

## 中国における資本市場の双方向の開放の試み — 深圳・香港ストックコネクトの始動 —

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 2016年12月5日、「深圳・香港株式市場取引相互接続制度」（深圳・香港ストックコネクト）が始動した。ストックコネクトとしては、2014年11月に始動した上海・香港間続くもので、①深圳・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、既存のQFII（適格外国機関投資家）制度と異なる最大の特徴である。
2. 深圳・香港間でも、先行している上海・香港間と同様の制度設計が踏襲されているが、深圳証券取引所には中小企業板や創業板（新興市場）があり、時価総額で製造業や情報産業を中心とした新興・民間企業が多く、そのため、鉱業や金融業の国有企業が中心の上海証券取引所とは異なる銘柄への海外からの投資が可能となる。
3. 深圳・香港間の始動後1ヵ月間の売買実績を見ると、香港株の売買の割合よりも、深圳株の売買の割合の方が高い。また、深圳株の売買では、中国本土への流入超となっている。中国本土の基金管理会社の中には、ストックコネクトをテーマとした公募基金を組成する会社もある。
4. 深圳・香港間でも、上海・香港間と同様の課税政策が踏襲され、海外からの深圳株の売買に対するキャピタルゲインは始動後3年間は免税となるが、その後の取り扱いはこの段階では明示されていない。今後、キャピタルゲインに対する付加価値税の課税の余地も残っている。
5. 一方、中国本土株の売却時の契約執行リスクについては、2015年3月末に新たな仕組みが導入され、解消されている。また、中国本土・香港の各当局間のクロスボーダー管理監督体制も上海・香港間の始動時に確立されており、2016年11月には、初のストックコネクトを悪用した相場操縦案件が摘発された。
6. スtockコネクトについては、今後、上場投資信託（ETF）、上海・ロンドン間、新株購入（IPO、増資）に対象取引・対象市場が多様化していく可能性がある。香港証券取引所の李小加総裁は、ストックコネクトは向こう20年間続くとの見通しを示しており、海外の当局、証券取引所、市場参加者も、長期的な時間軸で見えて行く必要があるだろう。

## I 2016年12月5日より深圳・香港ストックコネクートでの売買開始

2016年8月16日、中国証券監督管理委員会（中国証監会）と香港証券先物事務監察委員会（香港証監会）は共同公告を発表し、向こう4ヵ月間の準備期間を経て、「深圳・香港株式市場取引相互接続制度」を始動させるとした<sup>1</sup>。同制度は、中国語では、深圳を意味する「深」と香港を意味する「港」の間の株式の相互投資である「深港通（Shenggangtong、シェンガントン）」、英語では「Shenzhen-Hong Kong Stock Connect（深圳・香港ストックコネクート）」とそれぞれ呼ばれている。ストックコネクートは、2014年11月17日から始動している上海・香港間の「滬港通（Hugangtong、フーガントン）」と呼ばれる Shanghai-Hong Kong Stock Connect（上海・香港ストックコネクート）に続き、この深圳・香港間で2本目の制度導入となる。

上海・香港間や深圳・香港間のストックコネクートとは、2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画に盛り込まれている中国資本市場の双方向の開放の試みとして、中国と香港の各証監会が覚書に調印し、取引所間の協力枠組みを構築して、双方の投資家が株式売買に参加する仕組みである。ストックコネクートの下では、参加する投資家を機関投資家に限定し、かつ外貨建てでの投資しか認めない既存の 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。中国証監会及び香港証監会にとって、ストックコネクートの導入は、①（香港を含む）中国の資本市場の総合力を強化し、中国本土・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2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、という狙いがある。

深圳・香港ストックコネクートは、2016年3月の全国人民代表大会で、国務院（内閣）の李克強総理が、年内の適切な時期に始動させることを既に表明しており、実際の取引は2016年12月5日に始まった。本稿では、深圳・香港ストックコネクートの概要を紹介し、課題とその解決方法、中国本土・香港の各当局間の管理監督協力について触れ、ストックコネクートの今後を展望する。

## II 深圳・香港ストックコネクートの概要

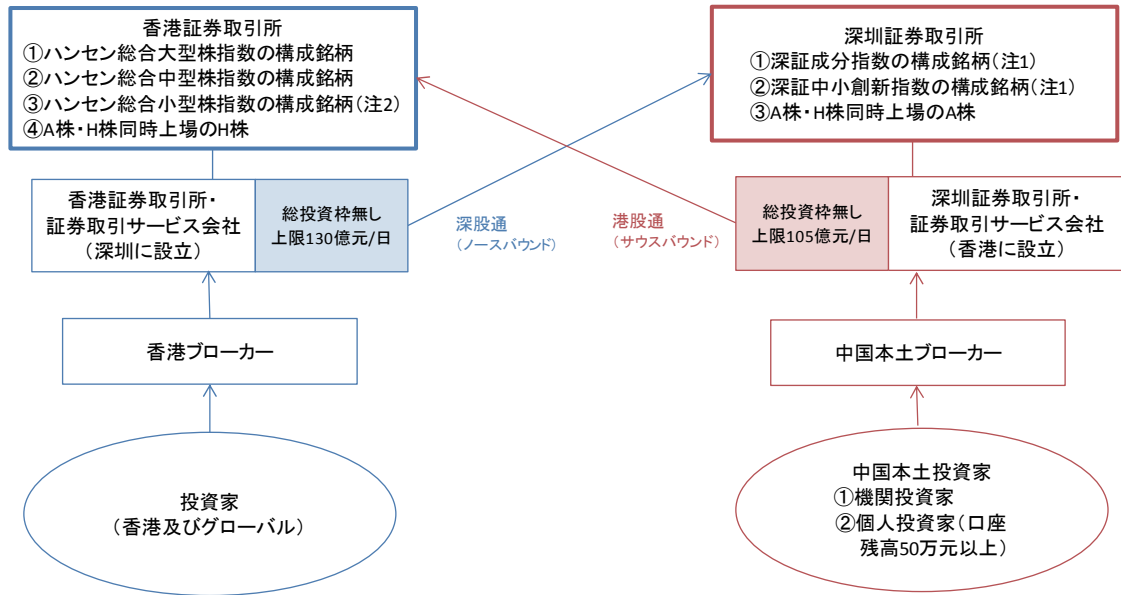
深圳・香港ストックコネクートの概要を、前述の共同公告や、同時に発表された中国証監会スポークスマンの Q&A<sup>2</sup>、2016年9月30日に中国証監会が公布した「中国本土・香港株式市場取引相互接続制度に関する若干の規定」<sup>3</sup>（以下、規定）から整理すると、以下の通りとなる（図表1）。深圳・香港間も、原則、上海・香港間のストックコネクートの制度設計を踏襲している。

<sup>1</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201608/t20160816\\_302227.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201608/t20160816_302227.html)

<sup>2</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201608/t20160816\\_302226.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201608/t20160816_302226.html)

<sup>3</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201609/t20160930\\_304241.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201609/t20160930_304241.htm)

図表1 深圳・香港ストックコネクト（深港通）のフロー図



(注) 1.時価 60 億元以上の銘柄。

2.時価 50 億香港ドル以上の銘柄。

(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

## 1. 売買サービスの提供主体

中国証監会及び香港証監会は、深圳証券取引所、香港証券取引所、中国証券登記結算有限責任公司（CSDC、以下、中国決済公司）、香港中央結算有限公司（HKSCC、以下、香港決済公司）が深圳・香港ストックコネクトの制度を構築することを認可する。また、上海・香港ストックコネクトの基盤及び条件を、深圳・香港ストックコネクトにも適用する。

## 2. 売買制度の区分

### 1) 深圳株の売買（深港通、ノースバウンド）

香港サイドからの深圳株の売買は、共同公告では「深港通（Shenggutong、シェングートン）」と呼ばれ、次の通り行われる。

第一に、香港証券取引所は、深圳に証券取引サービス会社を設立する。

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深圳証券取引所に売買の注文を出し、規定の範囲内で深圳証券取引所に上場されている株式を売買する。

売買対象株は異なるが、上海・香港ストックコネクトの下での「滬股通（Hugutong、フーグートン）」と同じ売買制度を踏襲する。

## 2) 香港株の売買（深港通の下での港股通、サウスバウンド）

深圳サイドからの香港株の売買は、共同公告では深圳・香港ストックコネクットの下での「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、深圳証券取引所は、香港に証券取引サービス会社を設立する。

第二に、深圳サイドの投資家は、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証券取引所に売買の注文を出し、規定の範囲内で香港証券取引所に上場されている株式を売買する。

売買対象株は異なるが、上海・香港ストックコネクットの下での「港股通」と同じ売買制度を踏襲する。

## 3. 売買方法

### 1) 売買・決済及び上場規則に関する適用ルール

第一に、売買・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する。従って、香港サイドからの深圳株の売買の場合は深圳市場のルールが、深圳サイドからの香港株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、深圳－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、売買は、深圳及び香港の両市場の取引日に行う。

### 2) 売買時間

香港サイドからの深圳株売買の時間帯は、9時10分～11時30分、12時55分～15時に設定されている<sup>4</sup>。また、深圳サイドからの香港株売買の時間帯は、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。

### 3) 決済方法

深圳・香港ストックコネクットの決済は、深圳サイドの中国決済会社（具体的には同会社の深圳子会社）と香港サイドの香港決済会社との間で、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、ストックコネクットに対する決済サービスを提供する。なお、深圳の決済日はT+1、香港の決済日はT+2となっており、両市場の決済日に合わせて決済を行う。

### 4) 決済通貨

上海・香港ストックコネクット同様、深圳・香港ストックコネクットにおいても、投資

<sup>4</sup> なお、先行している上海・香港ストックコネクットでの香港サイドからの上海株の売買の時間帯も9時10分～11時30分、12時55分～15時に設定されている。

家とブローカーとの間の決済は、人民元建てで行う。

なお、香港サイドからの深圳株の売買では、中国本土の中国決済公司（深圳子会社）と香港サイドの香港決済公司との間で人民元にて決済が行われる。これに対し、深圳サイドからの香港株の売買では、決済通貨は人民元であるものの、取引通貨は香港ドルが用いられる。為替レート（買い相場、売り相場）は、売買開始前に投資家に参考レートとして公表され、最終的な決済レートは、大引け後、中国決済公司と商業銀行との間で決定される。

## 4. 投資対象及び投資枠

### 1) 投資対象

#### (1) 深圳株の売買（ノースバウンド）

香港サイドからの深圳株への投資対象は、①深圳証券取引所の時価総額 60 億元以上の深証成分指数の構成銘柄、②同取引所の時価総額 60 億元以上の深証中小創新指数の構成銘柄、③深圳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（図表 2）。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。深圳株の対象銘柄数は、2017 年 1 月 16 日時点で 904 となる。

深圳証券取引所には、メインボードの主板だけでなく、中小企業板や創業板（新興市場）が設けられ、成長性の高い企業のための上場先として制度が設計されている。このため、深圳証券取引所の上場企業は、時価総額では、製造業、情報産業を中心とした新興・民間企業が多いことが特徴で、鉱業、金融業を中心とした国有企業が多い

図表 2 深圳・香港ストックコネクトの対象銘柄

	深圳・香港ストックコネクト		上海・香港ストックコネクト	
	深圳株	香港株	上海株	香港株
ストックコネクト 対象銘柄	時価総額60億元以上の深証成分指数の構成銘柄	ハンセン総合大型株指数の構成銘柄	上証180指数の構成銘柄	ハンセン総合大型株指数の構成銘柄
	時価総額60億元以上の深証中小創新指数の構成銘柄	ハンセン総合中型株指数の構成銘柄	上証380指数の構成銘柄	ハンセン総合中型株指数の構成銘柄
	A株・H株同時上場企業のA株	時価総額50億香港ドル以上のハンセン総合小型株指数の構成銘柄	A株・H株同時上場のA株	A株・H株同時上場のH株
	-	A株・H株同時上場企業のH株	-	-
ストックコネクト 対象銘柄数	904	416	574	316
市場の特徴 (時価総額)	製造業、情報産業を中心とした新興・民間企業	(省略)	鉱業、金融業を中心とした国有企業	(省略)
市場全体の 上場企業数	1,872(A株)	1,718(メインボード)	1,189(A株)	-
	49(B株)	269(新興市場)	51(B株)	-
平均PER(倍)	40.64(A株)	10.88(メインボード)	16.04(A株)	-
	10.97(B株)	71.01(新興市場)	27.83(B株)	-

(注) 1. スtockコネクトの対象銘柄数は、中国本土株は 2017 年 1 月 16 日時点、香港株は同年 1 月 13 日時点。

2. 市場全体の企業数及び平均 PER (倍) は、2017 年 1 月 13 日時点。

(出所) 深圳証券取引所、上海証券取引所、香港証券取引所より野村資本市場研究所作成

上海証券取引所と対照的な市場としての特徴を有している。また、深圳は、近年では、株式公開前のスタートアップ企業が集積してきていることも、将来の潜在的な投資可能性のある場所として、市場関係者からの注目を集めている。

## (2) 香港株の売買 (サウスバウンド)

深圳サイドからの香港株への投資対象は、①香港証券取引所のハンセン総合大型株指数の構成銘柄、②同取引所のハンセン総合中型株指数の構成銘柄、③同取引所の時価総額 50 億香港ドル以上のハンセン総合小型株指数の構成銘柄、④香港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 (H 株) となる (前掲図表 2)。香港株の対象銘柄数は、2017 年 1 月 13 日時点で 416 となる。

## 2) 投資枠

### (1) 深圳株の売買 (ノースバウンド)

香港サイドからの深圳株への投資枠は、一日当たり 130 億元に設定する。

なお、上海・香港ストックコネクトの場合、導入当初、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 億元に設定していたが、2016 年 8 月 16 日の深圳・香港ストックコネクトの共同公告発表時に、前者の投資枠そのものが撤廃され、一日当たりの投資枠の設定のみに一本化された。

### (2) 香港株の売買 (サウスバウンド)

深圳サイドからの香港株への投資枠は、一日当たり 105 億元に設定する。

なお、上海・香港ストックコネクトの場合、導入当初、香港株への投資枠は 2,500 億元を上限とし、一日当たりの投資枠では 105 億元に設定していたが、前述の 2016 年 8 月 16 日の深圳・香港ストックコネクトの共同公告発表時に、前者の投資枠そのものが撤廃され、一日当たりの投資枠の設定のみに一本化された。

### (3) 投資枠の管理

一日当たりの投資枠は、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、各取引所傘下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。

## 5. 投資家

### 1) 要件

#### (1) 深圳株の売買（ノースバウンド）

香港サイドからの深圳株への投資家は、原則、制限はない。このため、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。但し、例外として、深圳・香港ストックコネクトの始動当初の段階では、創業板の上場株の売買は、香港株式市場の適格投資家に対する管理監督制度及び関連規則を遵守する機関投資家のみ限定される。これは、2016年9月30日公布の規定の3条に基づくと、香港サイドからの深圳株売買の場合は、香港市場のルールが投資家に適用されるためである。今後、管理監督面での問題を解決した上で、その他の投資家も創業板の上場株を売買できるようにしている。

なお、深圳株の売買においては、①単一の外国人投資家の場合、上場会社1社の株式保有比率は株式総数の10%まで、②外国人投資家全体の場合、上場会社1社の株式保有比率は株式総数の30%まで、という保有規制が設けられている。

#### (2) 香港株の売買（サウスバウンド）

深圳サイドから香港株に投資を行う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50万元以上を有する個人投資家に限定される。

### 2) 権利行使

#### (1) 深圳株の売買（ノースバウンド）

投資家は、香港決済公司の名義で深圳株を保有する。発行体は、深圳証券取引所のウェブサイト、公式指定媒体を通じて、ノースバウンドに関する法人行為（配当、議決権行使、M&A）を公表する。香港及び海外の投資家は、上述のウェブサイト及び媒体を通じて、公表された情報を閲覧できる。

#### (2) 香港株の売買（サウスバウンド）

投資家は、中国決済公司の名義で香港株を保有する。中国決済公司は、自社名義で、香港決済公司を通じて株式発行者に対する権利を行使する。中国決済公司の権利行使に当たっては、中国本土のブローカー、カストディアン（託管業者）の意見を先に聴取し、同意に従って処理しなければならない。

### III 深圳・香港ストックコネクートの売買実績と中国本土金融機関の動き

#### 1. 始動後 1 ヶ月間の売買実績

##### 1) 売買金額全体

2016年12月5日から始動した深圳・香港ストックコネクートの12月30日までの1ヵ月間の売買金額を見ると、合計344億元となっている(図表3)。そのうち、深圳株の売買金額が262億元、香港株の売買金額が82億元となっている。

これに対し、同期間の上海・香港ストックコネクートの売買金額は合計1,498億元となっている。そのうち、上海株の売買金額が709億元、香港株の売買金額が789億元となっている。

両ストックコネクートを比べると、深圳・香港間の12月の売買代金は上海・香港間の約23%に過ぎないが、中国本土株の売買の割合は深圳・香港間では約76%を占め、上海・香港間の約47%と対照的な動きとなっている。

##### 2) 深圳株の売買金額

同様に2016年12月の1ヵ月間の深圳・香港ストックコネクート下の深圳株の売買金額262億元のうち、購入金額が207億元、売却金額が55億元となっている。

これに対し、同期間の上海・香港ストックコネクート下の上海株の売買金額709億元のうち、購入金額が315億元、売却金額が394億元となっている。

両ストックコネクートを比べると、中国本土株の売買では、深圳・香港間で中国本土への流入超となっていることが特徴である。

##### 3) 香港株の売買金額

同様に2016年12月の1ヵ月間の深圳・香港ストックコネクート下の香港株の売買金額82億元のうち、購入金額が71億元、売却金額が11億元となっている。

図表3 スtockコネクートの売買動向

2016年12月	深圳・香港ストックコネクート		上海・香港ストックコネクート	
	深圳株売買金額	香港株売買金額	上海株売買金額	香港株売買金額
売買全体	262	82	709	789
中国本土株	深圳株購入金額	深圳株売却金額	上海株購入金額	上海株売却金額
	207	55	315	394
香港株	香港株購入金額	香港株売却金額	香港株購入金額	香港株売却金額
	71	11	471	318

- (注) 1. 深圳・香港ストックコネクートは、2016年12月5日に始動。  
 2. 2016年12月は5日から30日が集計対象。  
 3. 深圳・香港ストックコネクート下の香港株売買は香港ドル建てで表示されているため、2016年12月末時点の為替レートで人民元に換算。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成



これに対し、同期間の上海・香港ストックコネクト下の香港株の売買金額 789 億元のうち、購入金額が 471 億元、売却金額が 318 億元となっている。

両ストックコネクトを比べると、香港株の売買では、深圳・香港間、上海・香港間ともに中国本土から見て香港への流出超となっていることが特徴である。

## 2. 金融機関の動き

### 1) 中国本土証券会社

深圳・香港ストックコネクトの始動は、中国本土金融機関にとって、新たな事業機会を創出し、国際業務を拡大するきっかけともなる。特に証券会社にとっては、中国本土投資家の国際分散投資のニーズを取り込む機会となる。

2016 年 11 月 4 日、深圳証券取引所は、中国本土で香港株売買のライセンスを有する証券会社 42 社を発表した。この 42 社には、海通証券、中信証券、中国銀河証券等の大手証券会社も含まれている。

### 2) 中国本土基金管理会社

中国本土基金管理会社（投信会社）が海外株に投資を行う場合、QDII（適格国内機関投資家）制度のライセンスと運用枠を取得する必要があるが、ストックコネクト下で香港株に投資する場合、QDII 制度及びその規制は適用されず、柔軟な運用が可能となる。

報道によると、深圳・香港ストックコネクト始動前の 2016 年 11 月 11 日時点で、中国本土基金管理会社 20 数社が、香港株売買のライセンスを取得している。この 20 数社には、嘉実（ドイツ銀行系）、上投摩根（J.P.モルガン系）、申万菱信（三菱UFJ 信託銀行系）といった外資との合弁基金管理会社も含まれている。これらの証券会社に加え、保険会社、資産管理会社を加えると、計 100 社余りの中国本土金融機関が香港株売買のライセンスを有することとなる。

また、基金管理会社の中には、深圳・香港ストックコネクトの始動に先立ち、ストックコネクトを投資テーマとした公募基金を募集するところもあった。例えば、2016 年 10 月 24 日、パインブリッジ・インベストメンツとの合弁基金管理会社の華泰柏瑞基金管理公司是、「華泰柏瑞新經濟滬港深基金」という名称の公募基金を組成・販売した。同基金は、株式資産への投資比率の上限が 95%に設定され、中国本土株だけでなく、両ストックコネクト下の香港株にも投資が可能で、上海、香港、深圳の異なる市場状況に応じて、柔軟な投資配分が可能な商品となっている。同基金のファンドマネージャーは、業界分布、市場構造、投資リスク等が異なる A 株と香港株の特徴を補完しながら運用していく商品であると説明している。他には、やはり同日、BNP パリバとの合弁基金管理会社の海富通基金管理有限公司が「海富通滬港深基金」という名称の公募基金を組成・販売した。同基金は、中国本土株及びストック

コネクト下の香港株に投資する割合を 0~95%に設定し、投資家の海外投資ニーズに対応するとしている。基金管理会社にとっても、ストックコネクトをテーマにした公募基金の組成という新たな商機が生まれている。

### 3) クロスボーダー決済銀行

深圳・香港ストックコネクトを通じた株式売買で資金が移動する場合のクロスボーダー決済銀行も指定されている。

一行は中国銀行で、中国本土からの香港株売買に伴うクロスボーダー資金決済資格を取得している。併せて、中国銀行（香港）は、中国決済会社の香港での決済の口座開設指定銀行として、決済、外貨交換業務を行う。中国銀行によれば、当該資格は深圳・香港ストックコネクトを補完するもので、人民元の国際化と中国の資本市場開放の過程での重要な一里塚になると位置づけている。もう一行は中国工商銀行で、中国本土からの香港株売買に伴うクロスボーダー資金決済資格を取得し、決済及び外貨交換業務を行う。併せて、香港子会社の中国工商銀行（アジア）は、香港証券取引所を通じた本土及び香港株の決済銀行資格も取得している。

また、上海・香港間と深圳・香港間での香港株取引に関する外貨交換について、当初、両ストックコネクトでの売買を相殺し、売買差額に対する外貨交換案も検討された。検討の過程では、業務プロセスが複雑となり、オペレーショナルリスクもあることが課題となったため、最終的にはストックコネクトごとに外貨交換を行う方法を採用することになった。他に、中国決済会社は、深圳・香港ストックコネクト下の香港株取引決済基準を 2016 年 11 月 27 日に公布している。同基準によれば、香港株取引の決済保証金は 20 万元とし、香港株取引業務に参入する決済者の自己決済保証金口座の最低残高を 20 万元から 40 万元に引き上げている。

## IV スtockコネクトの課題とその解決方法

### 1. 税制

#### 1) 深圳・香港ストックコネクトに関する課税政策

2014 年 11 月の上海・香港ストックコネクトの始動に当たり、個人投資家に対するキャピタルゲインの免税措置が明確にされているが、深圳・香港ストックコネクトの始動に当たっても、上海・香港間と同様に免税措置が導入された<sup>5</sup>。上海・香港間の始動前に既存の QFII や RQFII（人民元建て適格外国機関投資家）が取得したキャピタルゲインに対して遡及課税される方針は引き続き有効という前提で整理すると、深圳・香港ストックコネクトに対する課税政策は図表 4 の通りとなる。

<sup>5</sup> [http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201611/t20161130\\_2470191.html](http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201611/t20161130_2470191.html)

図表 4 深圳・香港ストックコネクト及び 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 付加価値税	各市場 印紙税
		キャピタルゲイン課税	配当課税		
「深股通」及びQFII・RQFIIによる海外からのA株(深圳株)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には減免が可能)	営業税からの移行期間中は一時的に免除	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空売り時の株式の借入・返却に伴う印紙税は一時的に免除
	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		営業税からの移行期間中は一時的に免除	
対外証券投資	投資家	中国本土での課税内容		中国本土 付加価値税	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	2016年12月5日から2019年12月4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%	営業税からの移行期間中は一時的に免除	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)	営業税からの移行期間中は一時的に免除	

- (注) 1. 課税内容は財政部、国家税務総局、中国証券監督管理委員会の2016年11月5日付財税[2016]127号通知に基づく。  
 2. KPMGの第29回チャイナタックスアラート(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

## 2) 香港サイドからの深圳株の売買

### (1) キャピタルゲイン課税

香港サイドからの深圳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

香港サイドからの深圳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。

## 3) 深圳サイドからの香港株の売買

### (1) キャピタルゲイン課税

深圳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2016年12月5日から2019年12月4日までの3年間、一時的に免除される。

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

深圳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%の個人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。

## 4) 引き続き残る課税政策上の課題

課税については課題を2点指摘できる。一つ目は、深圳サイドから香港株の売買時のキャピタルゲイン課税の免税期間である。2019年12月5日以降の取り扱いについては、この段階では明記されていない。

二つ目は、付加価値税の取り扱いである。中国では、流通段階での二重課税を防止するため、従来あった営業税を増値税（付加価値税）に移行する改革のテストを進めている。深圳・香港ストックコネクットの始動に当たり、深圳株や香港株へのキャピタルゲインに対する付加価値税の課税は、改革のテスト期間中は行わないとしているものの、同期間終了後は課税される余地が残っているとも言える。

## 2. 中国本土売買に対する契約執行リスク

### 1) 当初懸念されたストックコネクト下の契約執行リスク

2014年11月の上海・香港ストックコネクットの始動時に、香港サイドからの上海株売買に関し、契約執行リスクの存在が指摘されていた。

第一に、ストックコネクトの下では、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委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明らかにされていなかった。

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、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かった。

### 2) 特別分離口座（SPSA）制度の導入

この契約執行リスクについては、2015年3月30日より、香港証券取引所が以下の制度を採用することで解消が図られた<sup>6</sup>。

まず投資家は、①カストディアン、または、②取引参加者（exchange participants）ではない一般清算参加者（general clearing participants）を通じて、香港決済会社が運営する中央清算決済システム（Central Clearing and Settlement System）に特別分離口座（Special Segregated Account、SPSA）を開設する。

次に、香港証券取引所の下に設立されたチャイナ・コネクト証券が、特別分離口座

<sup>6</sup> 香港証券取引所ニュースリリース（2015年3月26日）参照。

の株式数をモニタリングする。このモニタリングにより、投資家は、売却取引前にブローカーに株式を譲渡しなくても、売買前審査要件を満たすことが可能となる。

最後に、投資家は、予め指定した複数のブローカーとの間で売却取引を行い、取引が成立した後で、特別分離口座の保有株式を証券会社の保有する口座に受け渡す。

2015年3月前後の上海・香港ストックコネクト下での上海株の売却金額は、2月の259億元から、3月は639億元、4月は793億元と推移しており、契約執行リスクの解消の貢献も考えられる。

## V 中国本土・香港の各当局間の管理監督面での協力体制

### 1. 覚書の調印

ストックコネクト下での株式の相互売買を進めていく際に重要なのは、取引・決済が発生する市場の規定及び業務規則を適用する売買・決済業務において、中国本土・香港の各当局がクロスボーダーで、かつ実効性のある管理監督体制を構築できるかにある。中国証監会と香港証監会は共同で、上海・香港ストックコネクトの始動の約1ヵ月前の2014年10月17日に「滬港通制度下での中国証監会及び香港証監会による管理監督の法執行の協力強化に関する覚書」（以下、管理監督覚書）に調印し、公表した<sup>7</sup>。

管理監督覚書の調印の目的は、第一章の総則に記載されている通り、法令違反行為や規則違反行為の発見・通報メカニズムを更に整備し、有効な調査協力を実施することで、虚偽陳述、インサイダー取引、相場操縦、詐欺等のクロスボーダーでの法令違反、規則違反となる行為を取り締まることにある。また、管理監督覚書は、ストックコネクトに対してのみ効力を有し、双方は各自の法律上の権限の範囲内で、相手方に対し法執行の十分な協力を行うものとされる。

これらの目的と効力の下、双方の協力は、①調査の手がかり及び調査情報の通報制度、②調査協力及び合同調査の手続き、③情報の使用（使用範囲と機密情報の取り扱い）、④関連文書の送達、⑤法執行の協力、⑥法執行職員の実習・研修・交流等に及ぶ。これらの協力を推進するため、両証監会は定期連絡会議を3ヵ月毎に開催することとなっており、両地域間のクロスボーダーでの法執行協力及び両証監会が共通の関心事項や利益に関わる議題について討論・協議を行うこととなっている。

### 2. スtockコネクト固有の協力に向けた手順

#### 1) 調査の手がかり及び調査情報の通報制度

この管理監督面での協力制度の下では、一方が、相手方市場の法令違反行為・規則違反行為の調査の手がかりを発見次第、相手方に通報するものとされる。

<sup>7</sup> [http://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201410/t20141020\\_107161.html](http://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201410/t20141020_107161.html)

また、両証監会は、クロスボーダーでの法令違反・規則違反行為に対して調査を開始する場合、相手方に通報しなければならない。被通知側は、調査状況の通報を受けた後、当地の法律・法規及び関連する規則に基づき、相応の措置を取ることができ、また、すぐに通知側へフィードバックするものとする。

## 2) 調査協力及び合同調査の手続き

### (1) 調査協力とその手続き

双方は、各自の法律上の権限の範囲内で、相手方の協力要請に対し、適時に十分かつ有効な協力を提供するものとされる。

また、緊急に協力が必要な案件が発生した場合は、一方が相手方に直ちに通知し、案件の緊急性を説明し、相手方は協力を行うものとする。

### (2) 合同調査とその手続き

両地域に及ぶ重大な緊急案件や、法令違反容疑の主体、証人、証拠が双方の管轄地域に跨る場合、双方は共同調査プロセスを始動することができる。合同調査を開始する場合は、①法令違反行為及び損害の発生地、②投資家、証拠、証人、法令違反主体及び資産の所在地、③双方が実施可能な制裁及び救済措置、④その他法令違反容疑者と法令違反行為に関連する要素を総合的に考慮するとされる。

双方は合同調査開始後、合同調査チームを立ち上げ、チーム構成員を明確にし、情報の円滑な共有を確保しなければならない。合同調査チームは、合同調査開始決定後3週間以内に調整会議を開催して調査案を作成し、双方の職責を明確にし、証拠収集の協力、制裁及び救済措置に関する協議を行う。

### 3) 執行協力

双方がクロスボーダーでの法執行の協力を実施する場合、各管轄地域の現行の法律・法規及び規則・制度を遵守しなければならない。双方は、協力要請に明記された目的もしくは用途に従い、相手方が提供した非公開情報及び資料を使用する。

双方は、法執行の協力において、相手方の行政処分に対する協力範囲を拡大し、また、両地域の自主規制に基づく管理監督措置執行の相互承認に関して共同研究を推進する。双方は、最大限の努力、かつ最大限の協力により、クロスボーダーでの法令違反・規則違反行為を取り締まり、違反者による管理監督の弱点を通じての制裁回避、不当利益の取得を防止する。

## 3. 協力を通じた取り締まりの実例

2016年11月18日、中国証監会の張曉軍スポークスマンは、2014年11月の上海・香港ストックコネクット始動後、管理監督覚書に基づく初めての相場操縦案件が摘発されたこと

を公表した<sup>8</sup>。

本案件は、中国証監会の調査や関連報道<sup>9</sup>によれば、唐という姓を含む容疑者たちが、上海・香港ストックコネクトの取引対象銘柄となっている「小商品城」の相場操縦を行った疑いがあり、売買金額は 30 億元に上る中で、非合法に 4,000 万元強のキャピタルゲインを得たというものである。また、本案件の調査期間中、中国証監会は、その他の調査の手がかりに基づき、同時に唐氏らが資金上の優位性や保有株式上の優位性を利用して、2014 年 12 月から 2015 年 4 月にかけて、その他の中国本土の 5 銘柄の相場操縦を行い、非合法に 2.5 億元近いキャピタルゲインを得たもう一つの相場操縦案件を突き止めた。両案件による非合法的なキャピタルゲインは 3 億元近くに上る。

張スポークスマンや前述の関連報道によれば、唐氏らは、2010 年以來、相場操縦や、保有制限を超える株式保有とその未開示等の法令違反・規則違反により、中国証監会から数回にわたり調査と処罰を受けている。今回の唐氏らによるストックコネクト下での相場操縦案件は、香港及び中国本土に開設した証券口座を利用して、両口座間で頻繁に自己売買を行い、高く売って安く買い戻すことで不正に株価を上げながら高値で売り抜ける等の売買行為を繰り返し、その他の投資家が誤った売買に誘導され、相場操縦の重大な嫌疑が発生しているものである。中国証監会としては、唐氏らによるこれらの売買行為は、市場秩序を大きく壊し、その他の投資家の利益にも重大な損害を与え、市場への危害も大きく、負の影響も大きいため、法に従って厳重に処罰すべきであるとした。

本案件の発覚前から、中国証監会及び香港証監会は新型の相場操縦に対応するための合同チームを組成し、香港経由や中国本土の内外で多数の口座を開設するケース等を相場操縦の兆候と捉えている。同時に、新型の相場操縦に対応するための職員の研修も行っている。本案件の摘発は、深圳・香港ストックコネクトの始動が迫る中、法令違反者に対するけん制を行う意味があったと市場関係者は見ている。

## VI 今後の展望

### 1. 中国資本市場の双方向の開放の行方

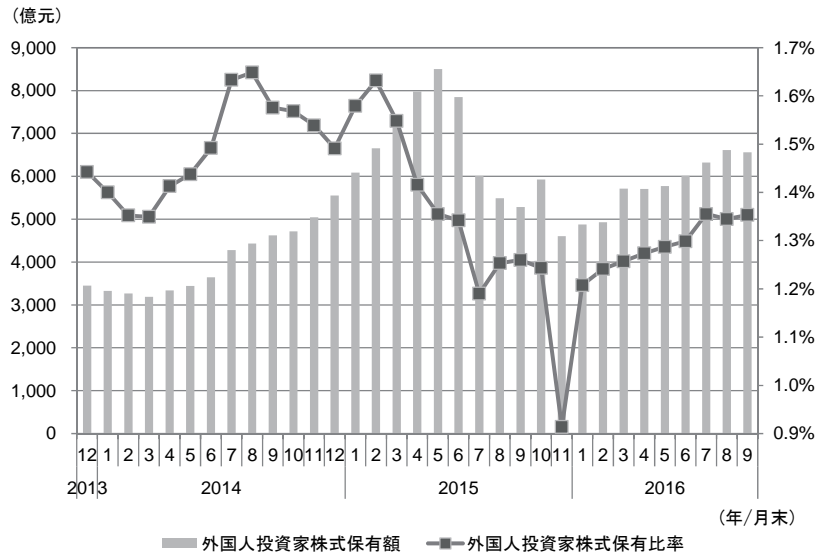
先行した上海・香港間での取引のうち、上海株の投資家の属性別の売買比率に関する統計を見ると、ノースバウンドの上海市場全体に占める割合は、2014 年の 0.22%から 2015 年には 0.56%に上昇している。また、上海株の投資家の属性別の保有比率に関する統計を見ると、ノースバウンドの上海市場全体に占める割合は、2014 年末時点の 0.39%から 2015 年末時点では 0.49%に上昇している。

中国本土株式市場での外国人投資家の保有比率は、株式市場が動揺した年である 2015 年 11 月末時点の 0.91%を底に、2016 年 9 月末時点では 1.35%にまで戻ってきている（図表 5）。

<sup>8</sup> [http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201611/t20161119\\_5098659.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201611/t20161119_5098659.html)

<sup>9</sup> 2016 年 11 月 21 日付証券時報。

図表 5 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



(注) 2015年12月末はデータが公表されていない。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

ストックコネクトよりも前に導入された外国人投資家向け対内証券投資制度である QFII 制度（2002 年）や RQFII 制度（2011 年）では、導入時より資産配分比率について窓口指導が行われてきたが、2016 年 9 月 30 日、中国証監会は資産配分比率に対する窓口指導を止め、各 QFII や RQFII が自主的に決定できるようにすると発表した<sup>10</sup>。その一方、対外証券投資制度である QDII 制度では、2015 年 3 月末に 899.93 億ドルとなってから、2016 年 12 月末に至るまで、新規・増枠ともに認可されていないという変則的な状況にある。対外証券投資のうち、株式については、投資家をストックコネクトの利用に誘導しようとしていることや、中国本土からの資本流出を警戒していることが、QDII の運用枠認可の一時停止の背景にあるものと思われるが、第 13 次 5 ヵ年計画に盛り込まれているように、中国資本市場の双方向の開放に向かって、市場参加者からの信認を得られるような政策的な道筋を示していくことも重要であろう。

## 2. スtockコネクトの対象取引・対象市場の多様化の可能性

ストックコネクトについては、今後、対象取引や対象市場が多様化されていく可能性も出ている。

一つ目が、深圳・香港間で、2016 年 8 月 16 日の中国証監会と香港証監会の共同公告で発表されている上場投資信託（ETF）の相互売買についても進めていくというものである。深圳・香港ストックコネクトの始動後一定の期間を経て、条件を整備した上で実施するとしているが、具体的な時期は別途公告するとしている。

<sup>10</sup> [http://news.cnstock.com/news/sns\\_yw/201610/3914753.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_yw/201610/3914753.htm)



図表 6 株式売買代金の国際比較

2014年				2015年				2016年1-11月			
順位	取引所名	売買代金 (百万ドル)	構成比 (%)	順位	取引所名	売買代金 (百万ドル)	構成比 (%)	順位	取引所名	売買代金 (百万ドル)	構成比 (%)
1	NYSEユーロネクスト(米国)	15,867,918.7	20.34	1	上海証券取引所	21,342,843.3	19.23	1	NYSEユーロネクスト(米国)	15,964,327.1	19.98
2	BATSグローバルマーケット(米国)	13,163,133.0	16.87	2	深圳証券取引所	19,611,249.9	17.67	2	BATSグローバルマーケット(米国)	12,650,359.9	15.83
3	ナスダックOMX	12,237,019.7	15.68	3	NYSEユーロネクスト(米国)	17,477,291.4	15.75	3	深圳証券取引所	10,838,071.5	13.56
4	上海証券取引所	8,085,176.3	7.80	4	BATSグローバルマーケット(米国)	14,217,128.6	12.81	4	ナスダックOMX	10,195,751.3	12.76
5	深圳証券取引所	5,940,955.5	7.61	5	ナスダックOMX	12,515,349.4	11.28	5	上海証券取引所	6,849,843.5	8.57
6	日本取引所(東京)	5,443,887.5	6.98	6	日本取引所(東京)	5,540,696.8	4.99	6	日本取引所(東京)	5,114,758.7	6.40
7	BATSチャイナエクス・ヨーロッパ	2,606,325.4	3.34	7	BATSチャイナエクス・ヨーロッパ	3,158,120.3	2.85	7	BATSチャイナエクス・ヨーロッパ	2,472,156.4	3.09
8	NYSEユーロネクスト(欧州)	1,952,004.1	2.50	8	香港証券取引所	2,125,888.8	1.92	8	ロンドン証券取引所グループ	2,110,255.1	2.64
9	香港証券取引所	1,520,896.2	1.95	9	NYSEユーロネクスト(欧州)	2,076,722.2	1.87	9	NYSEユーロネクスト(欧州)	1,626,936.5	2.04
10	ドイツ証券取引所	1,469,729.1	1.88	10	韓国取引所	1,929,558.1	1.74	10	韓国取引所	1,558,838.8	1.95
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	上海・深圳両取引所計	12,026,131.7	15.41	-	上海・深圳両取引所計	40,954,093.2	36.90	-	上海・深圳両取引所計	17,887,915.0	22.14
-	<b>世界計</b>	<b>78,029,471.6</b>	-	-	<b>世界計</b>	<b>110,998,953.5</b>	-	-	<b>世界計</b>	<b>78,903,557.9</b>	-

(出所) 国際取引所連合 (WFE) より野村資本市場研究所作成

二つ目が、上海・ロンドン間でのストックコネクットの導入である。この構想は、2015年9月の英中両国政府間の英中経済財政金融対話の合意事項の一つである<sup>11</sup>。導入時期は未定であるが、引き続き検討が進められている。その証左として、2016年9月30日に中国証監会が公布した規定では、今後の通貨交換制度の改善の余地を残すため、決済は原則人民元だが、当局が認可したその他通貨に関しては別途規定するとし、上海・ロンドンストックコネクットでの制度設計に応用する余地を残している。

三つ目が、中国本土・香港間でのストックコネクット下での新株購入制度の創設である。香港証券取引所の李小加総裁は、2016年10月の深圳・香港ストックコネクットに関する深圳証券取引所、香港証券取引所、中国決済公司、香港決済公司の4者覚書の調印式の席上、ストックコネクットを現在のセカンダリー市場からプライマリー市場 (IPO、増資) にまで拡大する構想を示している<sup>12</sup>。具体的には、①中国本土投資家が香港市場の新株を購入する制度 (中国語: 内投外)、②外国人投資家が香港証券取引所を通じて中国本土市場の新株を購入する制度 (同: 外投内) の創設である。株式売買代金の国際比較を見ると、2016年1~11月は、深圳証券取引所が10兆8,381億ドルで世界第3位、上海証券取引所が6兆8,498億ドルで世界第5位となっているのに対し、香港証券取引所は1兆2,368億ドル、世界第11位で、2016年のトップ10から外れている (図表6)。香港証券取引所の国際的なセンターとしての地位の維持のためにも、中国本土とのストックコネクットの対象取引の拡充は外せないということであろう。

### 3. 結びにかえて

李総裁は、相手先の取引市場の規則・慣行で取引可能なストックコネクットにより、中国本土の資本市場が海外市場と適合できていない部分を解決できるとした上で、中国本土の資本市場の完全な開放によりストックコネクットが不要になるまでには少なくとも向こう20年にかかるとの認識を示している。ストックコネクットを進めている当局の当事者とし

<sup>11</sup> 関根栄一「金融協力を進める中国の動きと日中金融協力の行方」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号。

<sup>12</sup> [http://stock.cnstock.com/xg/sx\\_xgjj/201610/3918892.htm](http://stock.cnstock.com/xg/sx_xgjj/201610/3918892.htm)

てのこの時間軸に関する発言は、海外の当局、証券取引所、市場参加者に対して、今後、ストックコネクットの利用に向けた検討を進めることを促していると言えるかもしれない。

深圳・香港間が始動して1ヵ月弱ではあるが、ストックコネクットの制度設計や制度化以前に向けた中国本土・香港の当局の動きを、長期的な時間軸で見えていく必要があるだろう。