

## 「深港通」がついにキックオフ ～その意義は投資のみにとどまらず

中国投資銀行部  
中国調査室

### メインピックス .....2

「深港通」がついにキックオフ～その意義は投資にとどまらず .....2

- 12月5日、深センと香港の両証券取引所間の株式相互取引制度―「深港通」がついにキックオフされた。中国本土と香港の株式相互取引としては、2014年末にスタートした上海・香港間の「滬港通」に続く第2弾となる。
- 「深港通」開始の初日は思ったほど活発な取引にはならなかった。この理由としては、クリスマスや正月などの長期休暇が近いこと、市場が中国と米国の政策動向を懸念していること、人民元安による影響、「港股通」のほとんど銘柄が「滬港通」でも取引できるほか、海外投資家が中国本土の資本市場にまだ慣れていないことも投資家が慎重な姿勢をとっている一因であると見られている。
- 「深港通」、「滬港通」は短期的には思ったほどの投資機会をもたらすことはできないかもしれないが、投資家としては、短期的利益のみを重視せず、長期的な観点から、資本市場の全面的な開放というその先にある機会に向け、準備を整えていくべきであるかと思われる。

### BTMUの中国調査レポート(2016年12月) .....8

## メインピックス

### 「深港通」がついにキックオフ～その意義は投資にとどまらず

12月5日、深センと香港の両証券取引所間の株式相互取引制度—「深港通」がついにキックオフされた。中国本土と香港の株式相互取引としては、2014年末にスタートした上海・香港間の「滬港通」に続く第2弾となる。「深港通」は国内外の投資家により多くの選択肢を与えるとともに、中国資本市場の開放を加速する政策の一環としても注目されている。

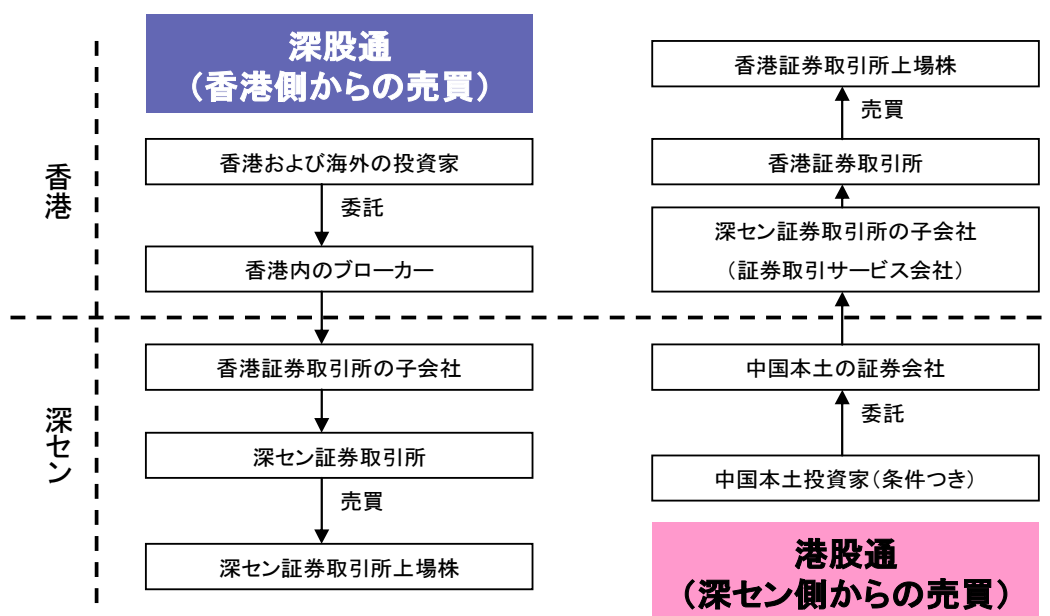
#### I. 「深港通」が開始。投資家は様子見の状況

##### ➤ 「深港通」とは

李克強総理は2016年3月の全国人民代表大会で、「深港通」を年内にスタートさせると明確に表明した。8月16日、李克強総理は国務院常務会議において、国務院がすでに「深港通実施案」を審議、可決し、実施に関する事前準備もほぼ完了していると話した。11月5日、「深港通」のシステムテストが行われ、11月25日、中国证券监督管理委员会と香港証券監督会は共同で12月5日より「深港通」がスタートすると発表した。

「深港通」は「滬港通」と同様に、「深股通」と「港股通」に分けられる。「深股通」とは、香港、または海外の投資家が香港の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）を経由して、深セン証券取引所に申告し（売買デリバリー）、所定範囲内の深セン証券取引所に上場する株式を売買することである。同様に「港股通」は、所定の条件に合致する中国国内投資者が中国本土の証券会社に委託し、深セン証券取引所の子会社を経由し、香港証券取引所の株式を売買することを指す。（図表1）

図表1 深港通の構成



出所：公開資料よりBTMU(China)中国調査室作成

また、「深股通」と「港股通」の取引総額には上限が設けられておらず、一日の取引上限額（売買のネットベース）は、「滬港通」と同様で、「深股通」が130億元、「港股通」が105億元となった。

取引対象株について、「深股通」は、深セン証券取引所で上場した時価総額60億元以上の深セン証券取引所指数構成株と深セン証券取引所中小創新指数構成株、およびそれ以外の深センと香港両証券取引所で

同時上場している企業(以下、「A+H株」という)のA株式となり、12月5日時点で計881銘柄である。また、「港股通」は「滬港通」において上海証券取引所が扱う「港股通」の取引対象であるハンセン総合大型株指数構成株、ハンセン総合中型株指数構成株、「A+H株」のH株に加え、時価総額が50億香港ドル以上のハンセン総合小型株指数構成株も取引対象とされ、12月5日時点で計417銘柄である。

図表2 滬港通と深港通

		深港通		滬港通	
日時		2016年8月16日発表		2014年11月10日発表	
		2016年12月5日開始		2014年11月17日開始	
内訳		深股通	港股通	滬股通	港股通
総額上限		設定せず	設定せず	3,000億元 (2016年8月16日撤廃)	2,500億元 (2016年8月16日撤廃)
一日の取引限度額		130億元	105億元	130億元	105億元
取引対象株	時価総額60億元以上の深証指数構成株	ハンセン総合大型株指数構成株	ハンセン総合大型株指数構成株	上証180指数構成株	ハンセン総合大型株指数構成株
	時価総額60億元以上の深証中小創新指数の構成株	ハンセン総合中型株指数構成株	ハンセン総合中型株指数構成株	上証380構成株	ハンセン総合中型株指数構成株
	上記以外のA+H株	時価総額が50億香港ドル以上のハンセン総合小型株指数構成株	上記以外のA+H株	上記以外のA+H株	上記以外のA+H株
		上記以外のA+H株	上記以外のA+H株		
銘柄数 (開始日時点)		881銘柄	417銘柄	836銘柄	268銘柄
参加者		初期段階において、創業ボード上場株は機関投資家のみ取引可能	機関投資家、または証券口座残高が50万元以上の個人投資家	無制限	機関投資家、または証券口座残高が50万元以上の個人投資家
取引規制		T+1取引、T+1決済	T+0取引、T+2決済	T+1取引、T+1決済	T+0取引、T+2決済

出所：公開資料よりBTMU(China)中国調査室作成

### ➤ 投資家は取引に慎重な構え

「深港通」開始初日の12月5日、「港股通」の取引金額は約8億5,000万元で一日の限度額の8.1%相当であった。全対象銘柄のうち計348銘柄が取引され、取引された株の分類をしてみると、ハンセン総合小型株指数構成株の取引額が5億1,200万香港ドルと最も高かった。「深股通」の取引金額は約27億3,000万元で一日の取引限度額の21%に相当し、全対象銘柄のうち、464銘柄が取引され、取引額では、格力グループ(約3億元)、美的グループ(約2億元)が最も多かった。

また、初日からの1週間(5営業日)で見ると、「深股通」の累計ネット購入額は約83億元、「港股通」の累計ネット購入額は約25億元であった。より詳しく見ると、取引開始日から5営業日までの「深股通」の1日毎の取引額はそれぞれ、27億1,100万元、19億3,900万元、17億7,900万元、17億800万元、4億2,300万元となり、「港股通」の取引額も12月5日の8億5,100万元、6日の5億2,000万元以外はすべて5億元以下であった。この1週間の状況から見ると、中国本土に流入する資金が比較的多いが、徐々に減少しつつある状況である。

このように、現在の「深港通」の取引状況はあまり活発とは言えず、2年前の「滬港通」とは対照的な状況であ

る。取引開始初日で比較すると、「港股通」の取引額は147億6,800万元で一日の取引限度額の2割程度であったが、「滬港通」の開始初日は一日の取引限度額である130億元の枠がすべて使われ、その後も、一日あたりの枠がすべて使われたことはないものの、取引額は20日連続で10億元を上回っていた。

「深港通」の取引が思ったほど盛んでないことについては、クリスマスや正月などの長期休暇に近いこと、市場が中国と米国の政策動向を懸念していること、人民元安による影響、「港股通」のほとんどの銘柄が「滬港通」でも取引できるほか、海外投資家が中国の資本市場にまだ慣れていないことも投資家が慎重な姿勢をとっている一因であると見られている。

## II. 「深港通」の開始と資金の流れ

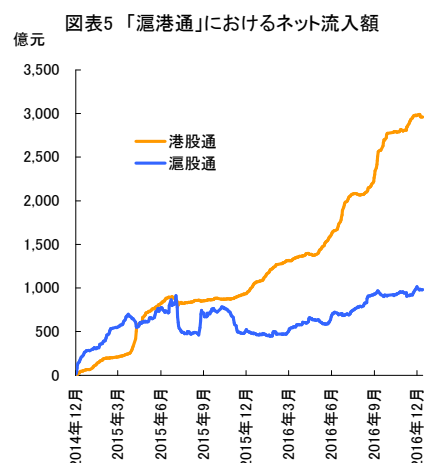
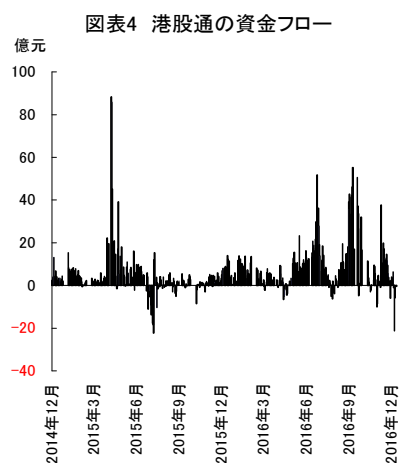
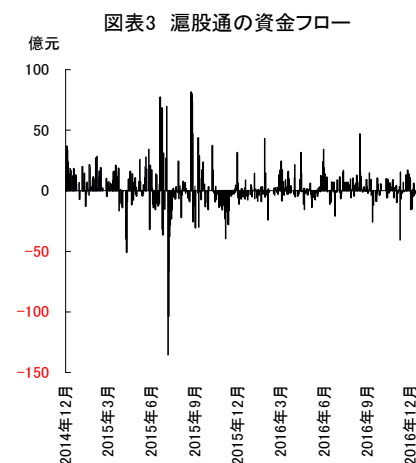
### ➤ 「滬股通」開始後における資金の流れ

まずは、「深港通」に先立って開始された「滬港通」における資金の流れを見てみよう。2014年11月17日に「滬港通」が開始されて以降、香港を通じて上海株の売買を行う「滬股通」の資金の流れは、大まかに3段階に分けてみる事ができる。まず、開始当初から中国本土への資金流入が多く、2015年7月3日にピークに達したが、その後、株式市場の乱高下もあり、資金の流出入の変動が激しくなった。2016年2月以降、資金は徐々に中国本土へ戻るようになったものの、11月末時点のネット流入額は約1,000億元に止まっている。

一方、香港への資金流入は安定しており、中でも特に流入が多かったと思われる時期が2つある。まずは取引開始から2015年半ばまでの期間であり、ネット流入額は2015年6月28日時点で1,060億元に達していた。その後、流入額は小幅に減少し、900億元前後で推移していたが、2015年11月から再び上昇を始め、2016年11月末時点での資金流入額は3,000億元前後に達している。

総じて見ると、「滬股通」開始当初は中国本土に流入する資金が比較的多かったが、2015年半ばの株価暴落をきっかけに資金が域外への流出に転じ、その後もA株は好転する兆しが見えず、資金の回流が少ない状況であった。一方、香港証券取引所の株価は比較的堅調であるため、中国本土から安定的な資金流入が続いており、2015年11月、香港へのネット流入額は中国本土へ向かう資金量を上回り、その後も差が拡大しつつある。

このように「滬港通」の経験から、資金の流れは中国本土と香港の株式市場の動向に密接にかかわっていることがわかる。直近の香港株式市場は昨年に続き堅調であり、その点から見ても、「深港通」開始以降、短期的な資金の流れは香港側へ傾く可能性があると考えられる。ただ、長期的には、構造改革による経済状況の好転などで国内株式市場が上向きとなれば、資金が再び中国本土へ流れ込むことも考えられる。

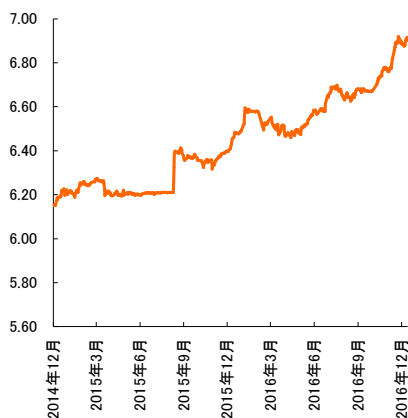


出所: WindよりBTMU(China)中国調査室作成

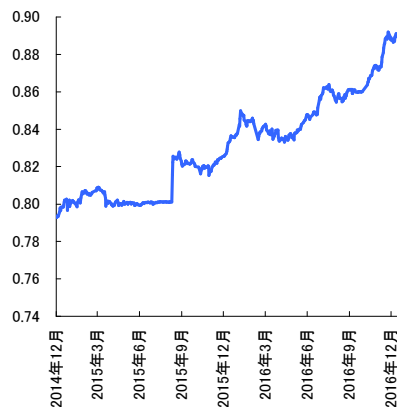
➤ 為替相場の影響

人民元安・ドル高見通しは、資金の流れが香港へ向かうと見られるもう1つの要因である。2015年8月、人民銀行は人民元為替レート基準値の形成システム改革を実施した後、ドル/人民元レートは上昇する一方で、11月25日のドル/人民元レートは6.9168まで上昇した。その影響を受け、香港ドルも人民元に対し大きく値上がりし、為替リスクをヘッジしようとして「港股通」を通じ香港株を購入する動きが活発となっており、香港への資金流入拡大につながっていると見られる。直近では、ドル/人民元レートは依然として堅調に推移していることから、「深港通」開始後も、資金は依然として香港側へ流れる可能性が高いと予想される。

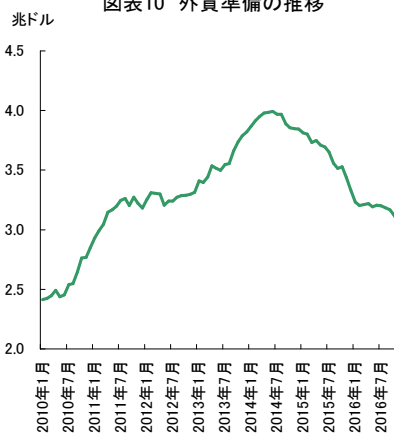
図表8 ドル/人民元レートの推移



図表9 香港ドル/人民元レートの推移



図表10 外貨準備の推移



出所：人民銀行、外貨管理局よりBTMU(China)中国調査室作成

➤ 中国本土・香港の株式市場における特徴はそれぞれ異なる

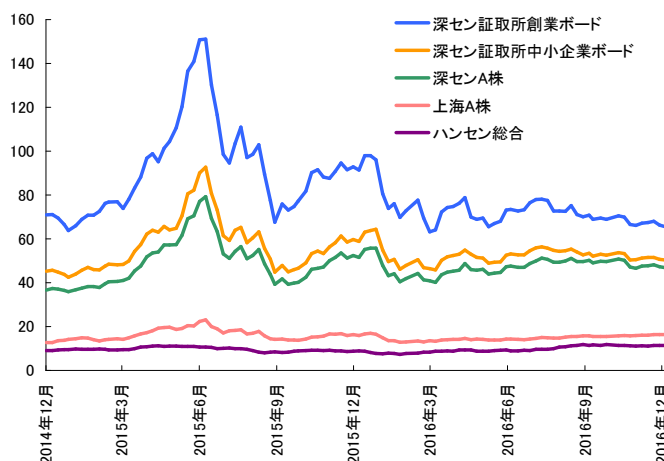
投資家の構造から見ると、中国本土の株式市場は個人投資家が全体の7割弱を占める一方、香港株式市場における機関投資家の割合は50%を上回っている。この構造の違いから、両市場における投資嗜好と投資スタイルも異なってくると予測される。中国本土の場合、投資家は成長型、新興型の中小企業株をより選好しようとする一方、香港では、株価収益率(PER)が低く、配当が高い株が好まれる傾向が見られる。

PERで見ると、ハンセン総合指数構成株の平均PERは上海総合指数を若干下回るが、ほぼ同水準である一方、深証総合指数のPERは香港、上海の2倍以上もある。さらには、「深港通」対象株の7割を占める中小企業ボード、創業ボード株のPERはより高い水準である。

株式配当の面では、上場企業の2015年決算報告から見ると、国内市場の株式配当率は香港を大きく下回り、中でも、深セン市場の配当率は特に低く、2015年の年次決算報告を見ると、平均で香港株の約3分の1程度に過ぎなかった。

このように、深セン証券取引所の株は香港証券取引所よりPERが高く、配当が低いため、当面は海外投資家の興味を引くのが難しいとの見方が多い。

図表11 各株式市場のPER



出所：WindよりBTMU(China)中国調査室作成

## ➤ 国内株式市場への影響

「深港通」は「滬港通」をモデルとしており、参加者、参加方式はほぼ同じである。「滬港通」の2年間の運営実績から見ると、「深港通」の開始が国内株式市場に与える影響は限定的であると見られる。

まず、取引規模からみると、株式市場の時価総額と比べるとごくわずかであり、株式市場に大きな影響を与えることは考えにくい。

また、短期的には、「深港通」は海外投資家により多くの選択肢を与えたこととなるため、国内株式市場にとってのプラス要素であると考えられるが、しかし長期的に海外資金を引き寄せ、株式市場を活性化させることができるかどうかについては、やはり実体経済における国内の経済状況、企業収益によるところが大きいと思われる。

「滬港通」開始の際は、発表日、開始日においていずれも「滬股通」対象株の株価が上昇しており、特に「滬港通」開始後の1ヶ月間において、「滬股通」対象株の株価は平均で5%以上の上昇を記録した。しかし、2年が経過した今では、2016年11月末時点、「滬股通」対象株の株価上昇率は開始日比で4%弱へと下落している。この間に国内株式市場の乱高下という影響があったとはいえ、「滬港通」の長期的な影響は限定的であり、市場全体への波及効果も見られていない。

その他、上海、深センの両株式市場にはそれぞれの特徴があり、「深港通」開始後、海外の投資家はそれぞれの市場の特徴を元に投資計画を立て直し、両市場の間で資金をリバランスすることも考えられる。

## Ⅲ. 「深港通」開始の意義は投資のみにとどまらない

上記の分析から、短期的にみて、「深港通」が国内株式市場にすぐにプラスの影響をもたらすとは言い難いと思われる。しかし、投資のみならず、評価点をマクロの面にまで拡大すれば、「深港通」は大きな意義を持っていると言える。

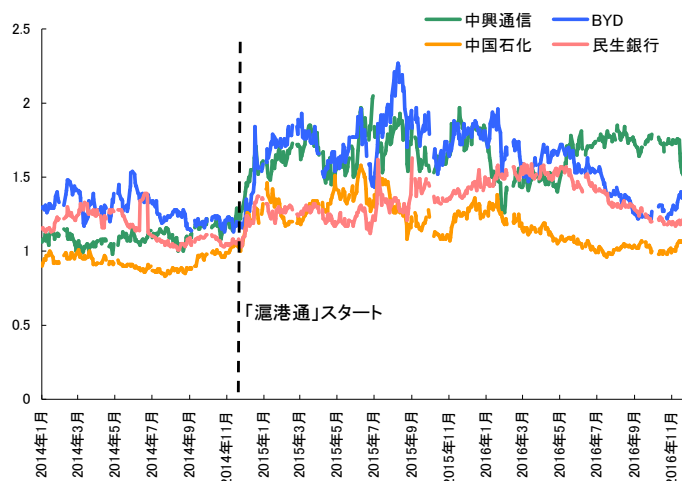
まず、2年前の「滬港通」の開始により上海と香港の両市場がつながり、続く「深港通」の開始により、中国本土の株式市場は香港と全面的に接続することとなった。1つの市場が活力を保ち、持続可能な成長を成し遂げるには、十分な開放が前提条件であることから、「深港通」の開始は長期的に国内株式市場の発展にとって重要なポイントであり、これをきっかけとする資本取引のさらにハイレベルな対外開放も期待される。

また、「深港通」には総額制限が設けられていないが、これはすなわち、海外資本は人民元を購入せずに中国の株式市場へ大規模に参入することができ、国内資金も外貨へ両替せずに香港証券取引所の株式を購入し、香港ドル建て資産を保有することができるようになった。これは株式市場のみならず、国内外の資本流動を促す結果にもなり、中国資本の海外進出をより利便化する措置であるとも見られている。

その他、「深港通」により国内外の資金に新たな流通ルートが生まれたため、長期的にみて、国内外の投資家がお互いの株式を自分のポートフォリオに組み入れることも予想される。そうなれば、国内外市場の連携が強くなることが考えられ、外国資本の参入により国内株式市場にある制度的問題や、歪みのある投資慣習などが是正された場合、国内株式市場の安定と発展に対して重要な意義があると思われる。

「深港通」、「滬港通」を単なる投資ツールとしてみるにはスケールが小さく、現時点では思ったほど投資機会も多くない。たとえば、同じ企業が上海証券取引所で上場しているA株と香

図表12 A株とH株の価格比率(人民幣建て)



出所: WindよりBTMU(China)中国調査室作成

港証取所で上場しているH株の間の価格差を狙った投資を行おうとしても、「滬港通」開始後も両者の価格は縮まっていないどころか、さらに差が開いており、価格差解消を狙った投資余地が限られると思われる(図表12)。

このように、「滬港通」、「深港通」は短期的に思ったほどの投資機会をもたらすことはできないかもしれないが、しかし投資家としては、短期的利益のみを重視せず、長期的な観点から、資本市場の全面的な開放に伴うこの先に潜んでいる機会に向け、準備を整えていくべきであるかと思われる。

三菱東京UFJ銀行(中国) 中国投資銀行部  
中国調査室 余 興

---

## BTMU の中国調査レポート(2016年12月)

---

■ 経済レビュー

見落としてはならない中国経済の二面性～構造問題を抱える国有企業をよそに民間企業がみせるダイナミズム～

[https://Reports.btmuc.com/File/pdf\\_file/info005/info005\\_20161212\\_001.pdf](https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info005/info005_20161212_001.pdf)

経済調査室

■ BTMU 中国月報第 131 号

<http://www.bk.mufg.jp/report/inschimonth/116120101.pdf>

国際業務部

■ BTMU CHINA WEEKLY 2016/12/14

<http://www.bk.mufg.jp/report/inschiweek/416121401.pdf>

国際業務部

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては全て顧客御自身でご判断くださいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

三菱東京 UFJ 銀行(中国)有限公司 中国投資銀行部 中国調査室  
北京市朝陽区東三環北路 5 号北京發展大廈 4 階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214