

財務省委託

香港の多通貨決済に関する調査

2018年6月

公益財団法人 国際通貨研究所

Institute for International Monetary Affairs

本報告書は財務省からの委託に基づいて、国際通貨研究所が香港の多通貨決済に関する調査を行ったものである。

我々が今回の調査に際して仕様書に基づき行った具体的な作業は以下の通りである。

- (1) 関連資料の収集・分析
- (2) 香港における聴き取り調査
- (3) 国内における聴き取り調査
- (4) 中途段階での依頼者との意見交換
- (5) 報告書執筆

2018年6月

公益財団法人 国際通貨研究所

## 目次

|  |    |
|--|----|
| はじめに .....                                       | 1  |
| 1. 香港の多通貨資金・証券決済の仕組み .....                       | 1  |
| (1) 香港金融管理局（HKMA）が多通貨資金決済・証券決済を目指すに至った背景 .....   | 1  |
| ① 香港返還と一国二制度の実施 .....                            | 1  |
| ② 香港の金融制度とその変遷 .....                             | 2  |
| (2) 香港の多通貨資金決済の概要 .....                          | 4  |
| ① 決済システムの世界的な改革の潮流に対する香港の対応 .....                | 4  |
| ② 香港ドル決済の RTGS への移行完了 .....                      | 4  |
| ③ RTGS システムの米ドル・ユーロ・人民元への拡張による多通貨決済システム構築 .....  | 5  |
| ④ 4 通貨の資金決済機関をそれぞれ一つに限定した理由 .....                | 7  |
| ⑤ RTGS のリンクによる PVP 決済の完成とアジア諸国に向けた展開 .....       | 7  |
| ⑥ 香港の PVP リンクと CLS 銀行との棲み分け及び潜在的な競合関係 .....      | 8  |
| ⑦ 香港の利用者にとっての多通貨 RTGS の利用メリット .....              | 8  |
| (3) 外貨の資金決済機関を民間銀行にしていることについて .....              | 9  |
| ① 流動性リスクへの対応策、流動性供給の仕組み .....                    | 9  |
| ② 資金決済機関の信用リスクへの対応策 .....                        | 10 |
| ③ オペレーショナル・リスクへの対応策 .....                        | 10 |
| ④ 資金決済機関のビジネスとしての合理性 .....                       | 11 |
| ⑤ フェイル発生時の対応方法 .....                             | 12 |
| ⑥ 法律面でのファイナリティの概念 .....                          | 13 |
| (4) 当該外貨の発行国中銀と HKMA・資金決済機関との関係 .....            | 14 |
| ① HKMA との関係 .....                                | 14 |
| ② 資金決済機関との関係 .....                               | 15 |
| (5) 外貨建て証券決済の概要 .....                            | 17 |
| ① DvP 決済インフラの構築 .....                            | 17 |
| ② 債券決済システム（CMU）を活用している発行体の特徴 .....               | 17 |
| (6) 多通貨決済システムに対する評価と今後の課題・展望 .....               | 18 |
| ① 各通貨の RTGS システムの利用状況 .....                      | 18 |
| ② 高まる人民元のプレゼンス .....                             | 19 |
| ③ Fintech 活用の検討状況及び小口決済用 RTGS システム導入に向けた動き ..... | 19 |
| 2. 他国・地域の資金決済・証券決済システムとのリンク .....                | 20 |
| (1) 資金決済システムのリンク .....                           | 20 |
| (2) 証券決済システムのリンク .....                           | 21 |

|   |    |
|---|----|
| 3. 利用者（決済参加行）からみた香港の資金決済システム .....          | 21 |
| (1) 米ドル・ユーロの香港 RTGS を利用することの魅力 .....        | 21 |
| (2) 人民元の決済における魅力 .....                      | 22 |
| (3) 国内外の銀行による外貨 RTGS の利用状況 .....            | 22 |
| 4. 外貨建て証券決済の状況 .....                        | 25 |
| (1) 債券決済システム（CMU） .....                     | 25 |
| (2) 香港証券取引所（HKEx） .....                     | 26 |
| 5. 日本と香港の現状比較.....                          | 26 |
| (1) 日本における外貨資金決済の現状.....                    | 26 |
| (2) 日本における外貨証券決済の問題点 .....                  | 27 |
| (3) 香港で外貨資産管理を促進するために導入されている施策（税制、法律） ..... | 28 |
| (4) 香港と同様の多通貨決済を日本に導入する場合の課題.....           | 28 |
| おわりに .....                                  | 29 |

## はじめに

アジア経済・金融市場における東京市場の発展を展望するにあたり、中長期的な視点から、日本企業にとりアジア通貨を含む外貨を使いやすくするようなインフラの整備が求められている。そのための主たる検討課題の一つとして、東京市場における多通貨決済の実現が挙げられる。

香港では2000年以降、自国通貨たる香港ドルの決済システムを基盤にして、米ドル、ユーロ、人民元も含めた多通貨の資金・証券決済のインフラが順次構築された。これは現在の日本に見られないものであるが、その金融インフラの制度的な仕組みや運用実態については、基礎的な情報であっても、必ずしもわが国では知見が共有されていないように思われる。こうしたなか、香港の多通貨決済に関する今般の調査結果が、今後のわが国の関連施策の立案等において多少なりともお役に立つところがあれば幸甚である。

### 1. 香港の多通貨資金・証券決済の仕組み

#### (1) 香港金融管理局（HKMA）が多通貨資金決済・証券決済を目指すに至った背景

##### ① 香港返還と一国二制度の実施

香港特別行政区（以下、香港）は、700万人余りの人口を擁し、一人当たりGDPは2017年現在で4万6千米ドルに達している。1997年に中国に返還されるまでの約155年間は英国の統治下に置かれ、欧米企業の中国との貿易・投資の入り口としての機能を果たすと同時に、共産主義中国を嫌った華人の発展の場となった。こうして香港は、洋の東西が出合う場として、国際金融センターとしても独自の発展を遂げていった。

中国は1978年12月に改革開放に舵を切り、経済発展を国造りの中心課題に据えた。そして1980年代始めには香港の主権返還を巡り、英国との本格的な交渉を始めた。この結果、1984年12月には両国間の国際約束として中英共同声明<sup>1</sup>が発出され、香港は1997年に英国から中国に返還されることが決まった<sup>2</sup>。その後、10年強の移行期間を経て、香港は1997年7月に中国の一地方行政区である香港特別行政区となった。

<sup>1</sup> 英中共同声明（和訳）は政策研究大学院大学（GRIPS）のデータベース「世界と日本」の次のURLを参照。<http://worldjpn.grips.ac.jp/documents/texts/docs/19841219.D1J.html>

<sup>2</sup> 香港返還を巡る中英間の交渉に関しては、日本貿易振興機構アジア経済研究所「植民地香港の構造変化 第1章 中英交渉の初期的展開（1997年3月）」などで詳細に分析されている。[https://ir.ide.go.jp/?action=repository\\_uri&item\\_id=43592&file\\_id=26&file\\_no=1](https://ir.ide.go.jp/?action=repository_uri&item_id=43592&file_id=26&file_no=1)

1984年の中英共同声明では、香港特別行政区基本法<sup>3</sup>（以下、香港基本法）が施行されること明記され、英領時代と同様、自由放任型の資本主義制度<sup>4</sup>が50年間継続することになった。中国本土とは異なる「高度な自治」も与えられた<sup>5</sup>。これは「一国二制度」（中国語で「一國兩制」）と呼ばれ、香港統治の基本的な枠組みとして現在も継続している。

中国政府は主権返還後も、香港が安定し、その繁栄が続くことを望んだ。これには香港の国際金融センターとしての地位の維持も含まれる<sup>6</sup>。香港の人々も自らの最大の優位性として、香港の国際金融センターとしての地位があることを認識し、改革開放を進める中国本土との結節点として期待されている役割を果たすことで、自らの発展の道を見いだそうとした<sup>7</sup>。

## ② 香港の金融制度とその変遷

香港の法定通貨は、返還前より香港ドルで不変である<sup>8</sup>。通貨制度は、1983年よりカレンシーボード制が採用された<sup>9</sup>。この制度は地場通貨である香港ドルの発行残高を基軸通貨（米ドル）建て預金残高の範囲内に制限することで、地場通貨の信認を向上させようとするものである。

為替相場に関しては、1983年のカレンシーボード制の採用当初は、1ドル7.8香港ドルで固定（ペッグ）されていた。その後、アジア通貨危機などを契機に何度かの制度調整が行われ、2005年以降は、1米ドル7.75－7.85香港ドルの範囲内での変動を許容しつ

<sup>3</sup> 香港基本法は香港特別行政区における憲法に相当する基本法規。その和訳は例えば、日本貿易振興機構アジア経済研究所の次の URL を参照。 [https://ir.ide.go.jp/?action=repository\\_uri&item\\_id=30595&file\\_id=26&file\\_no=1](https://ir.ide.go.jp/?action=repository_uri&item_id=30595&file_id=26&file_no=1)

<sup>4</sup> 英国植民地下で行われた自由放任主義的な経済政策はレッセフェール（Laissez-faire）と呼ばれる。

<sup>5</sup> 香港では2014年9月に、3年後に予定される行政長官選挙制度の改革案をめぐる、市民による大規模な抗議デモが発生した。「雨傘運動」と呼ばれたこの抗議運動は2カ月以上続いた。「一国二制度」の下での「香港人による香港の統治」（中国語では「港人治港」）や「高度な自治」のあり方を巡って、中国と香港当局及び香港民衆との間で認識ギャップが生じたことがその原因である。その後、2016年5月に香港に視察に訪れた中国全国人民代表大会常務委員会の張徳江委員長は、現地有力者が集まる歓迎会においてスピーチを行い、香港人の懸念に配慮を示しながら、中国本土側も初心を忘れず、高度な自治の方針を堅持していくと約束した。この内容に関する公式発表は次の URL を参照（ただし中国語）。 [http://www.locpg.hk/jsdt/2016-05/19/c\\_128997607.htm](http://www.locpg.hk/jsdt/2016-05/19/c_128997607.htm)

<sup>6</sup> 香港の国際金融センターとしての地位の維持は香港基本法第109条に明記されている。

<sup>7</sup> 例えば2003年には「中国本土・香港経済連携緊密化取決め（Mainland and Hong Kong Closer Economic Partnership Arrangement、略称：CEPA）」が結ばれ、香港と中国本土との経済関係は深まっていった。

<sup>8</sup> 香港基本法第111条参照。

<sup>9</sup> 香港ではカレンシーボード制の下、現在も中央銀行は存在しておらず、HKMA が中央銀行に準ずる役割を果たしている。なお、HKMA が1996年に香港ドルの資金決済機関になる以前は香港上海銀行（HSB C）が中央銀行に準ずる役割を果たしてきた。（参考：Tony Latter “Rules Versus Discretion in Managing the Hong Kong Dollar, 1983-2006”, HKIMR Working Paper No.2/2007; Tony Latter “Hong Kong's Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century: The Story of Three Regime Changes”, HKIMR Working Paper No. 17/2004）

つ、相場の上限と下限を為替介入等によって管理する形になっている<sup>10</sup>。

香港ドル紙幣は英国植民地の歴史を引き継ぎ、現在も中央銀行ではなく英国系と中国系の商業銀行3行により発券されている。1970年代半ばからは香港上海銀行(HSBC)<sup>11</sup>とスタンダード・チャータード銀行香港法人(SCBHK)<sup>12</sup>の2行がこの業務を担っていたが、返還決定後、1994年に中国銀行香港法人(BOCHK)<sup>13</sup>が新たに加わり、3行体制になった<sup>14</sup>。

英国統治下の香港は、経済規模が限定されており、基本的には貿易・投資拠点としての機能を果たせば良かった。したがって、あえてコストをかけて中央銀行を置くよりも、香港ドルを米ドルに固定(ペッグ)させて為替を安定させることを優先し、金融政策は米国にあえて従属してしまう方が合理的で、メリットが大きいと考えられた。しかしながら、主権が中国に移管した後も、香港ドルの資金決済機能を英国系民間銀行であるHSBCに任せ、発券機能もHSBCに大きく依存したままにしておくことは、中国政府にとっては問題であった。そのようななかで1993年にはHKMAが設立され<sup>15</sup>、1994年にはBOCHKが発券銀行に加わった<sup>16</sup>。一方でHSBCは、英国でのミッドランド銀行買収に伴い、1993年にはロンドンの持ち株会社の傘下銀行という形に企業構造を変えた<sup>17</sup>。

1993年に設立されたHKMAは、その果たすべき重要機能のなかに為替管理や銀行監督に加えて、香港の国際金融センターとしての地位向上のための金融インフラの発展が含まれた<sup>18</sup>。これは香港の金融当局の大きな特徴となっている。HKMAは1990年代

<sup>10</sup> 香港の為替相場制度の変遷はHKMAの次のURLを参照。<http://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/money-stability/history-hong-kongs-exchange-rate-system.shtml>

<sup>11</sup> HSBCの香港拠点設立は1865年。

<sup>12</sup> SCBHKの香港拠点設立は1859年。現在の現地法人組織になったのは2004年。(参考：<https://www.sc.com/hk/about-us/>)

<sup>13</sup> 中国銀行の香港拠点設立は1917年。1994年時点のステータスは香港支店。現地法人組織になったのは2001年。(参考：<http://www.bochk.com/en/aboutus/corpprofile/history.html>)

<sup>14</sup> HSBCおよびSCBHKは19世紀より香港ドル発券業務を継続して行っており、現在の紙幣発行シェアは、香港政府発行分(10ドル紙幣)を除き、HSBCが約6割、中国銀行が約3割、SCBHKが約1割である。香港における通貨の歴史は次のURLを参照。<http://www.info.gov.hk/gia/general/201203/13/P201203130262.htm>

<sup>15</sup> HKMAは、1993年に香港政庁内の外為基金管理局と銀行業監理処が合併して創設された。初代総裁には、外為基金管理局の局長であった任志剛(Joseph Yam)氏が就任した。

<sup>16</sup> BOCHKが中英交渉のなかで新たに発券銀行に加わった経緯は「Bank of China Authorized to Issue HKD and MOP (1987-1992)」を参照。[http://www.boc.cn/en/aboutboc/ab7/200809/t20080926\\_1601846.html](http://www.boc.cn/en/aboutboc/ab7/200809/t20080926_1601846.html)

<sup>17</sup> HSBCホールディングスは、HSBCによる英国ミッドランド銀行買収に伴い1991年にロンドンで持ち株会社として設立され、1993年にHSBCはその傘下銀行になった。(参考：<http://www.about.hsbc.com.hk/hsbc-in-hong-kong>; <http://www.hsbc.com/~media/hsbc-com/about-hsbc/history/pdfs/140113-hsbc-our-story.pdf>; <https://qz.com/616791/hong-kong-has-probably-lost-hsbc-headquarters-for-good-and-beijing-is-to-blame/>)

<sup>18</sup> HKMAの主たる機能は同局ホームページによれば次の通りである。①為替相場リンク・システム(Linking Exchange Rate system)の枠組みの下での通貨の安定維持。②銀行システムを含む、金融システムの安定及び統合の推進、③香港の金融インフラの維持と発展を含む香港の国際金融センターとしてのステータス維持の支援、④外為基金(Exchange Fund)の管理。原文は次のURLを参照。<http://www.hkma.gov.hk/eng/about-us/our-functions/>

の中国の改革開放の進展を横目でにらみつつ<sup>19</sup>、香港の国際金融センターの地位を高めるべくインフラ整備に邁進していくことになる。

## (2) 香港の多通貨資金決済の概要

### ① 決済システムの世界的な改革の潮流に対する香港の対応

世界の中央銀行界では 1980 年代から 90 年代にかけて、時点ネット決済から即時グロス決済 (RTGS) に決済方式をシフトすることで、システムリスクを削減しようとする潮流が生じた。

また、国際決済銀行 (BIS) においては、為替決済のヘルシュタットリスクを意識したリスク削減の動きが本格化していく<sup>20</sup>。これが異通貨の振替を同時に行う仕組みである Payment versus Payment (PvP) 決済の推進役となり、2002 年の CLS 銀行<sup>21</sup>の設立など、アジア時間帯も含めた主要通貨の PvP 決済のインフラ整備につながった<sup>22</sup>。

巻末の付表に HKMA の 2017 年のアニュアルレポートから香港の多通貨金融インフラの概念図を転載したが、以下では、この図に示された香港の多通貨資金決済及び証券決済のインフラの概要を述べる。

### ② 香港ドル決済の RTGS への移行完了

香港では 1990 年代に、HKMA が主導して香港ドル決済の RTGS 化が進められた。その結果、1996 年に Clearing House Automated Transfer System (CHATS) を用いた香港ドル RTGS が稼働した。

英国植民地であった当時の香港では、1983 年にカレンシーボード制が導入されたが、中央銀行は設立されておらず、香港ドル決済の仕組みは HSBC をハブにした多重構造となっていた。すなわち、HSBC が、すべての銀行間の香港ドルの支払い及び決済アレンジの責任を持つクリアリング・ハウスの管理銀行として機能し、同時に 10 行指定さ

---

[kma.gov.hk/eng/about-the-hkma/hkma/about-hkma.shtml](http://kma.gov.hk/eng/about-the-hkma/hkma/about-hkma.shtml)

<sup>19</sup> 中国本土では 1992 年 1 月から 2 月にかけて鄧小平氏による「南巡講話」が行われ、香港に接する深センなど広東省の珠江デルタ地域は、上海など華東地区に先駆けて急速な経済発展が実現していった。

<sup>20</sup> “Settlement risk in foreign exchange transactions,” March 9, 1996, The Bank for International Settlements (BIS)。本プロジェクト議長 (Allsopp 氏) の名にちなみ、「オールソップ報告書」と言われる。

<sup>21</sup> CLS は Continuous Linked Settlement の略称に由来している。

<sup>22</sup> 金融市場インフラ整備の世界的潮流は、BIS 支払・決済システム委員会 (CPSS, 2014 年に CPMI に名称変更) の「システム的な影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル (“Core Principles for Systemically Important Payment Systems” )」(2001 年) や、同委員会と証券監督者国際機構 (IOSCO) による「金融市場インフラのための原則 (“Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI)”)」(2012 年) に結実していく。(参考: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.htm>; [https://www.bis.org/cpmi/info\\_pfmi.htm?m=3%7C16%7C598](https://www.bis.org/cpmi/info_pfmi.htm?m=3%7C16%7C598); 日本語仮訳は日銀の次の URL を参照。 [https://www.boj.or.jp/anouncements/release\\_2012/data/rel120416a4.pdf](https://www.boj.or.jp/anouncements/release_2012/data/rel120416a4.pdf))



れた決済銀行の一つとしての機能も果たした。香港当局よりライセンスを受ける約 170 行の銀行は、10 行の決済銀行のいずれかに口座を開設して香港ドル決済を行い、管理銀行たる HSBC が、10 行の決済銀行間の清算を決済翌日にネットベースで行うというシステムであった。つまり、HSBC は当時、準中央銀行とも呼べる役割を担っていた。

しかし、引き続き香港が国際金融センターの地位を維持するためには、この決済システムは時代遅れであり、大幅な改善、更新が必要との認識が HKMA により持たれ、1994 年には、それが香港の金融界において官民で共有されるに至った。その結果、約 2 年間をかけたシステム開発が行われ、1996 年 12 月に CHATS が完成した。CHATS 稼働以降は、全てのライセンス保有銀行が HKMA に直接口座を開設し、それを通じて RTGS で香港ドルの決済が行われる形となり、世界のなかでも最新のシステムに生まれ変わった<sup>23</sup>。

この CHATS のシステム・オペレーター (SO) になっているのが、稼働前年の 1995 年に新規設立された Hong Kong Interbank Clearing Limited (HKICL) という事業法人である。HKICL には、HKMA と Hong Kong Association of Banks (HKAB) が 50%ずつ出資している。片方の出資者である HKMA は、前述の通り金融インフラ構築をその役割に含む金融当局である。もう一方の HKAB は約 170 行ある域内銀行を取りまとめる、香港の正式な銀行業界団体である<sup>24</sup>。運営の核となっている会長、副会長行には、HSBC、SCBHK、BOCHK の 3 行が就任している<sup>25</sup>。つまり、システム・オペレーターである HKICL とは、香港の金融当局と銀行界が資金決済のために作った、半官半民の公的なプラットフォーム会社ということになる<sup>26</sup>。

この CHATS の完成により、香港は、英国から 1997 年 7 月 1 日に中国へ正式返還される約半年前というタイミングで、それまでの英国の有力金融機関の力に頼った決済インフラから、より公的で近代的な決済インフラに移行できたということになる。

### ③ RTGS システムの米ドル・ユーロ・人民元への拡張による多通貨決済システム構築

HKMA は、香港ドル決済インフラの刷新を踏まえ、次のステップとして、米ドル決

---

<sup>23</sup> 1996 年に実現する RTGS への移行については HKMA 季報”Hong Kong’s Payment System”1995 年 8 月号 (<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb9508/fa01.pdf>)、及び同季報”Hong Kong’s Real Time Gross Settlement System”1997 年 2 月号 (<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb9702/fa03.pdf>) を参照。

<sup>24</sup> HKAB は 1981 年に制定された”The Hong Kong Association of Banks Ordinance”という法律に基づき設立、運営されている、香港の銀行界を代表する業界団体。

<sup>25</sup> HKAB のガバナンスについては、次の URL を参照。 <http://www.hkab.org.hk/DisplayArticleAction.do?sid=2&ss=1>

<sup>26</sup> 香港ドル CHATS の「金融市場インフラのための原則」(PFMI) に基づく開示資料は、HKICL の次の URL を参照。 <https://www.hkiicl.com.hk/clientbrowse.do?docID=8578&lang=en>

済の RTGS システムの構築に動いた。その結果、2000 年には「米ドル CHATS」と呼ばれるシステムを稼働させることに成功した<sup>27</sup>。この米ドル CHATS も、香港ドルと同様に HKICL がシステム・オペレーターとしてプラットフォームを提供・運営しており、参加希望各行が HSBC に開設したドル決済口座を通じて、資金決済を行う仕組みが採用されている。米ドルの場合は、香港ドルのように HKMA に口座を開設する方式にはならなかった。

また、これに続いて、2003 年にはユーロの RTGS システムである「ユーロ CHATS」も稼働した<sup>28</sup>。このシステム構築も、米ドルの場合と同様、国際金融センターの市場インフラを構築するというタスクに沿って、HKMA が主導したものである。その際には、やはり米ドルの場合と同様に、香港ドル CHATS において利用されているシステムの技術的基盤が活用され、新たなシステム開発コストは最小限に抑制された。香港ドル CHATS との最大の違いは、米ドル建て・ユーロ建てともに決済口座が民間金融機関に置かれるという点である。また、各行の参加は義務ではないという点も異なる。

なお、米ドルの資金決済は前述のように、HSBC（香港法人）の米ドル建て口座を通じて行われ、HSBC 自身の資金過不足は同行ニューヨーク拠点で調整される。また、ユーロの資金決済は SCBHK のユーロ建て口座を通じて行われ、SCBHK 自身の資金過不足は同行欧州拠点で調整される<sup>29</sup>。

人民元に関しては、中国本土が 2000 年代半ば以降に人民元の国際化を徐々に加速させていくなかで、その先端の地となったのが香港であった。人民元の国際化の初期段階では、改革開放政策の進展で香港から華南地区への投資が激増し、その結果、中国本土から香港に持ち込まれる人民元が劇的に増えた。香港においては、人民元預金口座開設のニーズが急速に高まった。このような背景の下で、中国本土の中央銀行である中国人民銀行は 2003 年、世界で初めて BOCHK をオフショア人民元のクリアリングバンク

<sup>27</sup> 米ドル CHATS に関する PFMI に基づく開示資料は次の URL を参照。 <https://www.hkicl.com.hk/clientbrowse.do?docID=8711&lang=en>

<sup>28</sup> ユーロ CHATS に関する PFMI に基づく開示資料は次の URL を参照。 <https://www.hkicl.com.hk/clientbrowse.do?docID=8738&lang=en>

<sup>29</sup> SCB グループは、当初は英国の決済システムである Chaps euro system を通じてユーロ圏の決済システムである TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) に接続し、ユーロ決済を行っていた模様。続いて、2008 年の TARGET2 の稼働と Chaps euro system の廃止を踏まえて、2014 年頃にはロンドン拠点及びフランクフルト拠点が TARGET2 に直接加盟する形となり、さらに、2017 年以降はフランクフルト拠点に一本化したと見られる（参考① 2017 年 10 月現在の TARGET2 参加者リスト。 [https://www.ecb.europa.eu/paym/t2/shared/pdf/professionals/participation/List\\_of\\_participants\\_October\\_2017.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/t2/shared/pdf/professionals/participation/List_of_participants_October_2017.pdf) 参考② Morten L. Bech, Christine Preisig, and Kimmo Soramäki, “Global Trends in Large-Value Payments”, FRBNY Economic Policy Review / September 2008, P66。 <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/08v14n2/0809prei.pdf>)

(Clearing Bank) に指定し、香港における人民元建て預金を解禁していった。これが、香港がオフショア人民元の決済ハブとしての基盤を獲得していく基礎となった。そして、時を追って中国本土と香港の経済的関係は深まり、HKMA は人民元 RTGS システムである「人民元 CHATS」を 2006 年に稼働させるまでになったのである<sup>30</sup>。

このようにして、香港においては、香港ドル、米ドル、ユーロ、人民元という 4 通貨の RTGS が 1996 年、2000 年、2003 年、2006 年にそれぞれ稼働していった。

#### ④ 4 通貨の資金決済機関の指定

香港では、4 通貨の RTGS システムを構築する際に、システム・オペレーターを半官半民の HKICL に共通化した一方で、資金決済機関については通貨ごとに一つずつの機関を指定している。資金決済機関・決済参加行・監督当局にとっての効率性を重視したことが背景にあると推察される。

#### ⑤ RTGS のリンクによる PvP 決済の完成とアジア諸国に向けた展開

4 通貨の RTGS システムがそれぞれ稼働していく一方で、これら通貨間の為替取引においても、その決済リスクを軽減する措置が必要であり、4 通貨の RTGS システム間での 6 通りの PvP 決済システムが構築された。

PvP 決済とは、異通貨による資金振替のタイミングをシステムによって管理して、これらを同時に行うことで、決済の時差により生じるデリバリー・リスク（ヘルシュタットリスク）を回避する仕組みである。香港における PvP 決済のオペレーションは HKICL の "Cross Currency Payment Matching Processor" (CCPMP) を介して行われることになった。CCPMP による RTGS システム間の接続（リンク）は、香港ドルと米ドルの間は 2000 年 9 月に、香港ドルとユーロ、及び米ドルとユーロの間は 2003 年 4 月に、香港ドルと人民元の間は 2006 年 3 月に、そして米ドルと人民元、及びユーロと人民元との間は 2009 年 7 月に実現している。HKMA はこうして 4 通貨間の PvP 決済を順次稼働させることで、最終的に 6 通りの通貨交換の PvP 化を完了した。

HKMA は RTGS システムの接続を香港域内にとどめず、香港域外にも拡張しようとした。具体的には、アジア各国中央銀行の地場通貨 RTGS システムと香港の米ドル CHATS とをリンクさせることで、アジア時間帯で地場通貨と米ドルとの PvP 決済を実現できるようにするサービスをアジア各国に売り込んだ。その結果、マレーシア・リングgit (RENTAS System)、インドネシア・ルピア (BI-RTGS System) 及びタイ・バーツ (BAHTNET System) の RTGS システムが、それぞれ 2006 年 11 月、2010 年 1 月、

<sup>30</sup> 人民元 CHATS に関する PFMI に基づく開示資料は次の URL を参照。 <https://www.hkiel.com.hk/clientbrowse.do?docID=8689&lang=en>

2013年7月に香港の米ドル CHATS と CCPMP を通じて接続され、PvP 決済が可能になった<sup>31</sup>。

#### ⑥ 香港のPvPリンクとCLS銀行との棲み分け及び潜在的な競合関係

他方、国際的には、先進国通貨や一部の新興国通貨の間におけるPvP決済は、2002年にCLS銀行が設立されたことで実現した<sup>32</sup>。香港のPvPリンクとCLS銀行は、世界に二つしかないPvP決済の仕組みであるが、両者は補完関係にあると同時に、潜在的な競合関係にもある。補完関係といえるのは、中国・人民元、マレーシア・リングgit、インドネシア・ルピー、タイ・バーツは、いまだにCLS銀行で決済できる通貨ではなく、したがって香港のPvPリンクとは棲み分けができてからである。

人民元は、特に2010年代に入り、財・サービスの貿易決済での国際的な使用比率が急速に高まり、CLS銀行としても取り扱い開始を希望している通貨であるが、現状、香港のPvPリンクでのみ取り扱われている。仮に、CLS銀行が人民元を取り扱えるようになれば、香港のPvPリンクとは競合が生じる。マレーシア・リングgit、インドネシア・ルピー、タイ・バーツについてもまた同様である。これらが実現した場合、香港のPvPリンクの価値は大きく損なわれかねない。これが潜在的には競合関係にあるとみなす理由である。

人民元は依然として為替取引や資本取引に対する管理が強い通貨である。香港のPvPリンクも、実際は全ての人民元取引を取り扱っているわけではなく、オフショア人民元の取引のみである。香港のPvPリンクとCLS銀行との水面下での競争の帰趨は、今後の中国の規制緩和や中国当局の発展戦略によっても左右されるとみられる。

#### ⑦ 香港の利用者にとっての多通貨RTGSの利用メリット

香港のRTGSシステムの利用者にとってのメリットは、効率性と経済性である。すなわち、米ドル送金を行う場合を例に挙げれば、米国ニューヨークのコルレス銀行経由でのクロスボーダー送金と比較し、香港のRTGSシステムはほぼ即時で、または遅くとも当日のアジア時間内で決済完了が確認できるという意味で効率的である。さらに手数料が安いという意味で経済的でもある。

手数料を安く抑えることができる理由は、一つにはSWIFTの電文を海外に向けて発信しなくて済むということにある。もう一つの理由として、外貨のRTGSシステムの開

<sup>31</sup> この接続が香港ドル CHATS ではなく、米ドル CHATS との間で結ばれたことは、アジアにおける米ドルの基軸通貨としての地位、決済における利便性、信頼性などを示唆している。

<sup>32</sup> 日本円はCLS銀行が設立された2002年よりこれに加わり、香港ドルも2004年に加盟通貨となっている。

発費用が、香港ドルのシステム基盤を流用することで抑制されたこともあると考えられる。すなわち、米ドル・ユーロ・人民元の RTGS システムを構築した際に、新たなシステムの開発費用はほとんどかからなかった。

加えて、多通貨 RTGS のシステム・オペレーターである HKICL で発生するシステム維持・更新費用は、前年の決済実施件数に基づいて資金決済機関である当局 (HKMA)、HSBC、SCBHK、BOCHK の 4 者で按分される仕組みとなっている。このようにシステムの維持・更新費用を官民で分担する仕組みが当初から組み込まれていたことも意味は大きい。

### (3) 外貨の資金決済機関を民間銀行にしていることについて

#### ① 流動性リスクへの対応策、流動性供給の仕組み

前述の通り HSBC、SCBHK、BOCHK は、それぞれ米ドル、ユーロ、人民元の資金決済機関となっているが、各行 (香港拠点) は当該通貨の発行国・地域の中央銀行、すなわち米国の連邦準備銀行 (Fed)、ユーロ圏の欧州中央銀行 (ECB)、中国の中国人民銀行から直接的な流動性供給は受けていない。各行はそれぞれニューヨーク拠点、フランクフルト拠点、中国本土の深セン拠点で資金調達し、それを香港に回金する形で、資金決済機関の責任において必要なバッファーとしての流動性を確保している<sup>33</sup>。

かつて HSBC は、米ドルの RTGS 決済を行うにあたり、決済参加行に無担保の日中のマイナス残高 (赤字) を許容していた。しかし、2016 年前半にはその許容を取りやめ、各行にニューヨークのコルレス先から米ドルを HSBC のニューヨーク拠点経由で香港へ回金してもらう仕組みに変更した。そのための SWIFT 電文のひな形を提供するなど対応をとった。SCBHK もユーロの RTGS 決済に関して、ほぼ同様の対応をとっている<sup>34</sup>。

人民元の場合は、そもそも香港にオフショア人民元のプール、すなわち短期金融市場が存在している。その意味において米ドル及びユーロとは状況が根本的に異なり、人民元の流動性が不足した銀行は、基本的には香港域内の銀行間取引によりこれを補充する。なお、中国本土との間では資本取引規制が残存しており、中国本土の人民元 (オンショア人民元) を自由に香港に持ち込むことができない。したがって、時として人民元の流動性が香港市場でやや不足する事態も生じている。

<sup>33</sup> 資金決済機関は、決済参加行からレポ取引での資金供給の要請があれば、それに応じる義務がある。

<sup>34</sup> なお、HSBC と SCBHK は無担保の日中赤字の許容は取り止めたが、引き続き前述のようにレポ取引に応じる義務があるため、ある程度の米ドルまたはユーロの資金バッファーを持つ必要がある。

香港の各 RTGS システムにおいては、決済の待ち行列を管理したり、決済停滞発生<sup>35</sup>を検出・解消したりする「流動性最適化プログラム (RTGS Liquidity Optimiser)」を 30 分ごとに定期的に稼働する仕組みが装備されている。さらに状況によっては、HKMA が随時にこのプログラムを稼働させて決済の停滞を解消している<sup>36</sup>。

## ② 資金決済機関の信用リスクへの対応策

HSBC、SCBHK、BOCHK に開設された資金決済口座には、最低資金残高の規定はない。決済参加行は、これら資金決済機関からレポ取引で日中に資金供給を受けることが可能であり、米ドルに関しては、ニューヨークのコルレス先から米ドルを香港へ回金する簡便なマニュアル (SWIFT 電文のひな形など) が整備されている (ユーロの場合もほぼ同様)。以上より、米ドル、ユーロでは決済口座の資金残高を極力少なくすることができる。すなわち、決済参加行から見た資金決済機関に対する信用リスクを低減させることが可能である。

人民元の場合は、香港の銀行は余剰資金を自由に中国本土に回金して運用することが規制上できないことから、資金決済機関 (BOCHK) に預金を積み上げざるを得ず、それが信用リスク管理上の問題となっていた。しかし、HKMA が中国人民銀行等と交渉し、2011 年 4 月以降、決済参加行は希望に応じて人民元の「信託口座」の開設が可能になった。これは、BOCHK が (BOCHK 名義だが当該参加行のための)「隔離された現金口座」を中国人民銀行に開設し、そこに資金を移動させれば、当該口座は BOCHK の信用リスクから切り離されるという仕組みである<sup>37</sup>。

なお、資金決済機関が決済実行後に倒産した場合でも、その決済が取り消されたり、巻き戻されたりして法律上無効となることはない。しかし、資金決済機関の決済口座に残っている預金が引き出せないというリスクは残存する。

## ③ オペレーショナル・リスクへの対応策

多通貨資金決済システムにおけるオペレーショナル・リスクへの対応は広範囲に及び、その代表例として次のようなものが挙げられる。HKMA はこれらを含めて十分な

<sup>35</sup> 決済の専門用語では「すくみ」、英語では“Gridlock”と呼ばれる。

<sup>36</sup> ここでいう HKMA の「流動性最適化プログラム」は、日銀ネットにおける「流動性節約機能」に相当する。なお、HKMA の多通貨決済システムにおいては、RTGS の「流動性最適化プログラム」の他にも、「CHATS 最適化プログラム」(小切手決済システムと RTGS とをリンクさせて流動性不足を緩和するもの)、「Cross-Currency CHATS 最適化プログラム」(異通貨決済に起因する決済停滞を緩和するもの)、「CCASS 関連最適化プログラム」(証券決済に起因する決済停滞の緩和するもの)も装備されている。

<sup>37</sup> 本件に関する HKMA と BOCHK のプレスリリースはそれぞれ次の URL を参照。<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2011/20110509e1.pdf>; [http://www.bochkholdings.com/dam/bochk/desktop/top/aboutus/pressrelease/20110331\\_01\\_Press\\_Release\\_Eng.pdf](http://www.bochkholdings.com/dam/bochk/desktop/top/aboutus/pressrelease/20110331_01_Press_Release_Eng.pdf) なお、「信託口座」(Fiduciary Account) については、脚注 30 の人民元 CHATS の開示資料も併せご参照。

管理・監督を行っている模様である。

まず、電子署名を用いた電子的取引を行うなど、可能な限りのシステム対応による自動化が追求されている。

また、業務継続計画（BCP）の観点から、バックアップ施設が用意されている。資金決済のコンピューターシステムを運営する HKICL は、2012 年 12 月にメイン・オフィスを九龍サイドに移転させており、香港島サイドの移転元のオフィスが現在、バックアップサイトとして使われている<sup>38</sup>。

さらに、毎年、外部監査人による情報システム監査も実施されている。

#### ④ 資金決済機関のビジネスとしての合理性

HSBC と SCBHK は、香港が 19 世紀半ばに英国の植民地拠点として経営されるようになって以来の歴史と伝統を持つ香港ドルの発券銀行である。BOCHK も、香港の主権を握る中国において 4 大国有商業銀行の一角を占め、同国の対外貿易決済を一手に担ってきた中国銀行（BOC）の子会社であり、1994 年より中国政府の指示を受けて香港ドル発券銀行にも加わっている。このように各資金決済機関は、香港において公益的な立場とステータスを有し、その維持を重視している銀行である。決済ビジネスの収益性といった論点は、判断要素として優先順位が低い扱いとなっている。

ただし、HSBC は近年、米ドルの資金決済機関として、アンチ・マネーロンダリング対応<sup>39</sup>の業務負担がかなり重荷になってきている<sup>40</sup>。SCBHK に関しても、この業務負担は重荷になっているとみられる<sup>41</sup>。一般にアンチ・マネーロンダリングへの対応は、SCBHK のように中東やアフリカでのビジネスに深く関わっている銀行では負担が重い。また、地域の資金決済機関になっている場合は、イ) 決済参加行のアンチ・マネーロンダリング対応の状況を把握する必要がある、ロ) 決済参加行の顧客（送金元）までチェックする必要がある、といったことからカバーすべき範囲が拡大する。特に米ドルの資金決済機関については、米国当局の求める要件が厳しいうえ、後述のように決済件数が多いことから、その負担は非常に重くなり得る。

<sup>38</sup> メイン・オフィスの住所は、Unit B, 25/F, MG Tower, 133 Hoi Bun Road, Kwun Tong, Kowloon, Hong Kong

<sup>39</sup> 犯罪による収益の移転防止に関する規制の一つにアンチ・マネーロンダリングがある。

<sup>40</sup> HSBC は 2012 年 12 月、米国司法省よりメキシコ関連取引の資金洗浄（マネーロンダリング）の嫌疑により 20 億ドル近い罰金を科せられ、その後の 5 年の起訴猶予期間を 2017 年 12 月に脱した。

<sup>41</sup> SCBHK は、HSBC とほぼ同時期に、イラン等との取引における同様の嫌疑により罰金の支払いを命じられ、5 年の起訴猶予期間に入ったが、2018 年 5 月現在、解除の判断は半年の延期となっている。以下の報道を併せて参照。<https://www.theguardian.com/business/2014/aug/20/standard-chartered-fined-300m-money-laundering-compliance>; <https://www.reuters.com/article/us-stanchart-singapore/singapore-fines-standard-chartered-entities-4-9-million-for-money-laundering-breaches-idUSKBN1GV0RJ>

一方、BOCHK に関しては、人民元の資金決済事業が結果的に同行の収益上もプラスとなっている模様である。米ドルやユーロについては、資金決済機関や決済参加行がニューヨークまたはフランクフルトで資金を集中管理するため、香港にはほとんど米ドル・ユーロの資金が滞留していない。ところが、人民元は香港にオフショア人民元の流動性プールがあるため、BOCHK は資金決済事業を通じてその流動性を集めて活用することで、資金収益を得ることが可能である。すなわち、資金決済機関となることで、HSBC と SCBHK はステータス向上などの間接的な利益を得ているが、BOCHK ではそれに加えて直接的な実益獲得にもつながっている状況といえる。

#### ⑤ フェイル発生時の対応方法

日本においてフェイルという言葉は、債券の DvP 決済等において、「あらかじめ定めた決済時限までに渡し方が渡すべき証券の引き渡しができないこと」を指し、「これをもって決済不履行とするのではなく、ルールを定めペナルティーの賦課、決済の繰り延べ等により決済を履行させる手段を講ずる」ことを指す<sup>42</sup>。香港の資金決済、為替決済、債券決済においては、フェイルという言葉こそ頻繁には使われないが、決済実施に際し資金や証券の手配に問題が生じたときは、以下のような対応が行われる。

資金決済 RTGS システムにおいて、支払側の決済口座に十分な残高がなく、日中レボ用の債券も不足している場合は、その決済は一旦決済待ちの行列に入れられる。参加銀行は、その口座残高における資金繰りの状況を見て、決済の順番を入れ替えたり、支払指図を取り下げたりすることで、待ち行列の管理を行うことが可能である<sup>43</sup>。これはもちろん、決済が実施される前にのみ可能であって、一旦システムで貸借記が行われれば、その決済の取り消しや組み戻しはできない。なお、システム終了時間までにマッチングができない取引は翌日には持ち越されずキャンセルとなる。

PvP 決済でも、仕組み上フェイルは発生しないが、支払銀行の RTGS の口座において資金不足が生じている際は、通常の資金決済における上記の待ち行列対応と同様の方法で決済管理がされる<sup>44</sup>。

債券決済システム (CMU)<sup>45</sup> を通じた DvP 決済では、当日付の取引に関してシステムが売却対象債券を特定できない場合や、買い手側の決済口座の残高が不足する場合、

<sup>42</sup> 証券保管振替機構の用語集より抜粋。原典は次の URL を参照。 <https://www.jasdec.com/glossary.html>

<sup>43</sup> <https://www.hkiel.com/hk/clientbrowse.do?docID=102&lang=en>

<sup>44</sup> PvP に関して特別な記載は HKMA のホームページ等には見当たらないが、PvP は二つの RTGS システムを CCPMP のソフトウェアを使ってリンクする構造になっており、口座残高の管理方法は各 RTGS に準じた扱いになるとみられる。

<sup>45</sup> CMU は Central Moneymarkets Unit の略称。1. (5) でも述べるが概略は HKMA のホームページの次の URL を参照。 <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/infrastructure/cmu.shtml>



マッチしない支払指図や未決済取引は翌日に持ち越され、最大 10 暦日間、再試行が行われる仕組みが備わっている<sup>46</sup>。

なお、政府債券発行プログラムにおける債券のスワップ取引に関しては、フェイルが発生した場合、HKMA がフェイルを引き起こした取引当事者の負担により対象債券を手当てする (Buy-in) との手続きが定められている<sup>47</sup>。

## ⑥ 法律面でのファイナリティの概念

HKMA は、香港の決済システムの制度的な枠組みを強化すると同時に、CLS 銀行に香港ドルを加盟させるという両方の目的を達成するために、2004 年 11 月 4 日に Clearing and Settlement Systems Ordinance (CSSO) という法律を施行した<sup>48</sup>。香港でいう決済のファイナリティとは、指定システムでの決済が倒産法の影響から保護され、取引当事者が倒産してもその決済が遡って無効化する問題の発生しないことを意味する。この法律に基づき、HKMA が指定した CHATS 等の重要な決済システムについては、HKMA がファイナリティ証明書を発行することを通じて、当該システムで行われた決済にファイナリティが具備されていることが法的に担保される<sup>49</sup>。これが国際金融センターである香港の決済システムの根幹を支える制度的枠組みとなっている。

なお、CSSO は、プリペイド・カードやクレジットカードなどでの小口電子決済の普及に伴う規制の枠組み整備のため、2015 年 11 月 13 日に Payment Systems and Stored Value Facilities Ordinance (PSSVFO) と名称変更され、関連諸規定が追加されたが<sup>50</sup>、ファイナリティの概念やその運用などは基本的に CSSO から変わっていない。

香港ではこの PSSVFO という法律に基づくファイナリティの概念が官民で広く共有されているが、世界的には様々な議論があり、決済のファイナリティという言葉は多義的であるとされる。例えば、資金決済機関が民間銀行の場合、それが倒産した場合には

<sup>46</sup> Disclosure for Central Moneymarkets Unit as of August 2017, P14 [http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/financial-infrastructure/infrastructure/cmu\\_disclosure\\_framework.pdf](http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/financial-infrastructure/infrastructure/cmu_disclosure_framework.pdf)

<sup>47</sup> HKMA, “CMU Reference Manual,” Version 1.4, April 2018, P93

<sup>48</sup> 2004 年 11 月 4 日に施行された“Clearing and Settlement Systems Ordinance”が公布された際の香港政府のプレスリリースは次の URL を参照。 <http://www.info.gov.hk/gia/general/200407/02/0702165.htm>

<sup>49</sup> 2016 年現在、HKMA がファイナリティ証明書を発行している清算・決済システムは以下の 6 つである。  
(参考：Process Review Committee, Annual Report to the Financial Secretary 2015-2016, [http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/banking-stability/oversight/prc\\_ar2016\\_eng.pdf](http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/banking-stability/oversight/prc_ar2016_eng.pdf))

- (a) the Central Moneymarkets Unit (CMU)
- (b) the Hong Kong Dollar Clearing House Automated Transfer System (HKD CHATS)
- (c) the US Dollar Clearing House Automated Transfer System (USD CHATS)
- (d) the Euro Clearing House Automated Transfer System (EUR CHATS)
- (e) the Renminbi Clearing House Automated Transfer System (RMB CHATS)
- (f) the Continuous Linked Settlement (CLS) System

<sup>50</sup> PSSVFO の全文は次の URL を参照。 <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap584> ファイナリティに関しては PART 3 “FINALITY OF TRANSACTIONS AND PROCEEDINGS”の規定を参照。

決済口座（預金口座）から資金が引き出せなくなり、決済の完了性が不確実になる。したがって、香港の RTGS システムに「ファイナリティ」があるとはいえないとの見方もある。この見方の場合、中央銀行（例えば米ドルならば Fed）で決済されるまで決済は完了しないという議論になり得る。

このように、香港のファイナリティの概念は、香港独特の多通貨決済システムを支える法的な裏付けとして確立されているが、資金決済機関の信用リスクに着目する別の見解があることには注意が必要である。

#### (4) 当該外貨の発行国中銀と HKMA・資金決済機関との関係

##### ① HKMA との関係

2000 年をはさむ数年間にわたり、HKMA は、香港における米ドル RTGS システム及びユーロ RTGS システムの構築を行ったが、これに関して Fed または ECB との間で、Memorandum of Understanding (MoU) は締結していない。当局の間で紙面による約束は何ら存在しないとみられる。

他方、ヒアリングによれば、HKMA は 1990 年代後半、Fed との対話を行い<sup>51</sup>、香港において米ドル RTGS システムを構築して運営を開始することについて最終的に口頭で了承を得た模様である。また、ユーロについても 1999 年のユーロ誕生の後、比較的時間もない時期に口頭で ECB より了承を得た模様である。

米ドル・ユーロの RTGS システムの運営が開始された後、HKMA は、この決済システムに関する監督情報を BIS・CPSS 及び IOSCO の「金融市場インフラのための原則」(PFMI)<sup>52</sup>の下で Fed 及び ECB と共有している。当該システムの運営に関して Fed 及び ECB から特段の支援は受けていないものの、逆に否定的または対立的な意見が示されたこともなく、両者とも概して協力的であるというのが HKMA の認識である。

人民元に関しては、HKMA は「一国二制度」の枠組みのなかで、香港特別行政区の通貨当局として、中国政府から形式上は独立しているものの、中国本土の中央銀行である中国人民銀行とは特に緊密かつ良好な関係を維持してきた。双方は、香港の国際金融センターの地位を維持し、それを強化することの重要性について認識を共有している。特にリーマンショック以降、中国政府は人民元の国際的な利用を促進する政策を推進

<sup>51</sup> HKMA で金融インフラ構築を担当してきたエズモンド・リー氏は、1998 年に HKMA ニューヨーク事務所に派遣され、USD 建て RTGS システムを香港において構築するために、米国連邦準備銀行 (Federal Reserve Bank) ニューヨーク支店に日参していた (本人よりヒアリング)。

<sup>52</sup> PFMI については脚注 22 を参照。

するにあたり、引き続き香港の役割や国際金融センターとしての機能を活用することを選択した。具体的には、2009年1月、中国人民銀行とHKMAは人民元と香港ドルの通貨スワップ協定を締結し<sup>53</sup>、翌年（2010年）6月には中国人民銀行はHKMAとの間でクロスボーダー人民元建て決済に関する補充協議書を締結し<sup>54</sup>、同時にBOCHKをオフショア人民元のクリアリングバンクとして改めて指定した<sup>55</sup>。

香港で人民元オフショア市場を活性化させることを通じて、中国政府は、本土における為替相場自由化や資本市場開放の速度を抑制しながら、中国政府の主体的な管理の下に人民元を置き、漸進的に改革を進めることが可能となった。香港側もこれまで培ってきた国際金融センターとしての役割を生かし、中国本土との協働により、さらなる経済発展を追求する道が広がったことになる。かかるHKMAの中国本土政府や中国人民銀行との戦略的協働ないし相互依存的関係性は、FedまたはECBとの関係とは全く異なった次元のものといえる。

## ② 資金決済機関との関係

### (HSBCとFed、SCBHKとECBの関係)

米ドルの資金決済機関であるHSBCは、自行のニューヨーク拠点を通じて一市場参加者としてFedから資金供給を受けているにすぎない立場である。同様に、ユーロの資金決済機関であるSCBHKは、自行のフランクフルト拠点（以前はロンドン拠点）<sup>56</sup>を通じて一市場参加者としてECBから資金供給を受けているにすぎない立場である。す

<sup>53</sup> 2011年にスワップ金額の規模は2倍に拡大している

<sup>54</sup> 香港では2004年に人民元業務が解禁されたが、2009年から2011年にかけて香港におけるオフショア人民元業務は急激な拡大期を迎えた。（参考：<http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2009/20090120-4.shtml>）

2009年6月には、中国人民銀行とHKMAとは、クロスボーダー貿易取引における人民元決済パイロットプログラムの「補充協力備忘録III」を締結し、翌月（7月）には中国国務院が中国人民銀行他との連名により「クロスボーダー貿易の人民元決済管理弁法」を施行している。

2010年2月にはHKMAは「香港における人民元業務の監督に関する原則とその運営アレンジに関する解釈」を發布し、ビジネス環境を整備している。<http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2009/20090629-3.shtml> また、同（2010）年6月、中国人民銀行他は、「クロスボーダー貿易の人民元決済の試点の拡大に関する通知」を公表し、翌月（7月）に、中国人民銀行はHKMAとの間で、クロスボーダー貿易取引の人民元決済パイロットプログラムの「補充協力備忘録IV」を締結した。これと並行して中国人民銀行はBOCHKとの間の人民元のクリアリング協議書（中国語は「香港銀行人民幣業務的清算協議」）を改訂している（元々は2003年に締結したものを改訂）。<http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2010/20100719-4.shtml>

このような動きを通じて、香港は世界におけるオフショア人民元市場の中心的な役割を担うことが確実に became.

<sup>55</sup> 中国政府は2010年7月のクリアリング協議書の改訂版の締結が、香港における人民元業務の新しい突破口になると考えていた。[http://www.gov.cn/jrzq/2010-07/20/content\\_1658677.htm](http://www.gov.cn/jrzq/2010-07/20/content_1658677.htm)

また、HKMAもこの協議書締結を香港における人民元ビジネス拡大に資するものと高く評価している。<http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2010/20100719-4.shtml>

<sup>56</sup> 脚注29を参照。

なわち、両行が、香港における RTGS システムの資金決済機関であるということを理由にして Fed や ECB から優遇的な扱いを受けているということはない。

時差については、米ドルの Fedwire 及びユーロの TARGET2 の稼働時間は延長されて、香港時間帯をほぼカバーしていることから、その意味ではほとんど問題がない状態になっている。ただし、香港証券取引所<sup>57</sup>でのヒアリングの際には、香港時間の午前中はドルの資金市場が薄いことがあるとの指摘もあった<sup>58</sup>。

ニューヨークやフランクフルトの休日でも、香港の米ドル及びユーロの RTGS システムは稼働している。ただし、この場合、送金者が資金手当てをできるか否かが問題であり、資金手当てができていない場合には、顧客依頼の送金を受け付けても当日には実行できないことにつながり得る。

Fed が HSBC の決済業務を、また ECB が SCBHK の決済業務を、それぞれ直接監督することはない。本国（米国、ユーロ圏）での一般的な銀行検査の一環として、海外（香港）拠点が実地調査を受けることはあるが、それは決済業務に的を絞った検査とは全く異なるものである。

#### **(BOCHK と中国人民銀行の関係)**

中国人民銀行は 2003 年に BOCHK を香港におけるオフショア人民元のクリアリングバンクとして指定している。中国の改革開放以降、広東省など本土経済と密接な関係を持った香港では、徐々にオフショア人民元のプールが形成されていった。為替相場形成メカニズム改革が行われた 2005 年 7 月以降、人民元は潜在的に値上がり余地が大きい通貨であるとの見方が広く共有されたことも、オフショア人民元プールを拡大させる追い風となった。2008 年のグローバル金融危機以降、中国政府は人民元の国際的な使用を奨励するようになり、人民元の香港への資金供給が、中国人民銀行深セン支店から BOC 深セン支店を通じて香港の BOCHK に対して行われることになった<sup>59</sup>。

中国人民銀行は BOCHK を直接監督する立場にはない。ただし、BOCHK は中国人民銀行（深セン支店）に対して定期的及び随時にレポート（決済件数・金額に関するものなど）を実施している。

<sup>57</sup> 中国語の正式名称は香港交易及結算所有限公司、略称は香港交易所、英語では Hong Kong Exchanges and Clearing Limited、略称は HKEx)

<sup>58</sup> IPO などの決済が集中する日の午前中などにドル資金市場の厚みが不十分なため、決済がスムーズに行われないことが過去にあった模様である。

<sup>59</sup> 香港のオフショア人民元業務に係わる政策は中国人民銀行の総行（北京）が担当するが、資金管理などの決められた枠組みのなかでのオペレーションは、中国人民銀行の深セン支店によって実施されている。

## (5) 外貨建て証券決済の概要

### ①DvP 決済インフラの構築

香港ドル建て債券の決済は、債券決済システム（CMU）と香港ドル RTGS システムとの DvP 接続により実現している。これと同様に、外貨建て証券決済も、CMU と外貨 RTGS システムとの DvP 接続により、証券の受け渡し、資金の受け渡しの両方が即時かつグロスベースで決済される仕組みが構築されている。

CMU は当初、1990 年に香港政府<sup>60</sup>によって香港外為基金証券<sup>61</sup>の保管及び振替のために構築されたが、1993 年 12 月以降、サービス対象が政府債、金融債や社債に拡大された<sup>62</sup>。さらに 1996 年 12 月、RTGS システムである香港ドル CHATS が完成した際に、それとの DvP 接続が実現した<sup>63</sup>。そして 2000 年以降、米ドル、ユーロ、人民元の CHATS が多通貨資金決済システムとして順次稼動していく度に DvP 接続が実現し、この仕組みは最終的に 4 通貨の DvP 決済が可能なインフラとして完成した<sup>64</sup>。

DvP 決済では、決済参加者からの指図を受けて CMU で債券の移動が一時的に留保され、次に外貨（米ドル・ユーロ・人民元）の RTGS システムで資金の受け渡しを実施し、同時に CMU 側にて一時的に留保していた債券の受け渡しを実行する。

外貨資金決済システムで受領した外貨を、当日付の証券決済の支払いに充当することも可能である。これは、元来そのように設計されている。実際、決済資金に関しては、資金決済機関から当日のレポ取引で資金供給を受けることもできる。これは当初より各通貨の RTGS システムに備わっている機能である。

### ②債券決済システム（CMU）を活用している発行体の特徴

CMU の 2018 年 5 月末現在の未償還債券のリスト（Outstanding List）から、各通貨別に発行残高データを集計してみると、香港ドル建てが全体のほぼ半分（49.4%）を占め、さらに人民元建てが同 4 分の 1 強（26.3%）、米ドル建てが同 4 分の 1 弱（23.3%）となる<sup>65</sup>。その他の通貨は合計しても 1% 強に過ぎない（ユーロ建て 0.6%、豪ドル建て 0.4%、NZ ドル建て 0.2%）。個別の発行体の銘柄をみると、香港ドル建ての債券では、地場の事業法人や交通インフラ関連企業に加えて、中国国家開発現行や中国銀行など中国資本系の金融機関が存在感を示しており、各社が香港の債券市場を活用している様子が

<sup>60</sup> 1990 年当時は外為基金管理局が主管。

<sup>61</sup> Exchange Fund Bills and Notes (EFBNs)

<sup>62</sup> CMU に関する PFMI に基づく開示資料は脚注 46 を参照。

<sup>63</sup> CHATS 参加各行は、この DvP 接続によって香港外為基金証券を担保にしたレポ取引が可能になった。

<sup>64</sup> HKMA は CMU のシステム開発や運営を CHATS と同様、HKICL に委託しており、HKICL へのシステム開発の集中メリットがここでも生じている。

<sup>65</sup> 換算相場は 5 月末のロイター終値、1 米ドル 7.843 香港ドル、1 米ドル 6.410 人民元を使用。

みられる。人民元建て債券では、中国国債（財政部債券）が全体の半分を占め、その存在感はひととき大きい。これに中国銀行、中国国家開発銀行、中国農業銀行が続く。米ドル建て債券については、BOCHK 及び BOC マカオ支店が全体の 6 割弱を占めている。このように現在の香港の債券市場は中国国債や中国の金融機関債が大きなウェイトを占め、彼らにとって利便性の高い資金調達の間となっていることが見てとれる。時系列のデータが得られないため必ずしも確認はできないが、人民元建て表示の貿易取引が拡大していった 2013 年頃から、香港の債券市場は中国の有力機関による資金調達の場という性格を強めてきたのではないかと推察される。

## (6) 多通貨決済システムに対する評価と今後の課題・展望

### ①各通貨の RTGS システムの利用状況

香港ドルを除く RTGS システム 3 通貨の決済金額・決済件数をみると（図表 1、2 参照）、米ドルが決済金額・決済件数ともに着実な増加傾向を示している一方、ユーロはかなり低い水準にとどまっている。これは、東アジア地域での貿易取引・資本取引における米ドルとユーロの位置付けの違いを反映したものとみられる。ただし、ユーロの資金決済機能が不要ということではなく、実際、HKMA も同機能は国際金融センターには不可欠との認識をヒアリングの際に示している。

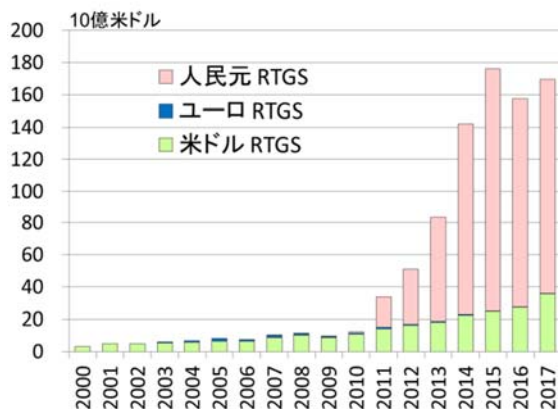
人民元の決済金額・決済件数は 2010 年から 2015 年にかけて急激に増加しており、決済金額では米ドルを大幅に上回っている。また、（図表にはないが）香港ドルと比べても、決済金額は 2013 年にほぼ並び、2014 年以降は大きく凌駕している。なお、決済件数に関しては、人民元はドルをいまだ下回っている。これは、1 件当たりの決済金額では、米ドルに比べて人民元が急拡大したことを意味している。

なお、決済金額・決済件数ともに 2015 年以降はやや伸び悩んでいるが、これは中国本土における諸政策<sup>66</sup>の影響によるものとみられ、香港側に特段の要因は見当たらない。

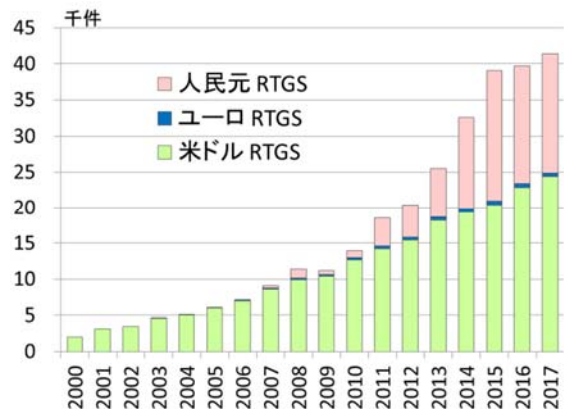
図表 1 香港 RTGS の外貨決済金額

図表 2 香港 RTGS の外貨決済件数

<sup>66</sup> 中国政府は 2016 年に資本流出の懸念が顕現化したことから、同年秋に実質的な資本取引規制に踏み込んだとされる。



(出所：HKMA Annual Report)



(出所：HKMA Annual Report)

## ②高まる人民元のプレゼンス

以上のように、香港における人民元建て決済取引のプレゼンスは、今やかなり高まっている。この背景には、中国政府が人民元の国際化を少なくとも 2016 年頃まで、相当な力を入れて進めてきたことがあろう。

人民元が IMF のバスケット通貨である SDR の構成通貨になるという目標は 2015 年に実現が決まり（2016 年 10 月施行）、人民元の国際化に向けた政策推進は一段落した格好であるが、その一方で「一帯一路」構想は引き続き進められている。これらを含む中国本土政府の対外経済政策が、決済システムも含めた香港の金融市場に期待する役割は大きい。事実、前述のように、香港の築いてきた多通貨決済のインフラは現在、中国政府及び中国政府系金融機関がその最大の利用者であり受益者となっている。今後とも香港の金融市場に対して中国本土が及ぼす影響は強いとみられ、そうしたなかで香港の多通貨資金・証券決済システムは、中国経済と香港経済を結びつける最重要なインフラの一つとして機能し続けると思われる。

## ③Fintech 活用の検討状況及び小口決済用 RTGS システム導入に向けた動き

決済インフラの整備における Fintech の活用については、HKMA へのヒアリングによると、ブロックチェーンも含めて Fintech 関連企業に研究させている段階とのことである。現行の資金決済システムについては、基本的に大きな変革は行わず、伝統的な技術の延長線上で運営していく方針である。HKMA は、デジタル通貨や仮想通貨などの新奇で安全性の広く実証されていない技術には注意すべきとの考え方であり、この点では総じて慎重なスタンスといえる。

なお、HKMA は小口決済用に 24 時間 365 日稼働する香港ドル建ての RTGS システムを、既存システムとは別に構築し、2018 年 9 月から稼働させるべく準備中である。香

港では、チャージ可能なプリペイド・カードである「オクトパス・カード」<sup>67</sup>が広く普及している一方で、モバイルペイメントなど小口決済分野のインフラ整備は、シンガポールやオーストラリアより遅れていると自己認識されている。香港政府はこの遅れを取り戻し、香港をスマートシティにするとの青写真を描いている。この小口決済システムは、まずは香港ドル建てでのみ導入されるが、将来的に多通貨化するか否かは、今のところ明らかになっていない<sup>68</sup>。

## 2. 他国・地域の資金決済・証券決済システムとのリンク

### (1) 資金決済システムのリンク

前述のように、香港の米ドル RTGS システムは、マレーシア、インドネシア、タイの各中央銀行が構築している自国通貨 RTGS システムと PvP 接続が実現している（巻末の付表を参照）。接続時期は、マレーシアは 2006 年 11 月、インドネシアは 2010 年 1 月、タイは 2013 年 7 月となっている<sup>69</sup>。

また、マレーシアに関しては PvP 接続に加えて、マレーシア国内で発行され流通する米ドル建て債券について、香港での米ドル RTGS システムを使って DvP 決済が可能なシステムリンクが 2007 年 10 月に構築されている<sup>70</sup>。

香港はアジア各国に対して自国が築いた米ドルの RTGS システムと接続するメリットを売り込み、国際金融センターとしての自らの地位を高めようとしてきた。香港の米ドル RTGS システムとの PvP リンクが実現すれば、アジア各国の企業はアジア時間帯において米ドルの為替決済を完了させることが可能となる。香港にとっては金融センターとしての先進性、競争優位性の証明となる。

マレーシア、インドネシア、タイなどの当局にとっては、自国通貨が CLS 銀行の取扱通貨になっていないことが、自国の金融インフラの弱点であった。すなわち、そのままでは自国の金融機関を為替決済における受け渡しリスク（ヘルシュタットリスク）にさらし続けることになっていた。香港の米ドル RTGS システムとの PvP リンクは、アジア各国が CLS 銀行の取扱通貨に加わるための環境が整わないなかで、既存の金融イ

---

<sup>67</sup> 日本の交通系 IC カード（JR 東日本の SUICA 等）に似た非接触型電子決済手段。Octopus Cards 社（八達通有限公司）が 1997 年より発行。地下鉄を始めとする香港の公共交通機関（ただしタクシーを除く）及び小売店で利用できるため、香港で生活必需品ともいえる存在になっている。

<sup>68</sup> 小口決済システムの多通貨化は、香港域内に急激な人民元の浸透を招く可能性がある。それも含めてメリット、デメリット、社会的影響などの見極めが必要になると思われる。

<sup>69</sup> 詳しくは、1. (2) ⑤RTGS のリンクによる PvP 決済の完成とアジア諸国に向けた展開、を参照。

<sup>70</sup> 利用状況は不明。マレーシアの金融機関のドル建て債券は、インターナショナルボンド（ユーロボンド）として発行され、クリアストリームやユーロクリアにて保管・決済されるケースも多いとみられる。



ンフラの弱点を補うものとして機能しているといえる。

## (2) 証券決済システムのリンク

香港 HKMA が運営する CMU は 1994 年、国際証券決済機関（ユーロクリア、クリアストリーム）との片道接続（香港から見てインバウンドの接続）を実現した。その目的は、香港政府が発行する債券を外国人投資家に販売することであり、香港の国際金融センターとしての地位を高めるものであった。この接続は、ユーロクリアで 2002 年 11 月に、クリアストリームでは 2003 年 1 月に双方向に拡張された。双方向化により、香港やアジアの他地域の投資家が、直接ユーロクリアやクリアストリームを利用して債券を決済することが容易になった。

CMU は、個別国・地域が持つ証券決済機関との間でも接続を実現してきた。具体的には、オーストラリア（1994 年）、韓国（1997 年）、中国（2004 年）、台湾（2012 年）であり、CMU に預けられた債券はこれらの国・地域からの投資が可能になった。また、これは同時に、香港市場の投資家層の拡大を狙ったものでもあった。しかし、現在、実際の証券決済は上記の国際証券決済機関を通じる場合が大部分となっており、これらの個別国・地域との接続の活用は不活発となっている。

最近では、2017 年に中国本土とのボンドコネクートの北行き（中国外の投資家が香港経由で中国本土の債券を購入できる仕組み）が実現している。香港の金融機関においては、香港経由で中国の債券市場にアクセスが可能となり、それが新たな収益機会として注目されている。

なお、現在 HKMA では、CMU と新たな国・地域の証券決済機関との接続計画は有していない。すでに機関投資家はユーロクリア等を通じて、様々な国・地域の金融商品への投資が DvP 決済で可能であるため、CMU が新たな接続を行っても利用ニーズがさほど見込めないからである。こうしたなかで香港においては、中国本土との接続とその拡大が、ビジネスチャンスとして注目度が高まっている。

## 3. 利用者（決済参加行）からみた香港の資金決済システム

### (1) 米ドル・ユーロの香港 RTGS を利用することの魅力

香港の資金決済システムに参加している銀行が米ドル建て送金を行う際に、香港

RTGS を用いるか、ニューヨークのコレス銀行経由のクロスボーダー送金を用いるかの選択は、一義的には、送金の受取人の利用銀行の状況による。すなわち、受取人が海外にいる場合、その受取人の取引銀行のコレス契約次第ではあるが、多くはニューヨークのコレス銀行経由での決済（クロスボーダー送金）となる。

他方、受取人が香港にいて、その送金取引が香港内で完結する場合であれば、香港 RTGS を利用する方が効率性と経済性において魅力が高い。効率性における魅力とは、香港時間内に入金完了することから、着金確認が容易なうえ、受取人が資金を即日使えることである。また、経済性における魅力とは、SWIFT 電文を海外発信する必要がないなど、手数料が安いことを意味している。

同様の状況は、相対的に利用件数は少ないが、ユーロ建て送金を行う際にも生じている。

## (2) 人民元の決済における魅力

香港は、人民元決済に関して、世界最大のオフショア人民元市場という強みを有している。すなわち、香港はオフショア人民元の「マザーマーケット」であり、決済参加行にとり、資金の流動性や利便性において高い魅力がある。これを香港の外の金融機関や事業法人から見た場合、香港は人民元決済の点でも、中国本土へのゲートウェイとしての機能を果たすことが可能な場所ということになる。つまり、香港は1980年代から2000年代は貿易拠点という位置づけであったが、むしろ現在は人民元も含めた投資資金プーリング拠点やコーポレート財務拠点（アジア地域拠点）という機能を果たせる場所として注目されている。

## (3) 国内外の銀行による外貨 RTGS の利用状況

香港の外貨 RTGS システムに参加している銀行を国・地域別にみると（次頁の図表3参照）、香港内からの参加は、米ドル RTGS では139行、ユーロ RTGS では22行、人民元 RTGS では140行である。このなかには、香港外の銀行が、香港内に支店や現地法人を設けて RTGS システムに参加しているケースも含まれている。

香港外からの参加は、米ドル RTGS では73行、ユーロ RTGS では11行、人民元 RTGS では62行である。東アジアやアセアンを中心に、海外からわざわざ香港の RTGS に参加しているケースが散見される。ただし、アジア以外の国・地域では、各 RTGS の資金決済機関（米ドルでは HSBC、ユーロでは SCB、人民元では BOC）の海外現地拠点の

みが参加しているケースが少ない。

図表3 香港の資金決済システムの国・地域別参加行数（2018年4月30日時点）

| 国・地域                      | 米ドル決済     |                     |     | ユーロ決済     |                     |       | 人民元決済     |
|---------------------------|-----------|---------------------|-----|-----------|---------------------|-------|-----------|
|                           | 直接参加 (DP) | 間接参加 (IP, ICU, TPU) | 計   | 直接参加 (DP) | 間接参加 (IP, ICU, TPU) | 計     | 直接参加 (DP) |
| 香港内                       | 105       | 34                  | 139 | 18        | 4                   | 22    | 140       |
| 内 Licensed Banks          | 103       | 30                  | 133 | 17        | 4                   | 21    | 129       |
| Restricted Licensed Banks | 1         | 4                   | 5   |           |                     | 0     | 8         |
| Deposit Taking Company    |           |                     | 0   |           |                     | 0     | 1         |
| HKMA                      | 1         |                     | 1   | 1         |                     | 1     | 1         |
| その他                       |           |                     | 0   |           |                     | 0     | 1         |
| 香港外                       |           |                     | 73  |           |                     | 11    | 69        |
| 東アジア                      | 中国        | 38 HSBC含む           | 38  | 1 SCBのみ   | 1                   |       |           |
|                           | マカオ       | 5 HSBC含む            | 5   | 1         | 1                   | 2     | BOC含む     |
|                           | 台湾        | 6 HSBC含む            | 6   | 1 SCBのみ   | 1                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | 日本        | 1 HSBCのみ            | 1   |           | 0                   | 2     | BOC2拠点のみ  |
|                           | 韓国        | 1 HSBCのみ            | 1   | 1 SCBのみ   | 1                   |       |           |
| アセアン                      | シンガポール    | 1 HSBCのみ            | 1   | 1 SCBのみ   | 1                   | 2     | BOC含む     |
|                           | ブルネイ      | 1 HSBCのみ            | 1   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | マレーシア     | 1 HSBCのみ            | 1   | 1 SCBのみ   | 1                   | 3     | BOC2拠点含む  |
|                           | タイ        | 6 HSBC含む            | 6   | 1 SCBのみ   | 1                   | 4     | BOC2拠点含む  |
|                           | インドネシア    | 2                   | 2   | 1 SCBのみ   | 1                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | フィリピン     | 1 HSBCのみ            | 1   | 1 SCBのみ   | 1                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | ベトナム      | 4 HSBC含む            | 4   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | ラオス       |                     | 0   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
| カンボジア                     |           | 0                   |     | 0         | 2                   | BOC含む |           |
| 南アジア                      | インド       | 1 HSBCのみ            | 1   |           | 0                   | 2     | BOC含む     |
|                           | スリランカ     | 1 HSBCのみ            | 1   | 1 SCBのみ   | 1                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | バングラディシュ  | 1 HSBCのみ            | 1   |           | 0                   | 3     | BOC含む     |
| 大洋州                       | オーストラリア   |                     | 0   |           | 0                   | 2     | BOC2拠点のみ  |
|                           | ニュージーランド  |                     | 0   |           | 0                   | 1     |           |
| 米州                        | 米国        |                     | 0   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | カナダ       |                     | 0   |           | 0                   | 2     | BOC2拠点のみ  |
|                           | ブラジル      |                     | 0   |           | 0                   | 1     |           |
|                           | パナマ       |                     | 0   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | ケイマン諸島    |                     | 0   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
| 欧州・ロシア・中央アジア・中東・アフリカ      | ドイツ       | 1                   | 1   |           | 0                   | 5     | BOC含む     |
|                           | フランス      |                     | 0   |           | 0                   | 5     | BOC含む     |
|                           | イタリア      |                     | 0   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | 英国        | 1                   | 1   | 1 SCBのみ   | 1                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | オランダ      |                     | 0   |           | 0                   | 1     |           |
|                           | ルクセンブルグ   |                     | 0   |           | 0                   | 2     | BOC2拠点のみ  |
|                           | ハンガリー     |                     | 0   |           | 0                   | 1     | BOCのみ     |
|                           | トルコ       |                     | 0   |           | 0                   | 3     | BOC2拠点含む  |
|                           | ロシア       |                     | 0   |           | 0                   | 2     | BOC含む     |
|                           | カザフスタン    |                     | 0   |           | 0                   | 2     | BOC含む     |
|                           | アラブ首長国    |                     | 0   |           | 0                   | 1     |           |
|                           | ヨルダン      | 1                   | 1   |           | 0                   | 3     | BOC2拠点含む  |
|                           | 南アフリカ     |                     | 0   |           | 0                   | 3     | BOC含む     |
| ザンビア                      |           | 0                   |     | 0         | 2                   | BOC含む |           |
| モーリシャス                    |           | 0                   |     | 0         | 1                   | BOCのみ |           |
| 合計                        | 105       | 107                 | 212 | 18        | 15                  | 33    | 209       |

注：網掛けは、当該通貨の資金決済機関(米ドル:HSBC、ユーロ:SCBHK、人民元:BOCHK)の現地拠点のみが参加しているケース

SCB: Standard Chartered Bank, BOC: Bank of China

DP: Direct Participant, IP: Indirect Participant, ICU: Indirect CHATS User, TPU: Third Party User

(出所: HKMA, HKICL)

#### 4. 外貨建て証券決済の状況

##### (1) 債券決済システム (CMU)

CMUに登録された債券残高につき、発行者の所在地別の比率を試算すると、2018年5月末時点では以下のとおりとなる（所在地は原データから当方で判断）。これをグラフにしたものが図表4である。

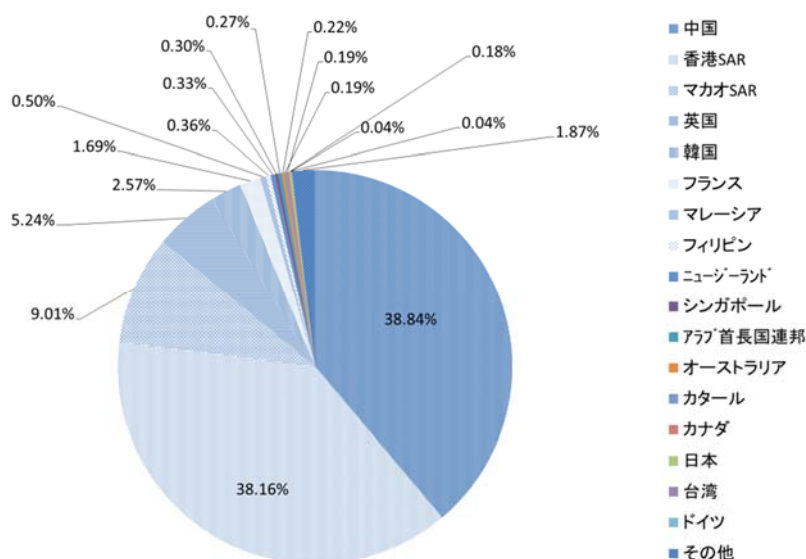
中国 38.8%、香港 38.2%、マカオ 9.0%、英国 5.2%、韓国 2.6%、フランス 1.7%、マレーシア・フィリピン・ニュージーランド・シンガポール・アラブ首長国連邦・オーストラリア・カタール・カナダ・日本・台湾・ドイツ各 1%未満

これらより、中国・香港・マカオという中国系3地域の発行者が全体の8割近くを占めることが分かる。

なお、CMUに登録された債券残高に関するデータは、債券1本1本に関する前営業日のデータが開示されているのみである。HKMAによれば、この過去分のデータは保存していないとのことである<sup>71</sup>。

香港政府はCMU登録する外貨建て債券の発行を支援する仕組みを整備して、企業の債券発行を促そうとしてきた。ただし、シンガポールやオーストラリアほどには成功し

図表4 CMU登録の香港ドル建てを除く債券の国別残高割合（2018年5月末現在）



<sup>71</sup> このため、例えば、2000年代前半に中国の国有商業銀行が次々に香港市場に上場する以前の時期や、2000年代半ばの人民元の国際化が現在ほどは進んでいなかった時期と、現在とを比較することはできない。おそらく、当時の姿は現在とは大きく異なっていたと推察される。

(出所：HKMA, Central Moneymarkets Unit Bond Price Bulletin)

ておらず、その克服のため制度改善努力も行っている<sup>72</sup>。

## (2) 香港証券取引所 (HKEx)

香港証券取引所においても外貨建ての債券上場がみられる<sup>73</sup>。ただし、事業法人発行の社債がほとんどであり、かつ、公募の形態を採っているが募集対象をいわゆるプロ投資家に限るものが中心である。その場合、証券決済は香港証券取引所傘下の清算機関である Central Clearing and Settlement System (CCASS) を通さないため、社債の発行時に DvP 決済はできない。また、利払い時や償還時の資金決済も、外貨送金などで個別に行われることになる。この種の社債は、端的に言えば、私募債と同様に銀行ローンの代替として機能しているとみられる。

## 5. 日本と香港の現状比較

### (1) 日本における外貨資金決済の現状

日本においては従来、香港のように当局が主導する形で、外貨資金決済インフラが構築されたことはなかった。中央銀行である日本銀行は、日本円の取り扱いに機能を特化しており、他の主権国家の通貨である外貨の決済には基本的に関与していない。

こうしたなか日本では、一部の民間銀行が米ドルの資金決済を文字どおり民間ベースで手掛けている。具体的には、JP モルガン・チェース銀行東京支店が「東京ドル・クリアリング」と名付けた決済サービスを行っており、日本国内での米ドル資金決済であれば、メガバンクも地方銀行もこれを第一に利用している<sup>74</sup>。日本時間の当日中に着金

<sup>72</sup> 香港政府は「適格債券」の条件に合致する債券に所得税の減免を行うことを通じて、香港域内での多様な債券発行を促し、CMUの活性化を図ってきた。このスキーム及び制度改善努力は次の URL を参照。<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb201106/fa1.pdf> また、適格債券の認定状況は次の URL を参照。[https://www.ird.gov.hk/eng/tax/bus\\_qdi.htm#a02](https://www.ird.gov.hk/eng/tax/bus_qdi.htm#a02)

<sup>73</sup> 次の URL の HKEx のサイトから満期を迎える前の発行済み債券が表示される。ただし、銘柄リスト・ファイルをダウンロードすることはできない。[http://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Debt-Securities?sc\\_lang=en&type=0](http://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Debt-Securities?sc_lang=en&type=0)

<sup>74</sup> このように「東京ドル・クリアリング」が利用されていることは、日本国内に多通貨資金決済の利用ニーズがあることを意味している。例えば、メガバンクの場合は、取引先のグローバル企業による国内での外貨送金ニーズがある。また、地方銀行の場合は、取引先から依頼された外国送金を処理するにあたり、メガバンクや欧米系銀行の事務代行サービスを利用しており、それがドル建てならば、自己調達したドル資金を事務代行先にあらかじめ送ることが多い。なお、犯罪収益移転防止に係わる国際的なスクリーニング強化の流れに伴い、地方銀行では海外のコルレス銀行から決済用口座の閉鎖を突如通告されるケースが少なくなく、外貨関連業務が不安定な状況にある。こうしたなか、外貨決済を低コストで安定的に実施してくれる公的な国内インフラの新設に対しては、潜在的なニーズがあるといえる。

を確認できることが最大の利点である。なお、この決済サービスは、基本的に日本国内の依頼人と受取人の間でのドル建て送金（資金決済）を実施するものであり、外国向け送金に利用することは想定されていない。

他方、ユーロに関しては、広く利用されている当日決済サービスは現状見当たらない。また、人民元に関しても、今のところ広く利用されている当日決済サービスはない。ただし、オフショア人民元どうしの決済で中国銀行（BOC）東京支店に持ち込まれるものについては、BOCHK に開設された中国銀行東京支店名義の口座を通じて、資金決済が実施されるケースがある。

2018年5月、中国の李克強総理が訪日し、日中首脳会談が行われた際に、日中金融協力の一つとして、李総理より人民元のクリアリングバンクを日本において指定する方針が伝えられた<sup>75</sup>。かつて日中当局間では、2011年12月に首脳間で「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」が合意されたことを受けて<sup>76</sup>、本件に関する検討が行われたが、2012年以降の日中関係の悪化により実現が遠のいていた。

## (2) 日本における外貨証券決済の問題点

外貨建て債券の決済においては、外貨資金の決済がネックとなっている。すなわち、証券保管振替機構では、外貨建ての証券の保護預かりや決済は可能であるが<sup>77</sup>、外貨資金決済のシステム的な対応が伴っておらず、DvP決済が行えない。これが、国内の外貨建て債券の発行が限定的である一因となっている。まず、DvP決済ができないことから流通市場が事実上存在せず、投資家層が持ち切り前提の機関投資家に絞られている。また、発行サイドをみても、地方銀行<sup>78</sup>など一部の発行体ではDvP決済ができないことから、国内でなく海外での起債を選好している模様である。

<sup>75</sup> 人民元に資本取引規制が残るなか、オンショア人民元（CNY）とオフショア人民元（CNH）は引き続き厳然と区別されており、人民元クリアリングバンクはオフショア人民元の決済機関である。世界各地で人民元クリアリングバンクが指定されているが、そのなかでも香港は歴史的経緯もあって、オフショア人民元の圧倒的なマザーマーケットとなっている。

<sup>76</sup> 財務省による発表内容は次の URL を参照。

[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/convention/dialogue/japan\\_china\\_financial\\_cooperation.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/dialogue/japan_china_financial_cooperation.htm)

<sup>77</sup> 日銀ネット（国債系）では、そもそも外貨建ての債券を取り扱っていない。

<sup>78</sup> 地方銀行の外貨需要については、日本経済新聞電子版「地銀のドル調達加速 常陽銀や山形銀、海外融資の原資に」（2014年4月15日付、<https://www.nikkei.com/article/DGXNZO69847650U4A410C1NN7000/>）、同「外貨建て社債の発行額が最高に 16年度45%増」（2017年5月20日付、[https://www.nikkei.com/article/DGXLASDF19H03\\_Q7A520C1MM0000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASDF19H03_Q7A520C1MM0000/)）、同「静岡銀行、ドル建て社債で3億ドル調達」（2018年1月9日付、[https://www.nikkei.com/article/DGXMZO25464380Z00C18A1EE9000/?n\\_cid=SPTMG002](https://www.nikkei.com/article/DGXMZO25464380Z00C18A1EE9000/?n_cid=SPTMG002)）を参照。

### (3) 香港で外貨資産管理を促進するために導入されている施策（税制、法律）

香港は英国統治時代のレッセフェール (Laissez-faire) の経済体制を基本的に引き継いでおり<sup>79</sup>、現在も、配当と利子の源泉課税が行われていない。しかも相続税はなく、キャピタルゲインも非課税となっている。かかる環境の下、香港において資産管理会社を設立することは容易である。

また、グローバルな競争環境がますます厳しくなるなかで、香港政府はシンガポールとの制度競争を意識し、2016年6月にコーポレートトレジャリーセンター (Corporate Treasury Centers) の香港誘致を狙った優遇税制を導入した<sup>80</sup>。

さらに香港は、中国本土の金融規制の緩和をにらみつつ、香港・上海ストックコネクト、香港・深セン・ストックコネクト、ボンドコネクト（北行き）を実現するなど、中国本土との密接な関係を利用して、中国本土関連の金融商品の品ぞろえを拡充してきている。これらが現在、香港における外貨資産管理業務の最大の促進材料になっていると評価される。

### (4) 香港と同様の多通貨決済を日本に導入する場合の課題

多通貨決済を基礎にした金融インフラの構築は、香港の場合、官民で問題意識が共有されていたことを背景に、金融インフラ整備の任務を与えられた HKMA が、関係者と密接な協議を進めたことで実現した。また、香港には中国本土と隣接するという特殊な条件もあった。日本において多通貨決済のインフラを導入しようとする場合は、こうした初期条件が香港とは異なることに加えて、以下の四つの大きな課題が指摘できる。

第一に、決済対象となる外貨について、ある程度の流動性バッファーを用意できる資金決済機関の存在が必要である。香港の場合、米ドルでは HSBC、ユーロでは SCBHK、人民元では BOCHK がその任に就いている。

第二に、多通貨決済システムの導入に要する当初の開発費用、及びその後の経常的なシステム維持・更新費用を、誰がどのように分担するかについて、関係者の合意が必要である。香港の場合、HKMA の持つ香港ドルの決済システム (CHATS) の基盤を流用

<sup>79</sup> 中国への返還を経て、特別行政区政府による経済政策への関与については、その考え方に幾分変化も見られる。たとえば、2015年8月、当時の行政長官である Leung Chun-ying (梁振英) 氏は香港のレッセフェール経済体制は既に時代遅れであると発言して論争を巻き起こしている。<http://www.scmp.com/news/hong-kong/politics/article/1848097/citys-laissez-faire-economic-policy-outdated-says-cy-leung>

<sup>80</sup> 条件を満たしたコーポレートトレジャリーセンターがあげる適正な利益に対する優遇税制、及びグループファイナンス業務における支払利息に対する損金算入に関する優遇を含む。詳細は次の URL を参照。<https://www.investhk.gov.hk/sites/default/files/2016.06-ctc-en-5.pdf>; <http://appl.hkicpa.org.hk/correspondence/td/2016/10/pdf/2-techsource.pdf>



して、米ドル、ユーロ、人民元の CHATS が構築されたため、当初の開発費用は抑制された。また、これら 4 通貨の CHATS は基本的に共通であるため、そのシステム維持・更新費用は、HKMA も含む四つの資金決済機関で按分されている。すなわち、民間銀行だけでなく、当局も当該費用を負担している点が特徴である。

第三に、多通貨決済システムを導入する際は、アンチ・マネーロンダリング、すなわち犯罪収益移転防止に係わるスクリーニングやモニタリングの業務負担がかなり重くなる可能性をあらかじめ認識し、そのコストを勘案しておくことも必要になる。これは、特に米ドルの資金決済機関において、非常に重要なポイントとなる。

第四に、外貨の資金決済のファイナリティに関して、香港が行ったような法的な概念の整理が、日本においても必要になるとみられる。すなわち、民間銀行を資金決済機関とする場合は、そこに信用リスクが生じることをファイナリティの概念においてどのように位置づけるかについて、明確な整理が求められると思われる。

## おわりに

香港が、中華人民共和国の一部、特別行政区の一つになってから約 20 年が経過した。香港の一国二制度は 50 年間実施されることになっているが、50 年後の 2047 年以降も維持される可能性がある。その場合の判断基準は、英国法に基づく国際金融センターとしての香港の機能を維持することが、中国の国益に合致しているか否かであろう。こうした香港に対する統治の構図は、英国領時代において、香港が英国の国益に合致するように経営されてきたことと、実質的には大きく変わらないかもしれない。

香港で確立されてきた制度や金融インフラは、中国がこれまでの 40 年間、改革開放政策を進める際に欠かせないものであった。そして、今後も当面、香港の機能は中国の改革開放政策を進めるにあたり、有用であると認識されるであろう。ただし、それは、香港の優位性が明確に認められているからである。仮に、中国本土の為替規制や資本規制が大幅に緩和されて、例えば上海が中国全体を代表する国際金融センターの地位に押し上げられることがあれば、香港の立ち位置は大きく損なわれてしまう。

こうした背景を勘案すると、香港の多通貨決済システムは、香港の金融当局が、国際金融センターとしての優位性を強化しなければならないという一種の危機意識の下、金融インフラを充実させる一環として構築された面があると考えられる。香港返還から 20 年が経っ

た現在、多通貨決済システムの機能の最大の受益者は、人民元 RTGS システムの利用金額・件数の推移や債券発行残高における中国系発行者のシェアをみても、香港であると同時に中国本土でもある。この点、香港当局の戦略は成功してきたといえる。なお、香港の国際金融センターとしての優位性を支える基礎に、英国法と英語があることも特筆すべきであろう。

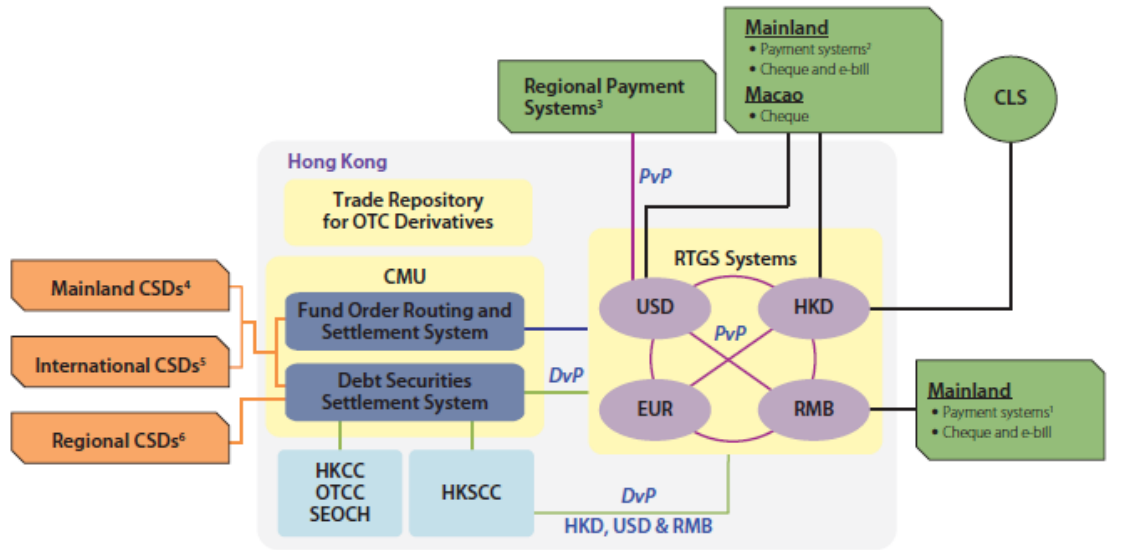
日本に香港のような多通貨決済システムを導入するためには、本文で示したように、いくつかの課題を解決する必要がある。香港の場合は、そもそも一国二制度の 50 年を見据えた長期的な制度設計が行われていた可能性があり、決済システムの当初の投資費用を事実上当局が負担し、また経常的な維持・更新費用は官民が分担する形がとられてきた。外貨の流動性バッファを用意できるような国際的な民間銀行が、歴史的な経緯から香港に存在したことも大きかった。そして、決済のファイナリティの概念については、一種の割り切りがあったのではないかと思われる。

このように、国際金融センターである香港の強みを理解する際には、香港の持つ特異な歴史や法律・言語まで含めた制度面の特徴、そして中国本土と隣接しているという地理的な特殊性を踏まえたうえで、その戦略的ともいえる制度設計思想まで見据えるべきであろう。

多通貨決済システムに代表される香港の金融インフラ構築の歩みから、日本にとり有用なそのエッセンスを取り入れることの意義は大きい。ただし、両者が置かれている環境は歴史的にも制度的にもかなり異なり、その点を明確に意識しておく必要があると考えられる。

以 上

【付表】 香港の多通貨金融インフラの概念図



1. CNAPS, CIPS and SZFSS
2. CDFPCS, RTGS links with Shenzhen and Guangdong
3. PvP links with Malaysia, Thailand and Indonesia
4. Cross-border links with CCDC and SHCH (Bond Connect) and CSDC (Mutual Recognition of Funds)
5. Cross-border links with Clearstream and Euroclear
6. Cross-border links with Austraclear (Australia), KSD (South Korea) and TDCC (Taiwan)

CCDC – China Central Depository & Clearing Co., Ltd. (settlement system for fixed income securities in China)  
 CSDC – China Securities Depository and Clearing Corporation Limited  
 CDFPCS – China's Domestic Foreign Currency Payment System (RTGS system for foreign currency payment in China)  
 CIPS – Cross-Border Inter-Bank Payments System in China  
 CLS – Continuous Linked Settlement (global multicurrency cash settlement system)  
 CMU – Central Money Markets Unit (settlement system for debt securities)  
 CNAPS – China National Advanced Payment System (RMB RTGS system in China)  
 HKCC – HKFE Clearing Corp Ltd (central counterparty providing clearing and settlement for futures)  
 HKSCC – HK Securities Clearing Co Ltd (operator of the clearing and settlement system for shares)  
 KSD – Korean Securities Depository (Korea's central securities depository)  
 OTCC – OTC Clearing Hong Kong Limited (central counterparty providing clearing and settlement for OTC derivatives)  
 SEOCH – SEHK Options Clearing House Ltd (central counterparty providing clearing and settlement for options)  
 SHCH – Shanghai Clearing House (settlement system for fixed income securities in China)  
 SZFSS – Shenzhen Financial Settlement System  
 TDCC – Taiwan Depository and Clearing Corporation (Taiwan's securities settlement system)

DvP – Delivery-versus-Payment  
 PvP – Payment-versus-Payment

(出所：HKMA Annual Report, 2017)