

## 第15次5カ年計画から見る中国の資本市場改革 — 「包摂性」をキーワードにした投資促進策—

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 2025年10月20日から4日間、北京市で中国共産党による第20期中央委員会第4回全体会議が開催された。会議では、2026年から2030年までの5年間の経済運営方針としての第15次5カ年計画（以下、計画案）が審議され、10月28日にその概要が公表された。
2. 公表された計画案は、合計15章と61項目から構成され、重点12分野と香港政策も盛り込まれている。資本市場との関係を見ると、直接金融の積極的発展が明記されている。同案の策定に先立ち、既にテック系企業の香港での上場審査が加速しており、中国本土のエクイティファイナンスも回復期に入っている。
3. 重点12分野の1番目では、伝統産業・新興産業・未来産業に分類した産業政策に言及している。資本市場関連では、産業振興に向け、新興企業に広く上場の機会を設ける「包摂性」と、株式発行制度の最適化を進める「適応性」をキーワードに改革を進めようとしている。
4. 「包摂性」と「適応性」の下、向こう5年間、新興市場としての上海科学技術創業板に「成長セグメント」を設け、人工知能（AI）など先端分野で、赤字でも将来性のあるテック系企業の上場を進める方針である。産業振興を支える投資環境づくりの観点からは、政府投資基金も活用し、外国人投資家制度の最適化等を進めるとしている。
5. 計画案では、人民元の国際化について積極姿勢に転じていることがわかる。クロスボーダー投資の促進に当たっては、国内金融システムの安定が重要であり、不動産業界、地方政府債務、中小金融機関に関わる3つのリスクを統一的に処理していく方針を改めて確認している。今後、資本市場の改革に向け海外の経験等がどのように中国側に参照されるのか、また資本市場版の計画がどのように策定されるのかが注視される。

### 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回目となる国务院9条意見の概要—」『野村資本市場クォーターリー』2024年夏号。
- ・ 関根栄一「経済分野で更なる改革の推進を目指す中国共産党の指針公表—3中全会での11年ぶりとなる改革プランの決定—」『野村資本市場クォーターリー』2024年秋号。

## I 第15次5ヵ年計画（2026～2030年）案の公表

### 1. 2035年までの長期目標の基礎固めを行う期間

2025年10月20日から23日の4日間、北京市で中国共産党による第20期中央委員会第4回全体会議（以下、第20期4中全会）が開催された。会議では、2026年から2030年までの5年間の経済運営方針としての第15次5ヵ年計画が審議され、10月28日に建議（以下、計画案）という形で公表された<sup>1</sup>。計画案は、2026年3月に開催される全国人民代表大会（国会に相当）で最終決定されることとなるが、修正は技術的なものに留まり、方向性そのものは原案通り承認される見通しである。

方向性に関して、第14次5ヵ年計画（2021～2025年）を2020年10月に策定した際に掲げた2035年までに1人当たりGDPを中等先進国の水準にするという目標は踏襲されている。このため、計画案の対象となる2026～2030年は、この長期目標の実現に向け、基礎固めをする重要な期間とも位置付けられている。

### 2. 計画案と資本市場との関係

計画案は、合計15章と61項目から構成されている。最初の総論の計2章を除き、第3章から第14章で、産業振興、科学技術革新、国内市場、経済体制、対外開放、農村振興、地域発展、文化建設、民生保障、グリーン発展、安全発展、国防建設という12の重点分野での方針を示している。また、最後の第15章の全党・全国各民族人民の団結の箇所では、国際金融センターとしての香港と中国本土との協力関係が言及されている。

計画案のうち、資本市場との関係を見ると、「株式・債券等の直接金融を積極的に発展させる」との方針を明記している。第14次5ヵ年計画での「直接金融の比率を拡大する」との方針に比べると、直接金融の規模そのものをより拡大しようとする姿勢が見て取れる。

また、計画案の策定に先立ち、既に以下の動きが始まっている。第1に、2024年後半より、中国本土の科学技術（テック）系企業の香港上場に関する当局審査がスピードアップしている。香港での引受業務には、グローバルな投資銀行も参画している。第2に、中国本土の新興市場では、2025年後半より、赤字であっても、成長性がある重点産業のテック系企業の上場を特別に認める仕組みが始まっている。中国本土の証券会社も引受業務に加え、上場予備軍への助言業務を始めている。

本稿では、計画案のうち、重点12分野に香港政策を加えた計13分野の中から、重点産業の振興の面で、当局が直接金融の柱となる資本市場の機能をどのように活用することを意図しているかを中心に取り上げていく。

<sup>1</sup> 「中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划」『新華社』2025年10月28日。

## Ⅱ 株式市場の「包摂性」向上を通じた産業振興

### 1. 向こう5年間の重点産業分野を具体的に列挙

#### 1) 伝統産業・新興産業・未来産業に分類して個別業界を指定

計画案では、上記の重点12分野の1番目で産業振興を取り上げ、「現代的産業体系を構築し、実体経済の基盤を強化・拡大する」との方針を明記している（図表1）。背景としては、（1）中国経済が現在、国際的には保護主義の台頭、国内では有効需要の不足という課題を抱えている、（2）これらの課題の解決のためには、向こう5年間で経済発展の質を高め、実際に成果を出していくことを最優先に位置付けている、ことが挙げられる。

1番目で取り上げられた産業振興においては、3つの産業分野を指定していることが特徴である。1つ目に「伝統産業」を指定し、その最適化・高度化を進めるとしている。具体的には、鉱業・冶金・化学工業・軽工業・紡績・機械・船舶・建築等を列挙し、これら伝統産業の国際分業における地位・競争力を向上させるとしている。中国に限らないが、一国の経済が発展する中で、産業の中心が、農業などの第1次産業から、製造業などの第2次産業へ、次いでサービス業などの第3次産業に移っていく「ペティ・クラークの法則」が確認されている。一方、人件費の上昇や他国のキャッチアップによる競争力の喪失によって、一度、国内で工場を閉鎖したり、海外に工場を移転したりした製造業の基盤を後から国内で取り戻すことは難しい。現在進行中の貿易摩擦で、サプライチェーンを海外に過度に依存しないよう、先進国を中心に製造業の基盤を再整備しようとしているが、その成否は必ずしも定かではない。計画案は、かかる他国の経験や教訓をくみ取り、伝統産業の重要性を確認したものと思われる。

2つ目に「戦略的新興産業」を指定し、新たな基幹産業として、研究開発から製品化までの全サイクルを視野に育成していくとしている。具体的には、新エネルギー・新素材・航空宇宙・低空経済（ドローンなど）などの産業クラスターを発展させるとしている。なお、第14次5ヵ年計画で戦略的新興産業に指定されていた新エネルギー自動車は、第15次5ヵ年計画からは指定業種より外されており、補助金や購入時の税制優遇など、今後、同業界に対する政府の支援や関与が徐々に薄れていく可能性がある。

3つ目に「未来産業」を指定し、育成していくとしている。具体的には、量子技術・バイオ製造・水素エネルギー・核融合エネルギー・ブレインマシンインターフェース（BMI、脳と機械を接続し脳の思考から機械を操作）・エンボディッド人工知能（AI）・第6世代移動通信（6G）といった新たな成長分野を育成するとしている。これらのうち、物理的な身体を持つAIとしてのエンボディッドAIでは、AIを搭載した人型ロボットがよく知られている。いずれの分野も、応用シーンの開発から商用化まで視野に入れられている。

図表1 第15次5ヵ年計画（2026～2030年）の資本市場に関連する内容

章	項目	主な内容	(参考)各項目が実施される過程で発生しうる証券ビジネス
3 現代的産業体系の構築と実体経済の基盤を強化・拡大			
(7)	伝統産業の最適化・高度化	鉱業・冶金・化学工業・軽工業・紡績・機械・船舶・建築などの産業の国際分業における地位・競争力を向上させる。	M&A、増資
(8)	新興産業の発展	新エネルギー・新材料・航空宇宙・低空経済など戦略的新興産業クラスターを発展させる。	VC・PE投資、新規株式公開(IPO)・増資、M&A
	未来産業の育成	量子技術・バイオ製造・水素エネルギー・核融合エネルギー・ブレインマシンインターフェース(BMI)・エンボディッド人工知能(AI)・第6世代移動通信(6G)など新たな成長分野を育成する。ベンチャー投資を発展させ、未来産業の投資拡大・リスク分担の仕組みを整備する。ユニコーン企業を育成する。	
4 ハイレベルの科学技術の自立自強を加速し、「新質生産力」の発展をリード			
(11)	独創的イノベーションと基幹核心技术の研究開発を強化	集積回路・工作機械・先端機器・ベースックソフトウェア・先進的材料・バイオ製造等の重点分野の基幹核心技术の開発を推進する。	VC・PE投資
(12)	科学技術イノベーションと産業イノベーションの高度な融合を推進	科学技術イノベーションの主体としての企業の地位を強化し、イノベーションチェーン・産業チェーン・資金チェーン・人材チェーンの高度な融合を促進する。	IPO・増資、M&A
(14)	「デジタル中国」の建設を推進	「AI+」行動を全面的に実施し、AIと産業発展、文化建設、民生保障、ソーシャル・ガバナンスとの結合を強化し、AIの産業応用において上位を占め、全方位的に各業界を後押しする。	VC・PE投資、IPO・増資、M&A
5 強大な国内市場を整備し、新たな発展の形の構築を加速させる			
(16)	投資を有効に拡大	民間企業が重要プロジェクト建設に参加するための長期的かつ効果的な仕組みを整備し、政府投資基金の「呼び水」としての役割を発揮させ、民間投資の割合を引き上げ、市場主導の投資拡大の原動力を強める。	官民連携(PPP)
6 ハイレベルの社会主義市場経済体制の構築を加速し、質の高い発展の原動力を強化する			
(18)	各種経営主体の活力を十分に引き出す	国有資本・国有企業改革を深化させ、国有経済の配置の最適化と構造調整を推進し、国有企業のコア機能を強化し競争力を高める。民間経済促進法を施行し、法律と制度に基づく生産要素の平等使用、市場競争への平等参加、合法的な権利・利益の保護を確保し、民間経済を発展・成長させる。	M&A、増資 官民連携(PPP)
(19)	要素市場化配分の体制・仕組みの整備を加速	機能が整った資本市場を構築し整備する。	証券引受全般、機関投資家向けサービス
(20)	マクロ経済ガバナンスの効果を向上	適切に中央の権限を強化し、中央財政支出の歳出に占める割合を引き上げる。地方の自主財源を増やす。政府債務管理の長期的かつ効果的な仕組みの確立を加速させる。	国債・地方債引受及びトレーディング
		科学技術金融、グリーン金融、包摂金融、養老金融、デジタル金融を大いに発展させる。	新興企業上場、グリーンファイナンス、年金基金運用、フィンテック
		資本市場制度の包摂性・適応性を向上させ、投資と融資(資金調達)が調和した資本市場の機能を整える。株式・債券等の直接金融を積極的に発展させる。先物・デリバティブ及び資産証券化を着実に発展させる。	IPO・増資、M&A、機関投資家向けサービス、ヘッジ商品開発
		デジタル人民元を着実に発展させる。	フィンテック、対外決済への活用
		上海国際金融センターの整備を加速する。	クロスボーダー証券取引の拡大、ストックコネクト・ボンドコネクトの制度設計最適化、人民元為替取引(ヘッジを含む、以下同様)
		金融管理監督を全面的に強化し、管理監督における中央と地方の連携を強化し、リスク対応の資源と手段を多様化させ、リスク防止・解消システムを構築し、金融の健全な運営を確保する。	金融機関のバランスシート調整に関する資産証券化・M&A
7 ハイレベルの社会主義市場経済体制の構築を加速し、質の高い発展の原動力を強化する			
(21)	自主的開放を積極的に拡大	自由貿易試験区(FTZ)の高度化戦略を実施し、ハイスタンダードな海南自由貿易港を建設する。	FTZでの金融取引の規制緩和
		人民元の国際化を推進し、資本収支項目の開放水準を高め、自主的・制御可能な人民元クロスボーダー決済システムを構築する。	クロスボーダー証券取引の拡大、パンダ債・オフショア人民元債発行引受及びトレーディング、人民元為替取引
		グローバル経済・金融ガバナンスの改革を推進する。	上海協力機構(SCO)開発銀行の設立及び債券(外債を含む)発行
11 民生の保障・改善にいつそう注力し、全人民の共同富裕を着実に推進する			
(41)	社会保障体系を整備	資本の繰り出しによって社会保障基金を充実させ、社会保障基金の長期的かつ効果的な調達、統一管理、保値増値、安全監督管理の仕組みを整える。	年金基金向け運用サービス
(41)	不動産業界の質の高い発展を推進	不動産業界の新しいビジネスモデルの構築を急ぎ、分譲住宅の開発、融資、販売などにかかわる基本的制度を整える。	M&A、社債発行、ディストレス投資、資産証券化、不動産投資信託(REIT)
13 国家の安全システム及び能力の現代化を推進し、より高い水準の「平安中国」を構築する			
(50)	重点分野の国家安全保障能力の整備を強化	不動産業界、地方政府債務、中小金融機関等のリスクの秩序立った解消を一体的に推進し、システムリスクの発生を厳重に防ぐ。	金融機関のバランスシート調整に関する資産証券化・M&A、ディストレス投資
15 全党・全国各民族人民を団結させ、第15次5ヵ年計画の達成に向けて奮闘する			
(58)	香港・澳門の長期的繁栄と安定を促進	香港の国際金融センター等としての地位をうち固めて向上させ、香港による国際科学技術イノベーションセンターの整備を支援する。	グレーターベイエリア越境理財コネクトの対象拡大、香港での中国概念株上場、点心債発行
(60)	人類運命共同体の構築を推進	グローバルサウスの結束・自立強化をサポートし、海外支援を強化し、より多くの国際公共財を提供する。	アジアインフラ投資銀行(AIIB)・新開発銀行(NDB)の債券(外債を含む)発行

(注) グリーン金融分野を除いて列挙。

(出所) 「中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划」『新華社』2025年10月28日より野村資本市場研究所作成

## 2) 自前の科学技術の育成を推進

重点 12 分野の 2 番目では、ハイレベルの科学技術の「自立自強」を加速し、「新質生産力」の発展をリードするとしている。自立自強とは、自前の科学技術の育成を指す。また、新質生産力（新しい質の生産力）とは、イノベーション駆動による新技術、高効率、高品質という特徴を備えた先進的な生産力を指す。

前者の自前で育成する科学技術としては、集積回路・工作機械・先端機器・ベーシックソフトウェア・先進的材料・バイオ製造等が列挙され、（官民一体を意味する）新たな举国体制の下、特例措置を講ずるとしている。後者の新質生産力の発展に関しては、イノベーション・産業・資金・人材を結び付けたエコシステムを構築し、AI の開発に加え応用シーンの開発を進めていくとしている。

## 2. 産業振興に向け計画案が想定している資本市場の役割

### 1) 2つのキーワードを強調

産業振興に向けたエコシステムの一環として、計画案は、金融仲介機能に関し、重点 12 分野の 4 番目の経済体制の整備の中で、①資本市場制度の包摂性・適応性を向上させ、投資と融資（資金調達）が調和した資本市場の機能を整える、②株式・債券等の直接金融を積極的に発展させる、との方針を明記している。

まず、この「包摂性」や「適応性」というキーワードは、第 14 次 5 ヶ年計画で、「高度な適応性、競争力、包摂性を備えた現代的な金融システムを整備する」という金融が実体経済を有効に支えるようにするという目標の中で登場している。次に、資本市場の文脈では、2024 年 4 月 12 日に国务院（内閣）が承認した「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）の中で登場している。2024 年版 9 条意見では、2035 年までの目標として、「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する」としている。また、「包摂性」は、2025 年下半期の経済政策を討議する中共中央政治局会議（2025 年 7 月 30 日）においても、「国内資本市場の吸引力と包摂性を高め、資本市場の安定化・好転に向けた傾向を着実なものにする」として登場している。しかしながら、2 つのキーワードともに、必ずしも明確に定義付けがなされているわけではない。

### 2) 株式発行市場にとっての「包摂性」と「適応性」の意味

2 つのキーワードのうち、第 20 期 4 中全会の後に公表された中国証券監督管理委員会（証監会）・吳清主席の「資本市場制度の包摂性と適応性を高める」と題した第 15 次 5 ヶ年計画に関する解説<sup>2</sup>では、産業振興を担うテック系企業への支援が必要な背景として、研究開発向け投資金額が大きく、経営の不確実性が高く、利益が創出さ

<sup>2</sup> 中国証券監督管理委員会「提高资本市场制度包容性、适应性——吴清主席在《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议〉辅导读本》上的署名文章」2025 年 10 月 31 日。

れるようになるまでの時間が長くなり得るため、と説明している。このため、株式発行市場にとっての「包摂性」の意味は、伝統産業だけでなく、新産業を担い、また新業態で新技術を有する新興企業にも広く上場の機会を設け、資金調達を支援することを指すものと解釈できよう。次に、株式発行市場にとっての「適応性」とは、経済の発展段階と市場環境の変化に応じ、株式発行制度の最適化や上場ペースの管理を行うことを指すものと考えられよう。

「包摂性」の事例としては、2019年7月に始まった上海証券取引所での新興市場としての科学技術創業板（上海科創板）の創設が挙げられる<sup>3</sup>。また、「適応性」の事例としては、上海科創板の創設に当たり、従来実施されていた政府（証監会）による株式発行審査制度に替える形で、証券取引所による審査と証監会への事後登録を組み合わせた株式発行登録制度を実験したことが挙げられる。上海科創板での株式発行登録制度の実験を経て、2023年2月からは全ての証券取引所の各ボードで同登録制度を導入した<sup>4</sup>。

### 3) 第15次5ヵ年計画期間中の目玉としての科創板改革

計画案で言及された資本市場の「包摂性」の向上のうち、第20期4中全会開催前の2025年6月から、科創板改革として取り組みが発表されている。

証監会・呉清主席は2025年6月18日、上海で開催された陸家嘴フォーラム（年1回）で、科創板に「1+6」の改革措置を導入すると公表した。このうち、「1」とは、科創板の中に「成長セグメント」を設置し、経営赤字でも、技術面で大きなブレークスルーを有し、商業的にも将来性が大きく、研究開発投資を継続的に行っている優良なテック系企業が上場できる仕組みを設けるものである。また、「6」とは、科創板に、①赤字でも上場基準を満たす企業に対する適格投資家制度を試験的に導入すること、②優良なテック系企業を対象に新規株式公開（IPO）時の事前審査制度を試験的に導入すること、③赤字上場基準の適用範囲を拡大し、AI、商業用宇宙開発、低空経済（低高度の有人・無人機を活用した経済活動）など、より多くの先端科学技術分野の企業に上場ルートを拓くこと、④上場審査中の赤字経営の未上場テック系企業が、既存株主を対象とした第三者割当増資などを行うことを支援すること、⑤科創板上場企業の増資制度と戦略的投資家の認定基準を整備すること、⑥科創板上場企業向け投資商品とリスク管理ツールを拡充すること、の6つの措置を指す。計画案で指定された戦略的新興産業の発展や未来産業の育成と連動した取り組みと言える。

<sup>3</sup> 関根栄一「上海での新興市場（科創板）の創設と今後の展望－イノベーション型企業の資金調達を支援－」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号。

<sup>4</sup> 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ーリー』2023年夏号。

### 3. 上場ペースを加速へ

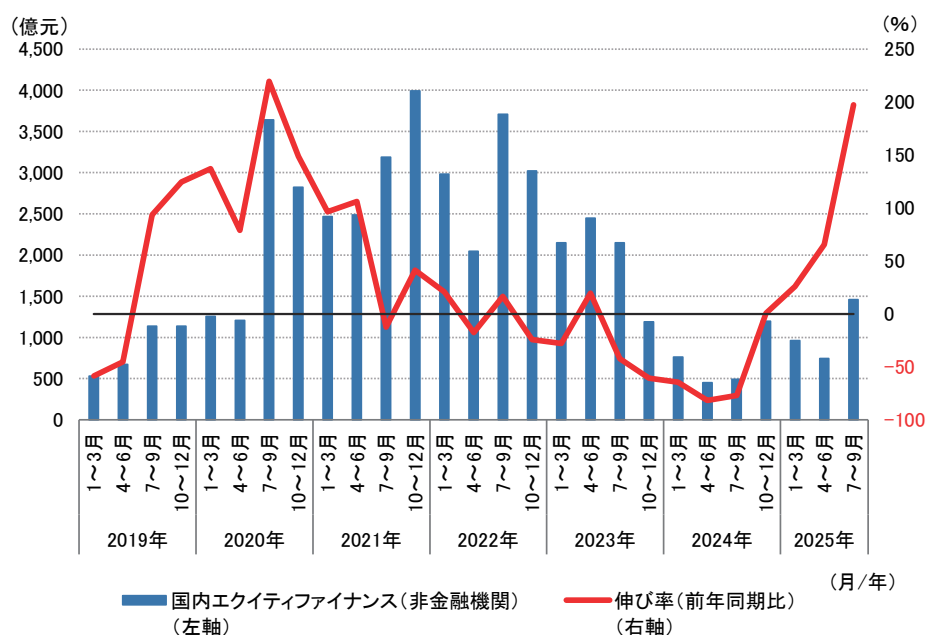
#### 1) 計画案が出る2年前の中国本土でのエクイティファイナンスの状況

計画案と科創板改革を実行していく2030年までの向こう5年間を見通す上で、直近2年間のエクイティファイナンスがどのような状況であったかを確認しておく。

まず、2023年の中国本土市場でのエクイティファイナンスの状況を見ると、同年後半、株価下落に対応し、証監会は株価維持政策（PKO）を発動し<sup>5</sup>、発行審査・上場ペースの管理強化（鈍化）が行われた。同年後半の非金融機関の国内エクイティファイナンスを見ると、7～9月は2,148億元（前年同期比42.1%減）、10～12月は1,188億元（同60.6%減）となり、2023年通年では7,931億元で、前年比32.5%減となった（図表2）。

次に、2024年に入ると、証監会は、2024年2月から5月にかけて、ガバナンスなど上場申請会社の質を問題視し、証券取引所を通じて審査基準を厳格に適用し<sup>6</sup>、投資家の市場への信認を高めようとした。この結果、上場審査を通過した承認案件も絞り込まれ、エクイティファイナンス金額も減少していった。また、2024年も、9月以降、結果的に2年連続でPKOが発動された<sup>7</sup>。この間、非金融機関のエクイティファ

図表2 国内エクイティファイナンス（非金融機関）の動向（2019年以降）



(注) 社会融資規模からの数値。  
(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> 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ーリー』2024年冬号。

<sup>6</sup> 「中国の証券取引所、上場申請の審査を再開へ」『ロイター』2025年5月13日。

<sup>7</sup> 関根栄一「投資家心理の改善を試みる中国の株式市場対策—中央銀行の介入及び企業価値管理策の導入—」『野村資本市場クォーターリー』2025年冬号。

イナンス金額は、7～9月は491億元（同77.1%減）、10～12月は1,196億元（同0.7%増）となり、2024年通年は2,901億元で、前年比63.4%減と更に落ち込んだ。

## 2) 最初に香港上場の審査を加速

2023年後半から2024年前半にかけて行われた上場ペースの管理強化も、市場の変化に対応した「適応性」の事例と言えるが、2024年後半になると、証監会は、先行して海外上場に向けた審査手続きを加速し始めた。その背景には、2024年3月の全人代で政府の重要政策として取り上げられた新質生産力の発展に向け、その担い手でもある民間主体の新興企業の資金調達を支援する必要性が出てきたためと考えられる。

香港証券取引所の統計を見ると、中国企業の香港でのエクイティファイナンスは、2020年及び2021年の6,500億香港ドル台から、2022年は2,252億香港ドル（前年比66%減）、2023年は1,313億香港ドル（同42%減）にまで落ち込んだものの、2024年は1,727億香港ドル（同32%増）に回復し始めた。

2025年に入ると、1～9月では3,875億香港ドルとなり、既に前年の水準を大きく上回っている<sup>8</sup>。日本経済新聞等でも取り上げられ話題を呼んでいる中国企業の香港上場案件のうち（図表3）、2025年は、中国の車載電池最大手の寧徳時代新能源科技（CATL）の上場（5月20日）が特記できよう。CATLは、同年2月11日の申請から3ヵ月という短期間で上場が実現するとともに、上場に伴う公募増資などで356億香港ドルを調達し、香港でのIPOとしては、2021年に追加分を含め483億香港ドルを調達した快手科技（ショート動画大手）以来の規模となった。CATLは、調達した資金の大半をハンガリーでの新工場の建設に充当する計画である。他にも、計画案で、戦略的新興産業や未来産業、基幹革新技術に分類されると思われる中国企業の香港上場が相次いで行われていることも特筆される<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> 2025年5月、香港証券取引所は、ハイテクなど特定企業が上場審査完了まで目論見書などの届出書類を非公開にできる「テクノロジー・エンタープライゼズ・チャンネル（TECH）」と呼ばれるルールを開始し、エクイティファイナンスの活性化を図っている。

<sup>9</sup> 香港上場する中国企業には、既に中国本土でA株（人民元建て株式）を上場している企業も含まれる。H株を重複上場する背景として、現地メディアは、①香港上場を通じて国際的な資金・技術・人材を確保しようとしている点、②グローバルな株式市場である香港の上場基準を満たすことによってガバナンスに対する投資家からの信認を得て、自社ブランド製品の国際化を進めようとしている点、③戦略投資家を海外から呼び込むことで自社の経営資源のレベルアップを目指そうとしている点、を指摘している（「“A+H”双平台助力上市公司高质量发展」『証券日報』2025年11月26日）。

図表3 第15次5カ年計画の産業振興に関連する主要上場案件

時期	市場	社名	業界	調達金額	15-5計画産業 (筆者分類)	特徴
3月10日	香港	赤峰吉隆黄金鉱業	鉱業	28億香港ドル	伝統産業	民間金鉱大手、調達資金の4割を海外事業に
3月31日	香港	賽力斯集団 (セレス・グループ)	自動車	142億香港ドル	伝統産業	上海に上場済、通信機器大手の華為技術(ファーウェイ)と共同運営
4月14日	香港	江蘇正力新能電池技術	電池	5億香港ドル	新興産業	電気自動車(EV)向けリチウムイオン電池製造、小型機・ドローン向け電池も開発
4月15日	香港	映恩生物 (デュアリティバイオ)	バイオ医薬	2億1,100万米ドル	未来産業	がんや自己免疫疾患の患者向けの次世代抗体薬物複合体(ADC)の開発
5月7日	香港	博雷頓科技 (プレトン・テクノロジー)	電動化建設機械	2億3,400万香港ドル	未来産業	鉱山での運搬EVとAIロボットを融合
5月20日	香港	寧徳時代新能源科技 (CATL)	車載搭載電池	356億香港ドル	新興産業	業界最大手、深圳に上場済、調達資金を欧州事業等に充当
7月8日	上海・科創板	北京屹唐半導体科技	半導体製造装置	24億9700万人民元	基幹革新技術	半導体製造装置大手
9月16日	香港	禾賽科技 (ヘサイ・テクノロジー)	自動運転	41億6,000万香港ドル	伝統産業	自動運転車の「目」となる高精度センサーLiDARを製造、2023年2月に米ナスダックに上場済
9月25日	香港	奇瑞汽車	自動車	91億4,500万香港ドル	伝統産業	エンジン車と新エネルギー車の両方を製造
9月30日	香港	紫金黄金国際	鉱業	32億米ドル	伝統産業	紫金鉱業集団の海外子会社、海外権益を保有
10月16日	香港	北京雲跡科技	ロボット	6億6,000万ドル	未来産業	ホテル向けの自動配送ロボット等を開発
10月28日	上海・科創板 (成長セグメント)	禾元生物科技	バイオ医薬	24億人民元	未来産業	植物由来の組み換えタンパク質発現関連技術の研究開発
10月28日	上海・科創板 (成長セグメント)	奕斯偉材料科	半導体	46億3583万人民元	基幹革新技術	12インチ電子グレードシリコンウェーハ製品およびサービスプロバイダー
10月28日	上海・科創板 (成長セグメント)	必貝特医薬	バイオ医薬	16億人民元	未来産業	腫瘍学や自己免疫疾患などの分野における革新的な医薬品開発
10月28日	香港	三一重工	建設機械	134億香港ドル	伝統産業	民間大手、2003年に上海上場済
3月31日	香港	賽力斯集団 (セレス・グループ)	自動車	142億香港ドル	伝統産業	上海に上場済、通信機器大手の華為技術(ファーウェイ)と共同運営
11月6日	香港	文遠知行 (ウィーライド)	自動運転タクシー	23億9,000万香港ドル	未来産業	2024年10月に米ナスダックに上場済
11月6日	香港	小馬智行 (ポニー・エアアイ)	自動運転タクシー	77億香港ドル	未来産業	2024年11月に米ナスダックに上場済
12月5日	上海・科創板 (成長セグメント)	摩爾線程智能科技 (ムーア・スレッド)	半導体	80億人民元	基幹革新技術	「中国版NVIDIA」とも呼ばれる半導体画像処理装置(GPU)メーカー
12月17日	上海・科創板 (成長セグメント)	沐曦集成電路(MetaX)	半導体	42億元	基幹革新技術	2020年9月設立の半導体画像処理装置(GPU)メーカー
2026年以降	上海	長鑫存儲技術(CXMT)	半導体メモリー	n.a	基幹革新技術	半導体記憶装置(DRAM)の国産化を実現
	香港	藍思科技 (レンズ・テクノロジー)	電子機器向けガラス	n.a	伝統産業	アップルのサプライヤーで、スマートフォン用ガラスカバーなどを製造
	上海・科創板	宇樹科技 (ユニツリー・ロボティクス)	ロボット	n.a	未来産業	高性能な4足歩行ロボットの量産に成功している数少ない企業の一つ

(出所) 日本経済新聞及び取引所資料等より野村資本市場研究所作成

### 3) 中国本土市場でのエクイティファイナンスは2025年から回復期に

香港市場に対し、中国本土市場の動向を見ると(前掲図表2)、2025年1~3月のエクイティファイナンス金額は961億元(前年同期比26.0%増)となった。2025年4月上旬には、米国政府が発動した相互関税発動に伴い中国本土市場でも株価下落が発生し、中国政府は3年連続となるPKOを発動したものの、その後の市況の好転と相まって、4~6月のエクイティファイナンス金額は746億元(同65.4%増)、7~9月は1,460億元(同197.4%増)と加速している。

また、2025年6月に打ち出された前述の科創板改革に関しては、第20期4中全会後の2025年10月28日、新たな「成長セグメント」において、禾元生物科技(バイオ医薬、未来産業に分類可)、奕斯偉材料科技(半導体、基幹革新技術に分類可)、必貝特医薬(バイオ医薬、未来産業に分類可)の3社が初めて上場している。

### Ⅲ 産業振興を支えるための投資環境づくり

#### 1. 政府投資基金の活用

計画案では、資本市場の投資家サイドについて、前述の未来産業の育成の箇所では、「ベンチャー投資を発展させ、同産業への投資拡大・リスク分担の仕組みを整備する」との方針を明記している。この点に関連する箇所では、第1に、民間投資の促進策として、政府投資基金の民間投資の「呼び水」としての機能を発揮させる、との方針を明記している（前掲図表1）。第2に、社会保障体系の整備に関し、社会保障基金の長期的かつ効果的な価値増加の仕組みを整える、としている。

かかる方針を組み合わせたものとして、第20期4中全会の開催後には、公的年金である全国社会保障基金が、地方政府と組んで、共同ファンドを立ち上げる動きが出ている。まず、上海市の後背地で民間テック企業が集積する浙江省で、2025年10月27日、同省政府、全国社会保障基金、中国農業銀行が共同で「浙江社保科創基金」を立ち上げることが発表された。名称の「科創」とは、科学技術創新（イノベーション）の略称である。初回募集分の組成規模は500億元とされる。

続いて、同じく上海市の後背地で製造業のサプライチェーンが集積する江蘇省で、2025年10月31日、同省政府、全国社会保障基金、中国工商銀行が共同で「江蘇社保科創基金」を立ち上げることが発表された。やはり初回募集分の組成規模は500億元とされる。江蘇省でも浙江省でも、公的年金が主導した地方系産業投資ファンドでは、過去最大級とのことである。他に、江蘇省や浙江省と同じ華東地域にある上海市政府は2025年10月13日、「先端技術創新と未来産業育成の推進加速に関する若干の措置」を公表し、市政府として振興する未来産業を詳しく指定し、第15次5ヵ年計画期間、資金援助する方針を示している。

一方、中央サイドは、一律的な産業振興を地方に求めているわけではなく、あくまで「現地の実情に根差した」という条件を付けている。政府投資基金を活用しながら、地域の産業集積の強みを活かし、民間企業の力をうまく引き出していけるかが、今後の地方における新たな産業振興の鍵となろう<sup>10</sup>。

#### 2. 外国人投資家による投資制度の最適化

##### 1) 海外からの株式・債券投資規制の緩和

投資家サイドから見た資本市場の「包摂性」では、計画案自体に明記はされていないものの、機関投資家、個人投資家、そして外国人投資家を含む多様な投資家が参加

<sup>10</sup> 2025年に入ってから中国の固定資産投資の伸び率は低下傾向が続いており、1~9月では前年同期比0.5%減と、同年で初めてマイナス成長になり、1~10月には同1.7%減とマイナス幅も拡大した。投資主体のうち、民間企業は、1~6月で前年同期比0.6%減と先にマイナス成長に転じ、1~10月には同4.5%減と、マイナス成長の幅も月ごとに拡大してきている。民間投資への挺入れは喫緊の課題となっている。

する市場に変貌していくことを引き続き目指しているものと考えられる。

これらのうち、外国人投資家による投資制度の最適化では、第 20 期 4 中全会後の 2025 年 10 月 27 日、証監会は「適格外国投資家制度の最適化作業案」を発表した。同案の主な内容としては、まず、適格外国投資家の資格審査及び口座開設手続きを一括・簡素化し、さらにソブリン系の適格外国投資家に対しては「優先審査制度」を導入して参入手続き期間を短縮する、とした。他には、外資系公募ファンドと中国国内公募ファンドと同様の取引ルールを適用すること、中国国内の金融機関が外国投資家向けの投資アドバイスを提供する際の規制を緩和すること、上場投資信託（ETF）オプション及びより多くの商品先物・オプションへの参加を段階的に認めること、といった実務面や商品取引の規制緩和が盛り込まれている<sup>11</sup>。

他に、債券投資に関しては、第 20 期 4 中全会の前となる 2025 年 9 月 26 日、中国人民銀行、中国証監会と国家外為管理局が共同で、中国債券市場で債券の現物取引を実施している外国機関投資家による債券レポ取引を許可する公告を公表した。債券レポ取引に関しては、2015 年に海外ソブリンや人民元クリアリング銀行等一部の外国機関投資家による銀行間債券市場でのレポ取引が認められ、2025 年には中国本土・香港間の「ボンドコネク」の下でのオフショアレポ取引が限定的に可能となっていた<sup>12</sup>。

## 2) 香港と中国本土とのコネクティビティ強化策

香港と中国本土との株式や債券の相互投資制度の関係では、計画案では、第 15 章の全党・全国各民族人民の団結の箇所の中で触れている。具体的には、「香港の国際金融センター等としての地位をうち固めて向上させ、香港による国際科学技術イノベーションセンターの整備を支援する」としている。

この点に関し、2025 年 11 月 4 日、証監会・李明副主席は、香港で開催された第 4 回国際金融リーダー投資サミットにて、クロスボーダー投融資の利便性を高めるために、中国企業の海外上場の届出管理制度の最適化に加え、①中国本土（上海・深圳）－香港ストックコネク対象商品・銘柄を拡大していく、②香港市場での人民元建て店頭株式取引や不動産投資信託（REIT）をストックコネクのサウスバウンド（香港向け投資）に組み入れられるよう支援していく、③香港市場での中国国債先物導入やオフショア人民元建てリスク管理商品の多様化を進めていく、との方針を示している<sup>13</sup>。

<sup>11</sup> 外国人投資家の株式保有金額は、2023 年以降では、2024 年 1 月末時点で 2 兆 4,619 億元（保有比率 3.55%）まで減少した。直近では、2025 年 9 月末時点で 3 兆 5,376 億元（同 3.36%、2023 年 7 月末以来の 3.5 兆元台）となっている。

<sup>12</sup> 外国人投資家の債券保有金額は、2023 年以降、8 月末時点の 3 兆 2,360 億元を底に増加傾向に入り、2024 年 8 月末時点の 4 兆 5,716 億元でピークとなった。直近では、2025 年 9 月末時点の中国本土の債券発行残高 193 兆 2,677 億元のうち、外国人投資家の保有金額は 3 兆 8,224 億元（保有比率 1.98%）となっている。

<sup>13</sup> 中国証券監督管理委員会「李明副主席在第四届国际金融领袖投资峰会上的致辞」2025 年 11 月 4 日。

### 3. クロスボーダー取引の促進政策

#### 1) 人民元国際化に対する積極姿勢

外国人投資家による中国本土向け投資制度の利便性とも関わりがある、人民元国際化について、計画案の第7章の対外開放では、「人民元の国際化を推進し、資本収支項目の開放水準を高め、自主的・制御可能な人民元クロスボーダー決済システムを構築する」との方針を示し、ストレートに国際化を推進する表現となっている。

人民元国際化に関する過去の表現を見ると、いずれも、条件付きで国際化を推進する表現となっていた。まず、2021年から始まった第14次5ヵ年計画の場合、「安定的・慎重に人民元国際化を推進する」、となっている。2015年夏に発生した中国本土の株式下落・為替下落という二つのショックに対応するために2016年、2017年に資本流出規制を強化した時期があったことを念頭に置き、国際化を決して早いペースで進めることはしないメッセージであったとも解釈できる。

次に、2023年10月に開催された党中央の金融工作会議<sup>14</sup>及び2024年7月の中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議（第20期3中全会）で採択された2029年までの改革プランでは、「人民元の国際化を安定的・慎重かつ着実に推進する」と表現している。これらの会議の開催時期は、いずれも2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻後であり、ロシアに対する先進国による金融制裁発動後、新興国による非ドル決済の広がりなどの動きが出てきたことを受け、人民元の国際化の推進に対して「着実に」という少し前向きなトーンを打ち出したものと解釈できる。

また、資本項目の開放水準を高める対象として、前述の通り、対内証券投資の流入促進策が含まれることは理解できる。その一方、適格機関投資家（QDII）等、中国本土投資家の対外証券投資をどこまで容認していくかは、海外株式市場への中国マネーの流入とも関わるものであり、今後の中国当局の政策面での姿勢が注視される。

#### 2) デジタル人民元の実用化を推進

人民元国際化とも関わりがあるデジタル人民元の進め方に関しては、2024年7月に公表された第20期3中全会の改革プランでは「研究開発及び応用を着実に推進する」と表現していたのに対し、今回の計画案では、「着実に発展させる」として、実証実験段階から更に実用化を進めるトーンを打ち出している。デジタル人民元に関しては、既にホールセール型での貿易・投資での国際決済の実験も行われている<sup>15</sup>。2025年9月25日には、中国人民銀行は上海に「デジタル人民元運営センター」を開設している。同センターでは、デジタル人民元の国際決済の推進のみならず、ブロックチェー

<sup>14</sup> 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ーリー』2024年春号。

<sup>15</sup> 関根栄一「中国本土で始まった人民元建てステーブルコインの制度設計を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2025年秋号。

ンを使った国際決済の研究業務や、人民元建てデジタル資産の取引プラットフォームとしての受け皿になるといった業務も想定されている。

計画案には、上海の国際金融センターの整備を加速するとの方針<sup>16</sup>も盛り込まれており、人民元の国際化、デジタル人民元の実用化と連動して進められていくこととなるだろう。

### 3) 中国本土に本部を置く国際開発金融機関の活用

計画案の第 15 章には、金融面での香港支援以外に、「グローバルサウスの結束・自立強化をサポートし、海外支援を強化し、より多くの国際公共財を提供する」との方針も明記されている。資本市場に関し直接の言及はないものの、グローバルサウスが必要とするインフラ整備やグリーン金融の分野で、中国本土に本部を置くアジアインフラ開発銀行（略称 AIIB、本部は北京市）、新開発銀行（略称 NDB、本部は上海市）の投融資機能を活用していくことも、「国際公共財の提供」の例として念頭に置かれていると言えよう。また、両行の業務推進に当たり、国際資本市場での外債発行や中国本土でのパンダ債（非居住者人民元建て債券）発行も引き続き行われていくこととなるだろう。

また、計画案では、「グローバル経済・金融ガバナンスの改革を推進する」との方針も明記されている。本方針に関連し、2025年8月31日、9月1日両日に天津市で開催された上海協力機構（SCO）首脳会議で、中国政府は新たに国際開発金融機関としての「SCO 開発銀行」を設立する方針を表明した。習近平国家主席は、同行の創設を「できるだけ早期に」とも加盟国に対し表明しており、既に設立・運営されている上記 2 行に関する経験やノウハウを活用しながら、急ピッチで創設作業が進められていくこととなるだろう。

## IV 計画案が再指摘する課題と解消に向けた展望

### 1. 引き続き課題として指摘された 3 つのリスクの統一的処理

前述のようなクロスボーダー取引の規制緩和や人民元国際化の推進の条件として、国内の金融システムの安定性の維持やセーフティネットの整備がますます重要になってきていると言えよう。この点、計画案の第 13 章の国家の安全に関する箇所、不動産業界、地方政府債務、中小金融機関に関わる 3 つのリスクを統一的に処理していく方針を確認している。この方針は、第 20 期 4 中全会の 2 年前に開催された 2023 年 10 月の中央金融工作会議に基づくものと同じであり、3 つのリスクの統一的処理がまだ道半ばであることを示しているとも言える。

<sup>16</sup> 関根栄一「トランプ関税により開放を加速する上海国際金融センター—上海をハブに人民元資金の国際流通システムを構築—」『野村資本市場クォーターリー』2025 年夏号。

これらの個別のリスクのうち、地方政府債務については、第6章の経済改革の箇所、「政府債務管理の長期的かつ効果的な仕組みの確立を加速させる」との方針を示している。地方政府債務リスクの解消は、第20期3中全会の改革プランでも確認されており、2024年11月8日、財政部は、2023年末時点の地方の隠れ債務残高が14兆3,000億元に達している中、そのうち12兆元を2028年までに法定債務への借換等によって一括して整理・解消する方針を発表し、既に着手している。また、地方政府を含む債務管理に関し、第20期4中全会開催後の2025年11月初に、財政部内に新たに「債務管理司」（司は「局」に相当）が設けられたことが確認されている<sup>17</sup>。債務管理司は、①総合処（処は「課」を意味し総務課に相当）、②中央債務処、③地方債務一処、④地方債務二処、⑤債務返済処、⑥観測管理処、の6つのセクションから構成され、今後、債務残高の上限設定、債務返済の管理、潜在的な債務のリスク監視等を行っていくことになる。

また、不動産業界については、第11章の民生の保障・改善の中に位置付けて、「不動産業界の新しいビジネスモデルの構築を急ぎ、分譲住宅の開発、融資、販売などにかかわる基本的制度を整える」としている。

中小金融機関のリスクに関わる箇所については、第6章の経済改革の中で、「金融管理監督を全面的に強化し、管理監督における中央と地方の連携を強化し、リスク対応の資源と手段を多様化させ、リスク防止・解消システムを構築し、金融の健全な運営を確保する」としている。第20期4中全会前の報道<sup>18</sup>によれば、中国の銀行数は、2025年6月末時点4,070行と、2024年末時点の4,295行より225行減少している。また、2022年から2024年の3年間で、中小金融機関の代表的存在である農村金融機関は累計で283行減少しており、そのうち2022年は27行、2023年は64行、2024年は192行の減少となっている。国家金融監督管理総局の統計によれば、2025年9月末時点の不良債権金額3兆5,225億元のうち、農村商業銀行は8,275億元と全体の23.5%を占めている。また、同時点の不良債権比率は、全体の1.52%に対し、農村商業銀行は2.82%と、他の種類の銀行よりも高い。1機関あたりの経営規模が小さくとも、数が多い農村の金融機関の経営状況が預金者の不信等を招かないよう、吸収合併を通じて再編を行い、業務規模を拡大し、経営基盤の強化を進めているものと見られる<sup>19</sup>。

## 2. 課題解消に向けて海外の経験等の参照も有用

以上のリスクの言わば三位一体の処理が進んでいけば、中国国内の金融仲介機能の改善にも寄与し、計画案が目指す直接金融の積極的な発展に向けた条件を整えていくことにも有益であろう。また、このような金融分野の負の遺産の処理や、直接金融の規模の拡大に当たっては、世界各国・地域の経験やノウハウが中国側（当局、金融機関）にも参照され、

<sup>17</sup> 「中国財政省、国家債務管理部門を新設 地方政府の『隠れ債務』監視」『ロイター』2025年11月4日。

<sup>18</sup> 「银行业金融机构半年减少225家」『上海證券報』2025年10月10日。

<sup>19</sup> 「中国地銀、破綻封じ大再編 半年で5%の225社減」『日本経済新聞』2025年11月18日。

中国国内の市場でも実際に取り入れられていく際に、外資系金融機関としても貢献できる余地があろう。実際、2025年12月8日、証監会・呉清主席は、北京で開催された中国証券業協会第8回会員総会でのスピーチで、外資系証券会社に対し、「親会社の専門性とグループの総合力を最大限に発揮し、クロスボーダーでの経営資源の連携を推進するとともに、国際的かつ先進的な経験や手法を積極的に業務に取り入れ、中国資本市場の発展に向けた一層の参画・貢献を期待する」と述べている<sup>20</sup>。そのためには、「外資系証券会社の（当局による）格付け評価や業務認可などで、監督手法の差別化を図り、各社の特色を活かした発展を促進する」とも述べ、外資系証券会社の中国での業務展開を支援する姿勢を示している。

他に、前述の通り、中国当局は、対内証券投資制度の最適化や中国本土－香港間のコネクティビティ強化策を講じようとしている。これらの制度の詳細が固まった段階で、外国人投資家向けに（英語も使用した）説明会を開催していくことも、海外からの対中投資を促進することに繋がろう。

今後、計画案の全体像とは別に、各省庁もそれぞれの担当分野で計画を策定していく予定である。「包摂性」と「適応性」をキーワードにした資本市場に関する計画策定とその内容についても、注視していく必要があるものと思われる。

---

<sup>20</sup> 中国証券監督管理委員会「加快打造一流投资银行和投资机构 更好助推资本市场高质量发展——吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上的致辞」2025年12月6日。