

上海・香港ストックコネクと 市場開放の展望



野村資本市場研究所 北京首席代表

関根 栄一

■ 1. 上海・香港ストックコネク トの始動—最初は「北熱南冷」

2014年11月17日、「上海・香港相互株式投資制度」が始動した。同制度は、中国語では、上海を意味する「滬」と香港を意味する「港」の間の株式の相互投資である「滬港通」(Hugangtong、フーガントン)、英語では、「Shanghai-Hong Kong Stock Connect」(上海・香港ストックコネク)とそれぞれ呼ばれている(以下、コネク)。

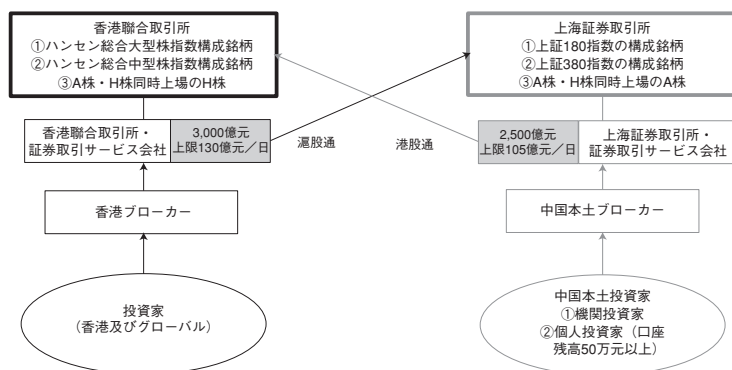
— <目次> —

1. 上海・香港ストックコネクの始動—最初は「北熱南冷」
2. 上海・香港ストックコネクの売買実績
3. 上海・香港ストックコネクの課題
4. 市場開放の展望

2014年4月10日に中国の国務院(内閣)・李克強総理がボアオ・アジア・フォーラム(海南島)で導入表明したコネクの原型は、2007年に中国の国家外為管理局が打ち出した中国本土の個人投資家による香港株購入制度、いわゆる「香港株直通列車」に遡る。今回、新たに導入されたコネクは、既存のQFII(適格外国機関投資家)制度とは異なり、①上海・香港の両サイドから双方向で、かつ②人民元建てで投資を行い、③個人投資家も現物株を直接購入できることが最大の特徴である。このため、実際の開始日は市場関係者が予想していた10月27日から約1ヵ月ずれ込んだとはいえ、コネクに対する市場関係者からの期待は非常に高かった。日本の証券会社では、内藤証券が開始初日から国内証券会社として初めてコネクの下で売買対象となっている上海株の取扱いを始めた(注1)。

ただ、実際に蓋を開けてみると、コネクが始まった初日には、海外からの上海株の購

(図表1) 上海・香港ストックコネクト (滬港通) のフロー図



(注) 2014年4月10日、香港証券先物事務監察委員会と共同で公告。
(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

入が1日当たりの上限130億元に達し、その後も上海株の買い需要が続いた一方、香港株には当初から大きな買い需要が見られず、市場関係者からは「北熱南冷」現象と呼ばれた。また、上海株であれ香港株であれ、売買需要そのものが、市場からの当初の期待を下回ったことから、「直通列車」ではなく「幽霊列車」と酷評する市場関係者もいた(注2)。

その後、コネクトは、始動から2015年6月末で約7ヵ月半を迎える中で、中国本土の金融政策や証券行政による市況全体の影響を受けてきた。この影響によって、コネクトは徐々に当初「北熱南冷」と呼ばれた局面から変化しつつあるようにも見える。本稿では、この7ヵ月半の具体的なデータを基に、コネクトの現状と課題、そして市場開放の展望を順次見ていく。

2. 上海・香港ストックコネクトの売買実績

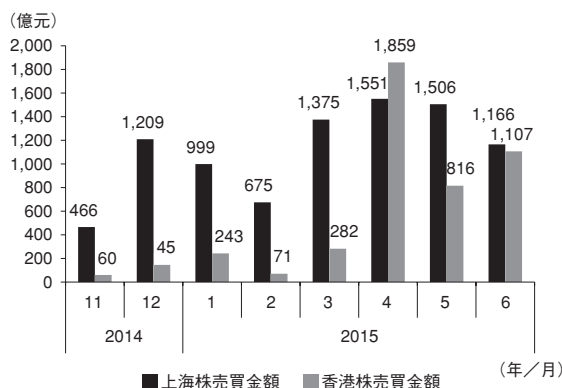
1) コネクトの基本的仕組みと売買枠

コネクトの売買実績を見る前に、まずはコネクトの基本的仕組みと売買枠を確認しておく(図表1)。

第一に、コネクトの下では、上海証券取引所が中国本土サイドの投資家による香港株の売買を、香港聯合取引所がグローバルを含む香港サイドの投資家による上海株の売買を、双方の決済会社を使って仲介する。

第二に、香港サイドからの上海株の売買は、「滬股通」(Hugutong、フーゲートン、英語ではNorthbound Trading)と呼ばれる。投資対象は、①上海証券取引所の「上証180指数」及び「上証380指数」の構成銘柄、及び②上海証券取引所に上場しているA株・H株同時

(図表2) 上海・香港ストックコネクト：上海株と香港株の売買金額



(注) 2014年11月17日に始動。2015年6月は30日時点。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

上場企業の銘柄（A株）となる。A株とは中国本土市場で上場する人民元建て株式を、H株とは香港で上場する中国企業の株式を指す。上海株への投資枠は3,000億元を上限とし、1日当たりの投資枠は130億元に設定されている。中国本土の投資家は、①機関投資家と、②証券口座及び資金口座に合計で50萬元以上を有する個人投資家に限定される。

第三に、上海サイドからの香港株の売買は、「港股通」（Ganggutong、ガングートン、英語ではSouthbound Trading）と呼ばれる。投資対象は、①香港聯合取引所の「ハンセン総合大型株指数」及び「ハンセン総合中型株指数」の構成銘柄、及び②香港聯合取引所に上場しているA株・H株同時上場企業の銘柄（H株）となる。香港株への投資枠は2,500億元を上限とし、1日当たりの投資枠は105億元に設定されている。

2) コネクト全体の売買金額

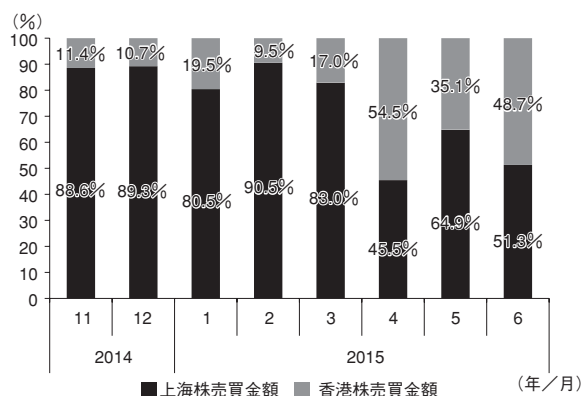
(1) 上海株と香港株の売買金額の比較

先ず香港サイドからの上海株の売買金額は、2014年11月が466億元、同年12月が1,209億元、2015年1月が999億元、同年2月が675億元、同年3月が1,375億元、同年4月が1,551億元、同年5月が1,506億元、同年6月が1,166億元となっている（図表2）。また、上海サイドから香港株の売買金額は、同様にそれぞれ60億元、45億元、243億元、71億元、282億元、1,859億元、816億元、1,107億元となっている。2015年4月以降の香港株の売買金額の増加が特徴的である。

(2) 上海株と香港株の売買金額の内訳

次に、コネクト全体に占める上海株と香港株の売買金額の内訳を見ると、香港株売買金額の内訳は、2014年11月の11.4%から同年12月には10.7%へと減少したものの、2015年1

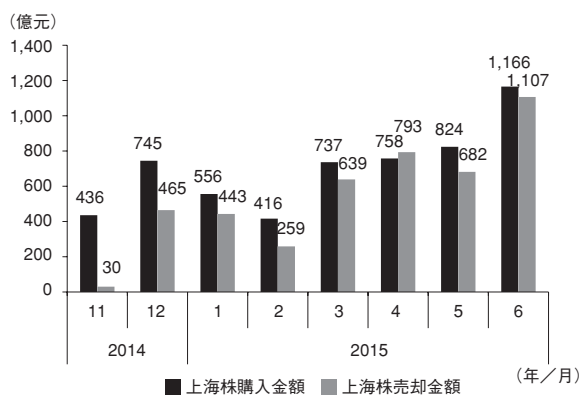
(図表 3) 上海・香港ストックコネクト：上海株と香港株の売買金額内訳



(注) 2014年11月17日に始動。2015年6月は30日時点。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

(図表 4) 上海・香港ストックコネクト：上海株の売買動向



(注) 2014年11月17日に始動。2015年6月は30日時点。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

月には19.5%に増加している（図表 3）。その後、同内訳は、2015年2月は9.5%に減少したものの、同年3月は17.0%となり、香港株の売買金額が増加した同年4月には54.5%と、上海株の売買金額の内訳を超えた。続いて同年5月の内訳は35.1%、6月は48.7%となっている。2015年に入ってから、一方的な

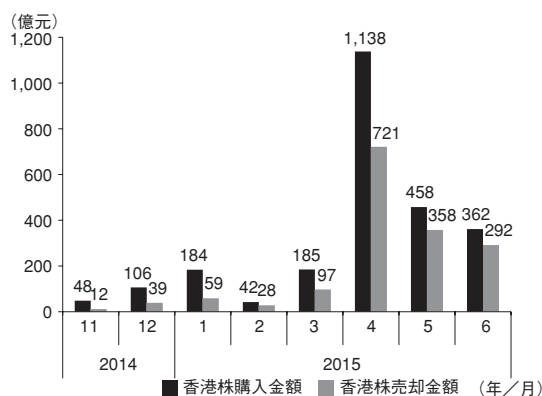
「北熱南冷」の局面に変化が生じていることが窺える。

3) 市場毎の売買金額

(1) 上海株の売買金額内訳

次に、「北熱南冷」の局面の変化を更に詳細データで確認する。市場毎の売買金額のう

(図表5) 上海・香港ストックコネクト：香港株の売買動向



(注) 2014年11月17日に始動。2015年6月は30日時点。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

ち、上海株の売買金額の内訳を見てみると、先ず上海株の購入金額は、2014年11月が436億元、同年12月が745億元、2015年1月が556億元、同年2月が416億元、同年3月が737億元、同年4月が758億元、同年5月が824億元、同年6月が1,166億元となっている(図表4)。次に上海株の売却金額は、同様にそれぞれ30億元、465億元、443億元、259億元、639億元、793億元、682億元、1,107億元となっている。2015年3月以降、購入金額と売却金額がバランスよく増加し、特に同年4月は売り越しとなっていることが特徴である。

(2) 香港株の売買金額内訳

市場毎の売買金額のうち、香港株の売買金額の内訳を見てみると、先ず香港株の購入金額は、2014年11月が48億元、同年12月が106億元、2015年1月が184億元、同年2月が42億元、同年3月が185億元、同年4月が1,138

億元、同年5月が458億元、同年6月が362億元となっている(図表5)。次に香港株の売却金額は、同様にそれぞれ12億元、39億元、59億元、28億元、97億元、721億元、358億元、292億元となっている。2015年4月には香港株の購入金額が突出して増加したが、その後は徐々に購入金額と売却金額がバランスよく減少している。

3. 上海・香港ストックコネクトの課題

1) 市況の変化を促した政策的要因

(1) 時系列の変化

2014年11月17日のコネクトの始動後、市況の変化を促した要因を時系列で見てみる。

中国本土では、同年11月22日から商業銀行の預貸金利の引き下げが行われ、利下げを投資家が好感した結果、上海総合指数(終値)

は同年12月末には3,200ポイントを超えた。この間、2014年11月下旬から12月にかけて、上海株式市場では、買い注文の増加とともに、利益確定の売り注文も増加したことがコネクト下の上海株の売買動向にも影響を与えた。

また、こうした上海株式市場の市況の変化の結果、投資家もA株とH株に同時上場している銘柄の価格差に注目するようになり、中国本土の投資家が、上海株に比べて割安感のある香港株の買い注文を促進することになった。2015年1月19日の上海総合指数（終値）が3,116.35ポイントをつけ、前営業日終値から7.70%下落したことによっても、香港株の売買金額の増加が促された。この時の下落の背景には、①中国証券監督管理委員会（証監会）による大手証券3社への信用取引の新規口座開設の3ヵ月間の停止処分、②中国銀行業監督管理委員会によるオフバランス融資への規制強化の発表、③2014年の中国のGDP成長率実績の発表といったマクロ環境の要因に投資家が反応したことがあったものと考えられる。

2015年3月1日からは、中国本土で、再度、預貸金利の引き下げが行われ、上海株式市場では、買い注文の増加と同時に利益確定の売り注文も増加するようになった。また、3月下旬には、中国本土の金融当局から、香港株の売買を促す措置が公表された。一つ目は、2015年3月27日に証監会が公布した「公募証券投資基金の滬港通取引参加のガイドライン」^(注3)で、中国本土の基金管理会社が新

規募集基金でコネクトの取引に参加する場合、QDII（適格国内機関投資家）資格は不要とした措置である。二つ目は、2015年3月31日に中国保険監督管理委員会が公布した「保険資金の海外投資政策の調整に関する通知」^(注4)で、保険資金が香港以外の海外市場での運用が可能になるとともに（日本を含む計45国・地域に投資可能）、香港の新興市場（GEM）への投資を解禁した措置である。この二つの措置は、中国本土からの対外証券投資の規制緩和が今後進むものとして、2015年3月以降のコネクトの下での香港株売買の増加要因になった。

その後、中国本土では、2015年5月11日に昨秋以降3度目の利下げが行われ、コネクトの下での上海株の売買金額も増加傾向が続いた。但し、上海総合指数（終値）は、同年6月12日に5,166.35ポイントと2008年1月以来7年5ヵ月ぶりの高値を付けた後下落に転じ、7月8日には3,507.19ポイントと直近のピーク時から約3割強下落した。コネクトの下での上海株の売却金額も、6月は単月で過去最高に達した（前掲図表4）。

(2) 投資家の属性別の売買動向の統計整備 ・公表が課題

コネクトの導入の目的は、双方向の資本市場の開放の一環にあるため、売買統計も、双方向での売買金額や売買株数が月次のみならず日次でも公表されることとなった。その結果、政策的要因に基づく市況の変化が双方向

(図表6) 上海・香港ストックコネクト：QFII・RQFIIに対する課税政策

対内証券投資	投資家	中国本土での課税内容		中国本土営業税	各市場印紙税
		キャピタルゲイン課税	配当課税		
「滬股通」及びQFII・RQFIIによる海外からのA株（上海株）投資	個人、法人	一時的に免除	源泉所得税は本則10%（租税条約に基づく軽減税率適用の場合は減免が可能）	一時的に免除	売手がA株を売却する場合、取引金額0.1%の中国印紙税を納付
	QFII、RQFII	2014年11月17日より所得税を一時的に免除、但し2014年11月17日以前については課税対象		免除	
対外証券投資	投資家	中国本土での課税内容		中国本土営業税	各市場印紙税
		キャピタルゲイン課税	配当課税		
「港股通」による中国本土からの香港株投資	個人	2014年11月17日から2017年11月16日までの3年間、個人所得税を一時的に免除	個人所得税20%	一時的に免除	売買双方ともに取引額の0.1%相当の香港印紙税を納付
	法人	企業所得税25%	企業所得税25%（適格なH株を除く）	現行規定に従って納付	

(注) 1. 中国本土での課税内容は財政部の2014年10月31日付79号通知及び同81号通知に基づく。

2. KPMGのチャイナタックスアラート（第29回、2014年11月）の内容も参照。

(出所) 財政部、KPMGより野村資本市場研究所作成

の投資にどのような影響を与えているかが分かるようになってきた。

従来のQFII・RQFII（人民元建て適格外国機関投資家）やQDIIは、一方向の投資制度であり、個別機関投資家の運用枠（ストック）は分かっても、売買金額（フロー）までは把握することはできない。そういう意味で、コネクトの導入が、双方向の売買金額を可視化したことの意義は大きい。今後は、コネクトの下での投資家の属性別の統計が整備・発表されれば、投資家の動きが更に可視化されるだけでなく、証券当局にとっても今後のコネクトの制度改善の基礎情報にもなり得るだろう。

また、中国の株式市場全体では、そもそも、投資家の属性別の売買代金や株式保有状況が統計として開示されていない。投資家の属性別の投資動向は、中国本土の証券当局や証券取引所が株式市場を運営していく際のバロメ

ーターになり得るものである。また、投資家の属性別の投資行動が可視化されることは、株式市場の公開性・透明性を高め、QFIIやRQFIIといった外国人投資家が株式市場に参加していく際の基礎情報ともなり、株式市場の海外開放にも寄与するものとなる。時間がかかるかもしれないが、投資家の属性別の投資動向の統計整備及び定期的な公表の重要性をここで指摘したい。

2) キャピタルゲイン課税の問題

(1) コネクトの始動のネックとなったキャピタルゲイン課税問題

中国本土の証券当局には、コネクトの始動によって、MSCI指数にA株を組み込もうとする狙いがあり、その為にも、2014年6月にMSCIが指摘したキャピタルゲイン（譲渡益）課税に対する不透明性の問題を解決する必要に迫られていた。

中国では、税法上、本則ではキャピタルゲインに20%を課税する方針ではあるものの、1994年の段階で課税を停止していた。その後、2002年に始まったQFIIや2011年に始まったRQFIIに対しても、当局は、課税するかどうかの方針を示さないまま、運用ライセンスや運用枠を認可してきた。但し、コネクトの開始にあたり、外国人投資家はキャピタルゲインの課税リスクを懸念・指摘した。

(2) コネクトに対する課税政策の公表

コネクトの下での上海株や香港株の売買に関する課税政策に関しては、コネクト開始の前営業日の2014年11月14日、財政部、国家税務総局、証監会が共同で通知を公表し（2014年10月31日付81号通知）^(注5)、以下の通り明記した（図表6）。

(香港サイドからの上海株の売買)

① キャピタルゲイン課税

香港サイドからの上海A株の売買を通じて取得したキャピタルゲインには、企業所得税または個人所得税が一時的に免除される。

② 配当課税

香港サイドからの上海A株への投資を通じて取得した配当所得には、10%の源泉所得税が徴収される。なお、租税条約に基づき軽減税率が適用される場合は、主管の税務機関にて還付申請を行うことができる。

(上海サイドからの香港株の売買)

① キャピタルゲイン課税

上海サイドからの個人投資家による香港株

の売買を通じて取得したキャピタルゲインには、個人所得税が2014年11月17日から2017年11月16日までの3年間、一時的に免除される。2017年11月17日以降の取扱いについては、この段階では明記されていない。

同様に法人投資家の取得したキャピタルゲインは、収益総額に計上のうえ、企業所得税を納税しなければならない。

② 配当課税

上海サイドからの個人投資家による香港株への投資を通じて取得した配当所得には、20%の源泉所得税が徴収される。

同様に法人投資家の取得した配当所得には、収益総額に計上のうえ、企業所得税を納税しなければならない。

(3) QFII及びRQFIIに対するキャピタルゲイン課税政策の公表

コネクトに関する上海株・香港株売買の課税政策に加え、QFII及びRQFIIに対する課税政策についても、やはり2014年11月14日、財政部、国家税務総局、証監会が共同で通知を公表し（2014年10月31日付79号通知）^(注6)、以下の通り明記した（図表6）。

① 2014年11月17日以降

QFIIとRQFIIが（コネクトが始まった）2014年11月17日以降に取得したキャピタルゲインは、企業所得税が免除される。これは、コネクトの下での扱いと同じとなっている。

② 2014年11月17日以前

QFIIとRQFIIが（コネクトが始まった）

2014年11月17日以前に取得したキャピタルゲインは、規定どおり、企業所得税が課される。

但し、キャピタルゲインの遡及課税とはいえ、どの規定が課税の根拠になるのかについては79号通知では明示されていない。外国人投資家に対する遡及課税は、中国本土の証券投資に対する国内投資家との取扱いと比べて公平ではなく、納税者の権利保護上の問題もある。また、遡及課税についての実務的手順も明確ではない。認可運用枠（2015年6月末）で、既にQFIIは755.42億ドル、RQFIIは3,909億元に達している中での遡及課税は、外国人投資家にとって中国資本市場への投資の制度的リスクとみなされよう。中国にとっても、資本市場を外国人投資家に開放していく上での阻害・停滞要因ともなりかねない。2015年3月6日、証監会のスポークスマンは、2014年11月17日からQFII・RQFIIが取得した中国国内の株式投資によるキャピタルゲイン課税（法人税）は暫時免除するが、同日以前に取得したキャピタルゲインは課税することをあらためて表明してはいるが、中国資本市場の育成・発展という高い観点から、透明性・予見可能性の高い中国の当局の運用が待たれる。

3) 上海株売買に対する契約執行リスク

香港サイドからの上海株売買に関しては、契約執行リスクが懸念されている。この点は、2014年11月27日付ロイター（香港）^(注7)によれば、欧州最大の資産運用拠点である

CSSF（ルクセンブルクの金融監督委員会）が投資家保護の観点から指摘している。

第一に、コネクトの下では、①上海株の購入日は執行ブローカー名義で株式を保有し、②売却の際には取引日の前日（T-1）に株券を執行ブローカーに寄託する仕組みとなっているが、投資家との権利の受渡方法が不明となっている。

第二に、その結果、執行ブローカーや証券取引所が破たんした場合のカウンターパーティーリスクが懸念され、投資家が購入した上海株を取り戻せるかどうか保証されていない。

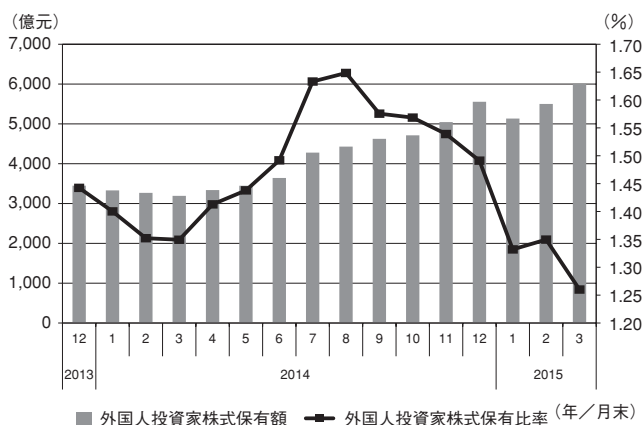
このため、UCITS（欧州連合投資信託指令）に従って設立・運用されているファンドもコネクトの下での参加ができない状況が続いている。この契約執行リスクの問題は、MSCIも2015年6月に指摘し、A株組入れの見送りの原因ともなっている。

■ 4. 市場開放の展望

1) 中国本土・香港の両当局の狙い

コネクトの始動は、2014年4月の李克強総理の導入表明時のスピーチにもあるように、中国資本市場の高いレベルの開放を目指す方針の一環にある。より具体的には、2014年11月17日のコネクトの始動時に、証監会・肖鋼主席、上海市・楊雄市長、香港特別行政区・梁振英行政長官が共通して述べている通り、①中国本土と香港の資本市場の共同発展を図

(図表7) 中国本土株式市場における外国人投資家の株式保有動向



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

ること、②上海及び香港の国際金融センターとしての地位を強化すること、③上海の国際金融センター化の新たなステップにすること、④人民元の国際化を進めること、にある(注8)。

特に、人民元の国際化に関しては、コネクトの開始に合わせて、香港市場でこれまで個人に課されていた1日当たり2万元を上限とする人民元両替規制が撤廃され(注9)、香港サイドからの上海株の売買に対する利便性を高めた。香港の人民元建て預金(譲渡性預金を除く)も、2014年12月末には1兆35億元と初めて1兆元を突破した(注10)。香港の当局には、コネクトにより、香港の人民元オフショア市場としての地位を更に有利にする狙いがある。

2) 株式市場危機の教訓

2015年6月以降の中国株式市場の暴落に対

応するために、上場銘柄の売買停止措置や上場会社の大株主や経営者の保有株式の売却停止措置が出されている中で、当面、中国株式市場の流動性の低下が余儀なくされるであろう。

一方、なぜこうした株価の乱高下が起こったかの背景の一つとして、売買金額で8割を占めるとされる個人投資家の群集心理が働いたためと指摘してよいだろう。従って、今回の株式市場危機の教訓は、中国株式市場に様々な属性の投資家がバランスよく参加している状態を作りだすための政策・措置を日頃から行っておくべきということである。特に、群集心理に左右されない機関投資家の存在感を高めることが重要である。機関投資家には、保険、公的年金、企業年金、従業員持株会、外国人投資家が含まれる。

3) 外国人投資家の役割

上海・香港ストックコネクトに続いて、2015年は「深圳・香港相互株式投資制度」、いわゆる「深港通」(Shengangtong、シェンガントン、深圳・香港ストックコネクト)の始動も計画されている。深圳証券取引所は既に2015年の業務計画にも組み込んでいる(注11)。上海・香港ストックコネクトにせよ、深圳・香港ストックコネクトにせよ、中国株式市場に対する外国人投資家の投資アクセスの拡大は、中国本土の金融仲介機能を改善し、発行体の資金調達ルートを多様化させ、新産業の育成や産業再編にも貢献することが期待されている。現在、中国政府が検討を進めている混合所有制をコンセプトとした国有企業改革でも、コネクトに参加する外国人投資家は、QFIIやRQFIIに加え新たな資金の出し手となっていくであろう。

今後、上記の両コネクトに続き、将来的には、中国本土と香港以外の海外株式市場とのコネクトの始動も視野に入ってくるものと思われる。実際、上海・香港ストックコネクトの始動日には、同コネクトをきっかけに、次に上海市場と接続する海外市場として、シンガポール(滬新通)、韓国(滬韓通)、米国(滬美通)、欧州(滬欧通)を候補に挙げる報道も出ている(注12)。この流れで言えば、各ストックコネクトの先には、中国資本市場が全海外市場に開放されていく道筋が中国の当局や市場参加者に描かれているといえよう。

但し、外国人投資家の中国株式市場での保

有比率は、上海・香港ストックコネクトが始まった後の2015年3月末時点でも1.26%にし過ぎない(図表7)。中国本土の証券当局は、中国資本市場の開放という中長期的な目標を掲げつつも、当面は、株式市場対策によって凍結された上場銘柄の流動性を解除しつつ、前述の通り指摘した課題を一つ一つ解決し、国内外の機関投資家の投資ルートを着実に整備していくほかなかるう。引き続き、上海・香港ストックコネクトの動きが注目される。

(注1) http://www.naito-sec.co.jp/info/141117/a_stock_trade.html

(注2) 2014年11月19日付ブルームバーグ。

(注3) http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201503/t20150327_274240.htm

(注4) <http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info3955266.htm>

(注5) http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201411/t20141114_1158461.html

(注6) http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201411/t20141114_1158459.html

(注7) <http://jp.reuters.com/article/JPbusinessmarket/idJPKCN0JA1LG20141126>

(注8) <http://www.shanghai.gov.cn/shanghai/node2314/node2315/node4411/u21ai951473.html>

(注9) http://www.hkma.gov.hk/media/gb_chi/doc/key-information/guidelines-and-circular/2014/20141112c1.pdf

(注10) http://www.hkma.gov.hk/gb_chi/key-information/press-releases/2015/20150130-5.shtml

(注11) <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39753822.shtml>

(注12) 2014年11月17日付金融時報。