



中国証券市場における投資家構造の 分析と改善案¹

範 岳[※]

要 約

1. 証券取引は、異なる投資家が異なる投資選好やリスクテイク能力を持ち、市場と証券についても異なった見通しを持つことから生まれる。投資選好の異なる様々な投資家がバランスを取りながら発展することは、証券市場のボラティリティの低減に寄与し、機関投資家の比重の増加は市場投資理念の成熟化をもたらす。バランスの取れた投資家構造は市場の健全且つ安定的な発展を支える重要な基盤である。
2. 本稿では先ず中国と海外の株式・投資信託市場における投資家構造の比較分析を行い、次に現在中国の投資家構造に存在する問題点を指摘した上で、投資家構造の改善に向けていくつかの提案を行う。

Ⅰ、中国の株式市場における投資家構造の特徴と問題点

1. 個人投資家の割合が非常に高く、機関投資家の規模が小さい

20 世紀末、英米等の先進国では、機関投資家の規模が既に自国の GDP を遥かに上回り、機関投資家の株式・債券保有額は市場時価総額の 80%~90%を超えていた。しかし、中国の証券市場は設立当初から個人投資家による市場であり、大多数の個人投資家は短期的なキャピタル・ゲインを求め、長期的な投資目標を持っていない。2006 年に投資信託に投資する投資家の収益が、株式に直接投資する投資家の収益を上回ったことを受けて、投資信託の規模が急拡大したものの、株式に直接投資している個人投資家の比率は依然として高い。2007 年 10 月末時点で、投資信託、保険、社会保障基金、QFII 等 4 部門の機関投資家の、株式と債券保有比率はそれぞれ市場全体の 34.14%と 28%に留まっている。

図表 1 から、20 世紀末に、英米等の先進国の機関投資家の規模が自国 GDP を遥かに上回っていることがわかる。G7 諸国を見ると、各国の機関投資家の分布には差異があるものの、保険、年金、投資信託の三者の規模は概ね拮抗しているといえる。中国の保険、年金、投資信託は、絶対的な規模にしても、対 GDP 比にしても 20 世紀末の G7 のレベルに達していない。

¹ 本稿は「DRC-NOMURA Seminar：全株流通時代の中国株式市場の強化と整備」（2008 年 4 月 19 日開催）で発表された「中国の証券市場における投資家構造の分析と提案」の内容を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり発表内容の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

[※] 範 岳 深圳証券取引所基金債券部 総監

図表 1 主要先進国の機関投資家の発展状況

(単位:10億米ドル)

推定値	生命保険		年金基金		投資信託		合計			
	総資産	対GDP比	総資産	対GDP比	総資産	対GDP比	総資産	対GDP比	対株式時価総額比	
G7	英国	1,294	93	1,163	83	284	20	2,742	197	137
	米国	2,770	33	7,110	84	5,087	60	14,967	176	118
	ドイツ	531	24	72	3	195	9	798	35	97
	日本	1,666	39	688	16	372	9	2,727	63	126
	カナダ	141	24	277	47	197	34	615	105	108
	フランス	658	43	91	6	624	41	1,373	90	104
	イタリア	151	12	77	6	436	35	664	54	125
	中国	263	10.72	38	1.54	420	17.4	721	31.1	16.8

(出所) Davis and Steil (2001)

2. 証券投資信託が“一人勝ち”、生命保険や年金等の機関投資家の比率は低い

投資信託に代表される機関投資家を、通常以上のスピードで発展させるという政策方針の下で、中国の証券投資信託は長足の発展を成し遂げた。しかし、他の機関投資家の発展はやや遅い。2007年10月末現在、中国の証券投資信託の残高は3.2兆元を超え、株式投資信託の時価総額はA株市場の流通株時価総額の約36%を占める。一方、保険資産（資本市場に投資可能な部分。訳注、規制により投信、株式等への投資には上限がある）は約2,000億元、企業年金は約500億元、社会保障基金は約2,400億元に過ぎず、投資信託と比べて規模が非常に小さい。現在、A株市場の主力投資家になった各種のオープン・エンド型投資信託は取引相手の不足、大量に保有する銘柄の流動性不足というリスクに直面している。

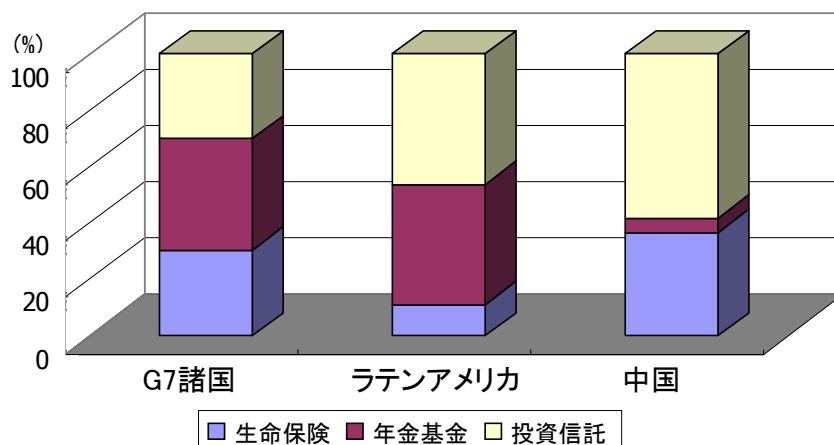
米国、英国、ドイツ、日本、カナダ等、海外の成熟した市場では、生命保険、年金等の機関投資家の資産規模は、投資信託を遥かに上回っている。生命保険や年金等の機関投資家は資産の安全性をより重要視するが、キャッシュフローが安定し、投資期間も長いため、短期的な価格変動リスクに対して強い。2006年末現在、中国の全国社会保障基金の規模は僅か2,800億元に過ぎず、保険資産規模は2兆元弱である。全国社会保障基金と企業年金による証券投資は始まったばかりで、それらの市場シェアは海外の成熟市場と比べて大きな格差を抱えている。

図表2からわかるように、G7諸国では主要機関投資家三者の資産規模のシェアは殆ど変わらない。この数年の発展で年金の比率が更に高まっている。投資信託の発展が最も速い米国においても2006年末の年金の規模は投資信託を大きく上回っている。ラテンアメリカでは生保等の保険のシェアが低すぎる。そして、中国では、全国社会保障基金と企業年金を含む年金基金の比率が、世界の平均的水準を大きく下回っている。

3. 中国の現在の株式投資家構造の市場ボラティリティへの影響

中国の証券市場においては、個人投資家の割合が非常に大きく、中小投資家の取引頻度と資金回転率が機関投資家を顕著に上回っている。そして、情報の非対称性の問題が深刻で、個人投資家の投資行動が風説に影響されやすいため、市場リスクは急激に増幅され、一部のリスクがシステム全体のリスクに発展しかねない。一方で、機関投資家のうち、投資信託以外の割合が小さく、

図表 2 地域別機関投資家分布図



(注) 資産規模によるシェア。
 (出所) 何基報、王霞 (2006)

投資行動の市場への影響の点で投資信託に太刀打ちできない。このため、投資信託の投資行動が市場ボラティリティを決める主要要素になっている。

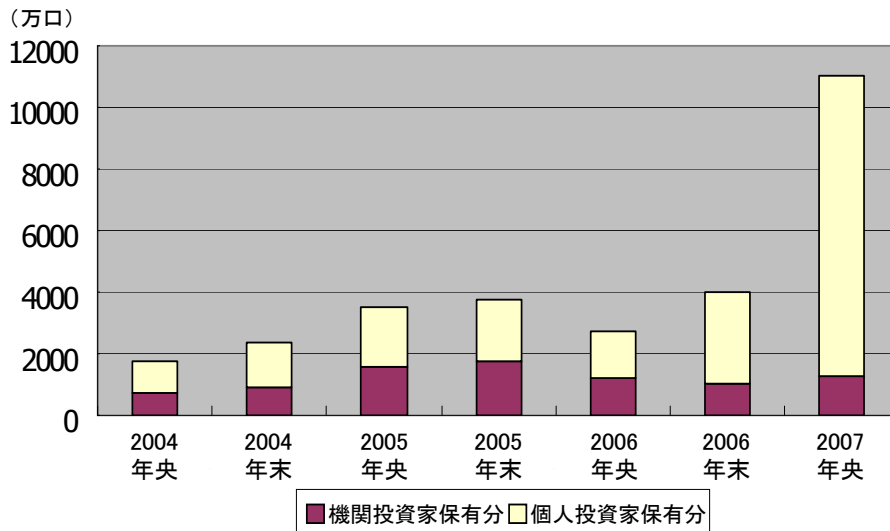
II、中国の投資信託に投資する投資家構造の特徴と問題点

証券市場の発展に伴い、中国の投資信託の規模は急速に拡大し、現在、証券投資信託が株式の流通時価総額の約 30%を占めている。シェアを見ると米国の投資信託に匹敵するようになった。しかし、中国の投資信託に投資する投資家の構造及び投資方式と投資理念は海外の資本市場と大きく異なっており、とりわけ個人投資家の短期的なリスクテイクの能力が弱い。以下に主な問題点を挙げる。

1. 中国の投資信託に投資する投資家を見ると、個人投資家の割合が大きく、年金など長期投資資金の割合が低い

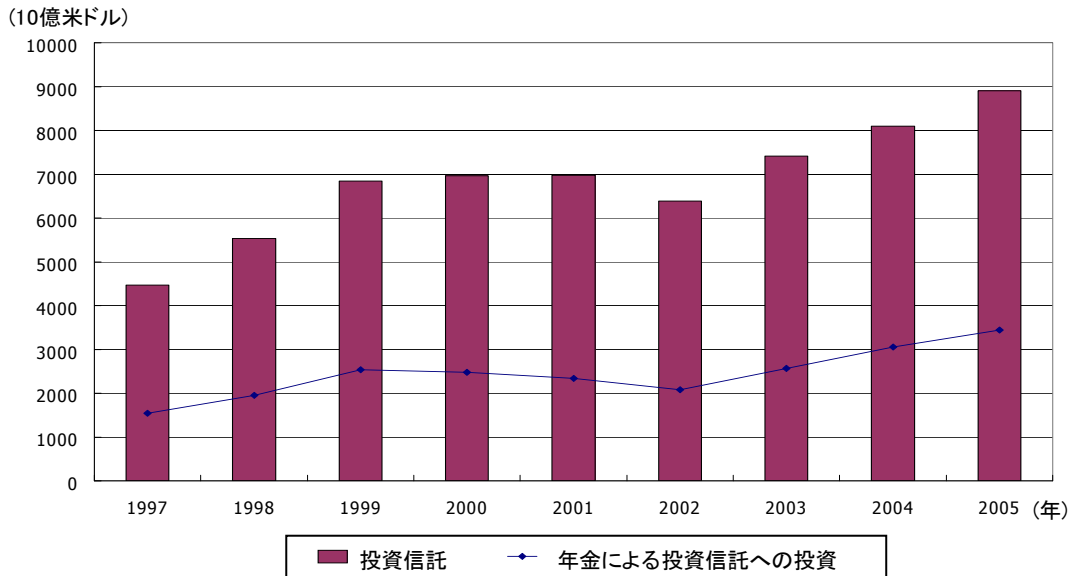
保険会社による株式への直接投資が解禁されるにつれて、近年、投資信託に占める個人投資家の割合は急速に大きくなっている (図表 3)。2006 年前半まで、投資信託の約半分は機関投資家が保有していたが、2007 年の半期報告によると、個人投資家の保有分が 90%を占めるに至った。図表 4 に示される米国の状況を見ると、米国の投資信託の約 40%は年金基金が保有している。2005 年末現在、米国の投資信託のうち、約 3.4 兆ドルが年金 (退職資産の 24%に相当、退職資産の残りの 10.9 兆ドルを保険会社などが管理) によって保有されており、市場の時価総額の 20%に当たる。一方、中国における年金による投資信託への投資は空白のままである。

図表 3 中国の投資信託保有構造の推移



(出所) 王霞 (2008)

図表 4 米国の投資信託及び退職金による投資信託への投資規模



(出所) 王霞 (2008)

2. 投資信託の投資家の多くは新規参加者で、投資理念が未成熟

米国では投資信託に投資する個人投資家の平均投資期間は 10 年に達する。米国の投資信託の主な資金源は 401(k)プランを含む確定拠出型プラン等の長期資金である。例えば投資信託の保有者の 63%は確定拠出型プランの口座²を通じて投資信託を保有し、投資信託の個人保有分のうち、23%は雇用主が設定した年金口座を通じて保有されている。

上海と深圳の株式指数の大幅な上昇により、投資信託の新規口座開設数は市場最高記録を何度

² 確定拠出年金プランへの拠出は、ドルコスト平均法（訳注 定期的に、継続して、一定金額ずつ購入する投資手法。価格が安い時に多く、高い時に少ない量を自動的に購入できる）の一つである。

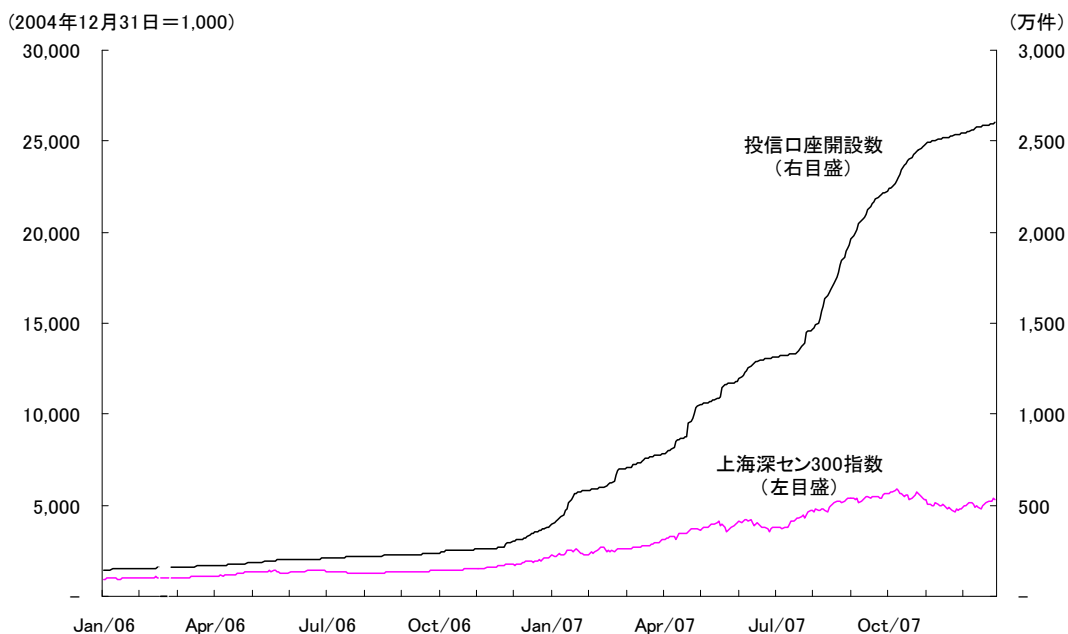
も塗り替え、投資信託を購入する投資家が急速に増えた。中国証券登記決算公司（清算決済機関）の投資信託決済システムの統計によると、同システム内の投資信託口座開設数は 2006 年初の 145 万件から 2007 年 11 月末には 2,533 万と 17 倍も増加した。この増加幅は株式指数の上昇幅より遥かに大きい。図表 5 からわかるように、85%の口座は 2007 年に新たに開設されており、95%の口座は 2006 年以降に開設されたものである。

このように投資信託に投資している投資家の大多数は、投資期間が 2 年未満であり、必要な金融の常識に欠け、市場の投資ツールに対する理解が不足している。しかも“Crazy Bull”の市場だけを経験し、ベア期における投資信託への投資経験を持っていないため、投資マインドが未熟で、往々にして合理的な資産運用プランを立てておらず、リスクテイク能力も低い。ゆえに、中国の投資信託に投資する投資家は海外で普及しているドルコスト平均法による長期投資方式を殆ど採らない。

3. 足元の投資信託の投資家構造が証券市場に与える影響

投資信託への投資を見ると、個人投資家や新規参加者の占める割合が大きく、リスクテイク能力が低く、投資理念が成熟しておらず、投資行動も理性的でないことがわかる。こうした欠点は必ず投資信託の資産規模を不安定にする。相場が一旦大きく振れ始めると、投資信託は、投資家の行動を受けて、高値で株式を買って安値で売ることを余儀なくされ、株式市場のボラティリティを増幅させかねない。

図表 5 中国の近年の投資信託口座数の推移



(出所) Wind 資訊より作成

Ⅲ、中国証券市場の投資家構造の最適化に関する提案

株式投資家構造が不均衡であるため、投資信託と個人投資家が市場にボラティリティをもたらす最大要因となっている。また、投資信託に投資する投資家構造が不均衡なため、投資信託規模も、個人投資家の購入・解約の影響を大きく受けて不安定になる。総じて言えば、中国の証券市場において中長期的に投資し、高いリスクテイク能力を有する安定した投資家の比重が低すぎるものが指摘できる。投資家教育の強化及び合理的な制度設計によって、長期的な投資をするように投資家を誘導しなければならない。

1. 投資信託に投資する投資家の構造の最適化を図り、理性的に投資するよう投資家を誘導する

足元で中国の投資信託に投資している投資家は全般的に投資歴が短く、投資理念が未熟で、短期投資あるいは投機に走りやすい。そこで、投資家教育を強化し、投資信託に投資する投資家に中長期投資と理性的投資の意識を植え付けることで、市場で短期的にボラティリティが高まった際、投資信託が集中的に解約されるリスクを軽減する必要がある。また、市場メカニズムを活かして、理性的に投資するよう投資信託に投資する投資家をリードし、短期的な投機行動を抑制し、その投資判断が市場の一時的変動に影響されることを極力抑える必要がある。

1) 投資信託に投資する投資家に対する教育を強化し、理性的投資を提唱し、ドルコスト平均法等の投資方法を普及させる

投資家教育を強化し、投資信託への理性的投資を提唱することによって、投資信託に投資する投資家の追従的解約請求を大幅に減らすことができる。現在、中国の投資家は投資信託に対して様々な誤解を持っているので、投資信託のような運用商品に対する投資家の理解を大いに深めていかなければならない。例えば、基準価額が1元の投資信託が2元のものより安いという発想から、中国の投資家は額面1元付近にある投資信託を買いたがる。ところが、オープン・エンド型投資信託の購入と解約は全て基準価額に基づいて行われており、1元付近のものが安いということはありません。投資家教育を強化し、投資家が理解した上で投資信託に投資し、その投資リターンを享受すると同時に、投資信託に投資する際の長期的・短期的リスクを理解することができれば、より理性的な投資が行われ、盲目的かつ追従的な解約が大きく減少し、集中的解約のリスクの軽減に役立つ。

個人投資家にとって、ドルコスト平均法は最善の投資方法である。米国の投資信託保有者のうち、63%は確定拠出プランの口座を通じたものである。ドルコスト平均法を採用する投資家は、市場が短期的な調整局面に陥った際、投資信託を解約するのではなく、逆に価格が下がったために同じ金額でより多くの投資信託を取得できることになる。ドルコスト平均法が普及すれば、中国のオープン・エンド型投資信託により多くの安定資金が流れ込み、集中的解約のリスクが大幅に軽減することになる。

2) 機関投資家による投資信託への長期投資を促す税制優遇策を整備し、投資信託への長期投資比率を高めるよう機関投資家を誘導する

2006年末現在、米国の投資信託の約13%は機関投資家（年金以外）が保有しており、しか

も、機関投資家保有比率は近年高まり続けている。中国では、保険会社による株式への直接投資が解禁されてから、機関投資家の保有比率は減少の一途をたどってきた。2007年第3四半期では、約90%の投資信託資産が個人口座に帰属している。

現行法上、個人が株式や投資信託に投資した場合、キャピタル・ゲインは免税扱いになる。機関投資家が株式や投資信託に投資した場合、キャピタル・ゲインは課税対象となるが、株式からの配当は課税所得で、投資信託からの分配金は免税扱いとなる。投資信託からの分配金に関する税制優遇策を参考に、機関投資家が投資信託に一定期間以上投資すれば一定の所得税優遇を受けられるとの規定を設ければ、機関投資家に投資信託を長期保有するインセンティブを与えられる。機関投資家の中で、投資信託に長期投資する割合がある程度高まれば、市場が短期的な調整局面に遭遇した際、投資家による解約集中リスクが軽減される。

3) 投資信託の費用構造を投資家の長期投資を奨励する形に変える

投資信託の購入・解約の費用構造を変え、販売コミッション構造を調整することによって、投資家が投資信託を長期保有するように誘導でき解約集中リスクを軽減できる。

理性的な投資家はイールド・カーブを見て取引行動を決める。投資家のイールド・カーブを調整することで、投資家の取引行動を誘導することができる。例えばバックエンドでの手数料徴収方法を採用すれば投資家の解約請求行為をある程度抑制できる。購入・解約時の手数料を上げれば、投資家の購入・解約の頻度を減らせる。長期保有者に対して購入・解約時の手数料を引下げれば、それがインセンティブになって投資家の保有期間の延長に繋がる。同一ファンドを長期保有している場合の手数料優遇策が多ければ多いほど、投資家の長期投資のモチベーションが高められる。

完全には理性的でない投資家の取引行動はイールド・カーブの影響を受けるほか、投資信託の販売員、友人、投資コンサルタントに大きく影響される。投資信託の初回の手数料率を下げ、その後の手数料を増やせば、販売員に、投資家が同一の投資信託を長期保有するように促させることができる。

4) 米国 401(k)プランのような投資家個人の年金口座による投資制度を導入する

米国の 401(k)プランに続いて、1980年代の末期から 90年代初頭にかけて、英国、豪州などでは、個人の年金口座への拠出が可能となった。国や地域によって、企業年金に関する規制の原則や考え方が異なるものの、海外諸国では、企業年金資産の運用・管理が、次第に企業または運用会社から年金プラン加入者である従業員に移され、企業年金プラン自体も確定給付型から確定拠出型にシフトする傾向を見せている。米国の 401(k)プランのような個人口座を通じた投資の導入は、中国の年金体系の整備に資すると同時に、投資家を市場の一時的変動に左右されずに長期投資に導くものとなる。

2. 株式市場における投資家構造を改善し、投資信託と他の機関投資家のバランスのとれた発展を促す

1) 年金や企業年金等、低リスクで投資期間が長く、安定したキャッシュフローを持つ機関投資家の発展に力を入れる

証券投資信託の規模は投資家の投資選好に左右される。投資信託は投資家が資本市場に投資する時の一つのルートに過ぎず、投資家が株式投資をあきらめれば、株式投資信託の規模は急速に縮小してしまう。言い換えれば投資信託の規模は投資信託に投資する投資家の市場への期待によって決められる。投資信託に投資する投資家が目先のことしか考えなければ、投資信託も短期行動に走り、投資家に一時的なリスクテイクの力が無ければ、投資信託もそうなる。

公的年金や企業年金は異なっている。公的年金と企業年金の拠出や資金の使用は法律によって定められていて、投資家の市場に対するマインドによって変えられるものではない。そのため、投資方針、銘柄の選定基準、取引原則並びに市場動向への反応は投資信託と異なる。他方、これらの資金のキャッシュフローは正確に試算できるため、短期の収益とリスクを重視する必要はない。投資の安全性を非常に重視するものの、これらの資金の短期的なリスクテイク能力は投資信託より遥かに大きいかもしれない。市場に一時的な変動が発生した際、これらの資金は最も有用な市場の安定要素となりうる。

公的年金と企業年金の発展と市場シェアが拡大することで、投資信託に対してある程度バランスをとることができる。投資信託が集中的に解約され、株式の放出を余儀なくされた際にも、取引相手が増加し、より多くの買い注文が寄せられることで、市場の弾力性が改善され、投資信託の基準価額の下げ幅が小さくなり、更なる解約を請求する投資家の動きが抑えられると期待できる。

2) 規制緩和によって私募ファンド、ヘッジファンドにも平等に発展する余地を広げる

投資信託は規模の拡大を主な経営目標にしている。また、その投資の評価基準は関連する市場指数であり、絶対収益ではなく相対収益を求めている。ファンドマネジャーの報酬は投資収益に直接リンクしていないため、ひたすら規模拡大に走ることにより、相場を絶えず押し上げていく。他方、ヘッジファンドのファンドマネジャーの主な収入源は収益からの取り分であり、相対収益ではなく絶対収益を追求するため、盲目的な規模拡大の衝動に駆られることはなく、市場リスクが累積する過程で、ポジションを調整して、投資リスクを軽減するモチベーションが働く。

また、ヘッジファンドは規模が安定しており、投資スタイル、リスクテイク能力などの面においても投資信託と大きく異なる。通常、ヘッジファンドのロックアップ期間は比較的長く、投資家は頻繁に申込み・解約請求を行えない。ヘッジファンドの主な投資家は資金力のある個人、寄付基金、財団及び年金と生保会社であり、投資家のリスク管理とリスクテイクの能力が強い。

ヘッジファンドは海外で急速に発展し、既に証券市場の重要な構成部分になっている。海外のヘッジファンドに相当する私募ファンドは、かなり前から中国に存在しているが、明確な法的位置付けとその行動を規制する指針がなく、市場における位置付けが曖昧で、他の機関投資家と公平に競争する市場環境と法的環境に恵まれていない。私募ファンドは長期にわたってグ

レーゾンに置かれており、当局が監督・管理し難いだけでなく、中国の証券市場の投資家構造の均衡ある発展も阻害されている。

私募ファンドの法的位置付けを明確にすることは、証券市場の調和ある発展に寄与する。また、競争を通じて投資信託の発展を促すことも期待できる。投資スタイルと投資目標の異なる様々な投資家のバランスの取れた発展により、投資信託に対する集中的解約による市場への影響を軽減できる。

【参考文献】

E.Philip Davis and Benn Steil, “Institutional Investors”, MIT Press, 2001

王霞、『我国基金集中回問題研究』深圳証券交易所総合研究所報告、2008

著者紹介

範 岳 (Fan Yue)

深圳証券取引所基金債券部 総監

1969 年生まれ。1992 年武漢大学国際経済管理系卒業、1999 年武漢大学 MBA 取得。

- ・深圳証券取引所は 1990 年設立。上海証券取引所と並ぶ中国の二大証券取引所の一つ。メインボードと中小企業ボードがある。ベンチャー企業ボード（「創業板」）設立も予定される。



Chinese Capital Markets Research