



Asset Management

China Insights 中国市場を見る眼～現地からの報告

HSBCアセットマネジメント株式会社

2022年5月26日

A株とH株の値動き-共通する傾向

- ◆ 2つの証券が共和分*している場合、その価格系列は長期的に安定したパターンを示す。投資家は、この長期的なパターンからの逸脱を収益化する投資戦略を立てることが可能だ。*共和分について詳細は後述参照。
- ◆ 中国本土と香港に二重上場している中国企業のA株とH株は、共和分検定の良いサンプルになると思われる。
- ◆ 検証した25のA-H株ペアのうち、9つのペアが共和分の証左を示している。なお、金融セクターのA-H株ペアでは共和分の可能性が高い模様である。

概して、2つの証券の値動きが長期的に安定したパターンを示している場合、その証券は共和分していると考えられる。投資家は、この長期的なパターンからの逸脱を収益化する投資戦略を立てることが可能だ。一般的に、本質的に類似した証券間で共和分が見られる傾向がある。こうしたことから、中国本土と香港に二重上場している中国企業のA株とH株において、共和分の株式ペアを見出すことは意義あることと思われる。

共和分とは何か、なぜそれが重要なのか？

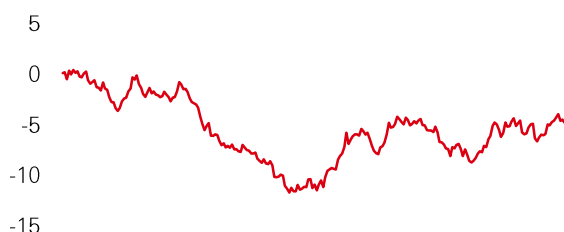
- ◆ 単純なロング・ショート戦略では、投資家は価格系列が長期的に安定したパターンを示す、十分に類似している証券のペアを選択する。このパターンから大きく外れる場合は、一方の証券が他方に対して過大評価されている可能性がある。その際、かい離の解消に投資機会があると判断し、割高とされる証券を売建てし、割安とされる証券を買建てする。
- ◆ しかし、2つの価格系列が長期的に安定したパターンを示しているか否かについて、どのように判断すればよいのだろうか？そこで役に立つのが「共和分」と呼ばれる統計的な性質である。

- ◆ 共和分という概念は、金融・経済学の文献において非常に重要なものの1つである。
- ◆ 少々、堅苦しい専門用語を使用して説明すると、2つの価格系列の線形結合が存在し、それが定常時系列プロセスを生成する場合、2つの価格系列は共和分となる。
- ◆ より簡潔に言うと、証券Aをx単位で買建てし、証券Bをy単位で売建てした場合、組み合わせたポートフォリオの価格系列が、統計的モデルないし予測に沿う安定した長期パターンを示す総計xおよびyが存在する。
- ◆ 図表1aおよびbは、定常過程（長期的に安定したパターンを持つプロセス）と非定常過程（安定しないパターンを持つプロセス）の違いを示したものである。

図表1a：定常時系列プロセス



図表1b：非定常時系列プロセス



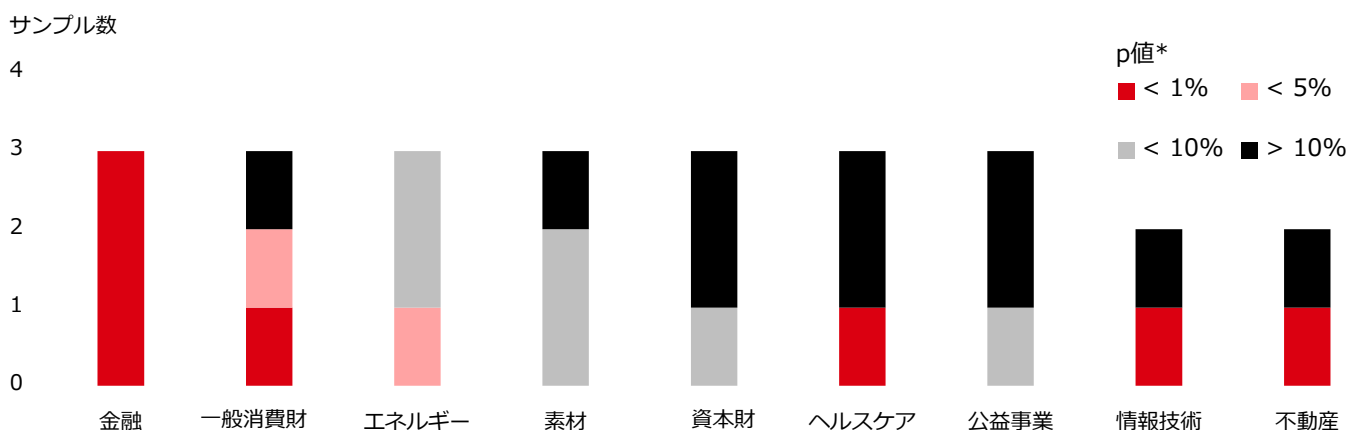
※イメージ図

出所：HSBCアセットマネジメント

A-H株ペアの共和分検定

- ◆ A-H株のペアが共和分であるか否かを調べるには、標準的な統計手続きを用いることが可能である。この目的のために使用される最も一般的な検定の1つが、いわゆるヨハンセン検定である。
- ◆ 今回、この検定を各セクターの時価総額の上位2つまたは3つのA-H株のペアに適用した。こうした企業を選択する理由は、時価総額が大きいほど知名度が高く、国境を越えた取引量が多いこともあり、ペア銘柄の間に共通の価格傾向が存在する可能性が高くなるためである。
- ◆ 結果は下表の通りである。結果を解釈するためには、今回示された統計学の専門用語である「p値」が、検証された仮説（A-H株ペアに共和分が存在するという仮説）の証拠の強さを示すことを認識する必要がある。
- ◆ 統計学の観点から、今回、ヨハンセン検定で得られたp値が低ければ低いほど、共和分の存在を強く示唆するものと解釈される。なお、統計的な慣例に基づき、p値が5%の「しきい値」よりも低い場合、検定される現象が存在すると認識したい。

図表2：セクター別のA-H株ペアの検定結果～ p値が低いほど、A株とH株の値動きが共通する傾向が強いことを示す



*これらのp値は、ヨハンセン検定によるものである。p値が低いほど、共和分のエビデンスが強いことを示す。

出所：HSBCアセットマネジメント、ヤフーファイナンスのデータ、2022年5月現在

結果の解釈について

- ◆ 今回テストした25のA-H株ペアのうち、ヨハンセン検定によれば、9つのペアが共和分のエビデンスを示している。
- ◆ この9社は、1社を除いてすべて有名企業であり、知名度が共和分の予測因子であるという当社の理論を裏付けている。特に二重上場している中国の金融機関は、中国で最も有名な企業であるだけでなく、国境を越えた取引量が多いので、共和分傾向が強くなるのは驚くべきことではない。
- ◆ 二重上場の大型株の一部で共和分の存在が確認されたとはいえ、この性質を収益化する投資戦略の策定は決して簡単なことではない。市場の制約により、この投資機会を生かせない可能性があることには留意が必要である。
- ◆ 一例として、空売り規制にともない、リターンが生じるように見受けられるロング・ショートポジションの実行が困難な場合がある。いずれにせよ、共和分に基づく戦略が真に有効であると合理的に確信するためには、厳密かつ徹底的なバックテストが必要であり、また、ここにアクティブ運用の付加価値が提供されると考えられる。



留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、HSBCアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

HSBCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）