	0.52%	-3.83%
日経225	1.31%	-2.56%
香港	13.17%	35.95%
上海	6.39%	107.53%
深セン	5.13%	178.37%
台湾	4.78%	20.30%
韓国	3.91%	35.69%
オーストラリア	5.13%	15.84%
インド	12.49%	26.60%
シンガポール	9.23%	24.13%
マレーシア	4.90%	21.90%
タイ	3.97%	24.37%
インドネシア	7.51%	30.67%
ニュージーランド	3.64%	5.26%
フィリピン	6.17%	19.79%
パキスタン	9.33%	33.00%
スリランカ	1.54%	-6.09%
MSCIアジア	7.29%	16.17%
MSCIアジア (日本除く)	12.68%	34.50%

\*上記マーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次頁注書きを参照。

### 急成長する中国の資産運用業界

先日、中国のある投資銀行主催の中国の資産運用業界向けの“ヘッジファンド”セミナーに招かれて、中国の深センにて講演をしました。出席者は300-400人を超えていたと思われ、会場は資産運用業界の関係者で埋め尽くされていました。私はヘッジファンド投資家として、ファンド・オブ・ファンズや機関投資家といったヘッジファンド投資家が、どの様にヘッジファンドを選別しているのか、また、ヘッジファンドの見極め方や特徴について話をしたのですが、最後のQ&Aのセッションでは休憩時間も使い切れるほどの質問攻めにあり、聴衆の熱心さと食欲さに圧倒させられました。私の他には、中国特化型のヘッジファンドなども招かれ、ヘッジファンド・ビジネスで成功する秘訣といった内容の講演をしていましたが、こちらもすごい人気を博していました。

中国で資産運用業界が誕生して約10年、ここ数年は株式市場の急伸の助けもあり、業界規模は急拡大しています。現在では国内の公募投資信託を運用する58の運用会社が、311ファンドを通じて2兆人民元(約30兆円)の資産を運用しています。アメリカや日本といった先進国と比べればまだ小さいと言えますが、規制緩和により海外への投資が可能となり、金融市場の制度整備がより進めば、これからも中国の資産運用業界が大きく伸びることは間違いのないと思います。

### 急増している中国特化型ヘッジファンド

ちなみに、中国を投資対象とするヘッジファンドの数も、この数年で急増しています。なお、ここぞ言う中国には香港や台湾といった地域も含み、いわゆる大中華圏(グレーター・チャイナ)を指していますが、2001年には14ファンドしかなかった

### 中国特化型ヘッジファンドの推移

年	ファンド数 (累計)	運用資産残高 (百万ドル)
2001	14	184
2002	19	216
2003	29	1,240
2004	46	1,945
2005	75	2,847
2006	83	8,107
2007 (5月末現在)	89	11,945

出所: Eurekahedge

中国特化型ヘッジファンドは、今年の5月末現在で89ファンドに増えており、資産規模も2001年末の184百万ドル(約212億円)から11,945百万ドル(約1兆3730億円)にまで拡大しています。

この急拡大の背景には、中国のA株市場における海外機関投資家枠(QFII枠)の拡大や、中国本土企業の香港株式市場での上場(H株)件数の増加、H株やレッドチップを対象とした指数連動型上場投資信託(ETF)や先物など、ヘッジ運用を可能とする市場整備がある程度整ってきたこともあると思いますが、その最大の要因は何といっても絶好調の株式相場にあると言えるでしょう。

今年、世界で最もパフォーマンスがよいヘッジファンドの多くは、中国特化型のヘッジファンドです。上海A株市場は、年初来8月末時点で107%上昇しているため、A株に投資をするヘッジファンドの中には年初来で100%以上のパフォーマンスを計上しているファンドも見受けられます。

上海A株指数の推移(2007年1月-9月)



出所: Bloomberg

但し、このようなファンドの多くは殆どヘッジをしておらず、はたしてヘッジファンドと呼べるのか、また、高い運用報酬と成功報酬は正当化されるのか、という批判も多く聞かれます。確かに、単にラッキーだったのではないかと疑いたくなるファンドも中にはあります。もちろん、そんなファンドばかりではなく、経験豊富で優秀な運用者が運用するファンドも数多くあります。

### 本当に中国でヘッジ運用は可能なのか?

とは言っても、中国本土の株式市場では、空売りも認められておらず、また先物市場もまだ整備されていません。そんな市場で、ヘッジファンドは一体どのような運用をしているのでしょうか? 中

## 中国のヘッジファンド事情と消費者物価指数から見る中国経済(つづき)

国特化型ヘッジファンドの殆どは、中国本土の市場だけでなく、香港や台湾やシンガポールといった市場、また米国を含む海外の株式市場で上場している中国企業も投資対象としていることがポイントとなります。

中国本土の市場ではヘッジすることはできませんが、香港上場のH株やレッドチップであれば、空売りや先物によるショートが可能となり、例えば、割安さや成長性などで選択したA株の個別株ロングとH株やレッドチップ先物のショートや個別株の空売りを組み合わせた運用を行うことができます。また、政府等が保有する非流通株(法人株)が流通株へと転換する際の鞘取り(非流通株を取得し、転換された後に売却。転換価格が取得価格を上回っていれば利益を得られる。)といったような、規制緩和による制度変更を利用したアービトラージなども見られます。中国では今後、このような規制緩和が進むと見られていますので、市場の構造的な非効率性を捉えて運用を行うヘッジファンドにとっては、チャンスとも言えるのではないのでしょうか。

### 消費者物価指数から見る中国経済

最後に、中国経済の見通しについて少し触れておきます。中国特化型ヘッジファンドにとって良好な投資環境があるとしても、加速する中国の経済成長や高騰する株式市場に対する懸念は各方面から聞こえます。いったい、中国株の上昇はいつまで続くのでしょうか？ この質問に対する専門家の見解は分かれており、安易に答えを出すことは憚られますが、これを見極めるポイントはインフレ率の推移にあるのではないかと考えています。最近公表された、中国の消費者物価指数から、考えてみましょう。

中国人民銀行は、8月の消費者物価指数(CPI)が前年同月比で6.5%上昇したことを発表しました。これは、1996年12月以来、約11年ぶりの高い伸びとなり、結果、2007年のインフレ率の見直しは当初目標の3%を大きく上回る4.6%へと大幅に上方修正されました。これを受けて、中国人民銀行は、今年に入って5度目の利上げを実施しました。中国人民銀行は、今回の利上げについて、物価上昇や景気過熱へのブレーキが目的であることを示唆しています。

物価上昇が続く場合、マクロ経済政策としては、市中に出回るお金の量を抑制することを目的に、利上げを実施するのが一般的です。しかし、一方で中国政府は、急激な人民元レートの上昇を緩やかなものとするために為替介入(人民元売り・外貨買い)を続けており、市中にお金(人民元)を大量に流出させています。市中に流通するお金が増加し続けると、モノとお金のバランスが崩れ、物価が上昇する現象、いわゆるインフレとなることが知られています。そうなのです、中国政府は、利上げを行うことによってインフレを抑制しようとする一方で、為替介入によりインフレを促進させるという、ちぐはぐなマクロ経済政策をとっているのです。

輸出経済に依存している中国にとって、このようなマクロ経済政策はある意味で仕方がないことではありますが、しかし、インフレ率が高止まりすれば、中国の大半を占めるといわれる低所得者層の生活は、物価上昇によって圧迫され、最終的には中国の社会不安も高まってしまいます。そうなると、中国政府は、このようなちぐはぐなマクロ経済政策を続けられなくなり、貿易黒字の縮小、為替介入の中止、大幅な利上げといった選択を下さざるを得なくなるでしょう。そこが、中国経済の転換点となるのではないのでしょうか。今年3月に前年同月比で3%を超えたCPI上昇率は、6月が同4.4%、7月が同5.6%と加速しています。今後、私たちは中国のインフレ率の推移を注意深く見守る必要があるといえそうです。

ただ、来年オリンピックを控えた中国では社会的な高揚感も高まっており、多少のインフレでは社会不安につながることはないでしょう。これはあくまで個人的な意見にすぎませんが、当面はこれまでの小幅な利上げと為替介入による市中への貨幣の供給という構図が続き、今後も株式や不動産への資金シフトがしばらく続くのではないかと考えています。

(スパークス・インターナショナル(香港)リミテッド)

当資料は、スパークス・アセット・マネジメント株式会社がアジアの経済やヘッジファンド業界の情報を提供するために、スパークス・インターナショナル(香港)リミテッドの協力により作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。この資料は特定のファンドもしくは個別銘柄への投資勧誘を目的としたものではありません。当社およびスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものでなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

ホームページもご覧ください。  
<http://www.sparxgroup.com>

© 2008 SPARX International (Hong Kong) Limited

\*前頁のマーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次の通り。TOPIX: 東証株価指数、日経225: 日経平均株価、香港: HANG SENG INDEX、上海: SHANGHAI STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、深セン: SHENZHEN STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、台湾: TAIEX INDEX、韓国: KOSPI INDEX、オーストラリア: S&P/ASX 200 INDEX、インド: NSE S&P CNX NIFTY INDEX、シンガポール: STRAITS TIMES INDEX、マレーシア: KUALA LUMPUR COMPOSITE INDEX、タイ: STOCK EXCHANGE OF THAI INDEX、インドネシア: JAKARTA COMPOSITE INDEX、ニュージーランド: NZX 50 FF GROSS INDEX、フィリピン: PSEI - PHILIPPINE STOCK EXCHANGE INDEX、パキスタン: KARACHI 100 INDEX、スリランカ: SRI LANKA COLOMBO ALL SHARES、MSIアジア: MSI AC ASIA PACIFIC、MSIアジア(除く日本): MSI AC ASIA PACIFIC EX-JAPAN

## 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券などの値動きのある証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

ロング・ショート戦略のファンドは売建て(ショート・ポジション)取引を行いますので、売建てた株式が値上がりした場合、基準価額が下落する要因となります。また、ロング・ポジションおよびショート・ポジションの双方が誤っていた場合、双方に損失が発生するために、通常の株式投資信託における損失よりも大きくなる可能性があります。

また、ファンドオブファンズ戦略のファンドは、パフォーマンス連動債の発行体に対する信用リスクや、新興国市場への投資リスク、レバレッジの利用によるリスク等、ファンドオブファンズ戦略に特有のリスクも伴います。

上記は投資信託に係るリスクの一部を記載したものであり、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、お申込みの際は投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面の内容をよくお読みください。投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関は、投資者保護基金には加入しておりません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

## 追加型公募投資信託に係る費用について

スパークス・アセット・マネジメント株式会社における追加型公募投資信託に係る費用の上限は以下のとおりです。

### ●直接ご負担いただく費用

申込手数料	: 上限3.15%(税込)
解約手数料	: なし
信託財産留保額	: 上限0.5%

### ●投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬	: 上限1.995%(税込)
実績報酬(※)	: ファンドにより、実績報酬がかかる場合があります。

※実績報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

## ご留意事項

上記に記載しているリスクや費用の項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、スパークス・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。

投資信託の取得のお申込みをする場合には、販売会社から投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面をあらかじめお渡ししますので、必ずお受取りになり、投資信託説明書(目論見書)等の内容をよくお読みいただいた上、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

スパークス・アセット・マネジメント株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第346号  
 (社)投資信託協会会員 (社)日本証券投資顧問業協会会員