

上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2014年11月17日、約半年間の準備期間を経て、「上海・香港相互株式投資制度」（上海・香港ストックコネクト、以下、コネクト）が始動した。コネクトの下では、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、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. 一方、コネクトの始動直後は、上海株の買い需要に比べて、香港株の買い需要が小さく、「北熱南冷」と呼ばれる現象が続いてきた。その後、2015年3月末までの約4ヵ月半の売買実績を見ると、利益確定の上海株の売り注文の増加や、割安感の出た香港株の売買金額の増加により、「北熱南冷」の局面に変化が見られ始めている。
3. コネクトの導入の背景の一つに、A株のMSCI指数組み入れという中国本土の当局の狙いがある。このため、コネクトの開始直前に個人投資家に対するキャピタルゲインの免税措置は明確にされた。ところが、既存のQFIIやRQFII（人民元建て適格外国機関投資家）がコネクトの開始前に取得したキャピタルゲインに対して遡及課税の方針が出され、外国人投資家からは対中証券投資の制度リスクとして懸念が高まっている。
4. 今後、コネクトの活性化に向けて、上海株売買に対する契約執行リスクの解消や、香港株売買への参加投資家の拡大策、ETF等株式以外の売買対象商品の拡大等が待たれている。2015年は、深圳・香港ストックコネクトの始動も計画されており、中国資本市場の新たな開放として注目される。

I. 「北熱南冷」で始まった上海・香港ストックコネクト

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）で発表した「上海・香港相互株式投資制度」が、同年11月17日から始動した¹。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ト）とそれぞれ呼ばれている（以下、コネクト）。コネクトは、当初、李克強総理の導入表明から半年後に開始するとされており、市場関係者の間では開始日は同年10月27日と見られていた。

コネクトの原型は、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トは、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った。このため、開始日が市場関係者の予想から約1ヵ月ずれ込んだとはいえ²、コネクト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トの下で売買対象となっている上海株の取り扱いを始めた³。

実際に蓋を開けてみると、コネクトが始まった初日には、海外からの上海株の購入が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⁴。

その後、コネクトは、始動から2015年3月末で約4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4ヵ月半の具体的なデータを基に、コネクトの現状と課題・展望を順次見ていく。

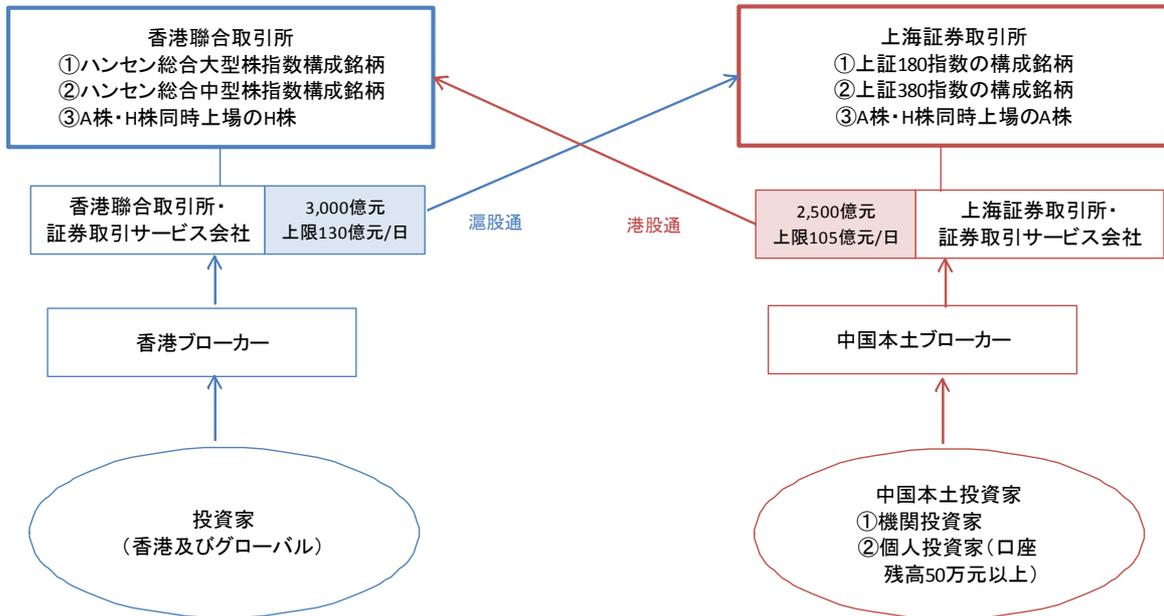
¹ 関根栄一「双方向での人民元建て証券投資を促進する上海・香港相互株式投資制度」『季刊中国資本市場研究』2014年夏号。

² 当時、市場関係者には、香港特別行政長官選挙を巡る学生デモに対し、中国本土側が香港サイドに圧力をかけるために延期したとの見方もあった（2014年11月11日付日本経済新聞朝刊）。その後、2014年11月の北京APEC首脳会議に出席するために北京を訪れた香港特別行政区・梁振英行政長官と習近平国家主席との面談が同月9日に行われ、その翌10日に上海・香港ストックコネクトの11月17日始動が中国本土・香港の両証券当局から発表された。

³ http://www.naito-sec.co.jp/info/141117/a_stock_trade.html

⁴ 2014年11月19日付ブルームバーグ。

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

II. 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

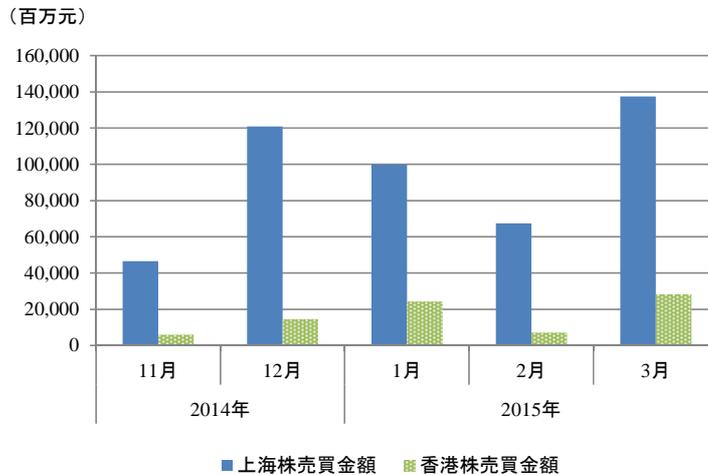
コネクトの売買実績を見る前に、まずはコネクトの基本的仕組みと売買枠を確認しておく(図表1)。

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、フーグートン、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、一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50万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

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。

(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

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、一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、145億元、243億元、71億元、282億元となっている。

この結果、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%、同年3月は17.0%となっている。2015年に入ってから、一進一退は繰り返しているものの、一方的な「北熱南冷」の局面に変化が生じていることが伺える。

2) 一日当たりの売買金額の比較

「北熱南冷」の局面の変化は、一日当たりの売買金額で比較するとより鮮明になる。

先ず香港サイドからの上海株の一日当たり売買金額は、2014年11月が47億元、同年12月が60億元、2015年1月が50億元、同年2月が45億元、同年3月が63億元となっている(図表4)。一方、上海サイドから香港株の一日当たりの売買金額は、同様にそれぞれ6億元、8億元、12億元、6億元、13億元となっている。

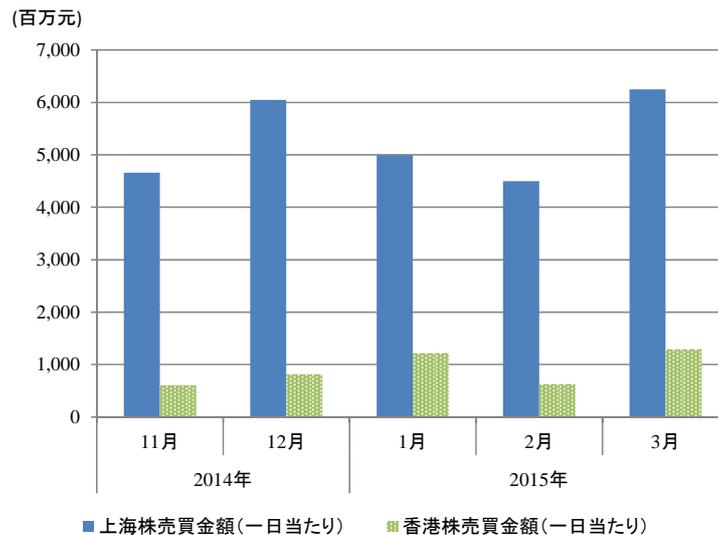
図表3 上海・香港ストックコネクト：上海株と香港株の売買金額内訳



(注) 2014年11月17日に始動。

(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：上海株と香港株の一日当たり売買金額



(注) 2014年11月17日に始動。

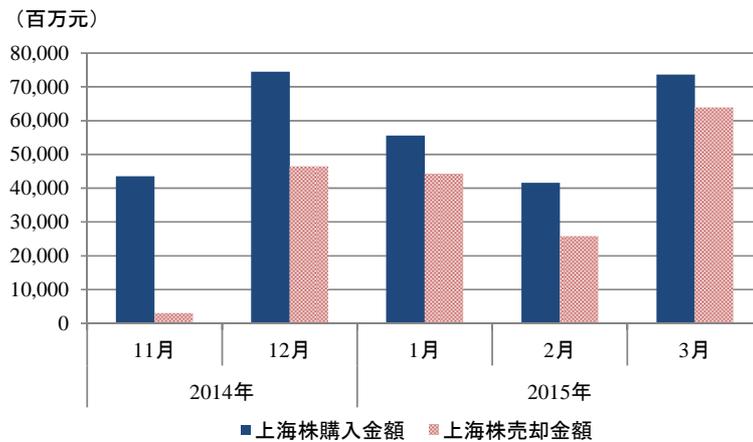
(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

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737億元となっている（図表5）。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、639億元となっている。

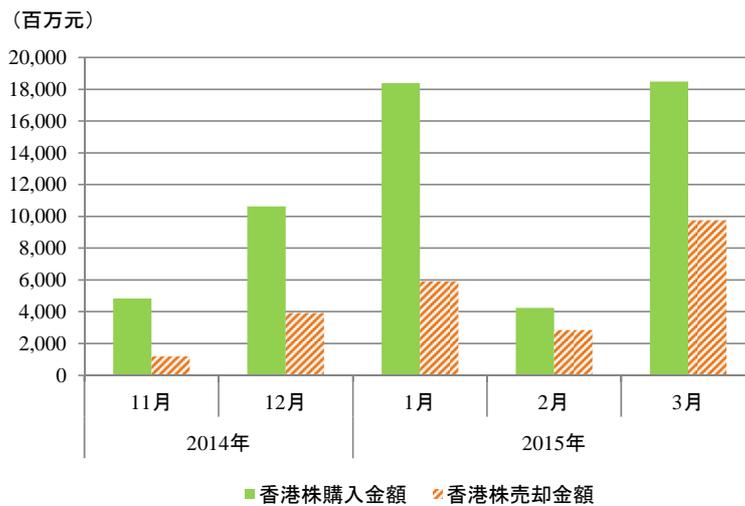
図表5 上海・香港ストックコネクト：上海株の売買動向



(注) 2014年11月17日に始動。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

図表6 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。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

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185億元となっている(図表6)。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、97億元となっている。

3) 市況の変化とその要因

この間、中国本土では、2014年11月22日から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。このため、2014年11月下旬から12月にかけては、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ものと思われる。

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ものと思われる。この傾向は、2015年1月に入ると鮮明になり、上海証券取引所の黄紅元総経理(社長)も、同年1月20日に香港で開催されたアジア金融フォーラムの席上、香港株の売買金額の増加や香港市場への資金流入の増加が徐々に始まっていると指摘している⁵。

その後、2015年1月19日、上海総合指数(終値)は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成長率実績の発表やスイス・フランの対ユーロ為替上限の撤廃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るものと思われる。

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している様子が伺える。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ている。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」⁶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」⁷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、2015年3月のコネクトの下での香港株売買の増加要因になったものと思われる。

⁵ 2015年1月20日付金融時報他。

⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306201/201503/t20150327_274240.htm

⁷ <http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info3955266.htm>

Ⅲ. 上海・香港ストックコネクトの課題

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、証监会・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一日当たり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。

一方、中国本土の当局には、ストックの始動によって、MSCI指数にA株を組み込もうとする狙いがあり、証监会・国際合作部・祁斌主任も、あらためてその方針を表明している¹¹。実際、MSCIは、2014年6月10日、A株を新興国市場指数に組み入れないことを発表している。但し、審査リストには残し、2015年に再審査を行うとしている。2014年の組み入れ見送りの背景として、MSCIは、①QFIIやRQFII（人民元建て適格外国機関投資家）に見られる外国人投資家への運用枠配分の不透明性・不確実性・硬直性、②ロックアップ期間の設定など中国本土からの本国送金に対する制限、③キャピタルゲイン（譲渡益）課税に対する不透明性を指摘していた。

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

上記のMSCIの指摘事項のうち、中国本土でのキャピタルゲイン課税については、税法上、本則では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し、世界的な大手金融機関などをつくる金融業界団体「アジア証券業金融市場協会（ASIFMA）」が、

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

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

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

¹¹ 2015年1月19日付証券時報。

図表7 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

当初、2014年10月27日に始まると見込まれていた開始日を延期するよう求めた¹²。

また、コネクトの開始前のタイミングではあるが、中国証券投資基金業協会（日本の投信協会に相当）が2014年10月末～11月初めにかけて行った国内外の資産運用会社へのアンケート調査結果でも（2014年12月29日公表）、コネクトの税制面の問題が指摘されている。回答会社全体の119社のうち、国内会社の92社では税制面の問題をコネクトの課題全体の2番目に、QFIIの27社では税制の問題をコネクトの課題全体の1番目に指摘していた。

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布し（2014年10月31日付81号通知）¹³、以下の通り明記した（図表7）。

¹² 2014年10月22日付ロイター（香港）。

¹³ http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201411/t20141114_1158461.html

(1) 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。

(2) 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 日以降の取り扱いについては、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布し（2014 年 10 月 31 日付 79 号通知）¹⁴、以下の通り明記した（図表 7）。

①2014 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。

¹⁴ http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201411/t20141114_1158459.html

②2014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っても、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1月末）で、既にQFIIは675.79億ドル、RQFIIは3,045億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いるが、中国資本市場の育成・発展という高い観点から、中国の当局の再考が待たれる。

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）¹⁵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。この点について、上海証券取引所の黄総経理は、香港サイドと解決案を検討していると表明している¹⁶。CSSFの要求を満たすためには半年間を有する可能性があり、更に中国の証券関連法令の改正が必要になれば、それ以上の時間を有するとの見方もある。

他に、上海株売買の決済リスクの軽減の観点から、約定日当日の決済（T+0）を求める声がブローカーから出ている¹⁷。

¹⁵ <http://jp.reuters.com/article/JPbusinessmarket/idJPKCN0JA1LG20141126>

¹⁶ 2015年1月21日付証券時報。

¹⁷ 2014年12月18日付証券時報。

4. 香港市場での課題

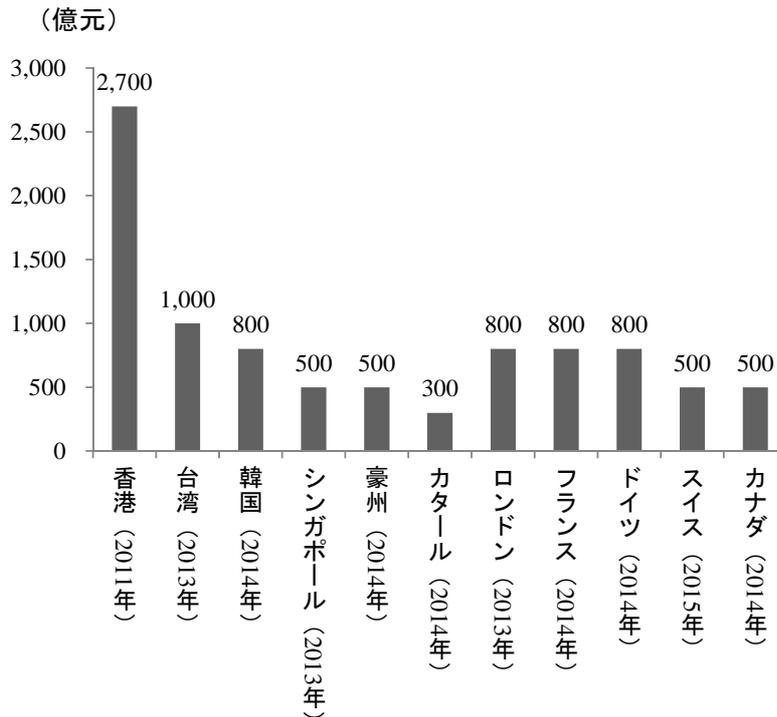
香港市場での課題も市場関係者から指摘されている。

第一に、香港には約 500 社強の執行ブローカーが存在するが、コネクトに参加しているのは、コネクト向けに株式売買システムの切り替えに対応できる大型ブローカーのみで、中小 340 社はシステム変更のコスト負担から参加を見合わせている¹⁸。香港のブローカーがコネクトに参加する場合、一社当たり少なくとも 20~30 万香港ドルを要するとの試算もある¹⁹。当局にこのコスト負担を求める声が香港の証券業界の中にあるとされる。

第二に、上海サイドから香港株売買に関し、香港市場での各種手数料が高く、為替手数料の負担も考えると、中国本土投資家は上海の上場銘柄を選択しがちであるという点である。このため、香港市場での手数料引き下げを求める声がある。

第三に、上海株を購入するための人民元オフショア市場の流動性が今後逼迫するのではないかと懸念されている。実際、オフショアの人民元を使って中国本土の証券市場に投資する RQFII の運用枠は、2014 年から 2015 年にかけて、香港以外の韓国（800 億元）、豪

図表 8 RQFII の国・地域別配分



(注) 2015 年 1 月 22 日時点の数字。

(出所) 中国人民銀行、中国証券監督管理委員会、中国外交部、各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁸ 2014 年 8 月 27 日付日本経済新聞電子版及び 2015 年 2 月 4 日付中国証券報。

¹⁹ 2014 年 12 月 17 日付証券時報。

州（500 億元）、カタール（300 億元）、フランス（800 億元）、ドイツ（800 億元）、スイス（500 億元）、カナダ（500 億元）とグローバルに配分されており（図表 8）、順次、中国本土向けの投資が始まっている。人民元オフショア市場の流動性の向上に向け、香港の金融界には、香港の銀行が中国本土で保有している債券を担保に、中国人民銀行が人民元を貸出す仕組みを構築すべきとの提案もある²⁰。今後、中国本土の自由貿易試験区を経由したクロスボーダー人民元決済が促進され²¹、人民元建て対外証券投資である RQDII（人民元建て適格国内機関投資家）制度も推進されるに従って、香港を含む人民元オフショア市場の流動性の向上に貢献するものとなる。

IV. 上海・香港ストックコネクトの活性化に向けて

1. 今後予想される上海・香港ストックコネクトの活性化策

以上のような課題を抱えながらも、コネクトの活性化に向け、当局は更なる政策を準備している。前述の 2015 年 1 月のアジア金融フォーラムでの上海証券取引所・黄総経理の発言によれば、今後、以下の活性化策が講じられるものと予想される。

1) 「港股通」型 ETF の組成・販売

一つ目は、上海サイドから香港株の売買を活性化するために、「港股通」型 ETF の組成・販売の促進である。2014 年 12 月 9 日には、ハンセン指数に連動する ETF が南方基金管理会社と華夏基金管理会社からそれぞれ組成・販売されている²²。

個人投資家が、上海サイドから香港株の売買に参加する場合、証券口座及び資金口座に合計で 50 万元以上を有することがハードルとなっている。既に組成・販売された上記 2 本の「港股通」型 ETF では、最低申込金額が 1,000 元であることから、コネクトに参加する個人投資家のすそ野を広げることにつながる。また、今後、コネクトに参加する個人投資家の最低保有財産金額を段階的に引き下げていくことも考えられよう。最終的には、投資家教育も含め、個人投資家に国際分散投資が定着していくことが重要である。

2) 香港株売買時の信用取引の解禁

二つ目は、やはり上海サイドから香港株の売買の活性化を目的として、中国本土の投資家に香港株売買の信用取引を解禁することである。他に、香港サイドから上海株の売買の活性化に向けて、香港サイドの投資家に上海株の空売りを解禁することも検討されている²³。

²⁰ 2015 年 1 月 26 日付証券時報。

²¹ 関根栄一「上海の自由貿易試験区と金融サービスの実験」『財界観測』第 77 巻第 4 号。

²² 2014 年 12 月 9 日付上海証券報。

²³ 2015 年 1 月 27 日付証券時報。

3) 売買対象商品の拡大

三つ目は、相互に売買対象商品を拡大することである。上海証券取引所の黄総経理は、コネクトの売買対象を、時期を見計らってETFや債券に拡大することを提唱しており、香港聯合取引所の李小加総裁も、コネクトの売買対象が、将来、新規発行株式、債券、コモディティにまで拡大することを期待すると表明している。

また、上海証券取引所では2015年2月9日から株式オプション取引のテストが始動する。テスト対象商品は上証50連動型ETFオプションとなるが、これに対し、香港聯合取引所の李総裁は、コネクトの下での株式デリバティブの相互投資を検討する方針を表明している。

2. 2015年には深圳・香港ストックコネクトの始動も期待

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おり²⁴、証監会幹部もこの新たなコネクトの推進を表明している。香港聯合取引所の李総裁は、深圳・香港ストックコネクトが2015年の半ばから9月にかけて始動することを期待すると表明している²⁵。

3. 今後の展望

上海・香港ストックコネクトの活性化にせよ、深圳・香港ストックコネクトの導入にせよ、中国資本市場に対する外国人投資家のアクセスの拡大は、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、QFIIやRQFII以外の外国人投資家として、新たな資金の出し手となっていくであろう。

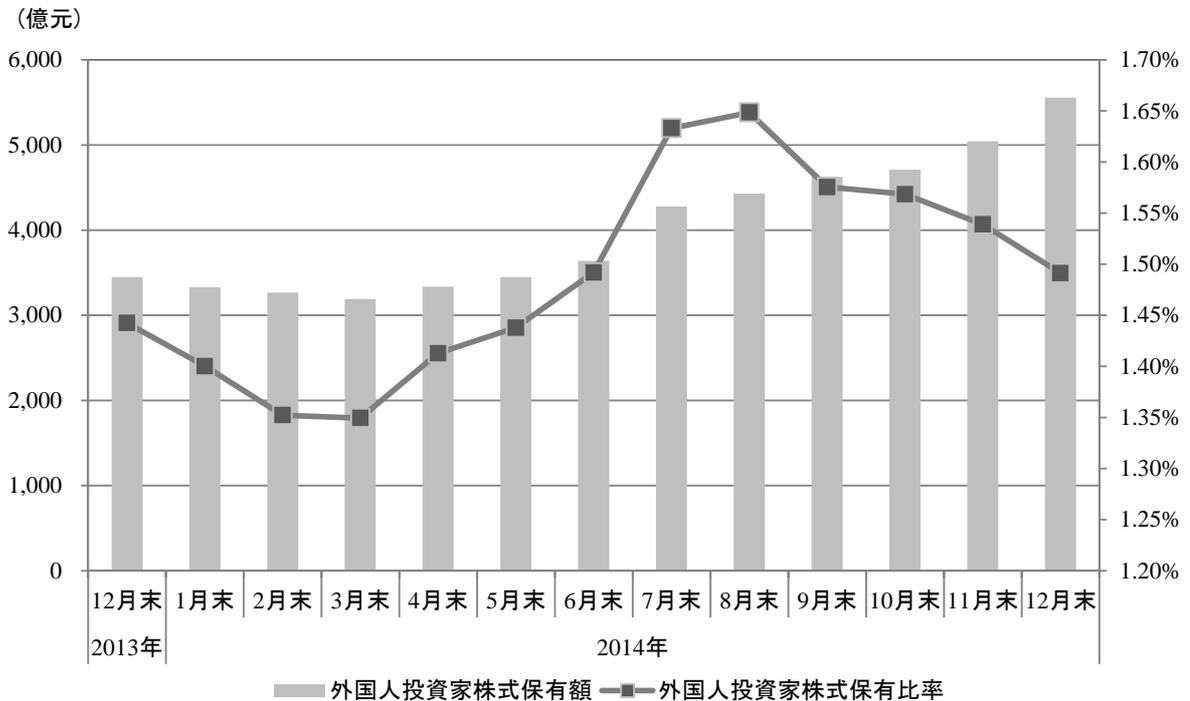
一方、上記の両コネクトの定着次第であるが、今後は、中国本土と香港以外の海外株式市場とのコネクトの始動も視野に入ってくるものと思われる。実際、上海・香港ストックコネクトの始動日には、同コネクトをきっかけに、次に上海市場と接続する海外市場として、シンガポール(滬新通)、韓国(滬韓通)、米国(滬美通)、欧州(滬欧通)を候補に挙げる報道も出ている²⁶。この流れで言えば、各ストックコネクトの先には、中国資本市場が全海外市場に開放されていく道筋が中国の当局や市場参加者に描かれているといえよう。

²⁴ <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39753822.shtml>

²⁵ 2015年1月21日付中国証券報。

²⁶ 2014年11月17日付金融時報。

図表9 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

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2014年12月末時点でも1.49%にしか過ぎない(図表9)。当面は、中国資本市場の開放という中長期的な目標を掲げつつ、足元では、前述の通り、キャピタルゲイン課税などの課題を一つ一つ解決して行くことが重要である。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。