



香港ドルのカレンシーボード制について

(2006年3月)

【通貨制度変更後の香港ドル直物相場推移】

昨年5月18日、香港金融管理局（HKMA）は1983年以来継続していたカレンシーボード制を見直し、香港ドルと米ドルとの交換レートに上限レート（1米ドル=7.7500香港ドル）を設定。また下限レートについても従来の水準（1米ドル=7.8000香港ドル）から1米ドル=7.8500香港ドルへと引き下げられた。

この制度変更の目的は、切上げ観測の強い人民元の代替投資通貨として、香港ドル高（2003年10月には7.70台まで香港ドル高が進行）が過度に進行することを防ぐことにある。実際、この制度変更の約2ヵ月後（7月21日）、中国当局は人民元の対米ドル中心レート2.1%切上げ（8.2765→8.1100）を実施、その後も徐々に人民元高は進行しており、2006年3月22日現在で@8.0306、7月の切上げ後さらに1.1%の人民元高が進行したことになるが、USD/HKD相場は7.7500の上限レートを堅持。結果として、5月の制度変更後、USD/HKD直物相場は、当局の意向を反映する形で7.7505（2005年10月）～7.8200（2005年5月/制度変更発表直後）のレンジ内に留まっている。

ちなみに、上限レートを超えて香港ドル高が進行した際にはHKMAが1米ドル=7.75香港ドルで米ドルを市中の公認銀行から買い上げる（≒米ドル買い・香港ドル売り介入を行う）事を保証しているが、実際には制度変更以降、香港ドル売り介入・香港ドル買い介入のいずれも実施されていない。

(USD/HKD 直物相場チャート)



【香港ドルカレンシーボード制維持の理由は？】

制度変更実施以降も、香港の通貨当局者らは現状のカレンシーボード制維持の意向を後述の通り再三表明している。そもそも、香港ドルが米ドルペッグを維持しなければいけない理由（あるいは、人民元ペッグが困難な理由）としては、以下のような点が考えられる。

課題	現状
対米ドルペッグ制の存立理由	<p>現状香港は「国際物流都市」であることをその存立基盤としており、その決済の大半は（対中国も含めて）米ドル建てで行われている。その為、香港に進出する国際企業にとって、香港ドル相場の対米ドル相場安定は、為替リスクが極小化されていることを意味し、広大な市場である中国大陸のゲートウェイであることとともに、香港の経済的魅力を高める大きな要因の一つとなっている。</p>
人民元との違い	<p>香港ドルは經常取引、資本取引とも規制がなく、市場で完全に自由に取引できる通貨であるのに対して、中国人民元は、「決済通貨としては中国国内でしか用いることができない」、「資本取引、經常取引のいずれにおいても規制が非常に多い」通貨であり、少なくとも海外投資家が自由に市場で取引できる通貨ではない。こうした中、「香港ドルが近い将来人民元に連動した動きをする」との思惑が高まれば、海外投資家の投機資金は香港ドルに集中し、香港当局は為替安定化の為に多大なコストを払わなければならない。</p> <p>また、現在の通貨制度として、香港ドルは米ドルの外貨準備を裏づけとした米ドルペッグであるのに対して、人民元はバスケット通貨を参照している（バスケットの構成通貨としては、米ドル、ユーロ、日本円、韓国ウォン等が主要なものとして挙げられている）。後述の当局者発言にもある通り、保有する外貨準備が米ドルであるのに対して、バスケット通貨を参照する人民元とのペッグを維持していくことは合理性のある通貨制度とはいえない。</p>
香港ドル高の弊害	<p>香港ドル高が進行した場合の弊害は、香港エリア内で外貨建て資産を保有する国際企業が為替差損を被ることだけでなく、香港ドル金利市場の不安定要因増加という側面もある。すなわち、対米ドルペッグ制を維持する以上、設定したレンジ（7.75-7.85）を超える局面では当局は必ず介入を行わなければならない。レンジの（香港ドル）上限で米ドル買い香港ドル売り介入を行えば、市中の香港ドル金利は低下し、ゼロ金利に近い状態が長期化する事もある（実際、制度変更以前にはこのような状態も発生していた）。香港当局はこの際の金融調節の手段を検討中であるとの思惑も浮上している。</p>

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。

（香港ドルペッグ制維持に関わる当局者発言）

☆ジョセフ・ヤム（HKMA 長官）

「人民元上昇と、それに伴い香港ドルも連れ高となるだろうとの思惑から、2006 年中香港ドルはレンジ内の上限（1 米ドル=7.7500 香港ドル）に近い水準で推移する可能性が高い。投機的な資金流入はあるものの、香港ドルは現行の為替制度を維持する」（2005/12/30）

「香港政府は米ドルペッグ制を維持する決心である。人民元は自由に取引できる通貨ではなく、且つ人民元は香港の外貨準備にもないことから、（香港ドルについて）人民元とペッグした為替システムを作ることは非常に困難である」（2006/2/6）

☆ジョン・グリーンウッド（HKMA 通貨発行委員/香港の米ドルペッグ制創設者の一人）

「香港は米ドルペッグ制を維持する。人民元へのペッグ制は実用的ではなく、選択肢ではない」

「香港ドルは自由に交換できる通貨であるのに対して、人民元は自由に交換できる通貨ではない。外貨準備とペッグの対象となる通貨は自由に交換できるものでなければならない」（2006/2/11）

【香港はいつまでカレンシーボード制を維持するか？】

香港における一国二制度は 2047 年までと定められており、超長期的に見れば香港ドルという通貨は消滅し、人民元と一体化していくことは間違い無いだろう。しかしその前に、①米ドルペッグ水準の見直し、②米ドルペッグ制から人民元ペッグ制への移行というプロセスを経ていく可能性が高いものと予想される。

<①米ドルペッグ水準の見直しのタイミング>

対米ドルペッグ水準見直しについては、短期的には（人民元高に伴い）香港ドル買い圧力が市場で強まり、現行の水準を維持することが難しくなってきた際にその見直しの機運が高まるであろう。前述の通り昨年 5 月の制度変更以降これまでレンジの上限（7.7500）を市場で付けたことはなく、当局の介入も実施されてはいない。ただし、今後仮に人民元がさらに強含み、1 人民元=1 香港ドル（現状は 1.035 人民元=1 香港ドル程度）に近づくような水準になった場合には、市場の（香港ドル水準切上げに対する）思惑はさらに高まることが予想される。この時期に関して言えば、仮に人民元が今の上昇ペース（2005 年 7 月 22 日以降、各月ほぼ 0.0100）を続けると仮定すると、これから 2 年半程度で、1 米ドル=7.75 人民元、すなわち、1 人民元=1 香港ドルになる計算になる。一方中国国内の先物市場及び中国国外でのみ取引される NDF 市場では、今後 1 年前後でその水準に到達することが織り込まれつつある。

<②人民元ペッグ制への移行>

人民元ペッグ制への移行に関しては、人民元が内外の市場で（米ドル・円等と同様）自由に取引できる通貨になることが絶対必要条件となる。中国当局は人民元の緩やかな切上げを継続すると共にさまざまな為替制度改革を実施しているものの、人民元が完全に兌換可能な通貨となるには少なくともまだ数年かかるとの見方が一般的であろう。数年後（あるいは十数年後）に人民元が自由に取引できる通貨となる一方で、香港・中国間の決済通貨が人民元建てに移行。さらに香港政府の外貨準備が米ドルから人民元にシフトした後で、初めて米ドルペッグ制の放棄→人民元ペッグ制への移行が行われるのではないだろうか。

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。