

## 香港ドルの米ドルとのペッグ制度は崩壊するか？

2011年8月2日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

香港ドルは1983年以来7.8HK\$=1US\$で米ドルとペッグ（固定相場）されている（注1）。しかし、香港ドルが通貨を切上げて人民元（現在約6.4人民元=1US\$、2011年に入り対米ドルで2.26%上昇、注2）とのペッグ制に移行するのではないかと、という見方が一部で出ている。

背景は2つある。1つは、香港でインフレや不動産バブルが強く懸念されるなど低金利政策の弊害が目立ち始めたことだ。そもそも香港は、固定相場制度を維持するため金融政策を米国に委ね、政策金利を米国と連動させている。というのも、もし為替の固定相場を維持したまま金利差があれば、キャリートレードのような裁定取引が無限に入るため、固定相場を維持できなくなるからだ。この構図は、リーマン・ショックの後遺症に苦しむ米国の実質ゼロ金利政策が、香港に「輸出」されていることを意味する。もう1つは、中国が人民元の国際通貨としての利便性向上に注力し始めたことだ（注3）。

しかし、現時点での人民元とのペッグへの変更は、時期尚早だと考えられる。まず第一に、人民元はハード・カレンシーではない。ハード・カレンシーとは、IMF8条国として貿易など經常取引の自由化、資本取引の自由化、為替の変動相場制度に移行、の3つの条件を満たす国で、国際的に流通する通貨の条件だ。中国は96年にIMF8条国に移行しているが、他の2つの条件は満たしていない。また残る2つの条件を満たすには、日本の経験からしてもかなり長い時間がかかるのではないかと。というのも、資本自由化の前提として企業の財務活動の自由化と国際化、為替の変動相場制への移行の前提として金利自由化や政策金利をベースとする金融政策の採用、など透明性の高い市場取引をベースとする制度への移行が必要だ。ハード・カレンシーでない通貨はソフト・カレンシーと呼ばれるが、結論的には人民元がハード・カレンシーになるには、まだかなり時間を要するのではないかと。もし将来、香港がペッグする通貨を米ドルから人民元に変更するとすれば、人民元がハード・カレンシーに移行した後というのが合理的選択だろう。また、米国金融政策の香港への「輸出」についても、実は古くて新しい問題だ。政策金利が連動するなら景気循環も連動するのが理想なのだが、昔からそうはなっていない。最も先鋭な形で景気循環の差異が出たのは98年のアジアの通貨危機だ。当時は今と逆で、ITブームを背景に好調な米国経済とは裏腹に香港はアジアの通貨危機の影響で景気が極端に悪化していた。香港の国内事情としては利下げが適切な状況だったが、ドルペッグの制約で利下げできない状況に陥った。それでもドルペッグを維持したのは、景気循環の差異によるデメリットを上回るメリットがあるからだ。それはたとえばアジアの通貨危機の際、他のアジア諸国のように通貨が暴落しなかったことだ。

本邦には香港との貿易取引を米ドルまたは香港ドルで決済する企業が多い。リーマン・ショック後は対米ドルや対香港ドルで円高が進行し続けているため、決済通貨を人民元に変更すれば、わずかでも円高の悪影響が緩和できると考える輸出企業は多い。ただ注意が必要なのは、人民元が自由に取引できないソフト・カレンシーだということだ。人民元の決済通貨としての利便性は向上しつつあり、取引量も急増している。しかし、決済通貨の人民元への移行には、為替リスクが中国の政治リスクに置き換わる側面があることを十分に認識すべきだろう。

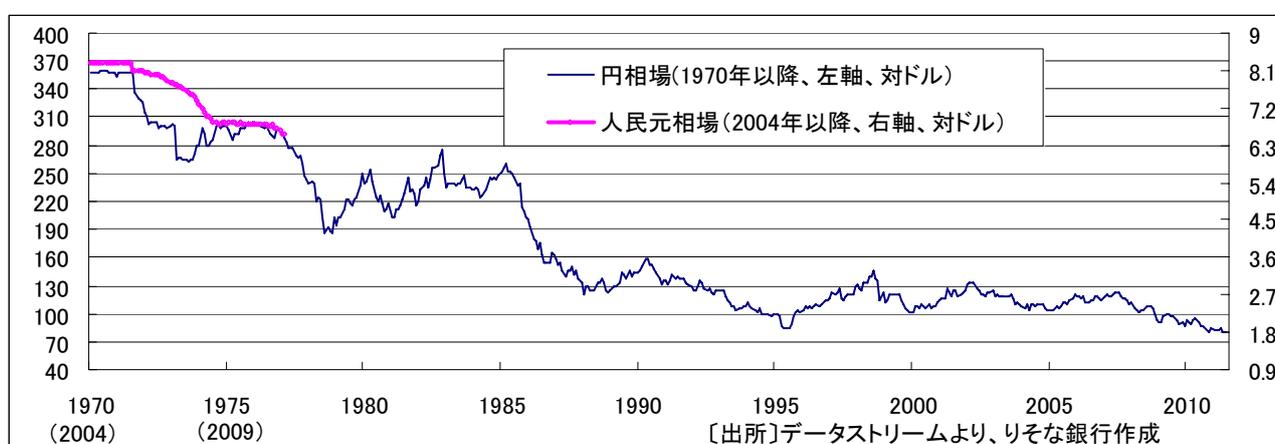
尚、1973年の円の対米ドルでの切上げを伴う変動相場制への移行においては、大量の投機資金が日本に流入した。固定相場とは、固定平価を維持するために通貨介入を可能な限り実施することで維持される制度だが、当時は円売り介入が限界を超えたことで変動相場制に移行した。現時点では、香港に制御不可能なほどの資金流入は起きていない。

以上

(注1) 戦後の香港ドルの歴史を紐解くと、1972年までは宗主国だった英国ポンドとのペッグ、その後は1974年まで米ドルとペッグ、その後は1983年まで変動相場制、1983年以降は今の米ドルとのペッグが維持されている。

(注2) 人民元は、管理フロート制度で漸進的に上昇する傾向が続いている。その背景には、スタンフォード大学マッキノン教授の主張があると見られる。同教授の主張は以下の通り。人民元が変動相場制に移行すると、日本の「円高シンドローム（簡略化すると、円高→不況・低金利→一時的なバブル→バブル崩壊で不況→輸入減少でさらに円高、と続くスパイラル）」と同じことが起きて、円と同じように長期かつスパイラル的な上昇から抜け出せなくなるだろう。日本の轍を踏まないためには、人民元は管理フロート制での漸進的な切り上げが望ましい。

参考図表 1970年以降の円相場と2004年以降の人民元相場（共に対米ドル）の推移



(注3) リーマン・ショック後に中国はソフト・カレンシーの範囲内で人民元の国際化を加速させた。  
2008年12月 韓国と通貨スワップ協定（その後、香港、インドネシア、マレーシア、ベラルーシ、アイスランド、ニュージーランド、シンガポールなどへ拡大）

2009年3月 人民銀行の周小川行長（総裁）が人民銀行のホームページに「国際通貨システムに関する考察」と題する論文を発表、米ドル基軸通貨体制に疑念を表明

2009年6月 香港での人民元建て債券発行を外国金融機関に解禁

2009年7月 中国国内と貿易相手国を限定して貿易決済通貨に人民元を解禁、その後も対象を拡大

2010年8月 香港での人民元建て債券発行を外国企業に解禁

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。