

～第8号～

平成25年11月28日

特別勘定運用部

## 三中全会を受けた今後の中国市場の見方 ～ 北京訪問で聞いた関係者の反応 ～

発足1周年を迎えた習政権は、中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）を終えて「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」の全文を11月15日に公表。11月20～22日の北京出張でのヒアリングをベースに三中全会の評価をまとめました。

### <要約>

- ・金融、農村部、税制・財政、国有企業など、事前報道通りすべての分野で改革案が示されたが、国有企業の改革が見送られたことはネガティブ。
- ・人民元取引や金利自由化が打ち出された「金融制度改革」への強い意思表示がサプライズ。また、新規参入や外資企業参入で石油・電力等の価格競争を促す「市場メカニズム重視」の方向性も評価できる。
- ・金融自由化は、利鞘縮小など伝統的銀行の収益圧迫要因となるものの、事業会社の資金調達手段の多様化等、市場構造の転換を意味し、長期的には中国株復活のポイント。

### ■三中全会の決定内容の概略

金融制度改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式発行登録制度の改革、株式ローンの推進、債券市場の発展など直接金融市場の比率を引き上げる。</li> <li>・人民元為替レート、金利の自由化を推進し、国債のイールドカーブが市場の実態に沿うようにする。</li> <li>・預金保険制度を設立し、金融市場における退出メカニズムを整備する。</li> </ul>
農村部改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>・都市と農村で統一的な建設用地市場の設立を進める。</li> <li>・農民集団保有地の転売、抵当、担保の流動化を促す。</li> <li>・地方政府による農地の強制収用を縮小し、補償額を合理的な水準にする。</li> </ul>
国有資産・ 国有企業改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政府と企業との関係を分離し、国有企業による自然独占を阻止する。</li> <li>・国有企業からの配当還元比率を2020年までに30%に引き上げ、社会保障基金の財源とする。</li> <li>・国家の投資計画に民間資金の活用を検討する。</li> </ul>
市場メカニズム改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>・禁止項目以外を可能とするネガティブリスト管理により、参入企業の登録のみ必要な方式とする。</li> <li>・水、石油、天然ガス、電力、交通、通信などで市場競争に基づく価格改革を行う。</li> <li>・金融、教育、文化、医療、育児・介護、建築、会計、貿易、物流、電子商取引における外資規制を緩和する。</li> </ul>
財政改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>・増徴税、消費税、個人所得税、不動産税、資源税、環境保護税の改革を推進する。</li> <li>・高所得者への課税強化、灰色収入の規範化、非合法収入に取締りなどを通じて、中所得者層の拡大を促す。</li> </ul>
社会政策改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>・一人っ子政策の緩和、夫婦のうち一方が一人っ子の場合、子供2人目の出産を認める。</li> <li>・中小都市の戸籍制限を徐々に緩和する一方で、超大都市への人口流入は制限する。</li> </ul>

### 1. 金融自由化への強い意志と市場メカニズム活用で経済合理性を高める

まず、日本のメディアで大きく取り上げられた「一人っ子政策の緩和」に関してです。中国の出生率は1.18まで低下しており、人口ピラミッドの構成が大きく歪んでいることが問題視されていきましたので、夫婦のいずれかが一人っ子の場合、第2子の子が認められたのは注目です。ただし、これまでも少数民族は一人っ子政策の例外とされていたことに加え、農村部では1人目が女子の場合、第2子の子が認められていたことや、上海などの都市部では両親共に一人っ子の場合、第2子の子を出産を認める等の緩和策がとられていました。それでもライフスタイルの変化、住居コスト上

昇等から、都市部の出生率は1を下回った状態が続いています。その為、今回の緩和策によって出生率が大幅な改善に向かうことは難しいと考えます。

一方、金融制度改革に関して金融関係者の反応は違いました。資産運用を行っている国有銀行系基金、国有銀行担当者、日銀の駐在員から以下のコメントが聞けました。

(国有銀行系基金) 過去の三中全会は農村・経済政策が中心で、金融面の記載は少なかった。金融自由化の流れは想定していたものの、三中全会で金融制度改革が明示されたのは大きなこと。  
直接金融市場の拡大に向けて金融商品の拡充を進めていく。

(国有銀行担当者) すでに SHIBOR (短期金融市場) では市場実態を踏まえて金利水準が決まる仕組みになり、貸出金利も自由化されている。金融自由化への対応を進めてビジネス拡大を図る。

(日銀の北京駐在員) 金融自由化や構造転換を進める政府の意思が強く示されており、ポジティブな内容だと受け止めている。

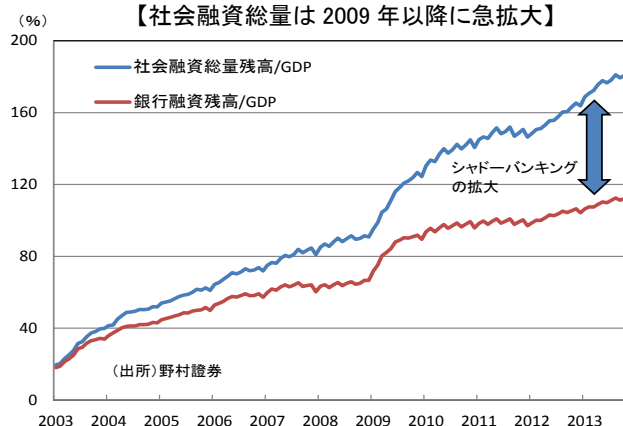
以上から、三中全会での一番のサプライズは金融自由化だと言えます。貸出金利の下限が7月に撤廃される等、金融自由化は進められていたものの、三中全会で打ち出されたということは大きなポイントです。人民元取引・国債利回りの自由化、債券市場・株式登録の簡素化等の直接金融市場の拡大が進められます。今回、預金金利の自由化こそ記載されなかったものの、預金保険機構の設立にも言及されており、金融自由化によって銀行が経営難に陥った時のセーフティーネットを準備した後、預金金利の自由化を実施するのではないかと考えられます。

もう1つのサプライズは「市場メカニズム改革」です。市場が資源配分で決定的な役割を果たすとの方針が示されました。前回の三中全会では基礎的な役割となっていたことから格上げされたのです。具体的な中身は、新規参入の自由化、水・石油・電力等の価格改革、外資規制の緩和等、競争メカニズムを働かせることで価格・サービスの向上を図るというものです。

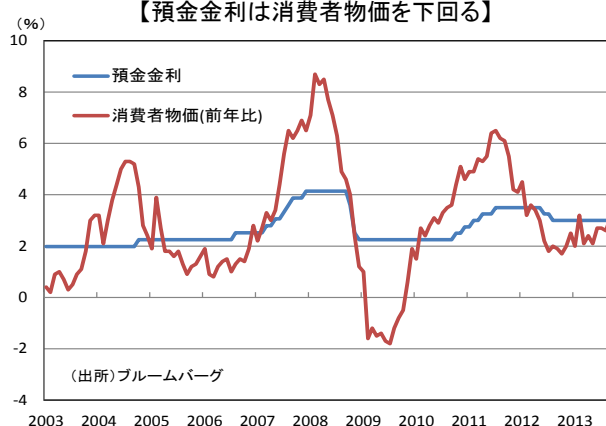
## 2. なぜ金融自由化が必要なのか？

中国が金融自由化を進めなければならないのは、金利を抑制してきたことの弊害が経済成長の足枷になるためです。2008年の金融危機から立ち直るために4兆元の経済対策が実行されましたが、それを資金面で支えたのは銀行貸出ではなく、銀行貸出以外のシャドーバンキングでした。銀行貸出と社会融資総量を対GDP比率で見ると、両者の差は2009年以降に急拡大しており、10月末では

【社会融資総量は2009年以降に急拡大】



【預金金利は消費者物価を下回る】



※ シャドーバンキングとは、銀行システムの外側にあり、政府当局によって監督されていないもの。信託貸出、委託貸出、銀行引受手形等が上げられる。銀行が仲介的な役割を荷っているものの、銀行の資本は投じられていない。

GDP の 70%程度に達します。金利が自由化されていない中国では、預金金利は消費者物価の伸び率を下回っており、個人マネーは高利回りの理財商品へと流れ、シャドーバンキングの原資として不動産開発や地方政府向け融資などに使われています。将来の不良債権につながる可能性があるリスクの高い融資を断ち切るためにも、経済の実勢に合わせて金利水準を市場メカニズムで調整する必要があります。

### 3. 三中全会を受けた株式市場の反応

11 月 12 日に終了した三中全会後に発表された「公報」では、事前報道ほどの期待された内容が発表されず、翌日の香港H株指数は▲2.7%と失望売りされました。しかし、11 月 15 日に「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」の全文が公表され、金融、農村部、税制・財政、国有企業など、三中全会前に報道されていたほぼすべての分野で改革案が言及されました。国有企業改革については現体制に大きな変化がなく、踏み込み不足の面はあるものの、金融市場の自由化、市場メカニズムの活用、一人っ子政策の見直しなど、中期的な中国経済の成長につながる政策が出てきた点が評価されました。中国の構造改革進展を期待して翌週の 18 日に香港H株指数は+5.6%と大きく上昇。特に、地方政府の債券発行自由化や一人っ子政策の見直しによる人口増加などが期待され、証券会社、保険会社の株価は大きく買われました。

### 4. 市場構造の転換が中国株式市場復活のポイント

今回、中国が三中全会で金融自由化や市場メカニズムを取り入れた構造転換を進めるということはポジティブなことです。ただし、中国の株式市場全体にとってはやや上値を抑える要因と考えます。

中国の株式市場における金融のウェイトは、40%前後と米国 16%、日本 21%と比べると圧倒的に高くなっております。これは中国の金融システムでは日米に比べて直接金融が発達しておらず、間接金融の依存度が 80%と高く（米国 20%、日本 55%）、金利自由化も進んでいないため、高い貸出利鞘で資金収益を獲得している事が背景にあると言われます。金融自由化によって、直接金融市場へのシフトと金利自由化が進めば、資金収益や貸出利鞘縮小につながり、金融業全体の利益はそれほど大きく増えないと考えます。

金融に加えて、エネルギー、電気通信サービスでも市場メカニズム改革で価格自由化が進められ、収益圧迫要因となります。金融、エネルギー、電気通信サービスを合わせた 3 業種で株式市場の 65%を占めます。金融を中心としたこれら 3 業種の調整は株式市場の重荷となりそうです。一方、金融自由化によって事業会社は資金調達手段が増え、その他規制緩和によって新しいビジネスが生み出されます。中長期的には株式市場の構造転換を乗り越えるかどうかのポイントと言えるでしょう。

(武内 荘平)

※次ページの「特別勘定特約に関する重要なお知らせ」についてよくお読み下さい。

※本資料は、情報提供を目的とする資料であり、保険募集を目的とするものではありません。

いちばん、人を考える会社になる。

**第一生命 第一生命保険株式会社**

■米国・日本・中国の各市場のセクターウェイト

	米国	日本	中国
エネルギー	10.5%	1.1%	14.8%
素材	3.4%	6.1%	3.3%
一般事業会社	10.5%	19.6%	6.2%
一般消費財・サービス	13.2%	21.6%	5.6%
生活必需品	10.0%	6.5%	6.1%
ヘルスケア	12.7%	6.0%	1.3%
金融	15.9%	21.1%	39.3%
情報技術	18.3%	9.8%	9.3%
電気通信サービス	2.6%	5.4%	10.8%
公益事業	3.1%	2.8%	3.3%
合計	100.0%	100.0%	100.0%
エネルギー + 金融 + 電気通信サービス	28.9%	27.7%	64.9%

(出所) MSCI

## 特別勘定特約に関する重要なお知らせ

※本お知らせは平成19年9月30日に金融商品取引法の施行を受けた保険業法の改正に伴い、広告等規制に基づき表示するものです。

### 手数料等について

特別勘定特約に関する手数料（保険事務費）は、当社が引受けるご契約者の年金資産（責任準備金）のうち特別勘定部分（各口）の経過責任準備金（時価平均残高）に比例し、経過責任準備金残高をランクごとの金額に分け、それぞれ商品ごとに適用される下表の手数料率を乗じて得た金額の合計額を毎年ご負担いただきます。今後、新規に特別勘定特約を付加（新たな口の採用を含む）されるお客さまに対する手数料は以下の通りです。

#### ■手数料率表

##### 厚生年金基金保険特別勘定第1特約

経過責任準備金 ランク (時価平均残高)	総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口	円貨建 株式口 バツグ型	外貨建 公社債口	外貨建 公社債口 為替バツグ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 バツグ型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
10億円以下の部分	0.440%	0.330%	0.520%	0.400%	0.550%	0.550%	0.600%	0.500%	0.600%	0.050%
～										
500億円超の部分	0.220%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%

##### 厚生年金基金保険（Ⅱ）特別勘定第1特約、確定給付企業年金保険特別勘定特約

経過責任準備金 ランク (時価平均残高)	総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口	円貨建 株式口 バツグ型	外貨建 公社債口	外貨建 公社債口 為替バツグ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 バツグ型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
5000万円以下の部分	0.600%	0.450%	0.700%	0.400%	0.750%	0.750%	0.800%	0.500%	0.800%	0.050%
～										
500億円超の部分	0.220%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%

※上記のテーブルについては、経過責任準備金ランクの上限および下限のみ記載しております。

※手数料=各口の（経過責任準備金の各ランクに当たる金額×所定手数料率）の合計

※消費税は別途申し受けます。

※上記のほか、資産運用の過程で売買の際に発生する売買委託手数料、売買委託手数料に関する消費税に相当する金額、先物取引・オプション取引等に要する諸費用、投資信託に係る信託報酬等を運用費用の一部として間接的にご負担いただきます。なお、売買委託手数料等は売買委託先、売買金額等によって、また、信託報酬については投資信託の運用会社や投資対象資産等によって手数料率変動する等の理由から、これらの計算方法は表示しておりません。

※上記の手数料には、一般勘定（主契約）の手数料（保険事務費）、制度管理業務等にかかる各種手数料は含まれておりません。

※円貨建株式口については1型と2型を合算した金額で経過責任準備金ランクを判定します。

### 損失発生リスクとその発生理由

- ・特別勘定特約は、一般勘定（主契約）の責任準備金（保険料積立金）の一部を特別勘定で運用し、この運用実績を直接、責任準備金（保険料積立金）に反映させる仕組みの商品です。
- ・特別勘定は、国内外の公社債、株式等を運用対象とするため、「株価の下落」「金利の上昇による債券価格の下落」「円高による外貨建資産価値の下落」等といった投資対象資産の価格下落リスクは責任準備金（保険料積立金）の下落要因となります。資産運用の結果は、その損失も含めてご契約者に帰属します。
- ・そのため、経済情勢や運用成果の如何により高い収益を期待できる反面、元本（特別勘定に投入された保険料の合計額）の保証はなく、運用実績が元本を下回ることがあり、損失を生じる可能性があります。

### ご留意事項

- ・特別勘定における資産運用の成果がご契約者の期待どおりでなかった場合でも、当社または第三者がご契約者に何らかの補償、補填をすることはありません。
- ・特別勘定での運用にあたっては、ご契約者が特別勘定の特徴を十分理解した上で、ご契約者の判断と責任において行わなければなりません。

第一生命保険株式会社

住所：東京都千代田区有楽町1-13-1

電話：03(3216)1211(大代表)