

香港ドルの行方*

－意義が薄れつつあるカレンシー・ボード制下の米ドルペグー

(大和総研 常務理事 金森俊樹)

2005年、人民元相場の弾力化が始まるまでは、香港ドル、人民元とも対米ドル相場が固定され、1香港ドルが1.05人民元程度と、常にやや香港ドルの価値が高い状況が続いていたが、現在は、人民元の価値が香港ドルを10-15%上回っている。香港域内での人民元の流通は拡大し、商店でも、以前と異なり、香港ドルより人民元での支払いを要求されることも多い。香港経済と本土の関係がますます強まる中で、香港ドルの将来をどうみるべきか？

(香港マクロ経済の状況)

香港は、本土の改革開放以降、本土とりわけ珠江デルタ地域との経済的結びつきを深めてきた。香港経済は2000年代初頭、新型肺炎(SARS)の影響もあり、0-3%成長と低迷を続けた。2003年6月末、SARSが終息して以降、本土から香港への個人旅行客解禁、経済連携協定(CEPA)の締結(2003年6月)などを通じ、経済は急速に回復に向い。2004年から2007年にかけて6-8%の高成長を示した。2008年秋の国際金融危機の影響を受け、同年の実質成長率は2.5%にとどまり、2009年にはマイナス成長となったが、その後、本土経済の順調な回復に伴い、2009年第4四半期からプラス成長に転じており、最近は、不動産をはじめインフレ圧力が強まっている。

(カレンシー・ボード下での米ドルペグ)

香港ドルはカレンシー・ボード制(貨幣局)下で米ドルにペッグしている。これは、厳格な為替管理または為替介入により相場を固定させる非市場的手法とは異なり、金本位制同様、そうした人為的手法によらない市場的な方法による固定相場制である。通貨の発行にあたって、100%同額の外貨準備を保有し(基軸通貨の米ドル)、固定相場で基軸通貨との交換を保証する仕組みであるが、実際には、現金通貨に加え、その10-20倍に及ぶ預金通貨があり、そのすべてに対応する外貨準備を保有するわけではなく、香港の場合、その割合はおよそ40%程度と言われる。その際、理論的には、金利裁定と現金・預金間の為替裁定を通じ、預金通貨も含めて固定相場が維持されることとなっているが、

* 本稿は、外国貿易事情研究会発行「国際金融」3月1日号に掲載された同タイトルの論文の一部である。

現実には、種々の理由からそうした裁定は必ずしも完全には機能せず、香港の場合、カレンシー・ボードが採られた1983年からアジア危機を経て改革措置が採られる1998年までの間、直接的な為替介入、利子や流動性の管理によって1米ドル7.8香港ドルが維持されてきた。アジア金融危機時、香港ドルが投機のターゲットにされたことを経て、98年9月、固定相場での米ドルとの単方向兌換保証を、預金を含むすべてのマネタリーベースに拡大すること等を骨子とする固定相場維持のための7項目改革措置が発表された。逆に2003年以降、人民元切り上げ期待に連れて香港ドルも強含みになった時期には、低金利が固定相場維持に十分機能せず、2005年5月に双方向兌換保証措置等が導入された(7.75-7.85の兌換保証範囲相場で、銀行から米ドルを買い取る)。2010年以降を見ると、人民元の上昇圧力を受け、対米ドル相場は、バンドの下限方向7.75-7.8香港ドルで推移している。名目金利は米国の金融緩和を受けてすでに十分低く、実質金利はマイナスの状況であり、さらに実質金利を下げるため、インフレ調整が進んでいる。

為替相場を固定させるスキームとして、カレンシー・ボードは、理論的には透明性が高く恣意的でないメリットがあるが、実際の運用は上記の通りであり、相場が経済の実態を反映しない誤った水準に長期に固定化されるというシステム・リスクがやはり存在する。香港のように対外依存が強い小規模経済の場合、固定相場によって不確実性を除くことは、経済の安定化に寄与するが、金融政策の独立性、自由な資本移動と両立しないトリレンマがある。そのため、香港の場合も、独自の金融政策がとりえず、そのために、たとえば、2000-2003年のデフレ下でも金融緩和が採りえず、直近では、インフレ圧力は強いが米国の金融緩和に合わせざるを得ない等、国内調整にしわ寄せが来るという状況が見られてきている。

(将来のシナリオ)

香港ドルの将来のシナリオとして、以下のような可能性が考えられる。

- (1) 現行のカレンシー・ボードで米ドルペッグを維持
- (2) 完全フロートへの移行
- (3) 人民元ペッグに移行
- (4) 人民元、米ドル、日本円、ユーロ等から成るバスケットにペッグ
- (5) 香港ドルを廃止し、香港でも人民元を使用
- (6) 中国全体で新共通通貨を創造し、香港も含め最適通貨圏(OCR)を形成

ある在香港市場関係者は、人民元の対米ドルレートが弾力化してきていること、

米の金融緩和が継続していることから、香港ドルの米ドルペッグの持続性に対する投資家の懸念が増大しているが、人民元が完全交換性を持つまでは、米ドルペッグが廃止される公算は少なく、米ドルペッグに対する見直し圧力は、香港域内での人民元使用が拡大されることにより緩和されるとみている。ただし、これについては、次のような点にも注意する必要がある。国際金融センターとしての香港が、当面、本土域外での最大の人民元流通の場（人民元蓄水池）になっていくことは間違いないだろう（中国銀行 Bank of China によると、10 年上半期で、人民元建て貿易決済総額は 7 1 0 億元、うち 4 分の 3 が香港）ただ、上海にも人民元のオフショア市場（離岸市場）を発展させようとする動きも急である。香港の金融関係者は、上海のオフショア市場のねらいは、本土内で、オンショアとオフショアの取引勘定を峻別し、オフショア勘定に、資本取引を中心に一定の有利な条件を与え、本土の金融自由化の突破口にしようというもので、その機能は、かつての東京オフショア市場に近く、香港のオフショア市場の機能・役割とは異なっており、両市場は共存し得るとしている。確かにそうしたことも言えようが、香港金融関係者が上海の動向に神経を尖らせていることの裏返しでもあり、また上海市場を通じて人民元の国際化がさらに進んだ場合、香港がなんらかの大きな影響を受けることは間違いない。また、香港で人民元の流通がさらに拡大していくということは、とりもなおさず、香港ドルの存在意義そのものをどう考えるかという問題にもつながってこよう。

同じく香港在住の金融学者は、将来的に本土と香港を包含したなんらかの OCR が形成され得るかという問題意識の下、制度的には、(3)は香港特别行政区基本法の枠内で可能だが、人民元が交換性を持つようになってからの香港と本土との経済依存関係を改めて考える必要があること、また(6)は基本法の修正が必要であり、経済面でも、OCR がうまく機能する条件は、インフレ率、生産要素価格、財政政策等が収斂することであり、こうした点から、OCR はなお時期尚早で政治的にも困難な問題であろうとしている。

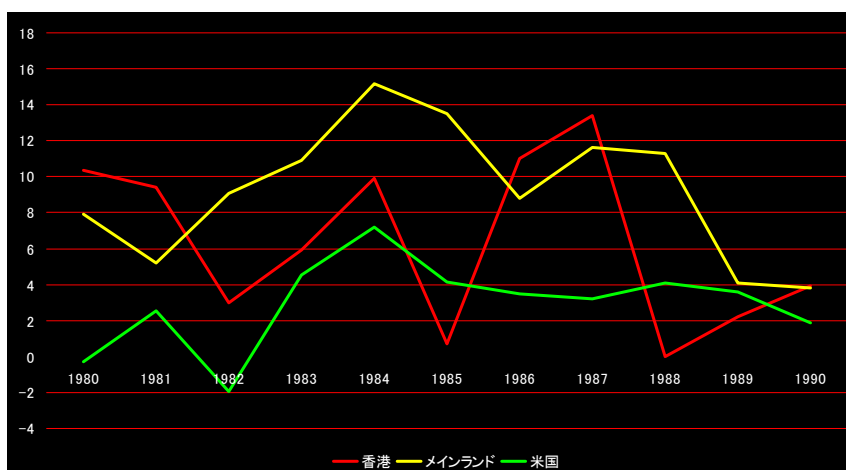
本来、理論的に米ドルペッグが正当化されるには、およそ 3 つの前提条件が必要と考えられる。第一は、米国に対しオープンで関税がないこと、第二に、経済構造、景気サイクルが米国に近いこと、第三は、経済関係の面でもつぱら米国に依存していることであるが、現在、なお満たされているのは、第一の条件のみではないか。とくに、カレンシー・ボードが導入された 1 9 8 3 年前後、香港経済は米国と景気サイクルが同調していたが、8 0 年代末にかけ、次第に本土の景気サイクルにも影響されるようになってきた。2 0 0 0 年代前半は、アジア金融危機の影響を受け、米国とともに停滞基調となったが、0 3 年以降、

米国は引き続き停滞するも、香港は本土の高成長に支えられる形で急速に回復してきた。このように、香港は以前と異なり、米国より本土経済に依存し、したがって景気サイクルも米国より本土に近い。香港の貿易総量に占める米国の割合は、80年代の18%程度から、09年には10%を切る水準まで趨勢的に低下する一方、本土のシェアは逆に、09年50%近くまで急上昇している。

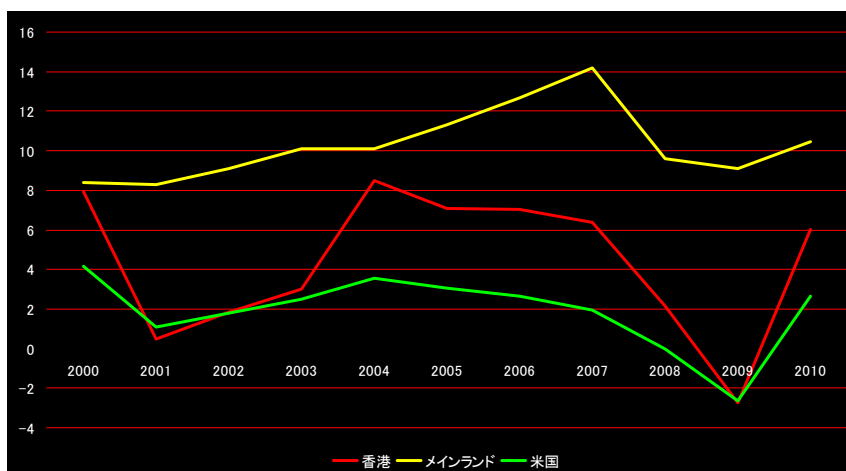
所謂小国開放経済モデルはなお香港にあてはまる面もあるが、同モデルは、小国が「価格の受け手」としてなんらかの相場ペッグを採用することを理論付けているだけで、どの通貨にペッグすべきかについての示唆はない。他方、完全フロートは、香港のような小規模経済では影響が大きすぎるという面もある。上述のように景気がより本土との同調関係を強めている状況下では、米ドルより人民元にペッグする方がすでに経済的には意味があると言ってよいが、人民元が完全交換性をなお持たない状況下では、これもなお非現実的であろう。また、そうした「人民元化」は、「一国二制度・一国二通貨」を維持するのかどうかという政治的に微妙な問題を惹起するおそれがある。本土と香港が、人民元もしくはなんらかの共通通貨を使用することには、さらに大きな政治的抵抗が生じるおそれが強く、しばらくはそうした議論は回避される可能性が高い。アジアの共通通貨の可能性については、金融財政政策の協調、政治的な問題克服が必要で、最近のユーロの状況をみても、しばらくは現実的な話になりにくい。

当面、中国企業の海外直接投資や M&A での人民元使用の解禁などに見られるように、本土で、国際取引等の面での米ドル依存を徐々に少なくしていくことを模索しながら人民元の「国際化」を進める一方、香港ドルについては当面現状維持しつつも、何れは、米ドル、人民元、日本円、ユーロ等を含んだバスケットにペッグ、あるいはそれを参考とした管理フロートにしていく可能性が高い。その場合、人民元が引き続きバスケットを参照して動かされているとすると、香港ドルからみれば、一種の二重バスケットという変則的な構造になる。香港金融管理局は、公式には再三カレンシー・ボード維持を主張しているが、その見直しは、昨今の人民元国際化の動きや香港の本土への依存の強まりを見ると、意外に早く訪れるかもしれない。

香港、メインランド、米国の景気サイクル (1980年代、GDP伸び率)



香港、メインランド、米国の景気サイクル (2000年代、GDP伸び率)



香港の貿易に占めるメインランド・米国のシェア

