

# 「ドル本位制」下、人民元「国際化」と 香港金融資本・為替市場の役割

—米中金融協力と対立の行方—

鳥谷 一生

(京都女子大学現代社会学部 教授)

2009年7月、人民元建貿易取引が在香港商業銀行を決済勘定として始まった。それ以来、RQFII、ストック・コネクト、債券通等、人民元「国際化」策が打ち出されてきた。しかし、これら総ては米ドル建国際移動に門戸を開放する香港金融資本・為替市場を通じた、中国本土金融資本市場への外資導入策であった。この点からみれば、人民元「国際化」策とは、1978年の中国の「改革開放」以降、中国本土企業の香港証券取引所での上場という外資導入策の延長線上にある。要するに、中国は「改革開放」以降の40数年間において、常に外資を必要としてきたのである。

本稿は、香港のカレンシー・ボード制の歴史を踏まえつつ、中国の一連の外資導入策が香港の通貨金融制度においていかに展開してきたのかについて明らかにしていく。併せて本稿は、こうした一連の作業を通じ、今日香港金融資本・為替市場を分析する際のフレームワークを提供する。

キーワード：人民元「国際化」、HKMA、カレンシー・ボード制、香港金融市場、点心債、ストック・コネクト、債券通、米中経済摩擦

## I はじめに

2008年アメリカ発世界金融危機を受けて、2009年7月に始まった人民元建貿易取引から15年が経過する。この間、2018年に始まった米中貿易摩擦とその後コロナ禍が世界的に広がる中においても、人民元「国際化」策が次々と打ちだされてきた。しかも、2022年2月に勃発したウクライナ戦争に伴うアメリカをはじめとする西側諸国の対ロシア金融制裁により、中国を含むBRICS諸国の「ドル本位制」からの離脱志向には一段の弾みがついてきたようである<sup>1)</sup>。

ところで、筆者は中国の人民元「国際化」のプロジェクトについて、2019年までの段階の評価としてではあったが、過日一書に取りまとめたことがある<sup>2)</sup>。同書は、「改革開放」40年の中国経済史に乗せて、人民元「国際化」の意義と限界について論じたものであった。そこでは、米ドルに代わる国際通貨としての人民元「国際化」は、2015

年夏の上海株式市場崩落とその後の人民元の対米ドル為替相場切り下げによって、この段階で失敗に帰したとみてよいと評価した。

確かに、中国の人民元「国際化」は同国の外交戦略でもある「一帯一路」と併せて、一大国家プロジェクトとして依然掲げられてはいる。だが、2015年以降の人民元「国際化」の動きをみると、国内の不動産バブル資金調達のためもあって、むしろ「ドル本位制」に依存した中国の国際的金融資本取引は活発化したようにみえる。実際、人民元建貿易取引の決済勘定が置かれ、人民元「国際化」の拠点ともなってきた香港金融資本・為替市場の観点からみる限り、人民元「国際化」とは、むしろ強力なドル資金需要の裏返し表現であったかに考えられる。

そこで本稿は、時計の針を一世紀程巻き戻し、第二次世界大戦前、大英帝国下の香港の通貨制度から論を説き起こし、人民元「国際化」の舞台と

もなった香港金融資本・為替市場の役割と現状について明らかにしていく<sup>3)</sup>。特に論点となるべきは、香港に進出してきた中国系企業の資金調達、また2010年代以降人民元「国際化」策の一環として香港を窓口にして始まった各種金融・資本取引の意義である。そして最後に、米中金融マネーが共演・激突する市場としての香港金融資本・為替市場の行く末について考えてみたい。

## II カレンシー・ボード制下の香港の通貨制度について

### (1) 第二次世界大戦前の香港の通貨制度

第二次大戦前、イギリスの植民地であったとはいえ、香港は中国の貨幣制度の影響から銀本位制度を敷いており、香港ドルは銀の一定重量と交換されていた。もっとも19世紀末、国際金本位制の時代を経験した世界経済において、銀は金に対して弱含みに推移していた。しかし、そのことが中国・香港の輸出を刺激し、香港の繁栄を築くことになった。その一方で、銀に基礎を置いた香港の貨幣経済は安定性を欠くことにもなった。

さて、1929年、ニューヨーク株式恐慌に端を発する世界大恐慌によって、1931年9月イギリスは金本位制を離脱した。1932年、アメリカ政府は不良債権を抱え破綻した銀行の再生を目的に復興金融公社を設立し、併せて金買い上げを命じた。金買い上げの目的は大恐慌によって暴落した物価の引き上げ、すなわちドル建金価格の上昇＝ドルの金価値引き下げによるデフレからの脱却であった。1934年1月、アメリカは金準備法（Gold Reserve Act）をもって金本位制を離脱した。同法により、金決済は金1オンス（約30g）＝35ドルのレートで友好国政府・中央銀行保有のドル準備との交換に限定するとし、金買い上げは為替介入と併せて為替平衡基金（Exchange Equalization Account）に行き継がれた。当時アメリカ・ドルは、金本位制を固守していたフランス・フランを介して、イギリス・ポンドと熾烈な為替相場切り下げ競争を繰り広げていた。そして同年6月、銀買い上げ法（Silver Purchase Act）が成立し、銀の金に対する価値は大きく引き上がった。

アメリカの銀買入政策は、中国と香港にマネー

の側から大打撃を与えることになった。なぜなら、香港からは銀が海外流出する一方で、人びとは将来の銀価値上昇を当て込んで、銀の退職に走ったからである。この結果、市中から銀貨幣が消えた。1935年11月、中国は幣制改革を行い、今日もある交通銀行等三行が発行する銀行券を法貨とし、銀地金・銀貨は兌換に備えての発券準備として位置づけられた。銀貨幣を銀と交換可能な銀行券に切り替えることで、発券余力を持たせたのである。

1935年12月、中国の動きにならぬ、香港植民地政府は通貨指令（Currency Ordinance）を発し、市中での銀貨幣流通を禁止した。併せて、銀貨幣買い上げのために Exchange Fund（外匯基金、外為基金、以下 EF）が設置された。買い上げられた銀はロンドン市場で売却され、ポンド建の売却代金は香港での発券準備とされると共に、1ポンド＝16香港ドルの固定レート制が敷かれた。

こうして香港もまた、イギリスの植民地となった各地での通貨制度とほぼ同じとなった。‘ほぼ’というのは、EF が直接銀行券を発行するのではなかったからである。EF が発行するのは発券許可証ともいふべき Certificate of Indebtedness（以下、CI）であり、当時の発券銀行である Chartered Bank of India, Australia, and China（現スタンダード・チャータード・バンク）、HongKong and Shanghai Banking Corporation（現 HSBC、香港上海銀行）、そして Merchant Bank of India（1959年 HSBC により買収）は、EF に銀を寄託する代わりに CI を受け取り、自行名の入った香港ドル建銀行券を発行することになった。これ以降、銀はポンドと交換される一方で、香港ドル建銀行券の銀兌換は停止した。これにより発券銀行の香港ドル建銀行券には法貨規定が与えられ、個々の発券銀行の発券準備はそれまでのポンドから CI に代わった。そして、EF に集約されたポンドは、イギリス政府国債やその他流動性の高い資産で運用された。

### (2) 第二次大戦後の香港の通貨制度—カレンシー・ボード制への移行—

大戦が勃発するや、旧日本陸軍は深圳側より侵攻を開始し、イギリス植民地政府は日本軍に降伏、

香港は日本軍政下に置かれた。しかし、大戦中、EFがロンドンで運用していた資産は手付かずのままであり、しかも運用利息が付いていた。

問題は植民地本国にあった。戦後イギリスは、1946年7月の英米金融協定によりアメリカからの借款を得て、1947年7月ポンドの交換性回復に臨んだ。しかし、ナチス・ドイツの空爆を受け生産施設が破壊をされていたイギリスは、借り入れたドルを瞬間に使い果たし、僅か1カ月後には交換性を停止、10月には為替管理を再導入した。19世紀、大英帝国を築き上げたイギリス・ポンドの凋落は決定的であった。

1949年9月、イギリスは1ポンド=4.03ドルから2.80ドルへと為替切り下げを行った一方で、1ポンド=16香港ドルの固定レートに変更はなかった。1945年の日本敗戦、1950年代前半の朝鮮戦争、アメリカのアジア地域にける軍事的政治的プレゼンスそして経済力は圧倒的であった。そのため、ポンドにリンクした香港ドルは、ポンドの対米ドル為替相場下落からくる輸入インフレを香港経済に招き入れる導管ともなった。

1958年、西欧諸国と共にポンドも通貨の交換性を回復した。だが、イギリスは国際収支の調整に苦しみ、1967年11月、折からのポンド危機の影響を受けて、香港ドルの対ポンド為替レートは、 $£1 = 14.55$ 香港ドルへの切り上げが実施された。その後ドル危機が世界経済を覆い、ポンド危機が再燃した。

1971年8月アメリカのニクソン大統領による金・ドル交換停止によって、戦後の旧IMF体制は崩壊し、1973年西欧諸国通貨は変動相場制に移行した。これに伴い1974年11月香港ドルも変動相場制へ移行した。この時点の対米ドル為替相場は1米ドル=4.965香港ドルであった。そして1970年代後半、貿易・経常収支赤字を資本流入でファイナンスし始めたアメリカは、高金利・ドル高策を掲げるレーガノミックスを実施し、その煽りをうけて、香港ドルの為替相場は急落し、1983年9月には1米ドル=9.600香港ドルとなった。つまり、1974年末当時と比して、香港ドルの為替相場は米ドルに対し半落したことになる。こうした事態に直面し、1983年10月、香港は植民地政府の下で対

米ドル中心のカレンシー・ボード制へ移行し、1米ドル=7.8香港ドルで為替レートの再設定に踏み切った<sup>4)</sup>。

### (3) 1984年「英中共同宣言」年と1997年香港の中国返還

1984年12月、イギリスのM.サッチャー首相（当時）が北京を訪問し、趙紫陽國務院総理（当時）との間で英中共同宣言に署名（当時軍事委員会主席であった鄧小平も同席）した。これにより香港の中国返還が決定した。

1997年7月1日、香港が遂にイギリスによる植民地統治の手から離れ、中国政府に返還された。香港島・湾仔にある香港会議展覽中心では、江沢民国家主席（当時）をホスト役とし、わざわざ米クリントン大統領（当時）まで招待して盛大な返還式典が挙行された。当時新華社香港支社社長に任じられた許家屯によれば、中国側からみた香港回収の原則は、「イギリス資本を引き留め、華人資本を逃がさず、華僑・台湾資本を取り込み、欧米外資を誘い込み、中国系資本を増大させる<sup>5)</sup>」ということであった。そして返還を契機に、この間香港は正にその通りの役割を担ってきた四半世紀であったことは、この後記す通りである。

以上が、今日の香港のカレンシー・ボード制を語る場合の前史である。

### (4) カレンシー・ボード制下の香港の通貨制度

#### i. カレンシー・ボード制

1983年以降、香港では1米ドル=7.8香港ドルの固定為替相場制（現地ではLinked Exchange Rate Systemといわれている）が敷かれてきた。それから10年後の1993年4月、中央銀行に当たるHKMA（Hong Kong Monetary Authority、香港金融管理局）が設立され、EFの資産・負債及び業務を総て引き継いだ。

1988年までHSBCには他行の決済勘定が置かれ、同行は香港の決済システムを担っていたが、HKMA発足に伴って決済勘定は上記EFに移されることになった。以降、決済システムはHKMAの管理下に置かれ、1996年12月にはRTGSの即時決済システムも始動した<sup>6)</sup>。また1994年5月より

当時の中国銀行香港分行、現中国銀行（香港）が香港ドルの発券銀行に加わった。

香港ドルの発券制度はこれまでと同じであり、HKMAは1ドルを受け取る代わりに7.8香港ドルの債務証券CIを発行し、これを発券担保に発券銀行3行（香港上海銀行 [Hong Kong Shanghai Banking Corporation, 通称HSBC]、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行・香港）は、各行名の入った香港ドル建銀行券を発行する。これがカレンシー・ボード制の支柱である。

ところで、香港ドルは米ドルと固定レートで結びついている一方で、香港は国際金融資本取引と為替取引を全面「自由化」している。したがって、米ドル建金利が上昇（下落）すれば香港ドル建金利も上昇（下落）し、両通貨建金利が反対方向に動けば、そこに金利裁定取引が発生する。このためHKMAは独自の金融政策をもち合わせてはならず、アメリカFRBの金利を引き上げ、或いは世界の金融が替市場が緊張した場合、香港ドルは度々通貨攻撃を受けてきた苦い経験がある。

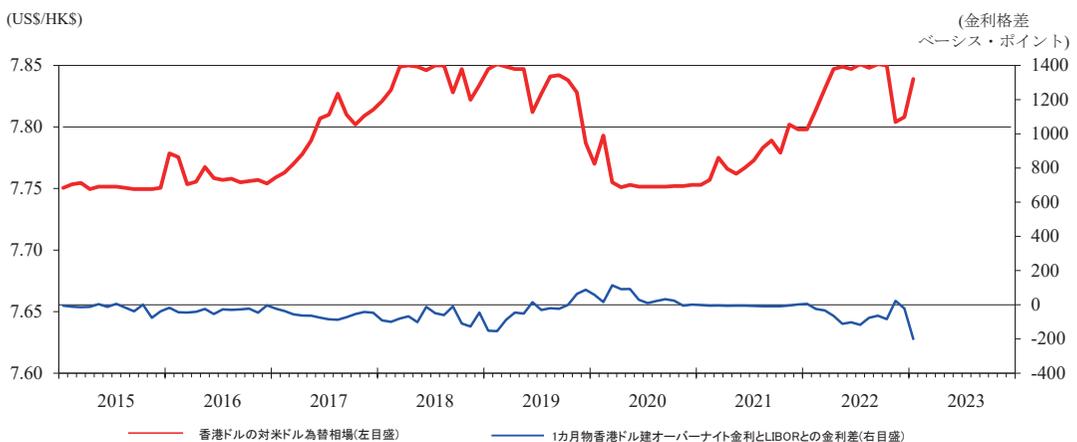
これに対しHKMAは、対米ドル為替相場が7.65香港ドル～7.85香港ドルを超えようとする場合には米ドル売買の為替介入を行ってきた。例えば、アメリカFRBの相次ぐ金利引き上げにより、2022年後半香港ドル売が進んだ際に、HKMAは

香港ドル買の為替介入を行っている<sup>7,8)</sup>。為替介入は商業銀行がHKMAに有する決済勘定(Aggregate Balance)残高の減少＝マネタリー・ベースの減少となるから、次に香港ドル建金利の上昇により、アメリカとの金利格差は解消に向かうことになる。

他方、中国経済を背景に控える香港金融資本市場であることから、この間巨額の外国資本が流入してきた。そのため香港ドルの対米ドル為替相場が7.75香港ドルを超えようとする場合には、米ドル買／香港ドル売を行って、香港ドルと米ドルの為替レートの安定化に務めてきた<sup>9)</sup>。そこで図表1から香港ドルの対米ドル為替相場の動きをみておこう。

同図表に示される通り、2015年から2022年までの間、香港ドルの対米ドル為替相場は、1米ドル＝7.80香港ドルを挟んで7.85～7.75香港ドルの間で変動している。香港ドルが対米ドル為替レートの上限である7.85香港ドルに張り付いたのは、2018年～2019年、そして2022年後半であった。この二つの期間において、アメリカと香港との短期金利格差は0.2%程度まで広がり、そのことが金利裁定取引を促し香港ドルの為替相場変動を生み出している。

もっとも、上記の通り、HKMAがこの香港ドル売の為替取引に対応できる限り、カレンシー・



図表 1 香港ドルの対米ドル為替相場と国際金利格差

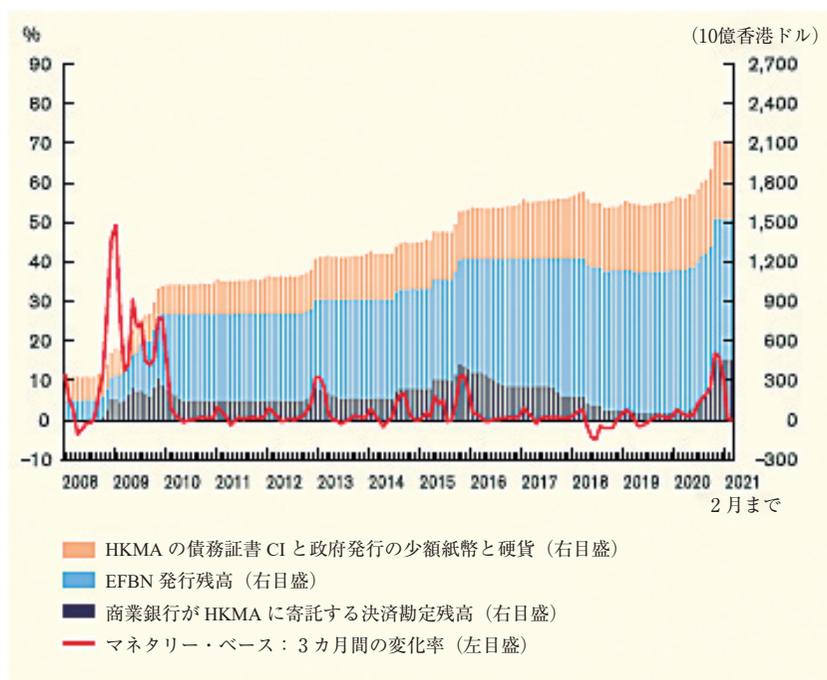
ボード制が崩れることはない。したがって、ドル建外貨準備は、カレンシー・ボード制防衛の「外貨準備の天井」に他ならない<sup>10)</sup>。

次に、図表2を参照にしつつ、香港のマネタリー・ベースについてみてみよう。マネタリー・ベースは次の4つから成り立っている。①上記の債務証券CI、②政府発行の紙幣及び少額貨幣、③商業銀行がHKMAに有する決済勘定（Aggregate Balance）、④ Exchange Fund Bills and Notes（以下、EFBN）、である。2022年1月30日現在のマネタリー・ベースは1兆9161億香港ドルで、内訳は①6055億香港ドル、②134億香港ドル、③962億香港ドル、④1兆209億香港ドル（内、商業銀行保有分1兆1375億香港ドル）であった。このように、EFBNは2022年末マネタリー・ベースの最大シェア約63%を占める。①については上記の通りであり、②と③については、特段の説明は不要であ

ろうが、ここでもEFが発行する証券④が重要な構成要因になっている点に留意されたい<sup>11)</sup>。

## ii. Exchange Fund（外為基金、外為基金）

EFの設立経緯とその沿革については、これまで説明してきた通りである<sup>12)</sup>。EFは、今日でいえばソブリン・ウェルス・ファンドに該当するといえる。1978年中国の「改革開放」路線への転換と1979年の米中国交正常化を契機に、香港は英米をはじめ世界中の資本が中国へ流入するにあたっての‘入り口（entrée）’としての役割を益々高め、香港は高度経済成長を遂げてきた。そのため香港には世界のグローバル企業が進出し、巨額の法人税が財政収入として入ることから、香港政府の財政収支は長い間黒字であった。したがって、財政的観点からは、政府証券発行の必要性は必ずしもなかったといえる。1990年、確かにEFBNの発行が始まりはしたものの、金融調節のための流動



（注）尚、2021年の第2四半期以降のデータは、統計の表示方法が大きく変わっている。すなわち、マネタリー・ベースを構成するHKMA寄託の決済勘定とEFBN発行残高だけが記されている。本図表では、香港のマネタリー・ベースの構成を歴史的沿革の関りから示すため、旧来の表示にしたがった図表を掲載している。

〔出所〕HKMA, *Half-Yearly Monetary & Financial Stability Report*, March 2021, p31.

図表2 香港のマネタリー・ベースの推移

性管理手段の必要性について、当時はまだ認識が乏しかったようである。

だが、1997年7月、タイ・バーツ危機に始まる東アジア通貨危機に香港ドルも巻き込まれたことを受けて、危機に際し商業銀行部門の流動性を高めるべく、1998年9月、HKMA は累積する巨額の外貨を担保に EFBN を商業銀行向けに発行を始め、マネタリー・ベースに算入することとした。こうして EFBN は、発券銀行はもとよりその他銀行間貸借・決済手段として、また HKMA からのオーバー・ナイト物借入担保としても利用され、香港ドルの流動性調節手段として機能するようになった<sup>13)</sup>。Bills は満期1年未満の短期証券であり、Notes は2年～15年の償還期間を有している（但し、現在10年物証券の発行残はゼロ）。今日 EFBN は商業銀行の一線準備を形成し、1年以上の償還期間を有する Notes の流通は、金融市場の中長期イールド・カーブ形成に大きな影響力を有している。

### iii. 証券保管・決済機構 CMU (Central Moneymarkets Unit)

ところで、EFBN は証券であるから、証券の保管・決済機構が必要となる。これを管轄しているのも HKMA であり、1990年 EFBN を取扱うために CMU (Central Moneymarkets Unit) が開設された。CMU は、1993年12月以降、他の香港ドル建債券取引も取り扱うようになり、2000年12月に米ドル

建債券、2003年4月ユーロ建債券を取り扱うようになり、各々の債券市場とは RTGS の即時グロス決済で24時間接続されることになった。そして今日、CMU は、後述する通り、香港で発行される人民元建債券（点心債）も取り扱っている<sup>14)</sup>。

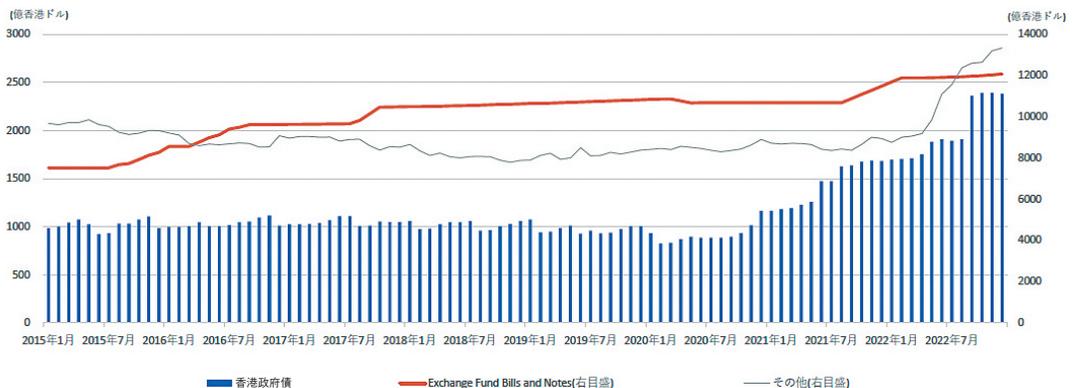
図表3は、CMU で保管決済される香港ドル建債券の発行残高の推移である。2020年1月時点での発行残高は、香港政府債934億香港ドル、EFBN 1兆843香港億ドル、公的及び民間のその他債券8444香港億ドル（香港ドル建ての民間債券と人民元建債券）であった。2020年後半以降は、コロナ禍の影響で香港政府債の発行残高が増えてはいるが、それでも EFBN が債券市場で重要な役割を担っていることに変わりはない。

問題は、こうした香港のカレンシー・ボード制が、中国の「改革開放」とグローバリゼーション、そして人民元「国際化」といかなる関係にあるかということである。

## Ⅲ 人民元「国際化」と香港金融・為替市場

### (1) 人民元建流動性調節機関となった HKMA — 中国人民銀行とのスワップ協定の役割—

2008年アメリカ発世界金融危機を受けて、中国は「ドル本位制」からの離脱を図るべく、その第一歩として2009年7月、人民元建貿易取引に着手した。その際、中国側の決済システム CNAPS (China National Advanced Payment System、中国人



(注) その他には、民間及び公的機関（含む、中国政府国債）が発行した債券を含む。原題は「由 CMU 託管及結算的債務工具未償還總額」である。

[出生] HKMA 資料より作成。

図表3 CMU が保管決済する債券の発行残高 (2015年—2022年)

民銀行（People's Bank of China、以下 PBOC）の傘下において2005年6月稼働開始）と香港側の人民元建決済システムを接続する問題が生じた。そこで香港ドルの発券銀行の一つである中国銀行・香港が香港側での人民元建取引決済の取りまとめ行となり、中国側 CNAPS と接続した。

こうして貿易取引の決済勘定が置かれた香港所在商業銀行には、人民元預金残高が累積していくことになったが、(3)で後述する人民元建預金等、香港で増大する人民元需要に対し、これにどう対応するかという問題が残った。なぜならこの時点では、香港側へ流出する人民元は中国側から日々個人的に持ち込まれる人民元建現金、そして人民元建貿易取引の経常取引残高でしかなかったからである。この問題について、HKMA は次のような措置を段階的に講じていった。

第一に、2010年12月、HKMA は香港所在商業銀行の人民元建為替持ち高のオープン・ポジション比率を10%以下とする持ち高規制を設定した<sup>15)</sup>。だが、早くも2012年1月には、人民元建為替持ち高比率を20%へと引き下げて<sup>16)</sup>、多様な額面金額と支払い決済期限を有する人民元建輸出入手形の支払い決済に対応できるようにした<sup>17)</sup>。

第二に、増大する人民元建流動性需要について、2012年1月 HKMA は、香港所在商業銀行に適用される25%の預金準備率比率規制を人民元建預金準備率にも適用するとした。つまり、人民元建預金を受け入れた商業銀行は、信用創造倍率4倍の人民元貸出を認められたことになる。その後2013年4月 HKMA は、為替持ち高規制と預金準備率規制を共に撤廃した<sup>18)</sup>。また、2014年11月には香港居住者に課せられていた一日2万円までとするという両替規制も撤廃された。

第三に、2009年1月、HKMA が PBOC とスワップ協定を締結した際、既に記した HKMA 管轄下の CMU を通じ、人民元建流動性管理に乗り出すことになったことである。最初のスワップ枠は2000億元／2270億香港ドルであったが、2011年11月4000億元／4900億香港ドルに増枠された<sup>19)</sup>。そして2012年6月、HKMA はこのスワップ資金を原資とした融資ファシリティを設けることになった<sup>20)</sup>。貸付期間は1年、金利は市場実勢（prevailing

interest rate とあり、この時点では CNH の Hibor はまだ成立していない）で、適格担保は前記の EFBN、香港政府債券、香港で発行された人民元建中国政府債（CMU 経由で発行されるようになる、後述）、取引相手は HKMA が認可する商業銀行（Authorized Institutions）であった。取引にあたっては、償還期日までの残存期間ごとに債券額面金額から割引（haircut）され、取引約定日から2営業日以内に香港側での人民元建取引の決済行である中国銀行・香港の決済勘定に貸記されることになった。この件について、HKMA は次のようなステートメントを出した。

「香港のオフショア人民元は過去二年間、流動性及び貸付・投資の新回廊の双方において健全に成長してきた。当ファシリティの成長は、香港における人民元建資本市場が引き続き成長することをサポートし、オフショア人民元ビジネスのグローバル・ハブとして香港の役割を強化するためである。当ファシリティは、例えば資本市場の動きや参加する商業銀行の海外顧客から急な人民元ニーズのために、時として生じる短期の人民元流動性逼迫への対応に資することになる。<sup>21)</sup>」

こうして HKMA は、香港側の増大する人民元建流動性需要に対応し、その調節を行うことになったのである。しかし、それは極めて重大な意味を有する。というのも、香港オフショア人民元建流動性の供給枠それ自体は PBOC によって設定されるにせよ、その担保は人民銀行との間でスワップに付されている香港ドル、つまりは米ドルということである。しかも、日々の流動性調節の担保の一部には EFBN と香港政府債券も含まれていることから、その背後には HKMA と香港政府の外貨建資産が控えていることになる。つまり、香港オフショア人民元建流動性の供給もまた「ドル本位制」下にあるのである。

2013年7月、HKMA はオーバー・ナイト物の資金供給を開始した。資金枠は100億元である<sup>22)</sup>。2014年11月、担保証券には中国の政策性銀行が発行する人民元建債券が加わり、これ以降 HKMA は、一週間物の人民元建流動性調節（資金枠100億元）を行うと共に、レポ取引（売戻し／買戻し条件付き債券売買取引）も開始した<sup>23)</sup>。

2020年11月、PBOCとHKMAとのスワップ枠は5000億元に増枠され、2022年7月、適格担保証券も中国政府、PBOC、中国の地方政府がオフショア市場で発行した人民元建、米ドル建、ユーロ建の債券にまで拡大されている。

以下に記す香港金融資本市場での人民元建取引の発展には、オフショア人民元建流動性供給と管理において、このような経緯があったことは十分に留意しておく必要がある。

## (2) CNHとHibor

人民元建貿易取引の決済勘定が香港所在商業銀行に置かれるようになったとはいえ、石油・天然ガス等といった国際商品取引の決済通貨は米ドルであることは、今日でも変わりはない。ましてや、世界の為替市場で流通性を欠く人民元が、直ちに貿易の取引決済通貨となることはなかった。そうした現実を前にしながらも、決済勘定を香港所在商業銀行に置きつつ人民元建貿易取引を推進していくというプロジェクトである。したがって、香港において人民元と米ドルとの直接取引を行う為替市場が発足したことは、当然といえば当然ではある<sup>24)</sup>。

もっとも、中国・人民元の為替相場制度は管理フロート制下であって、PBOCが管理する上海のオンショア為替市場CFETS (China Foreign Exchange Trade System) で、北京時間毎朝9時15分に当日の基準為替レートが公表されている。これがCNY (Chinese Yuan) である。一日の為替変動幅は、この基準レートの±2%内とされている。このCNYに対し、2010年7月、人民元と米ドルの自由為替市場として香港で発足したのがCNH (Chinese Hong Kong) である。そして2012年9月、香港取引所で米ドル／人民元の先物為替市場が開設され、2013年6月には、香港財資市場公開 (TMA, Treasury Market Association) でオフショア人民元香港銀行間取引金利指標 (CNH Hibor, Hong Kong Interbank-Offered Rate) が発表されるようになり、CNHの先物為替取引も始まった。

こうして、人民銀行管理下にあるCNYと上海短期金融市場金利CNY Sibor、香港の自由為替市場のCNHと短期金融市場金利CNH Hiborとが出

揃うことになった。だが、CNYとCNHは「内一外」遮断の分離規制により、両為替市場では為替裁定メカニズムは遮断されていた。そのため人民元の対米ドル為替レートには、「一物一価」ならぬ「一物二価」の為替相場が存在することになった。加えて、人民元の対米ドル先物為替相場形成に大きな影響を与えるCNH Hibor金利は、この段階でアメリカFRBの政策金利であるF.F.金利と比較されるようになった。こうしてCNH Hibor金利とF.F.金利との金利格差は、「金利平價説」が教える通り、CNHの直先スプレッドを規定するようになった<sup>25)</sup>。

だが、このようにCNH為替相場が変動し、CNH Hiborも変動するということになると、上海のCNY為替レートとShiborを管理する人民銀行にとっては由々しき事態となる。そのため人民銀行にとっては、CNH為替レートとHiborが上海CNY為替レートとShiborから大きく乖離しないような手綱さばきが必要となってくる。その手段の一つは、先に記したHKMAが管轄するCMU経由で、香港側の人民元建流動性を調節することである。もう一つは、PBOCに代わって、香港に進出している国有商業銀行や政策銀行等が為替市場介入を行うことである<sup>26)</sup>。

それでも2014年7月時点で香港の1年物人民元建オフショア預金金利は0.59%、貯蓄性預金金利は0.25%であったのに対し、規制金利下の大陸内1年物定期預金は、概ね3%以上であった<sup>27)</sup>。この時期、香港側オフショアの人民元建金利が中国側オンショアのそれよりも低かった—したがって、CNYよりもCNHの為替相場は相対的に高い水準にあった—ことが、次にみる点心債発行が隆盛を極めた背景にある。つまり同じ人民元とはいえ、「内一外」遮断の分離が香港での点心債発行を支えていたともいえる。

## (3) 人民元建預金と点心債

人民元「国際化」の当初、人民元建貿易取引と並んで注目されたのが、人民元建預金の激増とその資金運用先としての人民元建債券 (Dim Sum Bond) の発展であった。

図表4に示される通り、2004年に香港居住者の

人民元保有が認められて以降、香港所在商業銀行の人民元建預金は徐々に増えていった。そして2009年人民元建貿易取引の開始が始まった。しかし、人民元建預金が増大していった背景には、何よりも対ドル人民元為替相場の上昇ということがある。実際、同表にある通り、人民元為替相場の上昇に勢いがついた2010年以降、人民元建預金が激増している。ピークは2014年12月で預金総額1兆35億元、内8265億元が定期預金であった。

だが、2015年夏の上海株式市場の崩落と人民元為替相場の切り下げを受けて、人民元建定期預金は激減した。これは明らかに、為替差益を当て込んだ投資が裏目に出たことによる、リスク・オフの行動である。その後人民元建定期預金残高は、2017年3月3761億元にまで減少したものの、人民元為替相場が復調を来しことから、再度増勢に転じはした。もっとも、2022年後半から再度為替相場が下落傾向にあることから、2022年12月時点では4938億元—2013年1月の残高と同水準—to留まっている。

これに対し決済勘定として要求払い預金等については、2016年1月1679億元、2018年6月1963億元で、実はこの間大きな変化はなかった。ところが、2017年夏以降増勢に転じ、2020年12月2600億元、2022年3420億元であった。

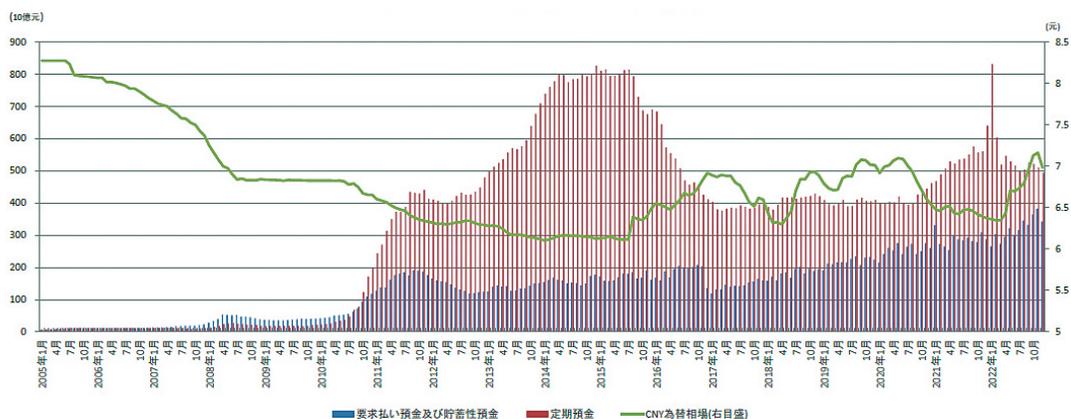
なぜ人民元建要求払い預金等が増えたのか。そ

れは、下に記す債券通が2017年7月に始まり、人民元 CNH の為替取引によって一旦香港所在商業銀行に決済勘定残高を形成する必要があったからである。ドル売／人民元買の為替取引→人民元建預金形成→人民元建金融資本取引がここでは連動していることに注意をしたい。もしここで人民元建金融資本取引に暗雲が垂れ込めるようになると、この→の方向は総て逆向きとなり、人民元建預金は取り崩され、為替取引はドル買／人民元売に転じる。

他方、外資による人民元建債券への投資は、2010年8月、まず香港・澳門で人民元を取り扱っている商業銀行、人民元建貿易取引の決済勘定が置かれた香港所在銀行、そして PBOC との間でスワップ協定を締結した海外中央銀行の三種の機関（いわゆる三類機構）に対し、中国銀行間債券市場（China Interbank Bond Market, CIBM）での資金運用が認められた（調達不可）ことに始まる。

だが、オフショア市場である香港金融市場で人民元建の資金運用を広げていくには、よりオープンな市場の形成が必要であった。ここに人民元建債券、すなわち点心債市場が形成されていった理由があった。

点心債の発行は、2007年11月、中国国家開発銀行が45億ドル相当の人民元建債券を香港で発行したことに始まる。その後2008年9月のアメリカ発



(注) 貯蓄性預金 (savings deposit) は決済勘定として使える利子付き預金である。但し、最低預入限度額が設定されている。限度額に達しない場合、毎月口座管理費用を徴収される。

[出所] HKMA, *Monthly Statistical Bulletin*, 中国人民銀行資料より作成。

図表4 香港オフショア人民元建預金残高と人民元 CNY 為替相場の推移

世界金融危機を受けて、中国の人民元「国際化」プロジェクトが始動し、中国本土企業・銀行等の点心債発行が相次いだ。点心債の発行は、当初政府機関・大陸系銀行に限定されていたが、2010年8月非居住者の海外企業にも認められるようになり、マクドナルドが2億円の点心債を発行（スタンダード・チャータード銀行が幹事行）し、翌2011年7月にはアメリカ最大の建設機械企業キャタピラーが23億円の点心債を発行した。これ以降、BPやフォルクス・ワーゲンといったグローバル企業の起債が続いた<sup>28)</sup>。

重要な点は、2010年10月、HKMA が PBOC と協定を締結し<sup>29)</sup>、HKMA 管轄下の上記 CMU を通じ、中国政府国債（3年物、5年物、10年物、総額50億元）を発行したことである。これ以降、人民元建中国政府国債の発行が続いていった。しかも、上にも記した通り、HKMA 管轄下の CMU を通じ、香港オフショア市場の人民元建流動性調節が始まり、今日では期間1カ月～1年物の手形まで発行され、PBOC に代わって HKMA による金融調節オペが行われている。

#### (4) 香港銀行部門の中国関連企業への貸付

人民元「国際化」プロジェクトを契機に、香港銀行部門の中国関連貸付も激増してきた<sup>30)</sup>。HKMA の資料によれば、2013年末貿易金融を含む中国関連貸付残高は2兆6198億香港ドルであったが、2021年9月には約2倍の4兆9187億香港ドルと過去最高となり、2023年6月段階で4兆3883億香港ドルである。2021年9月の数字でみて、融資に当たっては HSBC やスタンダード・チャータード銀行等、香港で法人格を有する銀行が約45%、海外の銀行で香港経由の融資が約37%、中国大陸系銀行の香港支店経由が約17%であった<sup>31)</sup>。借り手は、中央政府及び地方政府の国有企業が約40%、民間企業約30%、非中国系企業<sup>32)</sup>約29%であった<sup>33)</sup>。

上記の通り、2021年9月に過去最高水準に達した香港銀行部門の中国関連貸出残高4兆9187億香港ドルは、同じ時期の預金総額15兆2827億香港ドルの32%<sup>34)</sup>、同時期の人民元建預金8559億人民元の約5倍、同年の香港の GDP 2兆8676億香港ド

ルの1.75倍に相当する<sup>35)</sup>。したがって、香港銀行部門による中国関連貸出が不良債権化した場合、それが香港の銀行システムに与える影響は甚大である。

#### IV 中国企業の香港証券市場への進出

中国企業の香港証券取引所（Hong Kong Exchange, 以下 HKEX）<sup>36)</sup>での株式上場について論ずるとすれば、迂遠なようではあるが、一旦1990年代まで時間軸を戻して、その足跡を確認した方がよい。

##### (1) 1990年代末、中国国有商業銀行の不良債権問題と香港証券市場

1994年、中国は「公定レート」と「市場レート」との二重為替レート制を廃し、単一為替レートを経て、1996年 IMF 8 条国に移行した。そして2001年12月、中国は WTO に加盟した。GATT が発展的に解消したと位置づけられる WTO である。輸出入貿易・サービス取引等の自由化及びこれに係わる為替取引の「自由化」は勿論のことではあるが、中国に進出してきた外資企業に対しても—中国商務省が掲げるネガティブリスト（外資准入負面清單）を除いて—段階的に内国民待遇を与える必要があった。こうして外資企業は中国に進出し、当時明らかに低賃金であった中国を生産拠点としていったのである。その帰結が「世界の工場」＝中国であった。

だが、為替相場制度の改革で人民元為替レートの切り下げは、1990年代を通じて、海外から資源や機械等の資本財を輸入せざるをえなくなった国有企業の経営を悪化させていった。そしてこうした国有企業の経営状況は、これら国有企業に融資を続けてきた四大国有商業銀行の不良債権問題となって噴出するに至った。そのため、国有企業改革と国有商業銀行の不良債権問題処理こそは、2001年の WTO 加盟を前にした中国経済の最大の構造改革問題であったのである<sup>37)</sup>。

2001年、政府は四大国有商業銀行ごとに不良債権を買取り、資産管理を行う全額政府出資の機関（Asset Management Company, AMC）を設立した。すなわち、中国銀行—東方、中国建設銀行

一長城、中国農業銀行一華融、中国工商銀行一信達である。これを契機に、国有銀行の AMC への不良債権売却が始まった。四大 AMC は、後に買い取った不良債権を株式に転換し（「債转股（債転株、Debt Equity Swap）」、或いは不良債権の担保資産の売却を実施した<sup>38)</sup>。

もっとも、国有銀行の不良債権総てが AMC に買い取られた訳ではない。同時期に政府は、国有銀行の資本強化策に乗り出した。すなわち、まず PBOC のバランス・シート上、資産として計上されている外貨準備の一部を取り崩し、國務院傘下の中国投資公司を親会社とする中央匯金投資有限公司（略称、匯金）を新設して、これに出資した。次に、この匯金が国有商業銀行三行に出資することになった。この措置によって、中国銀行と中国建設銀行の資本金はそれぞれ1,862億元、中国工商銀行の資本金は1,240億元増加した<sup>39)</sup>。

外貨準備投入により、中国銀行と中国建設銀行の従来の資本金は不良債権処理のため全額使われ、匯金が両行の資本金の100%を保有することとなった。中国工商銀行の場合は、財務省と投資公司がほぼ50%ずつ資本金を保有する構造となった。さらにその後3行は、劣後債を発行して一層の資本充実を図った（劣後債は補完的資本として自己資本比率に算入される）。その上で中国政府は、「戦略的投資家」としての有力外国金融機関の出資、香港市場・上海市場での株式上場に伴う一般投資家による出資が行われ、資本充実が図られた<sup>40)</sup>。

2002年12月、QFII（Qualified Foreign Institutional Investors、適格海外機関投資家）が設定され、海外の銀行・金融機関に投資枠を設定した上で、上海 A 株市場への参入が認められた。このことは、不良債権問題で窮する四大国有商業銀行はもとより、証券取引所に上場する国有企業改革に外資の力を使ったということである。また海外の銀行・金融機関が QFII で A 株市場に参入するには、上海の外貨取引センター（China Foreign Exchange Trade System）で事前に米ドルを人民元に交換しておく必要があることから、中国の外貨準備を潤すことにもなった。中国・金融システムの再構築には、米ドルが必要だったのである。

2004年8月 HSBC は、株式制民間銀行最大手

の交通銀行<sup>41)</sup>の株式19.9%を取得した。翌2005年には、バンク・オブ・アメリカとシンガポールのソブリン・ファンドである Temasek が中国建設銀行の株式9.0%と5.1%を各々取得した。2006年には、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド RBS、UBS、ゴールドマン・サックス、アリアンツ、アメリカン・エクスプレスが計37億8000万ドルを投じ、中国工商銀行の株式の8.45%を取得することになった。

その一方で、2005年6月、交通銀行は香港市場に上場（IPO）し、中国建設銀行も同年10月に香港市場にまずは上場し、続く2007年9月に上海 A 株市場に上場した。中国銀行は、2006年6月と7月に香港と上海の市場に相次いで上場した。中国工商銀行も2006年10月に香港と上海に同時上場した。また、経済特区・深圳を本拠とする招商銀行も、2006年9月香港で上場した。上場の際には、李嘉誠率いる長江グループ、Henderson Land（恒基兆業地産）、Sun Hung Kai Properties（新鴻基地産発展）の香港三大財閥が出資し、150億元に達した。中国農業銀行も2010年7月に上海と香港で株式上場を行った。

こうして、四大国有商業銀行の内、農業銀行を除く三行の不良債権は、2005年を過ぎた辺りで、ようやく打開の道筋がついたのである。そして忘れてはならないのが、この一連の国有商業銀行の不良債権問題処理に手を貸したのが、元アメリカの投資銀行ゴールドマン・サックスの CEO で、後にブッシュ政権下の財務長官に就任した H. ポールソンら、アメリカの銀行・金融機関であった。この時期、「米中金融合作」、米中蜜月の時代であった<sup>42)</sup>。

## (2) H 株、レッド・チップ、中国民間企業と香港金融資本市場

2000年代前半に中国国有銀行が不良債権との関りで HKEX に相次いで株式上場したことを契機に、その後多くの中国国有企業がこれに続いた。そして正にこうした過程の最中の2006年4月中国で QDII（Qualified Domestic Institutional Investor、適格国内機関投資家）が設定され、投資信託経由での海外投資が始まった。当時その投資先の7割

以上が香港であった<sup>43)</sup>。

ところで、中国国有企業がHKEXで株式を発行する場合、発行主体の所在地によって従来二種類の区分けがなされてきた。

一つは、中国の法人企業が、香港ドル建のHKEXで発行するH株である。古くは、1993年に青島ビール、SINOPEC（中国石油化工集団）、1997年中国東方航空等が、早くも香港の証券取引所で株式を発行している<sup>44)</sup>。

もう一つは、中国の国有企業でありながら、別途香港をはじめカリブ海のタックス・ヘイブンであるケイマン諸島やヴァージン諸島に法人を設立し、そうした法人が香港の証券取引所で発行する株式で、レッド・チップという。例えば、1973年深圳国際控股有限公司（物流・有料道路事業を行う投資持株会社で深圳航空の大株主）、閩港控股有限公司（福建省政府傘下の建設・投資・旅行業のコングロマリット）<sup>45)</sup>、中国中信集团公司（CITIC、数多くの外資を擁する中国政府設立の多国籍投資コングロマリット）、1994年レノボ（本社・北京、元々は中国社会科学院直属の計算機研究所に始まり、1989年香港聯想集团公司を設立、2004年IBMのPC部門を買収）、1997年中国移动通信（約8億人の利用者を抱える世界最大の携帯事業会社、本社・北京）、2001年CNOOC（中国海洋石油集团有限公司、中国国务院直下の中央企業、いわゆる「央企」の一つで、香港にも法人を有する）等々である<sup>46)</sup>。

このようにH株とレッド・チップ共に、中国の政府或いは地方政府傘下の国有企業が発行する株式であり、2000年代初頭より続く中国政府の「走出去（中国企業の対外投資・対外進出）」策、そして高度経済成長を疾駆する中国経済の発展に沿いつつ香港での上場を果たしてきた。

だが、2008年アメリカ発世界金融危機を契機に、中国の経済構造も大きく軋むようになってきた。なぜなら、危機により欧米の輸出需要が激減したからである。中国政府は内需拡大策に舵を切り、巨大国有企業が関わる重厚長大産業総動員型の公共事業が続いて、中国全土に槌音が響いた。間接金融偏重の金融システムにおいて、こうした国有企業には四大国有商業銀行が引き続き融資を続

け、危機の前まで中国経済の構造転換かと期待されていた「国退民进」は「国進民退」へと時代の針は逆転していった<sup>47)</sup>。

証券による直接金融についていえば、上海株式市場は伝統的に巨大国有企業が上場を重ねてきたし、深圳株式市場には「中国製造25年」との関りでも政府・共産党が期待するハイテク新興産業が上場してきた。銀行間債券市場においては、2015年夏の上海株式市場の崩落を契機に、地方政府・LGFVの債券発行が続いている。

こうした中で、政府の傘下にある国有企業や期待を集めるハイテク新興企業以外の無数の民間企業は、企業金融の手段を失っていくことになった。そのため民間企業の一部は制度化された資金調達ルートから外れシャドウ・バンキングに走る一方で、また別の一部はレッド・チップの手法を模倣し<sup>48)</sup>、ケイマン諸島等のタックス・ヘイブンに法人を設立し、そうした法人が別途改めてニューヨーク証券取引所やHKEXに株式上場を行うケースがみられるようになった<sup>49)</sup>。

例えば、中国ICTの旗手として一時期絶好調を博したTencent（2004年HKEXに上場）やAlibaba（2014年NYSE、2019年HKEXに上場）、2020年8月に中国政府が打ち出した不動産投融資規制、すなわち「三条紅線」<sup>50)</sup>で急激に経営が悪化して注目を集めた不動産ディベロッパー大手の恒大（本社・深圳）以外にも、不動産最大手の碧桂园（本社・広東省仏山市）、住宅販売額で中国第3位の融創（本社・天津）、同13位の世茂（本社・香港）、いずれもケイマン諸島に持株会社の法人登録を行い、香港にはその子会社（或いは本社機能を有する子会社として）を別途法人設置している。そうした子会社が、香港金融資本市場で資本・資金調達を行ってきたのである。

ところで、HKEXに上場されるH株やレッド・チップ以外にも、中国民間企業（Mainland Private Enterprises、以下MPE）として区別されている企業群がある。その多くは、H株やレッド・チップ株が数多く発行されてきたメイン・ボードではなく、1999年11月に新興企業向けに中小型成長株市場として開設されたGEM（Growth Enterprise Market、新興企業市場）に上場を行っている<sup>51)</sup>。

図表5に示される通り、HKEXでの上場企業数は2015年1866社から2020年2449社へと大きく伸びているが、その過半が中国関連企業であり、特にここでいうMPEの上場企業数が増大している。それと共に、2021年の資本調達金額38.1兆香港ドルの内、73%、27.9兆香港ドルが中国関連企業によるものであることが分かる。また2021年にHKEXに上場する企業数2219社の法人登録所在地をみれば、ケイマン諸島1234社、バミューダ454社、中国本土276社、香港206社、ヴァージン諸島11社であった<sup>52)</sup>。

こうして国際金融センター・香港は、「ドル本位制」下のタックス・ヘイブンたるケイマン諸島やヴァージン諸島等で法人登録された中国関連企業の資本・資金調達市場として存在してきたのである。そして調達された資本・資金は、その多くが中国本土側に「還流」してく「往復資金投資(round-tripping investment)」であった<sup>53)</sup>。

### (3) 香港と中国そしてカリブ海地域との国際的金融資本取引関係—「往復資金投資」—

そこでここでは、香港と中国そしてカリブ海地域との間の国際的金融資本取引についてみておこう。

2020年、香港からの対外直接投資(フロー)総額7813億香港ドルの内、第一位中国3807億香港ドル、第二位ヴァージン諸島2440億香港ドルで、イ

ギリスからは93億香港ドルの引き上げであった。他方、香港向けの対内直接投資(フロー)総額1兆450億香港ドルの内、第一位中国3372億香港ドル、第二位ヴァージン諸島2384億香港ドル<sup>54)</sup>、第三位ケイマン諸島1272億香港ドルであった<sup>55)</sup>。

香港がタックス・ヘイブンたるカリブ海地域の金融センターと中国との中継点にあることを改めて確認できるが、注目すべきは投資の産業種である。香港を拠点とした直接投資の業種は「投資・持株会社、不動産、専門的ビジネス・サービス」、すなわち資産運用会社や財産処分を委託した信託会社、コングロマリットを束ねる持株会社、不動産企業、会計士や弁護士の有資格者を擁したコンサルタント企業が過半を占めている。2020年香港の対内直接投資残高14兆3544億香港ドルの内、当該分野に9兆3541億香港ドル(65%)、対外直接投資残高14兆8912億香港ドルの内、当該分野に11兆5696億香港ドル(77%)であった<sup>56)</sup>。

尚、確認のために、中国商務部の資料で中国の対外直接投資についてもみておこう。同年の対外直接投資残高2.8兆ドル、フローで1788億ドルであった。残高でみた投資国は第1位香港1兆5496億ドル(55.6%)、第2位ヴァージン諸島4475億ドル(16.1%)、第3位ケイマン諸島2295億ドル(8.2%)で、第4位アメリカは772億ドル(2.8%)に過ぎなかった。産業種別の投資残高では、「リース及びビジネス・サービス」1兆1152億ドル、卸

図表5 香港証券取引所における中国企業のウェイト

	2015年	2018年	2020年	2022年
上場企業数	1866	2315	2449	2597
中国関連企業数	951	1146	1241	1409
H株	223	271	284	316
レッド・チップ	145	164	173	174
MPE	577	715	784	919
資本調達額(億香港ドル)	246,837	299,094	381,650	356,668
中国関連資本調達額 (億香港ドル)	153,198	201,931	279,534	274,130
(%)	62.1	67.5	73.2	76.9

(注) MPE、Mainland Private Enterprise の略で、中国民間企業のこと。本文も参照のこと。

[出生] HKEX, *HKEX Fact Book*、各年号より作成。

小売業3695億ドル、金融3003億ドル、製造業2632億ドルであった<sup>57)</sup>。

問題は第1位の産業種である「リース及びビジネス・サービス」であるが、これもまた持株会社との説明がある<sup>58)</sup>。つまり資産運用会社や持株会社の企業が、中国—香港—タクス・ヘイブンのケイマン諸島やヴァージン諸島との間で資本・資金関係を有している訳である。そうなれば、当然ながら国際的金融資本取引と為替取引を「自由化」した香港において、株式・債券発行とクロス・ボーダー取引が活発化することになる。人民元「国際化」の真相を説くカギの一つはここにあると考えられる。しかも、2021年非製造業の対外直接投資の内、国有企業51.6%、民間企業48.4%であった<sup>59)</sup>。

#### (4) 中国企業のHKEX上場とカレンシー・ボード制

問題は、中国企業のHKEXでの株式発行と取引が、カレンシー・ボード制下の香港の通貨制度といかなる関係にあるのかということである。当然であるが、タクス・ヘイブンのケイマン諸島やヴァージン諸島といった香港以外の非居住者が、香港ドル建株式に投資するには、為替市場で米ドル売／香港ドル買を事前に行う必要がある。その結果、米ドル売に相対した中国本土系銀行を含む香港の商業銀行部門は米ドルを入手し、この米ドルが三大発券銀行経由でHKMAに入ればCIと引き換えられ、香港ドルの新規発行となる。つまり、非居住者によるHKEXへの証券投資は、HKMAの外貨準備増強を促す要因となる。したがって、HKEXでの中国系企業のIPOなり増資は、外資系機関投資家の投資対象となることで、カレンシー・ボード制下の香港の通貨金融システムの強化に繋がったのである。香港と中国本土側のwin-win（双贏）の関係は、こうして形成されてきたのである。

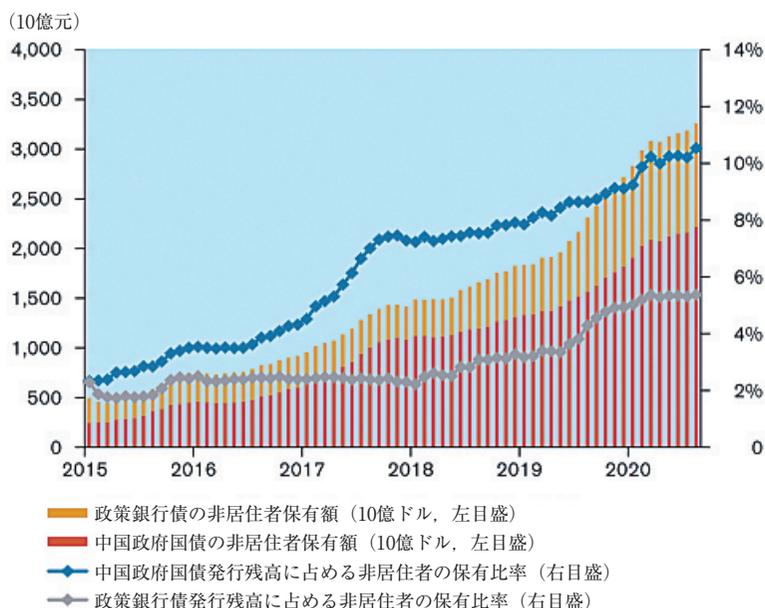
#### (5) 「ドル本位制」下におけるRQFII、ストック・コネクト、債券通の意義

IV(1)、(2)で記した通り、2002年末にQFII、2006年にQDIIが設定され、中国の資本取引「自

由化」は始まった。そして2011年12月に香港所在の機関投資家を通じ、人民元建で中国国内の株式・債券に投資するRQFII（Renminbi Qualified Institutional Investor、人民元建適格海外機関投資家<sup>60)</sup>）が設定された。その後、2014年11月に低迷する中国本土株の株価挺入れ策として、香港と上海の両証券市場の相互交流策（ストック・コネクト）、すなわち「滬港通<sup>61)</sup>」が設定され、2016年8月には深圳と香港の両証券取引所の相互交流策・「深港通」が始まった<sup>62)</sup>。続いて2017年5月には香港経由で中国本土の銀行間債券市場への投資を可能とする「債券通（ボンド・コネクト）」が始まり、2021年9月には上海から香港向けの債券投資も始まり双方向となった<sup>63)</sup>。また2018年12月ロンドンと上海の両証券取引所の相互交流策である「倫滬通<sup>64)</sup>」が始まっている。

中国のこうした資本取引「自由化」策を通じ、中国の株式・債券はグローバル投資家の関心を集めることとなり、2018年6月以降MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）、FTSE（フツィー、Financial Times社とLondon Stock Exchangeとの合弁会社）、S&P（スタンダード＆プアーズ）のグローバル証券投資指数に、相次いで組み込まれた<sup>65)</sup>、<sup>66)</sup>）。こうした経緯から、図表6に示される通り、今日中国政府債と政策銀行債の非居住者保有比率は、各々10%強と6%を下回る程までになっている。

さて、海外の投資筋がストック・コネクトや債券通を経由して中国本土の株式や債券に投資を行うとする場合、CNH市場で事前にドル売／人民元買を行う必要がある。こうした海外の投資筋の人民元需要にCNH市場で相対するのが、ここでもまた香港所在商業銀行である。こうして香港所在の商業銀行には米ドルが入る一方で、海外の投資筋が入手した人民元はCIPS経由で中国本土内の株式・債券の投資資金に回ることになる。そうした香港所在の商業銀行には、香港サイドにおける人民元建決済と本土の決済システムを接続する中国銀行（香港<sup>67)</sup>）以外にも、その他国有商業銀行三行及び交通銀行、株式制民間商業銀行、大都市部を拠点とする城市商業銀行等、数多くの香港法人＝支店である。つまり香港のCNH為替取



(注) 政策銀行とは、中国国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業開発銀行から成る。

(原資料) Chinabond, Goldman Sachs, SSE, SZSE and Wind.

[出所] HKMA (2021) p. 4.

図表6 中国政府国債と政策性銀行債における非居住者の保有の状況

引に参加する数多くの中国系商業銀行の手に米ドルが入ることになる。また、もし香港 CNH 市場で人民元建流動性が不足するとなれば、HKMA 管轄下の CMU 経由で PBOC が香港で発行している人民元建中国国債や EFBN を担保に人民元を貸し出せばよい。

逆に、海外の投資筋が中国本土の株式や債券を売却し、その人民元建売却金を CIPS 経由で香港に戻し、CNH 市場で人民元売／ドル買に付した場合、人民元の為替相場は下落する。しかし、こうした海外投資筋の人民元売に相対するのは、先にドル買／人民元売に向かった数多くの中国本土系銀行の香港支店である。これら銀行の香港支店が海外投資筋の人民元売／ドル買に対し人民元買／ドル売で相対している。いふなれば、PBOC に成り代わっての為替市場介入である。これにより、CNY と CNH、Shibor と Hibor の為替・金利の大きな乖離は、現状抑え込まれている。

以上、「ドル本位制」下における RQFII、ストッ

ク・コネクト、債券通について記してきた。米ドル建国際資本移動は、これら窓口を通じ中国本土証券市場へ投資を行ってきた<sup>68)</sup>。資本取引面での人民元「国際化」の現実が、これであった。その窓口に接続する入り口として香港 CNH 市場は位置し、世界の投資筋と中国系銀行とがドル／人民元を直接取引する市場となっている。

こうして CNH 市場では、日々巨額のドルと人民元の為替取引が行われつつ、外資が CIPS 経由で流出入するようになっている。このことが PBOC の『人民元「国際化」報告書』ではクロス・ボーダーの人民元取引増、或いは SWIFT における人民元建国際取引の増大という数字に反映されることになる<sup>69)</sup>。

#### (6) オフショア・ドル建債券と中国不動産バブルの破綻

今日中国の不動産バブル崩壊が、世界経済を揺さぶっている。そうした不動産バブルを牽引して

きたのが、上記ディベロッパー大手の恒大、碧桂园、融创、世茂、遠洋集団、商業コングロマリットを出自とする万達等である<sup>70)</sup>。これら不動産ディベロッパーが発行したオフショア・ドル建債券が、今日相次いで利払い不能或いはデフォルトとなっている<sup>71)</sup>。

上記の通り、CNH 市場でドル売／人民元買が行われることで、香港所在の商業銀行には巨額のドルが累積することになった。しかも、2008年アメリカ発世界金融危機、そして2020年から世界的に蔓延したコロナ禍を背景に、FRB、ECB、日本銀行等、主要国中央銀行による低金利政策下、世界経済には巨額の流動性が散布されてきた。国際金融のこうした資金環境において、これら不動産ディベロッパーが発行するドル建債は格好の投資対象であった。これら不動産ディベロッパーは、マレーシアのジョホール・バルやマラッカの巨大不動産開発を手掛けてきただけでなく、オーストラリア等世界中で不動産投資を行ってきた<sup>72)</sup>。但し、マレーシアのリングギをはじめ、世界の多くの通貨は対米ドルとの為替決済を基本としている。要するに、これら大手不動産企業に限らず、中国企業の「走出去」策実現のためには、米ドルが必要であった<sup>73)</sup>。

だが、今やFRB、ECB共にインフレ抑制として相次いで金利を引き上げ、日本銀行も金利上昇容認へと政策スタンスを変えつつある。米ドル建資金調達コストは上昇し、高金利の時代を迎えた国際金融市場の資金環境は、今後中国関連のドル建債券市場にも大きな影響を与えていこう。

## V 人民元「国際化」とは何であったのか

### —結びにかえて—

2020年6月、香港に国家安全維持法が施行された。このことは、香港政府—HKMAが有する米ドル建等巨額の在外資産が、事実上中国政府の手に渡ったことを意味する。また香港の三つの発券銀行の内、最大シェアを有するHSBCの最大株主は、今日中国最大の保険・金融機関である平安保険（本社：深圳）である。平安保険は、HSBCに対し株主配当の低さを理由に、欧米業務とアジア業務との分離という株主提案を行っているが、

そこには中国政府の思惑が透けてみえるようでもある。

世界第二位のGDPを擁する中国経済ではあるが、不動産バブルが崩壊した今日、その行く末を視る目は厳しい。しかも、この間米中間の金利差は拡大し続けてきたことから、ストック・コネクトや債券通を通じ、これまで中国の証券市場に流入していた投資資金が次々と引き上げられている。香港CNH市場では人民元売／ドル買が押し寄せ、2023年夏場以降1ドル＝7元を超えて人民元の対米ドル為替相場は下落傾向にある。これに対し、香港所在の中国国有商業銀行は人民元買／米ドル売を行う一方で、前掲図表3の通り、2022年後半以降、PBOCは、溢れる人民元建流動性を吸収すべく、HKMAのCMU経由で巨額のPBOC手形や中国政府国債を発行している<sup>74)</sup>。

こうした事態は、香港ドル建の金融資本市場にも無縁のことではない。なぜなら、相次ぐ利払い停止やドル建債のデフォルトに陥りつつある中国本土系不動産企業も、HKEXで株式を上場し、香港銀行部門から借入を行っているからである。この点、Ⅲ(4)で記した通りである。実際、コロナ禍が始まる前の2018年1月末、33000を超えた香港ハンセン指数（1964年7月31日の株価を100）は<sup>75)</sup>、2023年11月末には18000を下回る水準にまで落ち込んでいるだけでなく、アメリカ議会のThe U.S.-China Economic and Security Review Commissionの最新の年次報告書は、HSBCやスタンダード・チャータード銀行が、その中国向け商業用不動産融資のかかなりの比率を不良債権に分類していると記している<sup>76)</sup>。こうしたことを背景に、海外の投資筋が中国関連の香港ドル建株式や債券を売却し、香港ドル売／米ドル買に転じるとなれば、HKMAはカレンシー・ボード制擁護のために外貨準備を動員しつつ、香港ドル防衛に乗り出さざるを得ない<sup>77)</sup>。

1978年、「改革開放」に転換した中国が、1997年の香港の中国返還を契機に、香港金融資本市場の利活用を講じてきた。他方香港は、中国の外資導入・輸出指向工業化戦略の先兵となって、広東省をはじめ華南地域に次々と工場を移転させ、中国の再輸出拠点としても経済成長を遂げてきた。

そしてカレンシー・ボード制下の香港というまでもなく、中国もまた人民元「国際化」を名目に香港オフショア市場を米ドル建国際資本移動の受け入れ窓口としてきた。こうして香港の中国本土経済との一体化は進んできた。

だが、中国の不動産バブル崩壊と米中対立により、今日歴史の歯車は逆回転しているかのようである<sup>78)</sup>。「ドル本位制」下、かつて米ドル建国際資本移動の中国大陸への「入口」であった香港は、今や「出口」に転じているようである。その行く末は、香港のカレンシー・ボード制をも決することになる。2023年11月、中国国家外貨管理局が発表した国際収支の四半期資料によると、1998年以来初めて直接投資は847億元（-118億ドル）<sup>79)</sup>の流出に転じた。

#### 〈注〉

- 1) ロシアのウクライナ侵攻後のBRICSの「脱ドル化」の試みには、理論的にも現実的にも大きな制約があることについては、鳥谷（2023）を参照されたい。
- 2) 鳥谷（2020）。
- 3) わが国で、香港を含むカレンシー・ボード制を正面から論じた研究としては、白井（2000）がある。但し、同書は1997年東アジア通貨危機時の最適為替相場論争を背景にしたものであり、1990年代の香港の通貨制度改革を取り扱ったものである。
- 4) 大戦前及び大戦後の香港の通貨制度史については、HKMA（1995）参照した。
- 5) 許（1999）100ページ。
- 6) 香港を中心にしたアメリカ、ユーロ地域、中国本土等との多角的決済システムについては、HKMAの説明図があるが、紙幅の都合上ここでは掲載できない。梅原（2018）6ページを参照されたい。
- 7) Yiu（2023）。
- 8) Exchange Fundは、2022年春以降の米FRBの相次ぐ金利引き上げと2022年後半に投機攻撃を受けた香港ドルの防衛によって、2022年258億ドルの損失を計上した[Yiu and Choi（2023）]。
- 9) HKMA, 'How Does the LERS Work?' (<https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/money/linked-exchange-rate-system/how-does-the-lers-work/>, 2023年8月20日閲覧)。
- 10) 香港の米国債保有状況をみれば、2020年5月過去最高の2690億ドルとなり、2022年12月1771億ドル、2023年9月1970億ドルであった。ちなみに、香港は世界第14位の米国債保有国である。尚、第1位は日本1兆877億ドル、第2位は中国7781億ドルであった(The US Department of Treasury, TIC System 資料より)。
- 11) また別のHKMAの別の資料によると、2022年末でみた香港の外貨準備はマネタリー・ベースの2倍弱、M<sub>3</sub>に対する外貨準備のカバー率は40%以上であった。
- 12) EFには特別行政区域・香港政府の財政剰余金も寄託されているが、これは外貨建投資に振り向けられているため、この分が香港内のマネタリー・ベースを形成することはない[Ho（2004）p.32]。
- 13) HKMA（1998）。
- 14) CMUについては、HKMAの次のwebを参照のこと(<https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/financial-market-infrastructure/debt-securities-settlement-system/>, 2023年9月30日閲覧)。
- 15) HKMA（2010-b）。
- 16) HKMA（2012-a）。
- 17) HKMA（2012-a）。
- 18) HKMA（2012-b）。
- 19) 中国人民銀行「央行間貨幣合作」。
- 20) HKMA（2012-c）。
- 21) HKMA（2012-c）。
- 22) HKMA（2013）。
- 23) HKMA（2014-b）。
- 24) 香港の人民元/米ドルの自由交換市場で先物為替取引によるリスク・ヘッジができない時期に、リスク・ヘッジの代替機能を担ってきたのがNDFであった。一般に先物為替取引が決済期日における現物引き渡し—この場合人民元と米ドルの交換—であるのに対し、このNDFは人民元の対米ドル先物為替相場決済日当日の対米ドル直物為替相場との間の開きを米ドルでの差金決済に持ち込むことでリスク・ヘッジを図る取引である[鳥谷（2020）129-131ページ]。この点については、拙著を参照のこと。尚、香港では、人民元以上に台湾ドル、韓国ウォンのNDF取引多いようである[HKMA（2018）p.3]。
- 25) 例えば、F.F.金利がCNH Hibor金利よりも高ければ、金利裁定取引により直物為替レートは人民元安/米ドル高、先物為替レートは人民元高/米ドル安となり、その直先乖離幅（年率）は両金利差に等しくなるという具合である。逆に、CNH Hibor金利がF.F.金利よりも高ければ、直物為替レートは人民元高/米ドル安、先物為替レートは人民元安/米ドル高となる。紙幅の都合で、CNYとCNY、ShiborとHiborとの関

- 係を示した図を掲載することはできない。例えば、鳥谷 (2020) p.152を参照。
- 26) Yie (2016), Zhu (2022), U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs (2020) p. 8.
- 27) 数字は、中国人民銀行及びHKMAの資料より。
- 28) Wong (2012)、鳥谷 (2020) 128-129ページ参照。
- 29) HKMA (2010-a)。
- 30) 香港銀行部門の中国本土向けクロス・ボーダー貸付は、深圳南西部・前海地域への15行20億円の融資に始まった [Yie (2013)]。
- 31) HKMA, 'The Three-tier Banking System' 資料より。香港の銀行システムは、免許銀行 (licensed bank)、制限付き免許銀行 (restricted licensed bank)、預金取扱会社 (deposit-taking company) の三類から成り、総称してAI (Authorized Institution) という。尚、ここでいう海外の銀行には、例えばシンガポールのDBSがある一方で、香港で法人格を有する銀行にDBS (Hong Kong) があるなど、精査峻別の難しさとその意義について考慮すべき場合もある。
- 32) ここでの非中国系企業とは、中国で法人設立されながらも、中国企業やその子会社、中国系企業が多数所有する合弁企業によって支配されていない企業、中国外で法人設立され、融資資金が中国国内に持ち込まれる企業、その他中国国内向け貸付から成る [HKMA, Table 3.13.3: Mainland-related Lending by type of borrowers, *Monthly Statistical Bulletin* より]。
- 33) 香港銀行部門の中国関連融資については、IMF (2023) pp. 34-35でも確認できる。
- 34) 数値はHKMA, 3.3: Customer Deposits by Type, *Monthly Statistical Bulletin*]。
- 35) 数値は *Census & Statistics*, Hong Kong SAR より。尚、この点は、既にHKMAが2014年段階で承知していたことでもある [HKMA (2014-a)]。
- 36) 現在の Hong Kong Exchange (香港取引所、以下HKEx) は、2000年3月、「香港聯合交易所」(連合証券取引所)、「香港期貨交易所」(先物取引所)、「香港中央結算有限公司」(証券保管決済会社) が合併して成立した。
- 37) 当時の首相として、この問題処理の陣頭指揮を務めた朱鎔基が、「棺桶を100用意しろ！そのうち一つは俺の棺桶だ！」と吐いたことは、余りにも有名である。
- 38) 鳥谷 (2020) 72ページ。
- 39) 鳥谷 (2020) 73ページ。
- 40) 「戦略投資家」は、①株式保有期間は3年以上、②原則として取締役を送り、また上級の専門職員を派遣して経営管理技術を直接伝達することが奨励される、③1国内銀行について「戦略投資家」1社の株式保有比率は原則5%以上で最大20%まで、「戦略投資家」合計の株式保有比率は最大25%まで等の条件のもとで認可された [鳥谷 (2020) 73-74ページ]。
- 41) 交通銀行は、清王朝下の1908年、郵便・電信・交通事業及び小切手・為替や国庫の現金収受を取り扱う専門銀行として設立された。当時、交通銀行は発券銀行でもあり、中央銀行、中国銀行、中国農業銀行とともに四大銀行の一つであった。1949年の新中国誕生により交通銀行は国有化され、1950年には国務院から長期貸出業務専門銀行として指定された。
- 42) 国有商業銀行を含む国有企業の再建について、Walter & Fraser (2011) は、アメリカの投資銀行である「ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが中国の今日の国有企業を作った」と記している (p. 10)。
- 43) 巴 (2010)15ページ。また、世界の企業や個人がタックス・ヘイブンを利用して租税回避やマネーロンダリング行っていることを暴きたいいわゆる Panama Papers (パナマ文書) によれば、香港の銀行、法律事務所、会計事務所等は、中国共産党幹部が国外に資産を逃避させる格好の投資対象・隠れ家になっているとも指摘されている [U.S.-China Economic and Security Review Commission (2016) p.419]。
- 44) Hong Kong Exchange 及びその他資料より。
- 45) 閩は福建省の意。
- 46) Hong Kong Exchange 及びその他資料より。
- 47) 鳥谷 (2020)97-98ページ、(2023)223ページ。
- 48) もともとアメリカ証券市場で、収益性・成長性・財務基盤において優れている優良企業のことをブルー・チップと叫ぶが、これが中国において好まれる紅色に掛けられてレッド・チップというようになった。
- 49) アメリカ政府は、こうした中国企業を「不安定な営利企業 (variable interest entity)」と規定している。2020年5月アメリカ上院は「外国持株会社説明責任法 (The Holdings Foreign Companies Accountable Act)」を設立させ、アメリカの証券取引所に上場する香港を含む中国系企業への会計検査を義務付けた [鳥谷 (2021)68-69ページ参照]。
- 50) 2020年8月「不動産バブルは『灰色のサイ』である」とされ、不動産開発業者が順守すべき貸借対照表上の三つのレッドライン「三条紅道」が打ち出された。すなわち、①(前受金を除く)負債対資産比率が70%以下であること、②負債/自己資本の純負債比率が1以下であること、③現金に対する短期負債の

- 比率が1より小さいこと（現金有利子負債比率＝現金／有利子負債＜1）、である。この条件を満たない場合、不動産会社は銀行融資や債券発行等による資金調達に制限がかかることになった。
- 51) GEM への上場は、株主数・売上高等の公開基準がメイン・ボードに比べて緩やかである。米国の店頭株市場（NASDAQ）に相当する市場といえよう。
- 52) Hong Kong Exchange (2021), *Fact Sheet 2021*, p.33より。
- 53) Xiao (2004), Ong (2022)。
- 54) ちなみに、2013年9月、香港にイギリス領ヴァージン諸島オフィスが開設され、タクス・ヘイブンでの法人登録サポート業務を行っている [Toh (2013)]。
- 55) 数字は Hong Kong SAR, Census & Statistics 資料より。
- 56) 数字は Hong Kong SAR, Census & Statistics 資料より。
- 57) 中国政府商務部 (2021) 3頁, 8頁, 114-115頁。
- 58) 原語は投資控股、investment holdings である [中国商務部 (2021)26頁, 115頁]。
- 59) 2006年の数値では、国有企業81%、民間企業19%であった [中国商務部 (2021) 121頁]。この間の対外直接投資における「社会主義」中国の国有企業が一体何であるのか、重々受け止めるべきであろう。ちなみに、2023年2月、中国政府は国有企業に対し PwC、EY、KPMG、デロイトといった西側会計事務所との契約更新の中止を指示したと報道されている [Bloomberg (2023)]。
- 60) RQFII は QFII と違い、国別に投資枠を与えられた。但し、2020年5月、QFII と RQFII の外国人投資家向け投資枠は撤廃された。
- 61) 滬は上海の別称である。
- 62) QFII や RQFII では、個人は認可金融機関が設定する投資信託を通じて投資することになっていた。ストック・コネクトの場合には、証券投資等金融機関で証券取引口座を開設すれば、個人で投資が可能となった。
- 63) 2017年7月、香港から中国本土への取引「北向通」が先行開始され、海外の機関投資家は、HKMA 管轄下の CMU 経由で中国本土の債券を売買できるようになった。2021年9月には、中国本土から QDII 及び RQDII (Renminbi Qualified Domestic Institutional Investor, 人民元適格国内機関投資家) 経由での香港への「南向通」も始まった。いずれであれ、個人投資家は認可金融機関の投資信託を通じて投資することになる。
- 64) 倫はロンドンの別称。
- 65) 尚、2016年10月に人民元は米ドル・ユーロ・日本円・ポンドから構成されてきた IMF バスケット通貨 SDR に加わった。
- 66) 鳥谷 (2021)70-72ページ, (2023)333-334ページ。
- 67) 中国銀行（香港）は、CIPS が稼働して以降も、香港側の人民元取りまとめ決済銀行である (<https://www.bochk.com/en/rmb/clearing/service.html>, 2023年10月31日閲覧)。
- 68) The U.S.-China Economic and Security Review Commission (2023) pp. 668-670。
- 69) 中国人民銀行 (2023) 2-3頁。
- 70) 2023年11月中旬、中国政府はこれまでの方針を転換して、不動産会社救済に乗り出し、対象企業50社をリスト・アップしたと報道されている。その中に碧桂园の名前もあり、同社の発行済み株式の50%を平安保険が買い取り、後日政府資金が投入されるということである。かつて資産・負債両建てで膨張する中国企業に対し、政府による「暗黙の保証」といわれたが、今や実際に政府救済が行われることになった。もっとも、最近では巨大シャドウ・バンキングの中植企業集団が約3600億元（約7兆円）の負債を抱えて、破綻の淵にある。
- 71) 中国政府の不動産企業救済は本土企業のみである。香港等タックス・ヘイブンに法人設立された中国系企業が発行するドル建債について、中国政府は救済策を講じることはないであろう。今後、香港銀行部門の本土企業向け融資と合わせて、中国—香港間のクロス・ボーダー債権債務の処理問題が発生しよう。
- 72) He (2023)。
- 73) 2000年代の「走出去」策については、朱 (2007) を参照。中国企業による香港等オフショア市場での法人設立に関する朱の分析と見解は、2010年代以降に焦点を当てた本稿のそれとほぼ同じである。
- 74) 2023年9月19日、中国人民銀行は6カ月物人民銀行手形150億元を売却したことから、金利は2.24%から3.38%へと急騰—2018年にオフショア市場で人民銀行手形を発行して以来、最高水準—した。金利上昇で人民銀行手形の流通価格は下落することから、現時点で手形の持ち高を売り持ちとする一方で、決済時点までに手形を売り込んで手形の流通価格を引き下げ、決済時に買い戻す空売りを事前に防ぐことになる。
- 75) Han Sen Index (恒生指数) は、恒生銀行の子会社が発表する香港の代表的株価指数である。恒生銀行は元来華人銀行として成長してきたが、1965年 HSBC の傘下に入り、香港のリテール銀行業務を担っている (<https://www.hsi.com.hk/eng>, 2023年11月23日)。
- 76) The U.S.-China Economic and Security Review Commission (2023), pp. 670-671。

- 77) 伊原 (2023) は、HKMA による香港ドル防衛措置が2023年中に既に49回に達し、カレンシー・ボード制の行く末を案ずる声があることを報じている。
- 78) アメリカ下院では、アメリカの投資ファンドの対中国証券投資の内容照会を求める発言がみられる [Freifeld (2023)]。もっとも、日本の公的年金運用機関である GPIF も、デフォルトに陥った中国大手不動産のドル建債に投資を行い、損失が生じている。
- 79) 国家外汇管理局公布「2023年三季度及前三季度我国国际收支平衡表初步数」(<http://www.safe.gov.cn/safe/2023/1103/23426.html>, 2023年11月15日)。Lardy (2023) も参照のこと。

### 〈参考文献〉

#### 英語文献

- Bloomberg [2023] 'China Urges State Firms to Drop Big Four Auditors on Data Risk', Feb. 22.
- Freifeld, Karen [2023] 'US lawmakers unveil bill requiring private equity firms to reveal China investment', Reuters, Nov.10.
- He Huifeng [2023] 'Chinese investors scramble to sell oversea properties amid shaky economic conditions', *South China Morning Post*, Sept. 21.
- HKMA [1995] 'A Brief History of the Exchange Fund', *Quarterly Bulletin*, May.
- HKMA [1998] 'Strengthening of Currency Board Arrangements in Hong Kong', Sept. 5.
- HKMA [2010-a] 'The Finance Department of the Ministry of Finance and Hong Kong Monetary Authority signed Memorandum of Co-operation on Using Central Moneymarkets Unit for Issuance of Renminbi Sovereign Bonds', Nov.22.
- HKMA [2010-b] 'Renminbi (RMB) cross-border trade settlement and net open position', Dec.23.
- HKMA [2012-a] 'Adjustments to Renminbi (RMB) Risk Management Limit and Net Open Position', Jan 17.
- HKMA [2012-b] 'Renminbi (RMB) Net Open Position (NOP) and liquidity ratio' May 22.
- HKMA [2012-c] 'Renminbi (RMB) Liquidity Facility', June 14.
- HKMA [2013] 'Renminbi (RMB) Liquidity Facility', July 25.
- HKMA [2014-a] 'Mainland-related Exposures', April.
- HKMA [2014-b] 'Introduction of Intraday Repo under the Renminbi Liquidity Facility', Nov. 3.
- HKMA, Monetary Management Department [2018] 'Understanding Foreign exchange Derivatives Using Trade Repository Data: The Non-Deliverable Forward', *Quarterly Bulletin*, March.
- HKMA [2021] 'A Closer Look at Bond Connect and the Journey Ahead', *Quarterly Bulletin*, Sep.
- Hong Kong Exchange [2021], *Fact Sheet 2021*.
- IMF [2023] People's Republic of China-Hong Kong Administrative Region 2023 Article IV Consultation Discussions, May.
- Lardy [2023] 'Foreign direct investment is exiting China, new data show', *Real Time Economics*, PIIE, Nov. 17.
- Ong, Kandy [2022] 'China-Hong Kong' 'round-tripping investment' remains vital as economy slows, foreign business confidence tumbles, *South China Morning Post*, June9.
- The U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs [2020], Report to Congress Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Dec.
- The U.S.-China Economic and Security Review Commission [2023], *2023 REPORT TO CONGRESS*, Nov.
- Toh Han Shi [2013] 'BVI Tax Haven Picks Hong Kong for Drive into Asia', *South China Morning Post*, May16.
- Walter, C.E. & Howie, Fraser J.T. [2011] *Red Capitalism The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*.
- Wong, Jence Yie [2012] *Development of Dim Sum Bonds in Hong Kong's Offshore RMB Market*, NRI, Nov.12.
- XIAO, Geng [2004] 'Round-Tripping Foreign Direct Investment in the People's Republic of China: Scale, Causes and Implications', *ADB Institute Discussion Paper*, No.7.
- Yie, Enoch [2013] 'Banks get green light for 2b yuan in cross-border loans for Qianhai', *South China Morning Post*, Na.28.
- Yie, Enoch [2016] 'Currency crossfire: Yuan borrowing cost down as PBOC tames offshore yuan market in Hong Kong', *South China Morning Post*, Jan. 16.
- Yiu, Enoch [2023] 'Hong Kong steps into market for the first time this year, selling US\$538 million to prop up local dollar as funds flee to higher interest rates', *South China Morning Post*, Feb.14.
- Yiu, E. and Choi, M. [2023] 'Hong Kong's Exchange Fund posts record US\$25.8 billion loss after an 'exceptionally volatile' year, HKMA says', *South China Morning Post*, Jan. 30.
- Zhu, Julie [2022] 'China's state banks told to stock up for yuan intervention', *Reuters*, Sept. 29.

## 中国語文献

中国政府商務部 [2021] 『2021年度 中国対外直接投資統計公報』。

中国人民銀行 [2023] 『2023年人民币国际化報告』。

## 日本語文献

伊原健作 [2023] 「香港「米ドル連動」の正念場 対投機筋で防戦、介入49回に」『日本経済新聞（電子版）』11月17日。

梅原直樹 [2018] 「中国本土との関係緊密化のなかで 発展を模索する香港経済」News Letter（国際通貨研究所）10月。

白井早百合 [2000] 『カレンシーボードの経済学 香港にみるドル連動制の再考』日本評論社。

鳥谷一生 [2020] 『中国・金融「自由化」と人民元「国際化」の政治経済学 「改革・開放」後の中国金融経済史40年』晃洋書房。

鳥谷一生 [2021] 「アメリカ・トランプ政権の対中経済戦略について—貿易・投資・国際金融のデカップリングは可能か—」『現代社会研究科論集（京都女子大学大学院）』第15号。

鳥谷一生 [2023] 「現代中国経済と人民元「国際化」・「一帯一路」戦略」[山本和人・鳥谷一生共編著『世界経済論 変容するグローバリゼーション』、第9章]。

鳥谷一生 [2023] 「BRICS 諸国の「脱ドル化」策の現実と中国の対外金融の限界—中国は「ドル本位制」下の「最後の貸し手」か—」『現代社会研究（京都女子大学現代社会学部）』。

増田耕太郎 [2007] 「ケイマン諸島を経由する中国企業の米国証券市場への上場」『季刊 国際貿易と投資（国際貿易投資研究所）』、Autumn。

許家屯 [1999] 『香港回収工作』ちくま学芸文庫。

朱 炎 [2007] 「中国企業の「走出去」戦略及び海外進出の現状と課題」『中国経営管理研究』第6号、5月。

# **Internationalization of RMB and the role of Financial and Foreign Exchange Markets of Hong Kong under 'the US Dollar Standard System'**

TORITANI Kazuo

〈Abstract〉

'Internationalization of RMB' project started with RMB-denominated trade from July 2009, clearing of which is through banking accounts opened in Hong Kong. Since then, a set of policies such as RQFII, Stock Connect, and Bond Connect are conducted under 'Internationalization of RMB'. These steps, however, are set up for introduction of international capital movement into China through both of financial and foreign exchange market of Hong Kong. From this view-point, they are in conjunction with capital raising of Chinese companies listing on Hong Kong Exchange. In short, China has consistently needed foreign capital for more than 40 years since its 'reform and open up' of 1978.

While taking up the short history of currency board system of Hong Kong since the pre-war period to understand its current working, this paper will make clear of how much consistent with the currency board system 'Internationalization of RMB' centered on Hong Kong is. Besides, it will provide analytical frame work of financial and foreign exchange market of Hong Kong for political economy.

Key words : Internationalization of Renminbi, HKMA, Currency Board System, Hong Kong Financial Market, Dim Sum Bond, Stock Connect, Bond Connect