



From China

海外レポート

香港の為替制度と米ドル安の影響

1 はじめに

外国為替市場において、円（JPY）は市場でレートが決まる変動相場制をとっています。特に、円と米ドル（USD）との為替レートは、日本経済への影響が大きいことから最も注目されていますが、最近では過去に類を見ない水準まで円が高値（米ドルが安く）なっており、連日ニュースで取り上げられるような状況が続いています。

現在の為替の動きは、円買い材料によるものというよりは、多分に米ドル安によるものと捉えることが出来そうです。

一方、世界には、円のように変動相場制を採用せず、自国（または地域）通貨の為替レートを米ドルに固定させることを目指すケースもあり、この香港もそのような地域の二つに数えられます。

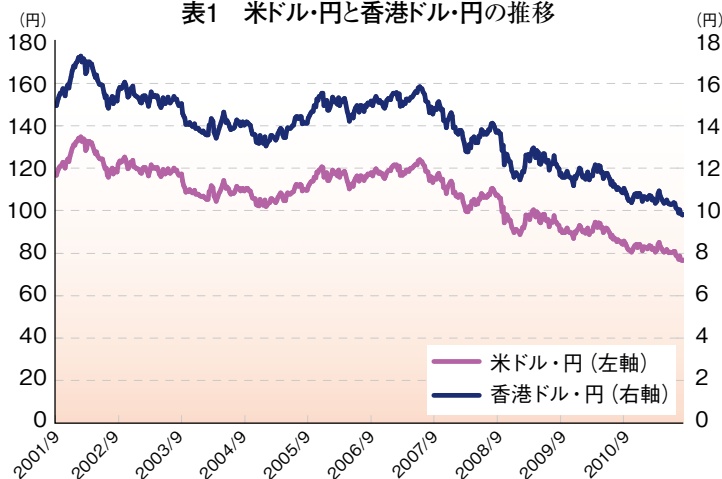
今回は、この米ドル安の流れの中で難しい局面に入りつつある香港の金融・為替政策の現状について紹介します。

2 香港の為替制度とそのメリット

香港の通貨である香港ドル（HKD）は、現在、香港当局によって1 USDを約7.8 HKDに固定されており、両通貨間の為替レートの変動は極めて限定的なものとなっています。その為、1 USDが120円の時には1 HKDは約15.4円、1 USDが80円の時には1 HKDは約10.3円といった具合に、米ドル・円相場の変動がそのまま香港ドル・円相場に反映されることから、香港ドル・円相場の為替リスクは、ほぼ米ドル・円相場に起因する為替リスクそのものであるということが出来ます（表1）。

香港ドルのように、米ドルに対して相場を固定する為替制度を「ドルペッグ」制と言います。ドルペッグ制のもとでは、世界の基軸通貨である米ドルとの間での為替リスクが極小化することに主眼を置くことから、仮に市場が不安定になった際も、米ドルとの間における為替相場への影響は限定されることとなります。このことは、例えば外国人が香港

表1 米ドル・円と香港ドル・円の推移



ドル建の資産を持ち続けた場合でも、米ドル・香港ドル間の為替リスクは極めて小さいことから、海外から香港への投資を呼び込むことに大きく貢献してきたと考えられます。物流等を除くと、製造業等の実業が乏しい香港にとって、ドルペッグが果たした役割は大きいと思われるます。

3 ドルペッグによる制約

ただし、ドルペッグにより為替相場の安定を選択するということは、他の部分ではデメリットを許さなければならぬということを表しています。というのも、為替相場を一定に保つためには、米国の政策金利の動きに香港の政策金利を合わせるような金融政策の運営を行う必要があるからです。

一国（または地域）の経済において、一般的には物価の著しい上昇（インフレ）や、下落（デフレ）は好ましくないと考えられています。例えば、日本は長年デフレの状況下にあることから、日本銀行は金融緩和を通じて短期金利を低い水準に維持し続けていますし、反対に物価上昇が続く中国やベトナム等では、政策金利の引き上げを通じてインフレの抑制に取り組んでいます。つまり、香港はドルペッグを採用しているが為に、独自では柔軟な金融政策の実施が困難であることを意味しています。

4 人民元・香港ドル相場と香港のインフレ懸念

中国当局は、人民元（RMB）の対米ドルでの為替相場を管理しており、相場の変動幅を限定する運営を行っています。その為、輸出主導により中国が高い経済成長を実現し、国内総生産（GDP）を拡大していくなかで、米国を含む主要国との間に人民元相場をめぐる軋轢が高ま

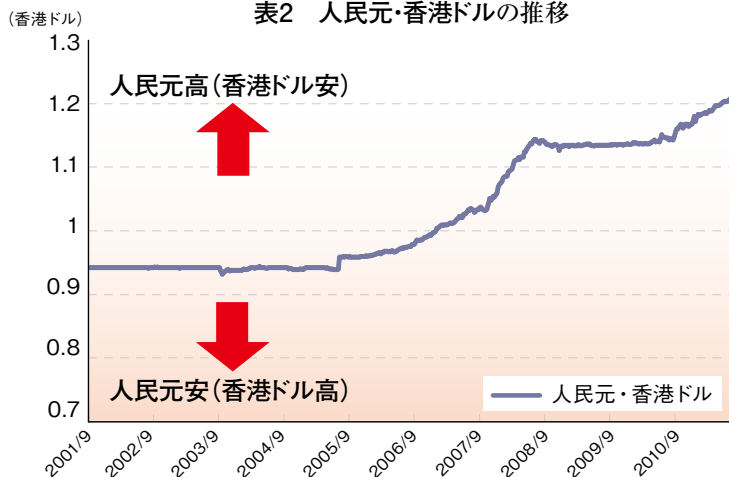
ってきました。米ドル：人民元の為替相場は90年代半ば以降、中国当局によって1USDは約8・28RMBで固定されてきましたが、05年頃から少しずつ人民元高米ドル安が進み始め、11年8月末時点では1USDは約6・38RMBと、この10年間で約2割強の人民元高米ドル安が進んだこととなります。それでも、自由な取引を行った場合と比較すると仮定すると、現実的にはまだかなりの元安水準での取引になっているとの見方が支配的です。

中国はGDPで世界第二位の経済大国となったこともあつて、世界的に中国に対して柔軟な為替運営を求める機運が継続しており、今後も人民元高米ドル安の流れが続くような気配です。

先程触れたように、香港ドルは長年米ドルに固定されている一方、米ドル：人民元は現在も少しずつ人民元高米ドル安が進んでいます。これは、結果として香港ドルと人民元では、香港ドル安人民元高が進んできたことを示しています。過去、香港ドルが人民元を上回る時期が長く続きましたが、07年に入り人民元が香港ドルを上回って以降、ほぼ一貫して香港ドル安人民元高が進んでいます（表2）。

また、貧富の格差が大きい香港では、貧困層を中心としてインフレが社会問題化してきています。域内の産業を見ると、サービス業がほとんどを占めるが、多くのモノを輸入に頼らざるを得ません。

表2 人民元・香港ドルの推移



もちろん中国本土からも、日用品や食料品等多くのモノを輸入していますが、中国本土でも物価上昇が続いていることに加え、現在の香港ドル安人民元高の流れも、香港におけるインフレの要因となっていると言われており、当局もこれらの問題への対応に頭を悩ませています。

5 目立ってきたドルペッグの構造的な問題点

香港が中国に返還されて以降、隣接する中国の経済力拡大と相まって、中国への依存度は年を追うごとに高まる一方です。個人レベルでも本土の中



中国に乗り入れ可能なWナンバーの車も多数見かけられる

国人が香港を訪れやすくなったこともあり、買い物や観光をしている本土の中国人を至る所で見かけるようになりました。通常、香港では公用語として広東語が使われていますが、ブランドショップ等では最近北京語の必要性が飛躍的に高まったと言われる等、中国本土との関連性が目に見えて高まったと感じる香港人も多いようです。中国本土からの人の往來の増加に伴い、不動産投資等の活動も活発化しており、香港の不動産市況はめざましい回復を遂げています。

このように、香港経済が相対的に、米国よりも中国との関連性を高めていく流れを考えると、ドルペッグを採用することに起因する米国との金融政策の連動が、香港経済の実態との間のミスマッチに繋がる懸念が高まっていくことが予想されます。事実、現在の香港は、インフレ懸念が高まっている環境下であるにも関わらず、米国の金融緩和に追従しなければならぬというジレンマに陥っているようにも思えます。

6 今後のドルペッグ制の行方

市民を対象としたある世論調査では、「現在のインフレは深刻」という意見が大半となっており、「ドルペッグ制を見直すことで、人民元高による物価高騰に対処すべき」といった意見が6割を超えていると伝えられています。

一方、財政長官等の行政側は、「貫してドルペッグ制の見直しを否定しています。いずれにしても、ドルペッグ制の問題点が浮き彫りになる中で、中長期的にこのトピックについての関心が高まっていくのではないかと思います。

ただし、現在の金融情勢下でドルペッグ制を解除した場合には、香港ドル高米ドル安が進行することが考えられ、仮にドルペッグ制の解除が現実味を帯びてくると、香港ドル高米ドル安への期待感から、過去最も高値圏にある香港の不動産市場等に対して、更なる投機的な資金が流入すること

によるバブル化も心配されます。現実的には、複数の通貨に対してペッグすることも含め、どういう制度設計にするのか、議論には時間を要するものと思われます。更に、今後人民元の決済が自由化する流れの中で、人民元の自由兌換や資本規制の撤廃等により環境が整ってくるようであれば、香港ドルと人民元とのペッグについての機運も高まってくる可能性があります。

(香港駐在員事務所 菅 大輔)



地価上昇を牽引するセントラル地区