

2016年9月14日 全6頁

深セン・香港ストックコネクト（深港通）の導入による本土市場への影響

制度案の概要と上海・香港ストックコネクト導入後の取引動向

金融調査部
研究員 中田理恵

[要約]

- 今年11月頃を目途に深セン証券取引所と香港証券取引所をつなぐ深セン・香港ストックコネクトの開始が計画されている。
- 上海・香港ストックコネクトの導入の際には、両市場に同時上場する銘柄（A+H株）の価格差が縮小するのではないかといった予測や、制度開始直後の本土市場の株価の急激な上昇が話題となった。
- 上海・香港ストックコネクト導入後の上海市場の株価上昇には政策金利の引き下げ等のその他の要因もあり、制度による直接的な影響は小規模だったと見受けられる。2015年末時点における当該制度による投資残高は当初規定されていた投資上限額に満たず、保有割合は上海市場の時価総額の0.5%ほどに留まっている。
- 深セン・香港ストックコネクトの導入においても、当該制度により流入する資金が深セン上場株の株価に与える直接的な影響は限定的となる可能性がある。
- 深セン・香港ストックコネクトの導入はA+H株の市場間の価格差を完全になくすまでには至らないのではないかと懸念されている。
- 制度導入による直接的影響は限定的と考えられるものの、当該制度の導入の主眼は中国本土株式市場の国際化の推進にあり、また、主要な新興国指数へのA株の組み入れに向けた有効な取り組みではないだろうか。

はじめに

現在、中国政府は本土内の株式市場の国際化とグローバルな影響力の向上を目指して新たに深セン証券取引所と香港証券取引所をつなぐ深セン・香港ストックコネクト（深港通）の開始を計画している。ストックコネクトとは、異なる証券取引所間での相互取引を可能にする制度

である。これにより投資家は一方の取引所を経由して、もう一方の取引所に上場する銘柄を売買することが可能になる。2014年11月には上海証券取引所と香港証券取引所をつなぐ上海・香港ストックコネクが導入されている。本稿では制度の概要を述べると共に、上海・香港ストックコネク導入後の変化から深セン・香港ストックコネクが深セン市場に与える影響を考える。

1. 制度概要

2016年8月に深セン・香港ストックコネクの規則案である「深セン取引所の深セン香港ストックコネク業務実施方法案（深圳証券交易所深港通业务实施办法（征求意见稿）」が公表され、記者会見が行われた。

同案の主な内容は図表1の通りである。同案に基づくと香港から投資可能となる深セン上場A株の時価総額は深セン市場A株全体の74%にあたる（2016年8月時点）。既存の上海・香港ストックコネクと比較した主な違いは、深セン市場から投資できる香港市場上場銘柄の範囲が広い点である。なお、投資家の取引参加要件や1日当たりの取引額の制限は同様となっている。また、深センにおける同制度の導入に伴い、これまで課されていた総額制限が撤廃された。総額制限とは香港から本土市場への投資残高の総額及び本土から香港市場への投資残高の総額を制限する制度である。

制度のスタート時期については深セン証券取引所の責任者が同記者会見の場にて2016年11月頃となることを企図していると述べている。

図表1 スtockコネクの制度概要

| | 深セン・香港ストックコネク | 上海・香港ストックコネク |
|---------------------|--|---|
| 投資可能銘柄 (香港→中国本土) | <p>時価総額 60 億元以上の 深セン成分指数構成銘柄</p> <p>時価総額 60 億元以上の 深セン中小創新指数構成銘柄</p> <p>A+H株のうち深セン市場上場銘柄</p> <p>計 881 銘柄(2016 年 8 月時点) (2016 年 8 月時点で深センA株市場上場株式 時価総額の 74%に相当)</p> | <p>上海 180A株指数</p> <p>上海 380A株指数</p> <p>A+H株のうち上海市場上場銘柄</p> <p>計 568 銘柄(2016 年 9 月 13 日時点) (2014 年 4 月時点で上海A株市場上場株式 時価総額の約 90%に相当)</p> |
| 投資可能銘柄 (中国本土→香港) | <p>ハンセン総合大型株指数構成銘柄</p> <p>ハンセン総合中型株指数構成銘柄</p> <p>時価総額 50 億元以上の ハンセン総合小型株指数構成銘柄</p> <p>A+H株のうち香港市場上場銘柄</p> <p>計 416 銘柄(2016 年 8 月時点) (2016 年 8 月時点で香港市場上場株式時価 総額の 87%に相当)</p> | <p>ハンセン総合大型株指数構成銘柄</p> <p>ハンセン総合中型株指数構成銘柄</p> <p>A+H株のうち香港市場上場銘柄</p> <p>計 312 銘柄(2016 年 9 月 13 日時点) (2014 年 4 月時点で香港市場上場株式時価 総額の約 80%に相当)</p> |

| | | |
|--------------------------|---|-------|
| 投資額上限 | 香港→中国本土 1日 130 億元 中国本土→香港 1日 105 億元 | 左記に同じ |
| 取引に参加できる投資家 (中国本土→香港) | ・機関投資家 ・証券口座と資金口座の合計が 50 万元以上の個人投資家 | 左記に同じ |
| 取引に参加できる投資家 (香港→中国本土) | 全ての香港及び海外の投資家 | 左記に同じ |

(注) A + H株とは中国本土のA株市場と香港のH株市場に同時上場する銘柄を指す。
(出所) 上海証券取引所、深セン証券取引所より大和総研作成

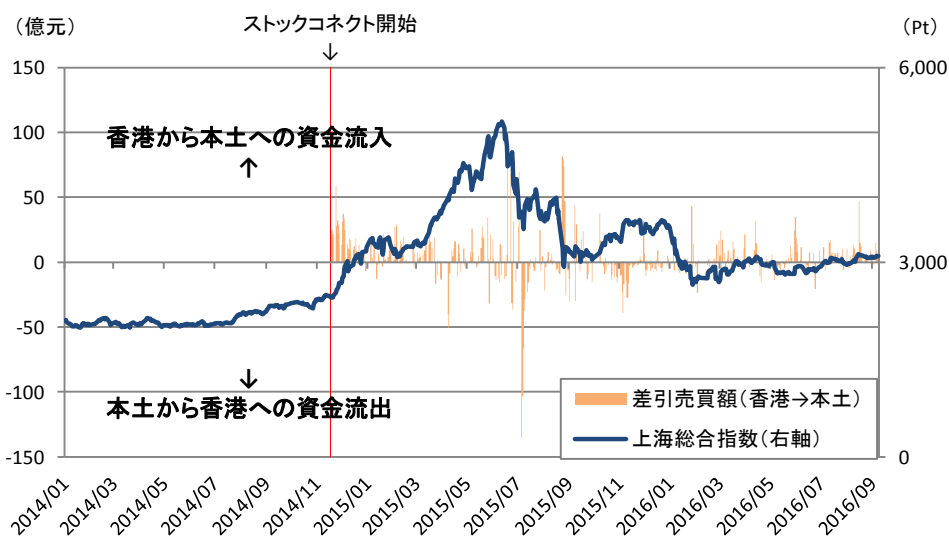
2. 上海・香港ストックコネクト導入後の市場動向

今後導入される深セン・香港ストックコネクトが両市場に与える影響を考える上では、上海・香港ストックコネクトの導入時の経験が参考にできるであろう。上海・香港ストックコネクトの導入の際には、両市場に同時上場する銘柄（A + H株）の価格差が縮小するのではないかといった予測や、制度開始直後の本土市場の株価の急激な上昇が話題となった。深セン・香港ストックコネクトの開始は同様の現象を促すだろうか。

① スtockコネクトによる資金流出入額と株価指数

図表2はストックコネクトを利用した（香港証券取引所を介した）上海株の差引売買額と上海総合指数の推移を示している。橙色の棒グラフが正の値の場合は香港から本土への資金流入、負の値の場合は本土から香港への資金流出となる。赤い線はストックコネクトが開始された日付（2014年11月17日）を示している。

図表2 スtockコネクトを利用した上海株の差引売買額と上海総合指数



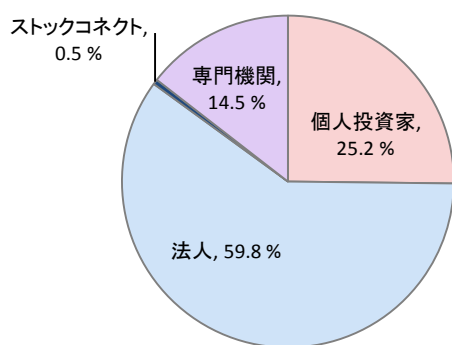
(出所) 上海証券取引所、香港証券取引所より大和総研作成

制度開始から 2016 年 6 月にかけては概ね資金流入が継続する傾向にあり、また制度の開始と同時に株価が急激に上昇したことが分かる。一見するとストックコネクトの導入が株価を押し上げたように見受けられる。しかしながら制度導入直後の 2014 年 11 月 22 日には中国人民銀行が 2 年ぶりに政策金利の引き下げを行っており、なおかつ同時期に国有企業改革による株価上昇という期待が個人投資家間に広まっていたという背景がある。このため、株価上昇の要因をストックコネクトのみに求めるべきではないであろう。

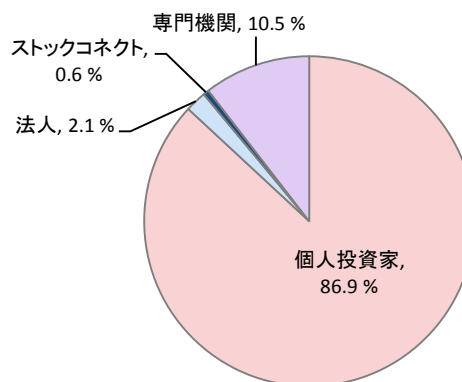
実際のところ、上海株式市場における取引及び投資家別保有額を見ると、ストックコネクトを介した取引は小規模である（図表 3、図表 4）。2015 年末におけるストックコネクトを利用した投資家による上海証券取引所上場株（売却制限のない流通株）の保有割合は 0.5%、保有額は 1,248 億元に留まり、取引に占める割合も 0.6%に留まっている。

以上を踏まえるとストックコネクトによる資金流入が直接的に本土の株価を上昇させた効果は限定的であったと見受けられる。ただし、ストックコネクト導入による資金流入への期待は、本土内の投資家に本土株の株価上昇を期待させ中国本土株への投資をいくらか促したのではないだろうか。深セン・香港ストックコネクトの導入においても、当該制度により流入する資金が深セン上場株の株価に与える直接的な影響は限定的となるのではないかと。

図表 3 2015 年末時点 上海市場上場株式
投資家部門別保有額割合



図表 4 2015 年 上海市場上場株式
投資家部門別売買額割合



(注 1) 専門機関にはファンド、社会保障基金、保険基金、アセットマネジメント、証券会社による自己資金売買、Q F I I を含む。

(注 2) ユニバースは上海市場に上場する株式のうち売買に制限のない流通株のみ。

(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

② A 株と H 株の価格差

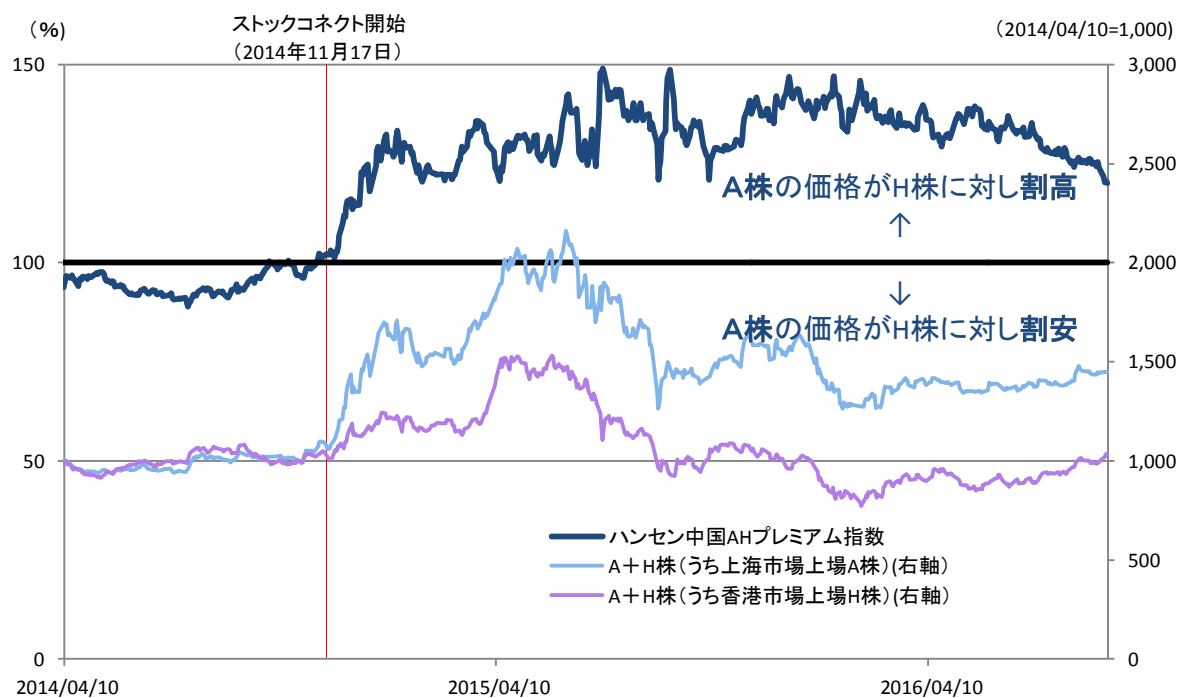
A 株と H 株の価格差とは中国本土と香港の両市場に同時上場する銘柄の価格差のことである。中国本土は資本取引を制限しているため、同一の企業が発行する株式が上海市場（A 株）と香港市場（H 株）で異なる価格で取引されている。ストックコネクトの際に期待された A/H 価格差の縮小とはこの両市場間の価格差の縮小を意味する。同一企業の発行した株式であれば同

一の価値を持つと考えられるため、制度開始に伴い割安となっている市場で重複上場銘柄が買われる、または、割高のものが売られることで価格差が収束していくのではないかといった論理である。

しかし、実際の動きを見ると制度開始直前まではA/H価格差が縮小傾向にあったが、制度開始後のA/H価格差は大きく開くこととなった。

図表5は李克強総理により制度導入が正式発表された2014年4月10日以降のハンセン中国AHプレミアム指数と、本土・香港同時上場銘柄の本土市場上場銘柄、香港市場上場銘柄の価格の推移を示している(2014年4月10日時点の値を1,000とした相対値)。ハンセン中国AHプレミアム指数とはハンセン指数が公表する中国本土市場と香港市場に同時に上場する銘柄の両市場間での価格差を示す指数である。100を超える場合は本土上場銘柄が香港上場銘柄に対し割高に、100を下回る場合は割安に取引されていることを示している。発表後から制度導入にかけて一度価格差が縮小しAHプレミアム指数は100に近づいているが、その後は上海市場で急激な株価の上昇により価格差が拡大し同指数が上昇している。

図表5 中国本土A株市場と香港H株市場同時上場銘柄の価格差推移 (日次)



(出所) ハンセン指数有限公司より大和総研作成

市場を連携させたにもかかわらず価格差が縮小しない背景としては、ストックコネクの取引が本土市場に与える影響が限定的であること、本土市場の投資家のうちストックコネクを利用して香港市場取引に参加し裁定取引を行う投資家が少ないこと等が考えられる。

このため、深セン・香港ストックコネクの導入もA/H価格差を完全になくすまでには至らないのではないかと考えられる。なお、足元におけるA/H価格差を見ると、中国本土上場銘柄が香港上場銘柄より割高に取引されている傾向にある。

3. 深セン・香港ストックコネクト導入の意義

上記の内容から深セン・香港ストックコネクト導入が上海で起きたような株価の変動を直接的に引き起こす可能性は限定的と考えられる。しかしながら、今回のストックコネクト導入の主眼は中国本土株式市場の国際化の推進にあるであろう。これまで中国は資本市場の対外開放を段階的に実施してきた。2002年には中国当局の認可を経た海外機関投資家（適格域外機関投資家、QFII）にドル建てでのA株市場投資を、2011年には中国当局の認可を経た海外機関投資家（人民元適格域外機関投資家）に人民元建てでのA株市場投資を認めてきた。深セン・香港ストックコネクトの導入により、本土外の全ての投資家は香港市場を介して大半のA株市場上場銘柄に投資を行うことが可能となる。中国当局は資本市場の対外開放を人民元の国際化と自国の金融業の競争力向上に繋がるものと認識している。今後の方向性として取引上限の撤廃や、あらゆる投資家に対するA株市場への直接投資の許可といった更なる規制緩和が実施される可能性も考えられる。深セン・香港ストックコネクトが今後の更なる対外開放に向けた試験的な取り組みとして重要な一歩ともなり得るであろう。また、中国本土市場のA株は幾度も主要な新興国指数への組み入れが検討されているが、市場へのアクセスの改善の必要性等を理由に組み入れを見送られている状況である。主要な新興国指数の構成銘柄に組み入れられれば海外の長期投資家による安定した資金の流入も期待できる。深セン・香港ストックコネクトの導入はA株の構成銘柄組み入れに向けた有効な取り組みではないだろうか。