



## 香港ドル金利動向について（2006年2月）

### 【最近の香港ドル金利動向レビュー】

香港ドル金利は以下のチャートの通り、2004年前半をボトムに上昇に転じており、2004年当時は短期金利で「ゼロ金利」とも言えるほどの超低金利が続いていたものの、その後は米ドル金利の上昇に連動する形で金利上昇が続いた。HIBOR金利水準（3ヶ月物）は昨年10月には4.4%近くまで上昇し、現状は4%近辺まで小緩んでいる。



### 【香港ドル金利の決定要因】

#### ①カレンシーボード制採用により、香港ドル金利は米ドル金利に追従する。

香港ドル金利については、その金利決定プロセスにおいて為替相場制度の与える影響が最も大きい。まず、香港ドル直物相場については、対米ドルで7.7500-7.8500という極めて狭いレンジ内で実質的に固定されている（同レンジが設定されたのは2005年5月。以前は7.8という中心レートのみ設定されていた）。つまり、対米ドルでの為替変動は中心値7.8000に対して僅か0.64%（0.0500p）の変動しか有りえず、このレンジを逸脱する可能性がある際には当局による介入が実施されることが保証されている。これにより、米ドルと（香港ドルと）の間で大きな金利差が継続するという状況は理論上起こり得ない（注①）。これにより、香港ドル金利は米ドル金利に連動して動くのが「平時」の状況と言える。

#### （注①）

例えば、3ヶ月物米ドル金利が4%、香港ドル金利が3%という状態があったとする。これに対して、米ドル/香港ドルがいつでも@7.8000で交換できるとすれば、以下のようなことが起こる。

- ・ HKD7.8Mioを3ヶ月間（90日間）、3%の金利で調達する。
- ・ 調達したHKD7.8Mioを@7.8000の金利で米ドル転（ $\text{HKD7.8Mio} \div @7.8000 = \text{USD1Mio}$ ）
- ・ 3ヵ月後のHKD借入れ元利金は、  
 $(\text{HKD7.8Mio} + \text{HKD7.8Mio} \times 3\% \times 90/360 = \text{HKD7,858,500.00})$
- ・ 当初調達した米ドルを原資として、香港ドル元利金を返済するとすれば、必要な米ドル額は以下の通り。  
 $(\text{HKD7,858,500.00} \div @7.8000 = \text{USD1,007,500.00})$
- ・ つまり、実質的には米ドル1百万ドルを調達し、3ヵ月後にUSD1,007,500.00を返却したのと同じであり、これは米ドルをこの期間3.0%（香港ドルと同じ金利）で調達できたのと同じことになる。（つづく）
- ・ 仮に3%の金利で米ドルが調達できれば、この米ドルを市場で運用することにより（市場金利の前提は4%）、

本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、当行はその正確性を保証するものではありません。また本資料はお客様への情報提供のみを目的としたもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。取引に関する決定はお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

これを行った人は必ず利益が出ることになる。

- ・ 実際には米ドル/香港ドルの金利差及び米ドル/香港ドル為替相場の歪みを利用する形でこういった裁定取引は市場で時々行われている。こうした裁定取引が行われることにより、香港ドル金利が上昇し（香港ドルを調達しようとする人が増えるので）、香港ドル金利は米ドル金利に収斂していくのである。

## ②米ドル金利/香港ドル金利に乖離が発生する要因

上記の仕組みがあるにも関わらず、香港ドル金利と米ドル金利との間に比較的大きな乖離が発生している理由としては、以下の要因が考えられる。

### (人民元先高観が香港ドル金利低下を促す)

以下は、人民元 NDF 相場と米ドル/香港ドル金利の推移である。上記のチャートにも見て取れるように、米ドル・香港ドルの金利差は 2003 年秋口以降断続的に乖離してきているが、この動きは人民元 NDF 相場、すなわち、人民元先高観との相関関係が高い。人民元 NDF 市場とはオフショア（中国国外、ただし香港は含む）で取引されている人民元の先物市場である。いわゆる「人民元切上げ観測」が高まる局面では NDF 市場において人民元先高となり、観測が後退する局面では人民元先安（先高の度合いが縮小する）。

以下チャートにおいて、人民元先高が大きく進行する局面では、香港ドル金利が低下する形で米ドルとの金利差が拡大、逆に人民元先高が後退する局面では香港ドル金利が上昇する形で米ドル金利との金利差が縮小しているのが分かる。

この状況から言えるのは、人民元切上げ観測が盛り上がると、

人民元が上昇すればほぼ同じ経済圏（政治的には同一）にある香港ドルも上昇するとの思惑が働く。

⇒特に先物市場で香港ドル高が進行（対米ドルのディスカウントが拡大→米ドルに対して相対的に香港ドル金利は低下）。

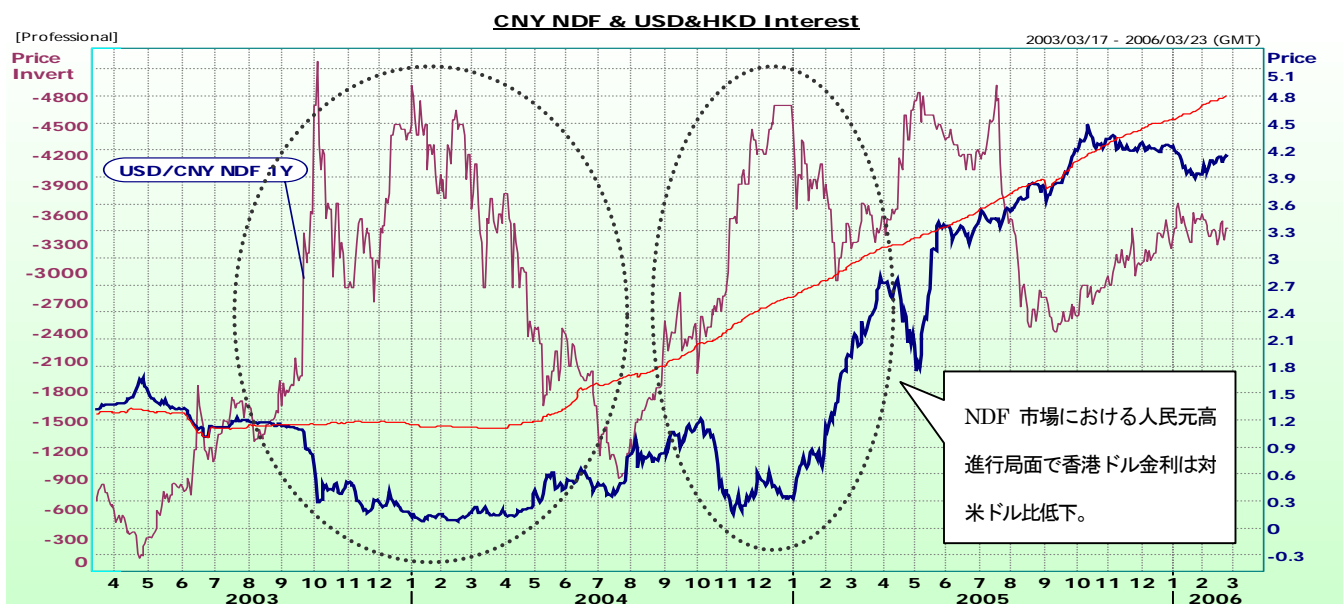
という連鎖的な市場の反応が見られるからである。

(参考チャート)

人民元 NDF1 年物 (茶色/左軸・逆目盛) グラフが上に行くほど人民元先高の状態

米ドル金利 3 ヶ月物 (赤色/右軸)

香港ドル金利 3 ヶ月物 (青色/右軸)



本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、当行はその正確性を保証するものではありません。また本資料はお客様への情報提供のみを目的としたもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。取引に関する決定はお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

**(2005年5月以降の制度変更により人民元動向と香港ドル金利の相関はやや薄れた)**

上述の通り、香港通貨当局は昨年5月に為替制度の変更、すなわち、対米ドルペッグ水準を従来の@7.8000から@7.7500~@7.8500のレンジへと変更した。この制度変更の主な目的は、香港ドル直物相場の対米ドル水準上限(@7.7500)を明確に示すことにより、市場の香港ドル高圧力を牽制することにあったと言われていた。またこの制度変更だけでなく、HKMA(香港金融管理局)長官らからは「香港ドルは対米ドルペッグ制を維持(人民元ペッグへの変更は現状想定できない)」等のコメントを繰り返している。これらの影響もあり、制度変更後は人民元先高観と香港ドル金利低下(香港ドル先高)の相関関係は以前と比べてやや弱まってきた。

**(その他の香港ドル金利変動要因)**

為替制度及び為替水準の先高観等以外に香港ドル金利に対して与える影響の大きい要因としては、香港株式市場における新規株式上場(IPO)が挙げられる。2006年も中国銀行など主として中国系企業の大型IPOが控えており、中国経済に対する期待感の高まりと同様、IPOにおいても多額の資金流入が期待される(IPO総額自体は今年256億米ドル超にのぼると見込まれている)。大型IPO直前にはその払込資金の調達意欲が強まり、特に短期金利の上昇要因になり易い。

**【香港ドル金利の今後の見通し】**

米ドル金利については既に年前半あと2回の利上げ(FF金利4.5%→5.0%)が市場でほぼ織り込まれており(次回FOMCは3月28日、その次は5月10日。FF金利先物市場ではこの2回での連続利上げをほぼ織り込みつつある状態)、且つ利上げがそこで打ち止めとなったとしても、年内利下げに転じるとの見方はまだ少数派である。

「平時」の対応として、香港ドル金利も米ドル金利に連動していくと考えれば、香港ドル短期金利についてはまだ一段の上昇余地があると言えるだろう。実際HKMAのジョセフ・ヤム長官は2月前半の段階で「香港ドル金利がすぐにピークアウトするとの見方は楽観的過ぎる」とのコメントしており、且つ香港の好調な経済指標及び株式相場等を見ても、米ドル金利に追随する余地は十分にあるものと考えられる。

一方で、今後3月、4月にかけては「人民元先高観」が大きく盛り上がりやすい時期と言える。4月には胡錦濤中国国家主席の訪米、米財務省の為替報告書提出が控えており、思惑が高まりやすい時期であることは間違い無い。人民元先高→香港ドル金利低下の相関関係は従前に比べ弱まっているとは言え、この期間、特に長いタームに関しては対米ドル比香港ドルの相対的な低金利が盛り上がりやすい状況にあるかもしれない。

また短期的な要因として、大型IPOにより特に短い期間の金利が米ドル対比上ブレする可能性があることにも注意が必要である。

以上