

# 中国化が進む香港国際金融センター

## —米中金融デカップリングと中国市場特化の可能性—

### 調査部

主任研究員 野木森 稔

(nogimori.minoru@jri.co.jp)

### 要 旨

1. 香港は国際金融センターとして急成長し、2000年代以降その地位を確固たるものとした。香港は中国金融資本市場の開放、人民元国際化の動きなど、中国の経済成長に伴う金融ニーズを取り込むことで、中国は香港のグローバルマネーを集める調達機能を積極的に利用することで、それぞれ経済成長を遂げてきた。
2. しかし、2020年、香港は国安法施行という予期せぬ試練を迎えることになる。同法によって香港のビジネス環境の透明性が低下すると懸念が急速に高まっている。さらにアメリカによる制裁や中国投資への規制強化も追い打ちとなる。中国と香港は互いの経済成長を支えあってきたが、それは国際金融を通じての成功であった。たとえこの二つの経済関係が良好であっても、それを支えるグローバルマネーの流入が細れば、好循環は続かない。グローバルマネーの最大の出し手であるアメリカとの関係に問題が生じることは香港にとって大きな痛手となる。
3. 香港は国安法、米中対立の悪影響により、国際金融機能を徐々に低下させている。そうしたなか、足元では「粤港澳大湾区」構想の推進など、中国との一段の関係強化により難局を打開しようとする動きがみられる。今後、香港は「一带一路」沿線国との人民元貿易決済など人民元国際化推進の担い手になるなど、中国市場に特化した国際金融センターとしての発展を目指すことも十分想定される。
4. しかし、こうした中国市場に特化した発展は、香港国際金融センターの本来の姿とは異なる。長期的にはグローバルマネーの流入は細り、香港はもちろん、中国やアメリカにとっても望ましい姿とはいえない。米中両国は、こうした視点に立って冷静に落としどころをみつけるべきであるが、互いに譲歩出来ず、香港を挟んで前進も後退も許されない袋小路にある。香港が国際金融センターとしての本来の姿を維持することが出来るか否かは、米中対立の行方に大きく左右されることとなり、かつてない不確実性のなかにある。

## 目次

## はじめに

## 1. 香港の国際金融センターとしての発展

- (1) 世界の金融センターへの成長とその原動力となった中国
- (2) 国際金融窓口としての中国との相互依存

## 2. 国際金融センター香港の脅威となる「米中金融デカップリング」

- (1) 国安法がもたらす香港金融機能への影響
- (2) 米中対立がもたらす香港金融機能への影響

## 3. 国際金融センター発展継続に向け香港が進む道

- (1) 中国市場に特化した発展：大湾区構想の下でさらなる中国との関係強化
- (2) 本来の姿を維持した発展：国際協調による中国けん制

## おわりに

## 補論 (1) 中国化が進む香港経済：NIEsとしての発展と返還以降の成長

## 補論 (2) 香港ドルの米ドル・ペッグ停止の可能性

## はじめに

国際金融センターとして急速な成長を続けていた香港が試練に直面している。2020年6月に「国家安全維持法」（以下、国安法）が施行されたことを受け、香港のビジネス環境の透明性が低下するとの懸念が急速に高まっている。香港における外国籍企業（中国を除く）は7,039拠点と前年から▲2.8%減り、リーマン・ショック後の2009年の前年比▲4.1%以来の減少となった。

国安法は、2019年に激化した香港での抗議デモを抑え込むため、香港の立法会を通さない異例のかたちで中国当局によって制定された。「一国二制度」を揺るがす同法が強引に施行されたことにより、自由貿易港や国際金融都市として多くの国の経済に恩恵を与えてきた香港の存在価値が危ぶまれることとなった。

アメリカは「一国二制度」、さらには人権や民主主義を擁護するため、超党派の支持の下で国安法施行前の2019年11月に「香港人権・民主主義法（注1）」を成立させ、中国との対立姿勢を鮮明にした。また、国安法施行後も、アメリカはビザ発給や関税などの香港への優遇措置を廃止し、香港の自治侵害に関与した人物に制裁を加える「香港自治法」を成立させ、圧力をかけ続けた。アメリカのこうした圧力によって香港には制裁や規制強化の悪影響が重くのしかかった。

なお、アメリカでは共和党のトランプ氏に代わり、民主党のバイデン氏が新大統領となったが、民主党は人権問題を重視し、中国への批判を強める傾向があることから、対中強硬姿勢が政権交代によって大きく変化するとは考えにくい。香港問題は対立過熱の新たな火種になる可能性さえある。

本稿では、香港がなぜ国際金融機能を備えるようになったのかを振り返ったうえで（1.）、国安法や米中対立がどのような影響を及ぼすのかについて検証する（2.）。そして、最後に国際金融センターとしてどのような発展の道があるのか、を考察する（3.）。

（注1）香港の自治を保証する「一国二制度」が守られているかアメリカ国務省に毎年の検証を義務付け、香港での人権侵害に関与した政府関係者に制裁を科す法律。

## 1. 香港の国際金融センターとしての発展

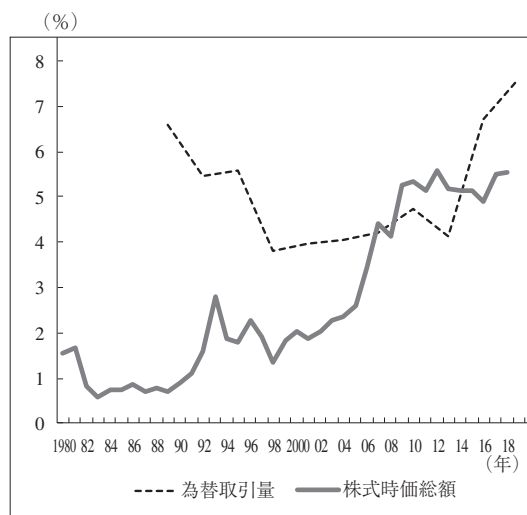
### (1) 世界の金融センターへの成長とその原動力となった中国

香港はいつから国際金融センターとしての役割を担うようになったのか。蕭 [2017] では、1965年には香港が既にその機能を持っていたことを指摘している（注2）。香港は古くから健全な法制度を持ち、ポンド・ペッグ、または米ドル・ペッグといった為替制度を持つことで安定した通貨システムが確立してお

り、アジア近隣諸国から資金が集まりやすかった。また、ロンドンやニューヨークで行えなかったポンド建て債券の米ドルでの売却が可能であったことなども、多くの欧米の金融業者を引き付けた。

しかし、香港が世界の金融センターとして確固たる地位を築くのは2000年代以降であり、その原動力となったのは中国である。実際に、世界の株式市場における香港の存在感が際立って大きくなったのは2000年代に入ってからである（図表1）。為替取引はアメリカやイギリスにシェアを奪われたことで2000年代に一度低迷期を迎えたものの、2014年以降再びシェアを拡大している。香港が近年、

図表1 香港の為替取引量と株式時価総額（対世界計）

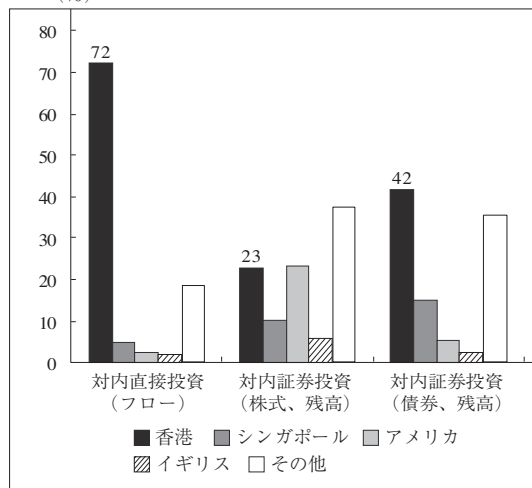


（資料）World Bank、BISを基に日本総合研究所作成

国際金融センターとして大きく飛躍出来た要因として、①中国金融資本市場の開放、②人民元国際化の動き、の2つが挙げられる。

中国金融資本市場では、株式のプライマリー（発行）市場での開放が先行して実施され、香港が重要な役割を担った。1992年にはB株（中国企業が本土内で外国人投資家向けに発行する株式）の発行を開始した後、1993年にはH株（中国企業が香港・海外市場で外国人投資家向けに発行する株式）の発行を開始し、多くは香港を介して市場開放が進められた。香港での上場の際には同時にADR（アメリカ預託証券）方式によりニューヨークでも上場する現象が多くみられるようになった。

図表2 中国の対内投資（2019年、投資元別）  
（%）



（注）直接投資は2019年1～10月合計値、証券投資は2019年12月時点。

（資料）CEIC、IMF（CPIS）を基に日本総合研究所作成

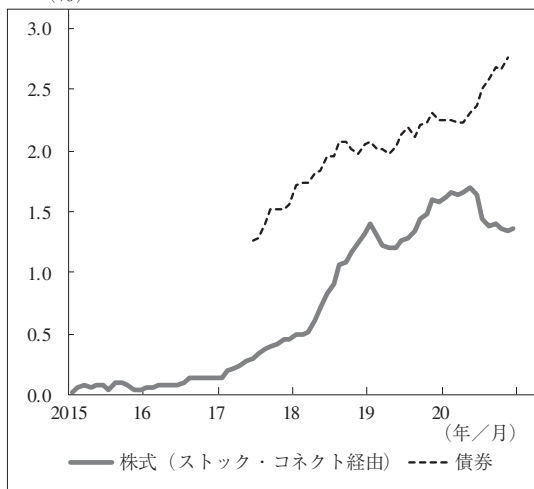
た。なお、債券市場では「点心債（ディムサム・ボンド）」と呼ばれるオフショア人民元建て債券が2007年に香港で発行が開始された。以降、中国企業による点心債、さらにドル建て債券の発行が香港市場で増加した（IMF [2019]）。国際通貨基金（IMF）によると、中国の証券（株式・債券）の海外投資家保有額は2019年12月時点で1.4兆ドルであるが、そのうち株式は23%、債券は42%（証券（株式・債券）総計で25%）が在香港の投資家によって保有されている（図表2）。

続いて株式・債券のセカンダリー（流通）市場でも開放の動きが加速した。2002年からはQFIIやRQFIIと呼ばれる一部の資格をもった海外機関投資家がA株（中国企業が本土内で中国人向けに発行する株式）を売買出来るといった制度が創設されている。ただし、この制度では、資本移動に関する当局への報告など煩雑な手続きが必要となるなど問題が多く、取引量は伸び悩んだ（注3）。

そうしたなか、誕生したのがストック／ボンド・コネクト（注4）という、香港取引所で中国本土証券を売り買い出来る制度である（注5）。これにより、中国本土外からの本土内株・債券取引の利便性が大幅に改善した。この香港を介した仕組みによる取引が外国投資家による証券取引の大半を占めるようになり、近年、投資残高を大きく拡大させている（図表3）。

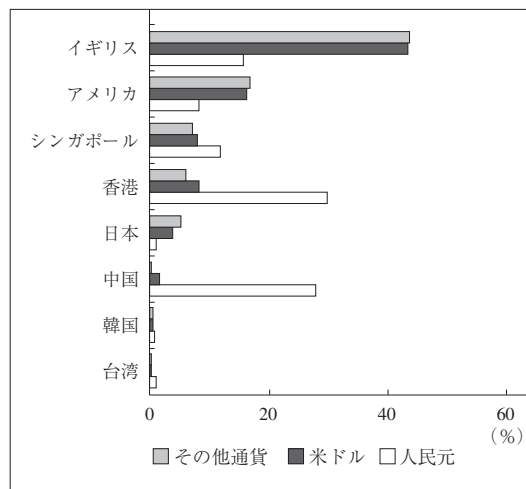
その他、直接投資に関しても香港は中国へ

図表3 海外投資家の中国本土証券保有比率 (%)



(注) 株式 = (ストック・コネクトの中国本土向け投資 (純買入) 累積額 ÷ 株式時価総額 (上海・深圳市場合計) × 100、債券 = 海外投資家中国債券保有総額 (ボンド・コネクト以外の買入を含む) ÷ 中国債券残高計 × 100。  
(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

図表4 通貨取引高シェア (2019年)



(注) 2019年4月調査。  
(資料) BISを基に日本総合研究所作成

の投資で大きな役割を持つ。2003年に締結された経済貿易緊密化協定 (CEPA) において香港からの投資に最恵国待遇が付与されたことなどにより、中国の対内直接投資の72%が香港経由となり、多くの企業が中国ビジネス参入の拠点香港に置く。

一方、人民元国際化は貿易における人民元建て決済の拡大を図ることによって進められた。2009年7月には人民元建て貿易決済のパイロット取引が開始され、相手先は香港、マカオ、ASEANとされた。その後、相手先を世界全地域に拡大するものの、実質的な利用は香港がほとんどであり、香港は人民元のオフショア・センターとしての位置付けを強め

た (清水 [2015])。実際に、香港の通貨取引量は、イギリス、アメリカ、シンガポールに次ぐ規模でしかないが、人民元 (オンショアを含む) だけに限ると30%を占め、世界最大となる (図表4)。

## (2) 国際金融窓口としての中国との相互依存

1990年以降、香港は中国との経済的距離を縮めるなかで製造業中心からサービス業中心へと経済構造を大きく変化させており、2000年代以降国際金融センターとしての地位を確固たるものとした (補論 (1) 参照)。香港は中国金融資本市場の開放、人民元国際化の動

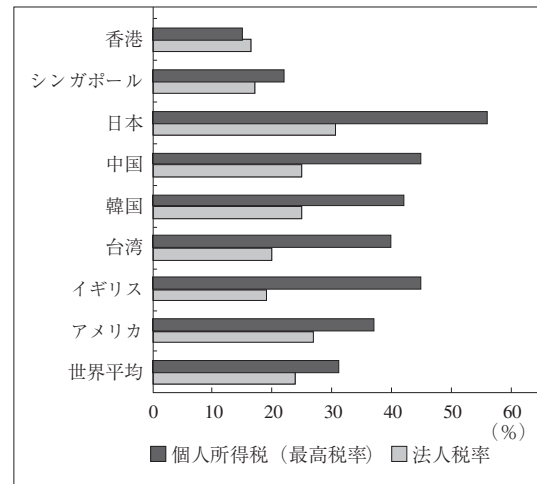
きなど中国の経済成長に伴う金融ニーズを取り込むことで、中国は香港のグローバルマネーを集める調達機能を積極的に利用することで、それぞれ経済成長を遂げてきた。

こうした中国と香港の国際金融を通じた相互依存は今なお続く。中国は国安法によって香港の中国化を進めるものの、人民元の国際化が十分に進んでいないため、自由な金融取引は香港を通じた限定的なルートに制限し、引き続き、香港をグローバルな金融の窓口として利用していきたいというのが本音であろう。

また、国安法施行によりビジネス環境の不透明化に対する懸念が高まるものの、香港を介した中国市場へのアプローチに替わる選択肢はなく、民間企業や金融機関が香港拠点を簡単に手放すことが出来ないというのも事実である（曾根 [2020]）。実際、在香港の大手金融機関から撤退の動きはほとんどなく、香港でのビジネスを維持するために国安法への支持を表明するところもあった。香港の金融機能は投資家や金融機関にとって中国の為替、株式、債券の取引において欠くことの出来ない存在であり、その重要性は当面変わらないと考えられる。

報道では、香港に代わる金融都市の候補としていくつかのアジアの都市の名が挙げられている。しかし、個人所得税や法人税の税率をみても香港の優位性は高く、他の都市が代替する可能性は低い（図表5）。なお、シン

図表5 所得税と法人税の比較（2020年）



（注）香港の所得税は2～17%の累進税率か15%フラットレートの選択制であり、最高実効税率は15%となる。  
（資料）KPMGを基に日本総合研究所作成

ガポールは税制面で香港に近いものの、シンガポールがASEANなど複数通貨の為替取引で強みを持つ一方、香港はストック／ボンド・コネクトを背景にした株式や債券の取引において強みを持つなど、特徴が異なる。もしシンガポールが香港機能の代替を考える場合、ストック／ボンド・コネクトなど中国金融市場の窓口としての機能を新たに装備する必要がある（注6）。

（注2）谷垣 [2001] では1972年にポンド・ベッグが外れ、為替管理が撤廃されて以降、国際金融センターへの道を歩み始めた、とされている。また、香港は華人の投資チャンネルであるほか、アジア諸国の経済発展にともないアジア向けシンジケートローンの組成センターや先進国投資ファンドのアジア向け運用センターとして機能することで1980年代にかけて急速に国際金融センターとして発展したことが記されている。

（注3）ウォールストリートジャーナル（2020年10月8日付）「中国、

金融市場開放も客訪れず一規制は緩和されたが、国外からの株式投資はさえない」は、5月の投資限度枠の撤廃に伴いQFIIを通じた毎月の投資額データの発表が停止されたことについて、「気まずい事実が隠されている可能性がある」とし、取り扱いが増えていないことを指摘している。

- (注4) ストック(株式)の取引開始は2011年4月から、債券(債券)の取引開始は2017年7月から。構想は2007年8月に発表された中国本土の個人投資家による香港株の売買を解禁する「香港株直通列車」(2009年末に一度失効)から始まる。
- (注5) 債券取引においては、海外投資家は中国銀行間債券市場(CIBM)ダイレクトスキームも2015年以降利用可となっている(清水[2019])。ただし、中国人民銀行への届出が必要になるなど参入ハードルがあるため、債券・コネクが海外投資家のCIBMへのアクセスをより簡便にする仕組みと位置付けられる。
- (注6) 2019年6月、「上海-ロンドンストック・コネク」(2015年から検討開始、中尾[2019])と「日中ETFコネクティブティ」(2006年に協議開始も一時凍結、2018年協議再開)がほぼ同じ時期に開始されたが、利用はかなり低調となっている。制度が出来ても、投資出来る対象が限られているなど、投資家のニーズにマッチしないといった問題が残る。また、中村・木戸[2019]では「日本と中国は、言葉も法律・制度も主権も全く異なる国家間での新たなスキーム構築となるという大きな壁」があるとし、制度設計自体もかなりの時間を要する。なお、2015年4月15日付Strait Timesではシンガポール取引所は中国とのストック・コネクの構築を進めていない、としているが、中国市場とのつながりを強化するために2020年8月31日に中国の広発証券とのMOUを締結するなどの動きをみせている。

## 2. 国際金融センター香港の脅威となる「米中金融デカップリング」

### (1) 国安法がもたらす香港金融機能への影響

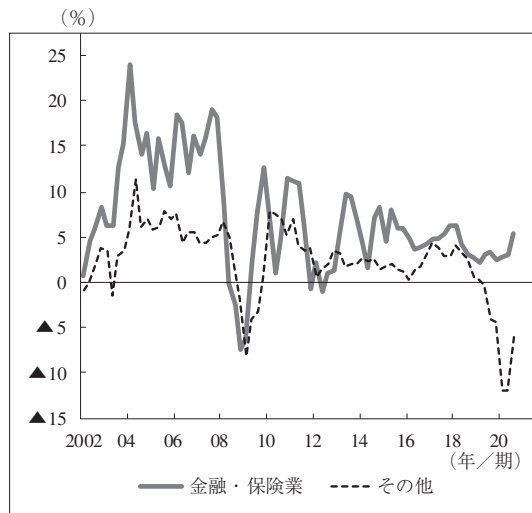
このように、国際金融を中心に、中国と香港はそれぞれが持つ強みを生かすことでお互いの成長を支えてきた。1997年の香港返還の際、憲法に相当する「香港特別行政区基本

法」(以下、「基本法」)のなかで法制度や金融システムを返還前と同じかたちで引き継ぐ「一国二制度」としたことは、香港と中国の双方に大きな利益をもたらしたといえよう。

しかし、2020年、香港は国安法施行という予期せぬ試練を迎えることになる。同法施行は「一国二制度」の在り方に大きな影響を与えるものであり、香港でのビジネス環境が不透明化することに対する懸念が急速に高まっている。JETRO [2020c]によると、在香港日系企業は、国安法により『情報に制限がかかる恐れがある』(67.4%)、『香港の「法の支配」「司法の独立」が失われる恐れがある』(60.2%)といった懸念を示している。冒頭に示したように、2020年の外国籍企業数は前年から減少し、特にアメリカとイギリスの香港拠点数はそれぞれ前年比▲4.5%、▲6.7%となった。

その一方、株式市場での大規模な新規株式公開(IPO)(注7)が続いたことなどを背景に、2020年7~9月期の金融・保険業の成長率は前年同期比+5.4%と前期の同+3.0%から伸長し、香港の金融業にはまだ大きな影響がないことが示されている(図表6)。証券分野の監督を行う香港証券先物委員会(SFC)は2020年7月、国安法が国際的な金融機関の業務に影響を及ぼすことはない主張し、不安払しょくに懸念である。とはいえ、それらは国安法による中長期な影響への懸念を軽減するまでには至っていない。

図表6 香港金融・保険業とその他の成長率  
(前年同期比)



(注) 国民経済計算に基づく付加価値ベース。  
(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

## (2) 米中対立がもたらす香港金融機能への影響

香港を苦しめる問題は国安法だけではない。中国に対する制裁や規制がアメリカによって強められ、米中対立が激化していることも香港に悪影響をもたらしつつある。特に、近年、貿易やハイテク分野（注8）に加え、金融分野でも対立の影響が表れ、米中両国は「金融デカップリング」に突入しつつあることが注目される。補論(1)に示されるように、中国の影響力が強まることによって、香港を巡る米中のパワーバランスは大きく変化した。しかし、香港と中国の経済発展が両者の

関係のなかだけで完結する構造になったわけでない。国際金融センターとしての香港の役割、つまり、グローバルマネーを集めるという点でアメリカに依存している構造は変わっておらず、アメリカと中国の対立が金融面に及ぶことは香港に深刻な悪影響をもたらす。

米中の「金融デカップリング」の具体的な動きは、①「香港自治法」による金融制裁、②アメリカ投資家の中国企業への投資規制強化、③アメリカでの中国企業への上場規制強化、である。

### ①「香港自治法」による金融制裁

まず、アメリカが2020年7月に成立させた「香港自治法」である（JETRO [2020a]）。同法は国安法施行など香港自治侵害に関与した当局者らを対象に資産凍結やビザ発給の停止といった制裁を科すことに加え、それら当局者と取引のある金融機関も制裁対象とするという内容となっている（図表7）。

これは香港の自治を侵害した中国に対する制裁であり、香港政府幹部や中国本土内の共産党幹部が対象になる。前者だけでなく後者に関しても制裁対象となる資産の多くは香港に置かれていると考えられ、制裁が実際に発動されることになれば、香港の金融機関が対象になる可能性が高い。仮にこの制裁によって香港の金融機関がアメリカとの取引が出来なくなるといった事態に陥れば、香港の国際金融機能は大きく毀損されることになる。



図表7 香港自治法による制裁内容

【対象】 香港の自治侵害に関与した人物と、それら人物と取引のある金融機関
*関与した人物への制裁
(1) アメリカの司法権の及ぶ資産を凍結
(2) アメリカへの入国ビザの取り消しと国外退去
*関与した人物と取引のある金融機関への制裁
(1) アメリカ金融機関からの融資の停止
(2) アメリカ国債のプライマリーディーラーとしての指定の禁止
(3) アメリカ政府基金の受け手になることの禁止
(4) 外国為替市場での取引の禁止
(5) 銀行取引の禁止
(6) 資産の凍結
(7) 制裁対象へのアメリカ製品の輸出などの制限
(8) アメリカ国民による制裁対象の株式・社債などへの投資・購入の禁止
(9) 職員などの国外退去
(10) 幹部への上記 (1) ~ (8) の適用が制裁措置
<制裁発動のプロセス>
1. アメリカ国務長官が法律の成立から90日以内に議会に対して制裁対象となる人物を報告
2. アメリカ財務長官が1. の報告から30~60日以内に制裁対象となる金融機関を議会に報告
3. 大統領はいずれも報告が行われた日以降、制裁を発動できるが、1年以内の発動が義務
4. 金融機関については1年以内に10項目ある制裁措置のうち少なくとも5項目を発動し、2年以内に全ての項目を発動させる必要

(資料) JETRO [2020a] を基に日本総合研究所作成

米財務省は2020年8月、香港の行政長官や主要閣僚など10人に対する制裁措置を発表した。12月にはそれら当局者と取引のある金融機関は特定されなかったと議会で報告したものの、引き続き監視するとしており、金融機関への制裁の可能性がなくなったわけではない。

加えて、当時のトランプ大統領の側近が国安法制定に対する対中制裁として香港の銀行による米ドルへのアクセス制限を検討したと

ということが報じられる(注9)など、制裁は香港の米ドル・ペッグ制に打撃を与えるものに発展する可能性もあった(補論(2)参照)。実際、図表7に示されるように、制裁には「外国為替市場での取引の禁止」といったものが含まれ、いくつかの金融機関の為替取引を禁止とすることで、ペッグを維持不能にすることが出来る。米ドルへのアクセスを制限する制裁は結果的に取り下げられることになったものの、アメリカは「香港自治法」を活用し、香港の金融機能に深刻なダメージを与えることが出来る。アメリカは香港の国際金融機能を奪うことで、中国によるグローバルマネーの調達をいつでも遮断出来るといえる。

他方、こうした事態のなかで中国は香港の代替機能構築に向けた動きを開始した。中国政府は2020年6月に海南島の自由貿易港建設を発表し、2035年を目途に高水準の自由貿易港にするとした。さらに人民銀行の易網総裁が同年6月の金融フォーラムで上海での人民元の自由兌換に言及している。それは為替取引自由化の試行を目指すという程度のもので、資本移動の自由化を香港のレベルまで引き上げるというものではないが、香港への依存度を引き下げようという思惑がうかがえる。

## ②アメリカ投資家に対する中国企業への投資規制強化

国安法制定に対する制裁として「香港自治

法」が制定される一方、中国に対する人権侵害批判や安全保障面での警戒を背景に、アメリカ投資家の中国企業への投資に対する規制が徐々に強化されつつある。アメリカ投資家は近年、中国への証券投資をより積極化させており、2019年の中国対内証券投資残高（株式と債券合計）におけるアメリカからの投資は2,330億ドルと全体の16%を占める。既に説明した通り、外国人投資家による中国本土の株式と債券の投資は香港を通じた取引が多く、この規制強化は香港に大きなダメージとなる。

アメリカ政府による投資に関する規制強化の姿勢は、まず、年金基金の運用方針の転換というかたちで現れた。具体的には、2020年5月、アメリカ連邦政府職員の退職年金基金を運営する連邦退職貯蓄投資理事会（FRTIB）が運用する一部のファンドのベンチマークをMSCIの指数に切り替える計画を中止した、というものである（注10）。アメリカ政府はFRTIBに書簡を送り、中国企業の株式を含むファンドに連邦政府職員の資金を投じることに関する「全ての措置を停止」するよう伝えた、とされている（注11）。

そして、2020年11月、中国人民解放軍と関係があると認定した中国企業31社に対するアメリカ人による証券投資を禁じる大統領令にトランプ大統領（当時）が署名したことで、特定の中国企業に対する投資が規制されることになった（JETRO [2020d]）。その後、対

象となる中国企業は増えており（2021年1月14日時点44社）、アメリカ市場での株式上場廃止となった中国企業も出ている。ロバート・オブライエン国家安全保障担当大統領補佐官は「アメリカの投資家が意図せずに、中国人民解放軍と中国の諜報機関の能力向上に向けられる資本を提供することを防ぐ」ためと説明している。

アメリカ議会は民主党、共和党ともに、アメリカの資金が意図しないかたちで中国に流れ、アメリカの安全保障上の懸念を高めたり、人権侵害につながったりすることへの警戒を強めている。中国への投資を抑制しようという姿勢はバイデン新大統領の下でも変わらないと考えられるため、年金基金など公的部門のみならず、民間部門でも対中投資の勢いはペースダウンしていくと見込まれる。

なお、上記の投資規制を受けて、MSCI、FTSEラッセルといった株価指数や債券指数を提供する企業は2020年12月に、該当する中国企業が発行する証券を指数から外すことを発表した（注12）。近年、株式や債券の指数と連動するかたちのインデックス型投信・ファンド（いわゆるパッシブ運用商品）は世界中で増えてきており、投資規制は香港の国際金融機能および中国のグローバルマネー調達に大きな影響を与える（注13）。この動きがアメリカだけでなく世界の投資家に広がることとなれば、その香港への影響は計り知れないものとなるだろう。

### ③アメリカでの中国企業への上場規制強化

経営の透明性の欠如を理由に、アメリカ株式市場への上場を規制する動きが強まっていることも（JETRO [2020b]）、中国企業にとってダメージとなっている。

2020年12月、アメリカではアメリカに上場する外国企業に経営の透明性を求める「外国企業説明責任法」が成立した。これはアメリカで上場した中国大手カフェチェーン瑞幸咖啡（ラッキンコーヒー）の不正会計を発端とした法であり、法案を起草した民主党のクリス・バンホーレン上院議員は、アメリカの投資家は「他の上場企業と同じ基準を保持していない一見合法的な中国企業に投資し、だまされてきた」と指摘した。検査拒否や情報開示が不十分とみなされる企業は上場廃止に追い込まれる可能性がある。

なお、この規制に関しては、香港にとって

米中対立による漁夫の利、とも言える状況が生じている。同法により、アメリカ株式市場で資金を調達するのが難しくなった中国企業は、香港を代替市場とみなすようになっている。

過去、グローバル展開を目指す多くの中国企業はアメリカ株式市場での上場を目指したが、足元ではアメリカと香港の重複上場（アメリカで上場廃止になった場合も香港株との交換が可能となる）、ないしは香港のみでの上場を目指す動きが加速している。もともと、国際展開する中国企業にとって、香港はグローバルマネーの調達の間として十分魅力的な市場であった（図表8）。香港株式市場にはIPOのために、グローバル企業が集まっているが、多くは中国本土関連企業である。足元では香港株式市場で中国企業の大規模IPOが増えていく可能性が高まっている。もっと

図表8 新規株式公開（IPO）での資金調達額

（億ドル）

	2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020	
1	ニューヨーク	466	ニューヨーク	743	香港	337	香港	251	ニューヨーク	275	香港	366	香港	401	NASDAQ	573
2	香港	218	香港	293	ニューヨーク	197	上海	163	上海	193	ニューヨーク	286	上海	269	香港	513
3	ロンドン	201	ロンドン	273	NASDAQ	180	ニューヨーク	147	香港	164	日本	256	NASDAQ	268	上海	494
4	NASDAQ	181	NASDAQ	245	ロンドン	175	NASDAQ	109	深圳	132	NASDAQ	245	サウジアラビア	267	ニューヨーク	310
5	日本	102	豪州	160	上海	175	日本	107	ロンドン	130	ドイツ	139	ニューヨーク	233	深圳	183
6	豪州	98	日本	115	日本	157	ロンドン	79	NASDAQ	107	上海	135	深圳	92	ロンドン	109
7	ブラジル	84	アムステルダム	91	マドリッド	94	深圳	78	インド	106	ロンドン	106	ロンドン	80	ブラジル	86
8	メキシコ	52	深圳	73	深圳	80	NASDAQ	59	韓国	68	メキシコ	92	タイ	34	タイ	46
9	シンガポール	52	サウジアラビア	67	ドイツ	78	ドイツ	58	ブラジル	58	深圳	78	ドイツ	34	豪州	35
10	タイ	51	マドリッド	65	アムステルダム	77	韓国	56	日本	49	インド	51	パリ	33	インド	35

（資料）HKEX「Annual Market Statistics」を基に日本総合研究所作成

も、上述の対中投資規制が強まることになればグローバルマネーを集めることは難しくなるなど、他の規制の動向にも大きく左右されることには注意しなければならない。

以上のように、国安法と一連の対中金融制裁は、アメリカをはじめ世界からの投資を遠ざけ、金融デカップリングを進行させている。そうした動きは香港の国際金融機能に総じてマイナスの影響を与えると考えられる。

国安法に関しては足元で大きな変化が出ているわけではないが、中長期でのビジネス環境の悪化など外資系企業へ悪影響が及ぶ可能性は高い。対中金融制裁については、上述の①「香港自治法」による金融制裁は国安法への対抗措置として、②アメリカの投資家の中国企業への投資規制強化は人権や軍事面の懸念の高まりを受け導入されたものであるが、ともに、アメリカなど先進国からの投資を難しくし、香港の国際金融機能を低下させる。③アメリカでの中国企業への上場規制強化は香港にとってプラス面もあるものの、アメリカを離れざるを得なくなった中国企業が中長期にみてもグローバルマネーを引き付ける力を持つとは考えにくい。

(注7) 上海証券取引所と香港取引所は2020年11月に予定されていたアリババ・グループ傘下の金融会社アント・グループのIPOを延期しているが、これは中国当局の判断によるもので、香港の情勢悪化とは関係がない。同社株への個人投資家の応募倍率は400倍近くするなど、資金調達場としての魅力が示されている。香港証券取引所は11月にIPOの手続き迅速化に向けた改革案を発表するなど、法制度改善に向け積極的に取り組み、香港の比較優位を高めようとしている。

(注8) 近年のアメリカ政府による関税率の引き上げやファーウェイへの禁輸などによって、貿易中継基地としての役割は低下する一方で、競合するシンガポールに対する優位性が損なわれている(野木森[2019])。

(注9) 2020年7月14日付ブルームバーグ参照。

(注10) 近年、資産運用のベンチマークに利用される指数において中国本土証券のウエイトを高めるなどの動きが進んでいた。株式では、2018年6月に「MSCI新興国株式指数」に初めて中国本土株(A株)が組み入れられ、2019年11月には全体の4%まで組み入れ比率が高められている。債券では、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスへ中国人民幣建て債券が2019年4月から組み込まれることになり、20カ月にわたって段階的に組み入れられた。株価指数や債券指数を提供する企業が、各種運用ベンチマーク指標の中国本土証券のウエイトを高めるのは、もともと指標が株式時価総額や債券発行額に連動しており、上海総合取引所の株式時価総額がニューヨーク証券取引所、ナスダック、東京証券取引所に次ぐ規模になり、債券の発行額もアメリカ、日本に次ぐ規模に成長しているためである。ただし、取引規模が大きくなっていくとしても、投資家が中国本土市場にアクセスするのが難しくなるなどと判断されれば、そのウエイトが引き下げられる可能性もある。

(注11) 2019年8月にも共和党マルコ・ルビオ上院議員と民主党ジーン・シャヒーン上院議員が主要年金基金に中国資産への投資中止を求める書簡を送るなど、超党派で反発を強めていた。

(注12) 2020年5月12日付ブルームバーグ参照。

(注13) Anadu et al. [2018] によれば、アメリカでは2017年時点でインデックス型投信・ファンドは全体の37%と、2005年の14%から急増している。

### 3. 国際金融センター発展継続 に向け香港が進む道

#### (1) 中国市場に特化した発展：大湾区構想 の下でさらなる中国との関係強化

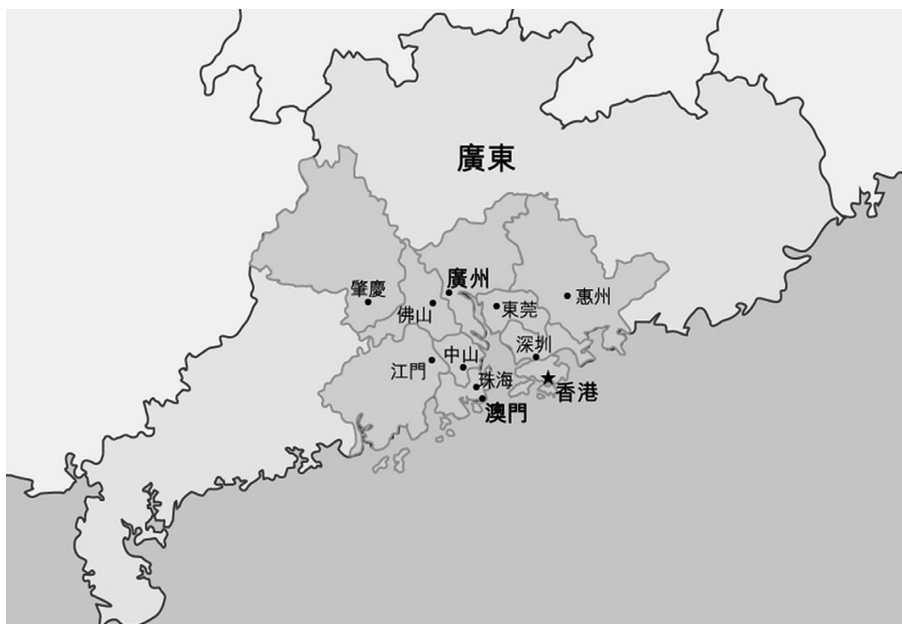
香港は国安法と一連の対中金融制裁の影響により、国際金融機能を低下させている。そうしたなか、香港政府は中国との関係強化を急ぐ動きをみせている。1997年以前の香港と中国本土の関係強化は、財界人によって進め

られてきたが、現在は両政府が主導するかたちで関係強化がすすめられている。それを象徴するのが「粵港澳大湾区（グレーター・ベイエリア）」構想である（JETRO [2019]）。

同構想は、香港、マカオ、広東省9市（広州市、深圳市、珠海市、仏山市、惠州市、東莞市、中山市、江門市、肇慶市）を対象とし

て、2035年までに、該当地域を世界的なベイエリアに成長させることを目標とする（図表9）。この構想の発端は、2008年に国家発展改革委員会が発表した『珠江デルタ地域の改革発展計画』に「環珠江デルタ地域の“ベイエリア”重点アクション計画を（珠江デルタと香港、マカオと）共同で計画、実施する

図表9 粵港澳大湾区



他のベイエリアとの比較

	粵港澳大湾区	サンフランシスコ・ベイエリア	ニューヨーク・ベイエリア	東京・ベイエリア
GDP (10億ドル)	1,679	947	1,772	1,977
一人当たりGDP (ドル)	23,116	122,093	91,812	44,855
面積 (km <sup>2</sup> )	56,094	17,887	21,479	36,899
人口 (100万人)	72.7	7.8	19.3	44.3
航空旅客輸送量 (100万人)	223.2	86.0	140.0	127.8
航空貨物輸送量 (100万トン)	8.1	1.2	2.3	3.3
港湾コンテナ輸送量 (100万TEU)	67.9	2.6	7.5	7.5

(資料) 香港貿易発展局ウェブサイトを基に日本総合研究所作成 (<https://research.hktdc.com/sc/article/MzYzMDE1ODI0>)

ことを（中央は）支援する」との文言が盛り込まれたところに求めることが出来る（三井住友銀行 [2017]）。その前年の2007年には香港行政長官の「施政方針演説」に、「広深港高速鉄道」（広州・深圳と香港を結ぶ高速鉄道、2018年9月に開通）、港珠澳大橋（珠海、香港、マカオを結ぶ世界最長の海上橋、2018年10月に開通）、といった越境インフラ事業が盛り込まれ、構想を実現するための地ならしが着々と進められていた（森 [2017]）。

同構想では、香港に対しては金融や物流、専門サービスの付加価値を高めるという発展

の方向性が示された（図表10）。また、このエリアは「一帯一路」においても重要な役割を担うとされており、香港が金融面で大きな役割を果たすと期待される。なお、深圳は1990年に証券取引所が設立されるなど国際金融センターとしての香港と競合するとみられていたが、同構想内で発展の方向性として金融が明示されたのは香港だけである。

2020年11月には、同構想の発展に向けて深圳市で初めて香港・マカオ住民から公務員の募集が行われた。人材交流などを通じて行政間の関係性を強めていくための試みと位置付

図表10 「粵港澳大湾区發展計画綱要」概要

大湾区計画の意義	
香港、マカオを初めて中国の地域發展計画のなかに組み入れる。香港、マカオにおける「一国二制度」を堅持しつつ、域内における各要素（ヒト、モノ、カネなど）の自由な移動など、香港・マカオの2特別行政区の發展と広東省9都市（広州、深圳、珠海、仏山、惠州、東莞、中山、江門、肇慶）の發展の融合を追求する。	
綱要概要	
發展目標	
2022年まで	世界的ベイエリアの基礎形成
2035年まで	世界的ベイエリアの完成
大湾区各都市の發展方向性	
香港	国際金融・海運・貿易センター、国際航空ハブ、オフショア人民元業務ハブ、ハイエンドサービス、イノベーション・科学技術の發展
マカオ	観光・レジャーセンター、中国-ポルトガル語圏間の經濟協力プラットフォームの構築
広州	国際經濟センター・綜合交通ハブとしての機能強化、科学技術・教育・文化センターとしての機能育成
深圳	現代化・国際化都市の建設、世界的影響力のあるイノベーション・クリエーション都市を建設
珠海、仏山、惠州、東莞、中山、江門、肇慶	改革・イノベーションの深化、都市の綜合力向上、特色を打ち出し周辺都市と相互補完しながら競争力を備えた結節都市を建設
具体的取り組み	
国際科学技術イノベーションセンターの建設、インフラの相互接続、国際競争力のある現代産業システムの構築、生態系保護の推進、良質な生活圏の建設、「一帯一路」建設に向けた協力、協力發展プラットフォームの建設	

（資料）JETRO [2019] を基に日本総合研究所作成

けられる。2020年6月、在香港個人投資家が中国本土の理財商品に投資出来るウェルスマネジメント・コネクト（跨境理財通）を粵港澳大湾区内でテストすることも決まり、香港を起点とした中国関連金融ビジネスは更なる広がりを持つとみられる。

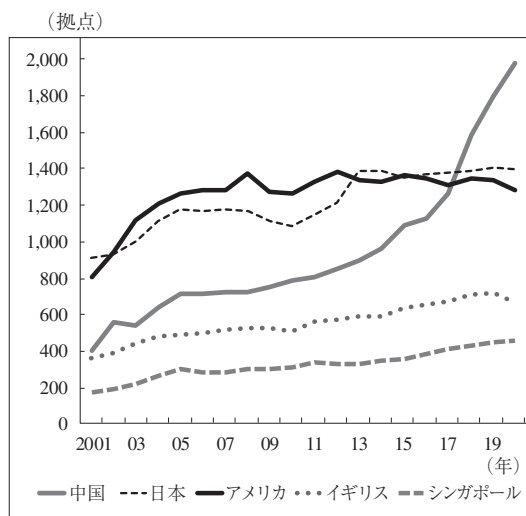
## (2) 本来の姿を維持した発展：国際協調による中国けん制

「粵港澳大湾区」構想下での香港の発展は、今まで以上に中国に依存したものになり、中国のための国際金融センターという位置付けが強く意識されることになろう。それは、イギリス植民地時代から続くレッセフェール（自由放任）の考えの下、内外資企業間の平等、容易な起業・廃業の制度、低率で簡潔な税制などを持ち、自由貿易港兼金融都市といった独自の機能により、多くの国に恩恵を与えてきたこれまでの姿とは異なる。

アメリカは戦後から香港との経済関係を強め、2020年調査時点でもアメリカ企業が香港に持つ拠点数は1,283と、世界で3番目に多い（図表11）。アメリカ政府は中国との対決姿勢を鮮明にしているものの、自国企業のために香港の国際金融センターとしての役割が損なわれないよう中国政府に働きかけることも求められる。

アメリカでは過去の関与政策（国際社会に組み込むことで民主化が進むことを期待する政策）への批判が高まり、対中強硬姿勢を支

図表11 外国籍（中国本土籍含む）企業が香港に置く拠点数：上位5カ国



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

持する声が多い。バイデン新大統領は人権や民主主義を重視する観点から、制裁や規制が香港経済に悪影響を与え、それがアメリカ経済にも跳ね返ってくるとしても、それらを解除あるいは緩和に踏み込む可能性は低い。同大統領は対中外交において国際協調を重視する姿勢を明確にしており、同盟国との協調により、国安法によって高まった諸外国の懸念を緩和する措置を中国に求める可能性もある。

ただし、中国がこうした要求に応じる可能性はほとんどない。中国の一部である香港の自治に外国の介入を許すことは、中国が最も嫌う「内政干渉」を受け入れたことになるからである。米中両国は香港を挟んで前進も後

退も許されない袋小路に入りこんだようにみえる。

## おわりに

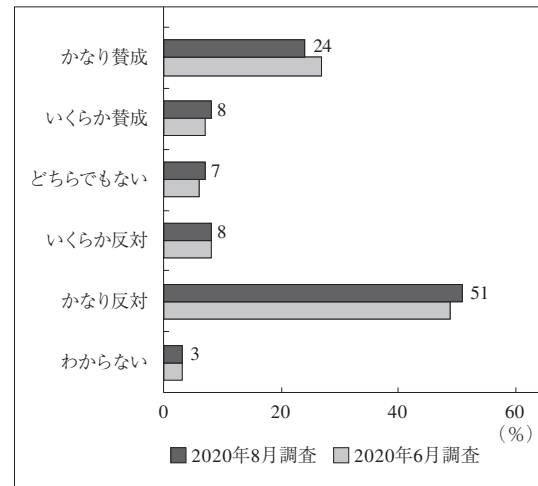
国安法は香港の「一国二制度」の存在を揺るがすものとなり、香港の国際金融センターとしての地位を危うくしている。そうしたなか、香港は「中国市場に特化した発展」か「本来の姿を維持した発展」かの岐路に立たされている。

現時点で可能性が高いのは前者と考えられる。香港民意研究所（HKPORI）による調査では、香港内において、国安法に「反対」（かなり反対といくらか反対の合計）は59%と半数以上となる（図表12）。しかし、「賛成」（かなり賛成といくらか賛成の合計）も32%と、必ずしも少数ではない。大手金融機関が香港撤退の動きをほとんどみせていないなど、人権侵害や民主主義の抑圧を懸念しながらも、香港でのビジネスを継続することにメリットを感じていると考えられる。

また、「粵港澳大湾区」構想にみられるように、中国政府と香港政府は、これまでとは違うかたちでの香港の発展を模索している。香港は「一带一路」沿線国との人民元（貿易）決済を支える担い手になるなど、中国市場に特化した国際金融センターとしての発展を目指し、そこに大手金融機関が組み込まれることも十分想定される。

しかし、「中国市場に特化した発展」は自

図表12 香港における国安法に対する支持・不支持率



(注) ロイター通信が香港民意研究所（HKPORI）に委託して行った調査。

(資料) ロイター通信（2020年8月30日付）を基に日本総合研究所作成

由貿易港や金融都市として成長した香港の本来の姿とは異なることから、長期的にはグローバルマネーの流入は細り、香港はもちろん中国やアメリカにとっても望ましい着地点とはいえない。米中両国は、こうした視点に立って冷静に落としどころを見つけるべきである。

とはいえ、香港問題に関して互いに譲歩は出来ず、両国の対立が解消される見込みはない。今後も人権問題を中心にアメリカは圧力を強め、中国は内政干渉と主張しそれに反発する、といった応酬が続き、米中対立は香港を巡っても激化すると見た方が良さそうだ。



香港が国際金融センターとしての本来の姿を維持する道を見出せるかは米中対立の行方に大きく左右され、その結末を予測するのは容易ではない。いずれにおいても、香港国際金融センターの未来への視界は開けず、不確実性がかつてないほど増している。

### 補論 (1) 中国化が進む香港経済：NIEs としての発展と返還以降の成長

1980年代にかけて香港経済はアジアNIEs (新興工業経済地域) に名を連ね、急速に成長した。しかし、その時の主な産業は金融業ではなく製造業であり、最大の経済パートナーは中国ではなくアメリカであった。

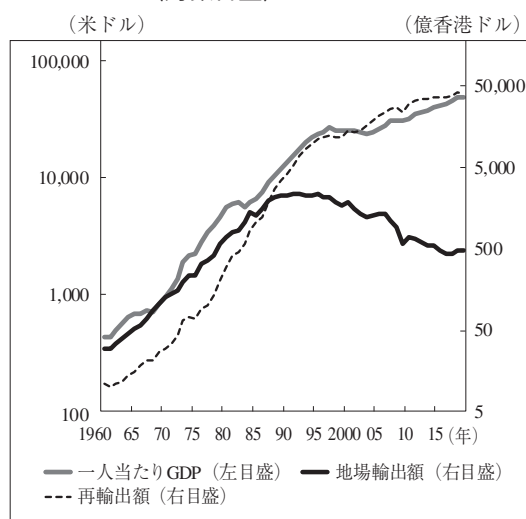
当時の成長の背景には今と似た米中対立があった。アメリカと中国は1979年に国交正常化を実現 (注14) しているが、それ以前、特に中ソ間の経済関係が緊密であった1950年代を中心に対立が続いた。1950年には中国の朝鮮戦争介入をみてアメリカが中国貿易の全面的禁止に踏み切っている (注15)。この措置により、中国を中心とした貿易の中継基地として機能していた香港も大きな打撃を受けることになった。また、1966年に開始された文化大革命の影響で中国経済が大きな低迷期にあったことも香港経済を苦しめた。

しかし、香港は経済構造の軸を仲介貿易から加工貿易に転換し、製造業主導による経済拡大でこの苦境を乗り切る。地場輸出がけ

ん引役となり、1人当たりGDPが増加し、1万ドルを超える1988年頃まで成長ドライバーとして機能した (図表13)。1957年に輸出総額に占める地場輸出の割合は40%であったが、1970年に80%を超えるまでに急増している。

地場輸出の中心は繊維製品であったが、60年代にはトランジスタラジオをはじめとする電子製品などが生産され、繊維産業から電子産業や玩具産業、時計産業へと軽工業のなかでの多元化が図られた (谷垣 [2001])。こうした動きは禁輸期間中の中国への密輸では限界があるとみた香港華人や中国大陸からの企業家がけん引した (Carroll [2007])。

図表13 香港地場輸出と一人当たりGDP (対数目盛)



(注) 地場輸出 = 輸出総額 - 再輸出  
 (資料) WorldBank, CEICを基に日本総合研究所作成

製造業の競争力向上を受け、香港には多くの外国資本が流れ込んだ。特に、アメリカからの直接投資が盛んになり、1969年にアメリカ商工会議所が設立され、1970年後半には在香港のアメリカ人の人数はイギリス人を上回った。アメリカ資本の工場で作られた製品は、アメリカ消費市場向けの衣類、プラスチックの造花、かつらなどであった。この頃、香港ドルはポンド・ペッグから米ドル・ペッグに変更されるなど、イギリスの衰退、アメリカの勃興が明確となり、香港とアメリカの距離は密接なものになっていった。なお、1969年には日本商工会議所が香港に設立され、日本の製造業もこうした工業化を支えた。

しかし、香港は1990年ごろから中国との距離を急速に縮めていくことになる。この動きを先導したのは以下の3つの要因であった。1つ目は、イギリスが1842年以来植民地としていた香港を中国に返還したことである。返還は1984年に英中間で合意され、1997年7月に実現した。ただし、返還後も中国本土に完全に組み込まれるわけではなく、香港の制度的・法的枠組みは「基本法」に定められ、2047年までの50年間は高度な自治を認める「一国二制度」が認められる特別区となった(注16)。

2つ目は、中国における工業化の進展である。その起源は1978年12月に「党と国家の任務の重点を社会主義現代化建設に移す」と決定したこと、いわゆる「改革開放」路線への

転換である。1980年には深圳が経済特区となって急速に発展するなど、中国の製造業の競争力は急速に高まった(注17)。また、この急激な中国の製造業の成長と反比例するかたちで、香港の製造業は1990年ごろから急速に力を失っていく。賃金や不動産価格の上昇などもあり、1990年以降、香港にあった多くの生産拠点は中国本土に移り、香港の地場輸出は急減し、輸出のほとんどが再輸出となった。香港は生産拠点ではなく、貿易中継基地としての役割を強めることになった。

3つ目は、1997年のアジア通貨危機と2003年のSARS(重症急性呼吸器症候群)の発生である。香港経済はこれらにより2000年前後に大きく低迷したが、2003年7月に中国政府が中国大陸からの香港への個人旅行を解禁したことを受け、回復に向かうこととなった。中国からの香港訪問者は急増し、訪問者全体に占める中国人訪問者の割合は2018年に78.3%となり、2000年の29%から大幅に上昇した(注18)。その他、2003年に施行されたCEPAによる中国本土との経済関係強化も香港経済回復の支えとなった。関税免除などに加え、香港からの投資への最恵国待遇の付与などにより、香港を活用した中国ビジネス参入のメリットが飛躍的に高まった。

以上のように、①香港の中国返還、②中国の急速な工業化進展による香港の製造業衰退、③中国による個人旅行解禁とCEPAによる香港経済の底上げ、によって、香港の主要

ビジネスパートナーはアメリカから中国へ代わることになる。1980年のタッチベース政策の廃止(注19)や1987年の天安門事件を経て、香港に住む人には香港への帰属意識を高めることになったものの、そうした帰属意識の高まりとは別に、香港は中国との経済関係を急速に強めていくこととなった。また、香港の経常収支は2009年あたりで財収支とサービス収支のプラスとマイナスが入れ替わり、外貨を稼ぐ部門が製造業からサービス業に移った(図表14)。香港はサービス中心の経済へと発展していくことになり、なかでも金融業の拡大は際立っていた(図表15)。そうしたなか、香港は国際金融センターとしての地位を確固たるものとしていく。

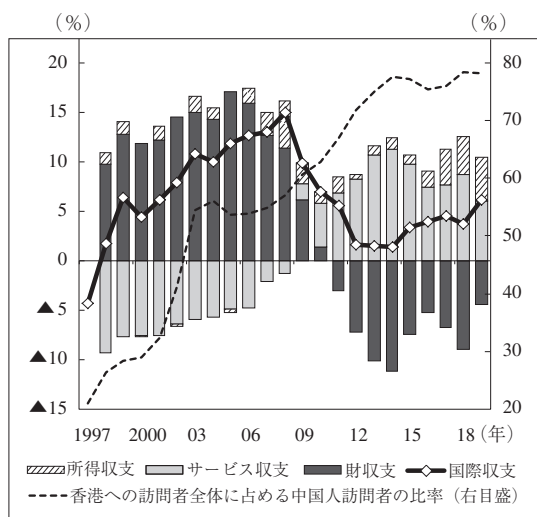
(注14) 1971年にキッシンジャーが中国訪問し、1972年にはニクソン大統領の訪中による米中共同声明が発表されている。1979年、カーター大統領と鄧小平との間の交渉によって正式な国交正常化が実現した。

(注15) 経済企画庁[1971]によれば、①アメリカ産品の中国向け輸出は直接、間接を問わず、すべて商務省の事前許可制(事実上禁止に)、②外国資産管理規則の施行で中国および北朝鮮の居住者の在米資産を封鎖または凍結し、アメリカの海外子会社が中国、北朝鮮と商業取引することを禁止、③アメリカ国籍の船舶および航空機が中国の港または地域に寄港すること、中国または中国の支配下にある場所に貨物を運搬することを禁止、といった制裁を下している。さらに、アメリカは中国向け輸出禁止を国際的に強化するために、米中相互防衛援助統制法(ノトル法)を適用、1949年に設立されたココム(輸出統制委員会)の輸出統制対象国に中国を含めている。1952年には、ココムの下に「中国委員会」を設立、輸出統制を他の社会主義国向けよりも強化するため中国特別禁輸リストを作成している。

(注16) 香港の「基本法」では財政均衡主義(107条)、低税率政策(第108条)、自由港政策の継続(第114条)、資本移動の自由を含む自由貿易政策の保持(第115条)などが規定されていることから、1997年の返還後もレッセフェールの考えが引き継がれている。

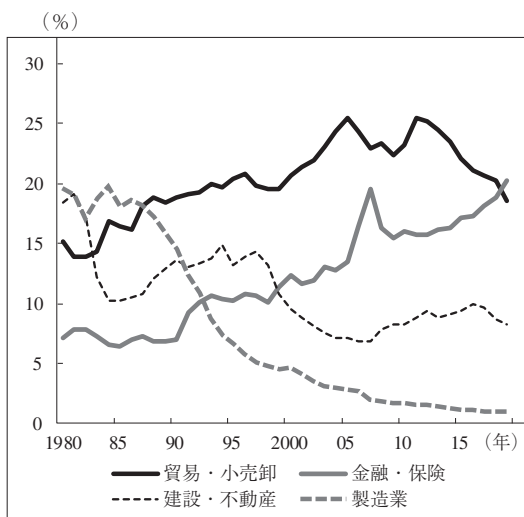
(注17) 中国は改革開放路線開始とともに、外資導入を積極化し、1985年頃から外資導入業種を選別し、直接投資に

図表14 香港の経常収支(対GDP比)と中国人訪問者比率



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

図表15 香港GDP：産業別シェア



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

より輸出を促進する方向性が明確になった（日向[2003]）。製造業拡大の勢いをそのままに、中国は1986年7月にWTO加盟を申請、2001年11月に加盟が承認された。

(注18) これにより、香港ではサービスにおける旅行の受取が急増した（サービス収支黒字に寄与）。一方、中国人旅行者向けに販売する宝飾品、子供用品、スマホなどの輸入も大幅に増加した（貿易赤字拡大に寄与）。

(注19) 香港ではタッチベース（抵壘）政策（国境付近で発見された場合は送還されるが、中心部でたどり着いた場合は居住権が付与されるという一風変わった制度。1979年に対象者が11万人とあまりにも多くなり廃止されることになった。）という中国との境界の曖昧さを象徴する制度があった。廃止により本土からの不法入境者の取り締まりが強化され、香港華人と大陸中国人の区別が明確になったとされる。

## 補論（2）香港ドルの米ドル・ペッグ停止の可能性

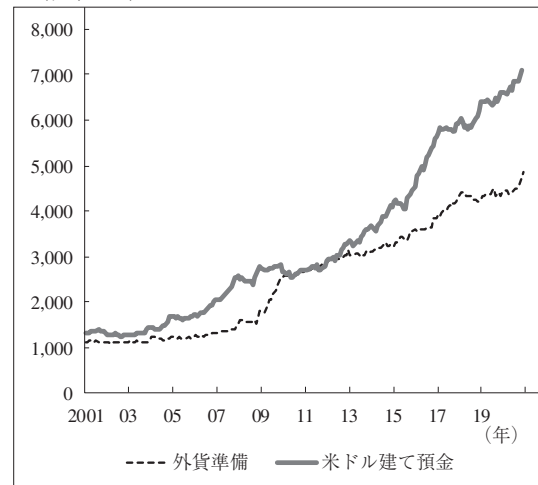
アメリカの対中強硬姿勢が強まるなか、国安法に対するより強力な制裁手法として香港ドルの米ドル・ペッグを停止させるという選択肢の可能性について注目が集まった。しかし、以下の3つの点から、ドル・ペッグ制度を停止に追い込むことは為替制度そのものを破たんさせる劇薬であり、アメリカにとってもデメリットが大きいことから、今後もアメリカによって実施される可能性は低い。

第1に、中国だけでなく、アメリカの経済・金融に与える影響が大きいことが挙げられる。アメリカ企業は2020年時点で香港に1,284の拠点をもち、その数は中国、日本に次いで多い。また、香港には2020年10月時点で7,093億米ドルもの米ドル建て預金があり、米ドル取引を円滑に行うためのインフラが整っている（図表16）。香港で米ドルが利用出来なくなれば、米ドル決済によるビジネスに大きな

支障をきたすだろう。加えて、香港当局が持つ外貨準備高は2020年11月末時点で4,860億ドルであるが、半分以上がアメリカ国債など米ドル建て資産である。米ドル・ペッグ停止となれば、ドル資産は売却され、代わりにペッグする通貨、または参照する通貨などの資産に置き換えられる。外貨準備の半分をアメリカ国債で運用していると仮定すると、アメリカ国債残高に占める割合は1%であるが、一時的に米金利を上昇させる圧力になる。

第2に、米ドルへの信用に悪影響が及ぶと考えられることである。ペッグ制度を採用し運用する権利は、採用する側の国・地域の当局にあり、アメリカにはない。アメリカがペッグ停止に追い込もうとする場合は、かなり強

図表16 香港の米ドル預金と外貨準備高  
(億米ドル)



(資料) HKMAを基に日本総合研究所作成

引なドル取引の規制措置を導入する必要がある。こうした強硬措置が他のペッグ採用国の不安を煽ることとなれば、為替市場におけるドルへの信用の低下は避けられないだろう。

第3に、香港の中国化が進んでしまうことである。米ドル・ペッグ停止の場合、代替策として最も可能性の高い人民元へのペッグ導入以外にも、通貨バスケット制や変動相場制への移行も考えられる。しかし、いずれも米ドル取引が難しいなかでは、人民元を軸とした通貨体制へ移行していかざるをえない。

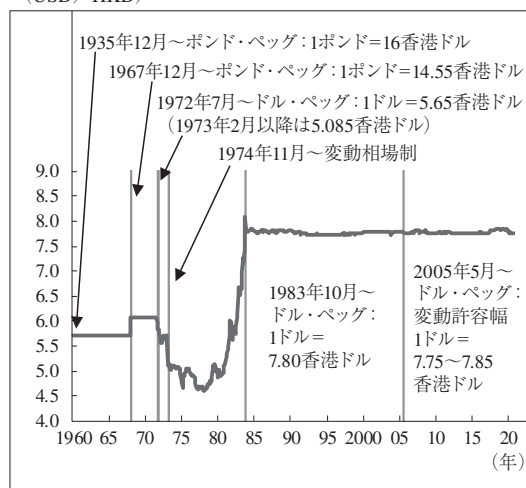
なお、香港通貨管理局（HKMA）は、人民元に自由な兌換性（freely convertible）がないことを理由に人民元ペッグへの移行は否定し続けている。とはいえ、数々の変更を経験してきた香港為替制度において（注20）、中国との経済の関係が強まるなかで米ドルではなく、中国人民元がペッグ先として見直される可能性は完全に排除されるものではない（注21）（図表17）。

（注20）香港ドルの米ドル・ペッグ制度は、1863年から続いた銀本位制から1935年にポンド・ペッグ（1ポンド=16香港ドル）に変更した時から始まる（HKMA [2005]）。その後、変動相場制への移行など様々な変更を経て、現在の1ドル=7.8香港ドルに固定する米ドル・ペッグ制（カレンシーボード制）が1983年10月17日から開始されている。その後、中国との経済関係が強まるなか、人民元ペッグへの移行に関する議論は長期にわたって続いている（関 [2006]）。

（注21）ちなみに、2006年に為替レートで人民元の水準が香港ドルを上回って以降、香港では人民元の現金利用が活発化している。香港内で人民元紙幣を使用可としている飲食店や小売店は多く、既に人民元は香港の人々の生活のなかに入り込んでいる。

図表17 香港ドル（対米ドル、月末値）

(USD/HKD)



(資料) HKMA, CEICを基に日本総合研究所作成

#### 参考文献

(日本語)

- JETRO [2019] 調査レポート「粤港澳大湾区発展計画概要（仮訳）（2019年4月）」
- [2020a] ビジネス短信「米トランプ大統領、香港関連の制裁法案に署名、香港の優遇措置停止も発表」、2020年7月16日
- [2020b] ビジネス短信「米政府、米株式市場保護の規制案を発表、基準満たさぬ中国企業の上場廃止も」、2020年8月11日
- [2020c] 「第5回香港を取り巻くビジネス環境にかかるアンケート調査（2020年10月）」
- [2020d] ビジネス短信「トランプ米大統領、中国企業31社への証券投資を禁じる大統領令に署名」、2020年11月16日
- 関志雄 [2006] 「「元高」に追随しない香港ドル—人民元ペッグへの移行は時期尚早—」、経済産業研究所「中国経済新論：実事求是」2006年6月28日
- 経済企画庁 [1971] 「昭和46年 年次世界経済報告 転機に立つブレトンウッズ体制」
- 蕭文嫻 [2017] 「香港金融の歴史と現在」大阪経大論集・第68巻第2号
- 清水聡 [2015] 「進展する人民元の国際化と今後の展望—資本取引の自由化との関係—（RIM 環太平洋ビジネス情報 Vol.15, No.57）」

10. ——— [2019] 「中国からの資本流出の減少と債券市場の開放」アジア・マンスリー 2019年2月号
11. 曾根康雄 [2020] 「中国の国際収支と金融の対外開放」亜細亜大学アジア研究所、アジア研究シリーズ No.104
12. 谷垣真理子 [2001] 「第9章 香港」、財務省財務総合政策研究所「経済の発展・衰退・再生に関する研究会」報告書
13. 日向裕弥 [2003] 「中国の外資導入と日系企業の対中投資」、JETRO調査研究報告書「中国の台頭とアジア諸国の機械関連産業—新たなビジネスチャンスと分業再編への対応—」
14. 中尾健太 [2019] 「上海・ロンドンストックコネクットの開始について」月刊資本市場2019年8月号
15. 中村寛、木戸真理子 [2019] 「日中ETFコネクティビティについて」月刊資本市場2019年8月号
16. 野木森稔 [2019] 「不透明感が強まる香港経済の展望—失われるビジネス拠点の優位性と維持される国際金融機能—」リサーチ・フォーカス No.2019-027
17. 三井住友銀行 [2017] 「広東・香港・マカオビッグベイエリア構想 (1) ~提出経緯と構成地域~」 SMBC Business Focus 第27号
18. 森一道 [2017] 「台頭する「ポスト華南経済圏」」芙蓉書房出版
- (英語)
19. Anadu, Kruttli, McCabe, Osambela, and Shin [2018] “The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability?” Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board
20. Carroll, John Mark [2007] “A Concise History of Hong Kong,” Lanham: Rowman and Littlefield (日本語訳: 倉田明子、倉田徹 [2020] 「香港の歴史—東洋と西洋の間に立つ人々 (世界歴史叢書)」)
21. IMF [2019] “The Future of China's Bond Market” (Edited by Alfred Schipke, Markus Rodlauer, and Zhang Longmei)
22. HKMA [2005] “HKMA Background Brief No.1: Hong Kong's Linked Exchange Rate System” [https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/background-briefs/hkmalin/full\\_e.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/background-briefs/hkmalin/full_e.pdf)

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本誌は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、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、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。