

香港における金融政策の変化

田 口 重 雄

Changes in Monetary Policy in Hong Kong

Shigeo TAGUCHI

Following the reunification in July 1997, Hong Kong Special Administrative Region (HKSAR) continued to adopt a high degree of autonomy under the principle of "One Country, Two Systems" in accordance with Basic Law. The contagion of the Asian financial turmoil triggered substantial selling pressure in Hong Kong dollar and its stock markets. HKSAR made every effort to defend the linked exchange rate system against several rounds of speculative attack successfully. However, measures adopted by HKSAR, e.g. intervention in stock markets, and unnecessary dependence upon Mainland's interpretation of Basic Law might become the turning point to weaken long-cherished effectiveness and competitiveness in Hong Kong financial market.

まえがき

イギリスは、アヘン戦争後、清朝から香港島・九龍半島の永久割譲を受け、さらに新界地区を99年間租借した(1898年)。1949年に成立した中華人民共和国はイギリスによる香港の占有を正式には認めず、しかるべき時期に主権を回復する旨折に触れ主張してきたが、新界租借開始の99年後、即ち1997年によりやく屈辱的な歴史の清算としての香港返還が実現し、中国は香港全域の主権を回復した。しかしながら、ポルトガル統治下のマカオの返還(1999年末)、さらには台湾の統一問題を控えていることから、中国政府が返還交渉開始以降に示した基本方針は、当面は名目的な主権の回復にとどめ、政治・経済体制の変更、即ち性急な中国化は求めないというものであった。この方針は、「一国兩制」(一国二制度、中国の社会主義と香港の資本主義の併存)、「港人治港」(香港人が中国の特別行政区としての香港を自ら治める)の二つのスローガンに示されている。

それでは、返還から2年を経過したいま、当初の期待どおりに香港人による「高度な自治」は保たれているのか、主として金融政策の面から考察してみた。1997年7月にタイバーツの暴落に端を発したアジア通貨危機や広東国際信託投資公司(GITIC)等中国の経済発展をリードしたノンバンクの実質的な破綻等が相次いで起こり、肝心の香港自体の景気動向も冴えないことから、特別行政区政府の大蔵省に相当する香港金融管理局は難しい政策立案・遂行局面に直面している。

基本法(中華人民共和国香港特別行政区基本法)

返還および返還後の香港の諸条件をめぐるイギリス・中国間の交渉は、最終的に「中英共同声明」の調印(1984年)で決着し、同声明の内容は「基本法」に盛り込まれた。基本法は、中国の全国人民代表大会(国会に相当)で採択・公布され(1990年4月)、返還後の香港の最高規範である。解釈および修正に関する権能は全国人民代表大会にあるとされているので、返還後の香港は完全な自治権を有しているわけではないが、イギリス統治下と比べ、現行制度(資本主義の維持)の存続は50年、のくだりを除けば、国際協定の締結権

にみられるようにむしろ自治権の範囲は拡大したといえる。しかしながら、中国は「法治主義」ではなく「人治主義」であり、法律・条例等で決められている事項が正式な手続きを経ずになし崩しにされたり、あるいは勝手な解釈が加えられることがあると称されている。この点を念頭に置いた観察が今後とも欠かせないと言えよう。

基本法のなかで香港の金融に関係する主な規定は以下となっている。

§109 特別行政区政府は、国際金融センターとしての香港の地位を維持するために適切な経済的・法的環境を用意する。

§110 香港の通貨・金融システムは、法の定めるところにより規定される。

特別行政区政府は、みずから通貨金融政策を決定し、自由な金融業の経営及び金融市場を保障し、法により金融業者及び市場を規制・監督する。

§111 香港ドルが、今後も法定通貨として流通する。香港ドルの発行権限は、特別行政区政府が保持する。香港ドルの発行は、全額 reserve fund により裏打ちされていなければならない。

香港ドル発行及び reserve fund のシステムは、法の定めるところにより規定される。

特別行政区政府は、通貨の発行が健全に行われかつ通貨の安定性維持の目的に適合することを確認した上で、自らの権能に基づき特定の銀行に香港ドル発行及び発行継続の権限を与える。

§112 特別行政区においては、いかなる外国為替管理も行われぬ。香港ドルは自由な交換性を有する。外国為替、金、証券、先物およびこれに類する取引は、継続される。

特別行政区政府は、自由な資本取引を域内及び出入において保障する。

§113 特別行政区の Exchange Fund (外為基金) は、主として香港ドルの交換価値を規定するため、特別行政区政府により運用され、管理される。

ところで、基本法の最終的な解釈権及び修正権については、当然のことながら、基本法を成立させた全国人民代表大会にあって特別行政区政府には無い。従って、特別行政区政府の自治権は、この限りにおいて制約を受ける。

§158 基本法の解釈権は、全人代常務委が保持する。なお、常務委は、特別行政区の裁判所が裁判権を行使するにあたり自治権の範囲内で自ら解釈権を行使することを認める。但し、本国と特別行政区間の関係に関する場合はこの限りではなく、事前に常務委の解釈を徴し、それに従う。

§159 基本法の修正権は、全国人民代表大会にある。

香港及び中国本土との金融制度・政策上の関係

中国政府の金融政策の責任者による公的見解は以下となっている。返還後の「一国二制度」に代表される香港の自治権はあくまで中国政府が主体的に判断して決めたものであり、中英交渉の結果としての妥協の産物ではなく、中国及び香港の将来に貢献するものであると断言している。面子を重んじるお国柄からすれば、当然の立場を貫いていると言えよう。なお、中英共同声明は条約として国連に登録されており、中国政府は当然声明の各条項に拘束されると自ら明言している。

中国と香港の金融制度及び政策上の関係を、基本法の各条項と照らし合わせると以下となる。

1、通貨については、返還以降もそれまでの発券システムと通貨管理が維持され、本土においては人民元、香港においては香港ドルが流通し、流通区域外においては各々外国通貨として扱われる。カレンシーボード制（ドルペッグ制）の下では、発券銀行3行の発券する香港ドルは、同額相当の米ドルによって保障されており、中国政府も現システムを支持する。また、両通貨は従属関係ではなく互いに独立し、依存関係にもない。

2、中国人民銀行及び香港金融管理局は互いに独立の関係にあり、人民銀行が香港金融管理局にとって代わることもないし、特別行政区内に出先を設置することはない。近年の両地域の経済金融関係は緊密化の一途を辿っているため、両金融当局は今後とも協力関係の一層の緊密化に努めるべきである。

- 3、香港金融管理局は、引き続き国際慣行に基づき本土に本拠を置く金融機関の香港出先の管理監督を行う。お互いの地域への進出は、外国金融機関として認可される。香港の金融機関は、中国内で他の外国系金融機関と同じように優遇措置を受けることができるが、本土系金融機関については特別行政区内においていかなる特権も与えられない。
- 4、中国人民銀行は、香港の通貨の安定を支援する。1996年始めに、米国財務省証券のレポ取引契約を締結済みであり、香港金融管理局の流動性確保のため支援を行うことができるが、この他必要があれば、中国の外貨準備も投入する用意がある。しかしながら、中国政府が、香港の Exchange Fund や他の資産をいかなる方法・理由によっても上納させることはありえない。
- 5、中国本土・香港間の金融取引は、従来通り国際間取引として取り扱う。債権回収、倒産等の問題についても同様である。また、中国企業が香港で資金調達を行う場合、国際慣行或いは香港における通常の取扱いとし、特別扱いは受けないものとする。
- 6、本土系金融機関は香港法を遵守するものとし、他の金融機関に比し有利な取扱を受けることはない。
- 7、上海と香港の関係については、香港の国際金融センターとしての地位はゆるぎないものであり、人民元が未だ交換性を確保していないことを考慮すれば、上海が早急に国際金融センター化することはない。中国の経済規模を考えれば、将来は二大センターとして互いに補完して発展することはいうる。

上記からも明らかなように、当時の香港当局及び金融界の要望が容れられ、香港官民の返還に伴う複雑な感情を斟酌して主権の回復を主眼とした中国政府の基本方針が如実に表れた内容となっている。またこれまで中国の経済発展に貿易や金融面で多大の貢献をしてきた香港の活力を今後とも維持しなければならないとの配慮が窺えるし、香港の急速な中国化は国際金融マーケットとしての香港に対する不信を招き、中国政府の思惑と逆の方向に行きかねないとする考えが働いている。

香港の金融政策・制度

香港の金融制度の特徴としてまず挙げられるのは、カレンシーボード制いわゆる香港ドルを米ドルにペッグ（後述）させる通貨制度である。また香港には為替管理がなくオン・オフショア（内外）一体であって、参入及び運営に関する規制がほとんど無く、最も自由なマーケットの一つである。（レッセフェール、積極的不介入主義）。

香港ドルの発券（紙幣）銀行は3行あり、1998年末のシェアは、香港上海銀行66.4%、チャータード銀行12.5%、中国銀行21.1%となっている。1997年末の各行シェアは、それぞれ72.5%、13.0%、14.5%なので、中国銀行が伸ばしたシェア（6.6%）分を香港上海・チャータードがダウンさせたのがわかる。硬貨の発行は、金融管理局が行っている。

香港のカレンシーボード制（米ドルペッグ制）は、発券銀行が米ドルを金融管理局の外為基金に無利子で預託し、引き換えに受け取る債務証券を担保に1米ドルにつき7.8香港ドルの紙幣を発行する仕組みである。紙幣を回収したときは、債務証券と引き換えに金融管理局から米ドルを取り戻す。他の商業銀行も発券銀行に対して同様の取引を行い、香港ドルを取得・返納する。

市場における為替レートとの関係のメカニズムは、以下となる。香港ドルが対米ドルで上昇し、1米ドル＝7.7香港ドルになると、発券銀行は市場で調達した米ドルを外為基金に持ち込み、7.8香港ドルを対価として受領する。この結果、0.1香港ドルのマージンが稼げることになるが、そうなると同じ取引が大量に発生するので市場では裁定が働き、為替レートは再び7.8香港ドルに収束することになる。金融管理局も外為基金を使って市場で米ドルの売買を行うので、市場介入により香港ドルの為替レートを操作し、同時に香港ドルのマネーサプライを調整することになる。

中英交渉の進展につれてマーケットは香港の将来に対し悲観一色となり、わずか2日間のうちに香港ドルは15%も売り込まれ、1983年9月23日に1米ドル9.65香港ドルの値をつけた。この通貨・銀行危機の收拾過程の翌10月に、上記の1米ドル＝7.8香港ドルの固定レートによるペッグ制が採用され、現在に至っている。香

港ドル為替レートが米ドルにリンクしている結果、米ドル、即ちアメリカの金融政策がそのまま香港にストレートに反映し、自らの政策を展開し得ないという弱点がある。また香港ドルの投機的な売り圧力が金利の上昇につながり、不動産、株を中心とする資産市場にマイナスの効果をもたらす面も大きい。しかしながら、かかる弱点を抱えつつも香港ドルのペッグ制は、香港経済の屋台骨である貿易の発展に大きく寄与し、その安定を支えてきた（1983年から1996年に至る13年間の国内総生産の平均伸び率は6.2%）。中国政府、特別行政区政府ともに香港ドルのペッグ制は、返還後の香港経済及び中国経済の発展に欠くべからざるものと判断してその堅持を折に触れて明言し、1997年のアジア通貨危機の際も香港ドルの防衛に注力した。もっとも「一国二制度」を維持するとされる50年間に亘って米ドルとのリンクを堅持できるのかは多に疑問のあるところで、現に返還後においては、香港ドルは人民元との関係において投機的目標にされることが多い。このことからいずれは米ドル単一のリンクを捨て、貿易振興に最も資する米ドルに本国通貨である人民元も加えた通貨パッケージを対象とする変動相場制への移行が考えられるところである。しかし、基本法により中国政府から大きな裁量権を与えられている特別行政区政府としては、現行のペッグ制放棄が市場への屈服・敗北との評価を受けることを嫌って、最終的には基本法の条項に則り、中国人民銀行の助力及び豊富な中国の外貨準備を動員して市場に介入し、最後までペッグ制に固執するであろう。そうすることがまた、特別行政区政府に与えられた自治権の弱体化を回避することでもあるからである。なお、これまでに香港ドルを襲った投機的な企てを列挙すると、1987/10の証券危機、1989/6の天安門事件、1990の湾岸戦争、1991夏のBCCI事件と香港の金融危機、1992/9の欧州通貨危機、1995/1のメキシコ通貨危機、1997/2鄧小平死亡報道に加えて、1997/7のタイバーツ投機に始まるアジア通貨危機においては数次に亘って投機の波に洗われる等々、枚挙にいとまがない。

金融市場再検討報告書 (Report on Financial Market Review)

アジア通貨危機の洗礼を受け、特別行政区政府は香港の金融・証券市場のあり方について検討した結果を『金融市場再検討報告書』として取り纏めた(98年4月末)。報告書の作成に参加したのは、香港金融管理局、SFC（証券監督機関）、香港証券取引所のほか、先物取引所や証券決済機関も加わり、本文だけでも100ページを超えるものとなったが、①ペッグ制の堅持、②証券市場の整備が喫緊の課題、が主な提言である。ペッグ制の特徴として、売り圧力がかかると必然的に金利が上昇することから、企業・家計等債務を負っている者に大きな金利負担をもたらす、資産価値の下落、消費の大幅収縮をもたらすことは避け得ない。通貨防衛に固執する限り、このペッグ制の持つ大きな弱点を克服することは不可能なので、通貨の米ドルへの移行、完全固定相場制への移行等、基本法の枠を超えての議論・提案まで検討されたが、結局現行のペッグ制に優る代替案は見つからず、現行制度の堅持という結論に落ち着いた。金利上昇による家計の不動産借入金利負担を極小化するためには固定金利借入を推進すべきとされ、また金融機関が固定・変動金利リスクを回避するための手段としてモーゲージ買取を目的とする香港モーゲージコーポレーションの創設も提言された。

証券市場の整備については、マレーシアのように投機的な取引の禁止に走ることをせず、居住者に対する株の貸借機能の導入やシステム取引への一層の移行促進にみられるような機能面での充実に加えて、マーケット規制・開示の強化を通じて取引の透明性を高める方向で種々方針が打ち出された。基本法の条文で国際金融センターとしての発展を内外に宣言している香港にとって、マイナスとなるような後向きの「改革、案」が打ち出されず、中国本土及び香港の将来にとって望ましいと評価できる内容であり、可能なものは即実施に移された。タイに端を発した通貨危機の発生から2年経過し、アジア諸国は不況から徐々に立ち直りつつあるので、これら改革案の着実な実施は域内の金融センターとしての機能を一層充実させるものと期待できる。

7つの技術的な施策 (Seven Technical Measures)

98年8月、日本の景気低迷・金融不安と中国の人民元切下げ懸念が共振する形で香港始めアジア株を急落

させ、更に経済混乱に陥っているロシアによるルーブルの実質切下げが連鎖安の追い打ちをかけた。8月13日の香港株式市場のハンセン指数は93年4月以来ほぼ5年4ヵ月ぶりに安値を更新し、6660.42で取引を終えたため、特別行政区政府は翌14日の市場で株式の買支えを断行した。世界第3位の外貨準備(6月末現在965億米ドル)をバックに、株式市場への介入という異例の措置を取ったものであるが、ヘッジファンドによる株式・香港ドルの投機売りに断固とした対決姿勢を示したものと見えよう。前週から香港ドル売りが殺到し、為替相場は香港金融管理局の香港ドル防衛ラインとされる1米ドル=7.75香港ドルに張り付いた結果、香港ドルの市場金利は年13%程度まで急騰したため、株価急落を加速していた。投機筋の香港ドル売りが香港経済に深刻な影響を与え、やがて香港市民の香港ドルへの信認の低下がペッグ制の動揺に繋がりがねないとの判断から、香港金融管理局は株式市場への介入という思い切った措置を決定したものである。特別行政区政府の曾蔭権財務官も記者会見の場で、介入の意図を明言して香港ドル防衛に向けた特別行政区政府の強い意思を示した。これを積極的不介入主義からの決別とみるか、あるいはヘッジファンドに代表される市場の行き過ぎへの是正策と見るかは意見の分かれるところであるが、任志剛香港金融管理局総裁は、レッセフェール政策の変更ではないと重ねて強調している。

こうした動きを受けて香港金融管理局は、9月2日に主力株のカラ売り禁止策を打ち出し、先物の証拠金も引き上げたのに続き、同月5日、カレンシーボード制の改革策として『7つの技術的な施策』を発表した。主目的は、ペッグ制の堅持、流動性供給の増加、金利安定化であるが、以下7項目を列挙する。

- 1、すべての銀行の決済勘定にある香港ドルを7.75香港ドル=1米ドルの固定レートで米ドルに交換することを保証する。なお、この換算レートは、市場動向を勘案して徐々に7.8香港ドル=1米ドルに移行させる方針である。(11月に至り、翌99年4月1日以降毎日\$0.0001ずつ500日に亘って調整する旨決定)
- 2、LAF (Liquidity Adjustment Facility、流動性調整基金) のビッドレートを廃止し、翌日ものの金融市場で銀行の余剰資金の受入れをとりやめる。
- 3、LAF をディスカウントウィンドウに名称変更し、銀行が資金調達する手段とする。
- 4、Exchange Fund Bills (外為基金証券) のレポ取引によるオーバーナイト資金の調達に関わる制約を撤廃する。頻繁な資金調達に伴う懲罰的なレートを課さない。
- 5、資金流入がある場合にのみ為替基金証券を発行し、外貨準備の裏付けがあることを明らかにする。
- 6、銀行によるディスカウントウィンドウ借入については、累進的な利率を適用する。
- 7、外為基金証券以外の証券を用いてディスカウントウィンドウ借入を実行する場合の制約は、引続き堅持する。外貨準備により裏付けされない流動性の創出を制限するものである(適用レートは、0.25%割高な水準とする)。

これらの施策は、銀行間市場で香港ドルの流動性を拡大し、金融緩和効果を現出したことから、金利上昇を狙った投機筋の香港ドル売りを封じ込める効果を発揮し、3ヵ月もの金利はほぼ1ヵ月ぶりに10%を割り込んだ。また株式相場も香港金融管理局の腰を入れた介入が奏功し、10月始めにはハンセン指数も7500台に持ち直したのに加え、ロシア危機により大打撃を受けた米ヘッジファンドがポジションを手仕舞ったことから、ペッグ制を巡る投機的な動きは沈静化した。

曾蔭権財務官は、「8月中の香港ドルに対する投機売りは過去最高の62億米ドルと、97年10月に記録した30億米ドルの2倍にも達するものであった」と立法会(議会)で証言している。また外為基金投資公司(株式保有のために特別行政区政府が設立した機関)は、株式買い介入の総額(8月中)は150億米ドルに上ったと明らかにしている。

香港の金融政策の弱点は、ペッグ制の維持に伴う高金利が企業・家計の金利負担を増大させ、また資産価格の下落となって表面化することにある。現時点でペッグ制を放棄すれば、香港ドルは実体経済に頼寄せする形で売り込まれ、資本流出、高金利、インフレ昂進等未曾有の困難に陥ることは必至であり、中国経済への悪影響もはかり知れないものがある。従って、特別行政区政府としても、積極的不介入主義の路線変更と

も取れる株式市場への介入を行ってまで、ペッグ制の堅持に固執したものである。しかしながら、不動産価格の調整等を行い、高コスト体質の改善を進めない限り、今後も投機筋が香港ドル売りを仕掛ける可能性は極めて大である。

国際信託投資会社と基本法解釈要請問題

98年10月6日、中国政府は突然、広東国際信託投資会社（GITIC）の清算を決定した。中国には、中央政府の外貨調達窓口である中国国際信託投資会社（CITIC）を筆頭に、各省・各市が設立した信託投資会社があるが、それぞれが設立母体のために外貨調達を行っており、中国独特の経済主体・ノンバンクである。各社は国内及び外国銀行からの借入れや債券発行で資金を調達し、インフラ整備や不動産プロジェクト等に融資を行い、全242社の資産合計は4,600億元（約6兆9,000億円）に達する。年初より経営不安に伴う資金調達力の低下が囁かれていたが、GITIC 清算の報道の後、省都・広州市の窓口である広州国際信託投資会社（GZITIC）が9月末に期限が到来した30百万ドルの返済ができなかったことが伝わり、一挙に各信託投資会社の信用不安・資金繰り悪化が表面化した。中央政府は、信託投資会社の業務分野の明確化と内容の劣る会社を整理する必要性を認識し、思い切った再編方針を取ることにしていたが、GITIC はこうした中央の方針の標的となったもので、広東省政府の意向は無視され、中央政府の判断で清算されたものである。もともと広東省は、中国の開放政策のもとで資本を供給する香港と一体化して生産基地として変貌を遂げ、中国の輸出の40%を取り扱う等中国経済の牽引役を果たしてきた。しかしながら、広東省では密輸入や不正な外貨送金等が跡を絶たず、人民元切下げ懸念が強まった98年だけで不正な外貨流出が中国全体で200億ドルに達したことに危機感を持った中央政府が、広東省に対し不正摘発のメスをいれることで一罰百戒の効果を狙い、中央の主導による透明度の高い思い切った改革を行う方針を示したものである。

信託投資会社の多くは、省市幹部等の紹介案件或いは採算性や回収可能性に問題無しとしないような案件への資金供給に加えて、そもそも経営自体極めて乱脈であったことが判明しているが、GITIC グループ全体の資産残高が清算決定時の359億元から、215億元（99年1月の清算委員会発表）に激減したことから判断しても、内部統制が無きに等しい状態であったと言われている。なお、GITIC の清算発表時に、中国人民銀行は「外貨管理当局に登録済みの対外債務は優先して返済する」旨公告していたが、99年1月27日の記者会見において人民銀行総裁は「GITIC の破産処理では、外為管理局に登録された債権も保証されているわけではない」旨言明した。すなわち外為管理局の登録は、返済に必要とする外貨の割り当てを確保することにとどまり、債務不履行時の保証まで意味しないというものであった。同じ記者会見で、「外国債権者に全額を返済した場合、国内債権者への返済資金がなくなる」と説明していることから、これは明らかに、国内の債権者保護の前に前言取り消しの政治判断、つまり中央政府のプレッシャーがあったことを感じさせるものである。広東省に鉄槌を加えるという目的も有するとされる今回の GITIC 清算劇において、バックにいる広東省に信を置いた外国の融資機関を国内債権者以上に優遇する必要はないとの判断があったものとも考えられる。一方で乱脈経営や違法行為も行っていたとされる債務者を強制的に清算させながら、その債権者を国内債権者以上に優遇するのでは中央政府としてスジが通らず、対外信用を一時的に犠牲にしても国内の安定を優先せざるを得ないという事情もあったということであろう。しかしながら、他の信託投資会社もすべて清算させたのでは中国全体の対外信用が大きく損なわれるので、GZITIC 他の信託投資会社については GITIC と異なり、原則的にリストラ、すなわち債務繰延べや、債務削減等を銀行団に打診することにより破産を回避させる方針に出ている。（GITIC 問題を巡る中国当局者の発言等の詳細は、文末参照）

なお、口頭や文書による保証を取ることで安易に各省市の支援を期待しすぎたとか、各信託投資会社の実態、特に資金使途の把握が不十分であったとか、融資銀行に対して非難する報道が多いようであるが、市場経済移行過程にある中国企業には契約遵守、債務者意識或いは情報開示の意識がやや不十分であり、各金融機関が投資会社のバックにある省市の信用を担保としたこと自体責められないと思われる。また担保設定による信用補完、或いは担保権の登記、実行等、法令や制度が未整備の分野もかなり残されているが、本来先

進国以外の国における銀行融資は、そうした事項が形式的に不十分な条件下で行わざるを得ないことが多い。融資判断に設立母体たる中央・地方政府の信用を一体不可分のものとして必要とした所以である。

金融の分野ではないが、99年初めに中国は日中長期貿易協定で年間6百万トン以上の供給を約束している大慶原油の輸出を突然全面停止すると通告してきた。中国自体が石油の純輸入国になっていること、輸出価格が国内価格に比べ30%程度安いことがその理由である。中国は、その後日本側の強い要請を受け、輸出再開を通知してきたが、中国側の対外取引や契約の履行に対する考え方の一端を示す事象であるといえよう。

5月18日に香港金融管理局総裁が率いる香港銀行協会の一行が、広東省政府直系の香港企業・広東エンタープライゼズ(GDE)の債務処理問題を中央政府と話し合うため北京を訪問した。翌19日には、朱鎔基首相、戴相電中国人民銀行総裁と面談したが、「GDEの債権放棄要求については広東省政府が決めること」として銀行側に有利な言質を引き出すには至らなかった。但し、朱首相が、「GDEが抱える債務返済のため、中国政府は最大限の努力を約束する」と発言したとの報道もあり、発言の方向で事態が解決に進めば、香港の債権銀行の損失は少額にとどまろうが、債権銀行側が予想する回収見込み率はほぼ半額程度とかなり悲観的である。本件に関しては、そもそも中央政府のみが当事者能力を有していることもあるが、香港の中央銀行である香港金融管理局の総裁が、債権銀行の交渉チームに率いて朱首相他に面談し、対等な扱いを受けたという事実は異例といえよう。中央政府としては、結論を変更することは考えられないものの、香港の面子や対外信用の更なる低下の可能性を検討し、こうしたいわばデモンストレーション効果を考慮した対応に出たものと考えられる。民間銀行の銀行融資に係わる香港・中国間の交渉に対し、まさに「二制度」を尊重する形で対処した訳で、「一国」サイドを強調すれば、朱首相が面談に応じるという結論には至らないであろう。経済・金融面での香港の重要性に対する中央政府の認識を表したものである。

一方、政治面における中央政府の「一国二制度」に対する考え方は、経済面の慎重な対応とは異なっている。香港最高裁は、「香港に親が在住する中国本土の子弟は、香港の永住権を持つ」との判決を下したが、大量の移民流入(該当者数167万人と推定されている)を恐れる特別行政区政府は、基本法の関係条文22条と24条の再解釈を基本法に従って全国人民代表大会常務委員会に求めることとした。この動きに対しては、自ら自治権を放棄するものとして、香港内では法曹界を中心に反対論が相次いだ。これに対する全人代法制工作委员会の幹部の発言は、非常に興味深いものである。いわく「香港最高裁は、判決前に基本法の解釈を全人代に要請すべきであった」、「一国であることが、二制度より重要である」というものである。ことが政治がらみとなると、中央政府は香港の自主権を制限する方向で対応することになり、移民の流入阻止に関して言えば特別行政区政府の意に添った解釈を打ち出したが、いわゆる「一国二制度」はスムーズな返還実現のための道具立てとの本音が見え隠れしてしまう。このことから、特別行政区政府および香港市民は、今後よほど自治権保持を念頭において意思決定・行動しない限り、巨大な中国のうねりに飲み込まれてしまう可能性がある。移民問題に関して言えば、そもそも特別行政区政府として全人代に解釈を求めるべきはなかったし、最高裁判決を尊重した上で香港内にて完結する方策を自ら再構築すべきであったと考える。

香港金融管理局が今後再びヘッジファンドの通貨・株式売り浴びせに対処する際、ベッグ制維持の瀬戸際に至った場合、基本法の規定に従って自ら中国に援助を求めることも可能性として考えられる。仮にヘッジファンドの撃退に成功しても、援助の申し入れ自体が香港の経済自主権を徐々に骨抜きにしていける可能性がある。香港が自らの力で金の卵を産む鶏でなくなると、「二制度」のなし崩し的解消、すなわち香港の中国化の長い道程が始まる。その意味において98年8月の前例の無い株式市場への介入という手段をとったのは、緊急避難的措置ではあったが、独力で問題解決を図り、狙い通りの結果を選られたという点で適切であった。香港金融管理局は、今後とも香港自体の豊富な外貨準備を活用して中国に頼らない金融政策を実行していくべきである。

シンガポールとの比較

シンガポールと香港は東南アジアにおける二大国際金融マーケットであり、互いに異なる特徴を有してい

ることからとかく比較されることが多い。両者のアジア通貨危機への対処と将来への布石を検討比較することは、香港の経済政策の方向性を予想する上で有益であると思われる。返還後の香港は、基本法により高度な自治権を与えられたものの中国の一都市になったわけで、従来以上に民間主体の経済運営とならざるを得ないが、シンガポールは国家として機動的に政策を決定・実行できることから、今後とも政府主導の経済運営が行われよう。

アジア通貨危機発生以降、オフショア市場残高の著しい減少に危機感を抱いたシンガポール政府は、次々と規制緩和や証券市場育成を目的とする改革案を打ち出している。改革の内容は、証券規制の緩和、債券市場の育成、資金運用市場の育成、先物市場の整備等多岐に亘っており、市場の機能や厚みで一日の長がある香港に対するキャッチアップを明らかに念頭においている。99年5月には、国内銀行への外国資本規制の撤廃を目玉とする金融自由化策も発表し、外資によるシンガポールの銀行の買収を可能にした。また金融通貨庁(MAS)の主導で国内銀行の合併による再編を着実に実現し、個別銀行に対しては、不良債権処理や貸倒引当金の積増等、内外の金融機関に対し強力な指導を実施している。邦銀の信用低下に伴い、邦銀シンガポール支店がブッキングしている本邦企業向けインパクトローンの債務者の業況が少しでも悪化すると、直ちに引当金計上を要求し、事実上本邦への移管を余儀なくさせる等、極めて強力なバランスシート指導が行われている。従来から国内の体制を固めてはいるものの、周辺国経済不調の影響は大きく、98年9月、マレーシアが資本取引規制や通貨リングの固定相場制移行を決定し、マレーシア株式やリングの為替取引がシンガポール市場で不可能になったため、市場の縮小に拍車がかかる等、難しい経済運営を強いられている。98年11月にシンガポール国際金融取引所(SIMEX)は投資家への機会提供を旗印にライバル香港の株価指数先物を上場し、これに反発した香港の証券取引担当部局が取引に必要な情報の連携を拒否して話題になる等、マーケットの環境を整備して取引規模拡大を目指す熱意は香港をはるかに凌駕している。95年2月のベアリング事件に見られたように、危機に対する適切な判断と対策を打ち出せるのはMASの良き伝統であるが、これは常に民間・市場関係者からの情報入手を怠らないという普段の努力の賜物である。

こうしたシンガポールの政府機関主導による緻密な情報収集と精緻な財政・金融政策の立案・遂行に比べ、長い間積極的不介入主義を標榜してきた香港のそれは反対の行き方と称しても過言ではない。極言すれば、規制色の濃かったシンガポールが、ここ2～3年金融市場の改革・開放の実施により自由化を進め、香港の利点を取り込んでいる。これに対して香港は、ベッグ制維持の代償として不動産・人件費等のビジネスコスト高の調整に手間取っており、また短期的には成功と評価されている株式市場への介入等の路線変更は香港の最大のメリットだった自由経済体制を損なうものと見る向きもあり、国際金融市場としての香港の地位は相対的に低下している。香港経済の不調は人心の動揺を招いており、微妙に保たれている本国政府とのバランスを今後失うようなことがあれば、基本法の大前提である「金の卵を産む香港」としての地位が変化してしまい、やがては中国政府による実質的な介入等も考えられるようになるので、民間主導による活力の保持と当局による市場の行き過ぎのチェックをうまくミックスさせて香港の良さを失わなせしめないような諸施策を実行する必要がある。シンガポールの絶えざる挑戦という環境下にあっても、従来言われているような場当たりの対応策ばかりでなく、長期的な方針に基づいた施策を実施すれば、中国という巨大かつ将来性のある後背地を有するだけに容易にシンガポールの後塵を拝することはないはずである。

中国政府の政策による制約

基本法により50年間の「一国二制度」が確約されているとはいえ、特別行政区政府の立場は微妙である。返還後は社会主義国家である中国政府の基本方針と相容れないような政策を取り得ないのは自明の理である。基本法により規定されているような事項であっても、全人代の解釈権により修正を余儀なくされ得るのは、移民問題の再解釈権の扱いが暗示しているところである。経済面では、社会主義市場経済を公式に目指している中国と特別行政区政府の間で、政治ほど相対立するケースは考えにくい。GITIC 清算問題に見られるような中国内部の中央と地方といういわば権力闘争の余波が飛び火してくることもあり得るので、特別行政

区政府としては、経済問題であっても行動・発言は慎重にならざるを得ない。GDE の債務処理を話し合うために香港金融管理局総裁が地元銀行を率いて北京に朱首相を訪問したケースのように、一見積極的な解決策を模索したかのようであったが、中央の考え方を確認するに留まらざるを得なかったように、特別行政区政府が中央政府に異論を唱えること自体無理がある。一都市にすぎなくなった香港は、中国経済にとり重要な役割を有しているが故に一種の特権を享受しているものの、中国の基本方針を超えることができないのは当然である。この点が、今後の香港の経済・金融政策を観察していく上でキーポイントとなるであろう。従来香港の価値は法治と自由にあったが、中国の司法判断が優先されると香港におけるビジネス展開にリスクが増えることになり、返還前の香港が享受していたメリットが矮小化してしまったことは否めない。

むすび

中国籍子女の香港居留権問題に対する全人代常務委への解釈要請に見られる自治権の一部放棄とも言うべき方針決定、あるいは GITIC、GDE 問題に見られる中国政府への配慮を優先させたやや消極的な対応、株式市場への直接介入等の場当たりの政策、いずれをとっても香港の国際金融センターとしての長所に疑問を抱かせる結果となってしまった。基本法のもとで50年間の「一国二制度」が保障されたが、大原則は中国の傘の下で認められた自治権であるから、おのずから特別行政区政府の政策判断に制約が生じるのはやむを得ないところであろう。

現在の経済成長に陰りが出てくる場合、中国政府は輸出競争力強化のために人民元の切下げを実施せざるを得ないと思われる。人民元の切下げが近いとなれば投機筋は株と香港ドルの同時売りを仕掛け、ペッグ制を死守する香港金融管理局との間で激しい攻防が繰り広げられるだろう。人民元が切下げ後も、香港金融管理局はペッグ制の維持に固執するものと思われる。本来国際通貨である香港ドルと資本規制下にある人民元は関係ないし、特別行政区政府にとり香港ドルの現状維持こそ「一国二制度」の象徴である。

最終的にペッグ制を放棄する場合には、中国政府の最終同意を得た上で決定されよう。結局のところ、本件を含め特別行政区政府の経済・金融政策の判断は尊重され、中国政府が異論を唱えることはまず無かろう。情報量・市場対策等において中国政府に否といえるほどの判断材料は無いものと思われる。ペッグ制放棄後、一定の調整猶予期間を経て高コスト体質は解消して香港の経済システムは競争力を回復し、周辺国の不況脱出に歩調をあわせ再び国際金融センターとして成長軌道に戻ることを期待したい。

広東国際信託投資公司 (GITIC) 破綻を巡る当局発言等

98. 10. 6 GITIC の清算発表

- ・個人預金と外貨管理当局に登録済みの外貨建て国外債権は優先して返済する。

(中国人民銀行公告)

99. 1. 10 破産法適用を発表

- ・(国外債権者も国内債権者も) 全ての債権者は法の前に平等だ。

(清算委員会幹部・広東省長補佐)

- ・(破産法適用は) 中国人民銀行総裁の(外貨管理当局に登録済みの外貨建て国外債権を優先するとした) 発言と全く矛盾しない。総裁は優先して弁済すると言ったが、全額を返済するとは言っていない。

(同)

99. 1. 16 広東省高級人民法院、GITIC の破産申請受理を発表

- ・GITIC は高利息で借入れ、簿外取引、乱脈な融資・投資など、規制に反する取引が原因で債務を返済できなくなった。
- ・破産宣告前に合法的に担保が設定された GITIC の財産は破産財産に含まれない。

(同法院院長)

(同)

99. 1. 28 人民銀行総裁発言

- ・ (GITIC の破産処理では) 外為管理局に登録された債権も保証されているわけではない。外国債権者に全額を返済した場合、国内債権者への返済資金がなくなる。

99. 4. 22 債権者会議開催

- ・ 債権者が破産を申請した場合のみ、リストラの可能性あり。 (中国側の破産処理顧問団)
(GITIC が破産申請しているので、リストラ・再建の可能性なし。人民銀行や広東省政府は、1 月以降外銀に再建への協力を呼びかけていた)

(日本経済新聞 99. 1. 25、99. 1. 28、日経金融新聞 99. 4. 27)

参考文献一覧

- Hong Kong Government 『Hong Kong 1998』 The Government Publications Center, 1999
 Hong Kong Monetary Authority 『Money and Banking in Hong Kong Vol.2』 HKMA, 1997
 Hong Kong Monetary Authority 『Strengthening of Currency Board Arrangements in Hong Kong』 HKMA, 1998
 Hong Kong Monetary Authority ホームページ
 South China Morning Post, Asian Wall Street Journal 各ホームページ
- Y R I 証券月報「香港の中国返還問題と香港経済の中・長期展望」山一経済研究所、1996年4月号
 香港日本人商工会議所『香港経済の回顧と展望』同 会議所、1996、1997、1998、1999年各号
 五十嵐 雅郎 『アジアの金融市場』ダイヤモンド社、1996
 朱 炎 『1997年変わる香港経済 変わらない香港経済』東洋経済新報社、1997
 近藤 健彦、中島 精也、林 康史/ワイス為替研究会 編著『アジア通貨危機の経済学』東洋経済新報社、1998
 落合 大輔「香港の金融・証券市場改革」『資本市場クォータリー』野村総合研究所、1998年夏号
 平田 潤編著『検証 アジア経済』東洋経済新報社、1998
 経済企画庁調査局編『アジア経済1998』『同1999』大蔵省印刷局、1998・1999
 富士総研国際調査部『アジア経済 1999』中央経済社、1999
 浦田秀次郎、木下俊彦編著『21世紀のアジア経済』東洋経済新報社、1999