

香港金融の歴史と現在

蕭 文 嫻

香港の歴史はユニークである。都市として形成されてから、香港は常にいくつかの世界の交差点であり、常に中国の対外経済の戦略的な拠点であり、海外中国人社会の重要な経済センターである。1842年の南京条約によりイギリスの植民地となった香港は、1941年～45年の日本占領期を除いて、1997年の中国返還に至るまでずっとイギリスの支配を受け続けた。中国返還後、香港は中国の特別行政区となり、「一国二制度」の政策の下で高度な自治権を享受し、返還前の制度の大部分、例えば法制度や通貨金融システムがそのまま引き継がれることが一応保障されている。

香港は陸地面積にして東京都の約半分であり、たった1,104平方キロメートルに過ぎない小さな都市である。だが、国際金融分野において香港は重要な位置を占めている。2015年、香港は貿易高において世界の八位であった。また、約3700の国際企業が香港に地域本社および地域事務所を設置している。さらに、2015年の香港の銀行の対外資産は世界の七位、同年の株式市場での新規公開株高は世界の一位を記録した。国際決済銀行による3各国の外国為替取引高の調査では2013年において香港が世界の五位にランクされた。このように、中国に返還された後も、香港は依然として競争力を持つ「グローバル的な」金融センターでありつづけたことがわかる。

このような香港の銀行・金融システムがどのような歴史的な発展過程をたどったのかが本稿の課題である。ここでは特に「中国的」および「政府のガバナンス」という二つの要素に注目しながら分析を行なう。なお「中国的」とは、海外・香港・大陸の中国人のことだけでなく、中国国家のことも指している。

一 香港経済発展の概観

第二次世界大戦後の香港経済を牽引したのは急速な工業化である。戦前の香港は、中国華南地域の主な貿易港と金融センターであり、中国の対外経済関係を取り結ぶ役割を持っていた。だが、中国の社会主義化が進展するなかで、中国対外貿易の大幅な減少が香港の中継貿易業の衰退をもたらした。他方、中国の政治混乱を背景に、1946年～1960年代初頭の間には中国大陸から香港への移住者が急増し、同期間の香港人口は100万人から300万人へと押し上げられた。移住者のなかには中国での製造業や、商業、金融業等の経営者たちもいた。世界分業の再編という新しい環境の下で、こうした経営者たちが持つ資金、生産設備および企業経営のノウハウに加え、人口増による安い労働力の供給拡大は、香港の軽工業発展を促した。1950年代以降の香港では輸出主導の工業化が進み、1981年に至ると、製

造業が国内総生産高の四分の一近く、全雇用者の四割以上を占めるようになった。1970年代初頭に至ると、香港はアジアの新興工業国のひとつとして世界から注目を浴びるようになった。

だが、1970年代末の中国の改革開放政策導入により、多くの工場が中国に移転することになり、香港は脱工業化のプロセスを経験した。それはそもそも香港の製造業者のほとんどが中小企業であり、相対的に非熟練の労働者によって支えられてきたが、賃金や土地価格の上昇により、1980年代には次第に競争力を失いつつあったからである。1980年から2000年の間に、製造業が国内総生産に占める割合は20%あまりから5%へ、全雇用者に占める割合は4割近くから1割へと大きく減少した¹⁾。

1980年代以降、香港は中国との分業関係が再構築され、中国が製造分野を担うのに対して香港は金融や物流などの分野に特化し、中国の対外経済関係の玄関口としての役割を果たすようになった。中国向けの外国投資の多くは香港を通じて行われ、また中国が海外投資を始めた2000年代以降においてもその大部分は香港経由で行われる。中国と比べて金融システムの規制が少なく、発展の度合いが高い香港は中国経済との間の相互依存が次第に高まる。

二 香港の通貨システムと中央銀行機能

(1) 通貨システムの変容

1935年の中国の管理通貨制導入を契機に、香港ドルは英ポンドとリンクするようになった。これは当時の多くの英植民地が採用していた通貨体制と類似したものであったが、唯一の違いは、香港政府は紙幣を直接に発行せず、政府に認可を受けた三つの英系銀行に対して発券権を授与したことである。日本の香港占領期において香港ドルは英ポンドとの固定相場関係が切断されたが、1945年9月以降、香港は英ポンド地区 Sterling Area の一員となり、英ポンド本位制を再び採用するようになった。

貿易など經常収支に関わる為替取引の許可制は1959年以降廃止され、香港為替市場は以前より自由度が高くなった。だが、ブレトンウッズ体制が動揺し始めた1960年代後半に、英ポンドの切り下げが数回にわたって行われ、香港ドルの価値を安定的に維持することが次第に難しくなった。1967年11月、香港政庁は香港ドルの英ポンドとの固定相場制を見直し、香港ドルの対英ポンド相場の切り上げを決定した。英ポンド危機が起きた最中の1968年7月、香港はイギリスとの間で第一次ポンド協定を締結した。外貨準備の99%を英ポンドとして保有した香港に対して、英政府はそのポンド残高の90%を三年間で一定のポンド・米ドル相場で保証した。1971年8月、同協定が見直された。1972年6月になると、英ポンドが自由相場制の採用を受け、香港は英ポンドに代わって米ドルとの間の固定相場制への移行に踏み切った。だが、米ドルの金兌換廃止など価値が不安定となったことを背景に、香

1) 香港の工業発展については Stephen Chiu and Tai-Lok Lui, *Hong Kong: Becoming a Chinese global city*, Routledge, 2009, pp. 26-55。

港ドルは変動相場制に変更され、外国為替の自由売買が可能となった²⁾。

1960年代および70年代において、香港に提供していた食料品や水などは中国にとって重要な外貨源となり、中国政府によって設定された為替レートで香港に進出している中国系資本の中国銀行を通じて決済されることとなっていた。香港への輸出によって獲得される外貨収入の大部分は外国からの輸入、例えば日本からの鉄鋼輸入に使われた。1970年代末、香港ドル安米ドル高により、香港は深刻なインフレに見舞われた。香港ドル安を望まない中国は、政治力を利用して香港の為替政策に大きな影響を与えていたと言われている³⁾。

1980年代初頭にイギリスと中国との間の香港返還をめぐる交渉が始まってから香港の為替相場はきわめて不安定な状況が続いた。そのため、香港政庁は1982年10月にカレンシー・ボードを設置することを選択し、香港ドルを米ドルにペッグすることにした。それから現在に至るまでの間、香港ドルはずっと1米ドル=7.80香港ドルの為替レートを維持した。ただし、こうした為替レートの安定性はカレンシー・ボードによる自動調整メカニズムではなく、政府の為替市場への介入の結果であると言える⁴⁾。

(2) 香港の中央銀行機能—香港上海銀行の時代

厳密にいうと、香港には中央銀行が存在しない。1950年代から60年代にかけてイギリス大蔵省やイングランド銀行は香港政庁に対して何回かにわたって中央銀行設立を提案したが、香港政庁はそれにほとんど関心を持たなかった。実際当時英系資本の香港上海銀行は準中央銀行としてその役割を果たしていた。1865年に設立された香港上海銀行は、設立当初から香港政庁と密接な関係をもっていた。

戦後における同行の「中央銀行」としての活動は主に五つある。まず、同行は香港の主な発券銀行である。19世紀に開業してから同行は一貫して政府に紙幣発行権を授与されてきた。1994年、中国銀行が発券銀行に加わることにより、発券銀行は香港上海銀行、チャータード銀行および中国銀行の三つとなった。次に、同行は香港政庁の主な取引銀行であった。香港政府の外貨準備と国庫管理・現金出納をそれぞれ担う行政機関である外貨準備基金局および庫務処〔国庫事務管理局〕の主な取引銀行であった。第三に、金融危機が起きた際、同行はつねに香港政府に委ねられ、問題ある銀行に対して流動資金を提供したり、銀行システムに資金を注入したりして、「最後の貸し手」としての役割を果たした。第四に、同行は1981年に成立した香港銀行公会によって管理される銀行間相互決済の手形交換所の管理銀行になった。それに伴い、手形交換所の会員銀行はすべて香港上海銀行に口座を持つようになった。最後に、同行は香港政府の金融顧問として金融政策の立案に参加し

2) Catherine R. Schenk, 'Banking and Exchange Rate Relations between Hong Kong and Mainland China in Historical Perspective: 1965-75' in Catherine R. Schenk ed., *Hong Kong SAR's Monetary and Exchange Rate Challenges: Historical Perspectives*, Palgrave Macmillan, 2009, pp. 63-4.

3) *Ibid.*, pp. 61-68.

4) Tony Latter, 'Rules Versus Discretion in Managing the Hong Kong Dollar, 1983-2007', in Catherine R. Schenk ed., *ibid.*, pp. 95-124.

ていた。

1990年に同行は大きな組織再編を行ない、ロンドンにある同行の子会社を持株会社に昇格すると同時に、香港に会社登録している同行を新設された持株会社の子会社にした。同行の説明では、こうした経営の再編が行なわれた理由として、香港の中国返還による政治的な変動への対応および同行の国際化戦略の一環であるという二点があげられている⁵⁾。これまで香港上海銀行によって担われた「中央銀行」機能は次第に香港政府の金融管理機構によって行なわれるようになり、香港金融システムは1990年前後に大きく転換したと言える。

(3) 香港の中央銀行機能—香港金融管理局の時代

従来のカレンシー・ボード制は現金を公定相場で供給するが、銀行の手持資金に対しては交換を保証しなかった。実際、1988年に至るまで、香港の金融当局はマネーサプライに影響を与える手段を持たなかった。まず、財政黒字を計上した香港は国債を発行していなかったため、公開市場操作を行うことが困難であった。さらに、中央銀行が存在しない香港では、金融当局および市中銀行は香港上海銀行に勘定を持っていたが、市中銀行は金融当局に勘定を持たなかった。そのため、政府の外国為替市場への介入は香港上海銀行の協力が不可欠であった⁶⁾。

1988年から96年の間、香港政府は金融システムに対して大きな変革を行なった。それにより、金融政策を主に外貨準備基金局によって行なうようになった。外貨準備基金局はやがて1993年に成立した香港金融管理局の一部門となった。発券業務を除けば、香港金融管理局は多くの国にある中央銀行と類似した役割を果たすこととなった。

金融システムの改革は銀行間決済システムから着手した。まず、1988年7月にはいわゆる「会計取り決め」が導入された。それに基づいて、手形交換所の管理銀行であった香港上海銀行は外貨準備基金局に勘定を新設した。同行にある手形交換所の会員銀行からの手形清算用の預け金の合計額は外貨準備基金局の勘定に預けなければならないこととなった。これにより、外貨準備基金局が香港上海銀行に代わって、銀行システムの流動資金高をコントロールし、為替介入を行なえるようになった。

さらに、通貨供給高の調節手段を増やすために、1990年3月に外貨準備基金局は電子式の外貨基金局手形や外貨基金局債を発行し、オークションを通じて銀行法令の認可機関に対して売却を行うようになった。これは多くの国の国債に類似するものであるが、唯一異なっているのは発行目的が財政赤字を補填するためではなく、金融政策を推進するためであることであった。外貨準備基金局は、手形を発行すると同時に、手形取引を効率的に行うように、同手形の集中清算システム Central Moneymarkets Unit を導入した。1993年末になると、同清算システムの対象はすべての香港ドル建て債務証券に広げられた。1996年

5) 馮邦彦『香港金融業百年』香港，三聯書店，2002年，284-88頁。

6) Tony Latter, *op.cit.*, p. 100.

末の金融管理局によるリアル・タイム総清算システムの立ち上げにより、銀行間の決済システムは再び大きく変容し、ここにきて香港上海銀行の手形交換所の管理銀行としての使命が完全に終了することとなった。

また、1992年6月の流動性調節機関 Liquidity Adjustment Facility の立ち上げにより、外貨準備基金局は民間銀行に対して直接に流動資金を供給できるようになった。これは多くの中央銀行によって行なわれる手形割引オペに当るものである。有抵当の場合、資金を借り入れたい民間銀行は外貨準備基金局に適格の債券を抵当として差し入れ、翌日物の期間の貸付を受ける。一般的に同貸付の利率は米国の金利を参考にしながら銀行間取引金利を上回るように設定していた。これが貸付金利の重要な指標となる。これにより、資金需要が緊迫した際、香港外貨基金局が最後の貸し手としての機能を持つこととなる⁷⁾。

(4) アジア金融危機⁸⁾

中国へ返還された直後の1997年8月に、いわゆるアジア通貨危機が発生し、香港の通貨システムは大きな試練に直面した。返還直前の時期において、多くの外国資本の流入を契機に、香港の不動産・株式市場がバブル的な様相を呈していた。金融危機は1997年10月、1998年1月、6月と8月に断続的に起き、特に97年10月と98年8月に起きた危機の衝撃が強かったのである。1997年10月21日に投資家たちは香港ドルの先物を売り出し、香港ドルの対米相場がニューヨークやロンドンで急速に低落し、公定相場である1米ドル=7.8香港ドルを大幅に下回り、時によっては1米ドル=8.5香港ドルまで下がることもあった。金融管理局は投機活動を手助けする一部の銀行に対して懲罰的な高金利を徴収することにした。それにより、銀行間市場の金利も大きく上昇し、多くの銀行が米ドルを売って香港ドルを買うように転じた。香港政庁の政策は、香港ドル安の状況を食い止め、ペッグ体制を維持した。その後、金融界などの金利引き上げ政策への批判に対応するため、政府が市場介入に一定のルールを設け、銀行間市場の流動資金の状況に関する情報提供などを行うようになった。

1998年8月、香港ドルはふたたび投機家から猛烈に攻撃された。今回は以前と違って、ヘッジファンドだけでなく、投資銀行も攻撃の陣営に入った。こうした金融機関はデリバティブという新しい金融商品を駆使し、株価が下落するように攻勢をかけた。香港金融管理局はこれまでの株式市場への不介入方針を変え、多くの資金を動員して株式を購入した。十日間近くの資金注入により、株価は10%あまりの上昇を見せ、投機活動を食い止めるのに効果が出た。しかし、それだけでは不十分である。金融市場の動揺をもたらしたデリバティブ商品の問題点にどのように対処すべきかという新しい課題が政府に突きつけられた。1998年9月、香港政府は貨幣市場を安定化するためには、金利が市場の変化に対応して柔軟に変動できるように制度的な修正が必要であると考え、これまで利用してきた流動

7) Tony Latter, *ibid.*, pp.106-14, 馮邦彦, 前掲書, 306-8頁。

8) 馮邦彦, 前掲書, 312-20頁, 328-37ページ

性調節機関を廃止し、新たにディスカウント窓口機関 Discount Window Facility を導入した。このように、アジア金融危機を契機に、金融当局の中央銀行機能がさらに高まったのである。ここからは政府のガバナンスの重要性がはっきりと示されたのである。

三 民間銀行の発展

(1) 銀行業に関する最初の条例

第二次大戦直後の香港には、戦前から進出していた14の外国資本の株式銀行、32の華人資本の株式銀行および約120の無限責任の銀号という三種類の銀行機関があった。そのほか、為替業務を行なう一般の商店や保険会社も金融サービスを提供していた⁹⁾。1940年代後半の中国大陸の政治経済の混乱を背景に、香港には為替投機を行なうための金融機関が急増した。これまで香港には金融機関に関する法律がなかったため、いかなる個人、いかなる会社でも銀行として登録することができた。金融システムの安定を図るため、香港政府はこれまでの市場不介入政策から転換し、銀行業務を明確に定義し、銀行の認可制をはじめ、政府による銀行に対する監督などの規定を盛り込む銀行業条例 Banking Ordinance of 1948 を1948年に施行した¹⁰⁾。同条例が導入されてから認可銀行数が持続的に減少し、1972年には1948年の約半分の74となった。

1950年代に入ると、銀行業の業務内容が大きく変化した。その背景には、香港の中継貿易業務や海外中国人の中国大陸への送金の急減、香港の製造業と不動産業の急速な発展があった。また、1954年～1972年の期間において、実質預金高および実質貸付高がそれぞれ約16倍と22倍となり、高度成長が続けられた¹¹⁾。

(2) 1960年代の銀行危機と銀行規制

銀行業の膨張と銀行間競争の拡大を背景に、1961年の華人資本の廖創興銀行の取り付けによる銀行危機が起きた。それにより、香港政府は翌年にイングランド銀行から金融の専門家であるトムキンス Tomkins を招き、香港の銀行システムの問題点を検討するように依頼した。トムキンス報告書では、香港の銀行システムの問題点として、銀行数が多すぎることで、一部の銀行が不動産および株式分野に過度に貸付・投資すること、家族経営の銀行が銀行と家族企業の業務を混合することなどが指摘された。こうした問題点に対応して、トムキンスは、銀行資本額およびその準備金の金額の規定や、個人・企業等への貸付といった銀行活動に対する規制の導入、政府の銀行への監督強化などを提案した。銀行業界との調整などにより、銀行業条例がようやく導入されたのは1966年であった。

だが、同銀行条例が効果を発揮する前に、銀行危機が再び発生した。まず、1963年にもう一つの銀行が破綻した。さらに、1965年春に華人系資本の明德銀行、広東信託銀行に続き、恒隆銀行、恒生銀行にも信用不安が起き、破たん陥りそうになった。恒生銀行は香

9) Stephen Chiu and Tai-Lok Lui,, *op.cit.*, p. 62

10) 馮邦彦, 前掲書, 67-8 頁。

11) 馮邦彦, 前掲書, 81頁。

港で銀行資産が二番目に多い銀行であるだけに、金融市場への影響が大きかった。銀行危機の原因は1961年のそれと同じだった。結局、恒生銀行は香港上海銀行の救済により破たんを免れた。1965年において、また別の4つの銀行が政府の流動性注入によって救済された。この銀行危機の結果、政府は1967年に銀行条例を改正し、銀行監督の専門官僚の権限を強化し、銀行に対する厳しい規制を導入した。また、過剰競争に対応するため、政府は銀行の新設を認めない方針を打ち出した。それはその後の銀行構造に大きな影響を及ぼすものとなった¹²⁾。

(3) 「三階層金融制」の形成及び確立

1967年の銀行条例の改正により、外国の金融機関は香港で免許を持つ銀行を買収するか、あるいは金融会社 Finance Companies、預金受入れ会社 Deposit-taking Companies を設置するかによって金融市場へ参入する以外方法がなくなった。そのため、1970年代において金融会社および預金受入れ会社が急増した。金融会社は銀行と違って、金利に関する規制が適用されなかったため、銀行より高金利で預金を集めることができた。銀行システムの安定と預金者の保護という観点から、1976年に政府は「預金受け入れ会社条例」を制定した。1970年代末において、預金受け入れ会社は銀行セクターの重要な部分となり、全銀行預金合計高の3割以上を占めるようになった。

1981年、銀行セクターは銀行、預金受入れ免許会社、預金受入れ登録会社の「三階層金融制」に再構築された。金融分野における銀行の地位を強化するために、同年に銀行同業組織が改革され、これまで一部の銀行しか加入していなかった香港外国為替銀行協会に代わってすべての銀行が加入を法的に規定される香港銀行公会が成立した。同銀行公会の主な役割は、銀行の最高預金金利を決定し、それを執行することである。同公会の意思決定を行なう執行委員会は3名の永久会員と9名の選出会員によって構成された。永久会員になったのは香港上海銀行、チャータード銀行および中国資本の中国銀行から派遣される代表であった。

こうした改革の目的の一つは外国登録銀行が経営しやすい環境を作り出すことである。まず、政府は1978年に銀行新設の一時禁止令を解除し、それにより外国で登録された銀行が香港で免許を取得できるようになった。また、香港登録銀行は法律上外国登録銀行よりも金融面で優遇されることがなくなり、オフショア市場と国内市場との区別がなくなった。そのため、外国登録銀行にとって香港金融市場への進出がしやすくなったのである。その結果、多くの外国銀行が香港で子会社ではなく、支店を開設するようになったのである¹³⁾。

1982年末になると、香港は再び金融危機に陥り、政府の金融分野における役割を拡大することが再び要請された。金投機に失敗した恒隆銀行の関連会社の破綻を契機に、香港系

12) Stephen Chiu and Tai-Lok Lui,, *op.cit.* p. 64-5, 馮邦彦, 前掲書, 83-94頁。

13) 馮邦彦, 前掲書, 190-2頁。Stephen Chiu and Tai-Lok Lui,, *ibid.*, p. 65.

資本の銀行不安が起き、香港政庁が恒隆銀行に資金注入し、破綻を免れるように救出を図った。それにもかかわらず、金融危機がさらに拡大し、いくつかの預金受け入れ会社が相次いで倒産した後、信用基盤の比較的弱い銀行は再び信用不安に陥った。政府は緊急会議を行なった後に外貨準備を動員して救済を必要とする銀行の支配権を取得した。1985年、香港に本店を置く銀行のうち、銀行資産高の規模において第3位を占めた海外信託銀行が倒産した際、政府は再び外貨準備を利用して救済を実施した。

こうした銀行危機により、香港当局の監督の在り方の問題点が再び露呈させられた。1986年、新たな銀行に関する法律である「1986年銀行業条例」が成立した。同条例は、1981年の「銀行業条例」と「預金受け入れ会社条例」を改正し、金融三階層制に含まれるすべての金融機関が銀行管理処の監督下に置かれるようになった。この新監督体制により、香港の銀行業は安定した発展を遂げ、それまでのような流動性危機の発生が見られなくなった¹⁴⁾。1986年～96年の間に、免許銀行および預金受け入れ免許会社の数が大幅に増加したのに対して預金受け入れ登録会社の会社数は減少した。それと同時に同期間の貸付高が約7倍近くに増加し、急速に拡大した香港経済に資金を供給した。貸付の利用分野を見ると、不動産関連の貸付は1990年の33%から1996年の45%余りに増大し、不動産業の動向が金融を大きく左右し、それに関わるリスクが依然として大きく存在することが示されている¹⁵⁾。

1980年代以来、香港の銀行業には二つの傾向が見られる。一つは香港上海銀行グループ以外に、中国系資本、米系資本、日系資本など影響力のある銀行グループが形成され、こうした銀行グループのうち中国系資本の存在感が次第に高まったことである。1993年の全銀行の預金合計高のうち、香港上海銀行グループは4割近く、中国系資本の銀行グループは2割余りを占めたとされる。両者の規模には依然として格差が存在するが、以前と比べて大幅に縮小したと思われる¹⁶⁾。第二には国際化が大きく進展したことである。1996年、香港の182の免許銀行のうち、香港で登録されている銀行は31行である。香港登録銀行の中で、華人資本の銀行の4行および中国系銀行の18行を除けば、すべてが外国資本の子会社あるいは香港資本と外国資本との共同出資銀行である¹⁷⁾。こうした多くの多国籍金融機関が香港の国際金融業務の拡大に大きく寄与することになる。

四 株式市場の発展

(1) 香港株式市場への規制強化¹⁸⁾

1947年、香港にあった二つの証券取引所の合併により、香港証券交易所が成立した。その会員は主に欧米出身者であり、そこでの上場企業も欧米資本がほとんどであった。1960

14) 馮邦彦、前掲書、215-26頁。

15) 馮邦彦、前掲書、241頁。

16) 馮邦彦、前掲書、250-60頁。

17) 馮邦彦、前掲書、247頁。

18) 1997年までの香港株式市場の発展に関しては、鄭宏泰・黃紹倫『香港股市1841-1997』香港、三聯商店、2006年を参照。

年代末になると、経済規模の拡大および政治的な安定により、株式市場の取引高が急速に拡大した。上場企業の中には成立したばかりの華人資本企業も含まれていたが、多くの華人企業は厳しい上場条件をクリアできなかった。それを背景に、1969年末から1972年初めに至るまでの1年余りの間に「遠東取引所」、「金銀証券取引所」および「九龍証券取引所」の3つの証券取引所が華人によって相次いで創設された。証券取引所の新設により、多くの華人企業が上場できるようになり、1967年の上場企業数が69であったのに対して、1969年から73年の間に251の企業が新たに上場した。また一般の華人でも投資できるように、新設の株式取引所は英語とともに中国語で企業情報を公開した。こうした取り組みにより、株取引高が1970年から1980年の10年間で16倍近くに増大した。1970年代初頭には急増と暴落を経験し、株式市場の不安定な動きは一般市民の生活にも影響を与えた。

こうした1970年代初頭の株式市場の変動は株式市場と政府との関係を大きく変え、政府はようやく株式市場に対して規制を始めた。1973年2月、政府は証券取引所の新設を禁止する証券取引所支配条例を設けた。その後、さらにいくつかの証券取引に関する法例を実施した。例えば、1975年に吸収合併に関する法律を制定したのである。政府の働きかけにより、1986年4月に4つの証券取引所がようやく一つの証券取引所に統合された。それまでは合理的な制度の枠組みが形成されていなかった。というのは、4つの証券取引所が共存した時代において企業の上場資格を厳しく審査することができなかったからである。また、一つの企業が一つ以上の取引所に上場するという不効率さも生じていた。統合することにより、株式売買を仲介するブローカーは個人から企業法人へと移行しつつあった。企業法人の一部は外国資本の現地法人であり、彼らの仲介活動により、香港株式市場は国内の投資家だけでなく外国の投資家でもアクセスできる市場となった。

1986年に株指数の最高記録を更新した香港株式市場の情勢は1987年に大きく変化し、世界的な株暴落の影響を受け、大きな株式危機まで発展した。それを契機に、政府は株式市場の安定した運営を図るため、調査委員会を立ち上げた。その報告書に基づいて多くの規制を導入し、証券および先物取引に対する監査組織の再編を行った。

(2) 中国改革開放と香港株式市場の変容

中国企業の香港での上場は香港株式市場の性格を大きく変えた。1993年、中国企業が初めて香港に上場した。そのころには国有企業しか上場認可を得られなかったが、後に規制の改変により中国の民間企業の上場が可能となり、後者の上場は後が絶えなかった。債券分野に関しても、中国企業関連のものは初めのころは少額であったが、次第に重要性が高まった。2017年の現在、香港証券取引所にはブルーチップ・ストック（優良株）、レッドチップ・ストックおよびH株という3種類の株式銘柄が上場されている。ブルーチップ・ストックは主に香港で登記している企業の株式の銘柄であり、レッドチップ・ストックとは中国本土企業の香港法人の株式銘柄である。H株とは中国本土で登記している企業の株式の銘柄の総称である。

2006年、中国のH株の一部が香港証券取引所の株価指数であるハンセン指数の組入銘柄

柄として採用されるようになり、ハンセン指数は香港経済だけの指標ではなくなった。また、同年において、優良株のうちの半分以上の収益は香港以外で獲得され、香港と中国大陸との間の経済統合の度合の高さを反映している¹⁹⁾。その背景には1997年以降、香港経済と中国経済の経済パフォーマンスが分岐し、香港経済が減速しつつあるのに対して中国経済は高成長率を維持していたことがある。その分岐は2001年の中国のWTO（世界貿易機構）加盟以降にさらに明らかなものとなった。2006年に至ると、香港で活発に取りされたレッドチップ・ストックおよびH株は、香港株式市場の株式総額の半分近くを占めるようになった²⁰⁾。

1990年代以降、香港は中国にとって資金調達する上で大変重要な場所であった。だが、香港の不況により、2002年に中国の中央銀行である中国人民銀行は中国の住民による香港株式市場への投資の可能性を検討し始めた。その後、香港株式市場と中国の株式市場との間の相互関係が次第に深まった。2014年11月に、上海証券取引所と香港証券取引所の相互間で人民元建て上場株式の取引（上海・香港ストックコネクト）が導入された。海外の個人投資家はそれまで適格海外機関投資家QFIIに限られていた上海市場への投資が香港経由で可能となり、中国本土の投資家は香港市場への投資が上海経由で可能になった²¹⁾。その約2年後に深圳・香港ストックコネクトも実施されるようになった。こうした動きは中国資本市場が段階的に開放する中で、香港が依然として重要な役割を果たしていることを物語っている。

五 国際金融センターとしての香港

金融センターとは、一般的に銀行やその他の金融機関の高度な集中が見られ、金融活動や金融取引が他の地域より効率的に実行できる場所である。金融センターについての明確な定義が存在しないため、香港は地域金融センターなのか、それとも国際金融センターなのかに関する問題²²⁾、また国際金融センターであるとすれば、いつからそうなったかについても議論が行なわれた。

イギリスの金融史家であるSchenkの研究²³⁾によると、戦前において中継港であった香港は、国際的な商業活動に関わる金融業がすでにある程度発展していた。しかし香港が国際金融センターとして現れたのは1945年から1965年の20年間であったと考えられる。第二次世界大戦直後の香港の地政学は香港と海外の金融市場とのつながり方を強く左右した。まず英植民地であった香港には政府の為替規制下で運営される英ポンドと香港ドル間の公

19) Stephen Chiu and Tai-Lok Lui,, *op.cit.* p. 154.

20) Stephen Chiu and Tai-Lok Lui,, *op.cit.* p. 148.

21) 詳しくは関根栄一「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望」（『野村資本市場クォーターリー』2015 Springを参照。

22) Y. C. ジャオ（山本栄治訳）『国際金融センター香港』東洋経済新報社、1998年、22-29頁。

23) Catherine Schenk, *Hong Kong as an International Financial Centre: Emergence and Development 1945-65*, London: Routledge, 2001.

的な為替市場と市場原理に基づく米ドルを売買する民間の自由な為替市場があった。香港には健全な法制度、安定した通貨、自由な為替システムにより、アジアの近隣諸国から資金が集まっていた。さらに、1945-49年の中国の内戦期における国民党の貿易規制および為替政策により、多くの中国人が香港の自由な為替市場で外貨売買を行なうため、香港は上海に代わって中国の最大の金融センターとなった。1949年以降、中国が社会主義国になったにもかかわらず、香港と中国間の金融的なつながりは維持され、中国と日本や欧米諸国間の貿易決済等は主に香港金融市場で行なわれていた。しかし香港の金融業務はアジア諸国との間のものに留まらなかった。ロンドンやニューヨークで行なえなかったポンド建債券の米ドルでの売却が香港では可能だったので、多くの欧米の金融業者が香港為替市場へ参加するようになり、国際金融における香港為替市場の重要性を大きく引き上げた。さらに、香港の国際政治における独特な位置が香港での金取引の拡大に寄与し、為替市場の発展を促進した。例えば、香港の金仲介者は南アフリカ、カナダ、オーストラリアから米ドルで金を輸入し、香港ドルで金を東南アジアに輸出する。金取引は同時に為替取引でもあったのである。

1970年代後半になると、香港銀行業の国際化傾向が強まった。1969年と1984年とを比較して、銀行セクターの全資産における海外銀行に対する債権は32.1%から46.4%に増加し、全負債における海外銀行に対する債務は11.2%から50.3%に拡大した。1994-95年において、香港は国際通貨基金加盟国の中で預金銀行の対外資産で第4位、預金銀行の対外負債で第5位にランクされていた。また、国際決済銀行の調査によれば、1992年と1995年において香港は一日のネットの出来高で世界の外国為替市場でそれぞれ六位と五位をランクされた²⁴⁾。その順位は2010年代に至っても維持されていた。金利デリバティブについても世界の外国為替市場で常に十位以内にあった。ただし、こうした指標には、統計手法に問題点があったり、国民経済規模の大きな国に有利であったりするので、必ずしも国際金融センターとしての重要性を十分に反映できないという指摘もある²⁵⁾。従って、外国企業の地域本社数などより多様な指標をもって総合的に判断する必要がある。いずれにしても、外国銀行、外国企業の集中度からみると、戦後の香港は国際金融において重要な位置を占め、グローバル的な資金移動に大きな役割を果たしたと思われる。

六 人民元の国際化と香港金融市場²⁶⁾

1970年代末の改革・開放政策が推進されてから、中国は貿易・投資を通じて世界経済とのつながりを高めてきた。だが、中国の人民元の交換性はまだ完全ではなく、貿易やサービスに関わる人民元の交換は認められるが、株式購入や投資利益に関わる人民元と外貨と

24) Y. C. ジャオ, 前掲書, 41-61頁。

25) 例えば、佐藤進「香港国際金融センターの虚実」(『経済論叢』(京都大学) 165(4), 2000年。

26) 村瀬哲司「人民元国際化の鍵となる資本自由化と金融改革」(国際通貨研究所『国際経済金融論考』2013年第1号, 2013年。Hong Kong Monetary Authority, *Hong Kong: The Global Offshore Renminbi Business Hub*, Hong Kong, Jan 2016.

の間の交換〔資本の自由化〕は部分的にしか認められていない。国際通貨である米ドルに対する依存を減らすために、中国政府は人民元の国際化を進めようとしている。これは、中国にとって信用リスクの多様化や為替リスクの除去、中国政府の貨幣発行益獲得、金融市場の発展などの利点がある。

中国政府は人民元の国際化に関して、当初から香港を人民元のオフショアセンターにするという明確な方針を打ち出した。2000年代以降の一連の人民元に関わる規制緩和は、人民元の国際化を大きく促進した。2009年の対外貿易の人民元決済の認可は人民元の国際化の大きな転換点となった。その後、人民元貿易決済は順調に拡大した。2014年に至ると、人民元貿易決済の金額は年間6兆5600億元となり、同年の貿易総額の24.8%に相当する。そのほとんどは香港で行なわれていたのである。香港の銀行は中国の商品を輸出入する企業に対する決済だけでなく、人民元の為替取引、融資・預金など多様な金融サービスを提供する。

それと同時に人民元の資本取引の自由化も戦略的に推進している。最初のオフショア人民元建債券は2007年に香港で発行された。その後、債券発行者は中国財務省を始め、香港や中国大陸、および世界各地の銀行・企業など多様になった。また、2011年から人民元建て投資が内外双方向で始まった。最初のころには人民元適格海外機関投資家制度を通じて香港から国内証券市場への投資が可能になった。さらに前述のように2014年末以降に行なわれた上海・深圳と香港間のストックコネクトの実施が始められ、香港での人民元建ての投資と上海・深圳での香港ドル建ての投資が可能となった。

2012年から香港以外にロンドン、シンガポールなど複数の人民元オフショア市場が形成されたが、こうした市場の中で香港は最も規模が大きく、取引が活発である。香港は上海との間では人民元貸付金利の動きが連動するようになったが、その差が市場間の裁定取引が行われるのにも関わらず、乖離が発生している。それは、香港と中国との間の密接な金融関係が存在しているのにもかかわらず、政府による市場介入をためらわない中国では人民元の為替相場を決定するメカニズムが依然として香港と異なるからである²⁷⁾。

おわりに

1980年代以降、香港は中国の国内経済に次第に組み込まれ、香港は中国の玄関口として、中国と外部世界をつなぐ役割を果たしてきた。しかしながら、その間中国経済が大きく成長し、「世界の工場」から「重要な消費市場」になりつつあることに伴い、中国をめぐる国際経済関係も大きく変化した。中国の金融セクターの規制緩和は香港やグローバル資本に新しい機会を提供し、香港の地域金融・世界金融における地位を強化させた。

しかしながら、香港がこうした金融の役割を果たせたのは、香港金融システムのグローバルな性格によるところが大きい。こうした性格はこれまでの運営環境の変化への制度的な対応によって形成されてきた。なお、制度的な対応は香港政府のガバナンス能力に大

27) みずほ銀行中国営業推進部「人民元国際化の現状と展望」、資料、2016年2月。

きく依存し、香港政治は決して副次的な問題ではない。有効なガバナンスがなければ、経済の再編を成功裡に実施することができないだろう。そういう意味で、グローバルな都市としての香港の未来は経済面だけでなく、政治のあり方によっても大きく左右されることになるだろう。「一国二制度」の下で香港は独自の政治運営が保証されるはずであるが、その形骸化が大きく懸念されている。香港の独自性が失われ、単なる一中国都市になってしまえば、香港経済も香港金融も衰退しかねない。

目下香港の課題はどのように「グローバル」でありながら、「中国的」であるのか、その二つの要素をうまくバランスさせることである。言い換えると、どのように中国の国内外の中国人ネットワークを結びつけながら、グローバル・ビジネスや国際金融の必要条件を満たすように制度的な構造を構築するかということである。それは正解のない問題であるが、香港側の努力だけでなく、中国政府が「一国二制度」を守る意志を強く持つことも不可欠であると言えよう。