



July 15, 2003

中国市場開放を睨んだ香港の戦略¹

主任研究員 吉田頼且

(Yorikatsu Yoshida)

e-mail: yoshida@iima.or.jp

香港市場の資金・証券決済システムのインフラは、アジア地域のなかでも格段に整備されており、その優位性を踏まえて、香港当局は中国との資金・証券決済システムのリンクを積極的に推進し、中国の資金・証券取引の取引・決済拠点として機能することを目指している。WTO 加盟にともなう中国国内市場の開放を睨んでの香港の金融部門における戦略を展望する。

1. 中国との自由貿易協定 (FTA) 構想

中国取引の取り込みや華南産業集積との連携が香港の発展に不可欠であるとの認識の下、2001年11月香港の董建華 (Tung Chee-hwa) 行政長官は、中国側に FTA 締結を提案した。中国側とは、その後自由貿易協定を一步進めた「より緊密な経済連携協定」(CEPA - Closer Economic Partnership Arrangement) を締結するための協議を始めており、その枠組みについて 2003年6月末迄に合意することをめざすとともに、中国・香港の出入境手続きを改善させる意向である²。CEPA の締結交渉は、貿易取引、銀行等サービス取引、投資関連の3部門に分かれており、可能な部分からステップ・バイ・ステップで進めてきた。

2003年6月30日付現地報道によれば、CEPA 締結交渉が最終的に妥結し、6月29日に、中国の温家宝 (Wen Jiabao) 首相出席の下、香港において調印式が行われた。優遇措置を受けられる業種として、具体的に銀行、証券、保険、法律、会計、医療、運輸、商業、運輸物流、旅行、映画、広告、会議展覧、情報、不動産、建築設計の16業種が挙げられている³。妥結した協定の内容によるが、香港は、他の諸外国に先駆けて中国向け輸出にかか

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1109 号 (2003.7.15 付) に掲載されたものである。

² 例えば 2003 年 1 月 27 日より香港と深センを結ぶ出入境窓口が 24 時間オープンされることとなった。

³ 2003 年 6 月 30 日付 Asian Wall Street Journal 紙その他によれば、273 品目の輸出品にかかる関税を 2004 年 1 月よりゼロにするが、前提となる香港原産地規則の定義は、今後 1 月までに両者間で詰める予定である。

る関税が軽減されるのみならず、金融、流通その他分野でもメリットを享受することになる。中国側にとっては、WTO 加盟の公約である市場開放を進めるにあたって、香港に対する市場開放の経験を生かすことができる。すなわち中国は、香港との協定を国内市場開放の実験の場として位置付けていると見られる。

2. 中国からの視点

(1) 金融取引の緊密化

証券取引については、香港証券取引所への中国企業の上場が引き続き活発に行われている。2002 年 12 月末時点で過去最高の 117 社が株式を公開した。2002 年 7 月に香港市場に上場した中国銀行（香港）の調達額 26 億米ドルは、2002 年の日本を除くアジア市場での最大規模の調達額であった。

為替取引については、2001 年に四大国営銀行のうち中国銀行、中国建設銀行、中国工商银行が、為替オペレーションを香港にシフトし、活発な米ドル/香港ドル取引を行っている。中国国内投資家の海外投資については、2002 年 3 月、中国人民銀行総裁が香港を含む海外株式市場への投資を認める「適格国内機関投資家制度」(QDII - Qualified Domestic Institutional Investors scheme) 創設を示唆しており、そのための検討が行われている。2003 年 3 月 12 日、新任の中国人民銀行総裁も 2003 年中の QDII 創設を示唆している。同時に、QDII が香港との CEPA の中に含まれる可能性を指摘した⁴ことから、中国が直接国際市場への投資を認める前に、インフラの整った香港市場をテスト・ケースとして利用する意図があると見られる。QDII を香港市場で試してから他の市場への対外投資を認める方法をとれば、その結果をみてコントロールできるメリットがある。

中国への資金の流れを促す仕組みについては、2002 年 12 月、「適格外国機関投資家制度」(QFII - Qualified Foreign Institutional Investors scheme) を導入し、香港を含む一部海外投資家に、国内投資家に限定されている人民元建て A 株投資を開放する仕組みをスタートさせた。2003 年 1 月、中国人民銀行は、人民元建て A 株を扱える QFII の受託業務について外資系 3 行を含む 8 行の商業銀行に認可したと発表した⁵。その後 QFII 業務自体について 2 社が認可されるなど進展を見せている⁶。

(2) 香港での人民元預金受入れ構想

2002 年 3 月、中国人民銀行総裁が、香港での人民元預金受入れを認める方向であることを明らかにした。香港での人民元紙幣の非公式流通量は既に百億米ドル近いとの見方もあり、短期的には重症急性呼吸器症候群(SARS = サーズ)の影響で中国からの観光客が落ち込

⁴ 2003 年 3 月 13 日付 South China Morning Post 紙による。

⁵ QFII のカストディアン・サービスを行う銀行として認可された 8 行の内訳は、外資系 3 行が香港上海銀行、シティバンク、スタンダード・チャータード・バンクであり、内資系 5 行が中国銀行、中国工商银行、中国建設銀行、中国農業銀行、交通銀行である。

⁶ 現地報道によれば、UBS、野村証券が QFII 制度の下、人民元建て A 株投資を認められた最初のケースである。その他シティグループやモルガンスタンレーが認可待ちの状況にある。

んでいるものの、中期的には香港への観光客増加とともに今後人民元紙幣の流通量増大が見込まれる。構想自体は対象が香港の居住者に限られ、預け入れ上限が設定されると見られており、その短期的な影響は限られようが、香港にとって中長期的にポジティブな影響を与えると見られる。為替管理に神経質な中国当局は、当面香港に人民元のオフショア市場が誕生するようなことは回避すると見られるが、香港の金融機関に大きなメリットを与えることから、香港にとって人民元業務は戦略的に重要な業務となる可能性を持っている。

2003年6月現在も詰めを行っている段階であり、具体的スキームは発表されていない。技術的には、人民元預金金利をどうするか、人民元預金を集中もしくは個別に中国へ回金するのか、香港の銀行が中国向けに人民元建て貸付を起こせるか、マネーロンダリングを効率的に把握する方法をどうするか等を詰める必要がある。中国当局が香港の銀行に人民元預金を認めるコンセプトは、人民元のフローを確認することが目的であるが、香港にとっても、中国が資本規制を解除するまでにインフラを整備し、人民元の決済システムを取り込んでおきたいとの狙いがある。

国内市場開放の前に香港市場をテスト・ケースとして利用しようとする中国側の意向に対応し、香港は、中国の資金・証券取引の対外取引・決済拠点として機能することを目指した戦略として、金融インフラを整備するとともに、中国との資金・証券決済システムのリンケージを積極的に推進している。

3. 香港の対応

(1) 資金決済システム・リンケージの推進

資金決済システムのリンケージとして、既に香港ドル建て小切手決済リンケージが双方向 (two-way) で開始している。香港ドルは、広東省を中心に以前は人民元切下げ対策のための外貨としての保有需要、現在は観光や出入境付近の決済需要から流通が盛んである。香港金融管理局 (HKMA) によれば、中国での香港ドル流通量が増大しており、香港ドル発行残高の15-25%、金額にして150億 - 250億香港ドルに達すると見られている⁷。

香港ドル建て小切手決済システムについては、1998年1月より、広東省で提示される香港所在銀行支払の香港ドル建て小切手を交換決済する片方向 (one-way) のリンケージが開始した。さらに2002年9月、香港金融管理局と中国人民銀行広州支店との協定により、香港で提示される広東省所在銀行支払の香港ドル建て小切手も交換決済されることになり、双方向のバイラテラル・リンケージをスタートさせた⁸。

香港は、大口資金決済リスクを軽減するため1996年12月に香港ドルの資金決済に即時グロス決済 (RTGS) システムを導入している。かかるシステムの先進性を生かし、中国側

⁷ 2003年3月付香港金融管理局四季報によれば、香港ドル流通拡大の要因として、人民元と外貨との交換制限、広東省との経済関係一体化の推進、最大1千香港ドル紙幣に対し最大百円紙幣である人民元では高額の現金を所持しにくい等が挙げられる。

⁸ 香港当局発表によれば、2001年6月 - 2002年5月の1年間で135,000枚、132億香港ドルの小切手が決済された。小切手決済に要する期間は2営業日である。

に香港ドル RTGS システムを積極的に売り込み、2002 年 12 月に、香港と深センをリンクした香港ドル RTGS システムの稼働を開始させた。香港ドル RTGS システムに中国側銀行がアクセスすることは可能であるが、直接リンクではなく、中国人民銀行（深セン）を通じての間接リンクとなる。香港当局は、今後中国との香港ドル資金決済リンケージを拡充、強化する意向である。

香港当局は、独自の米ドル RTGS システムについても、中国の資金決済システムとリンクし、香港が中国のための米ドル為替決済拠点として機能することを目指している。すなわち、香港は、アジア時間帯における米ドル取引の効率的な決済を行い、香港ドル RTGS と連結させた両通貨間の同時決済（PvP）ベースの外為決済を可能とするために、2000 年 8 月に米ドル RTGS システムをスタートさせている。米ドル RTGS システムの決済は、香港上海銀行に各行が開設する決済口座を通じて行われ、香港ドル RTGS とリンクさせることで、異なる時間帯での資金決済リスクであるヘルシュタット・リスクを消滅させた⁹。

さらに香港当局は、2003 年 4 月 28 日、ユーロ RTGS システムの稼働を開始させた。ユーロ RTGS 決済はスタンダード・チャータード・バンクに開設される口座を通じて行われるが、システムが軌道にのれば、ユーロ建て資金決済についても中国側との決済リンケージを積極的に売り込んで行くと見られる。

(2) 証券決済システム・リンケージの拡充

香港の RTGS システムは、香港金融管理局が運営する証券保管決済機関 CMU（Central Moneymarkets Unit）とのリンクにより、資金決済システムと証券決済システムが連動しており、証券の引渡しと資金決済が同時に行われる DvP ベース決済を実現している。この点の優位性を生かして、中国に対し証券保管決済機関のリンクを働きかけている。

2002 年 1 月、香港金融管理局と中国の国債保管決済機関である中国国債登記結算有限責任公司（CDC - China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd.）との間で、CMU と CDC の中国国債ブックエントリー・システム（GSBS - Government Securities Book-Entry System）をリンクさせることで基本合意した。このバイラテラル・リンケージは中国側が CMU に口座を開く片方向形態であるが、スタートすれば、中国の金融機関が香港 CMU に保有する口座を通じて、証券の保管と DvP ベースによる決済が可能となる。香港金融管理局は 2003 年上期中に実現すべく交渉を進めている。

香港と中国の証券保管決済機関のリンケージが稼働開始となれば、中国の金融機関が香港 CMU に保有する口座を通じて、国際証券保管決済機関とつながることとなる。すなわち、2002 年 11 月、これまで片方向のリンクであった欧州の国際証券保管決済機関ユーロクリア（Euroclear）と香港との双方向のバイラテラル・リンケージがスタートし、2003 年 1 月には、欧州の国際証券保管決済機関クリアストリーム（Clearstream）との双方向リンケージがスタートしており、中国が香港を通じてユーロクリアやクリアストリームにおける

⁹ 香港当局は香港上海銀行を米ドル決済機関に指名し、同行と 2000 年 8 月から 5 年間の委託契約を締結している。

国際証券の保管と決済を行うことができる。

香港当局は、国際的証券保管決済機関とのリンケージのみならず、アジア太平洋諸国の証券保管決済機関とのバイラテラル・リンケージによる域内リンケージも積極的に推進している。同時に中国が香港 CMU に保有する口座を通じて域内諸国とリンクすることで、香港が中国の証券保管決済拠点として機能することを目指している。

具体的には、1997 年 12 月にオーストラリアとの片方向のリンクをスタートさせた。1998 年 4 月にニュージーランドとの双方向のリンクを開始し、1999 年 9 月に韓国と双方向のリンクを稼働させている。いずれも決済実績は殆どないが、香港と海外における債券のクロス・ボーダーの保管、決済を効率化させるインフラ整備とともに、クロス・ボーダーの債券取引に DvP 決済を導入することで決済リスクを削減し、投資家層や国内債券市場を拡大する点を強調している。現時点で高いニーズはなくとも中国市場の将来を見越しての積極的な姿勢と確固たる方針が窺える。

香港当局は、2002 年 12 月、新たなサービスとして米国財務省証券の決済およびカストディー・サービスの提供をスタートした。香港当局はシティバンクをカストディアンに指名し、財務省証券のカストディーを CMU に代行して行わせている¹⁰。中国とのリンクによって、中国の金融機関が香港 CMU に保有する口座を通じて、香港時間帯に米国財務省証券の保管や決済を行うことも可能となろう。

4. 今後の展望

香港は、経済連携協定の締結を足がかりに、中国側意向に沿った金融取引の緊密化への対応策を推進していくこととなろう。サービス産業に特化しつつある香港にとって関税減免のメリットはさほどなく、経済連携協定そのものにはそれほど大きな意味はないとの意見もあろう。しかしながら、金融インフラ整備は一貫して推進しており、整備された決済システム・インフラの優位性を生かすことによって、市場開放に向かう中国の対外金融センターとしての地位を着々と築いて行く戦略と見られる。また中国内部における上海市場等将来の中国国内市場との競合も睨んで金融インフラ整備に注力して行くと考えられる。

人民元、香港ドル双方の流通量増加による両通貨取引の緊密化および決済システムの整備は、人民元取引が自由化され市場が拡大する機会に、できるだけ関連取引を取り込む狙いがある。また将来両通貨の統合を円滑に進めるためにも役立つものと考えられ、今後の動きが注目される。

香港は、他のアジア域内金融センターとの競争においても、中国を含むアジア域内の資金・証券決済のハブとしての地位確立を目指している。そのため現在マーケットのニーズがなくとも将来を展望して積極的に市場インフラの整備を図っている。香港は、今後も中国との金融取引強化のための対応策を打ち出して行くと考えられ、中国市場を後背地とし

¹⁰ この結果、ニューヨーク連銀が運営している財務省証券の決済システムである Fedwire Book-Entry Securities Transfer System と CMU のリンクについても同時に稼働させた。

た金融市場として将来的にも有望な市場と言えるのではなかろうか。