

中国における「長銭長投」政策による株式市場の活性化 —保険と公募基金の投資促進と資金運用の長期化の両立—

宋 良也

■ 要 約 ■

1. 中国の株式市場では従来、持続可能な市場の成長を支える「中長期的な投資」が十分に行われていないことが問題視されてきた。そこで、中国政府は、株式市場の活性化を図るべく、2024年に「中長期的な資金の株式市場への誘致、（保険会社や公募基金管理会社等の）資金運用の長期化の促進」（中国語：「長銭長投」）政策の方針を固めた。これを受け、各金融管理監督当局は2025年以降、保険分野及び公募基金分野の同政策の関連細則を相次いで導入してきた。
2. 「長銭長投」政策は、①保険会社や公募基金管理会社の中長期資金の株式市場への誘致を促進するための施策、②資金の運用長期化を促進させるための施策、に大別される。そのうち、①の主な施策として、保険会社のエクイティ投資割合の上限引き上げや、株価指数型上場投資信託（ETF）の登録手続きの簡素化等が挙げられる。②の施策では、国有商業保険会社の重要業績評価指標（KPI）における長期指標の導入や、公募基金の評価体系への長期指標の組み入れ等が含まれる。
3. 2025年1～9月において、保険会社及び基金管理会社では株式運用残高の増加や、運用資金全体に占める株式運用残高の割合の上昇が見られた。これは上記施策が寄与したものと考えられる。今後、企業年金分野においても、「長銭長投」政策の関連細則が導入される見通しである。これにより、保険や公募基金に加え、企業年金の分野においても、中長期資金での株式投資拡大や、資金の運用長期化が更に促進される可能性がある。

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。

I 中国株式市場の活性化に向けた「長銭長投」政策の導入

中国では、株式市場の活性化に向けた「長銭長投」と呼ばれる政策への関心が高まっている。「長銭長投」とは、「中長期的な資金の株式市場への誘致、（保険会社や公募基金管理会社等の）資金運用の長期化の促進」を意味する¹。中国の株式市場では従来、保険会社や公募基金管理会社の経営陣及び運用担当者が単年度の収益等の短期指標を重視し、その結果として資金運用が短期化され、市場のボラティリティ上昇に繋がり、相場急落時に売りが売りを呼ぶ悪循環に陥りやすいことが問題視されてきた。これに対応すべく、中国政府は政府系ファンド（いわゆる「国家チーム」²）を通じた株価維持政策（PKO）を行ってきたが、政府の市場介入策は、資本市場本来の価格発見機能を歪める上、公的資金の規模にも限界があるため、持続可能な対応策としては不十分との指摘があった³。

そうした中、中国政府は相場変動にカウンター・シクリカルかつ中長期的な投資行動をとれる「忍耐強い資本」を育成し、株式市場を活性化させる必要があると認識し、保険資金、公募基金の運用資金や年金運用資金といった「中長期資金」を対象として挙げ、同資金の株式市場への投資拡大や、保険や公募基金等による資金の運用長期化を中心とする「長銭長投」政策を導入することとした⁴。そこで、国務院（内閣）は2024年4月、「資本市場の管理監督強化とリスク予防及び質の高い発展促進に関する意見」（以下、「2024年版9条意見」）を公布した（図表1）。同意見の中で、中長期資金の株式市場への誘致と保険会社や公募基金管理会社等の資金運用長期化の継続的な促進が示された⁵。

「2024年版9条意見」を受け、中央金融委員会弁公室⁶及び中国証券監督管理委員会（証監会）は2024年9月、上記方針を拡充・整理した「中長期資金の株式市場への誘致の促進に関する指導意見」（以下、「指導意見」）を公表し、続けて2025年1月に、具体的なアクションプランである「中長期資金の株式市場への誘致の促進の実施案」（以下、「実施案」）を公表した。その後、保険、公募基金、年金等の各管理監督当局は、各々の管轄下の機関の個別細則をそれぞれ策定・施行した。

本稿では、「2024年版9条意見」や「指導意見」・「実施案」における中長期資金の株式市場への誘致促進や資金運用の長期化等に資する「長銭長投」政策の方針を紹介した上で、各分野の細則について詳述する。その上で、保険・公募基金の株式市場への資金流入の効果を検証し、2026年以降における「長銭長投」政策の見通しについて考察する。

¹ 中国政府による「長銭長投」政策では、短期は1年以内、中期は1~3年、長期は3~5年とされている。

² 中国語では「国家隊」と称される。代表的なものとして、中国投資（CIC）傘下の中央匯金投資や、証券会社の信用取引に対する貸借サービスを提供する中国証券金融（CSF）が挙げられる。

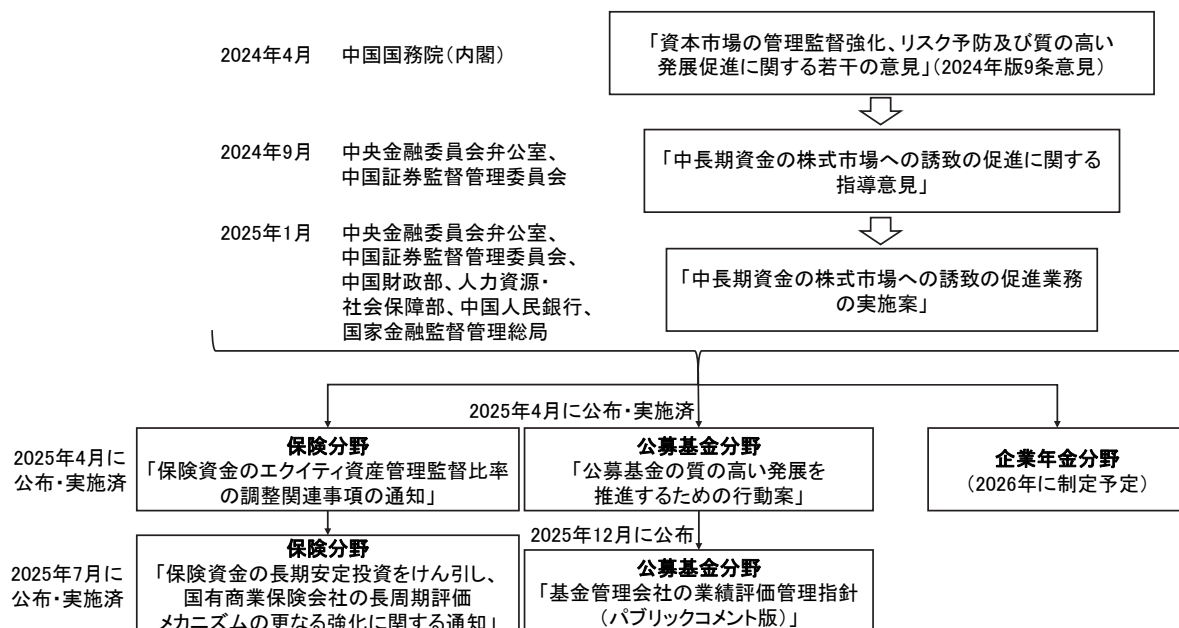
³ 関根栄一「中国の株価維持政策（PKO）の発動経過と出口に向けた模索」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号参照。

⁴ カウンター・シクリカル投資とは、相場の動きと反対の投資行動を指す。中国では、株式市場の低迷期において、機関投資家の長期投資を促す政策での文脈において同用語が使われることが多い（「証監会：全力維護資本市場平穩運行、壮大“耐心資本”」『証券時報』2023年12月15日を参照）。

⁵ 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回目となる国務院9条意見の概要—」『野村資本市場クォーターリー』2024年夏号参照。

⁶ 中央金融委員会とは、中国共産党が金融分野を統一的に指導・監督するために設立された機関で、金融セクターのトップレベルの政策決定が政府機関である国務院から共産党組織への移行の一環として位置付けられる。

図表 1 中国における「長銭長投」政策の全体像



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

II 「長銭長投」政策の全体像と各分野における効果

1. 「長銭長投」政策の全体像

「2024年版9条意見」及びそのアクションプラン等で規定された「長銭長投」政策は、前述のように、①中長期資金の株式市場への誘致を促進するための施策、②保険会社や公募基金管理会社の資金運用を長期化させるための施策、に大別される。そのうち、1つ目の施策に関して、保険資金では、エクイティへの投資割合の上限を引き上げたのち、保険会社の最低資本における長期保有のエクイティのリスク係数を引き下げることで、保険資金を株式への投資に誘導するための施策が含まれる⁷。公募基金では、エクイティ型公募基金の全体に占める割合を引き上げるため、投資家に人気のある株価指数型上場投資信託（ETF）の発行登録手続きの迅速化といった施策が講じられている。

2つ目の施策には、保険会社や公募基金管理会社の経営指標及びそれらの運用担当者の重要業績評価指標（KPI）への中長期指標の導入が含まれる。中長期指標を KPI に導入することで、運用担当者に目先の株価変動よりも長期パフォーマンスを重視させ、市場下落時に買い入れるといったカウンター・シクリカルな投資行動を促進すると同時に、短期で頻繁に売買を行う投資行動を抑制することが期待されている。

⁷ 「長期保有のエクイティ」の定義は、後掲脚注 11 を参照。なお、本文での「エクイティ」は、未上場株式が対象に含まれており、株式は上場株式のみを指す。

2. 保険分野における「長銭長投」政策とその効果

1) 保険分野における主な施策

保険分野における主な施策として、以下の4点が挙げられる。

第1に、中長期資金の株式市場への投資を誘致するためのエクイティへの投資可能枠の拡大である。国家金融監督管理総局が2025年3月に公表した「保険資金のエクイティ資産管理監督比率の調整関連事項の通知」では、一部保険会社に対し、エクイティ資産への投資割合の上限を45%から50%に（または25%から30%に）引き上げた⁸。これにより、保険資金による株式投資の拡大に繋がる可能性がある。

第2に、保険会社の資金運用の長期化を促進するための中長期指標のKPIへの組み入れである。財政部が2025年7月に公表した「保険資金の長期安定投資をけん引し、国有商業保険会社の長周期評価メカニズムの更なる強化に関する通知」では、国有商業保険会社のKPIに対し、純資産利益率（ROE）及び国有資産維持増価率⁹の過去5年間の幾何平均値を20%のウェイトでKPIの算定式に組み入れたことが挙げられる¹⁰。これにより、国有商業保険会社の経営陣及び運用担当者に中長期的な指標を重視させ、資金運用の長期化に繋がる可能性がある。

第3に、中長期資金の株式市場への投資を誘致するために、国家金融監督管理総局が2025年12月に、保険会社の最低資本の算定式における、一部の長期保有エクイティ残高のリスク係数を引き下げたことである¹¹。同係数の引き下げにより、保険会社の必要な最低資本の減少が見込まれるため、新たな株式投資をするための投資余力が創出されることとなる。

第4に、保険会社による私募エクイティ投資基金への出資を通じた株式投資の試験運用プロジェクトの拡大である¹²。前述の「実施案」を受け、2025年1月と3月に、第2陣となる同基金が計7本登録され、2025年7月に第3陣となる計3本の同基金が登録された。2025年末時点で、登録済の同基金は合計11本で、株式市場への新規投資の保険資金規模は2,250億元に達した。同プロジェクトへの参画を通じた保険資金の株式投資は、新しい会計基準の下で、株価変動が保険会社当年度の利益に反映され

⁸ 同上限が45%から50%に引き上げられたのは、総合支払い能力充足率（ソルベンシー・マージン比率に相当）が350%を超える優良な大手保険会社である。また、同率が150~200%である保険会社は、同上限が25%から30%に引き上げられた。

⁹ 国有資産維持増価率とは、中国の国有企業特有の指標で、国有資産の価値が一定期間内に維持あるいは増加したかどうかを評価するための指標である。

¹⁰ 従来の算定式は、（ROEまたは国有資産維持増価率の）KPI=直近1年の指標（ROEまたは国有資産維持増価率）×50%+直近3年の指標の幾何平均値×50%。新しい算定式は、（ROEまたは国有資産維持増価率の）KPI=直近1年の指標×30%+直近3年の指標の幾何平均値×50%+直近5年の指標の幾何平均値×20%。

¹¹ 具体的には、保険会社が3年以上保有するCSI300指数の構成銘柄の残高のリスク係数が0.3から0.27、2年以上保有する科创板（スターボード）上場銘柄の残高のリスク係数が0.4から0.36に引き下げられた。

¹² 私募エクイティ投資基金とは、中国本土で登録する非公開株式（PE）ファンドを指す。同試験運用プロジェクトは2023年10月に開始された。

ないため、保険会社にとって、株式市場への長期的な投資を促進させる効果があると考えられる¹³。

2) 保険分野における施策の効果

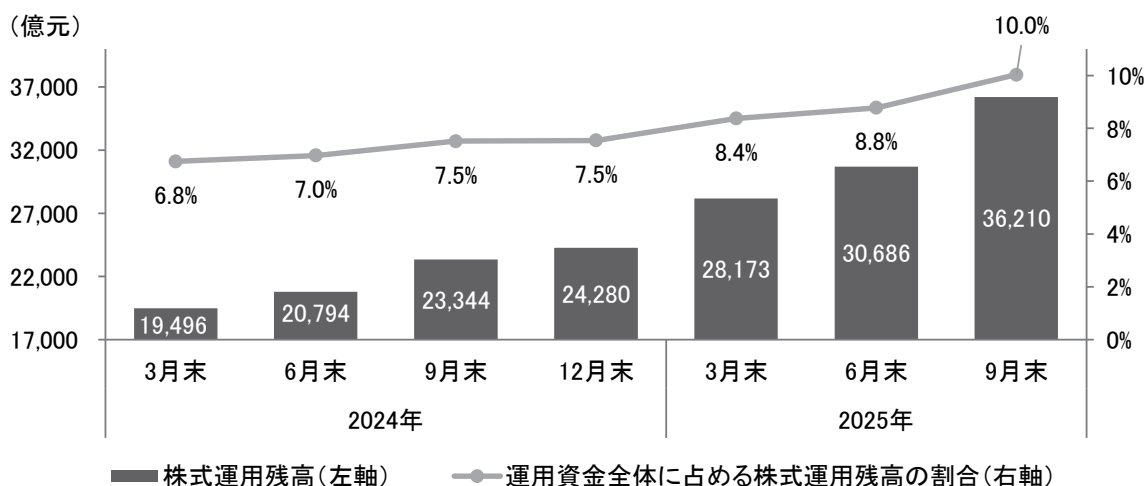
これらの施策により、保険会社がエクイティ資産を長期保有するインセンティブが高められ、保険資金の株式市場への投資拡大に寄与しているものと考えられる。保険資金における株式運用残高は 2024 年末の 2.4 兆元から 2025 年 9 月末の 3.6 兆元へと 49% 増となり、運用資金全体に占める株式運用残高の割合は同期間に 7.5% から 10% に上昇し、2024 年よりも高い伸び率となった（図表 2）。また、保険資金の株式運用残高の増加率は同期間における上海総合指数の上昇率 15.8% を大幅に上回ったことから、新たな資金流入もあったと推察される。

3. 公募基金における「長銭長投」政策の概要とその効果

1) 公募基金分野における主な施策

公募基金分野における施策は、証監会が 2025 年 4 月に公布した「公募基金の質の高い発展を推進するための行動案」（以下、「行動案」）と、2025 年 12 月にパブリックコメントを実施した「基金管理会社の業績評価管理指針」（以下、「指針」）から成り、主に以下の 3 点が含まれる。

図表 2 保険資金の株式運用残高及び運用資金全体に占める割合



(出所) 国家金融監督管理総局より野村資本市場研究所作成

¹³ 具体的には、新しい会計基準に基づき、同プロジェクトへの参画を通じた株式投資は、会計処理上「純損益を通じて公正価値で測定する金融商品 (FVTPL)」ではなく「その他包括利益を通じて公正価値で測定する金融商品 (FVOCI)」に計上することが可能であり、株価変動による含み損が損失として損益計算書に計上されないこととなる。すなわち、保険会社は当年度の収益を考慮せず、中長期的な運用が可能となる。当該会計基準は、2023 年 1 月 1 日より中国・香港に同時上場する保険会社に適用され、その他の保険会社は 2026 年 1 月 1 日までに適用されることが義務付けられている（実際に、ほとんどの保険会社は 2025 年内に同会計基準を適用済）。

第1に、資金運用の長期化を促進するための、公募基金の評価体系への長期指標の組み入れである。具体的には、①公募基金の投資収益関連指標の算定式において、3年以上の収益平均値等の長期指標の組み入れウェイトを80%以上にする事、②ファンドマネージャーが管理する公募基金の投資収益関連指標を、ファンドマネージャーのKPIに占める割合の80%以上にする事、③高級管理職¹⁴のKPIの算定式において、基金管理会社傘下の公募基金の投資収益関連指標のウェイトを50%以上にする事、等が挙げられる。こうした長期指標の組み入れにより、ファンドマネージャーの投資行動の短期化が抑制される可能性がある。

第2に、公募基金従業員の報酬体系の見直しである。公募基金のファンドマネージャーの成功報酬は、自身が管理する公募基金の過去3年の基準価格とベンチマークの差額及び基金利益率¹⁵の増減への紐づけが義務付けられている¹⁶。また、公募基金管理会社の高級管理職は、年度毎の成功報酬の30%を同社傘下の公募基金の買付に使用することが義務付けられている。このように、公募基金従業員と投資家の利害を一致させることで、利益相反を伴う短期売買が抑制され、資金運用の長期化に繋がる可能性がある。

第3に、株式型公募基金の割合を高めるためのETF登録手続きの簡素化である。前述の「行動案」において、上海・深圳証券取引所はETFの登録手続きを原則5営業日以内に完了すべきと規定された。また、従来、ETFの登録には上海・深圳証券取引所によるノーアクションレター発行が必要であったが、証監会は2025年11月に当該要件を撤廃した。これらにより、ETFの主力である株価指数型ETFが更に拡大される可能性がある。

2) 公募基金分野における施策の効果

足元では株式型公募基金への資金流入が見られるが、前述の施策が貢献していると考えられる。中国証券投資基金業協会のデータを見ると、株式型公募基金の口数では、2024年末の3.4億口から2025年9月末の3.7億口へと9.2%増となり、公募基金全体に占める割合も同11.2%から11.8%に上昇した。純資産残高では、2024年末の4.5兆元から2025年9月末の6.0兆元へと33.7%増となり、公募基金全体に占める割合は同期間に13.6%から16.2%に上昇した(図表3)。口数と純資産残高の増加は、前述のETF登録手続きの簡素化等の効果によるものと考えられる。

¹⁴ 高級管理職とは、会社の総経理（CEO）、副総経理、財務担当者等、会社の定款に定めたその他のものを指す。

¹⁵ 基金利益率とは、基金全体が一定期間に創出した純利益と同期間における平均的な純資産規模の比率であり、投資家全体が実際にどれほどの利益を得たかを測定するための指標である。

¹⁶ 具体的には、①アクティブ運用のエクイティ型公募基金に対し、過去3年間に基準価格がベンチマークより10%低く、かつ基金利益率がマイナスの場合、ファンドマネージャーの成功報酬が前年比30%減に設定、②過去3年間に基準価格がベンチマークより10%低い、基金利益率がプラスの場合、成功報酬は前年比で適宜減少に設定、③過去3年間に基準価格がベンチマークより著しく高く、かつ基金利益率がプラスの場合、成功報酬を適度・合理的に引き上げることが可能、等と規定されている。

ひいては公募基金の規模拡大につながり、株式市場への更なる資金流入に繋がる可能性がある。

第3に、年金分野における「長銭長投」政策の関連細則の導入による株式投資の拡大である。例えば、人力資源・社会保障部をはじめとする各政府部門は、「企業年金の長周期評価メカニズムの完備化に関する指導意見」を制定中であり、2026年内に公表する予定、との報道がある¹⁸。

企業年金（職業年金¹⁹を含む）の規模は、2025年9月時点で約7兆元となっており、その中で株式への投資割合が約14%となる試算である。これは現行規制の下での企業年金のエクイティ型資産への投資割合の上限である40%を大きく下回る水準であり、投資拡大の余地が大きいと考えられる²⁰。前述の企業年金の評価メカニズムに中長期指標の導入等の施策が実施されれば、企業年金分野にも、企業年金基金の運用資金による株式市場への投資が促進される可能性がある。

¹⁸ 「“長銭長投”更新進度条、万億年金基金起行長周期考核」『証券時報』2026年1月1日。

¹⁹ 職業年金とは、公務員・事業単位（国家機関の管理下にある公益団体等）の従業員を対象とした職域年金である。企業年金と同様に、中国における年金第2の柱に位置付けられる。

²⁰ 「7.46%！企業年金近三年累計収益率首次出炉」『上海證券報』2025年6月17日。