

CHINA WEEKLY

トピックス

「滬港通」11月17日にスタート～中国の資本市場の新時代が幕開けか

11月10日、中国証券監督管理委員会と香港証券先物事務監察委員会は、11月17日より「滬港通」（上海と香港の株式市場の相互乗り入れ制度）の開始を許可したことを発表した。「滬港通」については、本年4月10日に中国政府より計画が明らかにされ、内外の投資家から大きな関心が寄せられ、中国資本市場の開放、人民元の国際化や中国株式市場の改革に重大な意義をもつ措置と評価されていたが、この程、具体的な実施日が決定した。

I. 「滬港通」とは何か

4月10日、李克強首相はボアオ・アジア・フォーラムの閉会式で行った講演の中で、資本市場の対外開放を含むサービス業の拡大に向けた条件を積極的に整えるため、滬港通などを実施し、中国内地と香港の資本市場の双方向の開放と健全な発展を促進していくことを表明した。同日、中国証券監督管理委員会はウェブサイト上で、同委員会と香港証券先物事務監察委員会の連名で、上海証券取引所と香港証券取引所が上海、香港の株式市場において株式取引の相互乗り入れを試験的に行うことを公表した。

さらに、中国証券監督管理委員会は4月29日、「上海と香港の株式市場相互乗り入れ制度の試験的導入の実施細則」草案（意見聴取案）を発表し、「滬港通」で取り扱う株式の範囲、限度額の規制、取引時間、取引の処理、投資家の参入条件や適合性原則、「滬港通」の対象ではない株式等が配当された場合の処置など、6つの重要なポイントを明らかにした（図表1）。

9月4日、上海証券取引所、香港証券取引所、中国証券登記清算有限公司、香港交易清算所有限公司は「四方協議」に調印し、「滬港通」の証券取引と資金決済について合意した。「四方協議」は取引可能な証券範囲を明確にしたほか、中国本土の投資家による証券取引と決済は人民元のみ限定し、一方香港の投資家は香港ドルで約定するが、人民元で中国証券登記清算有限公司（或いは清算参加者）と決済すると規定している。

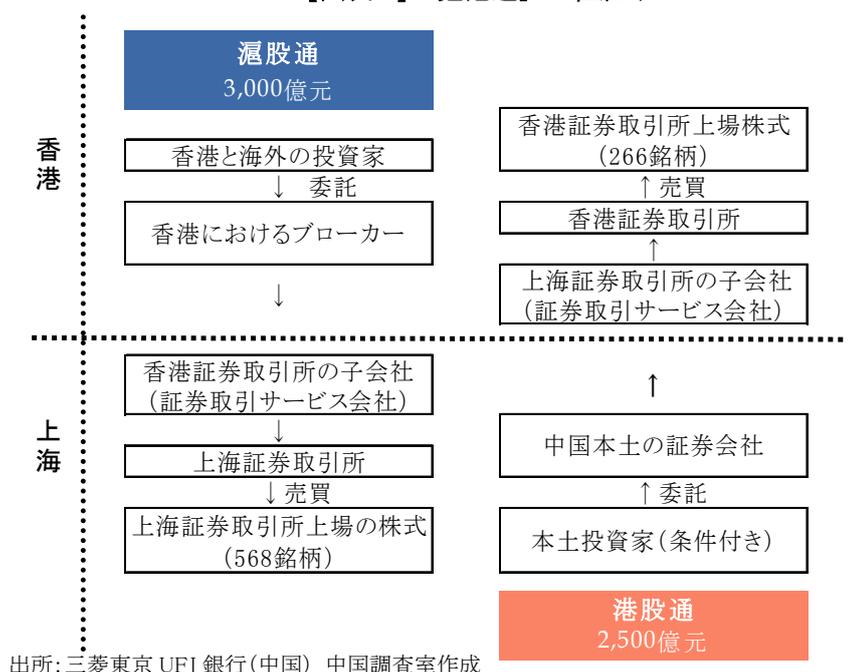
「滬港通」の実施範囲と実施条件

構成

「滬股通」と「港股通」からなる。「滬股通」とは、投資家が香港ブローカーに委託し、香港証券取引所の子会社（証券取引サービス会社）経由で、上海証券取引所に申告し（売買デリバリー）、所定範囲内の上海証券取引所に上場する株式を売買するものである。

「港股通」とは、所定の条件に合致する本土投資家が中国本土の証券会社に委託し、上海証券取引所の子会社（証券取引サービス会社）経由で、香港証券取引所に申告し、所定範囲内の香港証券取引所に上場する株式を売買するものである。

【図表1】「滬港通」の仕組み



CHINA WEEKLY

－ 取引可能な証券範囲

【図表 2】「滬港通」の投資範囲と投資者条件

	投資対象	時価総額		投資者参入条件	総投資枠	1日あたり投資枠(ネットベース)
			流通株(注1)			
滬股通	568銘柄	14.4兆元	4.7兆元	全ての海外投資家が香港ブローカーを仲介して売買可能	3,000億元	130億元
	上証(上海証券取引所上場)180指数 180銘柄	11.21兆元	3.38兆元			
	上証380指数 380銘柄	3.08兆元	1.33兆元			
	A+H株(注2)(上海、香港の証券取引所に同時に上場する銘柄で、上記指数以外の)8銘柄	994億元	301億元			
港股通	266銘柄	16.4兆香港ドル		本土における機関投資家及び証券口座と資金口座の合計残高が50万元以上の個人投資家	2,500億元	105億元
	ハンセン総合大型株指数 78銘柄	13.45兆香港ドル				
	ハンセン総合中型株指数 163銘柄	2.93兆香港ドル				
	A+H株(上海、香港の証券取引所に同時に上場する銘柄で、上記指数以外の)25銘柄	385億香港ドル				

出所:三菱東京UFJ銀行(中国) 中国調査室作成

(注1) 流通株とは、大株主及び役員等の所有する有価証券並びに上場申請会社が所有する自己株式など、その所有が固定的でほとんど流通の可能性が認められない株式を除いた有価証券。或いは、自由流通禁止期間が設けられる等条件限定の流通株。

(注2) A株とは、中国本土に上場している中国企業の株で、中国国内の投資家と一定条件を満たした外国機関投資家のみが投資可能。H株とは、香港に上場している中国本土に登録された中国企業の株。

A株に投資する「滬股通」の限度額は3,000億元、毎日の限度額(売買のネットベース)は130億元とされる。試行の初期段階において、「滬股通」の範囲は、上海証券取引所の上証180指数、上証380指数、及びA+H株(上海、香港の証券取引所に同時に上場する銘柄)である。上証180指数は、時価総額の大きい金融、不動産、石油化学、非鉄金属、自動車、医薬、食品飲料、建築建材等伝統的な産業の大手上場企業株式180銘柄をカバーしている。上証380指数は、新興産業の大手企業株式380銘柄を含み、高成長性を特徴とする。

II. 「滬港通」制度開始自体の意義は大きい

以上説明したように、「滬港通」は、取引総額、取引範囲、投資家の参入条件などに多くの制限があり、市場の期待に応えたいはいい難い。この制限の下では、短期的には中国大陸及び香港の金融市場を牽引するほどの影響を与えることはできないものの、将来に向けた制度開始自体の意義は大きいと思われる。

人民元投資ルートが多元化、資本取引の自由化を促進

中国では、経常取引の為替管理はほぼ自由化しているが、資本取引においては、直接投資や証券投資など近年開放措置が取られているものの、条件付きの限定的な開放に止まっている。当局は大規模なクロスボーダー資金流動に伴うリスクに強い警戒感をもち、資本取引の開放に慎重である。この政策基調は今でも変わらないものの、国際金融の枠組みが大きく変化する流れの中、中国は国際金融市場における発言権や地位向上を目指して、資本市場の開放の加速を迫られている。

今まで、海外投資家が中国のA株に投資する主なルートとして、QFII(適格外国機関投資家)とRQFII(人民元適格外国機関投資家)があった。「滬港通」は海外投資家に新たな投資ルートを提供しており、QFIIとRQFIIを補完し、且つそれ以上の利便さが付与されている。

一方、中国本土の投資家による海外株投資は今までQDII(適格域内機関投資家)経由でしかできなかった。「港股通」の開始により、全ての機関投資家は勿論、本土の個人投資家(条件付き)も直接香港株を売買することが可能となった。国内の資本の蓄積にもかかわらず、様々な制限のため大量の民間資金が国内に留

CHINA WEEKLY

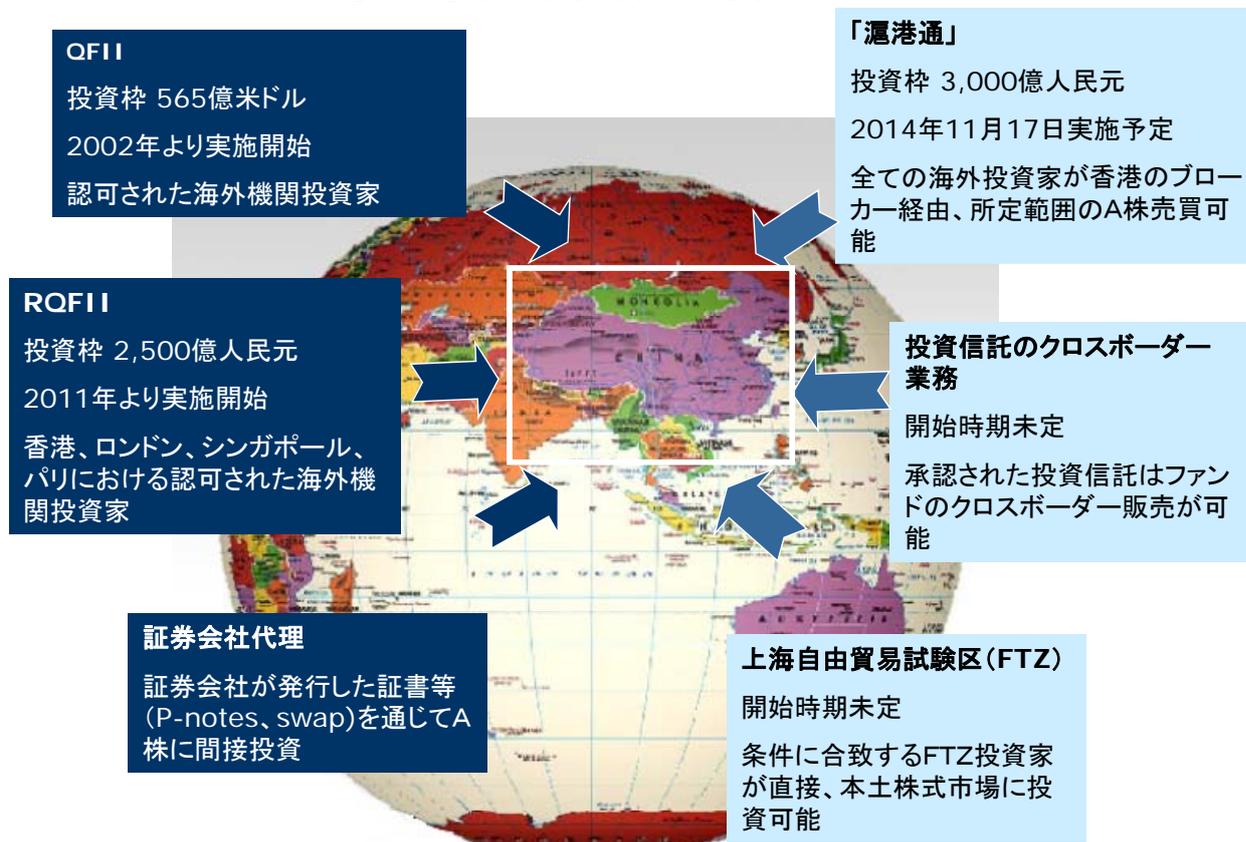
まらざるを得ず、その結果、非合法の資金調達、及び不動産や鉱物、美術品などの投機的取引が過熱している。これらの資金による海外への投資を可能とし、安定的に利益を得ることができるようになれば、国内金融市場の安定にも繋がる。

【図表3】「滬港通」と QFII/QDII の区別

	滬港通	QFII/QDII
仲介機関	上海、香港の証券取引所を仲介機関とし、相互にリンクされ、市場を跨る投資が実現できる	資産管理会社を仲介機関とし、金融商品販売を通じて投資家から資金を集めた上で投資する
投資家	個人投資家を含む全ての海外投資家が香港における証券口座があればA株に投資可能。本土の機関投資家と証券口座残高50万元以上の個人投資家は香港株に投資可能	認可された機関投資家に限定
投資方向	双方向の投資	一方向の投資
取引通貨	人民元のみ限定、本土の投資家と海外投資家を問わず人民元で投資することが必須	米ドル等の外国通貨で投資する
クロスボーダー資金の管理方式	証券を売却して取得した資金は元のルートにて期間制限なしに還流可能。資金の利用効率が向上し、為替リスクが低下する一方、投資先市場での留保は不可	投資先市場での留保が可能
投資枠	総枠が設けられるが、投資家別の個別枠はない	総枠の下で投資家ごとに投資枠が設定される

出所:三菱東京UFJ銀行(中国) 中国調査室作成

【図表4】 海外投資家向けの投資ルート



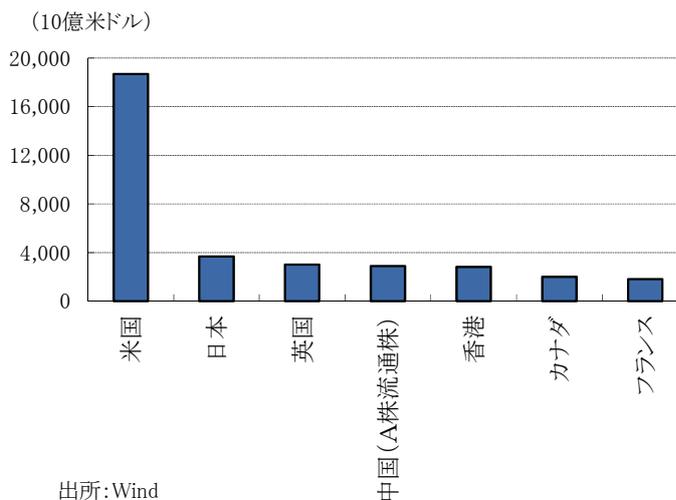
出所:興業証券レポートにより三菱東京 UFJ 銀行(中国) 中国調査室作成

CHINA WEEKLY

上海と香港の国際金融センターとしての地位を高める

ニューヨークのウォール街やロンドンのシティでは、サブプライムローン問題や欧州債務危機などが発生した影響で国際金融センターとしての地位が揺らぐ中、新たな国際金融センターが台頭する可能性がある。香港国際金融センターは既に独自の恵まれた条件を備えているが、これに中央政府が後押しする上海国際金融センターが力を合わせれば、海外投資家にとって中国金融市場の魅力が高まり、将来的に香港・上海双方が国際金融センターとしての地位を高めることもありうる。

【図表5】 上場企業の時価総額(2012年末)



人民元の国際化にプラス、香港のオフショア人民元センターとしての機能を強化

香港はオフショア人民元取引の中心地としての機能をさらに強めることができる。人民元国際化の過程において、香港は試行地区、推進地区として重要な役割を果たし、人民元のカロスボーダー取引の拠点となってきた。しかしながら、その過程では、資金還流が滞るなどの問題が存在し、香港での人民元の運用の手段は乏しかった。「滬港通」は人民元を決済通貨として採用し、香港市場に滞留している人民元に対し合理的かつ利便性の高い投資ルートを提供することになり、人民元の還流にとってプラスとなる。

香港の銀行は 2004 年 2 月から人民元業務を試行し、預金、送金、両替とクレジットカード業務を含み、一人当たりの一日の両替は 2 万人民元を限度としている。香港金融管理局の統計によれば、2014 年 7 月現在、香港における人民元預金(当座・普通預金と定期預金の合計)は 9,367.79 億元に達し、人民元業務を取扱う金融機関は 148 行にまで増加した。「滬股通」(香港ドルを人民元に両替して上海 A 株を売買)の投資限度額 3,000 億元は、香港人民元市場規模の 3 分の 1 に相当しており、その実施により人民元に対する需要が大きく増加する為、香港のオフショア人民元センターとしての地位向上にプラスとなる。今後、2 萬元の交換限度額規制が緩和されれば、更にオフショア市場の拡大につながるが見込まれる。

「投機重視、投資軽視」という投資姿勢の改善

A 株と香港株の相互取引は、現在の創業板市場(中国の新興企業向け証券市場)の高すぎる株式評価、逆に低すぎる優良企業の株式評価などの不均衡な状態をある程度解消し、中国大陸の投資家の投資姿勢の改善や、証券市場の役割を長期的な資金供給の場へと戻す効果があると考えられる。また、投資家構成の違いも投資姿勢の違いをもたらしている。A 株市場では 2014 年第 1 四半期において、長期投資・価値投資を重視する機関投資家が保有する株式の時価総額が流通株全体の時価総額の 10% を占めるに留まっており、過去 10 年間での最低となっている。一方、香港株式市場では機関投資家の割合は 60% 以上を維持している。

資本市場における相互取引と情報の共有は、A 株の評価を国際市場に連動させ、過大評価された株式への投機熱は徐々に冷めていく。逆に過小評価の優良企業の株式は次第に本来の価値を取り戻していくものと思われる。中長期的には両市場間の株価の裁定が働き、中国内地における「投機重視、投資軽視」という投資姿勢が改まり、市場に均衡のとれた発展がもたらされるであろう。

Ⅲ. 株式市場への影響

9 月 26 日、上海証券取引所は中国証券監督管理委員会の批准により、「上海証券取引所滬港通試行弁法」を正式に発表した。香港側も近く細則を発表する見通しで、実施に向けた準備が基本的に出揃うことになる。また、「滬港通」のシステム等ハード面のテストも順調に実施され、9 月末には完了した。

CHINA WEEKLY

各証券会社の反応は前向きであり、9月26日時点で、「滬港通」の現場検査を申請した証券会社は90社となり、うち、70社は既に現場検査に合格した。

「滬股通」登場後、両エリアの株式市場の出来高はある程度増加し、双方が相互乗り入れ制度のメリットを享受することになる。特に、香港・上海同時に上場する会社のA株・H株間での価格差が大きい銘柄が存在している。香港市場と比べて低く評価された上海A株市場の銘柄は運輸、銀行、医療、自動車部品、保険業界に集中しており、「滬股通」実施後は、両市場の格差が縮まる方向に向かうものと見込まれるため、上海A株市場ではこのような「AH価格差」銘柄が買われるものと一般的に予想される。

試行期間における「港股通」の投資枠は2,500億元で、香港株式市場時価総額の1.5%しか占めておらず、香港株式市場への影響は短期的には大きくはならない見通しだ。また、ワラント、債券及び時価総額の小さい銘柄は投資対象から除外されている。「港股通」試行案では、投資対象が時価総額の大きい銘柄に集中し(時価総額1千億香港ドル以上の銘柄は71、「港股通」の対象となったのは59銘柄)、成長性が高いとはいえない。一方、メリットとして評価されているのは、相互乗り入れによる投資家教育、相対的に低く評価される香港株の買いに伴う資金の香港への流入、香港H株を踏み台とした米国、欧州の株式市場への投資拡大が挙げられている。

今後は、「滬股通」の投資範囲と対象の拡大や限度額の引き上げ、そして「深港通」(深圳と香港の証券市場の相互乗り入れ制度)の実施に伴い、中長期的には中国資本市場の改革、国際取引ルールの導入、国際市場への門戸開放を促進する役割が期待できる。

三菱東京 UFJ 銀行(中国)トランザクションバンキング部
中国調査室 石洪

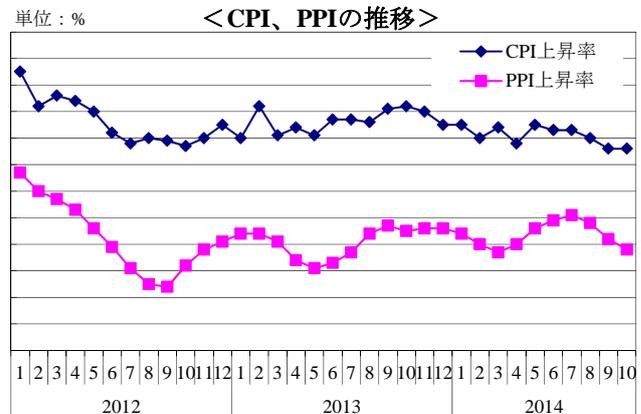
CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆10月のCPI 前年同月比+1.6% 前月と横ばい

国家統計局の10日の発表によると、10月の消費者物価指数(CPI)は、前月と横ばいの前年同月比+1.6%となった。品目別では、食品が同+2.5%、非食品が同+1.2%。食品のうち、果物は同+15.2%、卵は同+16.4%と上昇幅が大きかったのに対し、野菜は同▲7.2%、油脂は同▲4.0%、豚肉は同▲3.1%と下落した。また、10月の工業生産者出荷価格指数(PPI)は前年同月比▲2.2%と、下落幅は前月より0.4ポイント拡大した。下落の要因として、原油価格の持続的な下落と国内の一部業種の生産能力過剰による影響を挙げた。なお、中国政府は今年のCPIの目標を3.5%前後としている。



(出所) 国家統計局の公表データを基に作成

【貿易・投資】

◆「第116回広州交易会」閉幕 輸出成約額、バイヤー数ともに前回より減少

10月15日から開催されていた「第116回広州交易会」が11月4日に閉幕した。同会の発表によると、今回の輸出成約額は、前回比▲6.1%の291.6億米ドルとなった。成約相手国・地域別では、EU、米国、BRICs、中東諸国、日本等との成約額が同▲4%～▲19%の幅で減少し、ASEAN、韓国、香港についてはやや増加した。また、来場バイヤー数も前回の188,119人から186,104人となり、成約額、バイヤー数ともに前回より減少した。バイヤーを地域別で見ると、アジアの割合が全体の54.9%と前回同様最も多く、次いで欧州が同19.9%、北米・南米が同13.9%、アフリカが同8.1%、オセアニアが同3.2%の順となっている。一方、今回の広州交易会の特徴として、輸入展示ブースに前回の出展社数を上回る45の国と地域の企業551社が出展しており、輸出入展示ブースを融合した新たな開催パターンを試行に成功した点を挙げている。

◆10月の輸出 前年同月比+11.6% 前月比3.7%縮小するも2桁の伸び

税関総署が8日に発表した貿易統計(米ドル建て)によると、10月の輸出入総額は前年同月比+8.4%の3,683億米ドル、うち、輸出が同+11.6%の2,069億米ドル、輸入が同+4.6%の1,615億米ドルと、輸出の伸びは前月より3.7%縮小したものの、2ヶ月連続で2桁の伸びを示した。輸出が好調であった要因には、米国、欧州の景気回復があるとみられている。また、1-10月累計の輸出入総額は前年同期比+3.8%の3兆5,306億米ドル、うち、輸出が同+5.8%の1兆9,038億米ドル、輸入が同+1.6%の1兆6,267億米ドル、貿易収支は2,771億米ドルの黒字となった。なお、1-10月累計の貿易相手国・地域別での輸出入総額の伸びを見ると、日本は前年同期比+1.2%と1-9月より0.6ポイント鈍化した。また、EUも同+11.2%と1-9月より0.6ポイント鈍化したのに対し、米国は同+6.9%、ASEANは同+8.9%と、1-9月よりそれぞれ0.2ポイント、1.4ポイント拡大した。

【金融・為替】

◆「2014年第3四半期貨幣政策執行報告」引き続き適時適度な微調整

中国人民銀行は6日、「2014年第3四半期貨幣政策執行報告」を発表した。足元の中国経済について、雇用情勢が安定し、消費が堅調に推移し、輸出入には改善の兆しが見えているとする一方、投資と物価の伸びがやや鈍化し、経済の下振れ圧力は依然として残っていると指摘した。また、短期的には、不動産市場の調整、環境汚染対策の実施、製造業の成長減速が、経済成長にある程度の影響を与えるものと予想されるが、中長期的には、新型工業化、情報化、都市化、農業近代化の進展により、経済成長方式の転換が図られ、より質の高い、持続的な経済成長を実現できると強調した。今後の金融政策について、引き続き、穏健な金融政策の下で、政策の安定性と連続性を維持し、経済ファンダメンタルズの変化に合わせて適時適度な微調整を行うとした。また、人民元為替レート形成メカニズム改革について、人民元レートの双方向に変動する弾力性を高め、貿易・投資におけるクロスボーダー人民元決済を支援し、人民元の域外との流出・流入のルートを広げ、人民元と他通貨との直接取引市場を発展させること等を目標として挙げた。

CHINA WEEKLY

人民元レビュー

◆来週も堅調を維持、注目は貿易統計

今週の人民元は 6.11 台後半で寄り付いた。対ドル基準値は 6.15 台後半と約 2 ヶ月ぶり元安水準へ切り下げられたが、実勢相場への影響は限定的。週を通じて 6.11 台での推移が続いた。

10 月の製造業 PMI は 50.8 と前月 (51.1) から低下した。生産 (53.6→53.1)、新規受注 (52.2→51.6) が低下した。これは、内需の弱さを受けて企業景況感が弱含んだことによろう。また、新規輸出受注 (50.2→49.9) は 50 を割り込んだ。投機取引等によるデータの歪みの為か、新規輸出受注の輸出との相関は強くなく、現段階で先行き判断は出来ない。しかし、第 3 四半期の経済成長の牽引役であった輸出が鈍化すれば、中国の経済成長が一層鈍化する可能性もあり、注意が必要だ。

こうしたなか、中国人民銀行は四半期金融政策報告において、新たに創設した「中期貸出制度 (MLF)」を通じて、9、10 月に 7,695 億元 (約 1.4 兆円) を供給したことを明らかにした。9 月の 5 大銀行向け 5,000 億元の供給に引き続き、10 月にも 2,695 億元の供給をしたことになる。また、今後数ヶ月に亘って中国経済への下押し圧力が強まると予想し、適切な時期に政策を微調整する方針も明らかにした。ただ、金融市場の過度な流動性を阻止すると述べるなど、より踏み込んだ緩和に対しては慎重な姿勢を示した。

来週は 10 月の経済指標の発表が相次ぐ。注目は 8 日に発表される貿易統計だ。輸出は昨年同月に低迷していたこともあり、ベース効果から 2 桁成長が見込まれる。9 月には 9 ヶ月ぶり水準に急増した香港向け輸出が、貿易取引を装った投機取引を想起させ市場の注目を集めた。10 月の動向次第では国家外為管理局が貿易取引の監視を強化すれば、人民元相場の上値を重くする可能性もあり、留意が必要だ。

もともと、足許の人民元は基準値比元高で推移している上、当局による元安誘導姿勢も伺えないことから、来週の人民元も堅調に推移しよう。

(11 月 7 日作成) (市場企画部市場ソリューション室 グローバルマーケットリサーチ)

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比		指数	前日比
2014.11.03	6.1167	6.1167~6.1192	6.1183	0.0048	5.4260	-0.0727	0.78888	0.0009	7.6429	-0.0410	3.2000	2545.31	11.24
2014.11.04	6.1180	6.1144~6.1190	6.1152	-0.0031	5.3805	-0.0455	0.78871	-0.0002	7.6492	0.0063	3.2200	2545.11	-0.20
2014.11.05	6.1120	6.1108~6.1153	6.1146	-0.0006	5.3422	-0.0383	0.78860	-0.0001	7.6508	0.0016	3.2000	2534.31	-10.80
2014.11.06	6.1152	6.1117~6.1161	6.1123	-0.0023	5.3366	-0.0056	0.78833	-0.0003	7.6432	-0.0076	3.5500	2540.03	5.72
2014.11.07	6.1165	6.1137~6.1241	6.1229	0.0106	5.3122	-0.0244	0.78981	0.0015	7.5901	-0.0531	3.7800	2533.06	-6.97

(資料) 中国外貨取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱東京 UFJ 銀行国際業務部作成