みずほマーケット・トピック（2020 年 6 月 18 日）

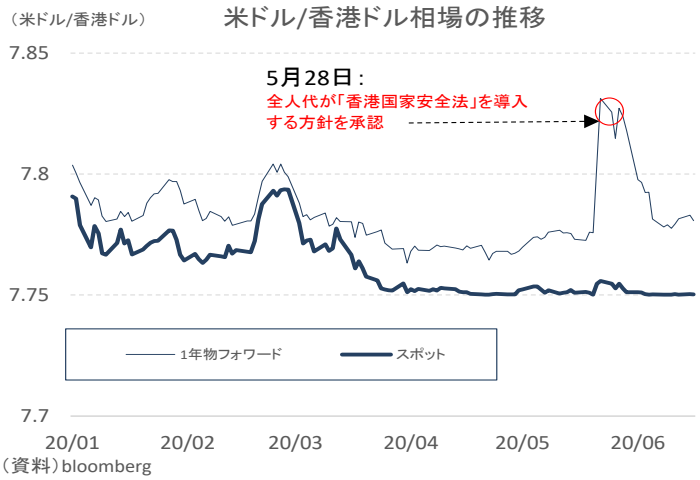
香港ドル相場の現状と展望～ペッグ崩壊の現実的な可能性は～

中国の一国二制度が「香港国家安全法」の成立によって揺らいでいることを受け、市場への影響、とりわけ香港ドルと米ドルのペッグについて照会が増えている。実際、5 月下旬には香港ドルのフォワードレートが動揺する場面もあった。カレンシーボード制における香港ドルの安定性は折り紙付きであり、経済・金融面から真っ当にその崩壊可能性を論じるのは無理がある。だが、カレンシーボード制という仕組み自体、「中国本土からの政治的・人為的な意思を混入させない」という意味において最善のシステムと評されることが多い。とすれば、投機的な攻撃を心配するよりも、制度ごと政治的に潰される展開こそが最大の脅威。この点、ポイントは中国本土にとっての香港の利用価値がどこまで続くか、だ。現状、「一国二制度」の下での香港の利用価値はまだまだ残りそうであり、ペッグ崩壊に賭けるゲームは恐らく奏功しないと思われる。しかし、「高度な自治」の期限である 2047 年が近づくに連れて、注目度は高まってくるトピック。

～「ペッグ崩壊」に賭けるゲーム～

香港について「高度な自治」を認めた中国の一国二制度が「香港国家安全法」の成立によって揺らいでいることを受け、金融市場への影響を問われることが増えているように感じる。中国による香港への対応が米中対立を煽り、元売りが加速する一因にもなるため、為替市場の観点からは元安・ドル高の動きに関心が高いように見受けられるが、そのほかにも「香港ドルひいては香港の国際金融センターとしての地位は大丈夫なのか」という照会も受ける。6 月 10 日のブルームバーグは『カイル・バス氏、香港ドルのペッグ崩壊に賭けるファンド』と題し、香港ドルと米ドルのペッグが崩壊するシナリオに賭ける投資家が現れ始めているとの事実を報じていたが、中国大陸と香港の間で勃発した騒動がそのまま香港を起点とする市場の動乱に至るという観測は相応に散見される。

実際、5 月 28 日に香港国家安全法が全国人民代表大会で承認されると、その前後でペッグ崩壊を懸念する思惑から香港ドルの対ドル 1 年物フォワードレートが変動域（7.75～7.85）の下限に迫る動きが見られた（図）。もちろん、その際にもスポット相場に大きな動揺が走ったわけではない。フォワードレートにしても、その後は米中対立に主たる焦点が移ることで元安・ドル高が進み、中国大陸から香港への資本流入が増加したことで落ち着きを見せている。現状ではペッグ崩壊に賭けるゲームは鳴りを潜めている

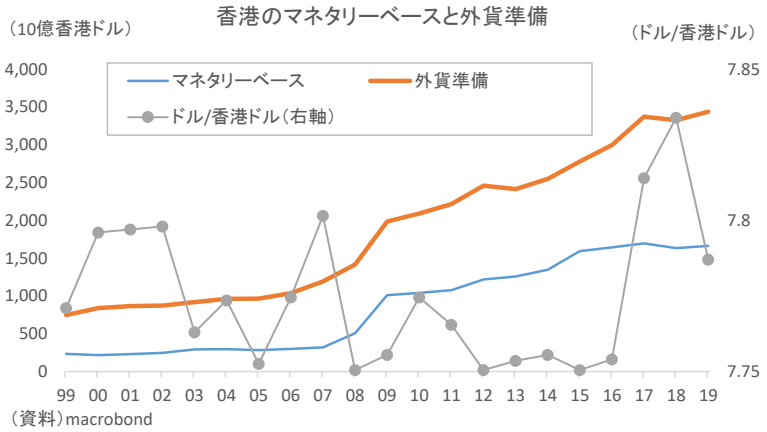


（資料）bloomberg

と言えるが、結局、ファンダメンタルズから類推するのではなく、中国の態度次第で俄かに懸念が高まるのであれば、「今が盤石だから大丈夫」とは言い切れない難しさがあるように思われる。事実、一連の騒動を経てフォワードレートの水準は香港ドル安方向へシフトしたままだ。

～現実的には売り崩せない～

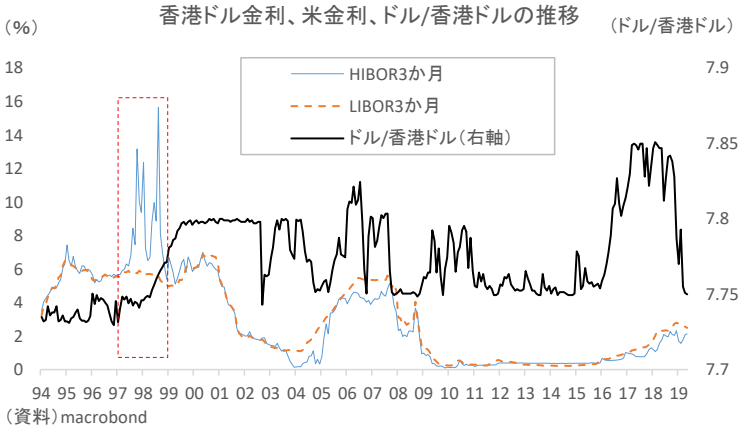
ここで言う「ペッグ崩壊」とはいわゆる一国二制度の崩壊という政治イベントと概ね同義と考えられる。というのも、カレンシーボード制における香港ドルの安定性は折り紙付きであり、経済・金融面から真っ当にその崩壊可能性を論じるのは無理がある。現状、香港では香港金融管理局（HKMA）が香港ドルと米ドルを「1 ドル=7.75～7.85 香港ドル」の固定レートで交換する義務を負っている。具体的にカレンシーボード制では発行済み香港ドルに対して 100%同額の外貨を保有することになっている。図示されるように、現状では香港のマネタリーベースの 2 倍以上、米ドルにして 4400 億ドル以上の外貨準備が保有されている。香港ドルを「投機的に売り崩す」という行為が奏功するためには、この外貨準備から発生する香港ドル買いを全て吸収した上で、それを上回る香港ドル売りが必要ということになる。しかし、流動性の低い香港ドルをそれほど調達して売りを浴びせるのは、途中で発生する香港ドル金利の急騰を踏まえれば非現実的だ。



後述するようにアジア通貨危機では、苛烈な投機的な攻撃にもかかわらず、「為替の安定性」が守られた経緯がある。この「為替の安定性」という一点に関して言えば、カレンシーボード制は盤石である。上述したように、「国家安全法」が制定された直後に見られた香港ドル売りの動きも今は完全に収束してしまっている。余偉文 HKMA 総裁は 6 月 2 日、声明において「マネタリーベースの 2 倍以上にあたる 4400 億ドル（約 48 兆円）超の外貨準備を持っている」としているが、まさにこれを売り崩せない限り、市場参加者が正面からペッグを崩壊させることはできない。

～「為替の安定」に伴う犠牲～

なお、「為替の安定性」を確保したことと「経済・金融の安定性」を確保することは同義ではないことは付記しておきたい。カレンシーボード制を敷いている以上、香港ドルを保有する経済主体にとって「米ドルとの公定レート（現在：7.75～7.85）での交換可能性」は生じない。しかし、既述の通り、カレンシーボード制の下で「投機的な香港ドル売り→



HKMA による香港ドル買い」が極まっていけば、市中の香港ドルは枯渇するのでその調達金利は自動的に上昇する(理屈の上では最後の 1 香港ドルが米ドルに交換されるまで無限大に上昇する)。アジア通貨危機時にもこうしたメカニズムが作用し、香港ドル相場の安定は確保されたが、それと引き換えに銀行間金利は急騰、これに応じて株・債券そして不動産といった資産価格が急落を強いられた(前頁図)。

こうした事象を「国際金融のトリレンマ」に照らして総括すると、カレンシーボード制とは「為替の安定性」を引き換えに、「金融政策の独立性」を捨てているので、「完全な資本移動」を許容している香港では望まぬ金利高から経済・金融情勢が苦しむ状況に目を瞑らなくてはならなくなる。その状況に耐え切れずに金融政策を国内経済刺激のために割り当てれば、ペッグは崩壊することになる。経済・金融面からペッグの崩壊可能性を論じるとすれば、このようなコースが考えられる。

～ペッグ崩壊に賭けるゲームは「香港の利用価値」次第～

しかし、近年の香港情勢を見る限り、経済・金融面からペッグの崩壊可能性を論じるよりも、政治面からそれを案じるのが現実的なのだろう。カレンシーボード制を礎とする香港ドル相場は一国二制度を大前提としている。そもそも自国通貨と外国通貨を等量保有して機械的に為替レートを管理するというカレンシーボード制の仕組み自体、「中国本土からの政治的・人為的な意思を混入させない」という意味において最善のシステムと評されることが多い。裏を返せば、制度ごと政治的に潰される展開こそが最大の脅威とも言える。

ポイントは中国本土にとっての香港の利用価値がどこまで続くかだろう。特別行政区として「高度な自治」が与えられている香港では中国語も英語も通じて、税制も国際的に競争力があり、法制度も英国流を受け継いでいる。こうした諸要因が絡み合って外資系企業と中国本土企業が最初に「接点」を持つ場所として利用価値が認められているのが現状である。定番の国際金融センターという枕詞も「高度な自治」の賜物だ。こうした「一国二制度」の下で認められた「高度な自治」は香港が英国から中国に返還された 1997 年 7 月以降、50 年間、すなわち 2047 年までは維持されることになっている。だが、折り返し地点(2022 年)が視野に入り始めている中、今回の騒動を例に出すまでもなく、「香港の中国化」は政治・経済・外交などあらゆる面でテーマに上がりやすくなっている。その度に香港の金融制度の象徴とも言えるカレンシーボード制の持続性に焦点は当たるだろう。

また、香港を取り巻く状況が不変でも、人民元の完全フロート化などに象徴されるような金融面での対外開放が中国本土で進めば、香港の相対的な魅力は低下する。香港に外資系企業との「接点」という存在意義がなくなれば中国本土が「一国二制度」を活かす余地は小さくなる。また、外資系企業からすれば「(中国本土にとって)活かす余地は小さくなっている」という観測が強まった段階で香港から流出する可能性も出てくるだろう。今回のデモを受けた不安は一旦収まっているものの、(上で言及したフォワードレートの水準などからも見て取れるように)根絶されたわけではなく、ペッグ崩壊に賭けるゲームの火種は燻っていると言える。

もちろん、上海や北京や深圳などの代表的な主要都市において香港と同等の金融取引が展開されるにはまだ時間がかかると思われる。そのため、「一国二制度」の下での香港の利用価値はまだまだ残るのだろう。また、香港の利用価値を認めているからこそ、当地で発生しているデモを一気呵成に潰して社会の不安定化が本格化するような対応は控えているのだろう。中国政府(共産党)

が民主化運動を是認する展開は殆ど望めないのだろうが、これを露骨に拒絶してしまうことで香港の魅力が劣化するような事態もまた望んでいないと思われる。中国本土も香港も共にバランスよく魅力を維持するナローパスを探っているのが今の中国政府の胸中だとすれば、香港繁栄の要であるカレンシーボード制は当面、安泰と考えるのが妥当だろう。

このようにペッグ崩壊に賭けるゲームも基本的に報われないと考えられるが、1 つのリスク要因としては話題に上りやすくなったのは確かである。なお、ペッグ崩壊と言っても、それが人民元の香港における流通なのか、それとも香港ドルを活かしたまま人民元にペッグさせるのか、はたまた主要通貨とのバスケット制に移行するのかなど様々な議論が可能である。例えば米ドルとのペッグが不要になるということは、現在保有されている多額の米国債が不要になるという論調に繋がってしまう。これは米金利にどのような影響を与えるのかという視点も出てくるだろう。この辺りの論点はさらに紙幅を必要とするため、別の機会で議論してみたいと思う。

市場営業部兼金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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に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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html （Archives） http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版（EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～）
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版（ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～）
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～）
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版（EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～）
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年4月分）
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版（マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～）
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版（ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～）
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版（原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～）
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年3月分）
2020年4月17日	週末版（「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～）
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版（明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～）
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版（「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～）
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版（EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～）
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年2月分）
	リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版（踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～）
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版（メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～）
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版（忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～）
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年1月分）
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版（上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～）
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版（ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～）
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年12月分）
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版（「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～）
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～