

中国の機関投資家

— 生命保険と社会保障基金 —

小林 和子

アメリカ市場でも日本市場でも、機関投資家の代表格は生命保険、投資信託、年金基金である。

後発の中国市場では当初は機関投資家が未形成であったが、すでに二〇一二年、上海や深圳の株式市場が登場してから二〇年が経った。この間の経済発展で、機関投資家もそれなりの相貌を具えてきた。投資信託については以前にまとめたので、ここでは生命保険と社会保障基金を取り上げてみたい。

中国保険業の歴史

中国保険業（火災、運輸）は第一次世界大戦当時、それなりの発展期に入っていたようだが、一九三七年の盧溝橋事件後、大きな打撃を受けた。新中国成立後は、旧制度の引継ぎ管理のために、一九四九年一〇月に中国人民保険会社が正式に作られ、財産保険・対人保険も開始した。しかし社会が福祉制度を全面護持する社会主義思想の下では個々人の保険思想は圧迫され、一九五八年一〇

月に営業中止となった。以来、二〇年余の中断の後、ようやく再開されたのが一九八〇年である。改革開放と共に保険思想の「営業化」が承認されたのである。

中国人民保険公司の独占であった保険市場に、一九八六年「保険企業管理暫行条例」により、「新疆生産建設兵団農牧業生産保険公司」が設立され、一九八八年には「深圳平安保険公司」（地域限定性、最初の株式制会社）が登場し、一九九一年「中国太平洋保険公司」など競争者が現れた。一九九四年には初めて企業出資による株式制財産保険会社の中国天安保険公司が成立した。一九九六年に旧来の中国人民保険公司是保険グループを構成して傘下に保険会社を設立し、子会社三社は九八年に名称を変えて独立法人となった。そのうちの一つ、中国人民財産保険公司是二〇〇三年に香港取引所に日株を上場し、国内保険の海外

上場第一号となった。いま一つの中国人寿保険はニューヨークと香港に上場したが、これは複数上場した国内金融機関初の例となった。同社は二〇〇七年に上海取引所に上場し、保険会社で初のA株上場会社ともなった。この二〇〇年の保険業の発展は目覚ましいといえる。

二〇〇八年には保険会社一二〇社、うち保険集団・持株会社八社、財産保険会社四七社、生命保険会社五六社、再保険会社九社となった。伝統的な四大国有会社は中国人寿、中国人民、中国太平洋及び中国出口信用各保険会社であり、三大保険会社という場合には人寿、平安及び太平を指す（三社はA株上場会社）。外資系は四八社、四割に上る。二〇〇七年度には保険料収入で全国の六割を占める東部一六省市の北京、上海、広東では外資生命保険の市場シェアは二割を超した。保険料収入の規模と増加速度は、この二〇年来、平均して

同時期のGDPの増大速度よりはるかに高いといわれる。保険業は他の金融業に比して早く、一九九二年に对外开放し、米国友邦（一九三一年設立のAIG系四海保険が前身）がまず参入、二〇〇四年のWTO加盟（二〇〇一年加盟後の保険協定の発効）で生命保険業務まで全面開放された。外資系の存在は多くの面で中国保険業の発展に大きな影響を与え、国際分散投資や再保険など国際保険市場との関りも進んだ。その半面、国際金融市場の直接的な影響も受けるようになった。

二〇〇八年末には全国の保険会社の総資産は三兆三四一八億元、保険資金の運用残高は三兆五五二億元、二〇一〇年六月末には各約四・五兆元、約四・二兆元に達した。二〇一一年末総資産は五・九兆元である。保険給付の中心は財産保険と生命保険である。金融業としては、保険と銀行と証券の境界は曖昧になりつつあり、生命保険業が

大きくなるにつれ、投資型の商品の発展に重点が置かれるようになった。投資型保険は資本市場の動きに著しく影響され、紛争・訴訟が予想されるため、監督機構にとっては重要な対象項目である。保険監督は、一九四九～一九七八年の計画経済時代には国家の指導機能の一部であり、さら「第二の税務機関」で、市場にも競争はなかった。続く一九七九～一九九五年の競争導入期の監督は主に条例による厳しい審査の形を取った。市場が形を整え始めた一九九五～一九九八年には、九五年制定の保険法が一段階を画し、市場行為の監督を主に、保険給付の能力の監督が模索され始めた。一九九八～二〇〇三年はWTO加盟を控え、加盟の後は一層、これらの監督が厳重になった。現在では保険会社ガバナンスの監督が加わり、監督の三本柱が形成された。監督機構は中国人民銀行、財政部等を経て、一九九八年に

中国保険監督管理委員会（CIRC）が成立した。証券で「証監会」と呼ばれるように、保険では「保監会」と呼ばれる、國務院直属の「部」級の行政単位である。加えて、自主規制組織として全国及び各地方レベルの行政組織がある。

生命保険

革命前の生命保険の発展は微弱で、新中国においても若干の簡易生命保険が存在したが、国内保険業務停止の影響は保険期間が相対的に長い生命保険にはとりわけ打撃が大きく、壊滅した。一九七九年復活後も業務は微々たるもので、一九九二年の外資系導入以来ようやく回復に向かった。全国保険料収入は一九九七年末に一〇〇〇億元となり、かつ財産保険業務収入を初めて凌駕した。その後現在までに生命保険は長足の進歩を遂げた

が、一三億超の人口を背景においてみればなお潜在的成長力は非常に大きい。保険種類は伝統型と新型の二種に分かれる。前者には定期生命保険、終身生命保険、生存保険（期間内に死ねば保険金は支払われない）、両全保険（生死両方に備え、期間内に死んでも、生きていても支払われる）があり、後者には分紅保険（保険会社の利益に参加する、毎年現金分与と積立方式がある）、万能保険（随時出資、保険額調整可）、投資連結保険（「投資連」）、保険料の一部が保険保障に、大部分が投資に向けられる）等の投資理財商品が含まれる。

生命保険市場は、当初は老後資金貯蓄と年金商品に対する監督管理及び税收の変化により流入資金量が増え、次いで株式市場の繁栄が投資連結型保険商品の発展を呼んだ。背景には一九九六年以来中央銀行が連続して七回もの預金利率引き下げ

を行い、一部の生命保険会社には利差による損失が発生した事情があった。これに対応するために各社は相次いで投資連結型、利益参加型、万能型などの商品を開発したのである。その嚆矢となつたのは平安保険の投資連結型商品である。さらに不動産市場の好調で銀行の保険商品販売が歓迎され、多様化した。一部の保険会社は二〇〇一年に保険商品の銀行代理販売を開始し、さらには専門の銀行保険商品を開発した。二〇〇二年第3四半期に始まった銀行の保険業務はすでに団体保険の直接販売業務を全面的に超過した。工業化した市場と新興市場の企業で、特に後者で労働条件の改善と収入増が好条件となつて、銀行の団体保険販売が急増したのである。

保険資金運用の緩和

保険会社の資金運用は一九九五年「保険法」施行当時は債券と回購業務（リパーチェス、中央銀行レポ）等に厳に制限されていたが、一九九九年一〇月に投資信託による間接的な市場投資が、二〇〇四年一二月には直接株式投資が認められた。二〇〇九年二月「改正保険法」第一〇六条で投資対象が規定され、二〇一〇年八月施行の保監会「保険資金運用暫定弁法」及び「関連通知」により、以下のように定められている（資産は額面金額合計）。金融デリバティブを除き、保険資金の投資は原則すべて自由となつた。

| 対象 | 対前期末総資産比 | 関連通知 |
|----------------------------|----------|-------------------------------|
| 普通預金、国債、中央銀行手形、政策性銀行債券、M F | 5%以上 | |
| 無担保社債、銀行間債券市場で発行される債券 | 20%以下 | 有担保社債… A格以上 無担保社債… A A格以上 |
| 株式、株式型投資信託 | 20%以下 | 投資信託… 15%以下 投信・株式合計… 25%以下 |
| 未公開株 | 5%以下 | |
| 不動産 | 10%以下 | |
| インフラ | 10%以下 | |

「出所」 関根栄一「中国保険会社の運用規制緩和のインパクト」『季刊中国資本市場研究』二〇一〇年秋号

抑制されているのが民間証券（各20%以下）と高リスク資産（10%・5%以下）で、流動性の高い安全資産は最低限5%以上となっている。抑制された資産の上限を単純に合計すると65%になるから、安全資産の下限は実質的に35%になる。民間証券の20%以下について、関連通知で投信には15%以下、株式・投信の合計で25%以下というのは、弁法より日遅れの関連通知で、株式・株式型投信・貨幣型投信の合計を総資産に対して緩和、拡大したことを意味する。実際の株式関連商品への運用はまだ多くはなく、保険資金の市場流入は資本市場拡大への大きな期待要因となる。

社会保障制度の復活と発展

新中国で社会保障制度の建設が始められたのは

一九五〇年代である。一九五一年に「中華人民共和國労働保障条例」が公布され、参加単位（当時の各レベルの政府企業）はそれぞれ賃金総額の三〇％を労働保険基金に納付し、基金はこれを個別に管理し、また全国統一使用の管理モデルを制定した。この制度は文化大革命の最中、一九六九年に迫害・中断され、各企業が自ら負担することとなった。生命保険と同様に、改革解放の過程でこれが回復され、一九八〇年代初めに市・県（市より下級）を単位にして、政府企業系で離退職費用の社会的統合を試み、賃金総額の一定比率を養老保険基金にまとめることを開始した。国務院は八六年に「国营企業職工待業保険暫行規定」を發布して、失業保険制度を樹立した。一九九一年には「企業職工養老保険制度改革の決定について」を發布し、老後の年金を養老保険基金とするモデルを確定した。

九〇年代にはさらに制度が進み、一九九九年發布の「社会保険費征繳（徴収）暫行条例」で社会保障基金が収支両面の管理を実行することを定め、「社会保険基金財務制度」「社会保険基金會計制度」で基金管理の全面的統一規範を打ち出した。中国の制度では、保険加入者本人、職場である企業、政府の基金に対する財政補填、それに運用利益（銀行利息、投資収益）と社会からの寄付が基金の「収入」になる。二〇〇九年には養老（老後）、失業、医療、工傷（労災）及び生育（育児）の五項目の社会保障基金の総収入は一兆七〇七億元（一九九一年の約八二倍）、総支出は一兆三三二〇億元に達した。前四項目では収入が支出を上回っている。基金の中枢をなし最も重要なのはいうまでもなく養老保険（老後年金）である。

労働者個人が支払う養老保険とは別に、二〇〇

○年九月、基本養老保険の給付財源が不足した場合に備えて、党中央と國務院の承認を経て全国社会保障基金が設立され、理事会を設けて、國務院の直属とすることが決定された。財源は政府補助と運用収益で、理事会の主要な機能は、中央集中した全国社会保障基金を管理することである。同基金は、理事会が管理する国有株売却計画実行による資金及び株権資産（未上場株式を含む）、中央財政からの資金、國務院承認等の資金、及びその投資収益が形成するもので、中央政府が集中する社会保障基金である。その資産は理事会から独立した投資管理人、投資委託人の資産として運用される。これこそが、いわゆる株式市場に出入り可能な「社会保障基金」である。

両基金を通じて、投資には、安全性、流動性、収益性そして公益性の原則が課される。前三者は当然として、最後の公益性原則とは経済と社会に

とって有益で、かつ社会の利益に合致する事業対象であることに加え、さらに政府の経済政策に合致するかどうかに注意しなければならない。他の先進諸国に比してやや遅れてはいるが、中国もやはり高齢社会への道を辿っている。二〇一〇年には六五歳以上人口は一億一九〇〇万人（総人口の八・八七％）で、世界で唯一の「高齢者人口一億」の国であり、高齢化のピーク期に向けて突き進んでおり、二〇三〇年には市街地企業の退職者と在職者の比率は四八・九五％に、二〇五〇年には同じく五五・四六％に達すると見られている。このスピードに比すれば脆弱な中国経済は「銀色浪潮」すなわちシルバー・エイジの大波の衝撃をまさに受けることになる。これに対応するためには安全性と収益性が共に見込まれる投資ルートを選択し、全体として収益力を向上させる必要がある。証券、事業、不動産等の投資運用には非常に

高い期待がかけられている。

社会保障基金の運用対象と資本市場

国際的な社会保障基金の投資対象は一般に銀行預金から、債券、株式、実業投資、不動産投資、信託投資まで幅広くある。基金投資の重要なツールは債券で、デیفォルトリスクのない国債はとりわけ老年基金にとって重要であるが、残念ながら収益率が低く、ポートフォリオに大きな比重を占めることはできない。

中国の社会保障基金の主なものは、前出の社会保障基金（基本の養老基金）と全国社会保障基金（財政資金等による付加的・補充的基金）、さらに企業年金（旧名称は企業補充養老保険）の三である。企業年金設立の促進は一九九一年に決定され

たが、容易には進まず、二〇〇〇年一〇月の國務院通達で確定拠出型とし、二〇〇二年に名称を「企業年金」に統一、二〇〇四年「企業年金試行弁法」と「企業年金基金管理試行弁法」の公布施行で、本格的導入の道が開かれた。企業の拠出は賃金総額の一二分の一上限、企業拠出と従業員拠出では同六分の一上限である。第一陣は二〇〇六年二月設立の中国銀行、中国光大銀行、中国人民財産保険の三社であった。外国の例から学び、*2010*計画などの概念は知られてはいるが、実際には具体化はほとんど進まず、企業年金の参加者の就業人口に対する比率は現在一％以下に過ぎない。

企業年金の運用ガイドライン

| 預貯金 | 投資対象 | 投資制限 |
|----------------|------|-------|
| 預貯金、中央銀行手形・レポ、 | | 二〇％以上 |

| | | | |
|------------|--|-------|--------------------|
| 固定収益 商品 | 定期預金、協議 預金、国債、金 融債、C B、債 券型投信 | M M F | 五〇%以上、国 債二〇%以上 |
| 株式 | 株式、株式型投 信、投資性保険 | | 三〇%未満、株 式は二〇%未満 |

「出所」野村資本市場研究所『中国証券市場大全』二〇〇七年

この投資制限の結果、企業年金では当面の銀行利率水準の低下と国債発行額・発行方式等の硬直性に加え、通貨膨張等の要因もあり、基金資産価値の維持・増殖は大いに阻害され、収益性目標の実現は困難となっている。二〇一一年二月には改正「企業年金基金管理弁法」が出され、株式への投資比率は一〇%増えて三〇%未満となった。しかし株式市場の低調で、株式投資を増やすどころ

か、基金によってはゼロになった例もあるようだ。制度の緩和よりも市場の低迷が株式投資を抑制しているのが現状である。

養老基金は、労働部が一九九八年一月二七日に発した「企業職工基本養老保険基金実行収支両条線管理暫行規定」により、二ヵ月分の給付費用を除いて残り全額を国債の購入と専用預金口座への預入に当てなければならない。国内外を問わず、その他の形式の直接あるいは間接投資を行うことはできない。とはいえこれは基金も資本市場も発展の初期段階にありリスク防止の能力が低かったためで、長期的な政策として選択されたわけではない。しかし個人の老後生活を保証するという本来の性格から、相対的に安全性の要求が強く、株式（投資信託を含む）に対する投資は認められたとしても一〇〜一五%だろうと考えられている。現実の運用は九割が銀行預金、一割が国債だとい

われる。他面では、基金資金の規模拡大につれ上海社会保障基金の事例のように不祥事も生じ、二〇〇六年には温家宝総理が基金は中国社会にとつて「高圧線」であり、誰も不法占有し、他に転用してはならない、と強調するまでになった。政府による基金の統一管理は簡単であるが、効率は低く、透明度に欠け、政府自らが資金を他に転用して基金に損失をもたらすこともありうる。こうなると、基金給付の対象個人に給付できないという危機が生じる。主要な運用対象が利率二%以下の国債では資産運用は成り立たず、高収益・高リスクの投資対象に対する制限を緩和して、「科学的投資ポートフォリオ」の形成で対応することが求められる。

統一管理になる前には、政府各層の多元管理状態で、基金管理機関と政府が明確に分離されておらず、管理機関は通常は上級政府部門に付属し、

委託代理関係を形成し、有効な監督規制は存在しなかったようだ。法制も不備で、一応管理体制は三層（内部監督、行政監督、社会的監督）になっているが、現実には基金は「準」政府資金扱いされている。

さて、全国社会保障基金は二〇〇一年一二月の財務部と労働・社会保障部が連合で発布した「全国社会保障基金投資管理暫行弁法」により、資本市場に投資する原則と管理方式を明確に規定された。

全国社会保障基金の運用比率

| | |
|-----------|-------|
| 証券投資基金・株式 | 四〇%以内 |
| 企業債・金融債 | 一〇%以内 |

すなわち市場型運用には五〇%以内である。基金の運用対象は、五〇%以上の銀行預金と国債購入に加えて、「その他流動性の良好な金融手段」

（上場流通する証券投資基金、株式、投資適格格付の企業債、金融債等の有価証券）に拡大された。運用の基本原則は「安全性保証の上で収益を実現する」ことにあり、運用主体は基金の直接運用と、投資管理人に対する委託とを組み合わせたものである。国際的な先例に鑑み、直接投資を行うのはリスクの少ないもの（銀行預金・国債発行時の購入）を対象とし、リスクの大きいものには委託方式を取る。将来的には、全国基金の株式（投資信託を含む）投資は二〇～三〇%を上限とするが、より収益性を狙える補充基金では五〇～七〇%が可能だという考えもあるようだ。市場に参加するにしても、まずは投資信託の開放式基金から間接的に投資して収益分配に預り、上場会社の成績向上につれ直接株式投資に向うのが妥当と考えられている。

全国社保基金は二〇〇二年末に投資管理人とし

て基金管理会社六社（南方、博時、華夏、鵬華、長盛、嘉実）を、委託管理銀行として商業銀行二行（中国、交通）を定め、二〇〇三年六月から正式に市場型投資を開始した。同年三月には元証券監督委員会副主席の高西慶が社会保障基金理事会の新理事長として投資運用を担当した。二〇〇四年には管理会社に易方達、招商、国泰、中国国际金融の四社を加え、同年六月には交通銀行株式一〇〇億元の投資を行い、直接株式投資を始めた。二〇〇六年には三月に「全国社会保障基金境外投资管理暫行規定」が設けられ、五月から海外投資が正式に開始された（総資産の二〇%を上限）。これは国内債券の収益性が低下し、海外投資に活路を求めたことと同時に、人民元高の圧力を緩和するためでもあった。海外投資には銀行預金、国債、会社債券・株式が含まれる。基金としては銀行預金・国債保有を徐々に減らす政策を表明して

いるが、リーマン・ショックで世界的金融危機が襲った二〇〇八年には初めて株式資産で損失を出した。しかし、国内株式投資にはなお強気で、鼎暉投資と弘毅投資の二つの人民元私募股权基金（プライベート・エクイティ）に投資し、さらに同種投資を継続した。

二〇〇六年一二月には補完的な個人口座（任意の個人出資保険）を中央補助資金投資管理運営に開設することが認められ、二〇〇九年末から九省区市の個人口座資金の共同受託が開始された。これは現在も進められている。二〇〇八年四月には財政部と対人保険部が株式基金（投資信託）への投資を認め、全国社会保障基金は株式基金市場における「国家部隊」となった。二〇〇八年末の段階で、投資専門基金への委託は総資産の四五・六％に達した。他方、市場では国有株の放出・流動化政策が二〇〇九年六月に正式に始まったが、

国務院の決定で「国内証券市場における一部国有株を全国社会保障基金へ移転するための実施弁法」により、国内で株式公開及び上場する国有企業に対し、原則として発行株数の一〇％を基金に移転することが決定された。もともとは二〇〇一年弁法により、一〇％の売却資金の基金組み入れが規定されていたのであるが、国内株式市場の低迷により二〇〇二年六月以来、海外上場の場合を除き中止されていたもので、この再開は基金の財源強化を意味した。基金は国務院の同意を得て「戦略投資者」の立場で国家開発銀行と中国農業銀行の株式制改革に参与した。二〇一〇年三月末段階で全国社会保障基金は放出株を一六二〇億元保有しており、その金額は財政から配分された資金の四二％に達した。

市場と機関投資家

保険資金や社会保障資金からの投資を受け入れる側の資本市場にも問題がないわけではない。市場発展の初期段階から多少は進んだとしても、市場操縦やインサイダーなどの問題が山積している。中国の資本市場は自由な市場ではない。企業資金の「飢餓・枯渇状態」が政府に証券発行をコントロールさせ、発行数量に対して時間的な効果を見計らったマクロ経済調節の実行を必至としている。市場はいまだ自律機能を発揮しておらず、証券取引所はまた上場会社と会員の管理に責任を負っていない。証券管理体制はなお完全には計画経済型の「審査経済方式」を抜けきらず、市場の多元管理はその効率に影響を及ぼしている。すなわち、基金の管理面でも投資すべき市場の面でも

万全の体制があるとはいえない。両者はまさに発展途上の関係にあり、今後は政府管理であっても中央政府集中ではなく省（日本の都道府県）一級の集中管理とし、資本市場の整備を確認しつつ、市場型商品への投資を進めることになろう。

株式市場は基本的には個人の投機市場であるが、社会保障基金はPEの活用などで主要法人の持株機関となりつつある。企業年金の八割がたは株式あるいは株式型基金に投資しているのが実情である。国際的な先例を見ればより株式投資を増やし、基金の収益性を高めることが望まれるが、中国の場合は市場動向をよく見極めてのこととなる。

公社債市場は現実には銀行の保有が多いが、本来は機関投資家の保有に向いている。実際に、民間保険資金の債券投資は最近五割を超え、株式投資は一般に一二%前後といわれる。債券投資は

「次級転換債券、混合資本債券、次級定期債券」に重点が置かれているようだが、その内容は明確ではない（次級債券と混合資本債券は商業銀行の自己資本比率定義で付属資本の分類、次級とは劣後に近い意味になる）。社会保障基金が購入しうる国家発行の債券には国庫券、国家建設債券、金融債券、重点建設型企業債券、地方企業債券、財政債券、基本建設債券等が含まれる。これらは民間債券に比して安全性、流動性にすぐれ、銀行預金利率より収益性にすぐれる。しかし、種類が非常に多く、期間も利率も様々で、中には変動利率や、期間・物価変動の双方を反映した累進利率などもあり、実際の運用管理者には十分に慎重な分析と予測が求められよう。民間の企業債券の利率は高いが、政府組織、財政資金、銀行などの後ろ盾がないため、リスクは大きい。その資金償還能力の判定が重要で、調査分析の後に、担保付、信

用力の高い企業、収益性の大きい企業などを選択することになる。また分散投資の重要性も認識されている。

社会保障基金について、資本市場投資ではないが、先進諸国の経験を踏まえて、学者の間では短期の銀行貸出、別組織で社会保障銀行を建設して直接に对外投资を行う、生産・流通領域への直接投資、不動産投資等も展望されている。

中国現行の社会保障基金投資にはカラ口座、資産運用の困難、管理の多元性、完全な監督体系の欠如など多くの問題がある。今後は、「社会保障基金投資法」のような法律を制定し、運用管理体制を明確にし、「社会保障基金管理会社」あるいは同「委員会」のような基金が運営する投資会社を設け、運営に関して研究分析を進め、厳格な包括的監督体系を樹立すべきだと考えられている。監督者は、一つの独立した監督監理委員会で、労

働・社会保障部、社会保障基金理事会、証監会、保監会等の部門の専門家が共同で組成し、基金の基本政策を考え、厳格なディスクロージャー制度を定め、基金が運営する機関の市場参入・退出規制を定め、内部管理規制を定める必要がある。また民間保険会社は、上場会社は増資で株式市場と関わり、中国資本で開業三年以上の会社には次級債発行も認められている。二〇一一年末には四年ぶりに保険業のIPOが行われもした（新華保険、初のA+H方式）。PE投資資格を取った保険会社も増えている。国有保険会社改革の過程で人保集団が今年上場する見通しもある。民間保険会社と社会保障基金が共に成長する将来像は市場にとっても期待が大きいと思われる。

参考文献

陶存文主編『保険百年』中国財政経済出版社、二〇一〇年

張留祿編著『社会保障基金管理』中国金融出版社、二〇一〇年

日本証券経済研究所『図説中国の証券市場』二〇一一年版
『中国証券報』

（こばやし かずこ・当研究所主任研究員）