

香港金融市場の将来像

— 現状評価と1997年問題 —

はじめに

アジアの重要な国際金融センターの一つである香港市場は、近年、成長著しい中国・華南地方への貿易・投資の中継基地としても重要な役割を果たしつつある。また、香港は5年後の1997年に中国へ返還されるため、香港金融市場がその先21世紀にかけてどのように機能し、どのような役割を担っていくことになるのかが注目されている。本稿は、そうした問題意識を念頭に置いて、香港金融市場の現状を評価するとともに、同市場の抱える課題・問題点を指摘したうえで、とりあえずの将来像を展望しようとするものである（なお、本稿は日ごろアジア経済を調査している3名が私見として考え方をとりまとめたものである）。

1. 香港金融市場の現状

香港金融市場は、周辺アジア諸国に対するオフショア・バンキングセンターとして、また為替、資金に係るインターバンク取引、香港経由の物流に関する貿易金融の拠点として重要な機能を果たしているが、特徴的な機能としては次の3点を指摘可能である。

（1）国際協調融資の組成センター

香港は、アジアで最大の国際協調融資組成センターであり、とくにNIEs、ASEAN諸国向けシンジケートローンについては、その約8割が香港で組成されている。

こうしたシンジケートローンの融資先を国別にみると、このところ香港、タイ、マレー

シア向けが急増している一方、韓国向けがやや減少傾向にある。また、従来は圧倒的にウエイトが高かったソブリンローンが減少傾向をたどっている反面、民間部門向けローンが88年以降急増しており、現在では同部門向けローンのシェアが全体の約7割近くまで上昇している。これは、NIEs、ASEAN諸国の経済発展に伴い、これらの諸国の民間セクターが成長し、海外からのオフショアローンによる資金調達が可能になってきたことによるところが大きい。

（2）中国への投融資の窓口

中国向け直接投資については、全体の約6割が香港経由となっており、中国向け融資については、正確な統計は把握されていないものの、全体の約6～7割が香港経由と推定されている。

（3）華僑マネー等の運用センター

マレーシア、インドネシア等アジア地域の華僑は、資金の効率的・体系的運用に加え、国内の為替管理法等諸規制および税金等を回避する目的もあって、香港に設立した現法に貿易、投資等による利益をいったんプールしたうえで、海外に再投資している事例が多く、香港の現法は、いわば華僑財閥のアジア地域本部（Regional Headquarter）の役割を果たしている。

なお、証券市場については、香港政庁が、株式市場の近代化および債券市場の育成に努

めているものの、両市場とも、引続き市場の整備が重要な課題となっている。こうした背景としては、①同族経営の多い華僑財閥グループが財務内容の公開を要する証券市場経由の資金調達に極めて消極的であること、②85年度以降の黒字財政の下で、国債発行の必要性が乏しかったため、香港政庁としても国内の証券市場整備を促す強い動機を欠いていたこと、が指摘されている。

もっとも、債券市場については、今後新空港建設を含む香港市場最大のインフラプロジェクトに関連して大口の資金調達が見込まれる（注1）ことから、香港政庁ではこのところ、債券の発行・流通市場の整備（注2）に注力しはじめている。

なお、日系金融機関の進出拠点数をみると、証券会社については、ロンドン、ニューヨークを上回り、数としては最大の進出地となっているほか、銀行についてもニューヨークに次ぐ拠点が設立されている（注3）。

2. 香港金融市場発展の背景と最近の環境変化

香港金融市場が発展した背景としては次の諸点が指摘できる。もっとも、このところ若干の環境変化が生じていることにも留意しておく必要がある。

（1）自由放任の行政スタンス

香港政庁は、Positive Non-interventionism（積極的な行政不介入主義）と呼ばれる自由放任の行政スタンスを採用してきたため、香港は世界で最も自由な市場となっている。これを金融取引につきやや具体的にみると、①国内取引とオフショア取引との区別のない内外一体型市場、②預金者保護と金融機関経営の健全性維持に限定した最低限の規制（営業時間制限等の競争制限的規制がないこと）、③非常に簡便な当局への報告義務、を特徴としている。

もっとも、香港の金融当局では、金融機関経営の健全性を一段と高めるとの観点からこのところ諸規制を強化（注4）してきている。

（注1）91年11月には上記ファンディングのために2年物政庁債を発行。

（注2）具体的には、①90年3月以降、短期政府証券（Exchange Fund Bill）の発行を開始、その後順次発行期間の多様化を図っている（当初は91日物、その後順次182日物、364日物を発行）ほか、②当初は香港ドル為替市場（米ドルとのペッグ制）の攪乱要因になるとして消極的だった国際機関の香港ドル建て債の発行を認める（89年5月以降3回、世銀が香港ドル建ての世銀債を発行）等の措置を打出している。

（注3） 邦銀の国別海外進出状況〈1991年7月現在〉

（単位 行）

	支 店	駐在員事務所	合 計
①ニューヨーク	48	21	69
②香 港	29	31	60
③ロンドン	23	19	42
④シンガポール	20	3	23

日系証券の国別海外進出状況〈1991年7月現在〉

（単位 社）

	現 法	駐在員事務所	合 計
①香 港	35	2	37
②ロンドン	32	1	33
③ニューヨーク	15	8	23
④シンガポール	8	7	15

（注4）香港政庁は、88年に独自方式の自己資本比率規制（Capital Adequacy Ratio）を導入。89年末にはこれをBIS方式の自己資本比率規制に鞘寄せしたほか（最低8%プラス Warning Ratioとして1%を上乗せ）、90年7月からは外国為替のポジション規制を導入。

一方、他のアジア諸国の多く（タイ、インドネシア等）がここ数年来、国内の金融・資本市場の自由化をかなり積極的に推進しているため、香港の自由市場としての優位性は相対的に後退を余儀なくされている。

（２）地理的環境

香港は地理的にみて東南アジアの中心に位置し、かつ中国がヒンターランドとして控えているほか、金融市場としても、東京市場とロンドン市場とを結ぶ中継点として機能している。

（３）英国の植民地統治の下での

政治・司法・行政面の安定性

これまでは、英国の統治の下で、政治的安定に加えて、国際的通用性の高い英国法をベースにした法律体系、それに担保された司法上の安定性、および行政の効率性、信頼性が享受されてきた点が、金融センターとして発展してきた背景として指摘可能である。

もっとも、香港が中国に返還される97年以降どの程度こうした政治的安定が確保されるかについては、見方が分かれているようにうかがわれる。

（４）英語の通用性

香港では、英語が公用語の一つとして通用することも重要なポイントと思われる。もっとも、香港が97年に中国へ返還されることで合意された84年の中英合意以降、香港では英語の通用性が徐々に低下しているほか、97年

に公用語が「英語および中国語」から「中国語および英語」に変更される（香港特別行政区基本法第9条）ことには留意しておく必要があるだろう。

（５）整備されたインフラ

効率的かつ安価な社会的インフラストラクチャーが提供されており、とくに交通、通信システムは先進国並みの水準に達している。また、ソフト・インフラ面では、国際的に通用する弁護士、会計士等専門家が豊富であることも大きなメリットである。

もっとも、97年の中国への返還を控え、弁護士、会計士等の専門家の間で海外への移民熱が高まっており、こうしたインフラを97年以降も香港が維持できるか否かが香港の将来を占ううえで極めて重要なポイントとなっている。ただし、最近では欧米諸国の景気停滞から良い就労機会を得られず外国パスポート取得後、香港に戻ってくる例もかなり見られている。

（６）低税率、低コスト

法人税率が16.5%、個人所得税率が15.0%と税率が極めて低いこと（注5）や人件費、物件費が先進国に比べてこれまで相対的に低水準であった点もメリットとして指摘できる。

しかし、最近では、現地従業員の給料、オフィス・駐在員宅の賃借料とも急上昇しており、とくにオフィスの賃借料についてみると、セントラル地区の一流ビルの賃借料は、大阪、名古屋等を上回る高水準となっている。

（注5）ただし、進出企業の本国が香港拠点を合算課税の対象としている場合には、低税率のメリットを享受できないこと（日本の金融機関はこのケースに該当）もある。

3. 97年問題と香港金融市場

(1) 「香港基本法」と97年問題の所在

ここで、国際金融センターとしての香港の機能が97年以降どの程度確保されるかを、香港基本法に照らして検討してみよう。

97年以降の香港の政治、経済体制等の枠組みを定める、いわば小憲法として、「香港基本法」（正式には「中華人民共和国香港特別行政区基本法」）が91年4月に中国全国人民代表大会（全人代）で採択された。同法は、84年12月の中英合意の内容を再確認したものであるが、①政治的には、「港人治港」（香港人による香港統治）の精神にそって、香港特別行政区に対して、外交、国防を除く高度の自治権を付与するほか、②経済的には、「一国二制度」の方針に基づき、「香港は社会主義の制度、政策を実施せず、既存の資本主義制度と生活様式を維持し、50年間変更しない」（総則第5条）ことを定めている。

同法が定める経済面の枠組みについてやや詳細にみると、次のとおり、国際金融センターとしての香港の現在の位置付けが少なくとも大枠としては維持されるかたちとなっている。

- ・「特別行政区政府は個人の私的所有権を保護」（105条）
- ・「特別行政区の財政は独立を保持（財政余剰金の中央人民政府への上納は一切行わない）」（106条）
- ・「特別行政区政府は香港の国際金融センターとしての地位を維持するための適切な経済的・法的な環境を提供」（107条）
- ・「特別行政区政府は金融機関経営、金融市場運営の自由を保証」（110条）
- ・「香港ドルは法定通貨としての地位を維持。

特別行政区政府は香港ドルの発行を指定銀行に授権できるが、その際は100%の準備金積立が必要」（111条）

- ・「為替管理は一切行わず、香港ドルの兌換性を維持する」（112条）
- ・「特別行政区政府が現在の為替基金を引継ぎ、香港ドル相場安定の目的で運用」（112条）

しかし、同法はあくまでも97年以降の香港の政治、経済体制の大枠を定めたものであり、細部の条項の具体的運用については、97年以降の中国政府の方針いかんによるところが少なくないとの見方が多いのも事実である。こうした先行きへの不透明感は、89年6月の天安門事件を契機として香港の人々の間に97年の返還に対する強い懸念を生み出した。すなわち、これまで英国政府による統治の下で、他に類例をみないほど広範に享受されてきた経済活動の自由が、香港基本法の精神に反して将来脅かされはしないかという不安感である。こうした不安心理は、以下に述べるような香港住民の行動に結びついており、またそれがいわゆる「香港のリスク」、「97年問題」として注目されているところである。

(2) 97年問題に伴い懸念される点

97年問題との関連で、香港金融市場の将来を展望するに際し、現在具体的に問題となっている点を整理すると次のとおりである。

イ. 金融関係者の移民の増加

89年の天安門事件以降、香港からの移民受入枠を拡大している国（米国、カナダ、豪州、ニュージーランド）や、この機に

香港からの移民を引付けようとしている国（シンガポール）等への海外移民が増加している。

こうした海外移民のかなりの部分はいわゆるホワイトカラー層であり、銀行の中間管理職や為替ディーラー、弁護士、会計士等の専門職については、今後もかなりの数が海外へ移民する可能性が指摘されている。

もっとも、外国パスポートを取得後、移住先の景気不振等もあって再び香港に戻ってくる例もかなりの数に上っていることなどから、このところ移民数の増加テンポはひとところに比べ頭打ちの傾向を示している。こうした中で、香港政庁はこのような Brain Drain（「頭脳流出」）問題に対する配慮に加え、最近の労働需給の逼迫もあって、外国人労働者の流入制限を緩和する等の対策を打出している。

ロ. 香港企業の海外への本部移転

また、香港住民の海外移民の増加と歩調を合わせて、香港企業で本部を海外（主としてバーミューダやケイマン諸島等の Tax Haven）に移転する動きもみられており、香港証券市場に上場している企業（合計357社<91年末>）のうち、こうしたかたちで Domicile を変更した企業は、88年の2社から、89年には天安門事件の影響もあって37社に急増した。もっとも、その後は90年が25社、91年は13社へと鎮静化してきているほか、こうした

香港企業の海外移転は、その多くが海外への登記移転にとどまり、むしろ香港住民と同様に外国籍という一種の「保険」を取得した格好になっているため、香港における企業活動に対するマイナス効果は表面化していない。

4. 香港金融市場の将来展望

香港金融市場は、これまでみてきたように、80年代は中国の経済開放政策もあって順調に発展してきたが、89年の天安門事件をきっかけに前述の97年問題が表面化したほか、中国の急激な金融引締め政策の影響を受けた香港経済の停滞もあって、一時は、その将来展望についてかなりの悲観論が台頭した。もっとも、その後は、中国経済の持直し、改革・開放路線の継続に加え、懸案となっていた香港の新空港プロジェクトに対する英中合意の成立（91年7月）（注6）などもあって、次第に将来に対するコンフィデンスが回復されてきているようにうかがわれる。こうした状況を踏まえ、香港金融市場の将来展望につき、私見も含めやや大胆に予測すると、香港は「アジアの金融センター」としてよりも、今後むしろ「中国（とくに華南経済圏）の金融センター」としての色彩が相対的に強まっていくものと考えられる。

すなわち、為替ディーリング等トレジャリービジネスについては、従来から、シンガポール市場がコスト等の面で比較優位を維持してきたほか、いわゆる投機的な部分については、

（注6）同プロジェクトは、総額1,270億香港ドルを投じており、香港が中国に返還される97年をまたいで2006年までの間に新空港および関連の交通インフラ等を整備する巨大プロジェクト。所要資金が巨額であることなどから、当初中国側が難色を示していただけに、香港の国際都市としてのインフラがどのように整備されるのかという観点に加えて、香港基本法の枠組み内における香港の政治的な独自性を占う試金石としても、その交渉の成否が注目を集めていた。

バブル崩壊後の世界的な投機リスクに対する認識の強まりやB I S規制の影響等が顕現化する中で、このところ調整期を迎えていることは否定し難いように見受けられる。しかしながら、香港経由の貿易・対中投資を背景とする実需に結びついたビジネスについては、今後とも増加が見込まれるところであり、むしろ香港市場の優位性につながっていくものと考えられる。

また、オフショアビジネスについては、ソブリンローン^①は、アジア各国の経済発展に伴い期限前返済が相次ぐなど、このところ減少傾向にある。これまでアジア地域の高成長に伴い高い伸びをみせてきた民間部門向けローンについても、プロジェクトファイナンス等調達金額が大きくアジア各国の国内マーケットで調達不可能な案件は今後もある程度の伸びが期待できるものの、やや長い目で見れば、①アジア各国で国内の金融・資本市場の規制緩和が進展し、一般に国内市場で調達される割合が増加していくと見込まれるほか、②優良企業については、ユーロ、 Yankee等国際的な証券市場経由の調達が可能な先が増えていくことが予想されている。

一方、中国との関係に目を転じると、80年代入り後、労賃の上昇に悩む香港内の工場が中国国内への生産拠点移転を積極化したことに加え、80年代半ば以降はプラザ合意後の為替円高化を背景とした日系企業の中国進出も

相次ぎ、香港を中核として広東省に広がりを見せる一大経済圏（人口6,600万人）が形成されてきており（注7）、こうした華南経済圏における流通、財務、マーケティングセンターとして香港の重要性が高まっている点に注目する必要がある。とくに、金融面については、香港は、華南経済圏への貿易ファイナンス（原材料輸入および製品輸出）、同経済圏向けの投資仲介、あるいはこうした貿易・直接投資といった実需を軸とする外国為替取引等のセンターとして、今後その重要性は一段と高まっていく可能性が高いと思われる（注8）。

さらに今後、中国が現在の改革・開放政策を引続き推進していく過程で生じる資金需要についても、香港がそのファイナンスセンターとして機能していく公算はかなり大きいと考えられる。もちろん、中国でも上海などを将来の金融センターとして育成する方向を打出してはいるものの、既に香港に蓄積されている有形無形の金融インフラの厚みを凌駕する新センターが短期間のうちに出現することは現実的には考え難い。したがって、中国と海外との金融面でのインターフェースとして香港が今後ますますその重みを増してくることは十分に考えられよう。

もっとも、香港が国際的な金融センターあるいは中国に対するリージョナルな金融センターのいずれのかたちで発展するにして

（注7）現在、広東省に展開する香港系企業は11千社、委託加工工場は50千社に上っており、広東省の香港系工場で働く中国人労働者は200万人に上っている（なお、香港内で製造業に従事している労働者はわずか80万人）。また、香港の対中貿易のうち輸出の約6割が中国国内での委託加工製造業用の原材料、輸入の約6割が中国国内で生産された委託加工製品となっている。

（注8）こうした香港を中核とする経済圏の成長に伴い、広東省では香港ドルの通用性が著しい高まりをみせており、とくに、経済特区である深圳では、香港ドルの通用性が人民元の通用性を上回っているといわれている。

も、97年問題以外に解決しておくべき課題も少なくない。

すなわち、香港の経済力の拡大に伴い役割が増大していく香港ドルの信用力を維持していくためには、市場調節能力の向上や金融システムの安定性の確保などの面で中央銀行機能の整備が不可欠であろう。香港政庁では現在、空港プロジェクトの資金調達のための債券市場の育成と歩調を合わせ、為替基金（注9）における資金需給調節機能の充実を指向しており、今後の成果が注目されるところである。また、昨年（91年）のBCCI事件の際に金融機関の信用維持の問題が表面化

し、預金保険機構の創設が論議されてきたが、今後も市場節度を生かしつつ金融システムの安定性を確保するための施策を体系的に検討していく必要があるだろう。

いずれにせよ、香港は97年の中国への返還に向けさまざまな不安をかかえつつも、今後も発展への途を模索していくことになるだろうが、香港基本法が精神が現実にも確保されることを前提とすれば、これまでに築き上げてきた金融センターとしての地位・インフラを活用することにより、発展するアジア経済の一つの核として引続き重要な役割を果たしていくものと考えられる。

香港事務所 〈現経営管理局〉	山澤光太郎
香港事務所	和田 芳明
国際局	鉢村 健

（注9）香港ドル発行の裏付け資産である外貨の管理を行う一方、政庁資産の管理、運用を担当。マーケットに対しては、香港ドル相場安定のための介入等のオペレーションを行っている。

(参考)

香 港 の 主 要 経 済 指 標

1. GDP (1989年)	636億米ドル (中国<GNP>4,225億米ドル)
2. 一人当りGDP (89年)	11,046米ドル (中国<GNP>376米ドル)
3. 輸 出 額 (90年)	822億米ドル(*) (中国665億米ドル)
4. オフショア市場 (90年)	5,430億米ドル(**) (シンガポール市場 3,900億米ドル) (東 京 市 場 5,360億米ドル)
5. 一日当りの外為市場取引高 (***) (89年4月)	490億米ドル/日 (シンガポール市場 550億米ドル/日) (東 京 市 場 1,150億米ドル/日)

(注) (*) 地場輸出、再輸出合計。

(**) 金融機関の外貨建て資産をオフショアとみなしたものの。

(***) ネットベース。