

■連載 (全12回) ■

アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 概観*

No. **286**
(2009年6月号)

第2回 シンガポール*

No. **289**
(2009年9月号)

第3回 インドネシア*

No. **290**
(2009年10月号)

第4回 マレーシア*

No. **291**
(2009年11月号)

第5回 タイ*

No. **292**
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、
ベトナム*

No. **293**
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**
(2011年5月号)

*経済調査部上席研究員 亀井 純野氏との共著

(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア株式市場のいま

—第9回 香港の株式市場



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

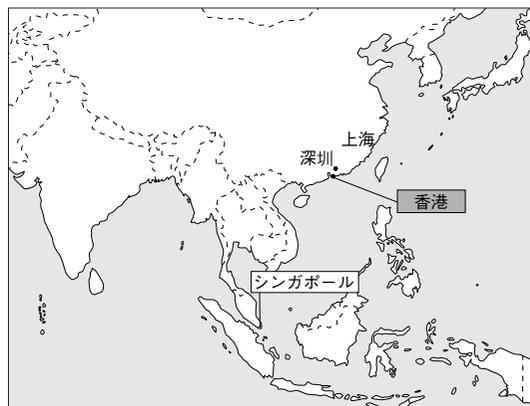
■ 1. 香港株式市場の歴史

香港（正式名称は「中華人民共和国香港特別行政区」）で株式市場が正式に認知されたきっかけは、1891年の香港株式ブローカー協会の発足であり、香港株式市場は120年弱の歴史を持つアジア最古の株式市場と言える。1914年に同協会が香港証券取引所に改組され、さらに第二次世界大戦後の香港経済の急成長を受けて、1969年に遠東取引所、1971年に金銀取引所、1972年に九龍取引所が創設された後、4取引所は1986年に統合されて香港総合取引所が発足した。

〈目次〉

1. 香港株式市場の歴史
2. 香港株式市場の概要
3. 香港株式市場の特徴
4. 外国人投資規制と香港株式市場の課題

1997年に香港の統治が英国から中国に返還された後、香港総合取引所は2000年に香港先物取引所及び香港中央結算有限公司と統合され、現在の香港交易及結算所有限公司（HKEx：Hong Kong Exchanges and Clearing Limited）となった。HKExは傘下に証券取引所（The Stock Exchange of Hong Kong Limited）、先物取引所（Hong Kong Futures Exchange Limited）、清算機関（Hong Kong Securities Clearing Company Limited、The SEHK Options



(図表 1) 上場取引所の時価総額順位 (2010年 3月 1日)

	取引所名	時価総額 (10億米ドル)
1	シカゴマーカンタイル取引所	20.1
2	香港交易及結算所	18.6
3	ドイツ取引所	13.6
4	BM&F Bovespa (ブラジル)	13.5
5	インターコンティネンタル取引所	8.0
6	NYSEユーロネクスト	7.2
7	シンガポール取引所	5.9
8	オーストラリア証券取引所	5.5
9	ナスダックOMX	4.0
10	ロンドン証券取引所	2.8

(出所) HKEx

Clearing House Limited、HKFE Clearing Corporation Limited) を擁する総合取引所となっている。

またHKExは2000年 6月27日にアジアの取引所としては初の自市場への上場を果たし、市場の成長、好調な業績を背景に、米国のシカゴマーカンタイル取引所に次ぐ世界第2位の時価総額を誇る取引所に育っている (図表 1)。

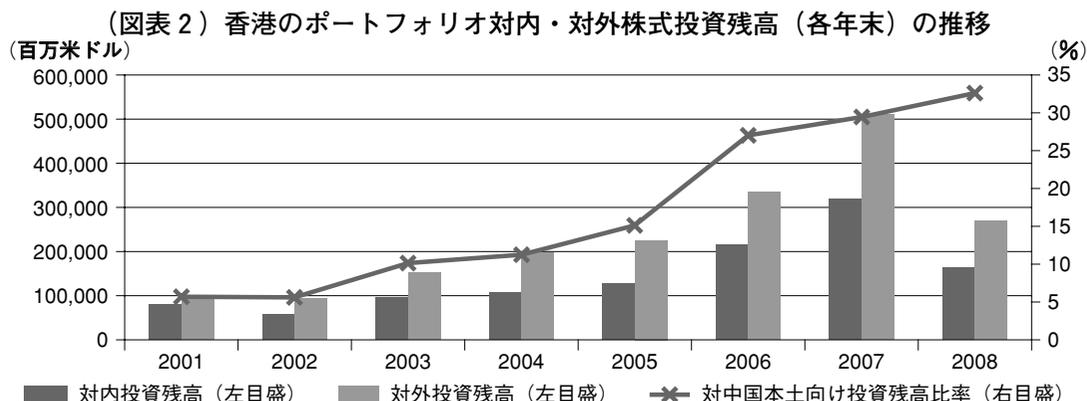
本稿で後述するように、現在は香港市場の中国化が進んでいるが、HKExは2009年 1月21日に上海証券取引所と、同年 4月 8日に深圳証券取引所と提携協定 (CCA: Closer Cooperation Agreement) を締結しており、中国企業の資金調達を充足し、中国経済の発展に貢献することを共通の目標としている。

■ 2. 香港株式市場の概要

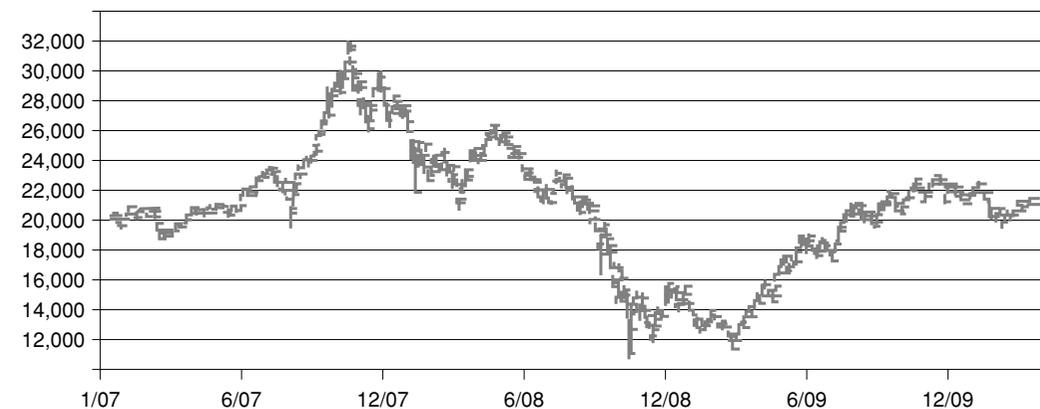
(1) 資金フローから見た香港株式市場

香港はその歴史的な背景から、欧州の投資家などの東アジア投資を集め、緩やかな金融規制と自由な資本移動を堅持することで、国際金融センターの地位を確立している (注1)。最近では特に中国本土と対外との金融取引の窓口としての位置付けを強めている。

香港のポートフォリオ株式投資の対内 (香港への投資)・対外 (香港からの投資) 投資残高の推移を見ると、2007年にかけて両者ともに急増を記録しており、香港がいわゆる資本の回転台の役割を担っていることが窺われる (図表 2)。2008年には世界金融危機の影響を受けて、両者ともに急減したが、そうしたなかでも対中国本土向けの投資残高比率 (対外投資残高に占める対中国本土向けシェア) は一貫して上昇している。2008年末には対中国本土向け投資残高比率は33%となっており、



(図表 3) 香港ハンセン指数の推移



香港市場の中国化は進んでいると言えよう。

香港市場はその開放的な経済から国際経済情勢の影響を受けやすい。香港ハンセン指数の推移は(図表3)の通りである。2009年4月以降、世界経済の回復感が強まり、特に景気刺激策による中国経済の成長への期待が高まるのに合わせて、ハンセン指数も急上昇を記録している。2009年末のハンセン指数は前年末から52%の上昇となった。

(2) HKExの株式市場概要

HKExの株式市場の概要は(図表4)の通りである。メインボードとベンチャー企業向けのGEM (Growth Enterprise Market) の2つの市場があり、後者は新興市場として上場基準も緩やかなものとなっている。2008年7月にはGEMからメインボードへの移行基準が合理化され、2008年には18社がGEMから

(図表 4) 香港取引所 (HKEx) 株式市場の概要

		メインボード			GEM
上場基準	事業履歴・利益・時価総額・売上高・キャッシュフロー基準	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3 会計年度以上の営業実績を持ち、以下の 3 つの基準のうち 1 つを満たすこと。 1. 直近 3 会計年度で 5,000 万 HK\$ 以上の業務利益 (直近会計年度で 2,000 万 HK\$ 以上で、それ以前の 2 会計年度合計で 3,000 万 HK\$ 以上)、かつ上場時の時価総額 2 億 HK\$ 以上。 2. 上場時の時価総額 40 億 HK\$ 以上、かつ直近会計年度の売上高が 5 億 HK\$ 以上。 3. 上場時の時価総額 20 億 HK\$ 以上、かつ直近会計年度の売上高が 5 億 HK\$ 以上、かつ直近 3 会計年度のキャッシュフローが合計で 1 億 HK\$ 以上。 			<ul style="list-style-type: none"> ・ 2 会計年度以上の営業実績を持ち、以下の条件を満たすこと。 1. 直近 2 会計年度のキャッシュフローが合計で 2,000 万 HK\$ 以上。 2. 上場時の時価総額が 1 億 HK\$ 以上。
	流動株時価総額	発行済株式の 25% 以上。 5,000 万 HK\$ 以上。			3,000 万 HK\$ 以上。
	株主数	事業履歴・利益・時価総額・売上高・キャッシュフロー基準で、 1 と 3 の条件を満たすもの：300 人、 2 の条件を満たすもの：1,000 人。			100 人。
		オークションセッション	連続売買セッション (午前)	連続売買セッション (延長)	連続売買セッション (午後)
取引時間	月～金曜日 9:30～10:00	月～金曜日 10:00～12:30	月～金曜日 12:30～14:30	月～金曜日 14:30～16:00	
注文タイプ	成行注文 (Order) 指値注文 (Limit Order)	指値注文 (Limit Order) 拡張指値注文 (Enhanced Limit Order) 特別指値注文 (Special Limit Order)			
取引単位	10～10万株 (一般的には 2,000 株)				
値幅制限	なし				
決済サイクル	T + 2				
手数料等	仲介手数料 (ブローカレッジ) : ブローカー・顧客間で設定 取引税 : 取引額の 0.004% (証券先物取引委員会に支払い) 取引手数料 : 取引額の 0.005% (取引所に支払い) 取引料金 : 売買毎に 0.5HK\$ (取引所に支払い) 印紙税 : 取引額の 0.1% 譲渡印紙税 : 5HK\$ (売り手が支払い) 譲渡手数料 : 2.5HK\$ (買い手が支払い)				

注 : 拡張指値注文は 5 件の指値を行うもの。

特別指値注文は同じく 5 件の指値を行うが、拡張指値注文よりも指値に関する制限が緩い。

キャピタルゲイン課税や配当課税はない。

(出所) HKEx

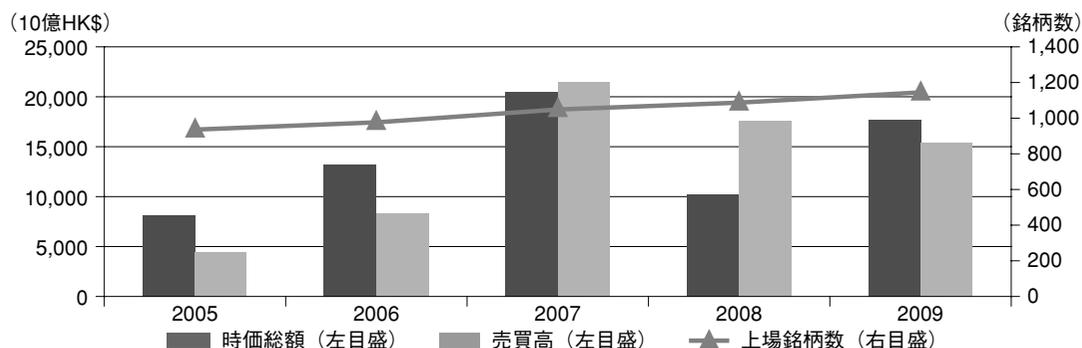
メインボードに移行した。しかし 2009 年の移行社数は 4 社と 2007 年と同数まで再び減少している。

取引時間は月曜日～金曜日の 9:30～16:00 であり、オークションセッション、連続売買セッションと続く。取引は注文主導型であり、オークションセッションでは注文方法は成行注文と指値注文、連続売買セッションでは指

値注文、拡張指値注文、特別指値注文である (図表 4 脚注参照)。また注文にはオール・オア・ナッシングの限定条件を付けることができ、この場合には注文は即時完全に実行されるか、または却下されるかのどちらかとなる。

取引は自動注文照合・履行システムである AMS/3 によって価格・時間優先原則に従って実行される。またインターネット取引として、

(図表5) メインボードの時価総額・売買高・上場銘柄数



注：上場銘柄数は普通株式・優先株式のみ。
(出所) HKEx

サービスベンダーによって開発されたオンライン取引システムと連携した注文伝達ゲートウェイが提供されている。個人投資家によるオンライン取引のシェアは一貫して上昇しており、2009年9月末には取引高ベースで個人投資家取引の21.5%、現物取引全体の6.3%を占めている。

証券決済は香港中央結算有限公司(HKSCC)が管理する中央清算決済システム(CCASS)によるブックエントリー方式で行われ、決済期間はT+2である。

(3) 株式市場の動向

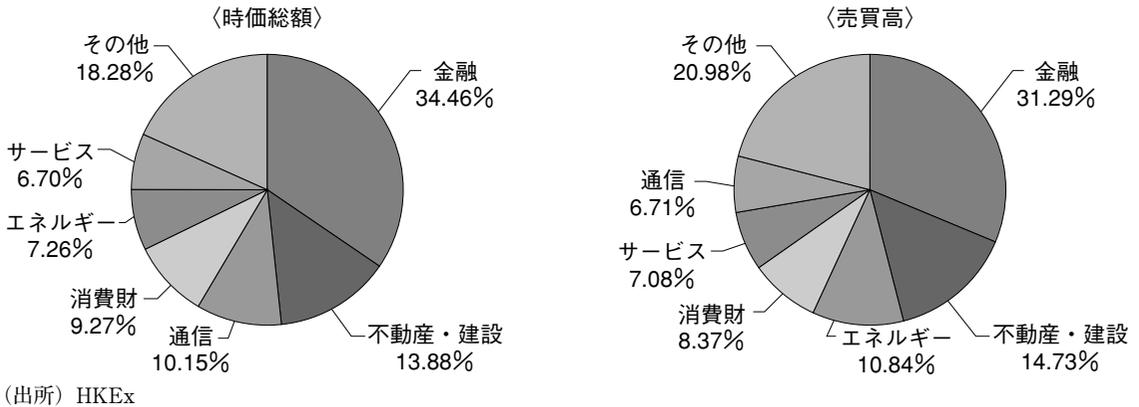
メインボードの最近の動向を見ると、時価総額、売買高ともに2007年にかけて大きく増加した(図表5)(注2)。2008年末に世界金融危機の影響を受けて急減した時価総額も、2009年末には2008年末の87%弱の水準まで回復を示した。一方で売買高の回復は遅れている。2009年の1日当たり平均売買高の推移を

見ると、2009年2月の400億HK\$(約5,200億円、1HK\$=13円で換算)を底に、5月には798億HK\$まで増加したが、その後は再び減少傾向を辿り、2009年12月には598億HK\$となった。しかし上場銘柄数は一貫して増加が続いており、2009年末の上場銘柄数は1,148銘柄となっている。

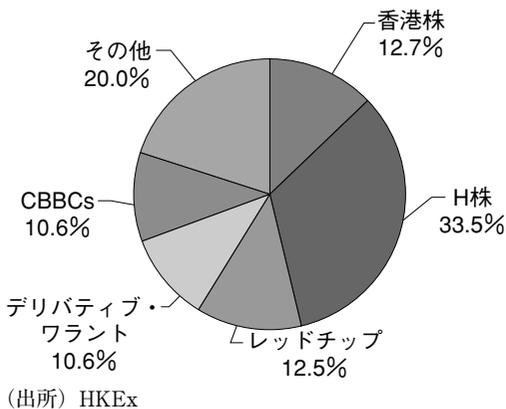
メインボード上場銘柄の産業分野別シェアを見ると、時価総額ベースでも売買高ベースでも金融業のシェアが最大であり、これに不動産・建設業が続いている(図表6)。この2業種で時価総額の48%、売買高の46%を占めている。これは香港のGDPの産業分野別内訳を見ると、およそ3割が金融業であることにも対応している。また金融業、不動産業などは金利感応度の高いセクターであり、香港株式市場は相場の動きが一方に偏りやすい体質にあると言える。

上場株式には香港企業の株式以外に中国本土企業が発行するH株とレッドチップがある。

(図表6) 産業分野別シェア (メインボード、2009年)



(図表7) 商品別売買高シェア (2009年)



香港銘柄を上回る取引シェアを有しているが、これに関しては後述する。

(4) 派生商品 (取引対象の多様化)

香港市場では株式に加えて様々な商品が取引されている (図表7)。香港市場で特徴的な商品としてはデリバティブ・ワラントとCBBCs (Callable Bull/Bear Contracts) が挙げられよう。

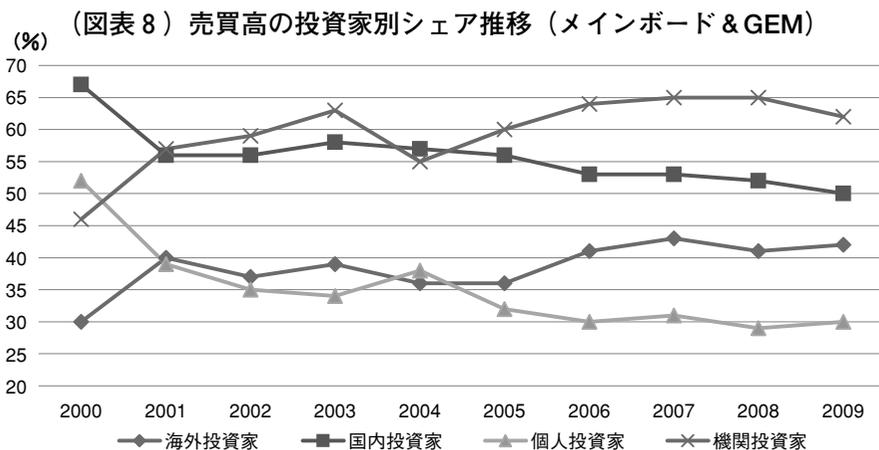
デリバティブ・ワラントは株式以外にも株価指数、通貨、商品、証券のバスケットなどを対象としたワラントであり、通常ワラントである新株引受権よりも満期が短いのが一般的である。投資家は満期日に、予め決められた価格で、対象資産を買う乃至は売る権利を有する。

またCBBCsは通常、投資銀行が発行する商品であり、対象資産のパフォーマンスをトラックした仕組み商品である。投資家は一定期間内 (3か月~5年) に予想した権利行使

レッドチップは以下のいずれかの条件を満たす銘柄と定義される (注3)。

- ・発行株式の30%以上を中国本土企業・機関またはその支配下の企業が保有している企業
- ・中国本土企業・機関またはその支配下の企業の株式保有比率が20%以上30%未満であり、取締役会に本土系株主が強い影響力を有している企業

現在では中国銘柄 (H株・レッドチップ) は



注：年は前年9月～当年10月：2000年（1999年10月～2000年9月）。
 (出所) HKEx

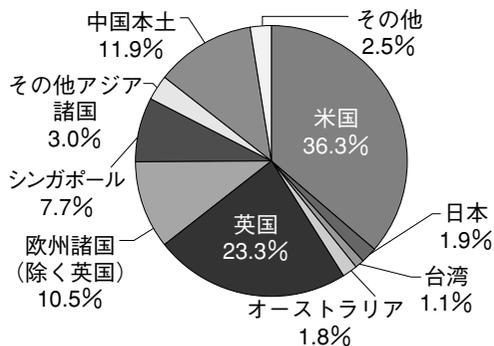
価格に比べて、対象資産が値上がりまたは値下がりした場合に、発行会社に対象資産の買戻しを請求でき、権利行使価格と時価の差額が利益となる。投資家は将来の見通しに基づいてブル型かベア型を選択する。対象資産を購入することなしに、対象資産のパフォーマンスに投資できる形になる。

これら以外にもETF、REIT、ELI (Equity Linked Instruments) (注4) などがあり、さらにデリバティブ市場では株式先物、株式オプション、株価指数先物、株価指数オプションなどが取引されている。

(5) 香港株式市場の投資家

香港株式市場の投資家動向を見ると、おおよそ国内投資家が5割、海外投資家が4割、また個人投資家が3割、機関投資家が6割のシェアとなっている(図表8)。残りの1割は証券取引所参加者自身の取引である。傾向

(図表 9) 海外投資家の国別シェア (売買高ベース、2008年10月～2009年9月)

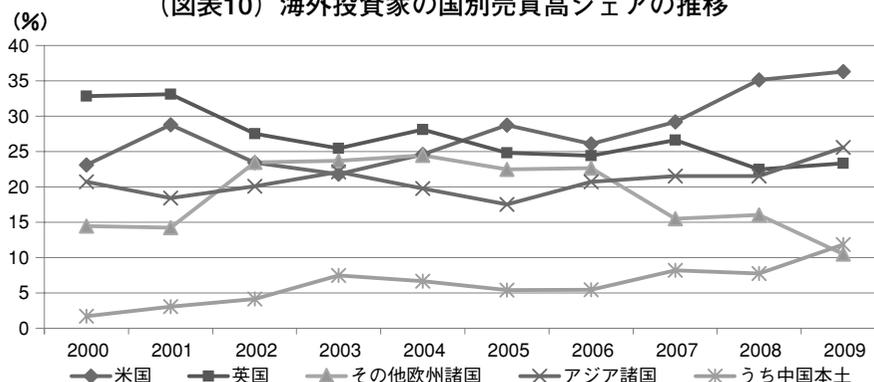


(出所) HKEx

としては海外投資家と機関投資家のシェアが上昇している。

また海外投資家の国別シェアを見ると、米国、英国、その他欧州諸国が合わせて70%の売買シェアを有しており、香港市場が欧米諸国の東アジア投資を受け入れている状況が窺える(図表9)。一方でアジア諸国からの香港市場向け投資は相対的に少ない。しかし近年

(図表10) 海外投資家の国別売買高シェアの推移



注：各年は前年10月～当年9月。
(出所) HKEx

の海外投資家の国別売買高シェアの推移を見ると、英国並びに欧州諸国のシェアが下落する一方で、米国のシェアが上昇している(図表10)。またアジア諸国に関しては中国本土のシェア上昇が顕著であり、中国本土を除いたアジア諸国のシェアは低下している。

3. 香港株式市場の特徴

(1) 資金調達市場として存在感の高まる香港市場

メインボードの上場銘柄数が一貫して増加していることは前述したが、メインボードにおける資金調達額(新規発行：IPO、追加発行)の推移を見ると、2006年以降急増しており、2008年には世界金融危機の影響で足踏みしたが、2009年には2007年(5,900億HK\$)をも上回る6,420億HK\$を記録した(図表11)。2009年のIPOも2,480億HK\$となり、世界でもっともIPO金額の多い市場となった。IPO市

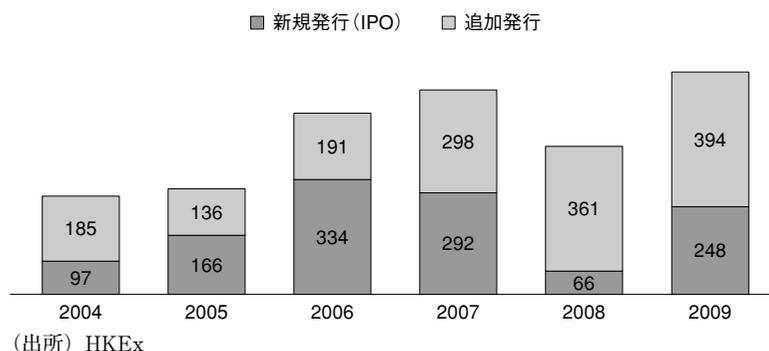
場でも中国企業が主役を演じており、2009年のIPOにおける中国企業のシェア(H株とレッドチップの合計)は48%であった(中国企業による資金調達額の推移は図表12参照)。

香港市場の上場基準は総じて中国本土よりは厳格であるが、利益水準などは日米欧などの先進諸国に比べて緩い。このため2010年に入りロシア企業としてはじめてアルミニウム最大手のUCルサルが香港市場への上場を果たした。ロシアのその他企業(ロシア鉄道、航空機大手イリューシンなど)に加え、旧ソ連のカザフスタンのエネルギー企業(カザフスタン国営カザムナイガス)も香港上場を計画している。香港市場への上場は資金調達はもちろん、香港上場を通じて中国本土の販路拡大などの目的も指摘されている。

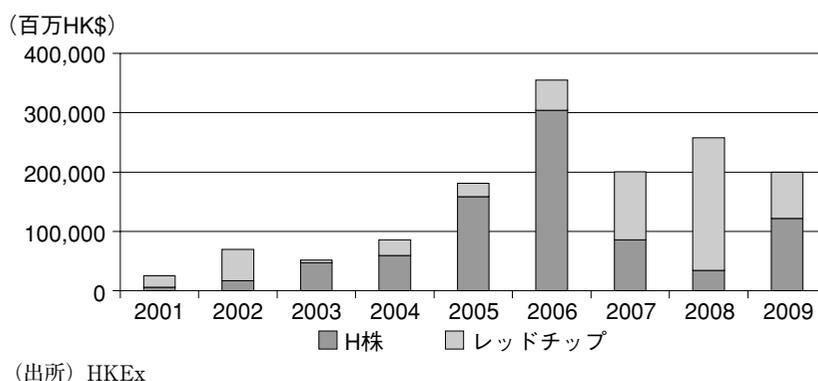
(2) 中国化と国際金融センター

香港市場の中国化は急速に進んでいる。香港市場は人民元の国際化に向けての実験市場

(図表11) メインボードにおける資金調達額の推移 (10億HK\$)



(図表12) 中国企業による資金調達額の推移
(新規+追加発行、メインボード)



(図表13) 人民元開放の実験場としての香港

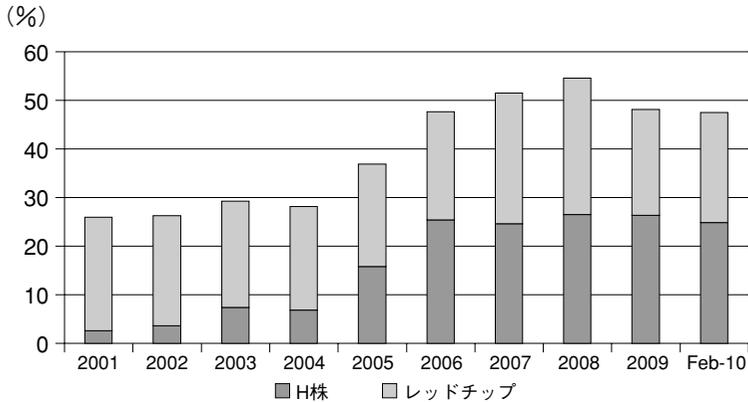
2004年 1月	香港での人民元預金業務の解禁
2007年 7月	本土系金融機関による香港での人民元建て債券の発行解禁
2009年 6月	外資系銀行の中国現地法人による香港での人民元建て債券発行解禁
2009年 7月	人民元建て貿易取引の開始
2009年10月	中国政府による香港での人民元建て国債の発行

(出所) 各種報道

ともなっており、人民元建て債券発行、人民元建て貿易取引などが進められている(図表13)。株式市場における中国化を見てみると、時価

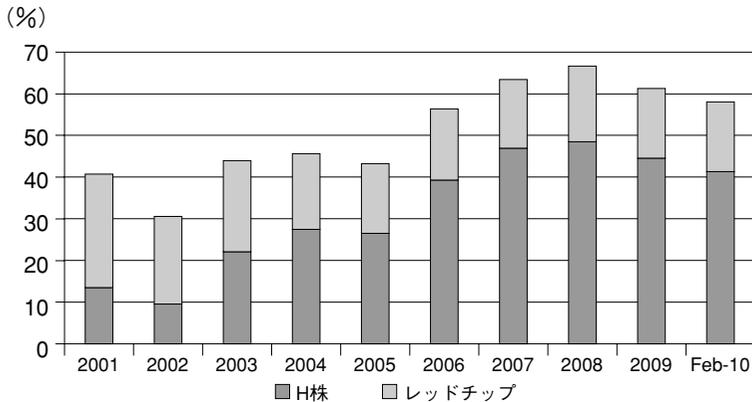
総額に占める中国企業(H株・レッドチップ)のシェアは2007年末には51.47%と過半を占め、2010年2月でも47.51%となっている

(図表14) 時価総額に占める中国企業のシェアの推移
(メインボード)



(出所) HKEx

(図表15) 売買高に占める中国企業のシェアの推移
(メインボード)



(出所) HKEx

(図表14)。さらに売買高で見ると中国株は過半を上回っている(図表15)。前掲(図表7)で見た通り、2009年の商品別売買高シェアでは香港株は12.7%にすぎず、H株が33.5%と最大のシェアを占め、レッドチップも12.5%と香港株とほぼ同じシェアを占めている。

香港市場のメインは今や中国株であると言える。

このように中国化が進んでくると、将来的な中国本土市場(上海証券取引所、深圳証券取引所)と香港市場とはどのような棲み分けがなされていくのかが注目される。中国当

局は上海を国際金融センターとして育成する計画を持っており、その目標時期は2020年とされている。上海証券取引所がHKExと同等に開放された場合にはHKExの存在意義は大きく低下することになる。しかしながら中国当局は市場の管理を手放すことなく、その範囲で国際化を進める方針と見られる。このため香港市場はクロスボーダー型の金融センターとして、あるいはオフショア市場として生き残っていくと予想するのが一般的な見方である。しかし人民元の国際化に向けて、様々な規制緩和が計画され、また各取引所も将来的な戦略を進めている。その過程で香港市場、HKExが翻弄される場面も少なからず出てこよう（注5）。

■ 4. 外国人投資規制と香港株式市場の課題

(1) 外国人投資規制

香港には外国為替規制は存在せず、外国人投資家に対する特別な制限はない。但しTelevision Broadcasts Limitedに関しては外国人投資家による保有は1投資家につき10%まで、全体で49%までとされているほか、香港の3つの発券銀行であるHSBC、スタンダード・チャータード、中国銀行香港の株式については外国政府が20%以上の株式を保有することはできない。

(2) 香港市場の課題

HKExは上場企業の増加と金融商品の多様化を戦略の柱としており、また人民元ビジネスと中国本土投資家の獲得を目標にしている。

中国化が急速に進む香港市場においては、いかに中国関連取引を取り込んでいくかが最大のテーマであることは疑いない。しかし一方で、中国株の抱える問題（低い透明性、経営者の不祥事、インサイダー取引など）によって株価がボラティルとなる懸念も常に抱えている。また前述した通り、上場銘柄が金融や不動産に偏っており、相場が一方向に向かいやすい危険性も持っている。

このことから中国関連取引の獲得を進める一方で、いかに市場の安定性を確保していくかが香港市場の最大の課題であると言えよう。そのためには上場企業や投資商品の多様化といった方策に加え、アジアの国際金融センターとして中国以外のアジア向け投資、アジア他国からの投資を獲得していく方策も併せ進めていく必要があるものと思われる。香港は決済ビジネスではアジアのハブ化を目指した取組みを進めているが（コラム参照）、株式取引についても同様の試みが期待されるものである。

(注1) 国際金融センターランキング (City of London, "The Global Financial Centres Index", March 2009) では、香港はロンドン、ニューヨーク、シンガポールに次ぐ第4位の国際金融センターと評価されている。

(注2) 株式市場に関する統計データは香港取引所のウェブサイト (<http://www.hkex.com.hk>) から入手可能である。

(注3) H株には中国建設銀行、中国石油天然気、中国電信などの金融機関、エネルギー、通信などの大型国有企業や建設、鉄鋼などの重厚長大の国有企業が多い。一方、レッドチップには中国移動、中国海洋石油など通信、エネルギーの大型株に加え、IT関連企業なども多い。

(注4) 銀行等の金融機関が発行する仕組み商品であり、ELIを購入した投資家は、間接的にELIの原証券となっている株式のオプションを売ることになる。プル型、ベア型、レンジ型のタイプが存在する。

(注5) 香港市場が翻弄された事例としては、中国本土の個人投資家による香港株の売買を解禁する、いわゆる「香港株直通列車」が記憶に新しい。同構想は2007年8月に中国の外貨管理局が公表し、これを受けて香港株が急騰した。上海株式市場の急騰を受けて資金を海外へ向ける政策の一環として考案されたものだが、同政策は結局実施されず、政策の根拠となった政府文書も2009年末で正式に失効した。

最近では中国国務院が上海、深圳に上場するA株を香港市場で香港預託証券 (HDR) として取引を認める案について検討しているとの報道もなされている。

また深圳証券取引所は、深圳B株と香港H株の相互上場、レッドチップ銘柄の深圳A株発行解禁等を目指すHKExとの提携計画を発表している。



〈コラム〉

決済システムの国際的なリンクを進める香港

2010年1月25日、香港金融管理局 (HKMA: Hong Kong Monetary Authority) とインドネシア銀行 (Bank Indonesia) は、米ドルとインドネシア・ルビアのRTGSシステムをリンクした新たなクロスボーダーPvP決済 (payment-versus-payment) を香港において稼働させると発表した。これによって米ドル/インドネシア・ルビアの外国為替取引での決済リスクが削減されるとしている。香港は自らをハブとした決済システムの国際的なリンクを進めている。PvPのリンクではこれまで中国の広東省、マカオ、マレーシアと同様のリンクを結んでいる。

またHKMAは1990年にCMU (Central Moneymarkets Unit) を設立し、短期証券の決済ハブ化も進めている。CMUにはユーロクリア、クリアストリームの2大国際証券保管機関、オーストラリア、ニュージーランド、韓国が接続されており、双方向での証券決済が可能となっている。

アジアでは域内の資本市場育成のため、そのインフラとなる域内の資金・証券決済システムのリンクが検討されているが、香港はこれに先んじて、自らをハブとするネットワークの構築を進めている。