

2019年10月30日
No.2019-027

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 —

調査部 副主任研究員 野木森 稔

《要 点》

- ◆ 香港では、デモ・抗議活動と米中貿易戦争の余波という二つの逆風に晒されている。こうしたなか、香港経済の先行きに対して悲観論が大きくなりつつある。そこで本稿では、①景気面、②貿易などのビジネスセンターとしての役割、③国際金融センターとしての機能、の3点から今後の香港経済を展望した。
- ◆ まず、景気面では、貿易取引、小売売上、不動産市場の低迷により、景気後退入りの可能性が高い。また、政情不安定化や企業の脱香港の動きにより、中長期の成長率も大きく低下すると予想される。
- ◆ 次に、国際ビジネスセンターとしての優位性は、シンガポールなどに対して著しく低下すると見込まれる。デモ、米中貿易戦争が長期化するなかでは、サプライチェーン再編の動きなども絡み、貿易・卸売関連企業に加え、本社機能や地域統括機能の流出は避けられない。
- ◆ 一方、国際金融センターとしての機能は維持されるとみる。香港は、中国本土と海外を結ぶ国際仲介機能という独自の優位性を持つ。中国本土における国際金融機能が十分でないため、直ちに香港の代替機能を見つけるのは難しい。中国当局は今後も香港をグローバルな金融アクセスの窓口として利用していくとみられる。
- ◆ 日本企業は、香港の潜在成長力の低下や、ビジネスセンターとしての地位低下を踏まえ、香港でのビジネス展開を慎重に再検討することが求められよう。一方、中国金融市場の窓口としての機能は引き続き活用していく必要がある。

本件に関するご照会は、調査部・副主任研究員・野木森稔宛にお願いいたします。

Tel: 03-6627-0426

Mail: nogimori.minoru@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、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。本資料は、作成日時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。

1. はじめに

国際的なビジネスセンター、金融センターと称され、急成長を遂げてきた香港は、現在、二つの危機に直面している。まず、「逃亡犯条例」の改正を発端とするデモが過激化の一途を辿り、収束が見えない状況になっている。さらに、米中貿易戦争は中国向け貿易取引を大きく低迷させ、香港を拠点とする貿易企業に大きな打撃を与えている。こうしたなか、香港経済の先行きに悲観論が強くなりつつある。

過去を振り返ると、こうした事態に見舞われても香港経済はこれまで幾度となく立ち直ってきた歴史もある。1960年代後半の反英暴動¹が前途に不安な影を差すこともあったが、一時的なものにとどまり、その後社会秩序の安定とともに世界のビジネスハブとして高い自由度を持つ経済として急成長を記録していった。また、1997年は英国から中国への香港返還を巡る不透明感、2003年はSARS(重症急性呼吸器症候群)による経済の混乱を経験したが、香港における高度な自治の約束²、中国からの政策支援などもあり、その都度、香港経済は回復、そしてさらなる成長を成し遂げた。

しかしながら、今回の混乱の底流には米中の覇権争いや香港市民の根強い反発などもあり、問題の解決は過去に比べ容易ではない。香港経済の将来を憂う声は日に日に高まっており、景気動向だけでなく、香港のビジネスセンター、金融センターとしての地位は今後どうなるのかは大きな注目点となっている。そこで以下では、足元の状況について整理したうえで、今後予想される動きおよびその影響について分析する。

2. 内憂外患の香港経済

(1) デモ・抗議活動の深刻化

香港での「逃亡犯条例」の改正を発端とするデモ・抗議活動に収束の兆候が見られない。2019年6月9日に100万人規模(主催者発表ベース)の反対デモが実施された後、状況はエスカレート。8月には香港国際空港が事実上閉鎖に追い込まれた。10月23日には香港政府が同条例改正案を正式に撤回しているが、いわゆる「5大要求³」を掲げて抗議側は活動を継続すると見られる。

今回のデモ・抗議活動は2014年の普通選挙制度実施を求めた「雨傘運動」に続く流れがあり、一時的に途切れても継続する可能性は高い。香港の民主化運動の歴史を振り返ると、1997年に英国から中国に返還されて以降、2003年の国家安全条例に反対する「50万人デモ」、2012年の国民教育必修化に反対する「反国民教育運動」といった大規模デモがあり、条例廃案、導入撤回など何かしら勝ち取っている⁴。こうした経験から、今回も普通選挙を含めた要求を勝ち取るまで続けるとみられるため、デモは長期化する可能性が高い。さらに、米国では下院が「香港人権・民主主義法案」

¹ 香港では第二次世界大戦後に暴動が頻発していた。なかでも1966年の香港島と九龍半島を結ぶフェリーの値上げを発端とした抗議デモが大きなものとなった。参加者が暴徒化、夜間外出禁止令が敷かれ、何千人もの警察官が街に配備された。

² 1997年に英国から中国に返還される際、2047年まで50年間は高度な自治を認める「一国二制度」が維持されることになったが、それ以降の具体的な方針は定められていない。

³ (1) 改正案完全撤回、(2) 警察の「暴力」に関する独立調査委員会の設置、(3) デモを「暴動」とした定義の撤回、(4) 逮捕されたデモ参加者の釈放、(5) 普通選挙の実現、の5つ。

⁴ 2003年には香港政府は中央政府の求めに応じて香港基本法第23条に基づく治安立法(国家安全条例)の手続きを開始、それに反対する大規模なデモ行進が返還記念日の7月1日に発生した。これに対して、9月5日に香港政府は国家安全条例草案の全面撤回を発表した。また、2012年、当時小中高での必修科目として導入される予定になっていた「国民教育科」の内容が大陸式の共産党の「洗脳」愛国教育であるとの批判が広がった。学生が政府庁舎前で長期にわたって座り込みを行う「反国民教育運動」が発生し、同科目の必修化は撤回された。倉田徹 [2018] 「返還後20年の香港政治—中国と香港の巨大な変化」(『立教法学』第98号) 参照。



を可決するなど、デモを勢い付かせるような香港民主派支援の動きも見られている。

そうした中で、香港のビジネス環境の悪化は避けられない。特に小売売上は大幅に減少している（図表1）。香港は2003年にSARSの影響に苦しんだ際、経済支援として中国政府から本土住民の香港個人旅行が解禁されたこともあり、旅行業の中国本土への依存度は高まっていた。実際、香港における中国からの訪問者は2018年に年間5,103万人と香港の人口749万人を遥かに上回った。訪問者全体に占める中国からの比率も78.3%と、2000年の28%から大幅に上昇している。デモの過激化で治安が悪化したことで中国本土からの旅行者が減少し、旅行業、小売業に大きなマイナス影響をもたらすことになった。

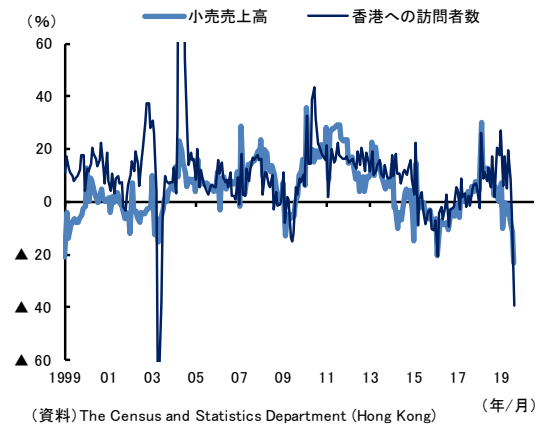
さらに、政情不安定化は海外企業の香港におけるビジネスの様々な利便性を低下させている。デモにより空港が封鎖されたことをはじめ、交通機関の運行にたびたび支障を来すなど、ビジネスインフラ全体が不安定な状況になっている。不測の事態への準備など企業活動における様々なコストが高まっており、香港のビジネス拠点としての魅力は大きく低下している。

（2）重くのしかかる米中貿易戦争の余波

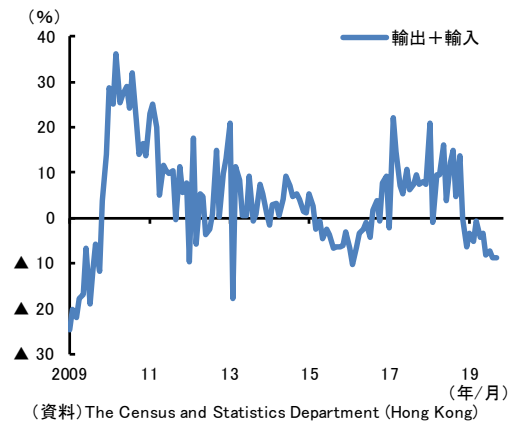
長期化の様相を呈する米中貿易戦争が香港経済に与える影響も大きい。香港は東アジアと東南アジアの中間という好立地に加え、低税率、効率的なビジネス制度により貿易ビジネスを一括して処理するのに適していたため、企業が集積する拠点として成長していた。2003年には、中国の香港への経済支援策として、中国と香港でCEPA（Closer Economic Partnership Arrangement、経済緊密化協定）が締結された。その中には、現地従業員の雇用や法人所得税の納付などで一定条件を満たすと、香港に進出する外資系企業は中国国内でのビジネスにメリットを得られるなどの措置も含まれた。その結果、中国向けの貿易拠点として香港の役割はさらに強固なものとなった。

しかしながら、足元では、米国による中国製品への関税引き上げによって、中国依存度の高さが仇となり、香港を経由した貿易取引量は落ち込んでいる（図表2）。また、米中貿易戦争が続くなか、中国での生産体制の見直しを含めたサプライチェーン再編も進んでおり、構造的な要因として香港の貿易拠点としてのメリット低下を加速させている。

**（図表1）香港の小売売上と旅行者数
（前年同月比）**



**（図表2）香港の貿易取引金額
（前年同月比）**



3. 香港経済への影響

デモ・抗議活動の深刻化、米中貿易戦争の余波の二つの要因によって、香港経済は足元で大きく揺らいでいる。加えて、国際的なビジネスセンター、金融センターとしての役割を不安視する見方も広がりつつある。

香港の産業別 GDP のシェアを見ると、製造業が急速に低下し、2017 年にはわずか 1% にしか満たない水準となっている（図表 3）。その一方で伸びてきたのが、貿易・ビジネスサービス業（ビジネスセンターとしての役割）、そして金融・保険業（金融センターとしての役割）、である。香港では、モノづくりの役割は消え、ビジネス・金融の仲介業に徹する姿が伺える。

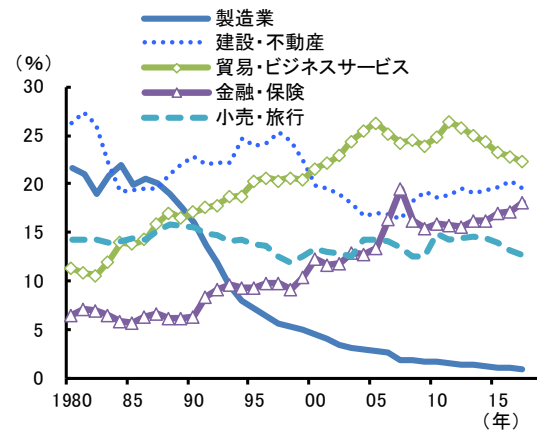
では今後、具体的に香港経済にどのような変化が現れるだろうか。以下では、デモ・抗議活動の深刻化、米中貿易戦争の余波がもたらす帰結を①景気、②ビジネスセンター、③金融センター、という3つの切り口から考察した。

（1）景気が大幅に悪化

2019 年上期の経済成長率は前年同期比+0.5%と、2018 年の前年比+3.0%から急速に低下している。足元では、貿易業がマージンの低下を背景に成長率の大きなマイナス寄与となるなど、貿易戦争の余波の影響が大きく出ている（図表 4）。また、前述したように、足元で小売業も大きく低迷しており、デモ・抗議活動の深刻化が同業のマイナス寄与度をさらに大きくさせていくだろう。香港の主要産業の一つである不動産にも悪影響が出始めている。デモ・抗議活動の深刻化、貿易戦争のエスカレートはともに香港へのヒト・モノ・カネの流入を妨げ、さらには流出を加速しかねない。高まる先行き不透明感は、香港不動産価格に下落圧力をかけるとともに、不動産市場の低迷が景気不振に拍車をかけることになろう。これらの結果、景気後退入りする可能性が高くなっている。

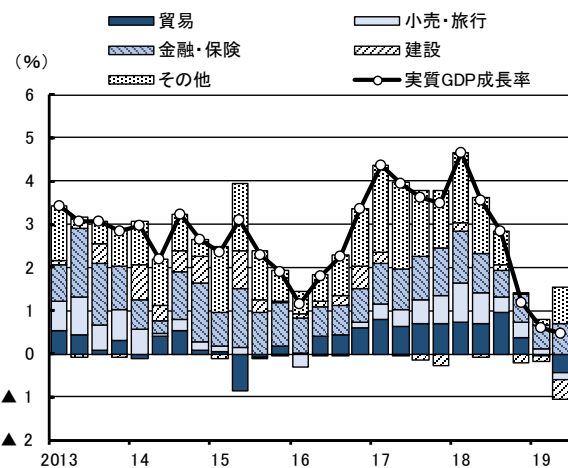
中長期の観点でも、成長率は大きく低下する見込みである。旅行者数の伸び悩みは続き、小売売上は低迷、飲食など様々なサービス産業の伸びも構造的に下押しされると見込まれる。サプライチェーンの見直しや中国への貿易取引量低迷などによる脱香港の動きも設備投資の低迷、労働環境の悪化を招き、成長率を継続的に下押しすると見られる。

（図表 3）香港の産業別 GDP の構成



（資料）The Census and Statistics Department (Hong Kong)

（図表 4）香港の GDP 成長率
（前年同期比）



（資料）The Census and Statistics Department (Hong Kong) (年/期)

(2) 国際ビジネスセンターとしての役割

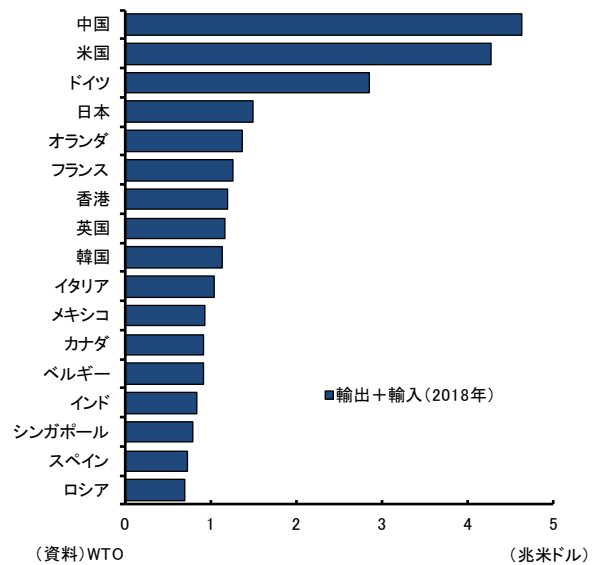
香港の国際ビジネスセンターとしての役割はシンガポールなどの競合に対しての優位性は著しく低下、今後さらに毀損されることになろう。

香港ではモノづくりはほとんど無いにもかかわらず、多くの国が貿易中継地として利用することから貿易取引量は世界で7番目の規模となる(図表5)⁵。積極的不介入(レッセ・フェール)政策と言われる自由競争を基本とする経済体制や低税率などの政策を背景に、規制の少ないビジネス環境や立地競争力の面で常に上位に位置づけられていることが大きい(図表6)。

しかし、制度面での優位性は変わらないにしても、評価されていた経済環境、インフラさらに、治安など面での評価が悪化する可能性は高まっている。悪影響は貿易や卸売関連企業はもちろん、企業の本社機能などにも出てくると予想される。

香港では中華圏を中心にアジアの地域統括機能を持つ企業も多い⁶ため、シンガポールなどで代替可能な部分も大きい。さらに、これらに付随する法務・会計などビジネスサービスも多数存在するが、本社機能、地域統括機能に追従する形で他地域へシフトする可能性が高まっている。

(図表5) 各国・地域の貿易取引量



(図表6) 各種調査による世界ビジネスセンターランキング

世界銀行 ビジネス環境ランキング (2019年10月24日公表)		国際経営開発研究所 (IMD) 世界競争力ランキング (2019年5月28日公表)		世界経済フォーラム (WEF) 国際競争力ランキング (2019年10月9日公表)	
順位		順位		順位	
1	ニュージーランド	1	シンガポール	1	シンガポール
2	シンガポール	2	香港	2	米国
3	香港	3	米国	3	香港
4	デンマーク	4	スイス	4	オランダ
5	韓国	5	UAE	5	スイス
香港の個別項目における順位					
5	法人設立・開業	10	経済状況 (国内経済、物価など)	5	制度的環境
1	建設許可			3	インフラ整備
3	電力確保	1	制度面の効率性 (税制やビジネス関連法)	3	ICTの採用
51	資産登記	2	ビジネスの効率性 (生産性、金融など)	1	マクロ経済
37	資金調達	22	インフラ整備 (各インフラ、教育など)	1	健康
7	投資家保護			20	技術適応力
2	納税			1	財市場の効率性
29	貿易			7	労働市場の効率性
31	契約履行			1	金融市場
45	破綻処理			28	市場規模
				15	ビジネスの洗練度
				26	イノベーション

(資料) 世界銀行、国際経営開発研究所 (IMD)、世界経済フォーラム (WEF)

⁵ 香港での製造業生産規模は僅かであり、自ら財を生産する能力はほとんどない。そのため、全輸出の98.9% (2018年) が再輸出であり、巨額の貿易取引から得られる商業マージンが香港経済のけん引役の一つとなっている。

⁶ 地域統括拠点の役割・機能には、①経営企画機能、②業務支援機能、③持ち株機能、④金融・財務統括機能、⑤販売・物流・生産管理・技術支援統括機能、などがある。和瀬幸太郎[2016]「アジア地域統括拠点」(『ジェトロセンサー』2016年7月号)参照。

(3) 国際金融センターとしての役割

もう一つの柱である金融センターの役割についても一定のマイナスの影響は避けられない。しかし、中国本土での金融市場開放を急加速することは容易ではないため、中国当局は香港をグローバルな金融アクセスの窓口としてうまく利用していきたいという考えは変わらないだろう。そのため、香港における国際金融機能の重要性が大きく低下するとは考えにくい。

香港の国際金融センターとしての役割は、長い間、非常に高い位置づけにある。図表7のZ/Yenグループの示すランキングでも、2008年のリーマンショック時、2015年の人民元ショック後に一時的に4位に落ちたものの、ほとんどが世界第3位の位置を維持している。

(図表7) 世界金融センターランキング

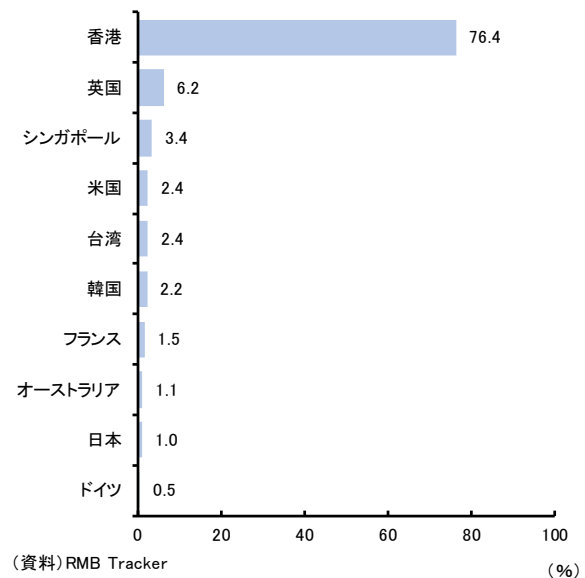
2007年3月時点		2008年9月時点		2013年3月時点		2016年9月時点		2019年9月時点	
順位		順位		順位		順位		順位	
1	ロンドン	1	ロンドン	1	ロンドン	1	ロンドン	1	ニューヨーク
2	ニューヨーク	2	ニューヨーク	2	ニューヨーク	2	ニューヨーク	2	ロンドン
3	香港	3	シンガポール	3	香港	3	シンガポール	3	香港
4	シンガポール	4	香港	4	シンガポール	4	香港	4	シンガポール
5	チューリッヒ	5	チューリッヒ	5	チューリッヒ	5	東京	5	上海
6	フランクフルト	6	ジュネーヴ	6	東京	6	サンフランシスコ	6	東京
7	シドニー	7	東京	7	ジュネーヴ	7	ボストン	7	北京
8	シカゴ	8	シカゴ	8	ボストン	8	シカゴ	8	ドバイ
9	東京	9	フランクフルト	9	ソウル	9	チューリッヒ	9	深セン
10	ジュネーヴ	10	シドニー	10	フランクフルト	10	ワシントン	10	シドニー
香港の個別項目における順位									
4	ビジネス環境	4	ビジネス環境	3	ビジネス環境	4	ビジネス環境	3	ビジネス環境
5	人的資本	3	人的資本	3	人的資本	3	人的資本	2	人的資本
3	インフラ整備	3	インフラ整備	3	インフラ整備	3	インフラ整備	2	インフラ整備
3	市場へのアクセス	3	市場へのアクセス	3	市場へのアクセス	4	金融セクター発展度	3	金融セクター発展度
4	一般的競争力	3	一般的競争力	3	一般的競争力	4	評判	2	評判

(資料) Z/Yenグループ

同調査での個別項目で見られるように、発展した金融市場やそのインフラ整備が、この高い評価の大きな要因となっている。しかし、それらをさらに強固にしているものとして、他の金融センターにはない、香港独自の特徴である「中国本土と海外を結ぶ国際金融仲介機能」を無視することはできない。この「中国本土と海外を結ぶ国際金融仲介機能」として重要な分野には、以下三つを挙げることができる⁷。

第1に、人民元決済システムなどインフラが充実していることである。資本規制にとらわれずに中国本土との人民元での国際金融取引を行うのは、依然として、香港以外では容易ではない。2004年に開かれた香港の人民元オフショア市場は、貿易

(図表8) 人民元オフショア決済取引のシェア (2019年9月時点)



⁷ ウォール・ストリート・ジャーナル (2019年10月22日付) でも、「香港が中国にとって重要な訳：マネーがすべて」と題して同様の指摘がなされ、本稿で示した3つに加え、香港が欧米型規制制度をもつなど「高い信頼性」があること、中国直接投資はほとんど香港経由であるなど香港が「直接投資のゲートウェイ」の役割があること、を挙げている。

決済、人民元の調達、運用の場として急速に成長している。オフショア人民元決済では、香港経由が世界の73.4%を占め、最大の規模になっている（図表8）⁸。

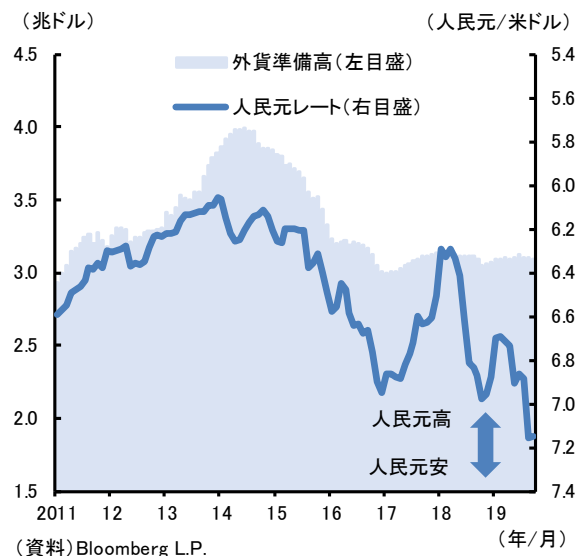
第2に、グローバルでの中国証券（株や債券）の自由度の高い取引のほとんどが香港経由となっていることである。債券ではボンドコネクト⁹、株式ではストックコネクト¹⁰といった仕組みがその中心である¹¹。

第3に、新規株式公開（IPO）やドル建て債券でのグローバルでの資金調達の拠点として香港は重要な機能を持つ。グローバル企業が中国展開を意識して資金を調達、新規株式公開（IPO）を実施したい場合には、中国本土内ではなく香港が選ばれる状況が続いている。実際、香港のデモ激化にもかかわらず、ベルギーのビール大手会社が子会社の香港での上場を2019年9月30日に実施している¹²。また、中国企業の多くはドル建て債券を香港で発行し、グローバルな投資資金を集めるという構図も確立している。これに対して、中国本土市場ではグローバルに業務を展開する企業の資金確保に十分対応できないのが現状である。

図表7で見ると、中国では上海だけでなく、北京や深センといった都市で金融機能の評価が上昇している。もっとも、これらの都市の金融機能は中国国内で存在感を示しているが、実際の国際取引において存在感はまだ小さく、依然、香港の「中国本土と海外を結ぶ国際金融仲介機能」なしに海外企業、中国企業ともに国際金融取引をすることは容易ではない。香港GDPの対中国GDP比率は1997年の18.4%から2018年に2.7%と大きく低下していることから、「香港経済は中国経済にとって無視できる存在」との見方もあるが、金融面では、「中国本土への国際金融仲介機能」により中国にとって香港の存在感はむしろ高まっている。中国への返還後、香港は特に高い経済自由度が維持できるかについて疑問視する見方が強まったなかでも、中国当局は「本土では経済運営安定を優先、香港をグローバルな金融アクセスの窓口として有効活用」、という戦略を堅持したことが大きい。

また、根深い問題として残る資本流出も中国本土の都市による金融機能代替を阻んでいる。足元でも米中貿易摩擦の激化などによる中国経済の減速や人民元の対ドルレートの急速な下落などを受

（図表9） 人民元相場と外貨準備高



⁸ アジアマンスリー2015年4月号「人民元の国際化と東京市場の国際金融センター化」（2015年4月1日付、清水聡著）参照。

⁹ 2017年7月に香港から中国本土への取引「北向通」が開始。海外の機関投資家が香港の決済システムを使って中国本土の債券を売買できるようになった。

¹⁰ 2014年11月17日に上海証券取引所と香港証券取引所の相互間で行われる人民元建て上場株式の取引が導入された。2019年6月17日には上海・ロンドン・ストックコネクトもオープンしている。

¹¹ 中国本土と海外との直接の証券取引については、2019年9月10日に適格域外機関投資家（QFII）、人民元適格域外機関投資家（RQFII）の取引上限撤廃が発表されたことで、自由な取引に向けて大きく進展している。しかし、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まだ問題が多い。また、適格国内機関投資家制度（QDII）の取引上限の緩和の議論は出てきておらず、国外への投資には引き続き厳しい規制がある。

¹² CDR（中国預託証券）の導入での中国本土市場での上場を活性化する動きも出ているが、条件が厳しいなどの問題が指摘されている。実際に、2018年に中国スマートフォン大手企業はCDRを使って中国本土での上場をめざしていたが、突然延期した。当局が投資家保護に関して厳しい条件を示したことが背景にあるとされている（2018年7月19日付日経新聞参照）。

けて、資本流出は中国当局にとって懸念材料となっている（図表9）¹³。2016年以降強化された資本規制により、中国本土から資金を海外に出すことが容易ではなくなっており、当面、それが大きく緩和される可能性は低い。自由な金融取引は香港を通じた限定的なルートに制限する形にして、中国当局は引き続き、香港をグローバルな金融の窓口としてうまく利用していきたいという思惑がある。

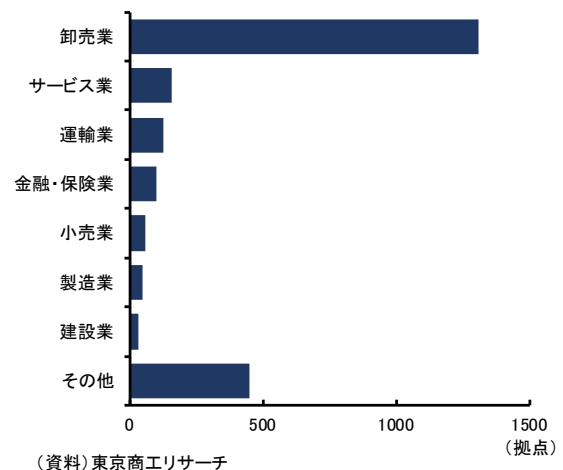
一方で、すでに香港から資金がシンガポールになど他の地域に流出している、とする報道記事も見られる¹⁴。仮に、資金が大規模に流出する事態となれば、国際金融センターとしての立場が脅かされることになる。しかし、これまでの流出金額は非常に小規模であり、香港の国際金融市場としての位置付けが著しく毀損されていると考える必要はない。実際、足元では香港ドルは安定しており、ペッグ制度で定められたレンジ内で推移している。香港金融機関における預金残高は8月の13.6兆香港ドルと6月以降ほとんど変化がなく、高水準を維持している。ここまで見てきたように、引き続き中国への金融取引の仲介地として香港は重要性を維持することで、急速な資金流出は一時的かつ、流出規模も限定的にとどまるだろう。

4. おわりに：日本企業は何をすべきか

香港のビジネスセンターや金融センターの役割は、中国本土からのビジネスが極めて大きな源泉となっている。それゆえ、デモ、米中貿易戦争という一連の中国絡みの問題は香港の世界経済における地位の著しい低下に帰結することになる。本稿で見た通り、潜在成長力の低下やビジネスセンターとしての機能の毀損などから、シンガポールなどの競合に対する優位性を失うことが予想される。一方、金融センターとしての機能は重要性を維持すると見込まれる。

今後、日本企業がアジア進出時において香港拠点を置く場合には、そのリスクをしっかりと認識する必要があるだろう。10月23日にJETROより公表された「香港を取り巻くビジネス環境にかかる緊急アンケート調査(2019年10月)」によると、小売・飲食の75%、運輸・倉庫の73.7%、商社・貿易・卸売の58.1%が1~8月の業績について「悪化している」または「大幅に悪化している」と回答している。香港に進出している日系企業の57.2%を占める卸売業は、米中貿易へのエクスポージャーによっては悪影響が広がっていると見られる（図表10）。デモ・抗議活動は今後も断続的に続く公算が大きく、貿易戦争も終わりが見えない

（図表10）香港に進出する日本企業
（2019年10月時点）



¹³ アジアマンスリー2019年2月号「中国からの資本流出の減少と債券市場の開放」（2019年1月24日付、清水聡著）参照。
¹⁴ 2019年10月3日付け Bloomberg “ゴールドマンによると、投資家は8月までで30億-40億ドルの預金を香港からシンガポールに移した可能性がある”、2019年10月18日付け Bloomberg “調査会社ユーリカヘッジがまとめたデータによれば、7-9月（第3四半期）は約10億米ドル（約1085億円）の純流出で、規模としては2009年4-6月（第2四半期）以来の大きさとなった”など。

いなか、香港でのビジネス展開には不測の事態への準備も含め、様々なコストについて想定しなければならないだろう。

一方、中国金融市場の窓口としての香港の機能には引き続き頼る必要がある。中国本土自体が様々な困難を抱え金融市場開放が滞るなかで、香港という異質な国際金融都市をうまく利用していきたいという中国当局の思惑は残るからだ。香港の国際金融拠点としての重要度に変わりはないため、引き続き金融においては主要なビジネス機会を見出すことができよう。

以 上