

2016年1月25日 全10頁

# 中国公的年金による株式投資開始の影響

## 収益率の改善に向けて、2016年中にリスク資産への投資を開始予定

金融調査部  
研究員 中田 理恵

### [要約]

- 中国の公的年金は収支改善のため、2016年中に投資運用を開始することを予定している。
- 「中国社会保険発展年度報告 2014」によれば、2009年から2014年までの各年の運用収益率は、一貫して銀行の1年定期預金金利を下回ってきた。
- 中国政府は2015年8月に、公的年金基金による株式を含めたリスク資産への投資解禁に向けた法的な枠組みを構築した。政府の発表から推測すると最大で約6,000億元（約11兆円）の資金が株式に投資される可能性があり、その動向が注視されている。
- 今後の高齢化の進展による財政負担の増加や年金収支の更なる悪化を阻止するために、運用資産の多様化を図ることは適切な方針であろう。また、年金基金の株式市場への参入はボラティリティの高い中国株式市場の安定化に向けた一助となることが長い目で見て期待できる。

### はじめに

昨年発表された2014年度における中国の年金基金の年度収支報告では、中国の公的年金の財政状況の悪化と収益率の低さが浮き彫りとなり、国内で大きな波紋を呼ぶこととなった。「中国社会保険発展年度報告 2014」における公的年金（都市就業者年金、詳細は後述）の収支状況によれば、3省が財政補助を含めても赤字であった。また2009年から2014年までの各年の運用収益率は、一貫して銀行の1年定期預金金利を下回ってきた。中国は今後急速な高齢化の進行が見込まれていることから、現行の年金制度の持続性に疑問を抱く声も少なくない。

こうした現状を受けてか、または相場の下支えもかねてか、2015年8月に中国政府は、年金基金による株式を含めたリスク資産への投資解禁に向けて法的な枠組みを構築した。いまだ実際の投資は開始されていないものの、同年10月の中国政府の発表によると2016年に投資を開始する予定とされている。中国の公的年金基金の運用資産総額は2014年末時点で3.6兆元（約

65兆円 ※1元=18円換算、以下同様)にのぼり、米国最大の機関投資家であるカリフォルニア州職員退職年金基金の運用資産総額2,889億ドル(約34兆円 ※1ドル=118円換算、2015年末時点)を上回る資産規模を有する。政府の発表から推測すると最大で約6,000億元(約11兆円)の資金が株式に投資される可能性があり、その動向が注視されている。

## 1. 中国の公的年金制度概要

### (1) 制度的枠組み

中国の公的年金は2つの制度から成る(図表1)。1つ目は都市就業者年金であり、こちらは都市において就業している者を対象とする。都市就業者年金の実際の運用はさらに非公務員の都市部企業就労者及び自営業者を対象とする企業就業者基本年金(以下、企業基本年金)と、公務員を対象とする公務員年金に分かれている(なお、この2つの制度は将来的に統合することを目標として改革が進められている)。2つ目は都市・農村住民年金であり、都市戸籍の非就労者と農村住民を対象としている。運用方法は企業基本年金、都市・農村住民年金ともに賦課方式と積立方式を組み合わせた方式を採用している。保険料及び財政補助は賦課方式にて運用する資金プールと、積立方式にて運用する個人口座に配分される。

都市就業者年金のうち公務員年金は運営方法が他と大きく異なることや、残高規模が小さいことに加え、公表されている統計が少ないため、本章では企業基本年金と都市・農村住民年金について述べる。

図表1 中国の公的年金制度枠組み

制度名 (中国語名)	都市就業者年金 (城镇职工基本养老保险)		都市・農村住民年金 (城乡居民基本养老保险) ※2014年に以下の二制度を統合して創設。	
	企業就業者基本年金 (企业职工基本养老保险)	公務員年金 (机关事业单位养老保险)	(旧)都市住民年金 (城镇居民社会养老保险)	(旧)新型農村年金 (新型农村社会养老保险)
対象者	都市部企業就労者、 自営業者	公務員	都市戸籍の非就労者及び農村住民	
基金残高 2014年末	3兆626億元 (約55.1兆円)	1,174億元 (約2.1兆円)	3,845億元 (約6.9兆円)	
年間収支 2014年	3,458億元 (約6.2兆円)	-	739億元 (約1.3兆円)	
年間収入 2014年	2兆3,305億元 (約41.9兆円)	-	2,310億元 (約4.2兆円)	
年間支出 2014年	1兆9,847億元 (約35.7兆円)	-	1,571億元 (約2.8兆円)	
加入者数 2014年末	3億1,946万人	2,178万人	5億107万人	
給付対象者 2014年末	8,014万人	579万人	1億4,741万人	

(注) 1元=18円換算

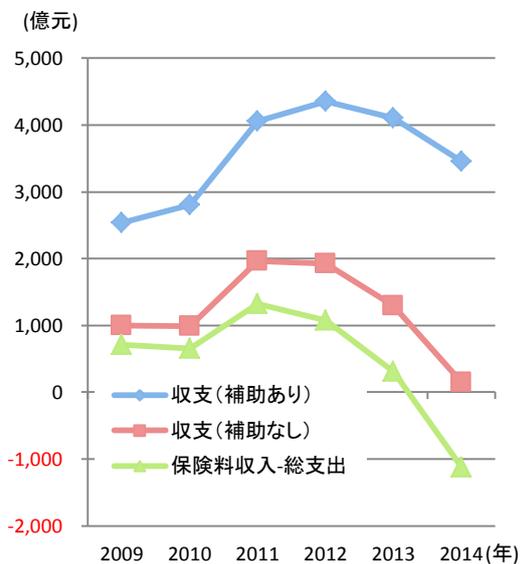
(出所) 人力資源和社会保障部より大和総研作成

## (2) 運用状況

### ①企業基本年金 財政補助を除いた収支は3年連続悪化、運用収益率は預金金利以下

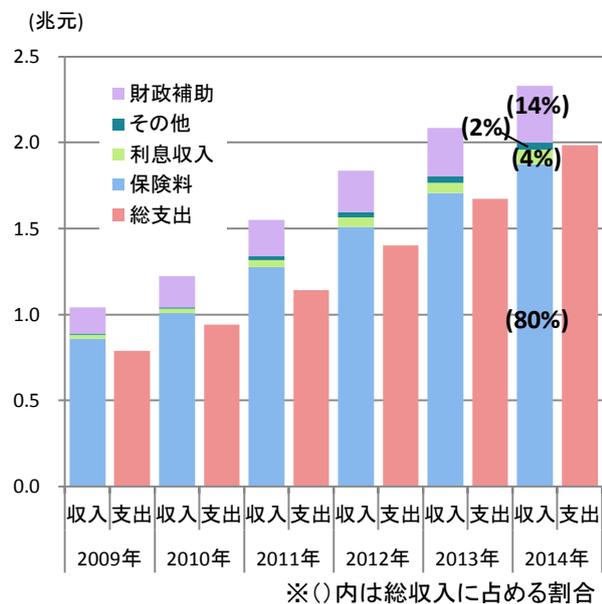
企業基本年金の基金の収入は個人と企業からの保険料収入と中央・地方政府からの財政補助等により成り立つ。基金は32の省、市、自治区ごとに各々で運営されている。現状、各地域を合算した全体の収支は黒字であり、財政補助も収入の14%程に留まっている。しかし、保険料収入の増加に比べ、給付額の増加が速いことから、財政補助なしでの全体の収支が赤字に転じることは時間の問題とされている。2014年の収支報告によると3省が財政補助を含めても赤字となった。また、全体の収支は保険料収入が年度の総支出を下回り、制度の持続性がいっそう不安視されることとなった。

図表2 企業基本年金の基金収支推移



(出所) 人力資源和社会保障部より大和総研作成

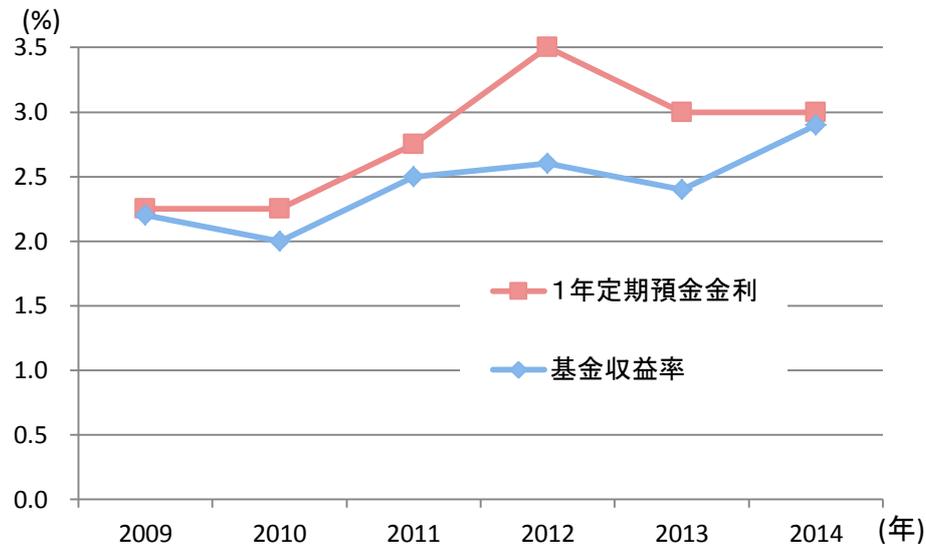
図表3 企業基本年金の基金収入支出内訳



(出所) 人力資源和社会保障部より大和総研作成

また、運用収益率の低さも問題視されている。2009年から2014年までの各年の運用収益率は、一貫して銀行の1年定期預金金利を下回ってきた。基金のポートフォリオは公表されていないが、従来の政策のもとでは預金または国債等の安全資産への投資以外は許可されていなかった。しかしながら、運用収益率は預金金利さえ下回るという状況であり、基金の運用手法の改善が求められている。

図表4 企業基本年金基金の運用収益率と中国本土内の1年定期預金金利の推移



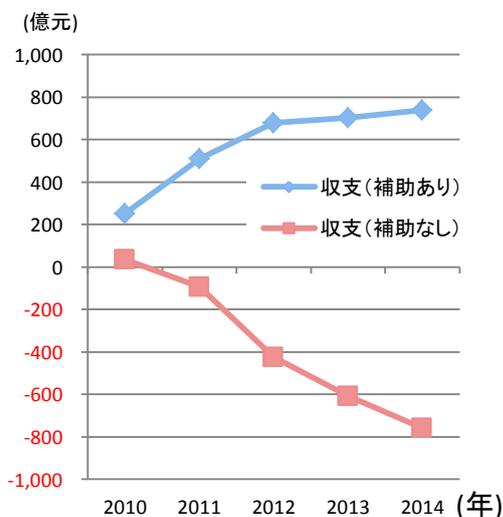
(注) 預金金利は年初の値を使用

(出所) 人力資源和社会保障部より大和総研作成

## ②都市・農村住民年金 財政補助に大きく依存、財政補助を控除した収支は悪化傾向

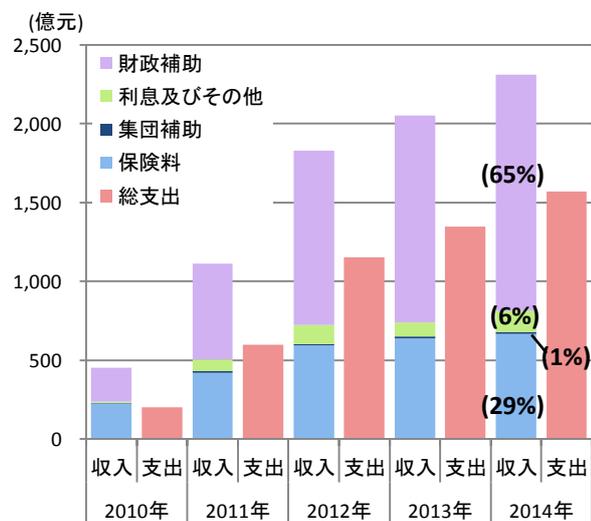
都市・農村住民年金の基金の主要な収入は個人からの保険料収入と中央・地方政府からの財政補助である。基金の運営は企業基本年金と同じく 32 の省、市、自治区ごとに行われている。企業基本年金と比較して財政補助への依存度が大きく、2014 年における各地域を合算した全体の収支では、財政補助が当該基金の収入の 65%を占めている。財政補助を含めた収支は黒字幅を拡大してきているが、財政補助を除いた収支は悪化の一途をたどっている。なお、運用収益率については公表されていない。

図表5 都市・農村住民年金の基金収支推移



(出所) 人力資源和社会保障部より大和総研作成

図表6 都市・農村住民年金の基金収入支出内訳



※()内は総収入に占める割合

(出所) 人力資源和社会保障部より大和総研作成

## 2. 公的年金基金の株式投資解禁

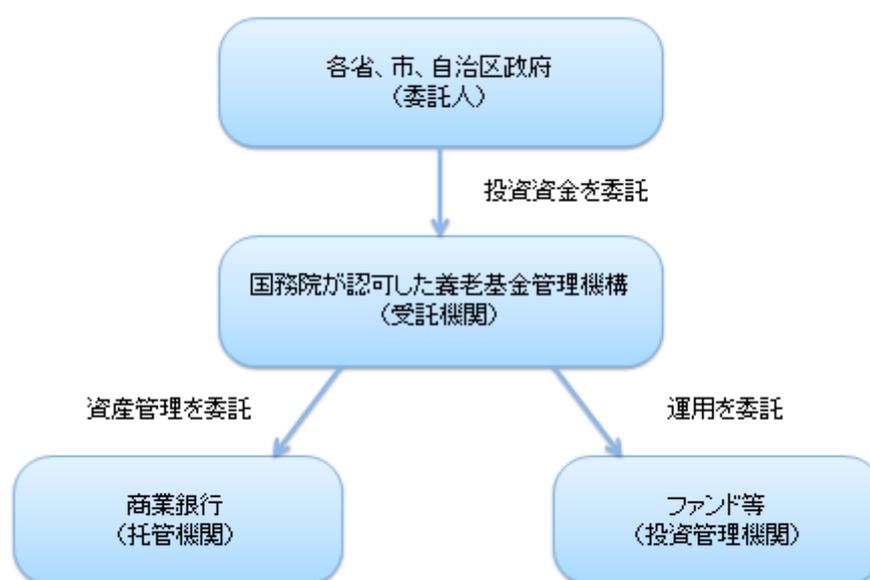
こうした状況を受け、年金基金の収支及び運用収益率改善を目的として2015年8月23日に国務院より「基本養老保険基金投資管理方法」が公表され、公的年金基金によるリスク資産投資解禁に向けた法的枠組みが構築された。なお、投資の開始時期については明確化されていないが、2015年10月27日には中国人力資源和社会保障部（中国における厚生労働省にあたる部門。以下、人社部）より2016年より実際の投資を開始する旨が公表されている。

### （1）「基本養老保険基金投資管理方法」における投資規定

当該規定では省、市、自治区政府が投資可能とする一部の資金を国務院が認可した養老基金管理機構に委託して投資を行う。養老基金管理機構はファンドや証券会社を選定し、運用を委託する。（なお、資金の一部を直接運用することも可能である。）また、同時に年金基金から委託された資産の管理を担う商業銀行を選定し資産の保管を委託する。（図表7）

投資対象としては、国内資産にのみ投資を行うものとし、かつ多角的な資産配分を実現するポートフォリオを組成するとしている。各資産の投資額の制約は図表8の通りである。

図表7 「基本養老保険基金投資管理方法」に基づく運用のしくみ



（出所）人力資源和社会保障部より大和総研作成

図表 8 基本養老保険基金投資管理方法における投資規定

資産	純資産に対する割合
普通預金、一年以内の定期預金、中央銀行手形、償還期限一年以内の国債、債券レポ、貨幣型年金商品、MMF	5%以上
一年以上の定期預金、協議預金、銀行間預金、償還期限一年以上の国債、政策性・開発性銀行債券、金融債、企業債(公司債)、地方政府債券、転換社債、短期融資券、中期手形、資産担保証券、固定収益型年金商品、混合型年金商品、債券ファンド	135%以下
株式、株式ファンド、混合ファンド、株式型年金商品	30%以下
国家の重大プロジェクト及び重点企業へのエクイティ投資	20%以下

(出所) 人力資源和社会保障部より大和総研作成

また、上記の年金基金の受託機関となる「国務院が認可した養老基金管理機構」については、2015年11月20日に建信養老金管理有限責任公司という国内初の養老基金管理機構が設立された。当該機構は中国の四大国有銀行の一つである中国建設銀行と全国社会保障基金理事会（後述）が出資しており、前者が株式の85%を、後者が15%を保有している。今後新たに同様の年金管理機構が設立されるかは未定である。

## (2) 公的年金による株式投資開始のインパクト

上記の通り、株式への投資額は純資産の30%以下に留めることが求められている。2014年末時点では年金基金の残高（都市就業者年金と都市・農村住民年金の合計）は約3.6兆元（約65兆円）あるが、規定に基づけば各省が一定額を留保して投資資金を委託することとなっている。委託金額がどの程度集まるかが重要となるが、これについては人社部が2015年6月30日の記者会見にて必要な留保額を控除した上での各自治体の公的年金の投資可能額は合計で約2兆元程度と予測していると発表している。これに基づけば、最大で約6,000億元（約11兆円）の資金が株式市場に流入することとなる。この額は2015年12月末時点の上海、深セン両取引所の上場株式時価総額合計53兆1,304億元（約956兆円）の1%にすぎない<sup>1</sup>。しかしながら、株式市場の取引の85%を占める個人投資家の2014年における上海証券取引所での保有時価総額が5.2兆元（約94兆円）、売買差額が2,590億元（約5兆円）（買い越し）であったことに鑑みると、6,000億元という額が与える影響は決して小さくないと思われる。（図表9～12）

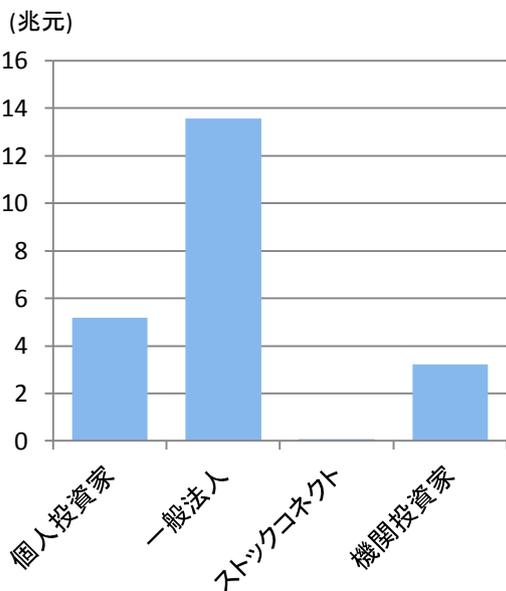
これまで中国本土の証券市場は個人投資家による売買の割合が大きいため、ボラティリティが高く、相場の上昇・下降が一方向に偏りがちであるとされてきた。公的年金の株式市場への参入は相場の安定の一助となるのではないかと期待もできる。

ただし、人社部は30%という値は投資の上限にすぎず、投資開始からすぐさま株式への投資

<sup>1</sup> なお日本の公的年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は2015年9月末時点で135兆1087億円の資産を運用しており、うち21.35%である28兆8,457億円を国内株式に投資している。東京証券取引所に上場する株式の時価総額は527兆5,224億円（2015年9月末時点）あり、GPIFの運用分は5.5%を占める。

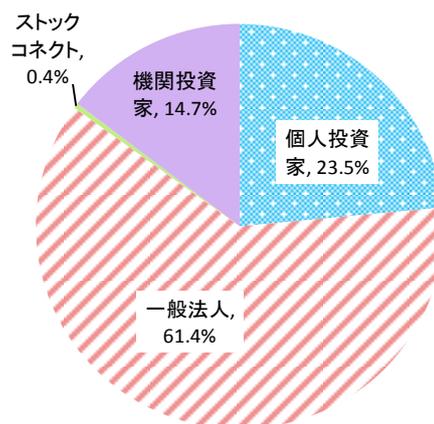
額が上限まで達することは考えにくいとしており、年金基金による投資が株式市場に与える影響は一定に留まり、なおかつ漸進的なものとなるだろうとしている。

図表 9 上海取引所における各主体保有時価総額 2014 年末時点



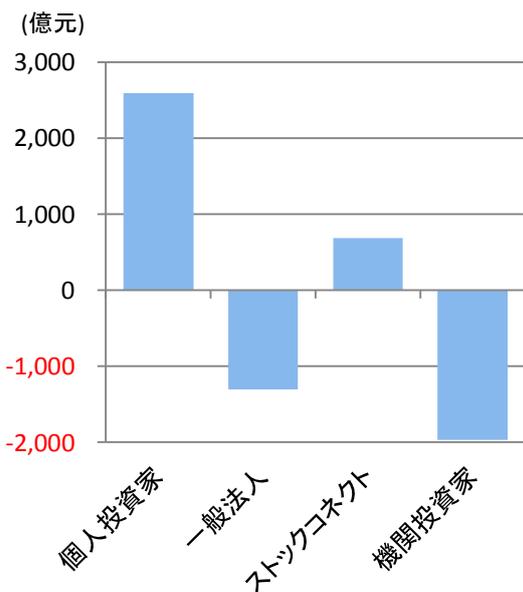
(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

図表 10 上海取引所における主体別保有時価総額割合 2014 年末時点



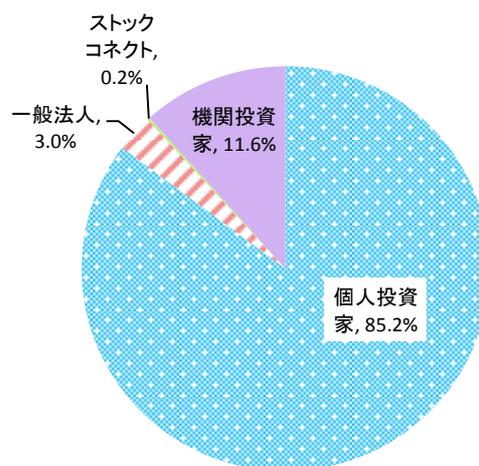
(注) ユニバースは売却制限のない流通株  
(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

図表 11 上海取引所における各主体年間売買差額 (2014 年)



(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

図表 12 上海取引所における各主体のグロス売買額に占める割合 (2014 年)



(注) ユニバースは売却制限のない流通株  
(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

### 3. 全国社会保障基金による運用は平均 8.4%の収益率を記録

公的年金のリスク資産投資にあたっては、全国社会保障基金（以下、社保基金）における運用経験を参考にできるであろう。

当該基金は公的年金基金とは異なる基金であり、中央政府の財政や国有株の売却益等を資金源とし、保険料を資金源としない。人口高齢化が深刻化した際に年金等の社会保障支出を補完することを目的として 2000 年 8 月に設立されたものであり、運用資産額は 2014 年末時点で 1.2 兆元（約 21.6 兆円）となっている。管理・運営は全国社会保障基金理事会（以下、社保基金会）が担っている。なお、社保基金会は社保基金の他に、9 つの省・市における公的年金の個人口座に対する中央政府による財政補助金の分（2014 年度末の資産 1,110 億元、約 2.0 兆円）、及び広東省の公的年金基金の一部（同 1,056 億元、約 1.9 兆円）も受託管理している。

公的年金基金とは異なる基金である当該基金は預金や国債の他に株式・債券への投資も行うことが可能である。具体的な社保基金のポートフォリオ構成については「全国社会保障基金投資管理暫行方法」に規定されている。各資産への投資上限・下限は図表 13 の通りである。また、同規定に基づき、資産の 20%以下の範囲で対外資産に投資することも可能である。2014 年末時点では 1,306 億元、資産の 8.5%を対外資産に投じている。

図表 13 全国社会保障基金投資管理暫行方法における運用規定

資産	資産に対する割合
銀行預金、国債	50%以上
（うち銀行預金）	（10%以上）
企業債、金融債	10%以下
証券投資ファンド、株式	40%以下

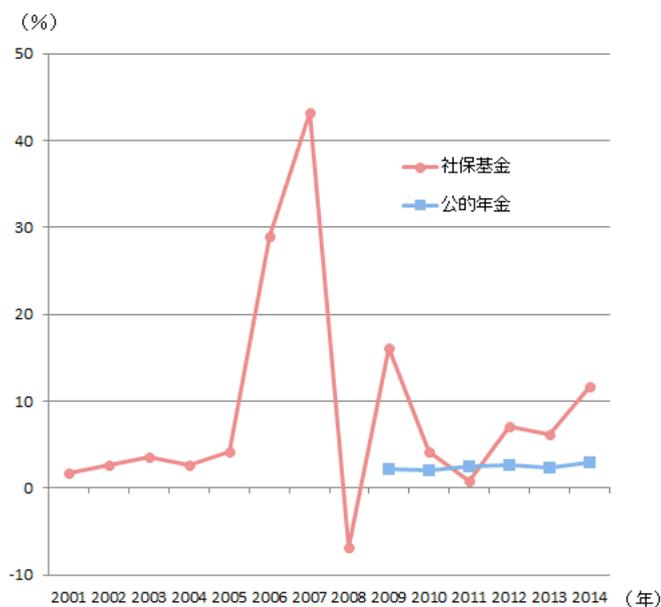
（出所）全国社会保障基金理事会より大和総研作成

運用開始から 2014 年末までの平均収益率（幾何平均）は 8.4%となっている。なお、2009 年～2014 年における平均収益率（幾何平均）は 7.5%であり、公的年金の一つである企業基本年金の同期間における平均収益率（幾何平均）2.4%を大きく上回っている（図表 14）。また、2014 年の社保基金の収益率は 11.7%であり、企業基本年金の収益率は 2.9%であった。仮に企業基本年金が社保基金と同様の運用を行っていた場合、2014 年の年間収入は約 2,560 億元（約 4.6 兆円）増加していたと考えられる。

なお、実際のポートフォリオ構成については、社保基金会が管理・運営する資産全体について 2013 年度の会計報告にやや詳細に記載されている。これによると、直接投資が総資産の 54%、委託投資が同 46%を占めている。直接投資については資産別の内訳が公表されており、銀行預金が基金の総資産の 26%、信託投資が同 3%、実業投資（中央政府が直接管理する企業の株式への長期エクイティ投資と、エクイティインベストメントファンドへの投資）が同 14%、移転された国有株が同 7%、指数化投資（上海 50 指数等の株価指数への投資）が同 4%を占める。委託投資分についての内訳は非公表である。なお、当該ポートフォリオは社保基金単独のポー

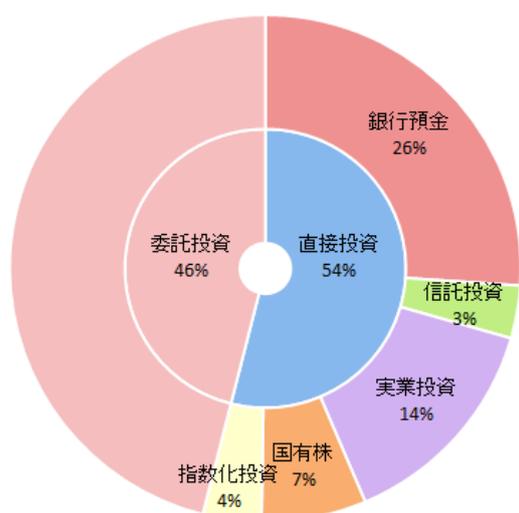
トフォリオではなく、上記の現在受託している 9 つの省・市の個人口座の中央政府による財政補助金の分及び広東省の年金基金受託分を含めたものである。また、2013 年の運用収益の内訳は図表 16 の通りである。

図表 14 社保基金運用収益率推移



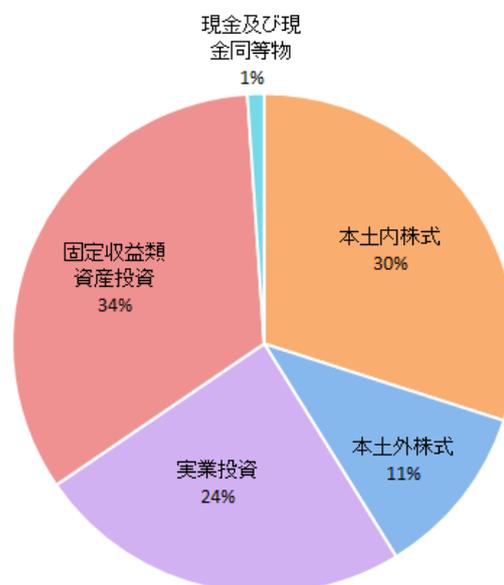
(出所) 全国社会保障基金理事会、人力資源和社会保障部より大和総研作成

図表 15 社保基金会の運用資産内訳 2013 年末時点



(注) 受託分 (本文参照) の運用資産を含む。  
(出所) 全国社会保障基金理事会より大和総研作成

図表 16 社保基金会の運用収益内訳 (2013 年)



(注) 受託分 (本文参照) の運用収益を含む。  
(出所) 全国社会保障基金理事会より大和総研作成

## おわりに

人社部は2016年中に公的年金による実際の投資を開始する予定と発表しているが、投資開始にあたっては課題もある。

特に、公的年金基金を管理する地方政府がどこまで積極的に投資資金の委託を行うかといった点が課題となり得る。現状では基金は地方政府の管理下にあるが、投資資金を委託すれば地方政府の管理から離れることとなる。また、当然ながら投資を行うことによる損失の発生リスクは負担しなければならない。加えて、仮に地方政府の投資資金が当該地における地方銀行に集中して預金されていた場合、多額の資金が即座に引き出されれば銀行経営ひいては当該地区の経済に影響を与えかねない。

また、株式への投資開始の時期についても配慮が必要であろう。下落局面での投資開始は年金納付者である国民の不安を煽ることとなる。現に2015年6月29日に「基本養老保険基金投資管理方法」の草案が公表された際には、2015年6月中旬以降より継続していた株価の急激な下落局面のさなかであったため、年金基金残高が減少するのではといった不安を指摘する意見も散見された。（なお、当該草案は意見募集期間を経て、同年8月に「基本養老保険基金投資管理方法」として公表、施行された。）

こうした課題はあるものの、今後の高齢化の進展による財政負担の増加や年金収支の更なる悪化を阻止するために、運用資産の多様化を図ることは適切な方針であろう。また、長期運用を主眼とする年金基金の株式市場への参入は、ボラティリティの高い中国株式市場の安定化に向けた一助となることが長い目で見て期待できる。運用開始時期について今後の発表が待たれるところである。