

CHINA  
ARTIKEL 2



# China: Aufholjagd im Reich der Mitte

## Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts – eine Szenarioanalyse

Text: WEIJUN YIN

In den letzten 20 Jahren ist kaum eine Volkswirtschaft so schnell gewachsen wie China. Gemessen an der Gesamtwirtschaftsleistung, dem Bruttoinlandsprodukt (BIP), hat China mittlerweile Japan als zweitgrößte Volkswirtschaft nach den USA abgelöst und seit 2009 ist das Reich der Mitte auch Exportweltmeister. Mit gut 300 Milliarden US-Dollar betrug der Leistungsbilanzüberschuss Chinas im vergangenen Jahr gut 5% des chinesischen BIP.

Begleitend hat der chinesische Kapitalmarkt in den letzten Jahren ebenfalls eine beeindruckende Entwicklung vollzogen. Der sogenannte A-Aktienmarkt (Abbildung 1) wurde erst 1990 ins Leben gerufen. Per Ende 2010 haben diese in Shanghai und Shenzhen gelisteten Aktien eine Marktkapitalisierung von insgesamt 4.028 Milliarden US-Dollar erreicht, das entspricht ca. 70% des chinesischen BIPs. Gemessen anhand der Marktkapitalisierung belegt somit allein die Shanghai Stock Exchange den 5. Platz unter den größten Börsen der Welt, vor der Hong Kong Stock Exchange (6. Platz) und der Deutschen Börse (12. Platz). Die Shenzhen Stock Exchange nimmt den 13. Platz ein (Abbildung 2).

Allerdings weisen die Aktienbörsen in China strukturelle Schwächen auf. Erstens sind die lokalen Aktienmärkte überwiegend einheimischen Investoren vorbehalten, ausländische Investoren bekommen nur sehr eingeschränkt Zugang zu diesem hochinteressanten Wachstumsmarkt. Seit Einführung der sogenannten QFII-Regelung<sup>1</sup> wurden 98 ausländischen Institutionen Aktieninvestitionen mit einem Gesamtvolumen von 19,7 Milliarden US-Dollar gewährt (Stand: Dezember

2010, Quelle SAFE<sup>2</sup>), das sind gerade 0,5% der Marktkapitalisierung der beiden chinesischen Börsen. Die chinesische Regierung hat somit bewusst den Einfluss der ausländischen Investoren begrenzt. Zudem müssen die QFII-Lizenznehmer (Abbildung 3) strikte Auflagen erfüllen, wie beispielsweise die Einhaltung einer vom Anlegertyp abhängigen Haltefrist von drei bis zwölf Monaten und das Verbot der Weitergabe von genehmigten Investitionsquoten.

### Abbildung 1: A-Aktienmarkt

- A-Aktien werden an den chinesischen Börsenplätzen Shanghai und Shenzhen in Yuan gehandelt. Sie sind nur für chinesische Anleger und qualifizierte institutionelle Investoren käuflich (z. B. Versicherungen, Banken, Fondsgesellschaften)
- B-Aktien sind ausländischen Anlegern und seit 2001 Chinesen mit US- bzw. HK-Dollar-Konten zugänglich
- H-Aktien sind in Hongkong gehandelte Aktien chinesischer Unternehmen
- Red Chips sind Aktien von Unternehmen mit Sitz in Hongkong, die zu mindestens 35% in chinesischem Besitz sind
- L-, N- und S-Aktien sind die geografischen Klassifizierungen für in London, New York und Singapur gehandelte Aktien chinesischer Unternehmen

<sup>1</sup> QFII = Qualified Foreign Institutional Investors. <sup>2</sup> State Administration of Foreign Exchange.

**Abbildung 2: Rangliste der Top15 Börsenplätze weltweit nach Marktkapitalisierung**

Rang	Land	Börsenplatz	Marktkapitalisierung (Milliarden US-Dollar)	Handelsvolumen (Milliarden US-Dollar)
1	USA	Europe NYSE Euronext	15.970	19.813
2	USA	Europe NASDAQ OMX	4.931	13.439
3	Japan	Tokyo Stock Exchange	3.827	3.787
4	Großbritannien	London Stock Exchange	3.613	2.741
5	China	Shanghai Stock Exchange	2.717	4.496
6	Hongkong	Hong Kong Stock Exchange	711	1.496
7	Kanada	Toronto Stock Exchange	2.170	1.368
8	Indien	Bombay Stock Exchange	1.631	258
9	Indien	National Stock Exchange of India	1.596	801
10	Brasilien	BM&F Bovespa	1.545	868
11	Australien	Australian Securities Exchange	1.454	1.062
12	Deutschland	Deutsche Börse	1.429	1.628
13	China	Shenzhen Stock Exchange	1.311	3.572
14	Schweiz	SIX Swiss Exchange	1.229	788
15	Spanien	BME Spanish Exchanges	1.171	1.360

Quelle: IWF, Stand: Dezember 2010

**Abbildung 3: Übersicht der QFII-Lizenzvergabe**

Jahr	Anzahl QFII-Lizenzen	genehmigtes Gesamtinvestitionsvolumen (Millionen US-Dollar)
2003	12	1.700
2004	27	3.425
2005	34	5.745
2006	52	9.045
2007	52	9.995
2008	75	10.920
2009	91	15.670
2010	98	19.720

Quelle: SAFE, Stand: Dezember 2010

Zweitens bieten die lokalen Börsen ausländischen Unternehmen derzeit keine Möglichkeit, Kapital aufzunehmen – selbst wenn sie bereits seit Jahrzehnten im Land wirtschaftlich aktiv sind und zur Finanzierung weiterer Expansionsvorhaben vor Ort einen sehr hohen Refinanzierungsbedarf an in Renminbi (Chinas Währung, auch Yuan genannt) notiertem Eigenkapital haben.

Drittens stellt die Währungskontrolle immer noch ein gewisses Handicap dar. Auch wenn der Renminbi in den letzten zehn Monaten bereits zunehmend flexibilisiert worden ist, bleibt die chinesische Währung kontrolliert. Solange der Renminbi nicht frei konvertierbar ist, bleibt der Kapitalmarkt Chinas weitgehend vom globalen Kapitalmarkt abgekoppelt. Aus dieser Perspektive ist die Währungskontrollierbarkeit ein entscheidender Faktor für die Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts.

## Was würde passieren, wenn China den Kapitalmarkt für internationale Anleger weiter öffnet?

Dies ist keine leicht zu beantwortende Frage. Drei Szenarien (Abbildung 4) sind möglich:

### Szenario 1: Erweiterung des QFII-Schemas, Beibehaltung der Währungskontrollen

Eine Erweiterung des QFII-Schemas kann sowohl in Form einer beschleunigten Lizenzvergabe als auch in Form der Aufstockung der gewährten Investitionsquoten erfolgen. Zurzeit nimmt das Genehmigungsverfahren für eine QFII-Lizenz bei der chinesischen Börsenaufsicht CSRC<sup>3</sup> mindestens zwölf Monate in Anspruch. Danach prüft eine zweite Instanz, welches Volumen der Bewerber zum Tausch in Renminbi zugeteilt bekommen kann. Maximal ist derzeit eine Milliarde US-Dollar möglich. Insgesamt ist dies ein langwieriger Prozess mit Auswirkungen auf die Marktstruktur, denn der Markt wird hierdurch klar von einheimischen Privatanlegern dominiert. Ein größerer Einfluss der internationalen Investmenthäuser würde sicherlich zur Schaffung einer ausgewogeneren Anlegerstruktur beitragen. Das Erreichen einer ausländischen Partizipationsrate von nur 5% – ein selbst im Verhältnis zu anderen Schwellenländern vergleichsweise niedriges Niveau – würde eine Verzehnfachung des heutigen Stands bedeuten.

### Szenario 2: Zulassung von ausländischen Börsengängen auf Inlandsbörsen, Beibehaltung der Währungskontrollen

Bereits heute debütieren die weltgrößten Börsenneulinge nicht unbedingt in New York oder London. Vielmehr haben die chinesischen Börsenplätze ihren westlichen Pendanten die Show gestohlen. Die Hong Kong Stock Exchange war im Jahr 2010 mit einem Emissionsvolumen von 52,8 Milliarden US-Dollar weltweit führend. Die NYSE landete dagegen mit 31,4 Milliarden US-Dollar

weit abgeschlagen auf dem zweiten Platz.<sup>4</sup> Anders als die Börse in Hongkong hat die Shanghaier Börse zwar einige der weltweit größten Einzelemissionen für sich verbuchen können, ein Börsengang für ein Unternehmen aus Übersee war hier jedoch noch nicht dabei. Dies liegt nicht daran, dass es keine interessierten Firmen gäbe. Vielmehr fehlt einfach der regulatorische Rahmen für eine solche Transaktion. Angesichts ihrer Expansionspläne im Reich der Mitte haben zwar viele Unternehmen einen großen Finanzierungsbedarf in Renminbi. Bisher können jedoch selbst die Emissionserlöse aus in Renminbi denominierten Anleihen in Hongkong (offshore) nicht ohne Weiteres in die Volksrepublik China (onshore) transferiert werden. Dafür muss zuvor noch ein Genehmigungsverfahren auf Einzelfallbasis durchlaufen werden.

Künftig wäre es für ausländische Investoren wünschenswert, direkt auf dem Festland Renminbi-Kapital aufnehmen zu können. Auch für China hätte dies Vorteile. Seit Langem klagt man dort über eine exzessive Liquidität. Durch die Öffnung des Emissionsmarktes könnten die Chinesen drei Fliegen mit einer Klappe schlagen: internationales Ansehen gewinnen, Liquidität aus dem Bankenkreislauf absorbieren und ausländische Direktinvestitionen fördern, ohne zusätzliche Dollar-Reserven aufbauen zu müssen.

### Szenario 3: Volle Konvertibilität des Renminbi

Eine volle Konvertibilität des Renminbi würde die Aufgabe des festen Wechselkursystems und einen Verzicht auf Währungskontrollen voraussetzen. Damit würde die Kapitalbilanz freigegeben, wenn gleich China auf administrativem Weg einen gewissen Einfluss auf die Kapitalströme behalten könnte. Bis dies geschieht, muss der Renminbi jedoch erst als internationale Handels- und Investitionswährung Fuß fassen – ein Prozess, der bereits im Gange ist. Eine volle Konvertibilität hätte drei weitreichende Folgen:

- die Börsenplätze in Hongkong und China könnten fusionieren, womit die Segmentierung in A- und H-Aktien entfiel
- der Hong Kong-Dollar würde seine Existenzberechtigung verlieren und verschwinden
- internationale Anleger würden die Gewichtung Chinas in ihren Anlagedepots massiv erhöhen; aktuell ist China inklusive Hongkong mit gut 3,5% im globalen Aktienindex MSCI AC World gewichtet, obwohl das aggregierte BIP knapp 10% der Weltwirtschaftsleistung repräsentiert.

Abbildung 4: Mögliche Szenarien

Szenario	Erweiterung des QFII-Schemas	Zulassung von ausländischen Börsengängen auf Inlandsbörsen
Beibehaltung der Währungskontrollen	1	2
Volle Konvertibilität des Renminbi	3	

<sup>3</sup> China Securities Regulatory Commission. <sup>4</sup> Quelle: Dealogic.



## Fazit

Aus unserer Sicht ist derzeit Szenario 2 am wahrscheinlichsten. Eine Zulassung ausländischer Börsengänge könnte womöglich bereits in diesem Jahr erfolgen. Nach der Integration seiner Wirtschaft in die globale Wirtschaft würde China damit den nächsten wichtigen Schritt in Richtung einer weiteren Öffnung seiner Kapitalmärkte gehen. Durch diese Öffnung könnten die chinesischen Finanzmärkte weiter reifen und sie würde den rasanten wirtschaftlichen Aufholprozess im Reich der Mitte unterstützen.



**Weijun Yin** ist Produktspezialist für die asiatischen Aktienportfolios von RCM und repräsentiert die Hongkong-basierte Investmentplattform in Europa. Er verfügt über eine zehnjährige Berufserfahrung in der Finanz- und Asset Management-Branche in China und Deutschland. In den Jahren 2007 bis 2009 schrieb er regelmäßig als Gastautor für die Börsenzeitung und kommentiert heute noch die Investmentthemen Asiens in verschiedenen Publikationen. Bevor Yin 2006 zu Allianz Global Investors kam, war er Analyst bei Dresdner Kleinwort Wasserstein. Yin ist CFA Charterholder und hält einen Master der Universität Mainz in BWL und einen Bachelor als Wirtschaftsingenieur der Tongji University Shanghai (China).

# Nachgefragt: Kann China das Wachstum bewältigen?

MARTY-JÖRN KLEIN im Gespräch mit CHRISTINA CHUNG, Fondsmanagerin des Allianz RCM China

*Marty-Jörn Klein: Frau Chung, seit 2005 sind Sie für das Management des Allianz RCM China verantwortlich. Dieser Fonds für chinesische Aktien mit einem Anlagevolumen von rund 470 Mio. Euro wird von Hongkong aus verwaltet. Ist es eher ein Vor- oder ein Nachteil, das Fondsmanagement in einem der Finanzzentren Chinas zu betreiben?*

Christina Chung: Es ist von Vorteil, einen Fonds für chinesische Aktien von Hongkong aus zu managen, da diese Sonderverwaltungszone nach wie vor eine wichtige Funktion als Verbindungsglied zwischen China und der Weltwirtschaft einnimmt. Investoren profitieren sowohl von der dominanten Stellung Hongkongs innerhalb der internationalen Wirtschaftsbeziehungen mit China als auch vom dortigen Investitionsumfeld, das auf Rechtsstaatlichkeit, freiem Kapitalverkehr, ungehindertem Informationsfluss, soliden ordnungspolitischen Rahmenbedingungen, effizienten Finanzmärkten und einem großen Reservoir qualifizierter Fachkräfte aufbaut. Der Börsenplatz Hongkong ist der wachstumsstärkste und aktivste IPO-Markt der Welt.

Daneben spielt Hongkong eine wichtige Rolle als Offshore-Zentrum für den Renminbi. Das Renminbi-Bankgeschäft in Hongkong glänzt mit hohen Zuwachsraten; das Geschäftsvolumen und das Finanzierungsgeschäft in Renminbi verzeichnen anhaltend kräftiges Wachstum.

*China hat sich allem Anschein nach schnell von der globalen Finanzkrise erholt. Im vierten Quartal 2009 lag das Wirtschaftswachstum bereits wieder bei 10,7%. Der IWF rechnet für das Jahr 2011 mit einer realen Wachstumsrate von 9,6%. Wie wirken sich die Unruhen in Nordafrika und Nahost sowie die Naturkatastrophe in Japan auf die chinesische Wirtschaft aus?*

Das Erdbeben in Japan und die Unruhen in Nordafrika und Nahost könnten die Rohstoffpreise nach oben treiben und somit das

Wachstum der Weltwirtschaft beeinträchtigen, was sich negativ auf die chinesischen Exporte auswirken könnte. Ein weiterer Hauptrisikofaktor ist die durch anhaltend steigende Rohstoffpreise getriebene Inflation, was die chinesische Zentralbank zu einer weiteren geldpolitischen Straffung veranlassen könnte.

Die direkten Auswirkungen des verheerenden Erdbebens im Nordosten Japans auf China sind jedoch eher gering. In einigen Sektoren – etwa im Automobil- und Maschinenbau – könnte es durch Lieferengpässe von Bauteilen zu Produktionsrückgängen kommen. Einige Maschinen- und Anlagebauer könnten auch von Substitutionseffekten profitieren, die sich jedoch in engen Grenzen halten dürften, da chinesische Unternehmen nicht zu den Hauptwettbewerbern japanischer Hersteller zählen.

*Werfen wir einen Blick auf den Arbeitsmarkt. Das Lohnniveau in China ist seit den Neunzigerjahren des letzten Jahrhunderts drastisch gestiegen: 2006 um fast 12%, 2007 um 20%. Auch heute steigen die Löhne noch jährlich um durchschnittlich 10% bis 30%, wodurch der chinesische Binnenkonsum begünstigt wird. Führt diese Entwicklung zu einer dynamischen Lohn-Preis-Spirale, und was bedeutet dies für das mittelfristige Preisniveau in China sowie die Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Unternehmen?*

Das rasant wachsende Lohnniveau wird Aufwärtsdruck auf die Kosten im Reich der Mitte erzeugen; letztlich wird es zu einem Anstieg der Binnennachfrage kommen, die möglicherweise sogar in eine Nachfrageinflation in China mündet. Wir gehen davon aus, dass die Lohnsteigerungen auch in den kommenden Jahren über dem Wirtschaftswachstum liegen werden.

Daneben dürfte das Angebot an billigen Wanderarbeitern nach und nach schrumpfen, weshalb chinesische Unternehmen nicht mehr



lange auf die arbeitsintensive Fertigung von Billigprodukten setzen können. Es dürfte folglich zu einer Schwerpunktverlagerung in Richtung höherwertiger Güter kommen – angetrieben durch technischen Fortschritt sowie durch steigende Investitionen in automatisierte Produktionsprozesse und in Forschung und Entwicklung. Hinzu kommt die Größe des Landes, die es chinesischen Unternehmen ermöglicht, die zunehmend teurer werdenden Standorte in den Küstenregionen und im Süden des Landes zu verlassen und Fertigungsstätten nach Zentralchina zu verlagern, wo die Produktionskosten niedriger sind, während der Ausbau von Infrastruktur und Logistik gut vorankommt.

*Einen Fokus bitte auch auf die Familienpolitik Chinas. Aufgrund der Ein-Kind-Politik altert die chinesische Bevölkerung schneller als jede andere Volkswirtschaft der Welt. Die meisten Chinesen müssen sich in ihrem Ruhestand auf ihre Nachkommen verlassen: Üblicherweise muss ein Kind (in der Regel ein Junge) ein Elternpaar und vier Großeltern versorgen (das sogenannte „1-2-4-Problem“). Wann droht diesem System der Kollaps?*

Chinas Ein-Kind-Politik wurde 1980 eingeführt, um das Bevölkerungswachstum mit Beginn der chinesischen Wirtschaftsreformen zu bremsen. Die chinesische Regierung lockerte die Regelungen erstmals 1984; ab den Neunzehnhundertneun-

ziger Jahren verfolgte die Geburtenkontrolle mehrere Ansatzpunkte, indem in einigen Regionen beispielsweise Ehepaare, in denen einer der Ehepartner selbst ein Einzelkind war, ein zweites Kind bekommen durften. Die eingeleiteten Änderungen der Ein-Kind-Politik auf lokaler Ebene gehen in verschiedenen chinesischen Regionen mit weiteren Ausnahmeregelungen einher.

*Noch einmal zurück zu den lokalen Aktienmärkten. Diese sind doch bisher hauptsächlich lokalen Investoren vorbehalten, während ausländische Unternehmen an chinesischen Börsenplätzen kein Kapital aufnehmen können und der Renminbi nach wie vor staatlicher Kontrolle unterliegt. Was macht China dennoch so attraktiv?*

China befindet sich in einer Phase steigender Binnennachfrage, die von hohen Ersparnissen, kräftigen Einkommenszuwächsen, zunehmender Urbanisierung, beschleunigter Entwicklung der Festlandsprovinzen und dem Trend hin zu höherwertigen Gütern und Dienstleistungen gestützt wird. Vor diesem Hintergrund wird die Wirtschaft des Landes auch künftig eine der weltweit höchsten Wachstumsraten aufweisen, während der Renminbi weiter aufwertet. Dies alles sollte sich sehr positiv auf chinesische Aktien auswirken, und wir gehen davon aus, dass China auch weiterhin von Kapitalzuflüssen profitieren wird.

### *Welche Sektoren zählen zu Ihren Favoriten?*

Wir favorisieren Sektoren mit starkem strukturellem Wachstum in China, wozu nach wie vor binnenorientierte Wirtschaftszweige – u. a. Konsumgüter- und angrenzende Sektoren sowie ausgewählte Industrie- und IT-Dienstleistungen – zählen.

### *Wo sehen Sie China in fünf Jahren und darüber hinaus?*

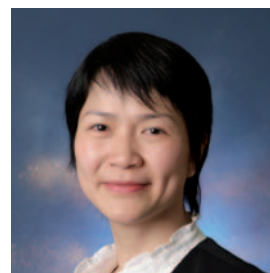
Mit Blick auf die kommenden fünf Jahre sind wir für den chinesischen Markt sehr optimistisch. Wie bereits erwähnt, besitzt der inländische Konsumsektor infolge hoher Ersparnisse, kräftiger Einkommenszuwächse und rasanter Urbanisierung erhebliches Steigerungspotenzial. Der Übergang vom exportgetriebenen zum binnenorientierten Wachstum braucht Zeit und wird auf politische Unterstützung angewiesen sein, etwa zur Verbesserung sozialer Absicherung oder zur Steigerung des Haushaltseinkommens. Auch die demografische Struktur wird sich in den kommenden Jahren positiv auf China auswirken. Die Erwerbsbevölkerung nimmt weiter zu, während der prozentuale Anteil abhängiger Personen an der Gesamtbevölkerung zurückgeht. Der hierdurch steigende Anteil arbeitender, sparerer und konsumierender Menschen fördert wiederum das Wirtschaftswachstum.

Auch für den Renminbi sind wir positiv gestimmt. Wir rechnen mit einer weiteren Aufwertung der Währung, was in Verbindung mit starken Einkommenssteigerungen zur Bildung einer chinesischen Mittelschicht beitragen wird, die ins Ausland reisen und ihr Geld anlegen möchte. Der hieraus resultierende Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse Chinas wird zudem positive Effekte auf Asien und den Rest der Welt haben. Das Tempo dieser Entwicklung wird freilich durch die fehlende freie Konvertierbarkeit des Renminbi gebremst. Die jüngste Entwicklung, ausgewählten ausländischen Unternehmen in Hongkong und in bestimmten Städten Festlandchinas eine Geschäftsabwicklung in Renminbi zu gestatten, ist jedoch ein wichtiger Schritt hin zur Internationalisierung der chinesischen Währung. Dieser Prozess wird zwar noch einige Zeit in Anspruch nehmen, die eingeschlagene Richtung ist in unseren Augen jedoch die richtige. Die erfolgreiche Transformation der chinesischen

Volkswirtschaft von einem exportinduzierten zu einem durch die Binnennachfrage getriebenen Wachstum dürfte eine mehrjährige Hausse chinesischer Aktien zur Folge haben.

Insgesamt rechnen wir damit, dass die Marktkapitalisierung chinesischer Aktien im Zuge des rasanten langfristigen Wachstums der chinesischen Volkswirtschaft weiter steigen wird. China bietet in den kommenden Jahren eine der besten Wachstumschancen der Schwellenländer. Trotz möglicher hoher Marktschwankungen bleibt das Chance-Risiko-Profil chinesischer Aktien für langfristig orientierte Investoren sehr attraktiv.

*Frau Chung, vielen Dank für das Gespräch.*



**Christina Chung** ist Senior Portfoliomanagerin und arbeitet seit 1998 für Allianz Global Investors. Sie ist Leiterin des Greater China-Teams und Lead-Managerin von Hongkong-, Festlandchina- und Greater China-Aktienmandaten. Sie besitzt 22 Jahre Erfahrung im Management asiatischer Regionen- und Einzelländerfonds. Vor dieser Tätigkeit arbeitete sie als Senior Portfoliomanagerin bei Royal Bank of Canada Investment Management, als Portfoliomanagerin bei Search International und als Volkswirtin bei HSBC Asset Management. Christina Chung besitzt einen Bachelor of Administration von der Brock University (Kanada) und einen Master in Wirtschaftswissenschaften von der University of Alberta (Kanada). Seit 1992 ist sie geprüfte Bilanzbuchhalterin (Certified Management Accountant), und führt außerdem seit 1995 den Titel Chartered Financial Analyst (CFA).