

中国・アジア マーケットスペシャリスト  
山内 裕也

### ポイント

- 中国政府は中国本土株式市場の急騰を受け、市場支援策を一部後退させている。
- 株高を望む政府の方針に変わりはなく、引き締めには転じるとは考えにくい。

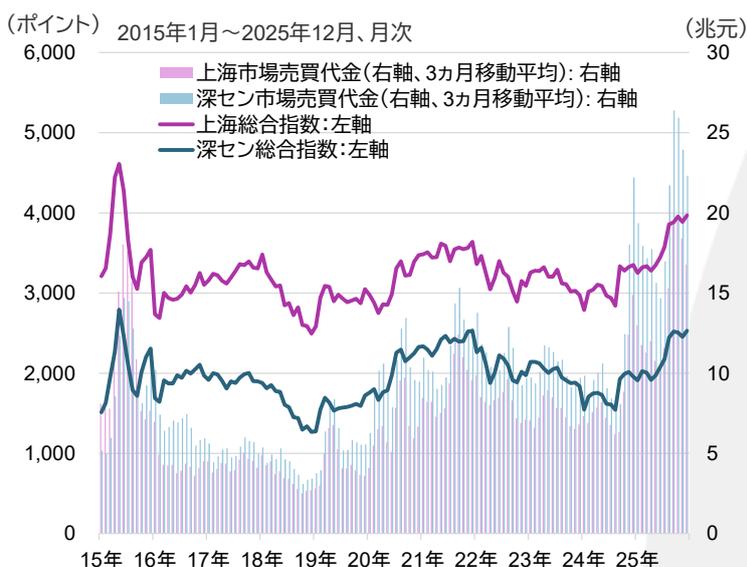
年初来、好調だった中国本土株式市場に、中国政府がブレーキをかけた。1月14日、各証券取引所は、当局の決定を受け、信用取引のために投資家が負担する保証金率について80%から100%に引き上げると発表した。16日には当局の今年の方針が発表され、市場の急騰・急落を抑えることが強調された。そして、この週のCSI300指数のETF(上場投資信託)は大幅な資金純流出となった。同指数は、中国市場全体の動きを捉える代表的な株価指数であることから、このETFの資金流入動向は、政府系資金の動きを示すものではないかと連想される。

上海総合指数は、1月12日まで堅調に上昇しており、その水準も4,165ポイントと、2015年6月に記録した5,166ポイントには及ばないものの、過去10年間の高値水準に達していた。保証金率の引き上げ後、同指数は緩やかな下落基調に転じている。

保証金率の調整で株価に影響を与えようとする措置は過去にもあり、2015年のケースでは、株価高騰を抑える強力な措置の一環だった。ただ、直近の信用取引の規模は、絶対水準で見れば過去に比べて高いとは言えない。例えば、売買代金に占める比率は2025年12月の最も高い時でも11%程度であり、20%近くに達した2015年のピークには、なお距離がある。しかしそれでも、当局が市場を抑えにかかったのは、一部のセクターでの急激な資金流入と上昇を警戒したからだ、との見解もみられた。

### 中国政府は株式市場の下支えに注力してきた

#### 中国の主要株価指数と各市場の売買代金の推移



信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成  
※上記は過去のものであり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

では、中国政府は、株式市場が過熱しているとして抑えるべきと考えたのだろうか。

前提として留意しておくべきは、現在の政府は、ここに至るまでは、株高を望んできたということだ。特に2024年以降は、政府が約10年ぶりに、資本市場に関する政策ガイドラインを発表するなど、その傾向が顕著だった。上海総合指数は2022年、2023年と2年連続で下落しており、下落基調が3年目に入らないうちに、政府は市場改革による安定化を強調した。そのために、上場企業のROE(自己資本利益率)改善策や、配当拡大による投資家リターン拡大などを挙げたのだが、一番わかりやすかったのは、政府資金や機関投資家を動員してのETF購入だった。政府系ファンド(SWF)は昨年9月末の時点で1.5兆元までETFを積み上げたとされる。これは中国の株式ETF全体の3割程度にまでおよぶ額だ。同SWFが保有するETF規模は、2023年末時点では、1千億元程度に過ぎなかった。

2025年9月1日付で、日興アセットマネジメント株式会社から社名変更しました。

アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

中国株式市場の売買代金をみても、特に2024年10月以降、大きく増加している。売買代金規模は、その前の5年間と比較して、平均で倍増し、12月は1日平均で40兆円を超える。これは東証の7倍弱におよぶ巨額だ。つまりこれは、海外投資家が中国への投資を敬遠する中で、国内の資金の導入に成功していることを示すものだ。

## 中国政府が株高を望む背景は変わっていない

今回、中国政府は、これまでの積極的な市場支援策から、いわばやや中立的な姿勢に戻したわけだが、市場支援策の目標は達成されたのだろうか。

中国政府が株式市場を通じて実現をめざしていることは、大きくは2つだと考えられる。一つは、政府が重視するセクターの資金調達だ。2020年以降、ハイテク企業セグメントである科创板(上海市場)と創業板(深セン市場)のIPO(新規株式公開)金額の合計が2市場全体の5割を切ったことがない。昨年末話題となったGPUメーカーの2社も、科创板IPOの一部だ。今後についても、大型の半導体メモリ企業や国有大手発電事業者が並ぶ。特に前者は、中国政府として非常に重視していることは想像に難くない。

もう一つは、資産効果だ。不動産市況の低迷が長期化する中で、人々の財布の紐が固くなり、デフレ傾向が指摘されて久しい。内需拡大のために消費活動への補助金を投入すると同時に、株式市場に働きかけることで、少しでもセンチメントの改善を狙っていると考えられる。しかし、2024年、2025年と2年連続で上昇した株式市場がセンチメントを改善させたのかというと、恐らく答えはノーだ。上海市場の新規口座開設は2024年に急増した時期があったが、その後は勢いを失った。公募投信への資金流入も限定的だ。私募投信への資金流入は大きく増加しているが、一般に私募投信というのは富裕層向けであり、株価上昇の恩恵を受ける投資家層が偏っていることが伺われる。この状況は、相応に資金力のある投資家のみ認められる信用取引が大きく増加している構造とも符合する。家計の銀行預金は不動産市況の低迷が始まった2022年頃から定期預金が大きく増加し、2025年にはやや増加スピードは鈍ったものの、2022年以降で家計口座全体に占める割合は7%ポイント増えた。金利低下で銀行預金金利が引き下げられているにもかかわらず、家計はディフェンシブな姿勢を解いていない。

そもそも中国経済は、2025年に実質GDP5%の成長を実現したとはいっても、不動産、雇用、物価など、悪材料は消えていない。政府支援や好調な輸出の恩恵を受ける一部産業は別として、経済全体で見れば、個人投資家全体が強気になる環境にはまだない。そのような中で、一部の富裕層だけが恩恵を受けるような急激な株価上昇というのは、中国政府にとり好ましくないのだろう。

以上から考えると、中国政府は一部の投機的な資金に対しては警戒を強めているものの、一定の株高を望む姿勢に変化はなさそうだ。昨年12月に示された今年の政府方針をみても、ハイテク企業支援、家計の消費拡大、物価上昇を考慮した金融政策など、直接的に株価に触れる内容はないとはいえ、株価支援の背景となってきた政策は従来から変わっていない。米中関係も、4月のトランプ米大統領の訪中まではとりあえず小康状態を期待できそうだが、今年は、米国で中間選挙もあり、いつまでこの外部環境が保てるかもわからない。中国政府が株価をあまり気にしなくともよい環境には、なかなかならないと思われる。こうしたことを踏まえると、引き続き中国政府は、市場に対してフレンドリーな姿勢を保つのではないかと考えられる。

※当資料に示す各指数の著作権等の知的財産権その他一切の権利は、各指数の算出元または公表元に帰属します。

2025年9月1日付で、日興アセットマネジメント株式会社から社名変更しました。

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社