



# 保険資金運用の強化と 資本市場の発展に向けた環境の整備<sup>1</sup>

周 道許\*

## 要 約

1. 保険資金の適切な運用は、保険資金の調達、保険会社の経営の発展、資本市場の発展にとって重要である。近年、保険資金の運用ルートは拡大され、海外運用や株式運用（エクイティ投資<sup>2</sup>を含む）、インフラ投資、商業銀行への資本参加が解禁されている。また、債券運用の対象銘柄も拡大されている。
2. 2006年12月末時点の中国の保険資金の運用残高は1兆7,785億元で、年初に比べ26.2%増加した。2006年の傾向としては、銀行預金での運用比率の低下、債券での運用比率の継続的な上昇、株式運用比率の上昇などが挙げられる。また、2006年の保険資金の収益率は5.95%に達し、証券投資が大きく貢献した。
3. 今後、保険資金の運用残高の大幅な増加が見込まれているが（2010年時点で4兆元）、急速に増加する保険資金と運用ルートの制約のミスマッチは依然として存在している。さらなる運用ルートの拡大、運用管理に関する制度構築とリスク管理強化が課題である。

## I. 適切な保険資金の運用と資本市場の発展の促進

### 1. 適切な保険資金の運用は保険資金の調達の前提となる

保険資金の運用は保険市場を資本市場、短期金融市場に結びつける重要な橋渡し役であり、資金運用が無ければ、保険資金の調達も不可能である。保険業は、長期貯蓄資金の吸収を通じ、ALM（資産負債管理）上の要請に基づき、資本市場への直接投資、集中的な運用、専門家による管理、分散を行う。このような金融資源の配分方法は保険業に特有のものである。保険資金の調達の役割を十分に発揮させれば、個人貯蓄を投資のチャンネルに転化し銀行資金に著しく集中している圧力を緩和することができるだけでなく、資本市場の発展のために長期的・安定的な資金を提供し、保険市場と短期金融市場・資本市場とを有機的に結びつけ調和のとれた形で発展させることができる。さらに、金融資源の適切な配分に役立つだけでなく、金融市場の効率を高め、金融のオペレーションと金融市場の全体的な安定を保ち、システムリスクの防止と解消に役

<sup>1</sup> 本稿は「DRC-NOMURA Seminar：資本市場の発展と機関投資家の果たす役割」（2007年5月12日開催）で発表された「保険資金の運用を強化し資本市場の発展のために環境を整える」を邦訳したものである。なお翻訳にあたり発表内容の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

<sup>2</sup> 未公開株投資を指す（以上、訳者注）。

\* 周道許 中国保険監督管理委員会政策研究室 副主任

立つものとなる。

## 2. 適切な保険資金の運用は保険業自身の健全な発展においても必要である

保険資金の運用は、保険引受と共に保険業発展の「車の両輪」と呼ばれ、国の経済建設を支援するという意味でも、保険業の競争力を高め経営リスクを防止・解消するという意味でも、日増しに重要になってきている。このことは、具体的には主に3つの方面に表われている。第一に、資金運用は保険会社の重要な利益の源泉である。国際的な保険業の発展の経験から見ると、保険会社の保険引受業務の利益の範囲は非常に小さく、極端な場合長期に渡って赤字状態で、主に資金運用による収益により保険引受業務の損失を補填している。中国の保険業では、生命保険の利差損が発生する主な原因は資金運用の低い収益率であり、利差損の問題を根本的に解決するには、最終的にはやはり資金運用収益の向上に頼らなければならない。第二に、資金運用は保険会社のリスク防止の重要な手段である。他の金融機関と同様、資産と負債のミスマッチは保険会社が直面する主な経営リスクの一つである。資金運用を通じて、保険会社は全面的に ALM を実施し、保険資産をそれぞれの投資領域に分配し、資産と負債のマッチングを実現することができる。第三に、資金運用は保険会社の商品開発を支援することができる。例えば投資型年金保険などの新型の生命保険商品の発売は、実質的には保険会社が保険資金の運用を通じて被保険者に提供する資産管理サービスである。保険会社は独立した顧客口座を設定し、当該口座を通じた資金管理と運用を行い、保険会社と被保険者との間でリスクの共同負担と収益の共有を実現する。

## 3. 適切な保険資金の運用は資本市場の発展を大きく促進する

保険資金の適切な運用は、資本市場の発展にとって重要である。

第一に、保険資金の運用は、資本市場に大量の安定した資金源を提供する。2006 年末時点で保険資金の運用残高は 1 兆 7,785 億元に達し、そのうち 1 兆元以上が資本市場で債券、株式、投資信託などに投入された。大量の保険資金が持続的かつ安定的に資本市場に流入することで、資本市場への資金供給を増加させ、また資本市場の資金調達者の資金需要を刺激し、需給両面から資本市場の規模拡大を促している。第二に、保険会社は理性的な機関投資家として、資本市場の安定に役立つ存在である。保険会社はリスクを管理する金融機関であり、安全性という最も重要な原則に従って投資が行われ、資金運用時に投機によって経営リスクを増したりすることはない。そのため、保険会社は長期投資家として、株式市場、債券市場の安定にとって重要な役割を果たしている。第三に、保険資金の運用は、資本市場の構造改善にとって有益である。保険資金は発行市場では証券の引受、購入などを通じ新規発行市場の整備を促進する一方、流通市場での投資は資金の流動性を大きく高め、市場を活性化させる。保険資金はまた、投資ファンドの設立あるいは加入などにより資本市場の発展を促進する。この他に、市場の需給関係は債券の種類を絶えず開発・調整し、それにより資本市場の商品構造の整備を促進する。

# II、2006年の中国の保険資産の配分状況とその特徴

## 1. 保険資金の運用は資本市場の規模の拡大、資本市場の発展の促進に寄与する

2006 年度は、高成長という良好な経済環境の下で、中国の保険業は飛躍的な発展を実現し、保険の引受規模は急速に拡大するとともに、運用資産の構造調整に向けた歴史的チャンスを迎え

た。大部分の保険会社は、これまでより積極的な戦略を採用して資産配分を行った。具体的には、株式投資の比率を徐々に高め、従来の固定収益証券中心の資産構造を調整したが、これは保険業の利差損の解消、収益レベルの向上、支払能力の強化などに大きく貢献した。同時に、保険業の将来の持続的な発展のための基礎固めともなり、資本市場の規模拡大、資本市場の発展促進にとっても十分な役割を果たした。

2006年12月末時点の中国の保険資金の運用残高は1兆7,785億元で、年初に比べ26.2%増加した。同残高のうち、銀行預金は5,989億元で33.6%、債券投資は9,451億元で53.1%、証券投資信託は912億元で5.1%、株式（エクイティ投資を含む）は929億元で5.2%を占めた。

## 2. 保険資金の運用構造をさらに調整する

2006年、中国の保険資金の運用構造は大きく調整された。

第一に、銀行預金の比率が低下する一方、債券投資の比率が上昇傾向にある。従来、保険会社の投資比率の中では、銀行預金が最大の比率を占めていたが、2005年3月末には、資金運用の比率で債券投資が初めて銀行預金を上回り、2005年9月には、債券投資が初めて50%を上回った。2006年末時点で、債券投資の比率はさらに53.1%まで上昇し、依然として最高の比率を占める運用商品である。その一方で、銀行預金の比率はさらに33.6%まで低下した。

第二に、株式（エクイティ投資を含む）の投資比率がさらに拡大した。具体的には、2005年末の1.1%から2006年末には5.2%まで上昇した。

第三は、「その他の投資」の比率に大幅な上昇が見られたことである。具体的には、2005年末の1.5%から2006年末には5.7%まで上昇し、投資の多様化と分散化の傾向が明らかになった。

2006年度の保険業全体の資金運用の構造はより合理的になり、保険業の長期的・安定的経営の観点から、債券等の固定収益証券と銀行預金との運用の組合せを維持し、安定的収益と低リスクを確保した。同時に積極的に株式、投資信託、その他の商品を新たに組み入れることで収益を向上させ、資金運用の構造はいっそう保険業経営の特徴に合致するようになった。

## 3. 保険資金の運用ルートのさらなる拡大

この数年来、政策による管理・監督の手段及び水準の向上に従って、中国は複数の保険資金の投資チャネルを順次開放し、これまで保険資金の投資チャネルが銀行預金、政府債券、金融債券などごくわずかな分野に限られていたという状況が大きく改善された。2004年8月、中国保険監督管理委員会と中国人民銀行は共同で「保険外貨資金の海外運用に関する管理暫定弁法」を公布し、中国の保険会社が保有する外貨資金の海外での運用を認可した。2004年10月、中国保険監督管理委員会と中国証券監督管理委員会は共同で「保険機関投資家の株式投資に関する管理暫定弁法」を公布し、保険資金の株式市場での直接運用を認可した。2004年には、中国保険監督管理委員会はさらに保険会社による銀行劣後債（6月）及び転換社債（7月）への投資を認可し、また2005年1月には外資系保険会社の商業銀行の協議預金<sup>3</sup>での運用を認可した。2005年8月、「保険機関投資家の債券投資に関する管理暫定弁法」が公布され、保険会社が投資できる債券の範囲に商業銀行金融債、短期融資債券<sup>4</sup>、国際開発機関金融債<sup>5</sup>などの新しい商品を加え、同時に

<sup>3</sup> 法人と金融機関との間で行われる長期・大口預金（以上、訳者注）。

<sup>4</sup> CPに相当（以上、訳者注）。

<sup>5</sup> 非居住者としての国際機関（国際金融公社、アジア開発銀行）が中国国内で発行する人民元建債券。いわゆる

保険会社の企業債での投資上限比率を上方に修正した。

2006年初めには、保険資金のインフラ事業への投資が認可され、「保険資金の基礎インフラ建設向け間接投資に関する試行管理弁法」が正式に公布された。インフラ分野の長期安定的なキャッシュフローは、生命保険会社のALM上の固有のニーズを満たすことができるだけでなく、保険資金が最優先する安全運用の目標と大変よく一致する。インフラ事業への投資として第一陣の運用枠120億元が認可された後、保険資金はインフラ分野に本格的に参入し、相次いで山西省高速道路建設や北京－上海間高速鉄道建設などのインフラ・プロジェクトに資金を投入した。中国人寿保険公司は中国南方電網公司に約350億元のエクイティ投資（同公司の株式の32%）を行ったが、これは中国の資本市場で最大のエクイティ投資となった。また中国人寿保険公司、中国平安保険公司は商業銀行に資本参加し、保険の収益力とリスクヘッジ能力を大いに高めた。

#### 4. 保険資金の運用収益の上昇

資本市場の整備と好調なマクロ経済情勢により、保険資金の運用収益は3年連続して上昇した。これは、保険機関の資産管理方法の改善、資産管理能力の向上、この数年来の中国経済の急成長が収益に大きく貢献したことを意味している。

2006年、保険資金の収益率は5.95%に達し、6年来で初めて5%を突破しただけでなく6%に近い数字となった。また、総投資収益額は前年同期比で1.07倍増加し、相当高い投資収益を実現した。そのうち生命保険会社の資金運用の投資収益は6.03%に達し、この投資収益水準は大部分の生命保険会社の予定利率を越え、生命保険会社に豊富な利差益収入をもたらし、生命保険会社の収益レベルを大幅に上昇させた。

資金の運用構造から見ると、資金運用収益の主な源泉は証券投資で、証券投資全体の収益率は7.38%となった。うち証券投資信託の収益率は31.33%、株式投資の収益率は22.93%に達した。同時に債券全体の収益率も前年比で上昇し、高い債券の運用比率が安定的収益を保証し、リスクを低下させた。

2006年の保険資金の運用構造と収益の改善は、保険会社の長期的発展にとって重要な意味を持っている。保険業は、長年にわたり続いた銀行預金を中心とした資金運用から、徐々に専門的な資産管理方法に向かい、またそれにより保険経営の効率性と規範化を促進した。専門的に管理された保険資金の運用は、将来の保険料率の市場化<sup>6</sup>のための条件を整備し、保険会社の資本金積立圧力を緩和し、利潤と株主権益の最大化という目的を実現する。また、かかる運用は、最終的には保険会社の実力を高め、保険業の急速かつ安定的な成長を確保するという意味を持つ。ターニングポイントとなった2006年の特徴は、保険資金運用のポートフォリオの多様化と収益向上がすでに動き出し、市場化が明確な方向性となり、制度設計と管理・監督方法の向上に伴い保険資金が次第に専門的運用に向かったことにある。

### Ⅲ、当面の保険資金運用の主な問題点

#### 1. 保険資金の急増の一方で依然として少ない運用ルート

この2年間、中国の保険資金の運用ルートの少なさは明らかに改善されたものの、まだ中国の

パンダ債（以上、訳者注）。

<sup>6</sup> この場合の「市場化」は「自由化」を指す（以上、訳者注）。

資本市場の運用商品は期間、コスト、規模の面において、保険資金、特に生命保険会社の長期負債の特徴と十分にマッチしておらず、保険金支払能力を満たすものとなっていない。今後、資本市場のイールドが金融政策や為替政策などの影響で低迷し続けた場合、保険資金の投資回収や保険会社の支払能力に大きな影響を与えることになる。

現在、先進国の保険会社の資産の投資分野は債券、株式、不動産、有担保ローン、外国為替、デリバティブなど非常に広範囲に及んでいる。これに比べ、中国の保険資金運用ルートは、全般的に依然としてかなり少なく、特に直接運用先がそれほど多くない。個人貯蓄の中から集めてきた保険金は、半分は銀行預金、金融債券の引受・購入などの形式で再び銀行に還流し、銀行の「二次取引」ともいえる形で貸し出されているため、取引コストが増大し、金融資源の効率的配分を低下させている。

## 2. リスクに関する意識とコントロール措置のさらなる強化が必要

激しい市場競争に直面し、一部の保険会社は往々にして高収益を強調する一方、潜在的なリスクは軽視しがちである。例えばある会社は市場シェアの拡大のみに目を奪われ、資本市場の実質的投資回収水準を無視して、顧客に高利回りをコミットする商品を次から次へと売りつけている。保険引受業務の収益の減少に加え、保険資金運用の高利回りを求めてリスクの高い資産への投資を増加させることで、保険会社の経営業績は資本市場の変動による影響をさらに大きく受けることになる。このような保険引受業務が資金運用を逆に圧迫する状況は、必ずや保険業の経営リスクを高め、保険会社の健全な経営にマイナスとなる。

# IV. 中国の保険資金の運用が向かう方向

## 1. 保険の使用可能な資金残高規模がさらに拡大

保険業の潜在的発展力と将来の市場成長のスピード、生命保険商品の一括払いとロールオーバーの増加、運用可能な資金規模の高い成長スピードからすると、保険業の総合的な成長率は20%を下回らず、2010年までに保険業の運用可能な資金規模は現在の水準と比較して2倍以上に増加し、運用可能な資金総額は4兆元近くに達すると予測される。

## 2. 保険資金運用のさらなる専門化、規範化、市場化

専門化された保険資金の運用と、市場化された委託者、専門資産管理会社及び保険会社の委託代理関係により、ある程度は非システムリスクを回避することができる。また、専門資産管理会社は、スピーディーな対応と適切なポートフォリオの優位性を利用することで、保険資金の運用収益を向上させ、リスクを抑制することができる。

## 3. 保険資金の運用ルートと範囲のいっそうの拡大

2006年の保険資金運用にとって最大の好材料は、間違いなく国务院による「保険業の改革・発展に関する若干の意見」の公布であり、その中で注目される最も重要な内容は、政策と理論の両面で保険資金の運用ルートを全面的に拡大し、明確にリスク・コントロールができることを前提に、保険資金の直接的あるいは間接的な資本市場への投資を奨励し、徐々に投資の比率を高めることを認めた点である。また、投資する資産証券化商品の規模と種類を着実に拡大し、不動産

投資とベンチャー企業への投資のテストを始め、保険資金の商業銀行への資本参加と海外運用を支援するとしている。さらに、保険会社による医療機関への投資を支援し、条件を満たした保険資産管理会社が資産管理の範囲を拡大することを認可するとしている。

ここに至り、保険資金の投資先は政策的に全面解禁されたといってよい。2007年以降、新たな投資先が徐々に出現するものと思われる。保険資金の運用ルートのいっそうの拡大は、保険会社の資産管理のためにさらに大きな舞台を提供することになるだろう。

## V. 保険資金の運用管理制度の整備と管理・監督の強化

### 1. 保険資金の運用管理制度のさらなる整備

今後、保険資金の運用制度は引き続き強化されなければならない。第一には、「保険資金管理弁法」の制定であり、保険会社、保険資産管理会社の基本的な役割と責任をより明確にし、委託者—受託者間の法律関係のバランスを適切に確保し、相互協力、相互牽制の運営メカニズムを構築しなければならない。第二には、「保険資産管理会社のガバナンスに対するガイドライン」を公布し、海外の進んだ管理経験を参考に、国内外の戦略投資家をひきつけ、科学的で効果的なガバナンスを構築し、資産管理会社の運営能力を高めなければならない。第三には、適当な時期に「保険資産の管理職員に関する管理暫定弁法」を公布し、優秀な人材を吸収し、職業倫理を規範化し、高い資質、勤勉性、プロ意識を有し、活力と創造的精神に富んだ専門的な管理集団を構築する。第四には、「保険資産管理に対する情報開示ガイドライン」を研究・制定し、情報開示の内容と方法を明確にし、管理と運営の透明度を高め、よりいっそう社会的監視の役割を果たさなければならない。

### 2. 資金運用の管理・監督活動のさらなる強化・改善

金融業務の総合的経営と保険資金の投資分野の拡大によって、資金管理は明らかに複雑化しており、保険資金運用の管理・監督は非常に難しくなっている。保険資金の運用が直面する新たな情勢や問題に対し、保険資金運用の管理・監督は絶えず強化・改善され、多角的な保険資金のリスク防止システムも徐々に改善されつつある。

今後、第一には、投資政策決定、取引、カストディアンとの三つの行為を分離するファイアウォール制度をいっそう強化しなければならない。第二には、資金運用の管理・監督情報システムと投資リスク警告・分析メカニズムを構築し、能動的なリスク管理を実施しなければならない。第三には、保険資産管理会社の内部コントロール制度を強化し、デューデリジェンス、リスク評価、権限委譲によるオペレーションと責任制度を構築し、リスクの発見・判断・評価に関する能力を高め、資産管理の運営リスクを防止しなければならない。第四には、職員の資格認証と審査制度を構築しなければならない。第五には、他の金融機関の管理・監督部門との連携を強化し、取引先のリスク・マネジメントを強化し、他の金融部門からのリスクの波及を防止しなければならない。

## 著者紹介

### 周 道許 (Zhou Daoxu)

中国保険監督管理委員会政策研究室 副主任

1966年生まれ。1989年中国農業大学経済学部卒、1999年中国人民大学金融学博士号取得。

中央金融工作委員会研究室処長、中国銀行業監督管理委員会法規部、中国保険監督管理委員会発展改革部などを経て、現職。

- ・ 保険監督管理委員会は、全国の保険市場に対し統一的な管理・監督を行い、保険業の合法的で安定的な運営を図ることを職務とする。



*Chinese Capital Markets Research*