

双方向での人民元建て証券投資を促進する

上海・香港相互株式投資制度¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2014年4月10日、中国の国務院（内閣）・李克強総理は、資本市場の対外開放の一環として、上海・香港相互株式投資制度を公表した。同日、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、共同で基本的な制度設計を公告した。その後、上海証券取引所は、実施細則案をパブリックコメントに付き、具体化に動き始めた。
2. 上海・香港相互株式投資制度は、「滬港通」（Hugangtong、フーガントン）と呼ばれ、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仕組みである。同制度の準備には半年間をかけ、2014年10月前後にテストが始まる予定である。
3. 既存のQFII（適格外国機関投資家）制度では、機関投資家が投資の主体で、外貨を介しながら、あくまで中国本土向けの一方向の投資であるのに対し、新制度では、上海・香港の両サイドから双方向で、かつ人民元建てで投資を行い、個人投資家も、直接、現物株を購入できることが特徴である。
4. 新制度のテスト段階では、投資対象はブルーチップに限定され、また全体と一日当たりの投資枠が設定されるという制約もある一方、この仕組みは、上海から見て、将来、香港以外の取引所にも国際展開される可能性がある。まだ準備段階の中国本土と香港間のファンド相互販売制度も含め、証券会社等仲介業者にも好機となろう。

I 上海・香港相互株式投資制度の導入表明

2014年4月10日、中国の国務院（内閣に相当）・李克強総理は、海南島で開催されたボアオ・アジア・フォーラムのスピーチの中で、改革、構造調整、民生改善の三つを原動

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2014Vol.8-2より転載している。

力として今後の経済運営を進めていく方針を明らかにした²。

また、改革については、「開放も改革であり、開放は改革を促すことができる」と述べ、以下の通り開放の方針を示した。第一に、中国は新しい高いレベルの開放に力を入れるとした。第二に、開放で重要なのは、資本市場の対外開放を含むサービス業にまで対象を拡大することであるとした。第三に、その一例として、中国は積極的に条件を創り出して、上海と香港の株式市場で相互に取引できる制度を構築し、中国本土と香港の資本市場の双方向の開放と健全な発展を更に促進するとした。第四に、中国は、国際市場と更に深く融合し、対外開放の階層とレベルを絶えず向上させていくとした。

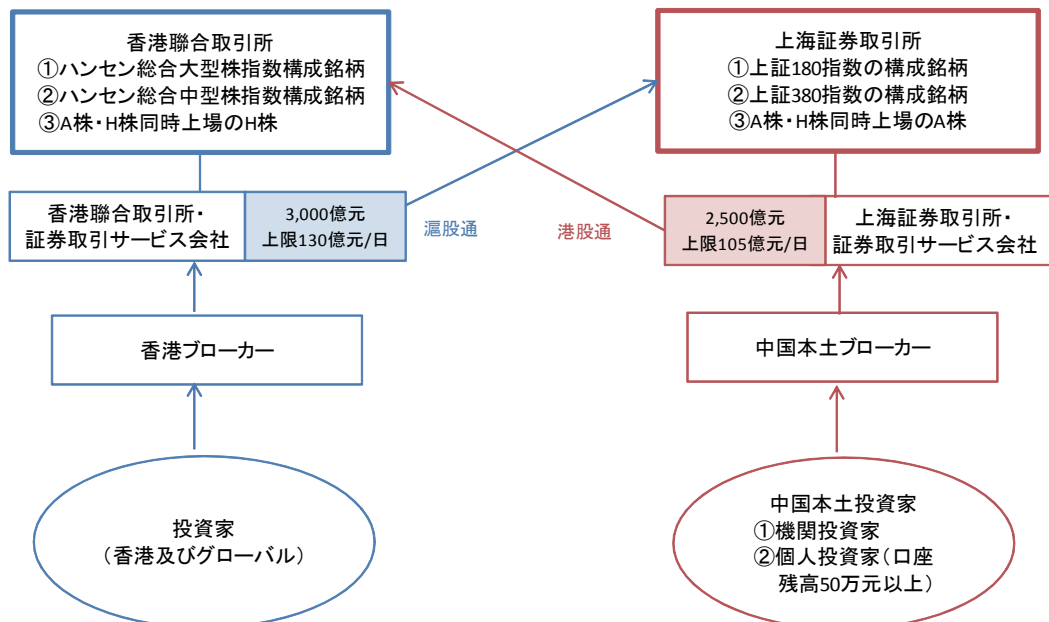
この中国の開放政策の一例として挙げられた「上海・香港相互株式投資制度」が、中国資本市場の対外開放を新たに導くものとして、現在、国内外の市場関係者の注目を集めている。

II 上海・香港相互株式投資制度の概要

1. 基本的な制度設計の公表

李克強総理からの制度導入の表明と同じ日の4月10日、中国証券監督管理委員会（証監会、CSRC）と香港証券先物事務監察委員会（香港証監会、SFC）は共同で公告を出し、上海・香港相互株式投資制度に関する基本的な制度設計を明らかにした（図表1）³。

図表1 上海・香港相互株式投資制度（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

² http://www.gov.cn/guowuyuan/2014-04/11/content_2656979.htm

³ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201404/t20140410_246762.html

その後、同年 4 月 29 日、上海証券取引所は「上海・香港相互株式投資制度テスト実施細則（意見請求稿）」（以下、細則案）をパブリックコメントに付し（5 月 16 日期限）⁴、同年 5 月 9 日には、証監会が「上海・香港相互株式投資制度テストの若干の規定（意見請求稿）」をパブリックコメントに付した（5 月 23 日期限）⁵。

これらの内容を整理すると、制度のテストの概要は以下の通りとなる。

2. 取引主体

1) 原則

上海証券取引所と香港聯合取引所は、中国本土及び香港の投資家が、それぞれの証券会社（ブローカー）を通じて、規定の範囲内で相手方の取引所に上場されている株式を売買する。共同公告で同制度には、中国語で上海を意味する「滬」と香港を意味する「港」が、株式市場での相互売買ルートを意味する「通」でつながったという意味で、「滬股通」（Hugangtong、フーガントン）という名称が付されている。

2) 上海株の売買（滬股通）

香港サイドからの上海株の売買は、共同公告では「滬股通」（Hugutong、フーグートン）と呼ばれ、次の通り行われる。

第一に、香港聯合取引所の下に、証券取引サービス会社が設立される。

第二に、香港サイドの投資家は、香港のブローカーに委託して、同サービス会社を経由して上海証券取引所に売買の注文を出し、規定の範囲内で上海証券取引所に上場されている株式を売買する。

3) 香港株の売買（港股通）

上海サイドからの香港株の売買は、共同公告では「港股通」（Ganggutong、ガングートン）と呼ばれ、次の通り行われる。

第一に、上海証券取引所の下に、証券取引サービス会社が設立される。

第二に、上海サイドの投資家は、中国本土のブローカーに委託して、同サービス会社を経由して香港聯合取引所に売買の注文を出し、規定の範囲内で香港聯合取引所に上場されている株式を売買する。

3. 取引方法

1) 取引・決済及び上場規則に関する適用ルール

第一に、取引・決済業務は、取引・決済が発生する市場の規定及び業務規則を適用

⁴ http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20140429_3803206.shtml

⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201405/t20140509_248743.html

する。従って、香港サイドからの上海株の売買の場合は上海市場のルールが、上海サイドからの香港売買の場合は香港市場のルールが適用される。

第二に、上場会社は、上場している市場の上場規則及びその他の規定に基づく管理監督を受ける。従って、上海－香港間で、上場規則を変更することにはつながらない。

第三に、相互投資は、上海及び香港の両市場の取引日に行い、決済の手配が整った時点で開始する。

なお、上海と香港とでは、時差は無いものの、立会時間や休日がそれぞれ異なる為、今後の調整が課題となる。例えば立会時間の場合、上海は、プレオープニングセッションが 9 時 15 分～9 時 25 分、前場が 9 時 30 分～11 時 30 分、後場が 13 時～15 時となっている。一方、香港は、プレオープニングセッションが 9 時～9 時 30 分、前場が 9 時 30 分～12 時、後場が 13 時～16 時となっている。

2) 決済方法

相互投資の決済は、上海サイドの中国証券登記決済有限責任公司（CSDC、以下、中国決済公司）と香港サイドの香港中央決済有限公司（HKSCC、以下、香港決済公司）との間で、クロスボーダーの直接決済方式で行う。双方が相手方の決済会社となって、相互投資に対する決済サービスを提供する。

なお、上海の決済日は T+1、香港の決済日は T+2 である為、やはり今後の調整が課題となる。

4. 投資対象及び投資枠

1) 投資対象

テストの最初の段階では、上海株、香港株ともに、証券取引所に上場するブルーチップの現物株に限定し、テストの状況を見ながら、相互に投資対象を調整していくこととなる。

(1) 滬股通（上海株）

香港サイドからの上海株への投資対象は、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。

なお、細則案には、滬股通における信用取引の禁止（24 条）、空売りの禁止（25 条）、インサイダー取引の禁止（26 条）が盛り込まれている。

(2) 港股通（香港株）

上海サイドからの香港株への投資対象は、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。

また、港股通でも、滬股通同様、細則案に信用取引、空売り、インサイダー取引の禁止がそれぞれ盛り込まれている。

2) 投資枠

相互投資は人民元建てで行われる。テストの最初の段階では、投資枠（残高ベース）を設定する。また、一日当たりでも投資枠（残高ベース）を設定し、リアルタイムでのモニタリングを実行する。

(1) 滬股通（上海株）

香港サイドからの上海株への投資枠は 3,000 億元を上限とし、一日当たりの投資枠では 130 億元に設定する。2014 年 4 月の上海証券取引所の株式売買金額は 1 兆 6,990 億元で、一日当たりに直すと 809 億元（4 月は 21 取引日）となり、うち滬股通の割合は約 16.1%となる。資金決済は、香港決済会社と中国決済会社との間は人民元で、中国決済会社と中国本土決済参加者との間も人民元で行われる⁶。

また、細則案 30 条～33 条によれば、香港サイドから上海株への投資枠は以下の通り管理される。

①投資枠全体の管理

第一に、投資枠全体は残高ベースで管理される。具体的には、「投資残高＝投資枠－約定済の購入金額＋約定済の売却金額」と設定される。

第二に、投資残高が一日当たりの投資枠以下になる場合は、香港サイドの証券取引サービス会社は、翌取引日の買い注文を停止する。但し、売り注文は受け付ける。

第三に、その後、投資残高が一日当たりの投資枠に達した場合は、証券取引サービス会社は、翌取引日の買い注文の受付を再開する。

②一日当たりの投資枠の管理

第一に、一日当たりの投資枠も残高ベースで管理される。具体的には、「一日当たりの投資残高＝一日当たりの投資枠－買い注文＋売却取引＋買い注文の撤回・取消＋（約定価格と買い注文価格間の差額）」と設定される。

第二に、一日当たりの投資残高をオークションの段階で使い切った場合は、香港サイドの証券取引サービス会社は、当該取引日のその後の買い注文を停止する⁷。但し、売り注文は受け付ける。

⁶ <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/20140429/204518964613.shtml>

⁷ 細則案 21 条によれば、上海株の売買にはオークション方式を採用し、大口取引は当面採用しない。また、同 22 条によれば、上海株の売買はリミットオーダー（指値注文）のみを採用し、マーケットオーダー（成行注文）は当面採用しない。

(2) 港股通（香港株）

上海サイドからの香港株への投資枠は 2,500 億元を上限とし、一日当たりでは 105 億元に設定する。2014 年 4 月の香港聯合取引所の（新興市場を含む）株式売買金額は 1 兆 3,087 億元で、一日当たり直すと 654 億元（4 月は 20 取引日）となり、うち港股通の割合は約 16.1%となる。資金決済は、中国本土の投資家と中国決済公司の間は人民元で行い、中国決済公司と香港決済公司との間は香港ドルで行われる。

投資枠全体の管理と一日当たりの投資枠の管理は、やはり滬股通と同じ考え方を採用する。

5. 投資家

上海サイドから香港株に投資を行う中国本土の投資家は、香港証監会の要求を受け、①機関投資家と、②証券口座及び資金口座に合計で 50 万元以上を有する個人投資家に限定する。その後公表された細則案 74 条 2 項では、後者の個人投資家について、「香港株売買及び為替リスク管理に関する基礎知識を有し、香港聯合取引所の会員テストに合格すること」を要件として定めている。

逆に、香港サイドから上海株に投資を行う投資家は、特に記載が無い為、香港のブローカーに口座を開設してさえいれば、香港を含むグローバル市場から売買に参加できることを意味している。

6. 開始時期

2014 年 4 月 10 日の中国本土と香港の共同公告から向こう 6 ヶ月間が準備に必要な時間としている。従って、2014 年 10 月前後に相互投資制度が開始する見込みである。

III 既存のクロスボーダー証券投資制度との違い

1. 既存のクロスボーダー証券投資制度

今回の相互投資制度を巡っては、既に導入されている対内証券投資・対外証券投資に関する制度があり、既存の制度と新制度との関係が問題となる。制度間との違いの説明に入る前に、まずは公開市場での既存のクロスボーダー証券投資制度を以下の通り確認しておく。

1) 対内証券投資

(1) QFII（適格外国機関投資家）

2002 年 11 月、外国人投資家による中国本土の証券市場への投資を認める QFII（適

格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investors の略称) 制度が導入された。QFII 制度の下では、証監会から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関が、国家外為管理局から認められた投資額の範囲内において中国国内の証券(上場株式、上場債券、投資信託など)に投資をすることが可能となっている。

中国全体の QFII の運用枠は、2007 年 5 月に開催された第 2 回米中戦略経済対話で、導入当初の 100 億ドルから 300 億ドルに拡大していたが、その後 2012 年 4 月、証監会は新たに 500 億ドルの運用枠を設定し、800 億ドルとした。更に 2013 年 7 月、証監会は運用枠を 800 億ドルから 1,500 億ドルへと大きく引き上げた。2014 年 5 月 30 日時点で 249 社が合計 557 億 1,800 万ドルの運用枠を認められている。

(2) RQFII (人民元建て適格外国機関投資家)

2009 年 7 月から中国本土で始まった人民元建て貿易決済は、2013 年末で累計 10 兆 1,599 億元に達した。また、中国本土の主要な貿易決済相手先である香港の人民元預金も同年末で 8,605 億元に達している。この人民元建て貿易決済により香港に蓄積している人民元を中国本土で運用するために、2011 年 12 月、RQFII (人民元建て適格外国機関投資家、RMB Qualified Foreign Institutional Investors の略称) 制度が導入された。

RQFII の運用枠は、制度導入当初の 200 億元に対し、2012 年 4 月に 500 億元が追加設定され、更に同年 11 月には 2,000 億元が追加され、計 2,700 億元となっている。2013 年 3 月には、RQFII 資格の取得制限が緩和され(当初は中国本土の証券会社・運用会社の香港支店・子会社のみ)、①中国本土の商業銀行・保険会社の香港支店・子会社、②香港登録・経営の外国金融機関にまで拡大され、投資対象の制限も撤廃された。

その後、香港以外での RQFII の運用枠として、2013 年 10 月、ロンドンに 800 億元、シンガポールに 500 億元がそれぞれ設定された。2014 年 5 月 30 日時点で、66 社が合計 2,382 億元の運用枠を認められている。

2) 対外証券投資：QDII (適格外国機関投資家)

中国国内の金融機関による対外証券投資は、2006 年 4 月に解禁され、QDII (適格国内機関投資家、Qualified Domestic Institutional Investors の略称) と認定された中国国内の金融機関を通じて行うものである。具体的に QDII は、先ず各金融機関の監督当局よりライセンスを取得し、次に国家外為管理局より実際の運用枠(金額)を取得し、その枠の範囲内で対外証券投資を行う。

2014 年 5 月 30 日時点で、120 社が合計 767 億 9,300 万ドルの運用枠を認められている。

2. 新制度と既存の制度との違い

2014年4月11日、証監会は定例記者会見の中で、上海・香港相互株式投資制度と既存のクロスボーダー証券投資制度との違いを以下の通り五つの観点から説明している（図表2）⁸。当面は、新制度と既存の制度がお互い補完し合いながら併存する見込みである。

1) 仲介業者

新制度での投資家との取引の仲介は、上海証券取引所及び香港聯合取引所（それぞれの傘下の証券取引サービス会社）が行うことが特徴である。

一方、既存の制度の場合は、資産管理会社といった機関投資家が投資家向けに金融商品を組成・販売し、資金を集めた上で投資を行うこととなる。

2) 投資ルート

新制度での投資ルートは、双方向で行えるよう設計されていることが特徴である。

一方、既存の制度の場合は、QFII、RQFIIであれば中国本土への対内証券投資という一方の投資ルート、QDIIであれば中国本土からの対外証券投資の一方の投資ルートとなっている。中国本土の個人投資家の海外運用という観点からは、2007年に国家外為管理局から「香港株直通列車」という香港株の直接運用の実施案が打ち出されたこともあったが（実施されないまま2009年末をもって関連ルールが失効）、これも一方のみの構想であった。

図表2 上海・香港相互株式投資制度と既存の制度との違い

項目	上海・香港相互株式投資制度	QFII、QDII、RQFII
仲介業者	<ul style="list-style-type: none"> 上海証券取引所及び香港聯合取引所。 両取引所が相互に市場を接続し、注文に対して投資ルートを開き、市場を跨った投資を実現する。 	<ul style="list-style-type: none"> 資産管理会社。 投資家向けに金融商品を組成・販売し、資金を集めた上で投資を行う。
投資ルート	<ul style="list-style-type: none"> 双方向。 中国本土の投資家は香港市場の香港株（港股通）に投資。 香港の投資家は上海証券取引所の上海株（滬股通）に投資。 	<ul style="list-style-type: none"> 一方向。 QFII、RQFIIは、中国本土外から中国本土に対する一方向の投資。 QDIIは、中国本土から中国本土外に対する一方向の投資。
取引通貨	<ul style="list-style-type: none"> 人民元のみを取引通貨とする。 	<ul style="list-style-type: none"> QFIIでは米ドル等の外貨で投資。
資金管理	<ul style="list-style-type: none"> 閉じられたルートで管理。 証券の売却代金は、必ず元々のルートに従って戻さなければならない。投資先の市場に留めおくことは出来ない。 	<ul style="list-style-type: none"> QFII等では、証券の売却代金は、投資先の市場に留めおくことが出来る。
投資家の裁量	<ul style="list-style-type: none"> 中国本土・香港の投資家に対し相手方の市場に投資ルートを設定するもので、投資家は当該ルートを通じて自由にテスト対象の株式を選択し、直接、投資を行うことが出来る。 	<ul style="list-style-type: none"> QFII等の場合、運用枠申請、投資方針、情報開示の主体は資産管理会社であり、投資家は間接的に相手方の市場で投資を行い、自由に投資対象を選択する方法がない。

（注） 2014年4月11日の定例記者会見。

（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

⁸ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201404/t20140411_246800.html

3) 取引通貨

新制度では、人民元が取引通貨となることが特徴である。

一方、既存の制度の場合は、QFIIであれば米ドル等の外貨を一旦中国本土に送金して、本土市場で人民元転して証券売買を行うこととなる。

4) 資金管理

新制度では、証券の売却代金は、必ず元々のルートに従って戻さなければならず、投資先の市場に留めおくことは出来ない仕組みとなっている。

一方、既存の制度の場合は、例えば QFII、RQFII であれば、証券の売却代金をそのまま中国本土市場に留めおくことが出来る。

5) 投資家の裁量

新制度では、テスト当初は投資対象に制限が設けられるものの、直接、個別銘柄を購入することができることが特徴である。

一方、既存の制度の場合、投資主体は資産管理会社といった機関投資家であり、各投資家は、直接、個別銘柄を選択して投資することが出来ない。

IV 今後の展開のポイント

1. 準備作業と国際展開の可能性

前述の 2014 年 4 月 11 日の記者会見で、証監会は、上海・香港相互株式投資制度の準備に必要な三分野の作業を以下の通り挙げ、準備に 6 ヶ月間を必要とする背景を説明している。

第一に、制度設計を更に整備し、業務フローを最適化し、業務規則と関連措置を公布し、併せて技術面の準備も行う必要がある。

第二に、香港証監会との間で業務の管理監督及びクロスボーダーの法執行の問題を検討し、現在の「管理監督協力覚書」を補充しなければならない。同時に、両取引所間の協力覚書の締結に向けた調整を行わなければならない。

第三に、取引方法、取引時間、情報開示等の細則と緊急時のバックアッププランを制定しなければならない。

以上の準備作業を経て、新制度がスタートし経験を積んでいけば、この手法は、上海から見て、香港以外の他の海外の取引所にも国際展開できる可能性がある。その場合、人民元オフショア市場があり、RQFII による中国本土向けの証券投資が動き出しているシンガポールやロンドンが最初の候補地となることが考えられよう。また、中国企業が上場する海外の取引所も次の提携先の候補となるかもしれない。この為、上海・香港相互株式投資制度の国際展開を睨めば、海外の取引所も、同制度の準備作業の内容を十分に注視する必要がある。

2. 香港サイドの次の一手

上海・香港相互株式投資制度については、まだ始まってはいないものの、香港聯合取引所の李小加総裁は、①今後 3～5 年の間に香港聯合取引所で更に多くの債券や先物も含めたオフショア人民元商品を上場する計画があること、②このため、上海・香港相互株式投資制度でも、株式以外の債券や商品にも投資対象が拡大することを求めていくこと、③将来的には同制度の投資枠そのものが撤廃される可能性があること、を表明している（2014 年 5 月 23 日付証券時報）⁹。

また、中国本土と香港間には、ファンドの相互認証に基づく相互販売制度構想がある。これは、中国本土・香港間の「経済貿易緊密化協定（CEPA）」の第 10 補充覚書（2013 年 8 月調印）に既に盛り込まれている。冒頭の 2014 年 4 月のボアオ・アジア・フォーラムには、証監会・肖鋼主席も出席し、中国本土・香港間のファンド相互販売制度について、香港で組成した投信の中国本土での販売と、中国本土で組成した投信の香港及び香港を経由したグローバル市場の販売の意義について述べている。中国本土・香港間のファンド・パスポート構想とも言える。

3. 証券会社にとっても好機

まだ準備段階ではあるが上海・香港相互株式投資制度であれ、構想段階ではあるが中国本土・香港間ファンド相互販売制度であれ、中国本土と香港（及びグローバル）市場の投資家へのアクセスを拡大していくことが、証券会社にとって實際上及び喫緊の課題となっている。また、仲介業者にとっては、投資家へのアクセス以外に、執行能力や、リサーチ能力も問われていくこととなる。

うち、リサーチ分野については、上海・香港相互株式投資制度の公表直後から、中国本土の申銀万国証券、中信証券、国信証券等の大手証券会社のリサーチ部門が、人員やカバレッジの強化に動いているとの報道もある（2014 年 4 月 14 日付証券時報）¹⁰。2014 年 3 月末時点で香港に子会社を設立している中国資本（中資）系の証券会社は 23 社、基金管理会社（投信会社）は 22 社、先物会社は 6 社に上っている¹¹。QFII、RQFII、QDII 以外の投資ルートの設定に向けた規制緩和は、中資系証券会社等にとっても好機と映っていよう。

4. むすびにかえて

上海・香港相互株式投資制度の始動について、前述の 2014 年 4 月 10 日の証監会と香港証監会の共同公告の中で、①（香港を含む）中国の資本市場の総合力を強化し、中国本

⁹ http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2014-05/23/content_577997.htm

¹⁰ http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/epaper/index/content_563347.htm

¹¹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201404/t20140425_247779.html

土・香港の両投資家に対し投資ルートを拡大する、②上海及び香港という二つの金融センターとしての地位を強化する、③人民元の国際化を推進する、という三つの意義を強調している。中国本土サイドには、香港市場の取引インフラを使いながら、上海市場を国際水準にまでレベルアップさせようとする思惑も見て取れる。

中国本土株式市場での QFII、RQFII を合わせた外国人投資家の保有比率は、時価総額の 2%にも達していないというのが実情ではあるが、2013 年 11 月の中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議（第 18 期 3 中全会）で決定した改革プラン¹²の中の「資本市場の双方向の開放の推進」に向け、上海・香港相互株式投資制度が今後どのように実現・展開していくのか、引続き注目される。

¹² 関根栄一「証券市場から見た中国新政権の第 18 期 3 中全会」『季刊中国資本市場研究』2014 年冬号。