

みずほマーケット・トピック(2020年7月9日)

カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～

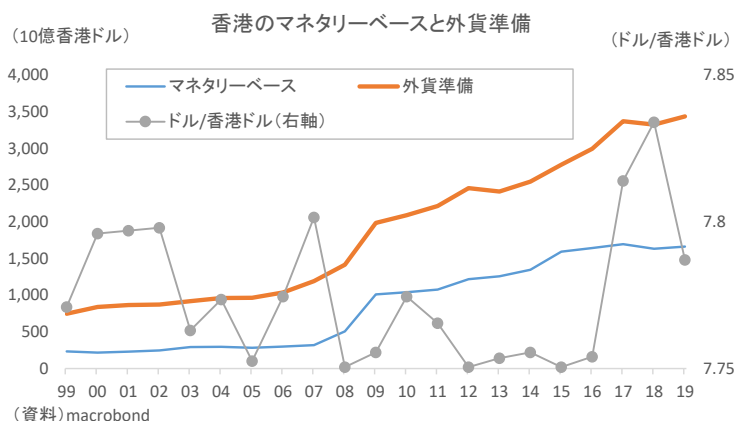
ブルームバーグは昨日、『米大統領側近が香港の米ドル・ペッグに打撃与える案検討』と題し、トランプ政権が対中制裁政策の一環として、香港の銀行による米ドル購入を制限することを通じ、米ドル・ペッグを基軸とするカレンシーボードに打撃を与えることを検討していると報じている。既に様々な分野に影響が波及している米中対立の性格を思えば、米ドルと密接な関係を持つ香港の通貨システムが争点化してくるのは必然の流れ。カレンシーボードの存続は中国本土の政治的意向が鍵を握るが、米国の意向も技術的には重要。仮に香港ドル相場が不安定化すれば、それは通貨の安定と共に「国際金融センター」の地位を享受してきた香港経済、ひいては香港を「外資系企業と中国本土を繋ぐゲートウェイ」と位置付けてきた中国政府にとっても打撃となる。だが、香港の抱える莫大な外貨準備(米ドル)が不要になれば、米国は「望まぬ金利上昇」という形で「返り血」を浴びる可能性もあるため、文字通り「諸刃の剣」と言える措置。

～カレンシーボードが争点化するのは必然～

ブルームバーグは昨日、『米大統領側近が香港の米ドル・ペッグに打撃与える案検討』と題し、中国による「香港国家安全維持法」制定を受けて、トランプ政権が対中制裁政策の一環として、香港の銀行による米ドル購入を制限することを通じ、米ドル・ペッグを基軸とするカレンシーボードに打撃を与えることを検討していると報じている。あくまで「事情に詳しい複数の関係者」の話であり、現段階での信ぴょう性が高いものではないが、今後の国際金融システムを展望する上では極めて大きな話になりかねないため考察を与えておきたい動きである。なお、7月2日の日本経済新聞朝刊は『動かぬ香港ドル 潜む国際金融波乱のリスク』と報じており、同記事中で筆者は「香港の通貨制度が今後の米中対立の論点になり得る」とコメントした。今回の報道はまだ観測の域を出ないが、既に様々な分野に影響が波及している米中対立の性格を思えば、米ドルと密接な関係を持つ香港の通貨システムが争点化してくるのは必然の流れと言える。

～中国本土と同じくらい米国も脅威～

今一度おさらいをしておくと、カレンシーボードは発行済み自国通貨ドルに対して100%同額の外貨を保有し、通貨当局が公定レートでの交換を保証するシステムである。この点、香港は現在、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を保有し、香港金融管理局(HKMA)が「1ドル=7.75



「～7.85 香港ドル」の公定レートを保証している。仮に、投機筋が今回の混乱に乗じて香港ドルを「投機的に売り崩す」という行為に踏み出しても、これが奏功するためには、外貨準備から発生する香港ドル買い・米ドル売りを全て吸収した上で、それを上回る香港ドル売りをしなければならない。しかし、流動性が限定される香港ドルをそれほど調達して売りを浴びせる途上で香港ドルの短期金利急騰は避けられず、投機筋の売り仕掛けは奏功せずに終わる（もちろん、金利急騰で香港経済は痛むが、公定レートは防衛される）。アジア通貨危機でも香港ドル相場が安定を保てた背景にはこうしたメカニズムがある。

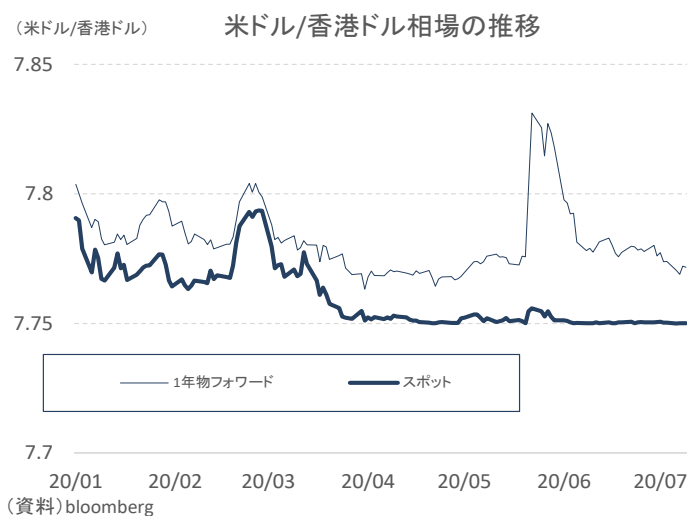
しかし、ここまで見れば分かるようにカレンシーボードの要諦は「保有している外貨準備(米ドル)」であるため、この獲得や保有を米国側から制限すれば一気に成り立たなくなる。カレンシーボードの存続は本質的には中国本土の政治的意向が鍵を握るが、米国の意向も技術的には重要であり、だからこそ今回の報道は香港ドル相場にとって脅威と考えられる。香港ドル相場が不安定化すれば、それは通貨の安定と共に「国際金融センター」の地位を享受してきた香港経済、ひいては香港を「外資系企業と中国本土を繋ぐゲートウェイ」と位置付けてきた中国政府にとっても打撃となる。香港ドルを失う危機感から香港の中国本土に対する感情も一段と悪化することが予想される。中国を政治・経済の両面から苦しめるという意味でカレンシーボードへの打撃は意味がありそうだ。

～米国も「返り血」を浴びる～

しかし、これは米国にとっては文字通り「諸刃の剣」と考えられる。本欄 2020 年 6 月 18 日号『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～』では以下のように述べた：

- (香港ドルの米ドルに対する) 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話題に上りやすくなったのは確かである。＜中略＞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。

香港が米ドル取引を禁じられれば技術的にカレンシーボードを持続させることが難しくなり、必然的に米ドルペッグ以外の道（それが人民元ペッグなのかバスケットペッグなのかはここでは問わない）を探ることになる。となれば、現在保有している 4400 億ドル以上の外貨準備（世界第 7 位の大きさ、2019 年）の小さくない部分が不要になり、放出されるという展開に想像が至る。その際の需給次第だが、米国としては「望まぬ金利上昇」という形で「返り血」を浴びる可能性を懸念せざるを得まい。世界の資本コストである米金利の意図せぬ上昇は当然、米国のみなら



ず国際金融市場全体が動揺する論点になるため、そこまでを視野に入れた制裁措置という理解(覚悟と言っても良い)が必要になる。

この点、ブルームバーグの記事中で「米政権の一部はこうした措置を実行した場合、打撃を被るのは中国ではなく香港の銀行と米国だけになると懸念しており、同案に強く反対していると同関係者は語った」との談話が紹介されているのは、明記こそされていないが、米金利上昇という「返り血」を懸念したものと考えられる。また、記事中では別の関係者の話として同案が「現在検討されている選択肢のリストで下位にある」とされていることも紹介されていることから、現段階で市場が値を織り込むような材料ではないのかもしれない。事実、国家安全維持法が成立した5月下旬ほど、香港ドル/米ドルのフォワードレートに動揺が見られているわけではない(わずかに香港ドルの下落は見られているが、前頁図)。金融市場は現状をまだ冷静に見ている。

～トランプ政権だからこそ構えたい「理外の一手」～

とはいえ、国家安全維持法の制定によって香港においてはインターネット上の書き込み削除はおろか、通信の傍受や令状なしでの家宅捜索、そして旅券の押収などが合法的にまかり通るようになっていく。体面上、米国がこれに何もしないというわけにはいかず、相応に厳格な対応に踏み込む可能性は否めない。これまでトランプ政権は「返り血」覚悟で理外の一手を乱発してきた経緯があるだけにカレンシーボードが米国側から崩され、国際金融市場が動揺するリスクは念頭に置きたいところである。その場合、金融市場にとっては株を筆頭とするリスク資産が手放され、為替市場においてはドルを除く安全通貨として円やユーロ、スイスフランが物色されたい。

市場営業部・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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれから増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
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～立ちをはだかる「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～「不要不急で自減」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ン政局～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～「政熱経済」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～