

1 米中対立は香港の役割を変えるのか ～貿易・直接投資等からみたビジネスハブ・香港 の役割～

増田 耕太郎 *Kotaro Masuda*

(一財) 国際貿易投資研究所 客員研究員

要旨

- ・「香港国家安全維持法」の施行は香港の一国二制度を揺るがす状況になった。米中対立は「通商・経済問題」として解決を図る可能性を探る段階から「高度な自治」、「人権・基本的自由の尊重」等の価値観に関わる対立に変わり、アジアのビジネスハブとしての香港の役割に影響が及ぶとの懸念が広がっている。
- ・香港が担う役割は中国との強い結びつきを背景にした東アジアのビジネスハブ機能である。香港は中継貿易港として栄えてきた。コンテナ貨物の取扱量は世界7位、航空貨物は世界1位である。香港は輸入した貨物の約9割を再輸出する。中国向け再輸出は再輸出額の56%を占める（2019年）。このため、中国向け輸出は中国に直接向かう貨物に香港経由の貨物を考慮しないと、中国貿易の実態は把握できない。例えば、米中間の通関収支は、米国貿易統計による収支尻と中国貿易統計の収支尻が大きく異なる。ところが、香港経由の再輸出額を考慮すると米中間の貿易額の不突合が解消する。
- ・香港の直接投資は中国と英領バージン諸島等のカリブ海地域のタックスヘイブンと深い関わりがある。香港の対外投資残高の約40%が中国、約30%が英領バージン諸島である。近年の10年間の中国の対内直接投資の合計額でも、香港からの投資が63.6%を占める。その中には中国企業の外国法人が中国に投資する場合も含まれる。なお、中国本土企業が

30%以上保有し英領バージン諸島などのタックスヘイブンに籍を置く多くの国有企業が「レッドチップ」株として香港証券市場に上場している。また、上場企業2,499社のうち、1,386社（約56%）がケイマン諸島籍である。

- ・ 国際金融センター機能も香港が担ってきた役割である。香港はニューヨークに次ぐ、ロンドンやシンガポール等と第2グループにある。証券市場は、IPOの上場数、IPOによる獲得資金で世界1位にある。その主役は中国企業である。香港証券市場に上場する中国企業は1,241社と上場企業数（2,499社）の約5割を占める。そのうち、457社が国有企業である。中国企業の香港市場への上場も増えている。
- ・ 米中対立が激しさを増すなかで、香港の役割変化を決定づけるのは、中国政府の香港のかかわり方の変化に関わっている。おそらく、中国は『欧米諸国も含め多くの国が巨大な中国市場を見限ることはない』と考えている。それでも、短期的には影響は軽微であっても、徐々に香港の役割は低下するとの疑念は残る。その場合、香港に変わる場所がハード面でのインフラ、自由で使い勝手のよいソフト・インフラ、自由に活動できる法的・制度的な慣行だけでなく、今まで享受してきたビジネス慣行が発揮できるかに関わっている。それとも、香港の「中国化」によって生き延びる道があるのか、中国の行動や法の運用を見極めていくことになる。

1. はじめに（『香港国家安全維持法』の制定がもたらす米中対立の激化）

香港国家安全維持法が成立し施行した。同法は香港の議会ではなく中国の全国人民代表大会が制定し「一国二制度」の破壊と受け止められた。このため、「一国二制度」の下で香港に認められてきた『高度な自治』を失い、アジアのビジネスハブとしての役割に深刻な影響を与えると危惧されている。特に、国際金融センターを支える「三権分立」の前提を揺るがす不安がある。それを危惧する米欧諸国の反発は大きく、米国と中国の対立は通商・経済問題として解決を図る可能性を探る段階から、人権・基本的自由の尊重な

どの『価値観』に関わる対立となり新たな局面に変わっている。

米国は、香港の中国返還以降に与えてきた特別な待遇を保障するのに十分な自治を維持できていないとして、従来の優遇措置を見直し撤廃する。香港との関係を定めた“United States- Hong Kong Policy Act”（香港政策法、1992年）で、『香港に一定の自治がある』ことを前提に中国本土より優遇してきた。1997年の中国への返還後も一国二制度の検証を少なくとも年1回行い、『一定の自治』を条件に大陸と別個の独立関税地域として扱い、通商や投資、住民へのビザ発給等に対しても中国本土とは特別扱いをしてきた。香港の企業には適切な保護を前提に米国の持つ機密技術へのアクセスも認めてきた。

米国の決定は次の点が含まれる。①デュアルユース品目（軍事・民生ともに利用できる品目）の輸出管理に関する例外措置の取り消し、②中国本土とは異なる関税圏・渡航圏としての香港の扱いを取り消す。同時に、③米国の技術を守るため一部の中国籍渡航者の入国を停止する大統領布告を発表、④米国の金融システムと投資家を守るために、政権の作業部会に対し米国の株式市場に上場する中国企業の動向に関する検証を開始させる、など。ただし、香港に対する優遇措置の見直しは、在香港米国企業や香港自身にも悪影響を及ぼしかねない。

米中間の対立は、従来の貿易・通商問題として解決を図る可能性を探る段階から、「国家安全保障」に加え「高度な自治」、「人権・基本的自由の尊重」等の『価値観』に関わる対立に拡大した。このため、香港が世界経済分野における役割への影響を懸念する。

本稿では、香港が担う東アジアのビジネスハブの役割を検証し、香港の役割がどうなるのか考える。

2. 東アジアのビジネスハブ・香港の役割

2.1. 中国貿易の中継貿易港としての香港

2.1.1. 東アジアとしての香港経由の貨物輸送

香港は東アジア地域のハブとしての役割を担っている。中継貿易港としての香港は、中国の港やシンガポール港、釜山港などに抜かれたものの、東アジアのハブ港の一つとして位置づけられている。2019年のコンテナ貨物量の1位が上海港である。次いで、シンガポール港、寧波-舟山港、深圳港、釜山港、広州港と続き、香港（1,964万TEU）は世界第7位である。中国の急激な発展で香港を経由しない貨物が増え、上海港（4,201万TEU）や長い間アジアのハブ港として競ってきたシンガポール（3,660万TEU）との差は大きい。1980年当時はニューヨーク、ロッテルダム（オランダ）に次ぐ世界3位であった。

一方、航空貨物のハブ空港として香港国際空港の役割は大きい。国際空港評議会（Airports Council International、ACI）の「世界の空港別貨物取り扱いのランキング」（2019年）によると、香港国際空港（480.9万トン）が1位である。次いで、FEDEXの航空貨物ハブの米国のメンフィス（Memphis）空港（432.3万トン）、上海の浦東国際空港（363.4万トン）と続く。2010年に香港国際空港が1位になって以来、上位3空港の順位は変わらない。

また、ヒトの移動からみると、香港国際空港はアジア最高順位のシンガポール（Changi）空港（9位）に次ぐ世界10位のハブ空港である（“MEGAHUBS Index 2019”による）。

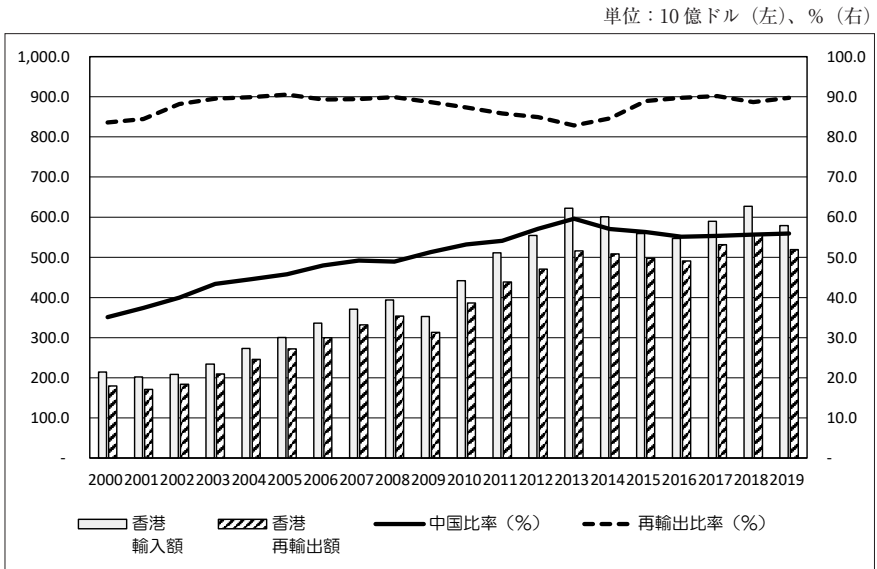
2.1.2. 香港を経由する外国産品の再輸出 ～ 中国の総輸入額の約14.0%に相当

日本、米国などの国々が中国へ輸出する場合、中国本土に直接出荷する貨物のほかに、一部の貨物は中継貿易拠点の香港向けに出荷し香港経由で中国へ出荷する。後者の状況を香港の「再輸出」統計から知ることができる。

香港の経済規模に比べ香港の輸入額が大きいのは、香港内で消費するのではなく中継貿易港として輸入額の約9割相当額の貨物を再輸出することによる。なかでも、世界と中国を結ぶ役割は大きく中国は再輸出先の5割を超える（図1）。

中国の貿易統計からみた香港からの輸入額は中国の総輸入額の0.4%に過ぎない。一方、香港の対中国輸出額は、中国の総輸入額の14.3%に相当する規模である。そのうち、香港から香港原産でない中国向け貨物の輸出額は、中国の輸入総額の約14.0%に相当する。また、香港の対中国輸入額は中国の輸出総額の約11.1%に相当する規模である。また、中国が輸出した中国原産の貨物の一部が中国向けに再輸出されている（中国による中国品輸入）。中国原産品を香港から中国に輸出する規模は、中国の輸入総額の約4.5%相当の1,114.9億ドルである（2019年、表1）。

図1 香港の輸入額と再輸出額の推移



注：再輸出比率：輸入額に対する再輸出額の割合（％）、中国比率：再輸出額に占める中国向け再輸出額の割合（％）、輸入額の価額評価はCif価額、再輸出額のそれはFob価額、貿易統計の作成方法は一般貿易統計方式

出所：香港貿易統計をもとに作成

表1 中国と香港間の貿易

単位：10億ドル、%

	2010	2019	(%)		2010	2019	(%)
中国 輸入総額	1,393.91	2,068.57	100.0	中国 輸出総額	1,578.44	2,497.95	100.0
香港からの輸入額	12.27	9.05	0.4	香港向け輸出額	218.38	279.61	11.2
(参考)				(参考)			
香港の対中国輸出額	210.36	296.13	14.3	香港の対中国輸入額	195.70	255.45	10.2
うち、香港再輸出	205.51	290.53	14.0	うち香港の再輸出（中国原産品）	234.68	277.47	11.1
うち、中国原産品	37.71	30.04	1.5	うち、中国向け	91.03	111.49	4.5

注：（％）は、輸入（出）総額を100とした場合の割合（2019年実績）

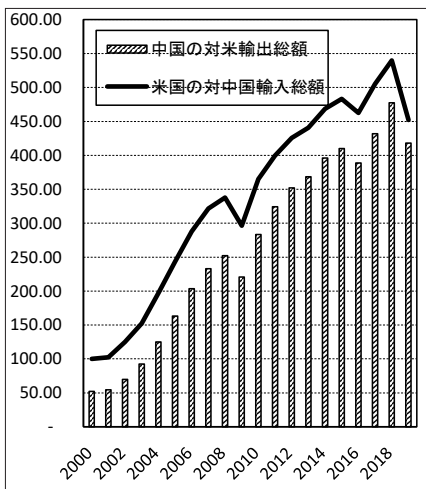
出所：中国貿易統計 香港貿易統計から作成

2.1.3. 米中貿易（通関）収支の不突合を是正する香港の再輸出

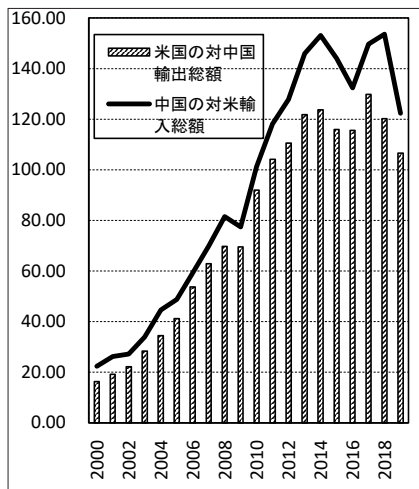
米中間の「通関輸出額－通関輸入額」（通関収支）は米国貿易統計の数値と、中国貿易統計の数値に、大きな乖離がある（図2）。両国の通関収支戻は、米国統計が3,456.17億ドルの入超に対し、中国統計は2,954.68億ドルの出超で、符号を抜きにした両者の絶対値の差は501.49億ドルである（2019年）。ところが、香港を経由する輸出額（香港の再輸出額）を加えた結果は、両者の差が縮小し通関収支戻の絶対値が近似する（表2、図3）。その

図2 米中貿易額の推移（単位 10億ドル）

①米国の対中輸入額と中国の対米輸出額



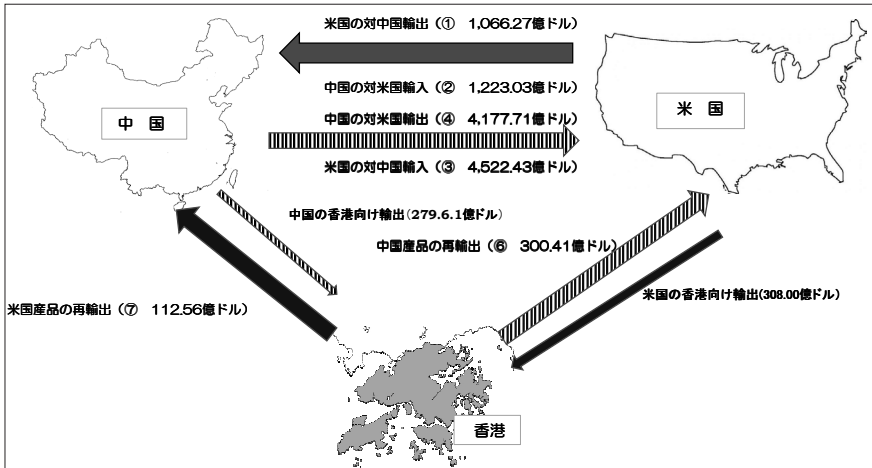
②米国の対中輸出額と中国の対米輸入額



出所：米国、中国、香港貿易統計をもとに作成

結果、香港経由の貿易を加味した2019年の米中間の通関収支差は、米国の3,343.6億ドルの入超、中国の3,255.1億ドルの出超になり、符号を無視した両者の絶対値差は501.49億ドルから88.51億ドルに縮まる。価額評価が輸出のFob価額、輸入のCif価額の違いを考慮すると、米中間の収支尻の不突合はほぼ解消し一致すると考えてもよいほど近似した結果である。

図3 香港の再輸出を考慮した米中間の貿易（2019年）



出所：米国 中国 香港の貿易統計をもとに作成

表2 香港の再輸出を考慮した米中貿易額の調整（2019年）

単位 100 万ドル

		I：米国 → 中国	II：米国 ← 中国	差額（I - II）	注
米国貿易統計	(a)	106,627 ①	452,243 ③	-345,617	通関収支
中国貿易統計	(b)	122,303 ②	417,771 ④	-295,468	
差額 A（米中貿易の不突合）	(a) - (b)	-15,676	34,472	-50,148.61	
香港再輸出統計					香港経由の米中間の輸出
米国原産品の対中輸出	(d)	11,256 ⑦			
中国原産品の対米輸出	(e)		30,041 ⑥		
香港の再輸出分を加味した場合					香港経由の米中間の輸出を考慮した通関収支
米国統計 + 香港再輸出	(a) + (d)	117,883 ① + ⑦	452,243 ③	-334,360	
中国統計 + 香港再輸出	(b) + (e)	122,303 ②	447,812 ④ + ⑥	-325,509	
差額 B（香港の再輸出分を考慮し補正した場合）		-4,420.12	4,431.19	-8,851.31	

注：差額Aは、米中間の通関統計上の違い（不突合） 差額Bは、香港の再輸出を加えた米中間の違い

①②③④⑥⑦は、図3の矢印に対応 輸出額は仕向国、輸入額は原産国を示す

出所：米国、中国、香港の貿易統計をもとに作成

なお、2019年だけでなく、どの年でも同様の近似した結果になる。米中間の貿易だけでなく、日本を含む諸外国の対中国貿易収支の不突合も、香港の再輸出を考慮すると近似する。また、品目レベルの中国との貿易額の不突合も、コンテナ貨物輸送が主体の品目の場合には同様の結果を得ることができる^{注1}。

2.2. 中国企業の投資先、対中直接投資拠点としての香港

2.2.1 中国、カリブ海タックスヘイブン地域と結びついた香港の直接投資

香港の対内外直接投資は、中国と深いつながりがある。2018年末時点における香港の対内直接投資残高は1兆9,633億ドルで、中国は26.8%を占める。一方、対外直接投資残高は1兆8,294億ドルで、中国が40.6%を占める。

中国以外では、香港の対内直接投資先および対外直接投資先の上位にカリブ海地域のタックスヘイブンとして知られている英領バージン諸島、バーミューダ諸島、ケイマン諸島がある。この3地域で対内直接投資残高の45.3%、対外直接投資残高の39.8%を占める。なかでも、英領バージン諸島が占めるシェアは大きく、対内直接投資残高の31.9%、対外直接投資残高の33.8%を占める（図3）。

業種別対内投資残高では、「持株会社、不動産・商業サービス」が69.4%占め、「銀行業」（11.8%）、「商業・貿易業」（9.0%）と続き、「製造業」は0.4%に過ぎない。業種別対外投資残高も「持株会社、不動産・商業サービス」が80.4%を占め、「商業・貿易業」（7.4%）と続く。

香港を出入りするタックスヘイブン地域との資金に、中国本土企業の資本がある。タックスヘイブン地域に持ち込んだ資金の一部が香港に、さらに香港経由で中国本土等に投資する。中国で事業を展開する中国の国有企業のうち、香港、ケイマン諸島、バーミューダ、英領バージン諸島など中国本土以外で登記し香港証券市場に上場する株式を「レッドチップ株」と呼ぶ^{注2}。そうした企業による対香港投資、対中国投資が少なくないことを香港の直接投資統計は示唆する。

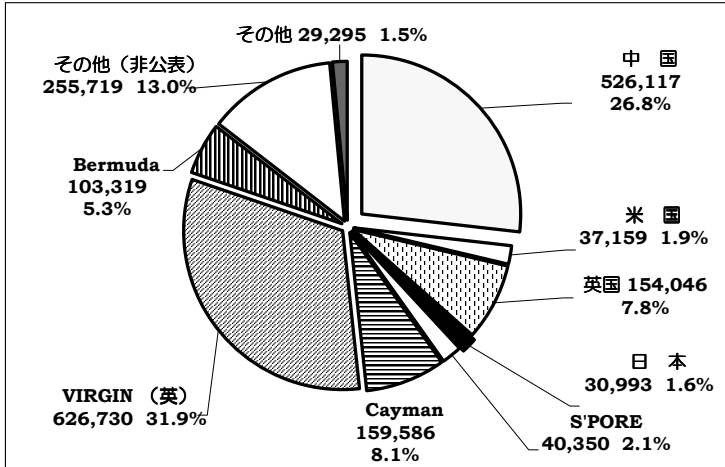
なお、香港企業であっても香港籍でない企業の例にJardine Matheson

Holding（バーミューダ籍）などがある。

図4 香港の対内外直接投資残高の国・地域別内訳（2019年末時点）

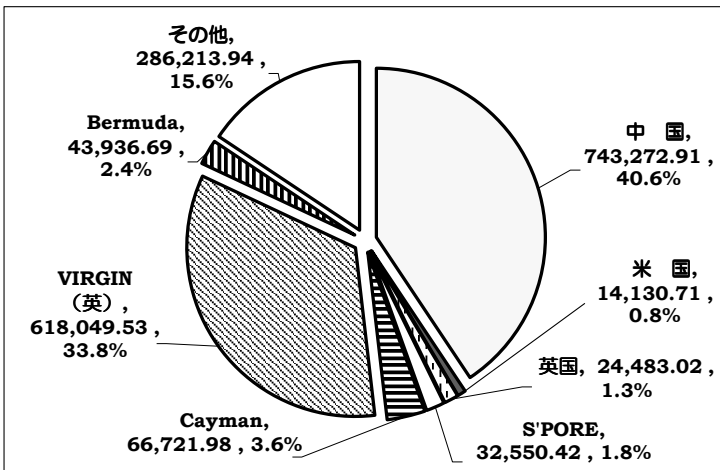
(1) 対内直接投資残高（2018年末、残高合計1兆9633億ドル）

単位：100万米ドル、%



(2) 対外直接投資残高（2018年末、残高合計1兆8294億ドル）

単位：100万米ドル、%



出所：世界主要国の直接投資統計集（原典は香港直接投資統計）

2.2.2. 対中国投資の窓口としての香港

中国の対内外直接投資の多くが、香港を窓口にしている^{注3}。中国の対内直接投資統計の2009年から2018年までの10年間の合計でみると、香港からの対中国投資額合計（7,496.47億ドル）は全体の63.6%を占める。一方、対外直接投資残高（1.1兆ドル）も対香港投資は全体の55.5%を占める。国地域別・業種別投資額は非公表なのでわからない。

中国企業以外の外国企業が香港に進出する目的は香港の域内市場ではない。香港は世界と中国を結ぶ拠点である。巨大な中国市場に向けた対中貿易および対中投資の「中継基地」、委託加工生産における「財務・物流基地」に位置づけている。多国籍企業の財務統括拠点を置く税の優遇制度（CTC：Corporate Treasury Centre）も香港に拠点を持つ魅力である。CTCは一定の要件を満たすと、香港外のグループ会社に対する金融財務活動から生じる所得に対し利得税（法人税）の標準税率16.5%が8.25%の優遇税率を適用するので、日本企業を含め外国企業が財務統括拠点を置いている。財務統括拠点は「低い税率コスト」だけではなく、「交通インフラ、物流インフラの充実」、「金融機能の自由・発達度」等を備えていることも進出の要件になる。香港は、それらの要件を十分に満たした場所として栄えてきた。

「2019年の香港域外企業の香港拠点に関する調査報告」によると、香港域外に親会社を有する企業（香港域外企業）による香港の拠点数は9,040社である。そのうち、「地域統括本部」が1,541社、地域内の拠点を運営・調整機能を持つ「地域拠点」が2,490社である。親会社の国別では中国（1,799社）、日本（1,413社）、米国（1,344社）の上位3か国で全体の50.4%を占める。また、中国を管轄していると回答した地域開発本部機能を持つ企業は1,190社で全体の77.2%を占める。

2.3. 国際金融センターとしての香港

2.3.1 世界ランキングは、ニューヨーク、ロンドンに次ぐ2番手グループ

香港はニューヨーク、ロンドンなどと並んで、世界を代表する国際金融セ

ンターとしての地位を保ってきた。英国のZ/Yen Groupによる“The Global Financial Cent res Index”（「世界金融センター指数（GFCI）」、2020年3月公表）によると、香港の金融センターの評価は6位である（表3）。前年の3位から6位に後退したものの、フランクフルト（13位）、ジュネーブ（9位）、チューリッヒ（14位）、サンフランシスコ（8位）、シカゴ（16位）、ドバイ（12位）より評価が高い。

表3 国際金融センターの比較

	香港	S' PORE	東京	上海	NEW YORK	LONDON
世界金融センター指標（GFCI）						
評価点（GFCI27）	737	738	741	740	769	742
順位（前年順位）	6 (3)	5 (7)	3 (6)	4	1 (1)	2 (2)
GFCI27 内訳 順位						
ビジネス環境	3 (3)	4 (4)	na (13)	na (7)	1 (1)	2 (2)
国際金融市場としての成熟度	6 (2)	5 (3)	10 (na)	9 (na)	1 (1)	2 (2)
人材（人的資本）	3 (3)	6 (5)	6 (11)	9 (6)	1 (1)	2 (2)
インフラ	4 (5)	3 (3)	3 (4)	9 (9)	1 (1)	2 (2)
都市としての魅力	4 (4)	3 (3)	5 (6)	9	1 (1)	2 (2)
GFCI27 分野別 順位						
BANKING	4 (2)	6 (6)	5 (7)	2 (3)	1 (1)	3 (4)
INVESTMENT MANAGEMENT	5 (1)	3 (5)	8 (15)	2 (4)	1 (2)	4 (3)
INSURANCE	8 (4)	4 (3)	na (6)	10 (5)	2 (1)	3 (2)
PROFESSIONAL SERVICE	3 (2)	5 (4)	12 (6)	6 (5)	1 (1)	2 (3)
GOVERNMENT & REGULATORY	4 (3)	5 (4)	7 (12)	6 (7)	1 (1)	2 (2)
GFCI27 FinTec 順位						
LEADING FINTECH CENTERS	7(7)	5(8)	10(12)	3(2)	1(3)	4(6)

注：（ ）内は、前年の評価 (na)は15位以下を示す

出所：Z/Yen Group“The Global Financial Centres Index（GFCI）”（「世界金融センター指数」、2020年3月公表）

GFCIは、世界112都市の金融センターを①「ビジネス環境」（Business Environment）、②「国際金融市場としての成熟度」（Financial Sector Development）、③「人材」（Human Capital）、④「インフラ（Infrastructure Factors）、⑤「都市としての魅力」（Reputation Factors）の5項目（細分は133）をもとに1,000点満点で評価する。

2020年3月公表の最新版（GFCI27）では、ニューヨーク（769点）が1位、以下順にロンドン（742点）、東京（741点）、上海（740点）、シンガポー

ル（738点）、香港（737点）と続く。2019年の逃亡犯条例に反対する抗議活動（デモ）が多発する以前の順位は、ニューヨーク、ロンドンに次ぐ3番目であった。香港のランキングが6番目に下がったのは、2019年夏以降の香港の民主化を求めるデモなどにより「国際貿易と地政学的な先行きの不確かさが高まり、より“安定的”である市場と評価された都市が上位になった」と推測する。香港と対照的に東京が6位から3位に入れ替わっている。ただし、香港の評価は2位のロンドンのそれとわずか5点しか差がなく、2~6位の評価は僅差であるので、1位のニューヨークに次ぐ『2番グループ』との評価が妥当かもしれない。なお、GFCI27RANKにおける中国の都市は、3位の上海以外に、北京（7位）、深圳（11位）、広州（19位）が20位以内にある。

2.3.2. 香港の国際金融センターとしての強み

香港の国際金融センターとしての順位は2018年と比べ全項目で評価を下げているものの、大分類の6項目すべてが1位のニューヨーク、2位のロンドンに及ばないものの、全項目で世界6位以内にある。

高い評価が「ビジネス環境」「人的資本（人材）」で、ニューヨーク、ロンドンに次ぐ3位である。ビジネス・インフラ、都市としての魅力も4位と高く、アジアではシンガポールに次ぐ。評価を下げたのは「国際金融都市としての成熟度」で昨年の2位から6位に後退している。

業種分野別の評価では、専門サービスが3位と高い。前年は2位であった。おそらく、中国ビジネス等の分野での評価が高いことが推測できる。投資マネジメントは昨年1位から5位に後退し、アジアでは上海（2位）、シンガポール（3位）が香港より上位にある。

FINTECHに対する評価も世界7位と東京（10位）より高い。ニューヨークが1位で、次いで北京、上海、ロンドン、シンガポール、深圳、広州と続き、10位以内中国の都市が4地域と多い。大分類は「FinTech のプロバイダー（10項目）」、「FinTechの主要分野（11項目）」で評価する。

なお、香港ドルが米ドルと限られた一定の範囲内で変動するドルペッグ制を採用していることも大きな魅力である。過去のアジア通貨危機、リーマン

ショック後の大きな為替変動があった時も維持されている。

2.3.3. 香港証券市場の特徴

WORLD FEDERATION EXCHANGE（WFE、国際取引所連合）の“WFE Annual Statistical Guide”（2018年末時点）をもとに世界主要証券市場を比較した結果が表4である。

表4 主要証券市場の比較（2018 年末時点）

	時価総額 (10億ドル)	上場企業数			新規上場企業数		
		合計	国内	外国	合計	国内	外国
NYSE	9,756.84	3,058	2,622	436	150	150	(na)
NASDAQ	20,679.48	2,285	1,775	510	104	66	38
TMX Group (カナダ)	1,937.90	3,383	3,330	53	183	164	19
HK (香港)	3,819.22	2,315	2,161	154	218	190	28
日本証券取引所グループ	5,296.81	3,657	3,652	5	115	115	0
EURONEXT	3,730.40	1,208	1,059	149	32	25	7
London Stock Exchange Group (LSE)	3,638.00	2,479	2,061	418	174	144	30
上海	3,919.42	1,450	1,450	(na)	57	57	0
深圳	2,405.46	2,134	2,134	(na)	48	48	0
S' PORE	687.26	741	482	259	17	12	5

注：香港市場（HK）では中国本土企業のレッドチップ株、H株を外国企業に含まれない

出所：WFE:Annual Sttistical Guidbook 2019掲載データをもとに作成

国内時価総額（2018年末時点）で見ると、ニューヨーク証券取引所（NYSE）が1位の20兆6,794.8億ドルである。次いで、NASDAQ、ロンドン（LSE）、東京、上海と続き、香港（HKEX）は6番目（3,192.2億ドル）である。

香港市場の強みがIPO（新規株式公開）の多さである。中国企業を中心に新規に上場する企業数は世界1位で、NASDAQ市場の2倍を超えている。

香港証券市場の上場企業の登録先をみると、名目上の本社をケイマン諸島に置く企業が最多で1,386社で上場企業数（2,449社）の56.6%を占める。次いで、バーミューダ籍の514社、英領バージン諸島籍の11社と続き、タックスヘイブンとして知られた地域に登録した企業数は1,568社（64.0%）に及ぶ

(表5)。

なお、香港の国際収支統計は、金融サービス収支等のサービス貿易の分野別状況を明らかにしていない。

表5 香港証券市場の上場企業の登記先 (2019 年末時点)

	MB	GEM	合計	(%)		MB	GEM	合計	(%)
上場企業(社数合計)	2,071	378	2,449	100.0	カナダ	5		5	0.2
ケイマン諸島	1,084	302	1,386	56.6	オーストラリア	3		3	0.1
香港	209	9	218	8.9	日本	3		3	0.1
中国 (PRC)	261	22	283	11.6	英国 (England)	3		3	0.1
バーミューダ	471	43	514	21.0	ルクセンブルグ	2		2	0.1
英領バージン諸島	11	-	11	0.4	イタリア	1		1	0.0
シンガポール	14	2	16	0.7	不明	1		1	0.0
ジャージー島	2		2	0.1	タックスヘイブン地域籍 (小計)	1568	345	1913	78.1

注：MBはMain Board市場、GEMはGEM市場

タックスヘイブン地域籍 (小計) は、ケイマン諸島、バーミューダ、英領バージン諸島、ジャージー島に籍を持つ企業を集計

出所：香港証券取引所 FACT BOOK 2019 掲載データをもとに作成

2.3.4. 香港証券市場に上場する中国企業

香港証券市場は、中国企業にとって魅力ある証券市場である。中国本土の企業の1,241社は上場企業総数の5割を超える56.7%である。そのうち、中国国有企業のH株とレッドチップ株をあわせた上場企業数は457社で全上場企業の18.7%を占める。なかでも香港あるいはバーミューダなどのタックスヘイブンに登録する企業 (レッドチップ株) は173社で全体の約7.1%を占める (表6)。2020年5月31日時点では177社 (MainBoard173社、GEM4社) である。レッドチップ株の企業数が多いのは、前述の香港への対内外直接投資が多いことと関連する^{注3}。

2019年末時点における香港証券市場の上場企業の時価総額ランキング上位5社は、登記先は違っていてもすべて中国企業である。1位のTENCENT Holdings Ltd. (騰訊) はケイマン籍の民有企業で、2位以下の4社は国有企業である。2位のChina Construction Bank Corporation (中国建設銀行) は中国籍 (H株)、3位のChina Mobile (中国移动) は香港籍、4位のPing An

Insurance (Group) Co. of China, Ltd (PING AN、中国平安保険) は中国籍 (H株)、5位のCNOCC Ltd (中国海洋石油) が香港籍として上場している。

表6 香港証券市場における中国本土企業の上場状況

		TOTAL			MAIN BOARD		GEM	
		2014	2019	増減	2014	2019	2014	2019
上場企業数		1,752	2,449	697	1,548	2,071	204	378
時価総額 (B. HK\$)		25,072	38,165	13,093	24,892	38,058	179	107
新規上場 企業数		122	183	61	103	168	19	15
中国本土企業	企業数(合計)	876	1,241	365	803	1,144	73	97
	小計 (国有企業系 (①+②))	335	457	122	307	430	28	27
	H 株①	202	284	82	179	262	23	22
	RED CHIP②	133	173	40	128	168	5	5
	その他	541	784	243	496	714	45	70
	時価総額 (B. HK\$)	15,078	27,953	12,875	15,018	27,930	60	24
	小計 (国有企業系 (①+②))	10,958	11,873	915	10,939	11,867	19	5
	H 株③	5,730	6,426	697	5,724	6,424	6	3
	RED CHIP④	5,228	5,446	218	5,215	5,444	13	2
	その他	4,120	16,081	11,960	4,079	16,062	41	19

注：期末時点、企業数はGEM市場からMainboard市場に変更したものを含む

出所：香港交易所 HKEX Factbook各年版掲載のデータをもとに作成

香港市場に、米国市場に上場していたIT系企業などの民有企業が相次いで上場している。阿里巴巴集团 (ALIBABA Group) はNYSEに加え香港市場に重複上場した (2019.11)。網易 (NetEase)、京東集团 (JD.com) もNASDAQ市場と重複上場した (2020.6)。上海や深圳の株式市場ではなく香港を選んだ背景に、中国との関係が深いうえに『米ドルの獲得』がある。

NASDAQ市場に上場している小米 (Xiaomi、シャオミ)、百度 (Baidu) なども香港市場に新規株式公開を検討しているとの報道がある。香港市場は中国本土の企業による新規上場も多いので、今後も新規上場が増えたと見込まれる。一方、米国での上場を取りやめ香港市場の単独に切り換えたのに、中芯国際集成電路製造 (SMIC：Semiconductor Manufacturing

Corp) がある (2019.5)。

なお、香港市場に申請したものの失効した企業もある。Alibaba (阿里巴巴) が支援するAI顔認識プラットフォーム「Face++」の Megvii Technology Limited (北京旷视科技有限公司) は上場申請したものの (2019.9)、当局から追加精査をうけ手続きが完了せず2020年3月失効している。失効理由は明らかでないが、同社の上場遅延の背景に2019年の米中貿易摩擦、香港民主化デモの影響があるとの見方もあるようだ。

従来は、香港証券取引所に上場する中国企業は銀行や国営企業が中心であった。中国のIT関連企業は米国の証券市場 (NYSEやNASDAQ) の上場を目指してきた。米国での上場から香港市場での新規上場に変えた背景に、『中国との関係が深い』、『米ドルの獲得』ができることのほかに、米国市場に上場した中国企業の不適切な会計処理を背景にした厳しい監査を求める動きが強まったため、米国証券市場を避ける傾向が出てきた。主なものをあげてみる。

- ・米国市場に上場している中国企業による会計不正が相次いで発覚した。瑞幸珈琲 (ラッキン・コーヒー)、好未来教育集团 (TAL、オンライン教育) などの不正発覚に加え、大手動画配信サイトの愛奇艺 (iQIYI) による売上高の粉飾などが続出し、中国企業の不正会計への懸念が広がっている。
- ・相次ぐ中国企業の会計不正に対し、米国議会や連邦証券委員会 (SEC) が中国企業等に厳格な監査を強化する動きが強まっている。上院は上場企業会計監視委員会 (PCAOB) が3年連続で監査報告を点検し外国政府の管理下ないと確認できない場合に、当該企業の上場を禁止する持株外国企業責任法 (HFCAA) を可決した (2020.5.20)。下院でも同様の法案が審議されている。ただし、中国企業を監査する監査法人に監査体制の改善などを求めてきたが、中国政府は国家の安全保障上の問題を理由にPCAOBによる中国企業の監査を拒否している。
- ・NASDAQは新規株式公開 (IPO) の調達規模に下限を設ける。SEC提出の規則案はIPOによる投資家からの調達資金規模を最低2,500万ドルか上場

後の時価総額の少なくとも25%に相当としている。中国資本の上場を事実上制限する効果があるとされる。

- ・財務省は、FRB（連邦準備理事会）、SECを加えた作業部会（財務長官が議長）で、米国の証券市場に上場するすべての企業の競争条件を同じにするため、中国企業の監査をきびしく検査する。2022年1月までに米国の監査基準を満たさない場合には上場を廃止することを大統領に提言した（2020.8.6）。

こうした動きは中国企業の香港市場上場を増やし、株価指数（ハンセン指数）の指定銘柄が従来の「金融・不動産」業種から中国本土のIT分野の成長企業主体に変わることになるので、中国からの資金流入が増え香港証券市場を活性化することにつながる。

3. 香港の役割変化

3.1. 香港の「再輸出」貿易の変化

香港の貿易は世界と中国とを結ぶ中継貿易で成り立ち、中国の貿易拡大で役割を高めてきた。コンテナ貨物だけでなく航空貨物も多い。“CHINA+1”の動きが加速しているものの、中国進出外資系企業による海外調達や輸出が高い水準が続く限り、短期間に香港の「再輸出」の役割が小さくなるとは考えにくい。ただし、香港に出入りする「ヒト」が少なくなると、香港空港に離着する航空便が減少し乗降客（アジア2位）や航空貨物量（1位）の地位に影響が及ぶかもしれない。

影響が大きいのは、米国の輸出管理法、輸出管理規則（EAR）の運用厳格化である。香港国家安全維持法の施行を受け、香港に認めてきた米国輸出管理法令上の特別待遇を撤廃した（2020.6.29）。香港への米国原産の防衛装備品の輸出を制限する、米国の防衛および軍民両用のデュアルユース技術に対し香港に中国と同じ輸出制限をする。米国の輸出規制強化は貿易額が少なくても、中国企業によるハイテク技術やハイテク商品の調達が容易ではなくなる。今後、さらに規制が厳しくなる可能性が高い。また、香港企業のJcn

(HK) Technology Co. Ltdを輸出管理規則に基づくエンティティ・リスト (EL^{注4}) に指定した(2020.6.22)。同社は中国本土企業でなく、中国向輸出や中国企業の販売代理店業務をする企業で、中国企業の子会社でなくても調達等に関わっているとしてEL指定になった。

3.2. 米国証券市場からの中国企業の締め出しと香港証券市場の上場

米国政府の中国企業への圧力が高まること等に加え、相次ぐ中国企業に対する米欧市場での信用低下が、米欧証券市場での上場から香港市場への上場増加につながっている。2019年2月時点で、NASDAQ、NYSE、NYSE傘下のアメリカン証券取引所に上場している中国企業は約150社である。今後、中国企業の香港市場での上場が増えることは確実である。ただし、米国市場での上場をあきらめるかは疑問である。中国企業が米国証券市場に上場するのは、株式公開による資金調達や知名度を高めるためだけではない。世界～特に米欧諸国等で事業展開する際に米国証券市場の上場企業であることの信頼、信用は大きい。米国の厳しい会計基準・監査をクリアすることが、世界の投資家から信用を得ることの魅力が大きいことは中国企業の経営者が認めている。

なお、中国企業が米国証券市場の上場をあきらめているわけではない。最近の事例ではプラグイン・ハイブリッド車 (PHV) メーカーの理想汽車 (Li Auto Inc) はNASDAQ市場に新規上場している (2020.7.30)。

3.3. 金融センターとしての役割の変化

香港の「競争力」に対する評価は高い。2019年版の世界競争力年鑑 (IMD) が2位、世界競争力報告 (WEF) が3位で、アジアではシンガポールに次ぐ。米国の香港政策法による「米国の香港への優遇措置の停止」、「NASDAQ等米国証券市場に上場する中国企業への規制強化」等は、米中間の対立が貿易分野 (「モノ」や「ヒト」) から資金の動き (「カネ」) に拡大している。中国の「国家安全法制」と米国の香港に対する「優遇措置の縮小」が同時並行的に進むので、香港の金融センターとしての地位・役割に

影響が及ぶ懸念がある。活動に不可欠な自由な「情報」流通が妨げられることも香港でのビジネス活動を制約する。香港ドルの米ドルとのドルペッグ制の維持の行方に不安がある。香港の強みである「香港ドルと米ドルとの自由交換」が香港でのビジネスを支える『力』になっている。中国政府の対香港政策によりドルペッグ制の維持が難しくなる、あるいはドルペッグ制を見直すようなことになるのか注意深く見守る必要がある。

なお、2019年の国際決済銀行（BIS）の通貨別外国為替交換状況（Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency）によると米ドルが圧倒的の88.3%を占める。香港ドルは4.3%（2,330億ドル/日）と9番目で、6年前（2013年）に比べシェアは3.0倍に高まっている。その間の人民元のシェアも2013年の2.23%から2019年の4.32%と拡大している^{注5}。

香港での活動がしにくいと受け止め早めに香港から他の地域に一部の機能を移す行動を採るのはヘッジファンドなどかもしれない。香港に拠点を置いたまま機能の一部を香港以外に移転させることが現実味をおびてきた。なお、香港で活動するヘッジファンドは449、運用資産は921億ドル（Eurekahedge 2019.8現在）で、シンガポール、東京、オーストラリアの合計を上回る。

移転先はシンガポールが有力な候補先である。東京は前述の金融センターランキングで香港、シンガポールより高い。東京が有力な候補地との見方が広がりにくいのは、ヘッジファンドへの流入資金が少ない、税が高い、優秀な人材を引き寄せる魅力に欠ける等があり、そのための改善が必要になる。

おそらく、多くの金融機関は“様子見”の状況を当面は続け、直ちに国際金融センターの地位の低下が起きるとは考えにくい。中国の今後の政策を見極め、直ちに行動しないと考えるのが妥当のようだ。BREXITに揺れたロンドンの金融センターの場合でも直ちに大きな変化はおきなかった。

一方、中国企業は株式上場先として香港市場を選ぶ企業は多く、香港市場が果たしてきた中国本土と海外を結ぶ香港の『仲裁機能』としての役割は、むしろ高まるかもしれない。そうした役割が大きい金融機関は、香港にとどまる道を選ぶことが予想される。

3.4. 通信ハブとしての香港を拠点する通信網の安全保障

地球をめぐる海底国際通信ケーブルは国際通信の90%以上を担い、各国の安全保障上の重要インフラである。香港は電力供給が安定し海底ケーブルの中継拠点として重要な位置にあり、国際通信網における東アジアのハブでもある。中国は『一帯一路』構想の推進にあたり、独自に自前の通信網を整備している。中国本土とASEAN諸国、南アジア、湾岸産油国等を経由し、欧州のギリシャ、イタリア、フランスを結ぶ主要海底ケーブルは、香港から伸びている。香港と米国（Los Angeles）と中国本土（香港）を直接に結ぶ最初の海底ケーブル事業（Pacific Light Cable Network、PLCN）に対し、米国司法省は米国全土の安全性評価が確認できるまで計画の完全承認を遅らせるように連邦通信委員会（FCC）に通知し、認めない決定をした（2020.6.18）。PLCNはALPHABET（GOOGLE）、FACEBOOKおよび中国企業の鵬博士電信伝媒集団股份（Dr. Peng Telecom&Media Group）が出資し、ケーブル自身の敷設工事は完了している^{注6}。承認を得るには、香港に設ける陸揚局（Landing Station）に対する安全保障上の懸念を払拭することができるかに関わっている。

3.5. 「人材」のハブへの影響懸念

香港にはアジアの金融センターとして香港で活動する多くの外資系企業があり、そこで働く優秀な人材が世界中から集まっている。IMDの人材の競争力ランキングの15位、デジタル競争力ランキングの8位も、シンガポールに次いでアジアでは2番目の高い評価にある。香港国家安全維持法は、外国在住の外国人にも適用できるので、運用次第で香港に集まる人材の確保の障害になる。中国による法執行に対する不信感や不安～特に身に危険（逮捕、中国での拘留、裁判など）や不安を強く意識せざるをえない状況では、香港にある外資系企業や優秀な人材の流出が加速化する。人材の流出は香港の競争力評価を揺らぎかねない大きな不安材料である。

4. 米中対立は香港の役割を変えるか？

前述のGGCI27は香港について次の総括をしている。香港の金融市場は、①2019年における世界最大の新規市場であり、最大のオフショア人民元ビジネスセンターである。②香港の制度的強みとファンダメンタルズは強力である。2019年後半の社会的状況の混乱に関わらず、香港の金融システムは回復力を保っている。③香港に法の支配と司法の独立の伝統がある。④ビジネスに優しい環境、簡素で低税率、資本と情報の自由がある、など。ただし、香港国家安全維持法で③「司法の独立」、④「情報の自由」は揺らいでしまった。

香港国家安全維持法の制定発表後、米中間の対立は欧州諸国等を巻き込み、“経済”・“通商”問題から、香港に関わる制度の問題が加わった。基本的自由の尊重、人権など『非経済的』な考え方が強く全面に出てきて、従来の見方や方針変更を余儀なくされている。米国は2019年11月に成立した香港人権・民主主義法（Hong Kong Human Rights and Democracy Act of 2019）に基づく措置を発動することもあるかもしれない。同法は香港政策法を改正した。さらに、香港自治法（Hong Kong Autonomy Act）が成立（2020.7.14）、香港の自治を侵害した個人や団体に加え、それらと取引がある米国以外の金融機関に対し制裁を科すことができることにした。

香港国家安全維持法の導入で最も懸念される事態が施行した翌日（7月1日）に起きた。法執行前は、対中国ビジネスをコアにした事業拠点を香港あるいは中国本土以外に直ちに移動はないと考えられてきた。例えば、香港の金融機関などは『中国へのアクセスの維持・拡大』が不可欠と考え、HSBC Holdings傘下の香港上海銀行、Standard Charters Bank（英国）などが香港国家安全法を支持する声明を出していた。その前提は、①英国流の透明性のある司法制度の下で国際金融センターの地位は揺るがない。②今後も優秀な人材が香港に集まる、等であった。

ところが、法の施行翌日に行われた香港市内でのデモの取締りの際、“香港独立”の旗を持つ者を香港国家維持法容疑で逮捕した映像が世界中に流れ

た。中国当局の強い意思が明確であることに加え、香港域外の言動にも適用できる『域外適用』が可能であることから、香港への往来や香港でのビジネス活動に不安を感じる状況に一変した。経済活動に不可欠な自由な情報流通が妨げられることもビジネス活動を制約する。このため、中国との関係が強く香港から動かしがたい機能や部門でないものから、より安全な場所に目立たないカタチで縮小・脱出が進むことは確実である。

香港の将来は中国政府の対香港政策で決まる。大規模なインフラ投資を行い香港のインフラを凌駕するハード面の整備に加え、中国政府による各種の優遇措置によって香港に代わる地域を中国の国内に築くことも無謀の想像ではない。香港の近くに深圳や広州など香港に対抗できる可能性を持つ地域がある。2018年の深圳の域内総生産（地域GDP）は香港のGDPを上回る。深圳最大のコンテナ中核港である塩田港は30年前までは寒村であったが、現在は深圳港全体でコンテナ貨物を扱う世界第4位の港で取扱量は香港より多い。そうした香港・マカオ・珠海等の広東省の都市を含む「粵港澳大湾区（Greater Bay Area）」として発展するのか、開発を進めている海南省一帯の海南省自由貿易港構想の具体化がすすみ、香港に代わる存在に変貌できるのかは、見当がつかない。ただし、香港あるいは香港に代わる中国内の代替え地域の価値は、物理的なインフラは不可欠であるものの、それだけでは十分ではない。香港の金融センターとしての価値は、①ドルペッグ制、②決済、外国為替等による資本移動の自由、③簡素で低税率の税制、④使いやすい投資などの法制度、⑤契約の厳守、などである。諸外国は香港の繁栄のために、そうした法制度・ビジネス習慣を維持することを願っている。

一方、中国は強権的に『中国化』をすすめても欧米先進国の反発は強まるものの、中国は『欧米諸国を含め多くの国が中国の巨大市場を見限ることはない』と考えている。今後も強硬な手段を採る可能性は大きく、在香港企業や人々の不安、不信を招くことは織り込み済みかもしれない。このため香港の『中国化』はとどまることなく、中国が描く方向に着実に進めていくに違いない。このため、香港企業や在香港外資系企業が中国と世界をつなぐ役割を生かし続け香港の「中国化」でも生き延びる道があるのか、中国の行動や

法の運用を注視し中国と世界をつなぐ役割を果たすことができるのか探っていくことになる。その際、世界中が国際法務、国際税務などの多様で優秀な人材を引きとめることも、優秀な人材を引きつけることもできず香港の役割が限定的になってしまうのが決まる。

注

- 1 【香港の再輸出】 香港の再輸出については「香港の再輸出と中国貿易」（本誌49号）
<http://www.iti.or.jp/kikan49/49masuda.pdf>、「中国の対「中国」輸入と香港の 中国向け再輸出との関係」（本誌68号）<http://www.iti.or.jp/kikan68/68masuda.pdf>を参照。
- 2 【香港証券市場】 香港株式市場は、メインボード（Main Board：上場企業数2,166）とGEM市場（Growth Enterprise Market：創業板、377）がある（2020.6.1.現在）。上場する株式は、3種類がある。①「H株」（H Shares）：登記地が中国本土である企業が香港で発行する株式。国有企業が主で、香港市場で海外の資金を調達する手段で、中国本土の法律を適用する。②「レッドチップ株（RED CHIP STOCK）」：中国本土に主な事業資産を有する海外登記の企業（中国本土系香港企業株）で香港に上場している企業。中国政府資本が35%以上、中国国内での事業収入が55%以上、香港またはケイマン諸島などのタックスヘイブンで登記し登記地の法律と会計制度を適用する（Investpedia）。③「その他の香港株」：香港の地場企業または海外の香港上場企業。
- 3 【タックスヘイブン籍の中国企業】 中国の対内直接投資のうち、中国企業が香港やタックスヘイブン等に名目上の本社を置き、外資系企業の恩典を受けられる対中国投資を『迂回投資』（Round Trip）と呼ぶ。「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」（本誌69号）<http://www.iti.or.jp/kikan69/69masuda.pdf>を参照。
- 4 【エンティティ・リスト】 米国の輸出管理規則（EAR）にもとづいて「米国の国家安全保障または外交政策上の利益に反する行為をした」と判断した団体や個人を掲載したリスト。エンティティ・リストに掲載している団体・個人に対し、米国製品（物品・ソフトウェア・技術）を輸出・再輸出・みなし輸出する場合には、米国政府の事前許可が必要になる。米国官報あるいはCode of Federal Regulation（CFR）を参照。
<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=1&SID=9ae4a21068f2bd41d4a5aee843b63ef1&ty=HTML&h=L&n=15y2.1.3.4.28&r=PART#15:2.1.3.4.28.0.1.23.42>
- 5 【PLCN】 FCCは台湾、フィリピンをつなぐ申請を承認済（2020.4.13）
- 6 【国際決済銀行（BIS）の通貨別シェア】 決済は往復があるので全体は200%。

参考資料等

- 1 国際貿易投資研究所『世界主要国の直接投資統計集』（2020年版）。
- 2 Z/Yen Group：“The Global Financial Centres Index, (GFCI)”
- 3 WORLD FEDERATION EXCHANGE：“WFE Annual Statistical Guide2018”
- 4 香港交易所：HKEX Factbook（各年版）