



## 香港：再始動

フィル・ランガム  
新興国株式チームヘッド  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2025年7月

“かつて中国本土の観光客は、地元では手に入らない高級品を購入し、レストランやバーを訪れるために香港に来ていましたが、現在ではこうした商品はすべて中国本土で手に入るようになっています。”

約30年前の初めての香港訪問を忘れることはできません。旧啓徳空港での緊張感あふれる着陸の後、街の驚くべきエネルギーと活気に満ちた雰囲気が強烈な印象を残しました。

対照的に、今回を含む近年の訪問では、雰囲気が明らかに沈んでいると感じます。企業の自信は低迷し、かつて活気にあふれていたレストランやバーは今では閑散としており、ショッピングモールも不気味なほど静かに感じられます。

香港は特に厳しい新型コロナウイルスの時期を経験し、その後の回復は遅々としたものとなっています。この困難なパンデミックの経験は政治的緊張によってさらに悪化しました。民主化を求めるデモが続いた末に、中国の新たな国家安全法が施行され、2020年には事実上の中国本土による支配が始まりました。これは、1997年に英国が香港を返還した際に計画されていたよりもはるかに早い時期の出来事でした。

政治的変化、コロナ禍による長期的な孤立、そして香港での文化的変化が相まって、この都市で働く外国人駐在員の数には大幅に減少しました。同時に、深センはパーティーやショッピングの目的地としての魅力が大きく向上しました。その結果、週末に本土の観光客が香港に押し寄せるのではなく、その逆の現象が起きるようになりました。かつて中国本土の観光客は、地元では手に入らない高級品を購入し、レストランやバーを訪れるために香港に来ていましたが、現在ではこうした商品はすべて中国本土で手に入るようになっています。これらの要因が香港の最近の経済成長に影響を与え、成長率は低迷しています。不動産価格と観光客数は、コロナ前のピーク時から約30%低下しています<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> Census and Statistics Department Hong Kong

ネガティブなニュースがある一方で、香港は常に自らを再発見する力に長けており、その裏にポジティブなストーリーが浮かび上がりつつあります。外国人居住者の流出は現在落ち着いており、香港の優位性の多くは依然として健在です。香港での生活費や事業コストは、他の大規模な金融センターと比べて顕著に低く、低い税率の税制や緩やかな規制環境が大きな魅力となっています。他の中国の都市がバー、レストラン、ショッピングの面で追いついてきたとはいえ、香港には依然として最高水準の学校、大学、カントリークラブ、自然、マリーナ、そして医療システムがあります。

さらに、香港は中国資本を海外に送り出し、外国投資を中国に引き込むためのプラットフォームとしての役割を強めつつあります。これにはいくつかの要因があります。

**中国と世界をつなぐゲートウェイとしての機能：**香港の発展した金融インフラ、交換可能な通貨、法制度、そして国際的な人材プールがこのゲートウェイを支えています。その結果、香港は世界のオフショア人民元決済の約80%を取り扱っています<sup>2</sup>。

**人民元の国際化：**香港は最大のオフショア人民元ハブであり、決済、債券発行、そして「株式・債券コネクト」を通じた投資フローを取り扱っています<sup>3</sup>。

**中国の制約：**中国は資本規制の下で運営されており、より閉鎖的で規制の多い枠組みや、外国金融機関に対する制限があります。

**“香港は最大のオフショア人民元ハブであり、決済、債券発行、そして「株式・債券コネクト」を通じた投資フローを取り扱っています。”**



パーティーやショッピングの目的地としての魅力が高まる深圳（シンセン）

**インフラと法制度：**香港は強固な規制、一流の証券取引所、活発な新規公開市場を提供しており、さらに強力な財産権と独立した司法制度を備えています。

これらすべての要因により、香港証券取引所は過去12か月間で上場件数において世界をリードする取引所となりました。また、現地のハンセン指数は2024年初頭の安値から大幅に反発し、主要な指数である中国A株指数（CSI300）を上回るパフォーマンスを示しています（図表1）。

図表1: 今年のハンセン指数はCSI300と比較して堅調に推移  
2008年1月1日を100として標準化

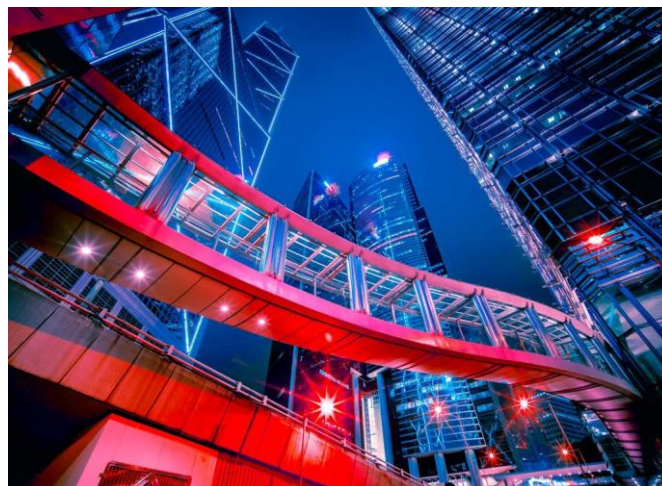


出所：Hang Seng Indexes Company Ltd、2025年6月

<sup>2</sup> [Hong Kong International financial centre.](#)

<sup>3</sup> [Hong Kong Monetary Authority - Dominant Gateway to China.](#)

私は香港証券取引所のCEOであるボニー・チャン氏と会い、より深い理解を得るために話をしました。中国本土の企業が香港での上場を通じてグローバル展開のための資金調達を目指す動きがあることから、香港証券取引所には強い需要が見られています。これらの企業は質の高いビジネスを展開しており、堅実な財務基盤を持っています。私は今回の訪問中にその中のいくつかの企業とも会いました。良い例としては、中国の電気自動車業界のリーダーであるCATLが挙げられます。同社は5月に53億香港ドルを調達しました<sup>4</sup>。チャン氏は、香港市場を活用しようとする地元の中国企業のみならず、国内市場を超えて成長したグローバル企業や、既に米国に上場しているものの、より友好的な環境である香港での上場を検討している中国企業にも注目しています。

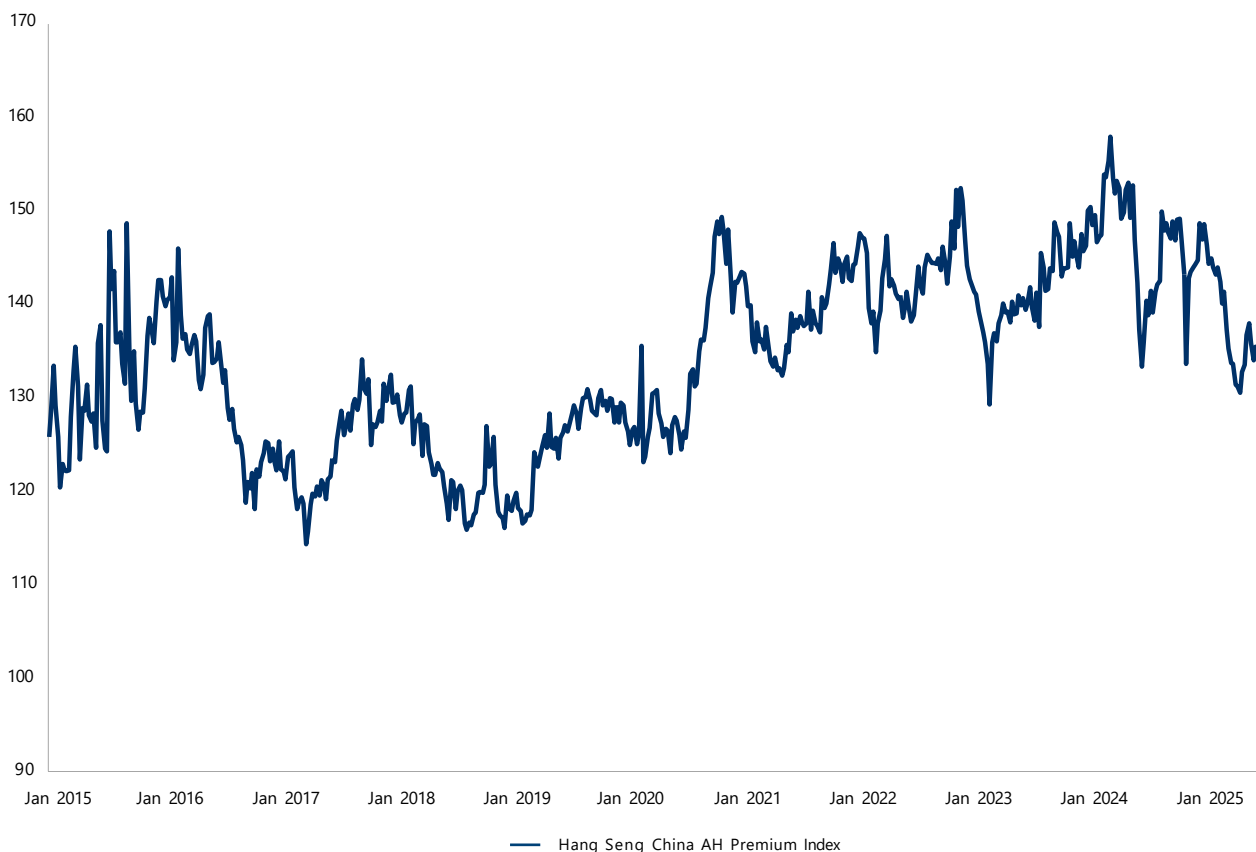


質の高い中国企業が、香港上場に対する関心を高めています

これらの動向を踏まえ、近年のH株に対するA株のプレミアムの推移を観察することは興味深いことと言えます（図表2）。このプレミアムは、同一企業の中国A株上場価格と香港H株上場価格の相対的な差を示しており、規模、流動性、収益性、セクター、為替など、さまざまな要因によって影響を受ける可能性があります。図表2は、市場全体のH株に対するA株プレミアムが2019年から2024年にかけて拡大した後、ここ18か月で減少したことを示しています。実際、最近のCATLの香港上場株は、A株に対してプレミアムで取引されています。

**“中国本土の企業が香港での上場を通じてグローバル展開のための資金調達を目指す動きがあることから、香港証券取引所には強い需要が見られています。”**

**図表2: H株に対するA株のプレミアムは2019年から2024年にかけて上昇した後、最近は低下傾向**



出所：Hang Seng Indexes Company Ltd、2025年6月

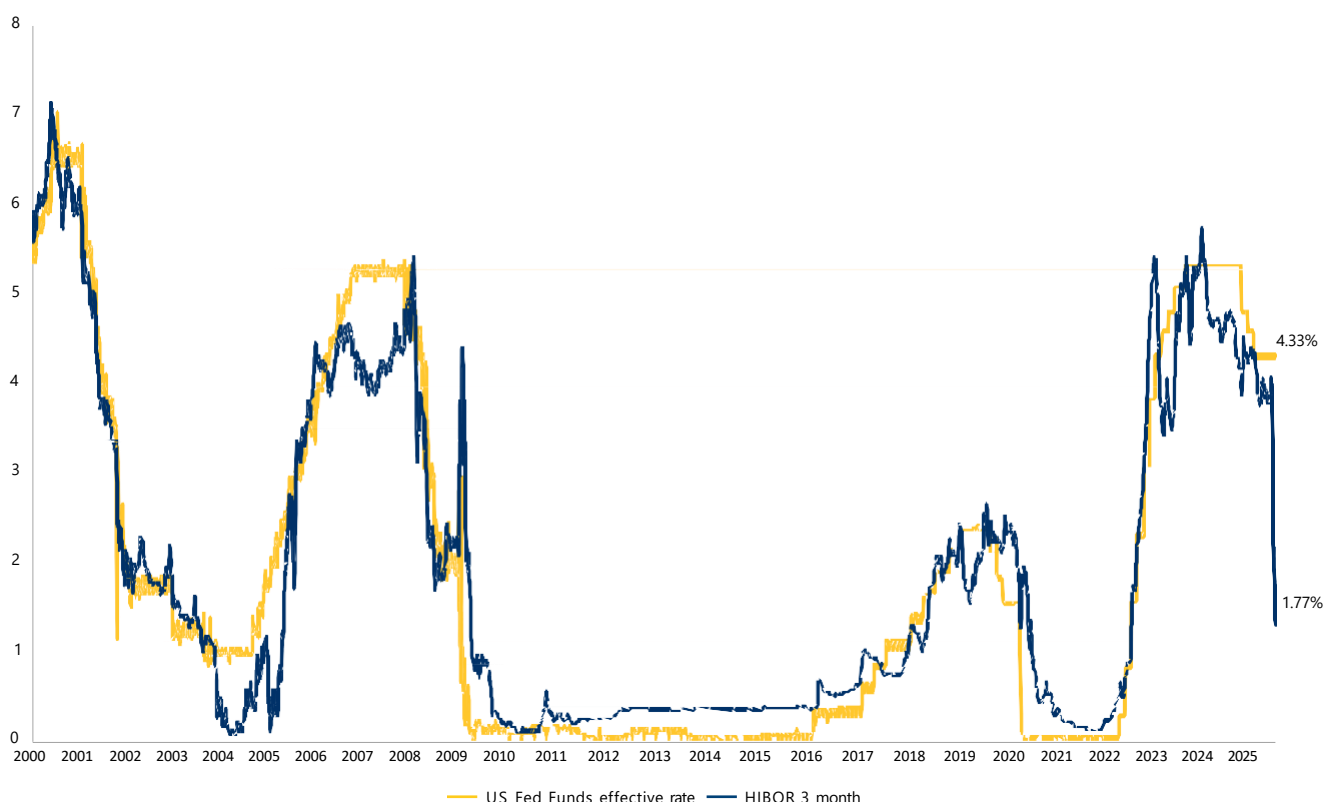
<sup>4</sup> [CATL shares clouded by bleak outlook after mega Hong Kong debut | The Straits Times.](#)

こうした香港への強力な資本流入や、アジア通貨が持続的な上昇の時代に入った兆候があることから、米ドルにペッグされている香港ドルに上昇圧力がかかり始めています。香港の通貨委員会制度に基づくと、通貨への上昇圧力は地元の金利の低下につながります。図表3は、香港の銀行間取引金利（HIBOR）と米国のフェデラル・ファンド金利との間の差が近年で最も高い水準に達していることを示しています。この制度では、通貨が上昇できない場合、その上昇圧力は地元の資産価格に影響を及ぼす形で現れます。

香港の立ち位置は、この30年間、特に過去5年間で大きく進化し、新たなアイデンティティを築きつつあります。かつての驚異的なエネルギーは幾ばくか失われたかもしれませんが、中国の主要都市および中国を代表する国際金融センターとしての役割は、まだ始まったばかりと言えるでしょう。また、香港国際空港（チェク・ラップ・コック空港）への着陸は、かつての啓徳空港（カイタック空港）着陸のようなスリルには欠けるものの、世界最長の海上橋である香港-珠海-マカオ大橋を渡って都市に向かう体験は、それ自体が忘れられないものと言えます。

“かつての驚異的なエネルギーは幾ばくか失われたかもしれませんが、中国の主要都市および中国を代表する国際金融センターとしての役割は、まだ始まったばかりと言えるでしょう。”

図表3: HIBORと米国金利はここ10年で最大の乖離



出所：Federal Reserve Bank of New York、2025年6月

執筆者

## フィル・ランガム

新興国株式チームヘッド & シニア・ポートフォリオ・マネジャー



RBC GAMのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであり、RBC新興国株式チームの責任者です。2009年11月に欧州の大手銀行の資産運用部門からRBC GAMに加わりました。前職では、グローバル新興市場の責任者を務めていました。それ以前は、チューリッヒにある別のグローバル金融サービス企業で4年間勤務し、マルチアセットクラス部門の新興市場およびアジアのディレクター兼責任者を務めました。そのさらに前には、ソブリンウェルスファンドで9年間、グローバル新興市場、アジア、ラテンアメリカ、米国のポートフォリオを運用していました。1992年に投資業界でのキャリアをスタートしました。



RBC BlueBay  
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（Royal Bank of Canada（RBC））の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management（U.S.） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc.（RBC GAM Inc.）、RBC Global Asset Management（UK） Limited（RBC GAM – UK）、RBC Global Asset Management（Asia） Limited（RBC GAM – Asia）、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、英国金融行動監視機構（FCA）によって認可および規制されています。

® /™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

| (年率、税抜き)   | 債券戦略     |             |          |          | 株式戦略  |
|------------|----------|-------------|----------|----------|-------|
|            | ベンチマーク戦略 | トータル・リターン戦略 | 絶対リターン戦略 | プライベート戦略 |       |
| 運用管理報酬（上限） | 0.70%    | 1.30%       | 1.30%    | 1.55%    | 1.00% |
| 成功報酬（上限）   | -        | 20.00%      | 20.00%   | 20.00%   | -     |

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上