中国資本市場の「質」を重視した改革指針の公表
－10年ぶり3回目となる国務院9条意見の概要－

関根　栄一

▌要　約▐

1. 2024年4月12日、中国国務院（内閣）は、「資本市場の管理監督強化、リスク予防及び質の高い発展促進に関する若干の意見」（2024年版9条意見）を公表した。同意見は、2004年及び2014年に続く、10年ぶり3回目の中国資本市場の改革に関する指針となる。併せて、同年2月に交代した中国証券監督管理委員会の呉清・新主席による初めての資本市場に関する指針でもある。
2. 2024年版9条意見は、第1条の総論、第2条の株式発行・上場審査基準の厳格化、第3条の上場後の管理監督の厳格化、第4条の上場廃止制度改革の推進、第5条の証券・基金管理会社への管理監督強化、第6条の証券売買への管理監督強化、第7条の中長期資金の市場参画促進、第8条の改革開放の全面的推進、第9条の資本市場の質の高い発展の推進、の計9条から構成される。
3. 2024年版意見は、質の高い経済発展に合わせて、資本市場でも質の高い発展を目指すとしているほか、今後5年間、2035年、21世紀半ばと、三つの時間軸を設定して実現すべき目標を分けていることも特徴である。
4. 2024年版意見に基づき、「1＋N」という形で、同意見に関連する規定、規則などが既に40本近く公表されている。株式発行市場では上場会社の選別が続き、株式流通市場ではプログラム取引への監視が続く見通しである。投資家層の育成では、投資資金の市場での長期運用を目指す一方、家計金融資産のうち2022年末時点で6割強に上昇した現預金の市場運用を促す仕組みの構築も課題である。
5. 対外開放では、香港との間でストックコネクトの対象ETF商品の拡大が具体化している。ゼロコロナ政策期間終了以降も低迷中のエクイティファイナンスでは、中国企業の海外上場志向が出ている。科学技術金融、グリーン金融、金融包摂、年金金融、デジタル金融の五大分野の証券業での進め方も注視される。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関根栄一「中国政府による資本市場育成に向けた新9条意見の公表」『野村資本市場クォータリー』2014年夏号。
・関根栄一「中国株式市場における株価維持政策の動向－5年ぶりの市場介入の背景と評価－」『野村資本市場クォータリー」『野村資本市場クォータリー』2024年冬号。

Ⅰ 中国証券当局トップ交代後初めての指針

2024年4月12日、中国国務院（内閣）は、「資本市場の管理監督強化、リスク予防及び質の高い発展促進に関する若干の意見」（2024年版9条意見、承認は4月4日付）を公表した[1]。

同意見は、2004年に国務院が公表した「資本市場の改革開放及び安定的発展の推進に関する若干の意見」（2004年版9条意見、承認は1月31日付）、またその10年後の2014年に同じく公表した「資本市場の健全な発展を更に促進するための若干の意見」（2014年版9条意見、承認は5月8日付）に続く、10年ぶり3回目の中国資本市場の改革に関する指針となる。2024年版意見は、同年2月7日に交代した中国証券監督管理委員会（証監会）の新トップである呉清主席による初めての資本市場に関する指針でもある。

Ⅱ 10年ごとの中国資本市場9条意見を巡る政策・市場環境

１．2024年版9条意見の構成

2024年版9条意見は、第1条の総論（中国語で「総体要求」）、第2条の株式発行・上場審査基準の厳格化、第3条の上場後の管理監督の厳格化、第4条の上場廃止制度改革の推進、第5条の証券・基金管理会社への管理監督強化、第6条の証券売買への管理監督強化、第7条の中長期資金の市場参画促進、第8条の改革開放の全面的推進、第9条の資本市場の質の高い発展の推進、の計9条から構成されている（図表1）。

２．過去2回の9条意見の背景と実績

１）2004年版9条意見は国内改革と対外開放のバランス確保が主眼

2004年版9条意見は、第1条の資本市場の発展の意義、第2条の資本市場の改革開放及び安定的発展を推進、第3条の資本市場の安定的発展に向けた関連政策の整備、第4条の資本市場システムの健全化と証券投資商品の多様化、第5条の上場会社の質的向上とオペレーションの規範化、第6条の仲介機関の発展と執行レベルの向上、第7条の法制整備及び管理監督水準の向上、第8条の管理監督機関の協調・調整と市場リスクの防止・解消、第9条の対外開放の積極的・段階的推進、から構成されていた。

2004年版9条意見の制定時の背景として、2001年の世界貿易機関（WTO）加盟に伴い公約した証券業や株式市場の対外開放の実現と、非流通株問題（株式市場が流通株と非流通株に分断されている問題）に対して現実的な政策を打ち出さなければなら

[1] 中国証券監督管理委員会「国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见」2024年4月12日。＜http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7473562/content.shtml＞

図表 1　国務院の資本市場に関わる 9 条意見の推移

年	2004年	2014年	2024年
承認日	1月31日	5月8日	4月4日
第1条	資本市場の発展の意義	総論（2020年までに多様な資本市場システムを構築）	総論（向こう5年間、2035年、21世紀半ばに向けた目標を設定）
第2条	資本市場の改革開放及び安定的発展を推進	多様な株式市場の発展	株式発行・上場審査基準の厳格化
第3条	資本市場の安定的発展に向けた関連政策の整備	債券市場の規範的な発展	上場後の管理監督の厳格化
第4条	資本市場システムの健全化と証券投資商品の多様化	私募市場の育成	上場廃止制度改革の推進
第5条	上場会社の質的向上とオペレーションの規範化	先物市場の整備	証券・基金管理会社への管理監督強化
第6条	仲介機関の発展と執行レベルの向上	証券・先物サービス業の競争力を向上	証券売買への管理監督強化
第7条	法制整備及び管理監督水準の向上	資本市場の開放を拡大	中長期資金の市場参画促進
第8条	管理監督機関の協調・調整と市場リスクの防止・解消	金融リスクを防止・解消	改革開放の全面的推進
第9条	対外開放の積極的・段階的推進	資本市場の良好な発展環境の整備	資本市場の質の高い発展の推進
主な成果及び予想	非流通株改革の進展	株式発行登録制度改革の進展	上場会社の質重視、ガバナンス強化
	適格外国機関投資家（QFII）制度、適格国内機関投資家（QDII）制度の創設	中国本土・香港ストックコネクト始動、証券・資産運用分野の外資参入規制緩和	海外市場との相互接続メカニズムを開拓し最適化する（ストックコネクト、越境理財コネクト等が対象）
ショック	2008年のグローバル金融危機	2015年、2018年の株価ショック	2023年夏に株価維持政策発動

（出所）国務院より野村資本市場研究所作成

ない事情があったことが指摘できる。この 9 条意見は、国務院が初めて資本市場を単独の政策テーマとして取り上げたものとして市場関係者の注目も集めた。

2004 年版 9 条意見の前後には、資本市場の対外開放に関して、2002 年の適格外国機関投資家（QFII）制度の創設、2006 年の適格国内機関投資家（QDII）制度の創設といった施策が実施された。また、2008 年のグローバル金融危機の発生後には、人民元建て貿易決済の解禁に始まる人民元国際化が進められ、2011 年には人民元建て外国機関投資家（RQFII）制度が創設され、人民元建て越境証券投資制度の先鞭をつける格好となった。

２）2014 年版 9 条意見は双方向の資本市場の開放を促進

2014 年版 9 条意見は、第 1 条の総論（中国語で「全体要求」）、第 2 条の多様な株式市場の発展、第 3 条の債券市場の規範的な発展、第 4 条の私募市場の育成、第 5 条の先物市場の整備、第 6 条の証券・先物サービス業の競争力を向上、第 7 条の資本市場の開放を拡大、第 8 条の金融リスクの防止・解消、第 9 条の資本市場の良好な発展環境の整備、の計 9 条から構成されている。また、各条に各項目が設定され、計 33 項目から成る。

2014年版9条意見は、2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（第18期3中全会）で決定した改革プランのうち、資本市場に関する今後の改革プランを明らかにしたものと位置付けられる。2014年版9条意見は、中国の金融仲介における直接金融の割合を高めることを目標に掲げつつ、構造が合理的で、機能も兼ね備え、規範的かつ透明で、安定的かつ高効率、また開放的かつ包摂的で多様な資本市場体系を、第18期3中全会の目標年次と同じ2020年までに基本的に形成するとした。

2014年版9条意見の公表された同年には上海・香港ストックコネクト[2]が始動し、2016年には深圳・香港ストックコネクト[3]が始動、2017年には中国本土と香港の債券相互取引制度であるボンドコネクト（第一段階として中国本土向けのノースバウンド）[4]が始動し、双方向の資本市場の開放が促進された。また、2015年夏には株価・為替の二つのショック、2018年10月には米中貿易摩擦の激化に伴う株価急落が発生したものの、証券・資産運用分野での外資参入規制の緩和も行われた。

2014年版9条意見の第2条にある多様な株式市場の発展では、2019年7月に上海証券取引所での新興市場としての科創板の運営が開始され、2021年11月に店頭市場である新三板の市場区分の一部を上場市場に改組する形で北京証券取引所が開業した。2023年2月には、株式発行登録制度[5]が全てのボードで実施された。

３．2024年版9条意見の狙い

１）資本市場の「質」を重視

2024年版9条意見を、過去2回の9条意見と比較すると、第1条から、党中央の目指す質の高い経済発展に合わせて、資本市場でも質の高い発展を目指すとしていることが最大の特徴であると捉えられる。その実現のためには、2022年10月の中国共産党第20回全国代表大会（第20回党大会）後に構築された党中央主導の金融管理監督体制[6]を前提に、2024年版9条意見では、①投資家保護と資産管理需要の充足、②管理監督の全面的強化、③資本市場の開放と安全の統一的計画、を進めるとしている。

証監会・呉清主席は、2024年版9条意見と、過去2回の9条意見の違いについて、以下の三点を補足し、強調している[7]。第一に、資本市場政策・業務に対する党の全

[2] 関根栄一「双方向での人民元建て証券投資を促進する上海・香港相互株式投資制度」『野村資本市場クォータリー』2014年夏号。

[3] 関根栄一「中国における資本市場の双方向の開放の試み－深圳・香港ストックコネクトの始動－」『野村資本市場クォータリー』2017年冬号。

[4] 関根栄一「中国・債券市場への新たな投資ルートの導入－ボンドコネクトの始動－」『野村資本市場クォータリー』2017年秋号。

[5] 関根栄一「中国株式市場での発行登録制度改革の全面展開－政府による株式発行審査制度からの転換－」『野村資本市場クォータリー』2023年夏号。

[6] 関根栄一「中国共産党第20回党大会後の金融管理監督体制改革－党中央による金融分野への指導を強化－」『野村資本市場クォータリー』2023年夏号。

[7] 中国証券監督管理委員会「深刻领会资本市场新“国九条”的精神实质―证监会党委书记、主席吴清就贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》接受记者专访」2024年4月12日。
＜http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7473584/content.shtml＞

面的指導を堅持・強化し、個人投資家の権利を更に有効に保護しなければならない。第二に、資本市場に対する管理監督を強化し、リスクの発生を防止し、質の高い発展を促進するという基本方針を十分に実現しなければならない。第三に、目標志向、問題志向を十分に体現し、特に 2023 年 8 月以降の株価の大幅な変動で明らかになった制度・管理監督・法執行等の突出した問題に対して、適時に欠点を補い、強弱をつけ、投資家の関心事項に応え、資本市場で長期にわたり蓄積してきた何層にもわたる矛盾の解決に動かなければならない。

２）時間軸の設定

2024 年版 9 条意見では、資本市場の基礎制度の改善に重点を置き、資本市場の機能・役割をよりよく発揮させるとしている。同時に、2023 年 10 月の中央金融工作会議[8]で打ち出された中国の金融大国（中国語原文では「金融強国」）化を資本市場の面でも進めていくとしている。2024 年版 9 条意見では、2014 年版 9 条意見以上に、第 20 回党大会の政治報告に合わせる形で、三つの時間軸を設定して実現すべき目標を分けていることも特徴である（図表 2）。

第一に、2024 年から今後 5 年間で、資本市場の質の高い発展の全体的枠組みを基本的に形成するとしている。この期間においては、①投資家保護制度をさらに整備する、②上場企業の質・構造を最適化する、③証券仲介業者の能力を強化する、④資本市場の管理監督能力と有効性を大幅に高める、ことで、資本市場の良好なエコシステムの形成を加速させることに主眼が置かれている。

第二に、2035 年までに高度な適応性、競争力、包摂性を有する資本市場を基本的に完成させるとしている。この期間においては、①投資家の合法的権利はさらに有効に保護される、②投融資構造が合理的になる、③上場企業の質が著しく高まる、④一流の投資銀行と機関投資家の育成が明らかに進展する、⑤資本市場の管理監督体制がさらに整備される、といった目標が打ち出されている。

第三に、21 世紀半ばまでに、資本市場のガバナンスに関わる体系と能力を高め、金融大国にふさわしい質の高い資本市場を構築する、としている。市場規模の量的な拡大を優先しているわけではない点に留意が必要である。

[8] 関根栄一「5 年ぶりに開催された中国・中央金融工作会議の概要と金融リスクの発生防止・解消に向けた動き」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号。

図表 2　国務院・資本市場 2024 年版 9 条意見の概要

	項目	主な内容
第1条	総論	● 今後5年間で、資本市場の質の高い発展の全体的枠組みを基本的に形成する。 ● 2035年までに高度な適応性、競争力、包摂性を有する資本市場を基本的に完成させる。 ● 今世紀半ばまでに、資本市場のガバナンスに関わる体系と能力を高め、金融大国（中国語原文は「金融強国」）にふさわしい質の高い資本市場を建設する。
第2条	株式発行・上場審査基準の厳格化	● メインボード、創業板の上場基準を引き上げ、科創板の評価基準を整備する。 ● 発行・上場の全プロセスにおける責任を強化する。発行引受に対する管理監督を強化する。
第3条	上場後の管理監督の厳格化	● 情報開示とコーポレートガバナンスの監督管理を強化する。減資規則を整備する。 ● 配当率の向上を推進する。上場会社の市場価値向上に向けたガイドラインを制定する。
第4条	上場廃止制度改革の推進	● 異なるボードの差別化された上場廃止基準システムを整備・確立する。
第5条	証券・基金管理会社への管理監督強化	● 投資銀行能力と資産管理能力の建設を推進する。 ● 業界トップ会社がM&A・再編、組織革新等の方式を通じてコア競争力を高めることを支援する。
第6条	証券売買への管理監督強化	● 市場化・法治化・多様化された債券デフォルトリスク処理メカニズムを整備する。 ● プログラム取引に対する管理監督規定を公布し、高頻度のクオンツ取引に対する管理監督を強化する。
第7条	中長期資金の市場参画促進	● 「長期資金による長期投資」を支援する政策体系を構築する。株式型基金、上場投資信託（ETF）、指数化投資を重視。 ● 公募ファンド業界の全体的費用・料率を着実に引き下げる。年金基金による投資政策を整備する。
第8条	改革開放の全面的推進	● 科学技術金融、グリーン金融、金融包摂、年金金融、デジタル金融の五大分野に力を入れる。 ● 資本市場の越境相互接続メカニズムを開拓・最適化し、企業の海外上場ルートを拡大する。
第9条	資本市場の質の高い発展の推進	● 上場会社監督管理条例を公布し、証券会社監督管理条例を改正し、社債管理条例の制定を加速し、不動産投資信託基金管理条例の制定を研究する。違法犯罪の取り締まりを強化する。

（出所）中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

Ⅲ 2024 年版 9 条意見に基づく証券当局による市場運営の見通し

1．「1＋N」の政策体系整備

2024 年版 9 条意見の公表日に合わせて、証監会や証券取引所・協会は、同意見の内容に応じた新規則の制定や既存の規則の改正に動き始めている（図表 3）。2024 年 3 月上旬の全国人民代表大会に合わせて公表された措置は、パブリックコメント手続き中のものを含め、既に 40 本近くとなっている。

証監会・呉清主席は、2024 年版 9 条意見本体を「1」、同意見に関わる規定・規則等を「N」として、今後、「1+N」の政策体系を整備すると説明している[9]。規定、規則等、各

[9] 中国証券監督管理委員会「深刻领会资本市场新“国九条”的精神实质―证监会党委书记、主席吴清就贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》接受记者专访」2024 年 4 月 12 日。＜http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7473584/content.shtml＞

図表 3　中国証券監督管理委員会等による新政策及び新規則・規則改正（2024 年 2 月～）

分類	名称または概要	発出機関	公布・実施時期
全体	「資本市場の管理監督強化、リスク予防及び質の高い発展促進に関する若干の意見」	国務院	2024年4月12日
発行市場	「発行・上場参入チェック厳格化による上場会社の質向上に関する意見」	証監会	2024年3月15日
	「株式発行・上場審査規則」等業務規則	上海・深圳証券取引所	2024年4月12日に規則案公表、4月30日公布
	「管理監督適用手引き−発行類第10号」（発行時開示ガイドライン）	証監会	2024年5月15日
	「新規発行企業実地検査規定」を改正	証監会	2024年3月15日
	「新規公開発行株式・上場指導監督管理規定」を改正	証監会	2024年3月15日
	「科創板属性評価手引き（試行）」	証監会	2024年4月12日に手引き案公表、4月30日公布（即日施行）
	「資本市場による科学技術企業の高い水準の発展貢献に向けた16の措置」	証監会	2024年4月19日
	「科創板改革の推進及び科学技術イノベーション・新質生産力の発展への貢献に向けた8条措置」	証監会	2024年6月19日
	新三板登録会社の北京証券取引所での発行・上場の指導への管理監督指針	証監会	2024年4月30日
流通市場	「証券市場でのプログラム取引管理規定（試行）」	証監会	2024年4月12日に規定案公表、5月15日公布、10月8日施行
	「上海証券取引所プログラム取引管理実施細則」	上海証券取引所	2024年6月7日に細則案公表
	私募ファンドの「DMA（ダイレクトマーケットアクセス）スワップ」等デリバティブ取引への監視強化	証監会	2024年2月28日
	証券取引所と金融先物取引所での高頻度取引に対する監視強化	証監会	2024年2月28日
ガバナンス	「上場会社の管理監督強化に関する意見（試行）」	証監会	2024年3月15日
	「上海証券取引所上場会社自主管理監督手引き第14号−持続可能な発展報告（試行）」	上海証券取引所	2024年4月12日公布、5月1日施行
	「証監会によるサンプル検査事項リスト」改正	証監会	2024年4月12日に改正案公表
	「上場会社の持分売却管理弁法」	証監会	2024年4月12日に弁法案公表、5月24日公布（即日施行）
	「上場会社取締役・監査役・経営層の保有持分及び変動の管理規則」改正	証監会	2024年4月12日に改正案公表、5月24日公布（即日施行）
	「証監会関係の退職者による上場会社出資の監督管理規定（試行）」	証監会	2024年4月26日に規定案公表
上場廃止	「上場廃止制度の厳格な執行に関する意見」	証監会	2024年4月12日
仲介機関	「一流の投資銀行・機関投資家の育成に向けた意見」	証監会	2024年3月15日
	「上場証券会社の管理監督強化に関する規定」改正	証監会	2024年4月12日に改正案公表、5月10日公布（即日施行）
機関投資家	「公開募集証券投資基金の証券取引費用管理規定」	証監会	202年4月19日公布、7月1日施行
	「ファンドE口座」アプリの運用開始に同意	証監会	2024年4月19日
	「私募証券投資基金オペレーション手引き」	基金業協会	2024年4月30日公布、8月1日施行
	「資本市場での理性的投資、バリュー投資、長期投資イニシアティブ」	機関投資家55社	2024年5月15日
管理監督	2023年の違法行為に対する法執行状況報告	証監会	2024年5月15日
	「中国証監会行政処罰裁量基本規則」	証監会	2024年6月7日に規則案公表
対外開放	資本市場での香港との5項目の協力措置を公表	証監会	2024年4月19日
	上海・深圳－香港ストックコネクト売買情報開示メカニズムの調整	各証券取引所	2024年4月12日
	上海・深圳－香港ストックコネクト売買対象ETFの拡大	各証券取引所	2024年4月19日に実施弁法案公表、6月14日公布、7月22日施行
	中国本土・香港ファンド相互販売制度の規定改正	証監会	2024年6月14日に改正案公表

（出所）中国証券監督管理委員会等より野村資本市場研究所作成

政策体系の膨大な内容について、市場関係者が証券当局の意図を読み込みながら、実務上のオペレーションに移していけるかどうかが、証券当局が目指す質の高い資本市場の構築に向けた鍵となろう。

２．株式発行・上場審査基準の厳格適用を徹底

１）株式発行調整ペースの調整と適合的

2024年版9条意見の目標を実現していくに当たり、証券当局は、市場運営上の短期的な課題に対応していくことも視野に入れているものと思われる。

2024年版9条意見では、第1条に続く第2条で、株式発行・上場審査基準の厳格化を進めるとして、第一にメインボード、（深圳証券取引所の）創業板の上場基準を引き上げ、科創板の評価基準を整備する、第二に発行・上場の全プロセスにおける（関係当事者の）責任を強化する、第三に発行引受に対する管理監督を強化する、としている。特に一番目の上場基準関連では、①審査中の企業及び関連仲介機関に対するオンサイト検査のカバー範囲を拡大する[10]、②上場時に配当政策を開示する、③上場前の突然の高額配当等を監視する、④子会社分離上場を厳格に管理監督する、⑤厳格な増資審査チェックを行う、といった例を示している。

中国では、2023 年夏から株価維持政策（PKO）の一環として新規株式公開（IPO）・増資ペースの調整が行われており、2024 年版 9 条意見の株式発行・上場審査基準の厳格適用は、PKO の延長線上にあるとも言える。一方、中国では、2023 年夏以降、円滑な経済再開（リオープン）に向けて市場対策・経済対策が打ち出されてはいるものの、株式発行ペースの調整も受け、市場の活性化に課題を抱えている状況にある。

２）株式発行規模の拡大自体を求めない方針か

中国人民銀行の統計に基づき、株式発行登録制度が全ボードで実施された 2023 年の中国本土株式市場の動向を見ると、エクイティファイナンスは 9,170 億元（前年比 30.4％減）、時価総額は 77 兆 3,131 億元（同 1.9％減）、上海総合指数（年末）は 2,975 ポイント（前年末比 3.7％減）となっている（図表 4）。2014 年版 9 条意見が公表されて以降、2023 年のデータをこの 10 年間のピーク時と比較すると、エクイティファイナンスは37.8％減（2021年との比較）、時価総額は15.6％減（同左）、上海総合指数（年末）は 15.9％減（2015 年末との比較）となっている。この間、2020 年の新型コロナショック発生時には、証監会等から資本市場での発行体向け支援策が講じられている[11]。2021年までは、2020年（特に第1四半期）の新型コロナショックからのＶ字回復が市況等の改善にも反映されたものと考えられる。

2024年版9条意見では、第8条の中で、中国資本市場の役割を「新たな質の生産力の発展を促進する」ためのものとも位置づけ、「国家産業政策の方向性に合致し、重

[10] 2024年6月11日、上海証券取引所は、科創板へのある新規株式公開（IPO）申請企業について、2021年12月のオンサイト検査結果を踏まえ、募集説明書及び財務諸表の虚偽記載に対し、向こう5年間、発行申請を受け付けないとの処分を決定・公表している。

[11] 関根栄一「中国での新型コロナウイルス感染拡大に伴う金融面での危機対応策」『野村資本市場クォータリー』2020年春号。

図表 4　中国本土株式市場の動向

年	政策・イベント	エクイティファイナンス金額		売買高		売買金額		時価総額（年末）		上場会社数（年末）		上海総合指数（年末）	
		（億元）	前年比	（百万株）	前年比	（億元）	前年比	（億元）	前年比	（社）	前年比	（ポイント）	前年比
2014	上海・香港ストックコネクト始動	7,060	n.a	7,338,309	52.2%	742,385	58.6%	372,547	55.8%	2,613	n.a	3,235	52.9%
2015	二つのショック（株価・為替）	9,174	29.9%	15,980,958	117.8%	2,368,150	219.0%	531,304	42.6%	2,827	8.2%	3,539	9.4%
2016	深圳・香港ストックコネクト始動	14,510	58.2%	9,469,053	−40.7%	1,273,845	−46.2%	507,686	−4.4%	3,052	8.0%	3,104	−12.3%
2017	―	11,755	−19.0%	8,778,084	−7.3%	1,124,625	−11.7%	567,086	11.7%	3,485	14.2%	3,307	6.5%
2018	米中貿易摩擦ショック	6,827	−41.9%	8,203,725	−6.5%	901,739	−19.8%	434,924	−23.3%	3,584	2.8%	2,494	−24.6%
2019	上海・科創板（新興市場）始動	6,863	0.5%	12,662,429	54.3%	1,274,159	41.3%	592,935	36.3%	3,777	5.4%	3,050	22.3%
2020	新型コロナショック	11,567	68.5%	16,745,186	32.2%	2,068,253	62.3%	797,238	34.5%	4,154	10.0%	3,473	13.9%
2021	北京証券取引所創設	14,746	27.5%	18,742,600	11.9%	2,579,734	24.7%	916,088	14.9%	4,615	11.1%	3,640	4.8%
2022	ゼロコロナ政策徹底	13,182	−10.6%	18,572,538	−0.9%	2,245,095	−13.0%	788,006	−14.0%	4,917	6.5%	3,089	−15.1%
2023	株式発行登録制度全面的始動	9,170	−30.4%	17,080,911	−8.0%	2,122,110	−5.5%	773,131	−1.9%	5,107	3.9%	2,975	−3.7%
2024（～4月）	2024年版9条意見公表	992	−73.1%	6,563,770	16.6%	697,465	−5.3%	780,205	−8.2%	5,124	2.8%	3,105	−6.6%

（出所）中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

要な核心技術を突破した企業に対する株式・債券発行への支援を強化する」としている。今後も、証券当局として株式発行規模の拡大自体を目標にせず、上場会社の「質」を重視する姿勢が継続するものと思われる。

３．株式流通市場での監視強化継続

2024 年版 9 条意見では、第 3 条で、①減持（株式持分売却）規則体系を全面的に整備すること、②上場会社の現金配当の管理監督を強化すること、を明記している。また、第 6 条で、取引の管理監督を強化すること、特に①プログラム取引に対する管理監督規定を公布し、高頻度のクオンツ取引に対する管理監督を強化することや、②市場を操り悪意を持って空売りをするなどの違法・規定違反行為を厳しく調査・処理し、抑止・警告を強化すること、を盛り込んでいる。

これらの内容は、2023 年 8 月 18 日に証監会が公表した株式市場活性化策（第二弾）に盛り込まれている内容であり、2024 年版 9 条意見で、今後も継続していく方針を示したものと受け取ることが可能である。株価の異常な変動を防止するメカニズム構築の必要性などについて、証監会内の市場監督管理一局は、資本市場のリスク防止・解消は長期にわたる業務ではあるが、短期的には、外部（中国本土外）から入ってくる輸入性のリスクと、内部（中国本土）の脆弱性が交差する局面は今なお根本的に変わっていない、との認識を示している[12]。

また、2024 年版 9 条意見では、市場の監視強化を更に実効性のあるものとするため、最後の第 9 条で、①資本市場の法令整備を強化し、法律違反コストを大幅に引き上げる、②違法行為・犯罪に対する行政・民事・刑事の共同取締りを強化する、との方針を示してい

[12] 「认真学习领会《习近平关于金融工作论述摘编》证监会：丰富应对市场波动政策工具」『中国証券報』2024 年 6 月 19 日。
＜https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202406/t20240619_6418179.html＞。

る。なお、前者に関しては、証券投資基金法の改正、上場会社管理監督条例の公布、証券会社管理監督条例の改正、社債管理条例の制定を列挙している。

４．多様な投資家層の育成に向けた取り組み

１）長期資金による株式市場での長期投資を誘導

2024年版９条意見では、第７条で、株式市場を念頭に、「中長期資金の市場参画を強力に推進し、長期投資能力を持続的に強化する」と題し、まず株式型公募ファンドによる株式運用比率の上昇を志向している。また、基金管理会社には、組成するファンドの規模ではなく、リターンを重視した業務モデルに転換するよう求めている。

次に、各投資資金については、①上場投資信託（ETF）市場の育成を進める方針、②保険資金による株式投資に向けた規制環境の最適化、③年金基金（全国社会保障基金、基本養老保険基金）の投資政策の整備、④企業年金・個人年金投資の柔軟性向上、⑤銀行理財資金・信託資金の株式投資の誘導、を志向している。

ほかに、第９条では、前述の長期投資を行う各投資資金に加え、上場企業の株式型報酬、プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル（VC）、不動産投資信託基金（REIT）等についても、証券税制の整備を進め、イノベーションの促進に向けた資本形成と市場の活性化に有利な財政・税制体系を構築するとの方針を明記している。証券税制のうち、外国人投資家向け証券優遇措置について明記はないものの、QFIIやRQFII等に対するキャピタルゲインへの免税措置（時限措置）が今後も継続して延長されていくかどうかが注視される。

２）個人の資産形成支援措置

2024年版９条意見では、個人の資産形成支援について、「個人年金投資の柔軟性を高める」という記載以外に、特に明記されているものはない。ここで、中国人民銀行の統計に基づき、2022年末時点の家計金融資産を見ると、合計232兆9,837億元のうち、現預金が140兆875億元（全体の60.1%）、保険が27兆5,553億元（同11.8%）、債券が1兆2,994億元（同0.6%）、株式が23兆9,139億元（同10.3%）、証券投資基金が8兆835億元（同3.5%）、その他資産が32兆441億元（同13.8%）となっている（図表5）。

2021年末時点から2022年末時点にかけての伸び率を見ると、合計では8.5%増、また各項目のうち、現預金は16.8%増、保険は13.0%増、債券は6.7%減、株式は15.6%減、証券投資基金は1.4%減、その他資産は1.5%減となっており、内訳・伸び率ともに（ゼロコロナ政策が徹底された）2022 年は現預金志向が高まった年となっている。現預金の市場運用を促す仕組みをどのように構築していくかも、2024年版９条意見の関連政策として注目されよう。

図表 5　家計金融資産の動向

（単位）億元

	2017年末	内訳	2018年末	内訳	2019年末	内訳	2020年末	内訳	2021年末	内訳	2022年末	内訳
合計	1,367,429	100.0%	1,445,327	100.0%	1,664,476	100.0%	1,895,820	100.0%	2,148,186	100.0%	2,329,837	100.0%
現預金	771,279	56.4%	850,293	58.8%	958,894	57.6%	1,086,432	57.3%	1,199,821	55.9%	1,400,875	60.1%
保険	158,289	11.6%	180,444	12.5%	202,540	12.2%	220,385	11.6%	243,880	11.4%	275,553	11.8%
債券	13,112	1.0%	14,159	1.0%	14,553	0.9%	13,924	0.7%	13,924	0.6%	12,994	0.6%
株式	183,700	13.4%	130,543	9.0%	179,805	10.8%	232,436	12.3%	283,434	13.2%	239,139	10.3%
証券投資基金	37,051	2.7%	38,863	2.7%	44,095	2.6%	58,520	3.1%	81,966	3.8%	80,835	3.5%
その他資産	203,998	14.9%	231,024	16.0%	264,589	15.9%	284,123	15.0%	325,163	15.1%	320,441	13.8%

（出所）中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

５．対外開放の重点分野

１）香港等市場との相互接続の促進

2024 年版 9 条意見では、第 8 条で、①資本市場の越境相互接続メカニズムを開拓し最適化する、②企業の中国本土外での上場・資金調達ルートを拡大し、中国本土外上場の登録管理の質及び効率性を高める、との方針を明記している。

かかる方針に基づき、2024 年 4 月 19 日、証監会は、香港との資本市場協力に関わる 5 項目措置を公表した。同措置は、①ストックコネクトの対象 ETF 商品の拡大、②ストックコネクトへの REIT の組み入れ、③人民元建て株式取引プラットフォームの最適化、④基金相互販売制度の最適化、⑤中国本土企業の香港上場支援、から構成される（図表 6）。これらのうち、①については、6 月 14 日、中国本土・香港の各証券取引所が 7 月 22 日より実施可能になる旨公表している[13]。

[13] 実施公告に先立ち、2024 年 6 月 11 日、中国本土の南方、広発、景順長城の基金管理会社 3 社は、（中国政府傘下の）中国国新グループの子会社・国新投資と組んで、香港市場で上場する国有企業（中央政府所属）銘柄から構成される ETF を発行した。国新投資は、6 月 19 日に同 ETF を購入している。ストックコネクトへの対象 ETF 商品の拡大を見越した動きと市場関係者は見ている。

図表 6　中国本土と香港との資本市場協力 5 項目措置の概要

	項目	主な内容
①	ストックコネクト対象ETF商品の拡大	● ストックコネクト（上海・深圳－香港間）における株式型ETFの適格商品の範囲を緩和する。 ● 適格株式型ETFの平均資産管理規模の条件を適度に緩和し、サウスバウンド（上海・深圳から香港向け）のETF商品の香港株ウェイト・ストックコネクト対象の香港株ウェイトの条件を引き下げる。 ● ノースバウンド（香港から上海・深圳向け）のETF商品等にも同様な調整を行う。 ● （参考：上海証券取引所の細則案）ノースバウンドでは、ETFの組み入れ規模条件を15億元以上から5億元以上に調整する。サウスバウンドでは、ETFの組み入れ規模条件を17億香港ドル以上から5.5億香港ドル以上に調整する。組入比率の調整や、対象から外す規模の調整も同時に行う。
②	不動産投資信託（REIT）の組み入れ	● 中国本土及び香港の適格REITをストックコネクトの対象に組み入れ、ストックコネクトの売買商品の種類を更に多様化する。
③	人民元建て株式取引プラットフォームの最適化	● 人民元建て株式取引プラットフォーム（2023年6月19日始動）の（ストックコネクトの）サウスバウンドへの組み入れを支援する。 ● 香港が、「香港ドル・人民元デュアルカウンターモデル」をリリース以降、中国本土・香港の各証券取引所及び清算会社は、人民元建て株式プラットフォームを（ストックコネクトの）サウスバウンドに組み入れるための研究を積極的に行ってきており、現在、関連業務案について基本的な共通認識を形成済。 ● 双方は更に業務案の完成、規則改正、システム改造、投資家教育等の各準備業務を進め、できるだけ早くリリースし、人民元の国際化を支援する。
④	基金相互販売制度の最適化	● 各基金の各市場での相互販売比率上限を適度に緩和し、香港基金の投資管理機能を基金管理人の同グループの海外資産管理機関に移管する。 ● 基金相互販売の制度設計を最適化し、中国本土・香港の各投資家の多様な投資ニーズを更に満足させる。
⑤	中国本土企業の香港上場支援	● 中国本土の業界リーディング企業の香港上場を支援する。 ● 中国本土外上場登録管理制度に関する規則公布・実施以来一年が経ち、既に72社が香港での新規株式公開（IPO）を登録している（2024年4月19日の5項目措置発表時点）。香港上場・資金調達ルートの円滑化は、中国本土企業の中国本土・香港の二つの市場の利用等を支援することにつながる。

（出所）中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

２）中国本土企業の香港上場動向

2014 年版 9 条意見公表後の中国本土企業の香港上場動向を見ると、H 株（香港上場の中国企業株）・非 H 株（中国本土外で設立登記された中国企業株）の香港メインボードでの IPO 金額は、新型コロナショックの発生した 2020 年の 3,952 億香港ドル（前年比 53.7%増）をピークに、2021 年は 3,242 億香港ドル（同 18.0%減）、（ゼロコロナ政策が年末までに徹底された）2022 年は 963 億香港ドル（同 70.3%減）、経済再開が始まった 2023 年は 416 億香港ドル（同 56.8%減）となっている（図表 7）。

香港を含む中国本土外市場での中国企業の上場は、景気動向に加え、2020 年から強化が始まった中国本土でのプラットフォーマー規制や個人情報の越境移転に対する管理強化も影響しているものと見られる。一方、2023 年 3 月 31 日より新たな海外上場ルールが施行され、発行申請企業は、証監会に登録申請を行う前に、自社が所属する業界の中国本土主管部門から管理監督上の意見を聴取しなければならない。また、発行申請企業は、外商投資（外資導入）、ネットワーク安全、データ安全等国家安全に関する法令に基づき、証監会に登録申請を行う前に、審査を受けなければならない。

図表 7　香港証券取引所（メインボード）における中国企業のエクイティファイナンス動向

（単位）百万香港ドル

年	H株			非H株			IPO合計	
	IPO	増資	合計	IPO	増資	合計		伸び率
2014	119,598	73,840	193,438	79,059	423,986	503,044	198,656	30.7%
2015	209,373	121,013	330,386	32,369	289,065	321,434	241,742	21.7%
2016	130,808	19,796	150,604	51,279	140,108	191,387	182,086	−24.7%
2017	61,467	39,508	100,975	35,529	226,749	262,278	96,996	−46.7%
2018	108,879	47,660	156,539	164,243	146,259	310,501	273,122	181.6%
2019	50,387	25,934	76,321	206,767	75,566	282,333	257,154	−5.8%
2020	59,611	34,878	94,488	335,617	224,427	560,043	395,227	53.7%
2021	39,614	69,894	109,508	284,551	262,407	546,958	324,165	−18.0%
2022	80,185	16,742	96,928	16,098	112,219	128,317	96,283	−70.3%
2023	16,914	21,274	38,188	24,719	68,419	93,138	41,633	−56.8%
2024（1～5月）	4,307	5,471	9,778	4,763	25,725	30,488	9,071	n.a

（出所）香港証券取引所より野村資本市場研究所作成

Ⅳ 結びにかえて

中国では、2023 年夏以降、経済再開を円滑に進めるため、PKO も兼ねた株式市場活性化策や住宅購入政策の見直し、特別国債の発行といった経済対策が打ち出されたものの、今後は、企業の成長資金需要に応えなければならない現実的な課題も存在する。このため、証監会は、2024 年版 9 条意見公表後の 4 月 19 日、「資本市場による科学技術企業の高い水準の発展貢献に向けた 16 の措置」を公表し、ブレークスルー技術を有する企業を他の行政部門とも協力して選定し、上場など資本市場を通じた資金調達について特別の申請窓口を設けるとした[14]。併せて、法令上の条件を満たした同企業の海外上場も支援するとした。続いて 6 月 19 日、証監会は、上海・科創板を科学技術企業が優先的に上場する市場として改革を進めていく方針を公表した[15]。

2024 年 6 月 18 日付第一財経によると、同年初から 6 月 18 日までの間の A 株の IPO 企業は 41 社（前年比 73%減）、IPO 申請を自主的に撤回した企業は 200 社超となっているのに対し、海外上場の証監会への登録が済んだ中国企業は 81 社で、そのうち香港上場が 36 社、米国上場が 45 社となっている。2024 年版 9 条意見では、資本市場の開放と安全を統一的に計画すると述べており、海外上場についても引き続き 1 件 1 件丁寧な審査が続けられていくことにはなろうが、今後の中国企業の海外上場の選択方針は、外資系証券会社や外国人投資家のビジネス機会の発掘に直結するものとなろう。

また、2023 年 10 月の中央金融工作会議では、科学技術金融、グリーン金融、金融包摂、年金金融、デジタル金融の五大分野での取り組みを進めていくとしており、銀行・保険業については、国家金融監督管理総局から 2024 年 5 月 9 日にガイドラインが公表されてい

[14] 中国証券監督管理委員会「中国证监会关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施」2024 年 4 月 19 日。＜http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7474995/content.shtml＞

[15] 6 月 20 日、上海証券取引所は、（ハイエンド設備製造業に分類される）西安泰金新能科技による科創板への IPO 申請を受理した。科創板の IPO 申請受理は、同公司が本年初めてとなる。

る。2024 年版 9 条意見に基づき、証券業での五大分野の進め方についても、いずれ公表されよう（前掲図表 2 参照）。資本市場で過去から蓄積されてきた課題を解決しながら、同時に五大分野での金融仲介機能を高めようとする証監会の取り組みは、中国資本市場が新たな発展段階に移行していくための試金石となろう。