

中国年金制度における第三の柱の重要性と公募ファンドへの注目

宋 良也

■ 要 約 ■

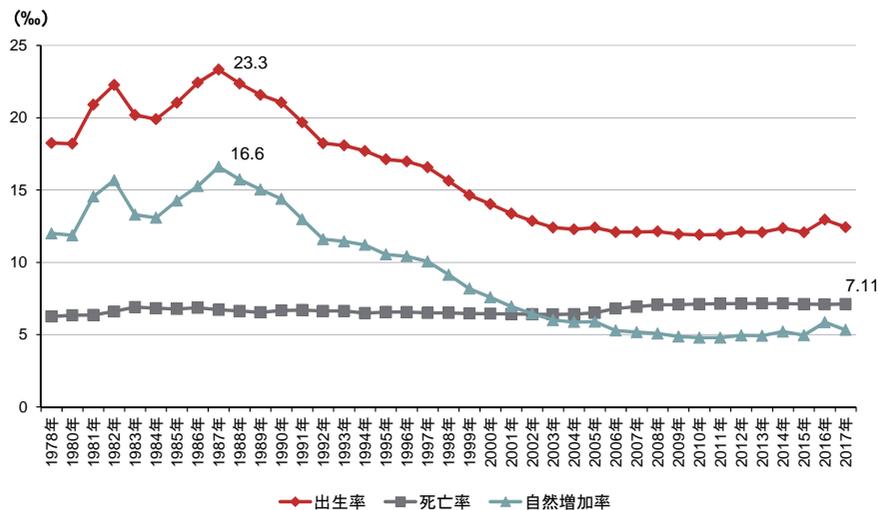
1. 中国の年金制度は、①基本養老保険（公的年金）という「第一の柱」、②企業年金・職業年金（公務員年金）という「第二の柱」、③個人向けの年金投資口座（商業年金）という「第三の柱」、の「三本の柱」で構成されている。少子高齢化に直面する中国は、将来的にいかに高齢者を支えていくかが課題であり、年金制度の改革も必要となっている。
2. 第一の柱である基本養老保険は、確定給付型の社会プールと確定拠出型の個人口座の併用が大きな特徴である。ただし、財政負担の大きい社会プールに個人口座の積立資金が流用されるという「カラ口座」問題が生じており、持続的な制度運営に懸念が生じている。第二の柱である企業年金は、税制優遇が不十分であることや導入基準が厳しいことで、加入率が低いという問題がある。これらの補完役として、課税繰延の優遇措置を伴う第三の柱である、個人年金口座の制度構築に向けた動きが始まっている。
3. 具体的には、2018年5月1日から始まった個人所得税繰延型商業養老保険のテストと、それに先立ち、中国証券監督管理委員会（証監会）が同年3月2日に公布した「養老目標証券投資基金（年金ターゲットファンド）指針（試行）」である。前者は個人年金口座であり税制優遇を伴う。後者は上述のテストが終了後、個人年金口座での運用対象となる可能性も高いと見られる。
4. 今後、中国における年金制度の第三の柱の構築がどのように進展するか注目される。その過程で、例えば、上述の年金ターゲットファンドの個人年金口座への導入、同ファンドの投資対象の拡大など、課題を解消していくことが求められよう。

I 少子高齢化の傾向が顕著な中国

高度成長を遂げてきた中国は、今後、急速な少子高齢化への進展が予想される。1970年代から、中国政府は一人っ子政策をはじめとする人口増加を抑制するための政策を取ってきた。その結果、出生率及び自然増加率はともに大きく減少していた。2016年に「二人っ子政策」が始まり、同年の出生率は前年より増加に転じて2002年の水準に戻ったものの、2017年は再度低下することになった（図表1）¹。国連の中位推計に基づく人口構成によれば、2015年から2050年にかけて、ピラミッドの形が崩れていくことがわかる（図表2）。国連の人口動態統計によれば、中国の2017年時点での60歳以上の人口割合は既に16%に達しており、1980年代の日本の水準に相当する。また、2050年における同割合は、36.5%までに急速に伸びてくることが予測されている²。

このように、中国は既に先進諸国と同様な少子高齢化の傾向がみられる。先進国を目指して成長してきた中国にとって、将来的に如何に高齢者を支えていくかが課題となるが、現行の年金制度で対応するのは難しいことが明らかになりつつある。本稿では、中国の年金制度の現状の紹介とともに、「第三の柱」の構築に向けた当局の施策及びその中での公募ファンドの役割について論じたい。

図表1 中国の出生率・死亡率・自然増加率推移

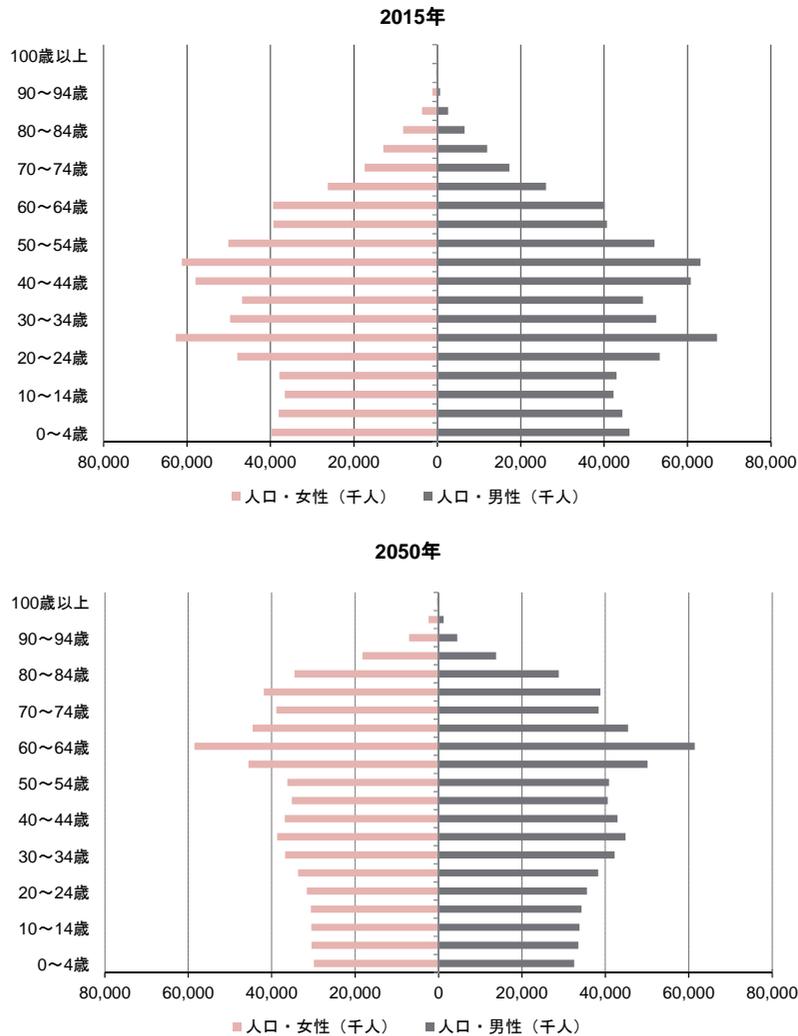


(出所) 「中国統計年鑑2016」より野村資本市場研究所作成

¹ 関根栄一「自助努力を促す中国の年金制度改革」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。

² https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key_findings_wpp_2015.pdf

図表2 中国の人口ピラミッド推移



(出所) United Nations, *World Population Prospects: The 2017 Revision* より野村資本市場研究所作成

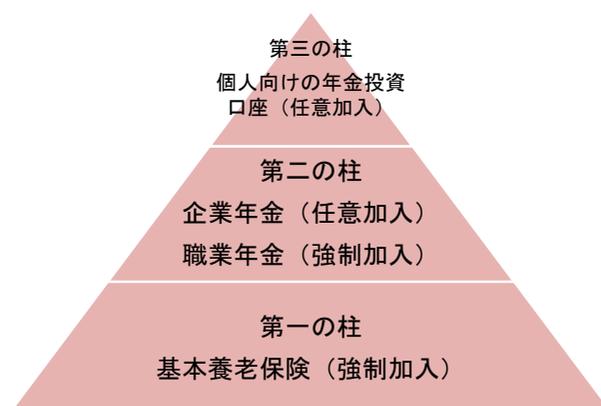
II 中国の年金制度及び課題

1. 「三本の柱」で構築された年金制度

中国の年金制度は、①基本養老保険（公的年金）という「第一の柱」、②企業年金・職業年金（公務員年金）という「第二の柱」、③個人向けの年金投資口座（商業年金）という「第三の柱」で構成されている（図表3）。

これらのうち、基本養老保険は、都市従業員基本養老保険（中国語：城鎮職工基本養老保険）と都市・農村住民基本養老保険（中国語：城郷居民基本養老保険）で構成されている。前者は、主に都市部で働く企業就労者や自営業者を対象にしている。後者は、都市戸

図表3 中国の年金体系



（出所）「中国養老金発展報告 2016」より野村資本市場研究所作成

籍の非就労者及び農村住民向けの年金であり、2014年2月21日に、国務院が従来の「新型農村社会養老保険」と「城鎮居民社会養老保険」を統合したものである³。両者に共通する仕組みとしては、企業が資金を拠出する社会プールと個人が拠出する個人口座を併用していることである。社会プールは給付額があらかじめ決まる確定給付型（DB）であり、個人口座は、毎月の拠出金額を決めておき、積立金額の運用実績により給付額を決める確定拠出型（DC）となっている（図表4）。基本養老保険の運用は、銀行定期預金や国債などの極めて安全な資産への投資に制限されており、2015年の規制緩和までは、エクイティ等のリスク資産への投資は禁じられていた⁴。

また、基本養老保険の財源不足を懸念し、資金面でのセーフティネットとして、2000年8月に、国務院が全国社会保障基金（以下、社保基金）を設定した。社保基金の運営は、国務院直轄の全国社会保障基金理事会が担当しており、その資産は主に政府補助と運用収益で構成されている。2017年時点で、その規模は2.2兆元まで拡大してきている⁵。

次に、2004年に労働と社会保障部（現人力資源と社会保障部）が公布した「企業年金

図表4 基本養老保険基金の仕組み

	都市従業員基本養老保険制度		都市・農村住民基本養老保険制度	
	社会プール	個人口座	社会プール	個人口座
制度	DB(確定給付)型	DC(確定拠出)型	DB(確定給付)型	DC(確定拠出)型
対象者	都市部の企業従業員、自営業者等		16歳以上の都市・農村住民(都市従業員基本養老保険未加入者)	
拠出金額	賃金総額の20%	個人賃金の8%	財政補助(注)	100~3,000元/年(調整可能)
財政方式	賦課方式(Pay as you go)	積立方式(Funded)	賦課方式(Pay as you go)	積立方式(Funded)
給付開始年齢	男性60歳、女性50歳		60歳	
最低拠出年限	15年		特になし	

（注） 財政補助とは、基本養老保険基金の不足分に対する中央財政資金による補助である。

（出所）「中国養老金発展報告 2016」より野村資本市場研究所作成

³ http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-02/26/content_8656.htm

⁴ 2015年8月17日の国務院が公布した「基本養老保険基金投資管理弁法」は、初めて基本養老保険基金による上場株式・ファンド・未上場株式などへの投資を認可した。

⁵ http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/201807/t20180731_7417.html

「試行弁法」と「企業年金基金管理試行弁法」を皮切りに、第二の柱である現行の企業年金が正式に導入され、同じく第二の柱である公務員・事業単位（政府機関の関連事業法人等）従業員向けの職業年金制度が、2014年10月1日から正式に開始された。一方、第三の柱である個人年金口座向けの制度の構築は、長年にわたり、幅広く議論が重ねられてきたものの、具体的な施策としては、2018年3月に公布された年金ターゲットファンドの指針、及び、2018年5月1日の個人所得税繰延型商業養老保険のテストが、初めて本格的な内容を伴うものであったと言える（詳細は後述）。

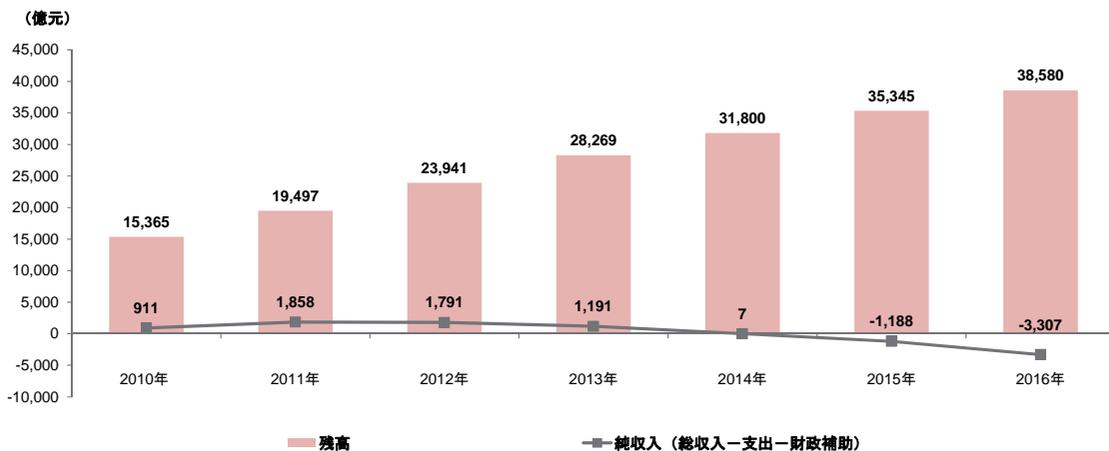
2. 持続性に懸念を伴う基本養老保険

1) 大きな地域間格差と欠かせない財政補助

基本養老保険のうち、都市従業員基本養老保険は企業・政府・個人のそれぞれが資金を負担することとなる。具体的には、個人は平均賃金の8%を個人口座に拠出し、企業は賃金総額の20%を社会プールに拠出することとなる⁶。また、不足分の補充として、国家財政による補助も行っている。そのために、基本養老保険の残高は順調に積み上がってきたものの、財政補助を含まない毎年の純収入（総収入－支出－財政補助）は、2012年から減少しつつあり、2015と2016年はマイナスに転じ、純流出となった（図表5）。

また、2015年における純収入の省別データを見ると、各省における格差が大きいことがわかる。北京・上海をはじめとする大都市と沿岸部の各省（広東省、浙江省、江蘇省等）の純収入が最大で1,088.14億元までに及んでいるのに対して、東北部の三省（遼寧省、吉林省、黒竜江省）をはじめとする一部の地域は、純収入がマイナスとなっている（図表6）。地域間の格差が生じる背景には、各地域の経済発展の度合い

図表5 中国における都市従業員基本養老保険残高の推移（2010～2016年）



（出所）2010～2016年人力資源と社会保障事業発展統計公報より野村資本市場研究所作成

⁶ 原則上記の数字で拠出することとなるが、具体的な比率は、各省、自治区、直轄市の人民政府が決定する場合もある。

図表 6 各省の都市従業員基本養老保険の純収入（2015年）

省	純収入(億元)	前年比
広東省	1,088	41.3%
北京市	636	29.9%
浙江省	375	-6.0%
江蘇省	309	-8.6%
山東省	260	126.3%
上海市	191	4.4%
安徽省	160	17.4%
四川省	153	-41.9%
新疆ウイグル自治区	106	15.3%
重慶市	93	-10.7%
福建省	86	15.6%
雲南省	77	10.7%
貴州省	73	40.7%
江西省	68	50.5%
河南省	66	-28.3%
湖南省	61	-25.2%
天津市	35	-18.8%
山西省	32	-70.7%
湖北省	29	5.8%
海南省	11	366.9%
新疆兵団	10	33.3%
チベット自治区	9	11.9%
広西壮族自治区	8	489.6%
寧夏回族自治区	7	n.a
甘肅省	5	-88.3%
内モンゴル自治区	3	-83.3%
中国農業発展銀行	1	-48.2%
青海省	-8	-446.9%
陝西省	-8	-124.2%
吉林省	-41	-1885.4%
河北省	-63	-1203.7%
遼寧省	-113	-300.8%
黒竜江省	-192	n.a

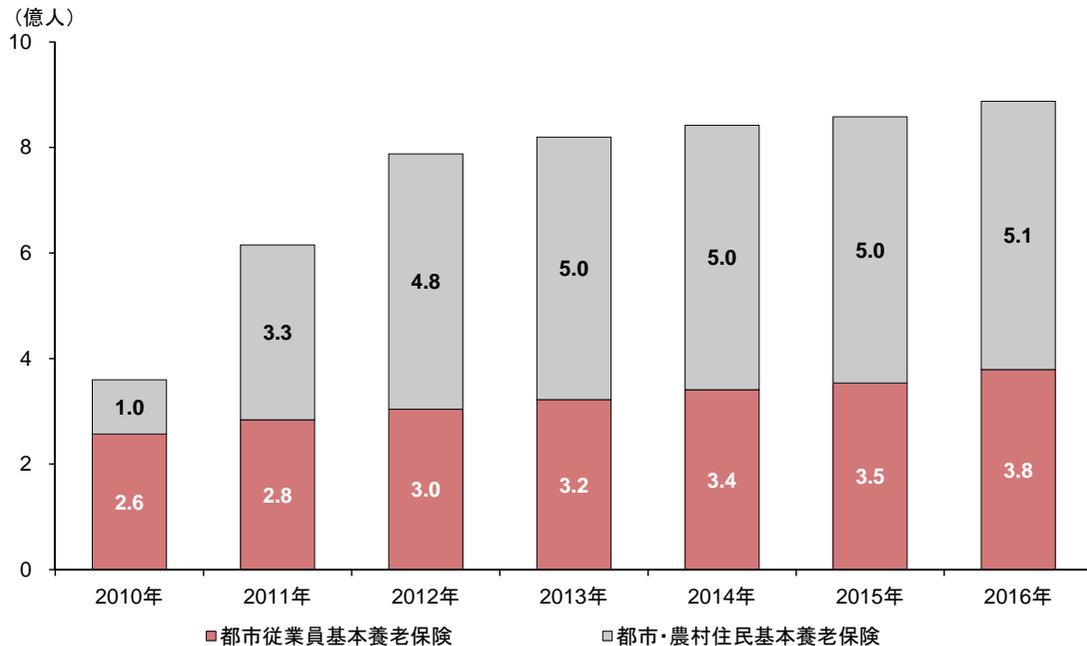
(出所) 人力資源と社会保障部より野村資本市場研究所作成

が違うことや、人口構造の違いが挙げられる。例えば、北京・上海などの大都市や沿岸部の各省は、経済が比較的発達しているため、優良企業が多く、出稼ぎ労働者も集まりやすい環境となっている。こうした基本養老保険基金の拠出者・拠出企業数が多いことが、拠出金額の高まりに繋がると考えられる。一方、東北地方や内陸部は、出稼ぎ労働者などの若年層が出ていくことで、高齢化の進行が速い。その結果、年金を受け取る側としての退職者しか残っておらず、財政補助がなければ年金基金が純流出するという事態に陥ることとなった。

一方、都市・農村住民基本養老保険では、2010年の開始以来、参加者数が急速に増えたが、2013年以降はほとんど伸びていない(図表7)。年金資産の残高は、2010年末の423億元から、2016年末の5,383億元へと積み上がってきているが、財政補助を含む収入は2013年から殆ど増えていない。その内訳をみると、個人拠出金額が伸び悩んでおり、急速に増えている支出を、財政補助の増加により補っている状況である⁷。

⁷ 2010~2016年人力資源と社会保障事業発展統計公報参照。

図表 7 基本養老保険の参加者数



(出所) 2010~2016年 人力資源と社会保障事業発展統計公報より野村資本市場研究所作成

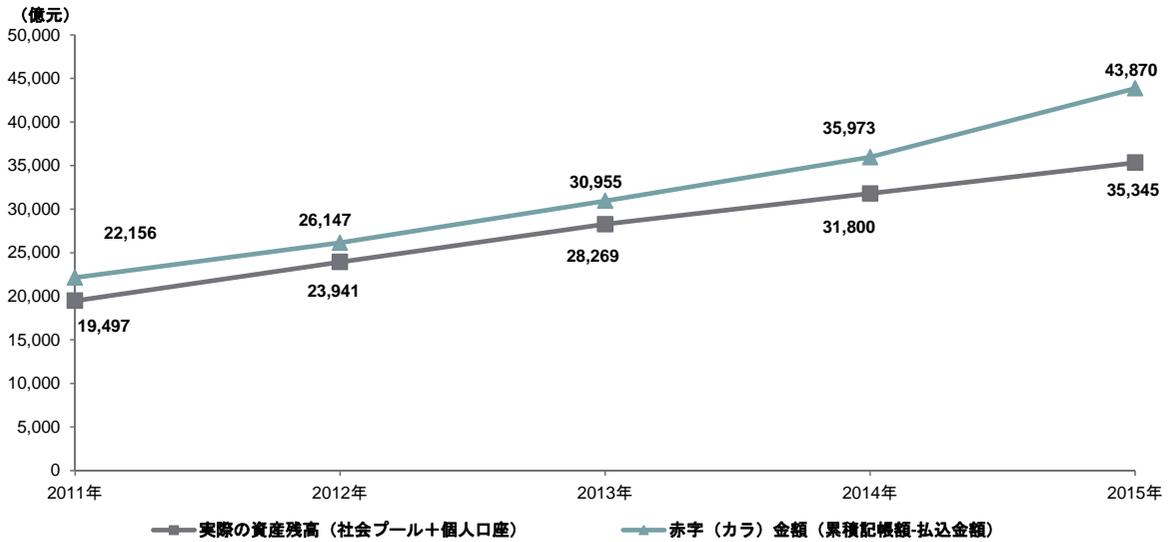
2) 個人口座の「カラ口座 (中国語: 空帳)」問題

前述の通り、基本養老保険の仕組みは、企業が社会プールへ拠出する DB と従業員が個人口座へ保険料を拠出する DC の併用が大きな特徴である。また、個人口座が積立方式であるのに対し、社会プールは賦課方式である。1991 年からテストを行い、1997 年に本格的に始まった同制度は、制度開始前に既に退職し、社会プールに拠出していなかった退職者にも年金給付を行うとしたため、社会プールが慢性的に赤字状態に陥った。この圧力の下で、社会プールと個人口座を共同で管理している地方政府により、個人口座の積立資金が社会プールへ流用されるという事態が発生した。その結果、個人口座には名目上の資金 (累積記帳額) はあるが、実質的には赤字が蓄積されていった。これは、個人口座制度における「カラ口座」問題と呼ばれる。中国社会科学院世界社会保障研究センター主任の鄭秉文教授によれば、2015 年末の基本養老保険の資産残高は 3.5 兆元だったが、その陰には流用による個人口座の赤字 (カラ) 金額は 4.3 兆元 (前年比 16.4%増) が存在した⁸。これは、たとえ基本養老保険基金の全資産残高を個人口座に配分しても、8,000 億円の赤字が残ることを意味する (図表 8)。中国養老金融 50 人フォーラム秘書長の董克用教授は、このような赤字が続けば、基本養老保険の運営は国からの財政補助への依存を強めざるをえず、国家財政を悪化させる上に、将来の年金給付にも大きな圧力をもたらし、基本養老保険の持続的な運営に支障を来す恐れがあると指摘している⁹。

⁸ 『中国養老金発展報告 2015』参照。

⁹ 『中国養老金融発展報告 2017』参照。

図表 8 基本養老保険資産残高と個人口座の赤字の推移



(注) 払込金額とは、個人口座の赤字金額を帳消しにするために行われた財政補助等による金額。
 (出所) 『中国養老金融発展報告 2017』より野村資本市場研究所作成

3. 加入率が低い企業年金

第二の柱である企業年金の主な問題点は、加入率の低さである。2011年から2013年までは、導入企業数は年率20%の速いペースで増加していたが、2014年から、増加率が低くなり、2016年は、前年比で僅か1.1%しか増えていない。企業の新規導入は停滞してきていると言える。また、中国における企業総数のうち、企業年金を導入している企業の割合は、1%未満である。企業年金の加入者数も、2015年から殆ど増えていない(図表9)。基本養老保険制度の加入者数の8.9億人に対し、企業年金の加入者数は僅か2,000万人程度で、その3%にも満たない。企業年金による給付総額は345.4億元(2017年時点)で、基本養老保険の3.4兆元の1%程度にとどまった。地域別では、上海、北京等の大都市及び沿岸部等の地域の企業年金加入者数が多く、内陸部は相対的に少ない(図表10)。また、導入企業は主にエネルギー、金融、鉄道、交通などの比較的収益が高い業界に属する企業や、大手の国有企業が多く、中小の民間企業は殆ど導入していないのが現状である。

企業における基本養老保険の拠出額は、既に賃金の20%と高い水準に定められており、その上で企業年金制度を導入することは、企業にとってコストが高すぎるものが指摘されている¹⁰。また、企業年金制度を導入するためには、導入の3年前から、赤字を出していないことが求められる。このような厳しい制限の下では、中小企業が企業年金を導入するインセンティブと能力が限られると考えられる。加入者である従業員にとっても、離職時における企業年金資産の移転が簡単にはできないことや、個人拠出分に対する所得税の課

¹⁰ 董克用「人口高齢化高原背景下加快我国养老金融体系结构性改革的思考」『中国养老金融50人フォーラム・养老金融評論』参照。

図表 9 企業年金の加入者数

年度	導入企業数(社)	増加率	企業総数(社)	導入企業の割合	加入者数(万人)	増加率	資産残高	増加率
2010年	37,100	10.8%	6,517,670	0.6%	1,335	13.2%	2,809	10.9%
2011年	44,900	21.0%	7,331,200	0.6%	1,577	18.1%	3,570	27.1%
2012年	54,700	21.8%	8,286,654	0.7%	1,847	17.1%	4,821	35.0%
2013年	66,100	20.8%	8,208,273	0.8%	2,056	11.3%	6,035	25.2%
2014年	73,300	10.9%	10,617,154	0.7%	2,293	11.5%	7,689	27.4%
2015年	75,500	3.0%	n.a	n.a	2,316	1.0%	9,526	23.9%
2016年	76,300	1.1%	n.a	n.a	2,325	0.4%	11,075	16.3%
2017年	80,429	5.4%	n.a	n.a	2,331	0.3%	12,880	16.3%

(出所) 「全国企業年金基金業務データ摘要 2017年度」より野村資本市場研究所作成

図表 10 省別の企業年金加入者数 (2017年末時点)

登録地	企業数	口座数(万)	残高(億元)
人力資源と社会保障部	21,166	1,208.5	7,218.8
廈門市	11,882	18.0	44.1
上海市	8,931	132.3	653.4
北京市	3,306	67.0	465.1
広西壮族自治区	2,810	17.8	71.0
浙江省	2,761	43.3	277.7
江蘇省	2,516	49.7	354.1
広東省	2,510	56.1	324.2
深圳市	1,789	55.9	211.3
青島市	1,739	8.1	27.4
山東省	1,440	47.6	296.9
天津市	1,372	21.1	90.7
福建省	1,343	29.4	218.7
大連市	1,335	8.9	29.0
河南省	1,247	65.8	180.4
雲南省	1,209	33.2	172.3
安徽省	1,118	49.4	261.7
四川省	1,097	39.2	171.7
黒竜江省	1,011	18.4	78.2
遼寧省	917	32.3	142.4
陝西省	902	41.0	205.1
江西省	895	20.6	95.0
山西省	867	55.5	263.9
湖北省	844	31.5	199.6
河北省	814	39.2	132.4
新疆ウイグル自治区	649	11.3	67.2
湖南省	591	23.9	118.6
内モンゴル自治区	507	22.9	100.6
重慶市	504	10.6	59.3
吉林省	462	13.5	70.7
甘肅省	451	20.5	94.5
寧波市	361	3.8	15.9
貴州省	359	18.4	90.0
寧夏回族自治区	300	5.0	27.9
海南省	195	3.5	7.2
青海省	137	6.3	27.5
新疆生産建設兵団	63	1.1	11.4
チベット自治区	29	0.9	3.7
合計	80,429	2,331.4	12,879.6

(注) 人力資源と社会保障部に登録している企業は、基本的に国有(中央)企業である。

(出所) 「全国企業年金基金業務データ摘要 2017年度」より野村資本市場研究所作成

税繰延措置が賃金の4%にとどまることから、企業年金に加入するインセンティブが低い。そのため、企業年金による公的年金の補完効果は極めて限定的な状況であると言えた。

本来、退職後の重要な収入源となるべき企業年金が整備されていないことにより、企業

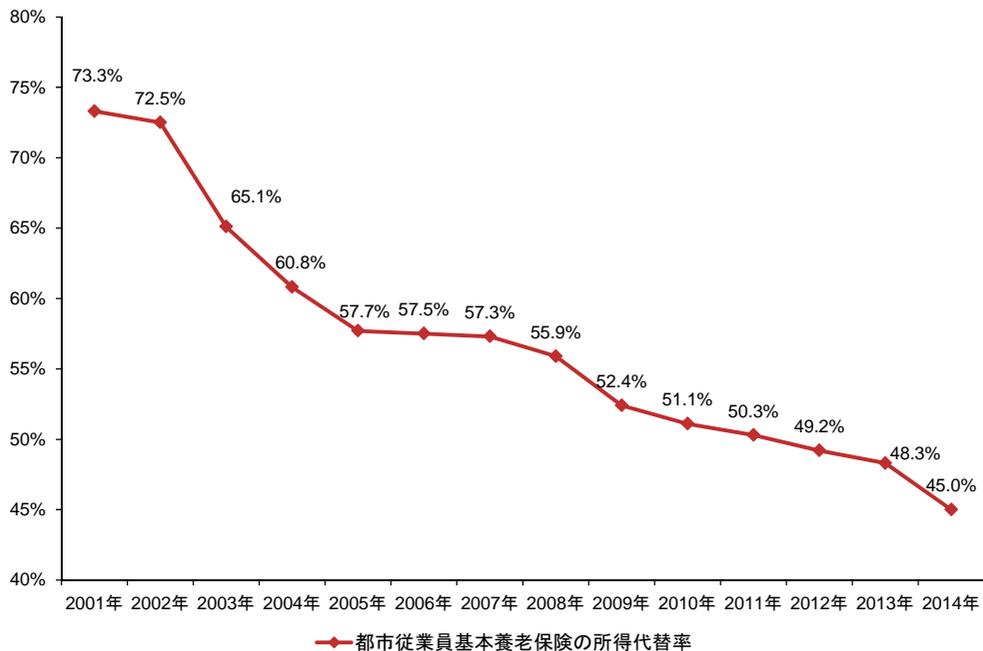
年金が整備されている場合よりも引退後の収入が 10% 少なくとどまるとの見方もある¹¹。更に、公務員・事業単位（政府機関の関連事業法人等）の従業員は、より整備された「職業年金」に強制加入となっており、同制度の方が、加入率が上昇しやすい環境が整っている。長期的には、こうした公共部門と民間部門の待遇の違いは、新たな格差をもたらす可能性もある。

4. 自助努力を支援する第三の柱

1) 基本養老保険基金と企業年金の補完役としての第三の柱の必要性

「三本の柱」を中核とする多層的な年金制度の体系を目指している中国では、第一の柱である公的年金は「カラ口座」と省レベルで行われる管理・監督体制の不統一等の問題を抱え、持続性に懸念が生じている。第二の柱である企業年金は、税制優遇が不十分なこともあり企業の負担が大きく、加入率が低いことが課題となっており、第一の柱の補完の効果は限定的である。その結果、都市従業員基本養老保険基金の所得代替率をみると、2001年時点の 73.3% から、2014年時点の 45% にまで低下してきている（図表 11）¹²。世界銀行が 2005 年に発表したレポートによれば、退職後の生

図表 11 都市従業員基本養老保険の所得代替率



(注) 所得は、「中国統計年鑑」から取得した社会平均賃金を基準とする。
(出所) 「中国養老金発展報告 2016」より野村資本市場研究所作成

¹¹ 『中国養老金発展報告 2016』参照。

¹² ここでは、平均の所得代替率（都市従業員基本養老保険受け取り金額 / (引退済人数 × 社会平均賃金)）が使われており、引退済人数は基本養老保険制度が開始する前に既に引退している人も含めるため、OECD が統計した年金代替率（2014年時点では 80.5%）より低い。

活水準が退職前に比べ低下しないためには、年金の所得代替率は 70%に到達することが理想的であると示している¹³。この基準と比較して、近年の基本養老保険の所得代替率は明らかに低いことがわかる。ニューノーマルの下での中国経済の成長率が下がる一方で、財政補助による資金供給は、益々厳しくなる可能性もある。鄭秉文教授の研究成果によれば、2016年時点での企業年金の所得代替率の推計値は約 8~9%で、まだ十分な水準とはいえない¹⁴。

また、所得代替率の現状から、中国で各種年金がカバーする加入者の属性が覗える。例えば、2016年末時点で、所得代替率が最も高いのは、都市従業員基本養老保険及び企業年金（職業年金）に同時に加入している人で、その数は僅か 6,000 万人である。次いで都市従業員基本養老保険に加入しているが、企業年金に参加していない人で、その数は約 3.2 億人である。更に、都市・農村住民基本養老保険に加入している 5.1 億人は、16 歳以上で都市戸籍を持っており、且つ都市従業員基本養老保険の加入条件を満たさない人（学生を除く）や、16 歳以上の農村戸籍を持つ人である。割合としては、一定の収入がある農民及び出稼ぎ労働者が最も多く、ごく一部は都市部に住む無職者である。彼らにとって、基本養老保険の所得代替率は更に低いと思われ、且つ今後企業年金に加入する可能性も低いと考えられる。このような状況を踏まえ、中国社会保険学会会長の胡曉義氏は、都市従業員基本養老保険がカバーしており企業年金に未加入の 3.2 億人のうち、現役世代のフリーターを除く約 2.3 億人を対象に、今後、企業年金及び職業年金の拡大に注力すべきと指摘している¹⁵。

都市・農村住民基本養老保険の加入者の約 5 億人にとっては、まずは現行の都市・農村住民基本養老保険を充実させ、都市従業員基本養老保険と同じレベルを目指す必要があると考えられる。また、企業年金の代わりに、第三の柱である、個人年金口座を通じて、個人所得税繰延型商業養老保険や公募ファンドなどへの投資を促すことが求められる。第三の柱では、個人年金口座における資産形成に対し、課税繰延という優遇措置の付与が想定されるため、企業年金に加入できない個人でも参加のインセンティブを有する。都市従業員基本養老保険の加入者にとっても、自助努力により収入の一部を単なる貯蓄から税制優遇策付きの年金資産に転換することが出来る。既に基本養老保険の所得代替率が低下してきている中で、第三の柱は、第一の柱である基本養老保険や第二の柱である企業年金の重要な補完役となることへの期待が大きいと言える。

2) 第三の柱の制度内容及び政府の具体的な施策

中国政府は、2000 年代には既に年金制度における第三の柱の構築に向けた試みを始めていた。2007 年に、個人向け課税繰延型養老保険のテスト地区に天津市滨海新区

¹³ http://siteresources.worldbank.org/INTPENSIONS/Resources/Old_Age_Inc_Supp_Full_En.pdf

¹⁴ 前掲脚注 11 参照。

¹⁵ 中国養老金融 50 人フォーラム『養老金融評論』2018 年第 3 期を参照。

区が選定され、加入者は給与所得の 30%まで、商業養老保険購入時の拠出を個人所得税の課税対象外にできるという内容で、課税繰延型養老保険のテストを開始した。ただ、所得税控除枠が給与の 30%というのは非常に高かったことから、高所得者にとっての合理的な租税回避手法となる恐れが生じ、このテストは実施して間もなく国税局により止められた。上海市政府は「個人向け課税繰延型養老保険テスト案」のパブリックコメントを実行し、財政部へ提出する段階まで達したが、最終的にはテストを実施することが出来なかった。

その後、第 13 次 5 カ年計画において、年金制度の構築に向けて、「中国十三五高齢事業発展及び養老体系建設計画」が公表され、これにより、中国政府は養老保険制度の完成を目指し、正式に動き出したと考えられている。2016 年に行われた「個人年金制度と実践国際セミナー」にて、証監会の李超副主席は、米国の個人退職勘定 (IRA) のような、個人向けの年金貯蓄口座を設定し、口座番号、費用の支払い、出金処理及び徴税は全国統一な授権機関より管理させること、その中で一定金額までの拠出に対する課税繰延を規定した上で、個人に投資の選択権を付与し、商業養老保険や年金ターゲットファンドへの投資ができるようにすることが望ましいと発表した¹⁶。2017 年 6 月の国務院常務会議で、「商業養老保険の促進に関する意見」が議決され、2017 年末までに個人向け税収繰延型商業養老保険のテストを実施し、2020 年までに、多種類の金融商品や幅広いサービスを提供し、専門性と適切な利益を見込める健全経営の商業養老保険体系を構築するという方針が定められた。また、企業向けの企業年金商品の開発を重点的に促進しながら、個人の商業保険の利用を促進することも視野に入れるとされた。更に、2018 年 2 月 6 日、中国人力資源と社会保障部、財政部、国家発展改革委員会、国家税務総局、人民銀行、銀行業監督管理委員会 (銀監会)、証券監督管理委員会 (証監会)、保険監督管理委員会 (保監会) 等の部門は共同で会議を開催し、年金保険の第三の柱の構築に向けたワーキンググループを組成した¹⁷。

直近の動きとしては、中国財政部、銀保監会、証監会などの 5 部門が、米国の IRA をモデルにしたと思われる個人所得税課税繰延型商業養老保険のテストを、2018 年 5 月 1 日から、上海市、福建省 (廈門市を含む) と江蘇省蘇州工業園区にて実施すると公表した。テスト期間は 1 年で、対象者はテスト地域で継続的に労務報酬 (賃金) を取得している個人及び自営業者である。月収の 6% (最大で月額 1,000 元、年間 1.2 万元) の拠出額に対し、所得税の繰延が認められる。また、個人口座における投資収益も非課税で、引退後年金を受け取る際に所得税を徴収するという EET 型の税制優遇を適用する。テスト期間終了後、同口座内の資金で公募ファンド (年金ターゲットファンド) などへの投資も検討されることになった。同テストは、地域が限られており、拠出額も低いと、年金の第三の柱の制度構築に向けた正式な試みの始まりと言えよう。

¹⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201604/t20160422_296384.html

¹⁷ http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/shehuiyibaozhong/gzdt/201802/t20180213_288510.html

また、2018年5月7日に、銀保監会等4部門は、「個人税金繰延型商業養老保険商品の開発指針」を公布し、同商品において、収益確定型（A類）、最低収益確保型（B類）、収益変動型（C類）の3種類の商品を開発することを認めた。給付の受け取り方は、終身の毎月受給または固定期間（15年または20年に毎月）の受給が可能となる。また、参加者の死亡及び重大な疾病等の場合、給付の一時金での受取りも可能である。実際に、2018年6月6日には、太平洋人寿保険、中国人寿保険、平安養老保険、新華人寿保険、太平養老保険、泰康養老保険の6社が、合計19本の個人税金繰延型商業養老保険の認可を取得し、6月7日から販売開始となった。中国人寿保険の商品を例にとると、収益確定型であるA類商品の金利は3.5%で、最低収益確保型のB類商品の金利は2.5%だった。超過利益は月次で計算し、引退後の受取金額は口座の最終金額の状況に基づき決まる仕組みになっている。

III 年金制度における公募ファンドの役割

1. 企業年金の投資対象としての公募ファンド

公募ファンドを組成する基金管理会社（運用会社）は、既に年金運用の担い手として、その存在感を示している。例えば、基本養老保険基金の運用管理人（運用機関）を務める金融機関21社のうち、基金管理会社は14社を占める。社保基金の運用管理人を務める金融機関18社のうち、基金管理会社は16社を占め、社保基金の資産残高の40%以上の運用を行ってきた。また、2005年から始まった企業年金の21社の運用管理人のうち、11社は基金管理会社であり、運用資産規模は全体の38%（2016年末時点）までに達した。2017年末時点で、基金管理会社が運用する各種の年金の総資産残高は1.47兆元を超えた。

2. 既存の「養老関連」の公募ファンド

中国では、老後生活の支援に向けた年金・介護等一連のサービス・産業を「養老」と名付けている。現時点では、公募ファンドのうち、既に「養老」産業の関連株式に投資するファンドと、投資家の老後目的で組成したファンドという2種類の「養老関連」ファンドが存在している。前者は、年金向けのファンドというよりも、テーマ型ファンドという位置づけとなろう。後者は、投資する株式や債券の配分比率があらかじめ決められたバランス型ファンドである。いわゆるターゲット・デート・ファンドのような、投資家の年齢が高くなるにつれて債券運用の割合を拡大する仕組みはない。

ファンドの種類を見ると、債券中心のバランス型の本数が最も多く、その他には、インデックス型ファンドや株式型ファンドが散見される。債券中心のバランス型ファンドは、企業年金に参加できない投資家に新たな投資商品の選択肢を与えたものの、運用開始時から債券の割合が高く、収益性への期待が薄れることとなる。株式型ファンドはその逆で、

図表 12 既存の「養老概念」公募ファンド

ファンド名	基準価額(元)	純資産残高(億元)	設立日	種類	基金管理会社	カストディアン
南方安裕養老	1.06	12.19	2016/11/15	バランス型(債券中心)	南方基金管理	中国工商银行
南方安泰養老	1.07	10.49	2016/9/22	バランス型(債券中心)	南方基金管理	中国建設銀行
華安添頤養老	1.09	10.08	2015/6/16	バランス型(債券中心)	華安基金管理	上海銀行
天弘安康養老	1.53	9.45	2012/11/28	バランス型(債券中心)	天弘基金管理	中国工商银行
工銀瑞信養老産業	0.96	7.18	2015/4/28	株式型	工銀瑞信基金管理	交通銀行
海富通養老收益A	1.24	5.77	2013/5/29	バランス型(債券中心)	海富通基金管理	中国銀行
鵬華養老産業	1.76	4.52	2014/12/2	株式型	鵬華基金管理	中国工商银行
華夏永福養老理財A	1.62	4.39	2013/8/13	バランス型(債券中心)	華夏基金管理	中国農業銀行
広発中証養老産業A	1.12	3.94	2015/2/13	インデックス型	広発基金管理	中国銀行
泰達宏利養老收益A	1.19	3.21	2014/3/5	バランス型(債券中心)	泰達宏利基金管理	中国銀行
国泰安康養老定期支付C	2.59	3.09	2015/11/16	バランス型(債券中心)	国泰基金管理	中国銀行
南方安頤養老	1.01	3.06	2016/12/14	バランス型(債券中心)	南方基金管理	中国銀行
宝盈祥瑞養老	1.27	1.06	2014/5/21	バランス型(債券中心)	宝盈基金管理	招商銀行
宝盈祥泰養老	1.05	0.97	2015/5/29	バランス型(債券中心)	宝盈基金管理	中国建設銀行
国寿安保養老産業A	1.01	0.95	2015/6/26	インデックス型	国寿安保基金管理	招商証券
国寿安保養老産業	0.8	0.95	2015/6/26	インデックス型	国寿安保基金管理	招商証券
国寿安保養老産業B	0.58	0.95	2015/6/26	インデックス型	国寿安保基金管理	招商証券
中欧養老産業	1.2	0.79	2015/5/13	バランス型(株式中心)	中欧基金管理	中国建設銀行
長盛養老健康産業	1.32	0.76	2014/11/25	バランス型(柔軟配置型)	長盛基金管理	中国銀行
国泰安康養老定期支付A	1.43	0.76	2014/4/30	バランス型(債券中心)	国泰基金管理	中国銀行
民生加銀養老服務	1.18	0.56	2016/10/21	バランス型(柔軟配置型)	民生加銀基金管理	中国建設銀行
泰達宏利養老收益B	1.16	0.56	2014/3/5	バランス型(債券中心)	泰達宏利基金管理	中国銀行
招商康泰養老	1.07	0.51	2016/2/4	バランス型(柔軟配置型)	招商基金管理	中国建設銀行
海富通養老收益C	1.25	0.33	2016/1/8	バランス型(債券中心)	海富通基金管理	中国銀行
広発中証養老産業C	1.11	0.1	2016/7/6	インデックス型	広発基金管理	中国銀行

(注) 1. 基準価額はデータ取得時点(2018年3月20日)のもの、純資産残高は年間報告書のデータ(2017年末)。

2. 柔軟配置型とは、株式・債券等の資産別アロケーションを柔軟に変更可能なファンド。

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

年金目的の資産形成にはリスクが相対的に高い可能性がある。「国泰安康養老定期支付」は唯一の四半期分配型ファンドだが、投資元本を取り崩す可能性もある。いずれにしても、「養老関連」のファンドは、2017年末時点の純資産残高を見ると、最も多いファンドでも10億元程度にとどまり、普及していないことがわかる(図表12)。次節で述べる年金ターゲットファンドの本格的な始動に伴い、混同を避けるため、これらの「養老関連」ファンドは、基金名から「養老」を取り除くなどの変更が、証監会により義務付けられた。

3. 年金ターゲットファンドの試み

1) 年金運用における公募ファンドの強み

従来、年金制度の不完備により、中国の個人は、基本養老保険以外にも老後生活に備えるための資金を自ら準備する傾向があり、主な運用手法は、銀行預金か銀行理財商品であった。これは個人金融資産の預金比率の高まりをもたらすと同時に、利回りがインフレ率に追いつかず、引退後の生活水準をカバーするのに必ずしも十分ではないという問題を引き起こしていた。また、一部の個人は老後生活に備えるための資金を株式市場に投資してリスク・リターン追求を行うものの、幅広い分散投資には限界があるなど、総合的なリスク・リターンはプロの機関投資家には及ばない可能性が高いと考えられた。

第三の柱では、個人口座ベースの制度を目指しているため、個人の投資における選

扱権が付与されるべきであると言える。その際、公募ファンドは、投資商品の重要な選択肢の一つとして相応しいと考えられる。個人による年金運用の特徴は、①長期運用、②リスク・コントロールが求められること、③インフレ・ヘッジ効果が求められることなどが挙げられる。低金利の銀行定期預金や確定利付きの保険商品と比べて、一般に公募ファンドの期待リターンは高い。また、個別株式に比べ、公募ファンドは株式の分散投資や債券等の組合せにより、リスクを低減することが可能である。例えば、上海の A 株市場の株式を中心に投資するオープンエンドの株式型ファンドの総合的なパフォーマンスでは、設立当初の 2001 年から 2017 年末まで、年平均で 16.5% のリターンを実現しているのに対して、上海総合指数は同 7.7% のリターンだった。長期的には市場平均を上回るリターンをあげていることがわかる¹⁸。

2) 年金ターゲットファンドの利便性

公募ファンドが年金の第三の柱の有望な投資対象である一方、現存する公募ファンドのみでは、個人の年金運用のニーズに十分対応できない恐れがある。中国証券基金業協会のアンケート結果によれば、2016 年時点で、公募ファンドの個人投資家の運用損益¹⁹をみると、損益がほとんど 0% と答えた投資家は 23.8%、30% 以下の損失を被った投資家は 23%、損失が 30% 以上の投資家は 22.3% で、リターンを得ていない投資家は全体の 7 割近くに上るという結果となった²⁰。これは個人投資家が、主に株式型やバランス型の公募ファンドの短期的な売買を繰り返した結果であり、長期分散投資を実践していないことが原因であるという専門家の指摘もあった²¹。

このような状況を踏まえると、個人の年金運用支援の観点から、米欧などでしばしば採用されているターゲット・デット・ファンド (TDF) 及びターゲット・リスク・ファンドの導入が必要ではないかと考えられた。前者は、投資家のターゲット・デットを指定し、それまでの間で、投資家のリスク許容度の変化に応じてリスク資産 (株式) の配分を自動的に減らすという仕組みになっている。後者は、投資家のリスク許容度に合わせて資産配分の割合を決めた方式で運用する仕組みになっている。上述のように年金運用は、長期保有及び長期のリターンの追求、リスク水準のコントロール、といったニーズを伴うが、ターゲット・デット・ファンドとターゲット・リスク・ファンドのいずれも、投資経験や専門的な知識がない投資家に対し、資産配分も含めた、長期運用の実践のサポートを提供することができる。

3) 中国における年金ターゲットファンド向けの具体的な施策

公募ファンドの年金運用における活用を促進するため、近年、当局は新たな施策を講じてきた。2017 年 11 月に、「養老目標証券投資基金 (年金ターゲットファンド)

¹⁸ http://www.csrc.gov.cn/newsite/zjhxwfb/xwdd/201805/t20180516_338207.html

¹⁹ 運用損益は、公募ファンドへの投資を始めてから 2016 年末のアンケート実施時点までの総合的な損益を指す。

²⁰ 中国証券投資基金業年報 (2016) を参照。

²¹ 董克用「第三支柱個人養老金対公募基金行業業態的影響」『養老金融評論』2018 年第 6 期を参照。

指針（試行）」のパブリックコメントを実施し、2018年3月2日に、同案を正式に公布した。目的は、年金目的の運用における長期的なリターン追求と、投資家の長期保有を促すことにあり、基金管理会社の専門性であるアセット・アロケーション戦略を通じて、ポートフォリオのリスクを合理的にコントロールすることが期待されている。同指針では、年金ターゲットファンドはファンド・オブ・ファンズ（FOF）方式で運用されること、投資家による最低保有期間は1年であること等が決定された。また、最低保有期間が1年、3年、5年と異なる場合、同ファンドの株式型ファンド及びバランス型ファンドへの投資割合はそれぞれ30%、60%、80%という異なる水準が設けられ、運用期間に合わせたリスク水準の調整が企図されている。さらに、ターゲット・デート及びターゲット・リスクの2種類のストラテジーを許可し、買付手数料及び管理報酬も、一般ファンドの60%以下に設定するよう規定された。年金ターゲットファンドは、株式型の公募ファンドのみならず、債券型、株式型、バランス型、QDII型やMMFなど多種類の公募ファンドをバランスよくポートフォリオに入れやすく、分散投資を拡大し、リスクを適切な水準にコントロールすることが期待できる。

2018年6月8日時点で、既に基金管理会社26社が53本の年金ターゲットファンドの申請を提出しており、そのうち20本が第1回目のフィードバックを証監会から得ている。報道によれば、フィードバックの主な内容は、①ターゲット・リスク・ストラテジーの設定基準や合理性、②FOFの投資対象ファンドの選択と基準及び運用実績の合理性、③手数料・信託報酬水準の合理性、④対象となる投資家のセグメント、などがある²²。また、同年8月6日時点で、基金管理会社14社の年金ターゲットファンドが認可され、8月27日に販売開始となった。内訳は、ターゲット・デート・ファンドは8本、ターゲット・リスク・ファンドは6本となっている（図表13）²³。

図表13 第1弾の年金ターゲットファンド

番号	ファンド名	ストラテジー	基金管理会社	最低保有期間	種類
1	華夏養老目標日期2040三年持有期混合型FOF	ターゲット・デート	華夏基金	3年	バランス型FOF
2	南方養老目標日期2035三年持有期混合型FOF	ターゲット・デート	南方基金	3年	バランス型FOF
3	易方達匯誠養老目標日期2043三年持有期混合型FOF	ターゲット・デート	易方達基金	3年	バランス型FOF
4	鵬華養老目標日期2035三年持有期混合型FOF	ターゲット・デート	鵬華基金	3年	バランス型FOF
5	嘉美養老目標日期2040五年持有期混合型FOF	ターゲット・デート	嘉美基金	5年	バランス型FOF
6	工銀瑞信養老目標日期2035三年持有期混合型FOF	ターゲット・デート	工銀瑞信基金	3年	バランス型FOF
7	銀華尊和養老目標日期2035三年持有期混合型基金中基金(FOF)	ターゲット・デート	銀華基金	3年	バランス型FOF
8	中欧預見養老目標日期2035三年持有期混合型基金中基金(FOF)	ターゲット・デート	中欧基金	3年	バランス型FOF
9	博時頤澤穩健養老目標12個月定期開放混合型FOF	ターゲット・リスク	博時基金	1年	バランス型FOF
10	富國鑫旺穩健養老目標一年持有期混合型FOF	ターゲット・リスク	富國基金	1年	バランス型FOF
11	泰達宏利泰和平衡養老目標一年持有期混合型FOF	ターゲット・リスク	泰達基金	1年	バランス型FOF
12	広発穩健養老目標一年持有期混合型FOF	ターゲット・リスク	広発基金	1年	バランス型FOF
13	中銀安康穩健養老目標一年定期開放混合型基金中基金(FOF)	ターゲット・リスク	中銀基金	1年	バランス型FOF
14	万家穩健養老目標三年持有期混合型基金中基金(FOF)	ターゲット・リスク	万家基金	3年	バランス型FOF

(注) 工銀瑞信基金は、工商銀行とクレディ・スイスの合弁会社。

(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

²² <http://www.stcn.com/2018/0516/14239839.shtml>

²³ ターゲット・リスク・ファンドは、通常は異なるリスク水準のファンドを同時に提供することが多い。8月6日時点では、各社が認可された同ファンドは1本のみのため、それぞれ1つのターゲット・リスクを設定。

同指針は、年金商品固有の税制優遇策を定めるものではない。他方、個人所得税繰延型商業養老保険のテストに関する通知では、テストの終了後、同口座での公募ファンドの運用も積極的に取り入れると明言されており、その対象は、年金ターゲットファンドとなる可能性が十分に高い。基本養老保険や企業年金と異なり、加入者の運用指図が可能な第三の柱においては、個人年金口座の運用における年金ターゲットファンドの役割が重要となる可能性がある。

IV 結びにかえて

年金制度における第一の柱と第二の柱がそれぞれ課題を抱えており、その補完としての第三の柱の構築に向けて、政府は個人所得税繰延型商業養老保険と年金ターゲットファンドの2つの商品を導入した。個人の年金運用に、より多くの選択肢を与えようとするものと理解できる。前者は、自助努力の資産形成を税制面から支援し、重要な改革となりうる。後者は公募ファンドで資本市場の活用を通じて、国民の老後生活に対する不安解消に資することが期待される。年金ターゲットファンドが長期分散投資の定着に繋がれば、資本市場の安定的な発展に寄与する効果もあろう。

また、国内の基金管理会社が年金ターゲットファンドの組成に注力する中で、海外の運用会社も積極的にこの業界に参入しようとしている。例えば、米国のターゲット・デート・ファンド大手であるフィデリティは、2018年8月16日に、華夏基金と提携する覚書を締結し、華夏基金が組成した中国初の年金ターゲットファンド（ターゲット・デート・ストラテジー）の研究顧問として、ターゲット・デート・ファンドの最重要要素であるアセット・アロケーションの推移（グライドパス・ストラテジー）に関して助言をすることとなった²⁴。

ただし、第三の柱の制度構築においては、まだ解消すべき課題がいくつもある。例えば、上述の年金ターゲットファンドの個人年金口座への導入である。また、現時点では、年金ターゲットファンドの投資対象は中国国内の株式・債券と規定されているが、資産分散の観点から、外国株式、外国債券、REIT、ABSなど多様な投資対象を含めていくのが望ましいと考えられる。フィデリティと華夏基金の事例のような海外の金融機関との提携も一層求められていくだろう。中国における年金制度の第三の柱の構築が今後どのように推進されていくのか、注目される。

²⁴ http://stock.cnstock.com/stock/smk_jjdx/201808/4259864.htm