



中国における機関投資家の発展と課題¹

孫 傑^{*}

要約

1. 機関投資家の発展は金融市場の安定、調和と長期の発展に有益であり、中国の金融体系と社会主義市場経済体制を完備し、金融市場の資源配置における基礎的な役割を發揮させるためには不可欠なことである。
2. 資金供給と投資家構造の状況から見ると、中国の資本市場に存在する最大の問題は、機関投資家を代表とする長期資金供給がかなり不足していることである。そのため、証券投資ファンド、全国社会保障基金、保険会社、QFII（適格海外機関投資家）をはじめ、各種の機関投資家を大いに発展させることは、中国資本市場の健全で安定した発展の促進にとって重要な意義を持っている。

1. はじめに

今世紀の最初の 20 年間は中国の発展にとってチャンスとなる重要な戦略的時期である。現在の社会経済発展の情勢から見て、中国は経済成長パターンの転換、産業構造の高度化、人口高齢化に備えるための社会保障体制の整備、国有企業の資本構造と企業管理の向上、金融構造のアンバランスの是正、商業銀行の機能適正化、マクロ経済政策の有効性の向上といった問題に直面している。

上述の問題と中国の金融体制の不備とは互いに関連し合っている。機関投資家の規模過小、構造の不合理、金融市場、特に資本市場への長期資金供給不足、企業資金調達の間接金融への過度な依存、金融資源の配置効率の低さなどはその具体的な現れである。そのため、機関投資家の規模を更に広げ、機関投資家の資産規模を拡大し、金融体制の市場化プロセスを早めることが、今後の中国の金融体制改革事業における重要課題である。

本文は 3 つの節からなる。第 1 節では、主に資金運用の角度から現在の中国の資本市場における機関投資家の構造を概観する。第 2 節では、中国の機関投資家の成長を妨げる主な問題点とボトルネックについて分析する。第 3 節では、われわれの提案と意見について述べる。

¹ 本稿は「DRC-NOMURA Seminar：資本市場の発展と機関投資家の果たす役割」（2007 年 5 月 12 日開催）で発表された「機関投資家の拡大強化と金融資本市場の発展」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。

^{*} 孫 傑 中国証券監督管理委員会基金監管部 主任

II. 現在の中国における機関投資家の構造分析

中国では現在、各種の機関投資家間の調和の取れた発展体制が初歩的に形成され、機関投資家を通じて資本市場に投入される資金が着実に増加している。多様な機関投資家が着実に成長し、市場への影響力は明らかに強まりつつある。

1. 証券投資ファンドの規模は急速に増大し、業界は急速に発展

9年間の発展を経て、中国における証券投資ファンド業界は急成長している。ファンドの資産規模が急速に増大し、ファンドの口座開設数は増加し続け、多くの投資家のファンドへの投資マインドが高まっている。2006年末現在、中国の投資ファンドは全部で307銘柄にのぼり、その時価総額は8,565億元に達した。

2. QFII（適格海外機関投資家）の投資規模の拡大と、法整備の進展

QFIIの一層の発展のために、その制度と関連法規の見直しが行われ、2006年8月25日に『適格海外機関投資家の国内証券投資管理規則』が公布された。2006年末現在、52社の機関投資家がQFII資格を取得し、批准された外貨投資額は90.45億ドルに達した。QFIIが保有している株式はその総資産の77%を占める971億元で、全流通株式の時価総額に占める比率は約3.9%である。

3. 機関投資家主体の多様化

資本市場における投資主体の多様化構造はすでに形成されつつあり、市場の多様化に寄与している。これは市場競争体制の確立、機関投資家の資金運用の能力の向上、資本市場における投資管理の規範化、標準化、科学化のレベルアップに役立ち、資本市場と金融体系の繁栄のためにいっそう堅固な市場の基礎を提供している。

保険資金、社会保険基金は資本市場への投資を着実に増し、2006年末現在、保険資金の株式への投資は633億元で、全流通株の時価総額の約2.5%を占めている。社会保険基金の株式への投資は563億元で、全流通株の時価総額の約2.3%を占めている。企業年金は資本市場で運用を開始し、9社のファンド管理会社が30億元の企業年金契約を締結した。また、証券会社の合同運用業務、信託投資会社の証券信託投資プランも着実に発展している。2006年末現在、上述の各種の機関投資家が保有している株式は、全流通株の時価総額の30%を超え、市場の安定的な発展を支える重要な勢力になっている。

4. 堅実な投資、長期の投資、バリューインベストメントという理念と精神が、資本市場の普遍的な共通認識と内在的要求になりつつある

業界全体において、長期の投資とバリューインベストメントという理念を堅持し、絶えず深化させ、細分化させなければならない。主流の投資理念を調査・研究や、投資判断と投資の実行の各段階に浸透させ、市場全体の発展と建設を全面的に推し進めるべきである。

5. 受託者の義務を中心としたアセット・マネジメント文化の形成

中国ではファンド管理会社をはじめとするファンド資産管理機構は、すでに業界全体の発展と

いう観点から、適切に受益者の利益を守り、受益者のための「善管注意義務」と「忠実義務」を含む信頼義務を着実に履行している。

Ⅲ、中国の機関投資家の規模拡大と実力増強を妨げる主な問題

1. 求められる国内機関投資家の地位のさらなる向上

現在、中国の株式市場で投資を行い、しかも一定の規模を有する機関投資家としては、証券投資ファンド、全国社会保障基金、保険会社と QFII などがある。それに加え、中国の資本市場に長期資金を供給する機関投資家としては、証券会社、企業年金、商業銀行、ファイナンス・カンパニー、信託投資会社と大型企業グループなどが挙げられる。上述の機関投資家が直面している苦境はそれぞれ異なっている。

証券投資ファンドは現在の国内株式市場の最大の機関投資家であり、その規模はこの数年来かなりのスピードで成長してきた。しかし、安定した長期資金の供給不足の影響を受け、ファンド規模の拡大が制約されている上、長期投資戦略の策定が困難で、市場を安定させる機能の発揮が制約される。中国人民銀行の『2007 年第 1 四半期 全国都市部預金者へのアンケート調査概要』によると、株式市場における株価の高騰が貯蓄預金の株式市場への移動をもたらし、個人が保有している金融資産において、「ファンド」が約 16.7%を占め、前期比で 6.7 ポイント、2006 年と比べると 12.7 ポイント上昇した。ファンド投資家の主体は、すでに初期頃の保険などの機関から個人投資家になっている。このことは、ファンドの 45%以上が年金等に保有されている米国など先進国と比較すると、対照的になっている。

増加しつつある海外からの成熟した機関投資家は、QFII を通じてすでに株式市場に影響力を持つ重要な構成部分になっている。彼らは人民元の切り上げ期待と中国経済成長の将来性に惹かれて、中国資本市場参入の願望を持っている。しかし、それに伴う資金の流入が対外収支黒字を拡大させ、ひいては人民元の上昇に拍車をかけるという懸念から、許可される QFII の枠は制限されている。

保険会社は、証券投資ファンドに次ぐ中国株式市場と債券市場の第 2 の大機関投資家ではあるが、実際の投資規模が比較的小さい。2006 年末現在、保険資金の株式への投資は 633 億元ほどである。現段階では、保険資金の株式市場におけるプレゼンスは、その長期資金源としてあるべき規模や地位とまだつり合っておらず、成長する潜在力が非常に大きい。

年金基金は国内資本市場での発展が期待される重要な機関投資家である。2006 年末現在、その一部である社会保険基金の株式への投資は 563 億元ほどである。もし租税優遇制度が完備されれば、年金基金は資本市場で最も重要な機関投資家の一つに発展するに違いない。

もし必要な制度保障とメカニズムが準備されれば、商業銀行はマネーマーケットとインターバンク債券市場における最大の機関投資家として、膨大な貯蓄資源を証券投資に変えるポテンシャルが無限にあると言えよう。

証券会社と信託投資会社の合同運用プランと信託投資プランは、資本市場の中でより大きな役割を果たす可能性がある（2006 年末現在、証券会社の合同運用規模は 288 億元に達し、信託投資プランの規模は 170 億元に達した）。その他に、ファイナンス・カンパニーもまた重要な機関投資家の一つになる。

2. 機関投資家を取り巻く環境の変化

非流通株改革を経て、中国株式市場は「非流通株」の流通と「IPO（新規株式公開）」や「増資」の形式で発生する新規資金需要という二重の資金需要のプレッシャーに直面している。

中国の資本市場の規模の拡大は、主に次のような形で実現されていくと思われる。第1は、非流通株の流通化による既存株式の資金需要である。非流通株改革を経て、上場企業のこれまでの非流通株が今後3～5年の間にすべて流通の対象となり、株式市場の流通株の時価総額は急速に増加する。株式市場の安定性を保つためには、大量の長期資金の供給が必要である。

第2はIPO、増資、割当配当、全体上場（企業の一部ではなく、全体を上場させること）の新規資金需要である。具体的には、国有独資商業銀行の株式発行と上場、国有保険会社の再編と株式上場、他の金融機関の株式発行と上場、大型国有企業の株式発行と上場、大型国有企業の全体上場、すでに上場している企業の増資、中小企業の株式発行と上場などである。これらは中国の株式市場の急速な拡大をもたらし、大規模な長期資金供給に対する需要が生まれ、株式市場の安定した発展を保証するのである。

非流通株改革の完成と資金調達機能の回復に象徴されるように、中国の資本市場は新たな発展段階に入っている。株式市場の規模は更に拡大し、流通可能な株式量が年々増えるだろう。現在のように機関投資家の規模が小さく、中小投資家を中心とする投資家構造のもとでは、株式市場規模の急速な拡大は、将来の株式市場の安定運営に重大な困難をもたらすことが懸念される。

IV. 私たちの提案と意見

今後長期にわたり、多様な機関投資家の発展を推進し、資本市場の発展を促進し、直接融資の比率を高め、効果的な金融体系を確立することは、中国政府が採るべき重要な戦略である。

1. 機関投資家の発展目標

各種の機関投資家を発展させる法律・法規体系と租税優遇制度を完備し、各機関投資家のニーズとリスク嗜好に合った投資商品を大きく発展させ、重層的で多様化した機関投資家の発展を促進し、資本市場における機関投資家の地位を向上させる。5～10年間で機関投資家の占める投資比率を国内資本市場時価総額の40%以上に高めるよう努力し、条件を満たす機関投資家による海外投資の範囲と比率を次第に拡大することを積極的に支持し、世界資本市場における中国の機関投資家の影響力を高めるべきである。

2. 機関投資家発展事業の重点

中国の機関投資家発展事業の重点は、制度と組織の革新を通じて、証券投資ファンド、保険会社、年金基金、商業銀行、QFIIなどの機関投資家の発展を加速し、同時に、証券会社の合同運用プラン、ファンド管理会社の特定口座管理計画、私募ファンドなどの標準化された資産私募管理計画を、積極的かつ確実に、秩序立てて発展させ、多様化した、重層的な、相互に競争する機関投資家というプロ集団を形成し、各種の機関投資家が協調して発展する監督管理メカニズムと監督管理基準の確立を急ぐことである。

3. 重点機関投資家の改革と発展の道筋の選択

機関投資家と資本市場の間には、相互制約と相互促進の関係が存在する。一方では資本市場の発展には、機関投資家が安定した長期資金を供給し、資本市場機能の適正化と発展を促進することが必要であり、他方では資本市場の健全な発展は、機関投資家に資産価値を増すためのツールを提供する。機関投資家を強力に発展させることは、中国の資本市場、更には経済全体の発展に関わる重要な長期戦略である。

証券投資ファンド：証券投資ファンドを強力に発展させ、ファンドの長期資金供給を増加し、販売体制を完備し、ファンド投資家グループを拡大し成熟させなければならない。ファンド管理会社の数を増やししながら、その業務範囲を拡大し、商品、組織、制度のイノベーションを奨励し支援する。具体的な内容としては、第1に、効果的なリスク・コントロール、利益の不正な移転が防げることを前提に、状況を睨みながら独立口座という実験を慎重に展開する。第2は、これまで得た経験を総括した基礎の上で、引き続き QDII（適格国内機関投資家）による海外への証券投資の実験を確実にやり、条件が整い次第、関連管理規則を起草、公布する。第3は国外のファンド業界の発展経験を参考に、ファンド会社のストックオプションによるインセンティブテストを慎重に行う。第4はリスクヘッジの必要に応じて、リスクを厳しくコントロールする前提の下で、ファンド会社が指数先物取引に次第に参加することを推進する。

QFII : QFII の規模を積極的かつ確実に拡大し、QFII と資本市場の連動メカニズムを確立する。QFII は中国の資本市場の対外開放の重要な戦略的選択であり、QFII 制度の導入は資本市場への長期資金供給を増加させるだけでなく、同時に国外の機関投資家の成熟した投資理念と投資戦略をもたらし、国内の資本市場の成熟にとって重要な意義を持っている。今後は、資本市場の対外開放を引き続き拡大し、個々の QFII の規模を制限すると同時に、様々なタイプの海外適格機関投資家を導入することを通じて QFII の総規模を拡大すべきである。

年金基金：社会の老後保障体制を完備し、基本的に年金個人口座の充実化を図りつつ、個人口座の資金運用ルートを広げ、個人が任意に加入できる商業養老保険口座の体系完備を着実に推進し、社会の年金基金蓄積を加速する。

保険会社：保険資金の資本市場での投資比率を着実に高め、保険会社の資本市場におけるシェアを拡大し、保険市場と資本市場の協調ある発展を促進する。

商業銀行：商業銀行の仲介業務の発展を加速し、商業銀行と資本市場の相互リンクメカニズムを構築する。商業銀行の資金の「運用難」を解消し、株式市場への安定した資金供給を増やすためには、制度建設と商業銀行のビジネスモデルの転換を経て、銀行預金を効果的に株式に転化させる効率の高いメカニズムの確立が必要である。

資金供給と投資家構造の状況から見ると、中国の資本市場に存在する最大の問題は、機関投資家を代表とする長期資金の供給がかなり不足していることである。そのため、各種の機関投資家を大いに発展させることは、中国資本市場の健全で安定した発展にとって重要な意義を持っている。

機関投資家の発展は金融市場の安定、調和と長期の発展に有益であり、中国の金融体系と社会主義市場経済体制を完備し、金融市場の資源配置における基礎的な役割を發揮させるために不可欠なことである。中国の機関投資家の発展と完備は同様に簡単に成功するものではなく、効率的な金融体系の確立と資本市場の安定発展のニーズを踏まえ、客観的発展プロセスを経なければならぬ。

著者紹介

孫 傑 (Sun Jie)

中国証券監督管理委員会基金監管部 主任

1954年生まれ。北京大学経済学博士、米ハーバード大学公共管理修士。

対外貿易経済合作部、中国政府国連代表部、中国国際経済技術交流センター処長、などを経て1999年より中国証券監督管理委員会。

・中国証券監督管理委員会は、国務院の直属機関として全国の証券・先物市場を監督・管理する行政機関である。



Chinese Capital Markets Research