

基礎研 レター

【アジア・新興国】 中国保険市場の最新動向(15)

偶然か必然か、怪我の功名か。 一年金積立金の株式投資解禁へ

保険研究部 研究員 片山 ゆき
(03)3512-1784 katayama@nli-research.co.jp

6月から7月にかけての上海株価急落、8月初めの人民元相場の切り下げと、今年の夏は中国の株式、為替市場が騒がしい。いずれも相場が実勢（实体经济）とかけ離れていたということが背景にあるようだが、官製相場さながらの政府による市場介入が目についた。

政府による一連の対策がどれだけ奏功したかという課題は残るが、習政権となって、これらの対策には1つの特徴がある。それは、これまで表舞台にあまり立つことのなかった公的年金積立金や保険会社の資金の活用である。

1 一年金積立金の株投資解禁は‘怪我の功名’か。

振り返ってみると、政府の株価対策は、6月27日の中国人民銀行の利下げに始まり、7月半ばにかけて矢継ぎ早に発表されている。その中で、6月29日には年金積立金の株式投資への解禁、7月8日には保険会社の株式投資の上限引き上げが発表された。

発表のタイミングや内容を考えると、アナウンスメント効果を期待してのことと考えられるが、株価に対してその効果は限定的であったといえよう。年金積立金の株式投資の解禁を含む運用規制の緩和策は、広く一般から意見（パブリックコメント）を集める案として発表され、実際の発効は年末を目標としている。

また、保険会社の優良株への投資上限引き上げについても、保険会社が金融機関全体の総資産に占める割合が5%程度であることを考慮すると、その効果はかなり限定的であろう。政府や主務官庁による対策へのなりふりかまわぬ姿が見え隠れするが、習政権は6月に保険会社の資金による国家プロジェクトのインフラ建設等を目的とした投資ファンド「中国保険投資基金」ⁱの設立を決定するなど、当初より保険会社の資金の政策活用に積極的であった。

保険会社の資産運用は、2012年以降、規制が段階的に緩和されてきており、今般の株式投資の引き上げによる効果は保険会社側にとっても限定的といえよう。しかし、もう一方の年金積立金の運用規制緩和案の発表は、保険会社のそれとは様相が異なる。

中国における公的年金制度は各地方政府が運営をしており、年金積立金についても地方政府が管理、運用してきた。2014年の各地域における年金積立金の残高を合計すると、3兆5645億元ⁱⁱ、日本円では70兆円規模となる。現時点でこの巨額な積立金の運用は、国債と銀行預金に限定されている（後述の一部の地域の実験的な取組みを除く）。国民の老後の生活を支える資金として、運用は安全性が最優先され、また、各地域に運用専門の担当者の配置が難しいこともあって、その運用は銀行預金や国債などの安定資産に限定されていたのだ。

その結果として、運用利回りは直近5年間も2%程度の低い状態が続いている。中国では、少子高齢化が急速に進行しており、年金制度の持続可能性の課題として、利回り上昇を企図した運用規制の緩和が提起され続けてきた。これまで、2008年・2011年にも運用規制の緩和が試みられたが、巨額な積立金を「だれ」が「どのように」運用するのかをめぐって、主務官庁、地方政府や関係機関での駆け引きもあり、先送りされてきた経緯がある。いずれにしても、今回、このような株価対策の一環というタイミングではあったが、運用規制の緩和に向けた案が発表された点は、運用問題改善に向けた一歩として、その意義は大きい。

2-「だれ」が「どのように」運用するのか。

今般発表された案によると、年金積立金の運用は、これまでの地方政府の自家運用（銀行預金、国債）から、専門機関への委託運用へと大きく転換することになる。各省等の地方政府は、今後、運営・管理を担う専門の「年金管理機関」と委託契約を結び、この年金管理機関が投資や保全・管理を行う金融機関を選定し、その業務執行について監督を行うことになる（図表1）。

図表1 年金積立金の運用案

	拠出 (委託人)	運営・管理 (受託人)	投資・管理 (託管人)	
			投資	管理
対象	省・自治区・直轄市の人民政府	(国が設立し、国务院が認可した年金管理機関)	基金管理会社、養老保険会社、証券会社 (条件) ・全国社会保障基金、企業年金の投資・管理経験があること ・豊富な経験・優秀な業績・社会的信用があること	銀行
役割	・年金原資を省の社会保障基金財政専門口座に集約、 ・受託人との契約締結、 ・運用資金の委託、回収、管理 ・監督当局への報告	・投資を行う託管人の選定、監督、変更、 ・委託人からの投資資金の受託、託管人への委託、 ・資金の一部の直接運用も可。	・契約に基づいた投資の実施、 ・受託人への運用結果報告、 ・財務会計報告の作成	・資金の保全・管理、 ・専用口座の開設・管理、 ・委託人、国务院への財務、会計報告、 ・投資機関の管理・監督
監督	各省に設置された人力資源・社会保障局・財政局			

(出所)基本養老保険基金投資管理弁法公開征求意见的通知

現時点では、この年金管理機関が具体的に何にあたるのかは明らかにされていない。年金管理機関は、国が設立し、国務院が認可した機関と規定されているのみである。おそらく可能性が最も高いのは「全国社会保障基金理事会」であろう。全国社会保障基金は年金積立金とは異なり、年金積立金の収支が赤字になった場合の補填を目的に、2000年に創設された基金であるⁱⁱⁱ。運用は当該基金の理事会が管轄しており、運用先も株式、債券、プライベートエクイティ投資等、多岐にわたり、2014年の収益率は11.7%と高い。実は、国務院は年金積立金の運用に関する将来的な規制緩和を視野に、2012年以降、公的年金基金の委託運用が可能か、実験的な取り組みを行ってきた。それが、積立金残高が最も多い広東省の一部の資金を活用した全国社会保障基金理事会への委託運用で、2014年は6%の利回りを確保している。このような実績を含め、当該理事会が年金管理機関になる可能性が高いが、現時点では日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のような、年金積立金の運用を専門とした機関を新たに設立する可能性も否定できない。

年金管理機関がいずれになるとしても、運用資金の投資や保全・管理については、民間（国有を含む）の金融機関が担うことになる。中心となるのは、全国社会保障基金の委託運用を担う18の金融機関（国内）^{iv}、企業年金の委託運用先として認可されている31の金融機関である。今般の案では、これらの金融機関以外に、豊富な投資の経験や優秀な業績、社会的な信用がある金融機関についても認可の枠を広げるなど緩和措置がとられている。案が施行された場合、およそ2兆元（約40兆円）が金融市場にもたらされるといった試算もあり、委託運用先の金融機関を増やすことを視野に入れているようだ。

3-「なにで」運用するのか。

今般発表された案では、年金積立金の運用・投資先についても規制が大幅に緩和されている。発表のタイミングもあって株式投資への解禁が注目されたが、株式にとどまらず、その範囲は多岐にわたっている（図表2）。年金積立金の投資・運用先やその上下限等の内容については、企業年金のそれとほぼ平仄を合わせた形となっている。

現行	今後(案)	
		純資産価額比
銀行預金・国債	銀行預金(普通預金・1年以内の定期預金)、中央銀行手形、国債(償還年限1年以内)、債券、年金商品、MMF	5%以上
	銀行預金(1年以上の定期預金)、協議預金、銀行間預金、国債(償還年限1年以上)、政策性銀行債券、金融債、企業債(公司債)、地方政府債、転換社債、短期融資券(CP)、中期手形(MTN)、資産担保証券(ABS)、年金商品、債券ファンド、	135%以下
	株式、株式ファンド、合同運用ファンド、年金商品	30%以下
	国家の重大建設プロジェクト、重点企業のエクイティ投資	20%以下
	国債先物取引	別途規定による
	株価指数先物取引	別途規定による

(注)投資リスクに備えるため、受託人は純利益の1%を準備金として積み立て、損失が発生した場合補填することとなった。

(出所)基本養老保険基金投資管理弁法公開征求意见の通知

今般の案では、株式（その他関連投資を含む）への投資が純資産価額の30%を限度に可能とし、その他各種債券、MMF、先物取引等への投資も可能としている。また、中央企業の傘下企業へのエクイティ投資も20%を限度に可能とし、習政権の新シルクロード構想を側面から支えることになる。ただし、海外への投資については禁止するなど、あくまで安全性を重視する姿勢は変わらない。

また、年金積立金の運用について、国民に対して受託者責任を負っていることを明記した点も大きいといえよう。運営・管理を受託する国の年金管理機関の理事、監事、その従業員は、契約に基づいた運用を行い、受託した資産の利益以外の不正な利益を得てはならないとする「忠実義務」規定の明確化がはかられている。加えて、職務権限による未公開情報の取得やその漏洩を禁じる「秘密保持義務」も盛り込んでいる。同様に、年金管理機関から運用・保全等の業務を委託される金融機関に対しても、年金管理機関との契約に違反し、その情状が重大な場合は認可を取り消すとし、受託者責任を果たすよう求めている。

2014年の年金積立金の利回りは、全国平均で2.9%であった。前述の広東省は、年金積立金5128億元（約10兆円）のうち、およそ1000億元（約2兆円）を全国社会保障基金理事会に委託運用しており、2014年の利回りは6%を確保している。これに次いで、山東省も年金積立金1933億元から同様に1000億元を拠出、同理事会への委託運用が許可され、本年より運用を開始している。年金積立金のうち、委託運用としてどれくらい拠出するかは各地方政府に委ねられているが、広東省の前例からか、委託運用額については1000億元規模の拠出が1つの目安となっているようだ。当該案はまだ正式な施行がされていないが、全国社会保障基金理事会には広東省の委託資金の運用実績があるだけに、早くも積立金規模が1000億元を超える残りの7つの地方政府の動向に注目が集まっている。

ⁱ ファンド規模は3000億元（約6兆円規模）で、今後、国内外の国家プロジェクトを中心としたインフラ建設等、エクイティ投資に向けられる予定となっている。

ⁱⁱ 都市の就労者を対象とした都市職工基本養老保険基金（3兆1800億元）と都市の非就労者・農村住民を対象とした都市・農村住民基本養老保険基金（3845億元）の積立残高の合計額。

ⁱⁱⁱ 全国社会保障基金については、ニッセイ基礎研究所 基礎研レター拙著「[中国保険市場の最新動向（14）「年金積立金」より注目が集まる、「赤字補填金」](#)」（2015年6月16日発行）をご参照ください。

^{iv} 海外の運用機関は33社となっている。