

2018 年 8 月 24 日

通貨ニュース

香港：香港ドル相場の現状整理

- 香港ドルは 2018 年 4 月以降、対米ドルペッグ制における取引レンジの下限である 1 米ドル=7.85 香港ドル付近で推移している。
- 香港ドルの下落傾向は 2017 年春頃から始まっており、米国との金利差が拡大していることが背景である。
- 米ドルペッグ制を採用している香港では、米国に連動して政策金利が引き上げられている。しかし、香港銀行間市場の流動性が過剰なため、市場金利上昇ペースは緩やかなものにとどまっている。
- 取引レンジ下限での取引が続けば、為替介入によって香港ドルの流動性が市場から吸収されることになるため、こうした動きが継続することで、香港ドル金利は正常化し、米国との金利差は消滅すると考えられる。
- 現行制度の見直し論が再燃しやすい状況だが、最有力候補とみられる人民元ペッグは条件が整っておらず時期尚早。新たな制度を構築する機は熟しておらず、中長期的に議論していくべき課題である。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

香港ドルのペッグ制度

香港金融管理局(HKMA)は 4 月 12 日、香港ドルが対米ドルペッグ制における交換性範囲(Convertibility Zone、以下、取引レンジと呼ぶ)の下限である 1 米ドル=7.85 香港ドルまで下落したことから為替介入を実施した。下値維持のための為替介入は、2005 年に目標相場圏制度を設定して以来、初めてのことである。その後も香港ドルは下限付近で取引されており、8 月 15 日にも約 3 か月ぶりの為替介入を実施するなど、33 年ぶりの安値圏での推移が続いている(図表 1)。

ここで、香港の通貨制度について簡単に整理しておきたい。香港は 1983 年以来、カレンシーボード制¹という通貨制度を採用している。カレンシーボード制は固定相場制の一形態で、通貨の発行にあたって 100%同額の外貨準備を保有し(通常、基軸通貨の米ドル)、固定相場で基軸通貨との交換を完全に保証する仕組みである。香港の例で言えば、発券銀行である HSBC、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行が香港ドル銀行券を発行する際、相当額の米ドルを HKMA に預託している。外貨準備の積み増しなしに通貨を発行することはできず、固定相場で自国通貨と基準通貨との完全な兌換を法的に保証することで自国通貨の信認を高めている。

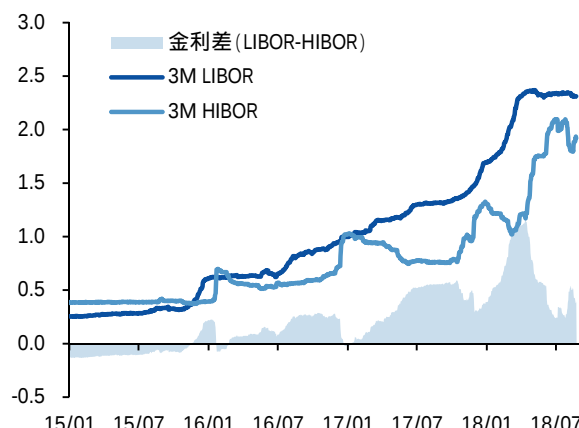
¹ 稲垣博史(2005)「香港の通貨制度について～目標相場圏制度導入の狙いは何か～」(みずほ総合研究所「みずほインサイト」2005 年 8 月 19 日)に詳しい。

図表 1: USDHKD レート



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 米ドル金利と香港ドル金利(%、%ポイント)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

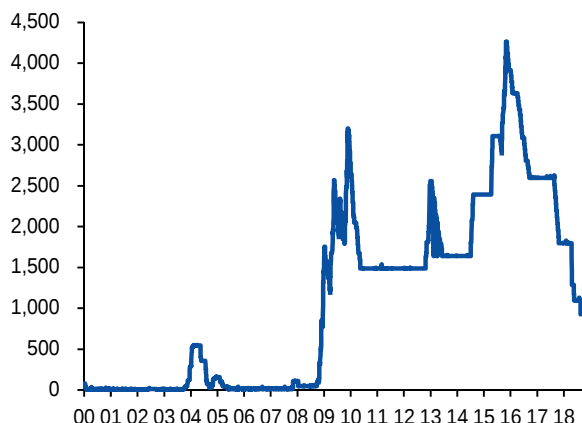
カレンシーボード制が採択されたときは 1 米ドル=7.80 香港ドルの米ドルペッグ制であったが、2005 年 5 月 18 日からは 1 米ドル=7.75 ~ 7.85 香港ドルの間に設定する目標相場圏制度が導入されている。この制度の下で、HKMA は香港ドル高サイドでは 1 米ドル=7.75 香港ドル、香港ドル安サイドでは 1 米ドル=7.85 香港ドルで交換性保証 (Convertibility Undertaking) を設けている。つまり、HKMA は市場で香港ドルが 7.75 まで上昇したときは香港ドル売り・米ドル買い、香港ドルが 7.85 まで下落したときは香港ドル買い・米ドル売りを実施することを保証するため、結果的に香港ドルの市場レートは 1 米ドル=7.75 ~ 7.85 香港ドルの間で決定することになる。

2017 年以降の香港ドル安

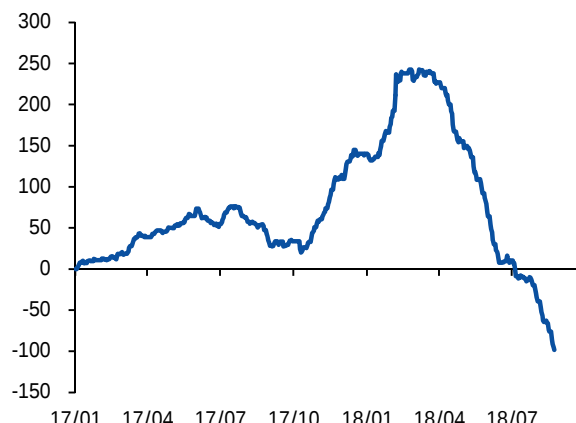
香港ドルの下落傾向は 2017 年春頃から始まった。2017 年初に 7.75 台後半で推移していた香港ドルは、春頃から徐々に下落し、6 月には取引レンジの中心である 7.80 を突破した。その後も夏場にかけて 7.82 台まで値を下げ、その後一旦 7.80 近辺まで反発する場面もみられたが、年末にかけて再び 7.82 台まで反落した。2018 年入り後は 7.82 近辺で落ち着いていたが、3 月以降に再度下落を開始した。この状況に際して、3 月 8 日に HKMA の陳德霖総裁が公式ブログにおいて、米国と香港の金利差が拡大する状況下で香港ドルが下落するのは正常なことだと指摘すると同時に、取引レンジ下限の 7.85 に到達した場合には交換性保証に基づき行動すると表明した。これを市場参加者は下限に達するまで介入は無いと受け止めたことから香港ドル売りが強まり、取引レンジの下限まで下落する展開となった。

HKMA の陳德霖総裁が指摘したように、2017 年以降に香港ドルが下落した背景には米国と香港の金利差拡大がある。米国は 2015 年 12 月以降、7 回利上げを実施した。米ドルペッグ制を採用している香港では、金融政策を米国と連動させる必要があるため、HKMA も FRB と同様に政策金利を引き上げている。しかしながら、香港の市場金利は利上げペースほどには上昇しておらず、この結果、米国との金利差が拡大している (図表 2)。

図表 3: 決済性預金残高(億香港ドル)



出所: 香港金融管理局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 株式相互取引を通じた香港市場への資金流入
(2017 年以降の累計額、億米ドル)


出所: 香港証券取引所、ブルームバーグ、みずほ銀行

香港の市場金利が十分に上がらないのは、銀行間市場の流動性が過剰なためである。足許、香港の民間銀行が HKMA に保有する決済性預金残高(アグリゲートバランス)は 927 億香港ドルと、2015 年のピークからは減少したものの、依然として銀行間市場には潤沢な流動性があることを示している(図表 3)。このように流動性が緩和的な状況下、短期金融市場では米ドル LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)が着実に上昇する一方で、香港ドル HIBOR(香港銀行間取引金利)は上昇が抑制されている。また、2017 年は中国本土との株式相互取引(ストックコネクト)を通じて、中国本土から香港へと安定的に資金が流れ込んでいたことも流動性を緩和せる要因になっていたとされる(図表 4)。

香港市場の緩和的な流動性環境は徐々に引き締まってきており、香港ドル金利の上昇に伴い米国と香港の金利差はピークより縮小している。それでも現状では 3 か月米ドル LIBOR は 3 か月香港ドル HIBOR より 40bp ほど高いため、米ドル買いポジションでのキャリー狙いから香港ドルは下限近傍での推移が続くだろう。もっとも、取引レンジ下限の 7.85 では HKMA が香港ドル買い・米ドル売りの為替介入を実施するため、その都度市場から香港ドルの流動性を吸収することになり、今後もアグリゲートバランスは減少していくと考えられる。また 2018 年に入り、ストックコネクトを通じた資金流は香港から中国本土へと資金が流れる方向に転じており、香港市場から流動性を吸収する要因となっている。こうした動きが継続することで、香港ドル金利は正常化し、米国との金利差はいずれ消滅するだろう。

人民元ペッグは時期尚早

現在のように、香港ドルレートが取引レンジの上下限に到達した際に必ず市場で話題になるのは現行制度の持続性である。固定相場制という、ファンダメンタルズの悪化や固定相場制を維持するために整合的ではない金融・財政政策が採用された結果、通貨危機が生じる事態が懸念されるかもしれない。しかし既に述べたように、香港が採用するカレンシーボード制は、固定相場制をより厳格に運用する制度であり、香港ドル銀行券を発行する際には相当額の米ドル通貨を保有しているため、HKMA に現行制度を維持する意志があれば、香港ドルのペッグ水準を死守できなくなることは考えにくい。HKMA が取引レンジ下限を維持するために香港ドル買い・米ドル売り介入を続けると、市場に流通する香港ドルが減少し、香港ドルの金利は上昇に向かうため、いずれ香港ドル売り圧力は後退すると期待されるためである。

ただし、上記の例で言えば、ペッグ制を維持するために香港ドル買い介入を続ける結果、金利が急騰し、景気後退に陥るリスクがある。一般に、カレンシーボード制の問題点は、為替レートの調整が必要となった場合でも機動的な対応が難しいこと、ペッグ相手国が不況(好況)になった場合、仮に国内が好景気(不景気)であっても金利引き下げ(引き上げ)が必要となること、金利政策で国際資本移動をコントロールする余地が小さいこと、といった点が挙げられる。したがって、現行制度を維持することに成功したとしても、カレンシーボード制の妥当性や今の制度の修正などの議論が活発化する可能性はある。

過去、カレンシーボード制での米ドルペッグ見直し論は何度も議論されており、近年では 2012 年に HKMA の前総裁である任志剛氏(現香港中文大学研究員)がカレンシーボード制の見直しについて言及する論文を発表したことで議論が白熱した。そこまで目新しい内容ではなかったが、一貫してカレンシーボード制の維持を主張する HKMA で長年トップを務めた任志剛氏が、退任して間もないタイミングで HKMA とは異なる主張を発表したため大きな話題となった。この論文は、米ドルペッグ制に伴う香港独自の金融政策の放棄とそのデメリット、また人民元の国際的なステータスと香港内での重要度の高まりなど外部環境の変化などが議論の中心である。加えて、基本法において現行の米ドルペッグでの為替相場制度以外を選択することは禁止されていないこと、米ドルに代わり人民元がペッグの対象となるべきかについての問題提起、さらには香港ドル相場の変動を受け入れるならば取引レンジの拡大や廃止・シンガポールのような通貨政策への移行にまで議論が及んでおり、将来的に検討すべき制度設計について論じられている。

1997 年 7 月に英国から中国に主権が返還されて以降、香港と中国の経済的結びつきは一層強固となっており、将来の香港の通貨制度を考える際に議論の中心となっているのは人民元ペッグである。香港の中国経済への依存度が高まっている以上、人民元ペッグが最有力候補となるのは当然であろう。しかし現実問題として、人民元ペッグに移行するためには課題も多い。その最たるものは、人民元が完全な兌換性を備えていないことである。2005 年以降、中国は人民元改革を段階的に進めてきた。しかしながら、それでもなお米ドルなどのハードカレンシーのように自由に取引できるわけではない。また、最近では 2015 年 8 月と 2016 年 1 月の人民元ショックを受けて資本規制が強化されるなど、自由化の取り組みが後退している印象すらある。ペッグ制を維持する場合、アンカーとなる通貨は完全交換性があり、厚みのある成熟した市場を有することが必要となるが、人民元にその条件は整っていない。

2018 年で香港が米ドルペッグ制を採用してから 35 年の月日が経つ。その節目の年に、香港ドルが 2005 年に設定された取引レンジ下限まで下落するという初めての事態に直面している。様々な矛盾を抱える制度の意義を問われることにはなりそうだが、上述したように人民元ペッグは時期尚早である。香港が国際金融センターとしての地位を維持していくために、基軸通貨である米ドルへのペッグ制を維持することのメリットは大きく、HKMA が主張するように現制度がなお最適であろう。米ドルペッグから離脱して新たな制度を構築する機は熟しておらず、中長期的に議論していくべき課題である。

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。