

今回のテーマ

# 中国本土における 市場参加者の構造を知る

ポイント

- ✓ 中国では、長期的な視点で運用を行なう投資家が十分に育っていない
- ✓ ただし、今後は、政府の市場参画奨励による保険資金の拡大やストックコネクトを介した海外資金の流入拡大などに伴い、長期投資家の存在感が高まることに期待

**中国の本土市場というと、国内の個人投資家が中心というイメージが強い。**この結果、市場のボラティリティが高い、投資家が短期志向である、ファンダメンタルズが十分に反映されず、ストーリーを重視した投資行動になりやすい、といった指摘をよく聞く。

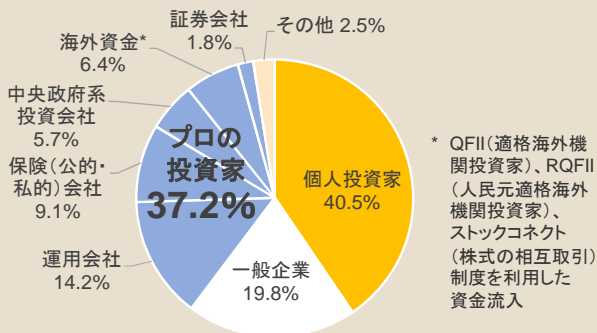
これは**海外投資家が中心の香港市場との大きな相違**と言える。両市場を見る中国国外のファンドマネージャーは、「香港は良い企業に正しい価格がつくが、本土は妙な企業にとんでもない株価がつくこともあり、難しい」といった悩みを漏らす。バリュエーションが相対的に軽視されるため、ぶれも大きくなり易い。足元でも、アナリストが企業のファンダメンタルズを健全と分析しても、それ以外の環境要因に押されてPER（株価収益率）は、歴史的に見てもかなり低くなっている。これらは往々にして「個人投資家のせいだ」となりがちだ。

## 実は、中国本土市場において、プロの投資家の構成比率は約37%と、意外に（？）高い

では、本土市場には個人投資家以外の投資家はいないのか。

浮動株ベースで見ると、**個人投資家は確かに40%余りを保有する最大の投資主体**であり、これに次ぐのが一般企業だ。そして、それ以外の運用会社や保険会社といった保有主体を全て合計すると、**実は約37%になる。これらは全てプロの投資家と言ってよいが、この割合は意外に高いと感じられるのではないだろうか。**

中国本土市場の投資家別比率、浮動株ベース  
(2018年4-6月期)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

4割近いプロの投資家が揃っているなら、本土市場の投資行動も徐々に変わってきてよいはずだ。しかし前段のファンドマネージャーのようにその実感が乏しいのは何故だろうか？それは、プロと呼ばれる投資家の中で、実際に長期運用が行なわれている資金の割合が、そこまで大きくないからだ。

プロ投資家のうち、政府の持ち株会社など純粋な投資家とは言い難いものを除くと、一番の長期投資家と考えられるのは、**社会保障基金**、そして続くのが**保険会社**だ。一方、公募投信等を含む**各種投資ファンド**になると、長期安定運用を標榜するファンドもあるものの、組入銘柄の激しい入れ替えを伴う運用を行なっている場合も少なくない。

※グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが世界のマーケット状況についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

では、これら投資家が預かる資金の性格の違いをみてみよう。**社会保障基金は、原資が財政資金で毎年安定的な割り当てがある。**パフォーマンス評価は1年単位、委託先運用機関との契約も3年単位で、長期的なパフォーマンスを重視する。一方、**各種投資ファンドは、個人投資家の出入りの激しい資金を扱うのみならず、1カ月、3カ月といった短期のパフォーマンスのランキングが流入資金に直結するため、ファンドマネージャーは激しい短期競争を求められがちだ。**公募投信のマネージャーがファンダメンタルズを見ないというわけではないのだが、こうした評価にひっぱられる場合、短期の収益に注力せざるを得ない。

このため、市場心理が悪化して市場が下がれば、それに合わせてポートフォリオを変えることにもなる。こうなると、上にも下にも一方的な動きとなりやすい本土市場の安定要因ではなく、むしろぶれの増幅要因だ。この運用スタイルはパフォーマンスの安定性も毀損する。2016年までの過去11年間を見ると、上位20%の投信と下位20%の投信のリターン格差が70%を超える年は3回もあった。中国本土のプロの投資家には気の毒だが、長期安定的なスタイルの運用はまだ少数のプレイヤーに許された特権、と言えよう。

## 中国の年金制度の歴史は浅く、 長期投資家が十分に育っていないのが現状

では、今後、中国本土市場で安定した資金を運用できる投資家は増えないのか。

まず本丸である年金基金の規模はなお限定的だ。中国では年金制度の歴史は浅く、最も長い社会保障基金でも20年足らずの歴史しかない。企業年金制度も存在するが、その規模は社会保障基金の半分程度で、成長も緩慢だ。2018年からは個人用年金の制度も試験的に始まっており、徐々に主体は増えつつあるが、**全体として年金基金が市場で大きな役割を果たすのはまだ時間がかかる。**

**ただし今後は、保険資金や海外資金の拡大などに伴う、市場参加者の構造変化が期待される**

もっとも、期待できる資金がないわけではない。**一つは保険会社の運用資金だ。**預かり資産規模の点では運用会社に次ぐ規模を有しており、過去において有力な「底値買い」プレイヤーと見られた。ただし、2016年に金融当局がその投資を厳しく制約して以来、その役割は以前ほど注目されなくなっていた。しかしながら、**今年10月下旬に当局が一連の市場支援策を発表した際には、保険会社による市場参画を奨励する内容も含まれていた。**

中国の保険業界は今年上半期でも2ケタ成長を継続しており、当局の姿勢次第で市場での役割拡大が期待できる。また、**もう一つは海外資金だ。**その導入は2002年のQFII（適格海外機関投資家）制度まで遡るが、規模を加速させるのは2014年のストックコネクト（株式の相互取引）制度の創設である。その後、MSCIなどのグローバルな株価指数への中国A株の組み入れが進み、着実に海外資金の規模は拡大している。

巨大な本土市場において、これらのプレイヤーは、ひとつひとつは小さいが、その投資規模は徐々に積みあがってきており、これらは次第に市場の動きの変化につながっていくだろう。中国経済の成長だけでなく、市場参加者の構造変化が長期の株式投資の拡大につながれば、投資家が期待できるアップサイドの一つになると言えよう。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。また、facebookやツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)

■当資料は、日興アセットマネジメントが世界のマーケット状況についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。