



2007 年香港ドル為替・金利相場見通し

【2007 年相場予想レンジ】

	2006 年年末水準	2007 年 1-6 月	2007 年 7-12 月
為替レート (USD/HKD)	7.7763	7.7500-7.7900	7.7700-7.8200
為替レート (HKD/RMB)	1.0042	1.0050-0.9800	0.9900-0.9600
HKD 金利 (HKD3 ヶ月 HIBOR)	3.91%	3.50%-4.50%	3.75%-4.75%

【予想シナリオ要旨】

(為替動向)

- 2007 年前半 (特に第一四半期) は、香港ドル/人民元為替レートのパリティ (等価) 突破 (注①) により対米ドルでも香港ドル高圧力が顕在化。
- 但し、現状の香港ドル為替制度 (対米ドルペッグ) は維持され、現状の制度下における香港ドル上限レート (対米ドル: 7.7500) は維持される。
- 年後半には人民元>香港ドルの関係が常態化するものの、2008 年以降を意識した「チャイナリスク」(注②) が台頭。人民元高ペースの鈍化により、香港ドル高圧力も徐々に後退する。
- 2006 年に活況を極めた香港株式市場における (中国系企業) IPO は規模が縮小 (注③) し、緩やかな香港ドル安要因となる。また為替、金利市場とも短期的な相場変動要因が払拭される。

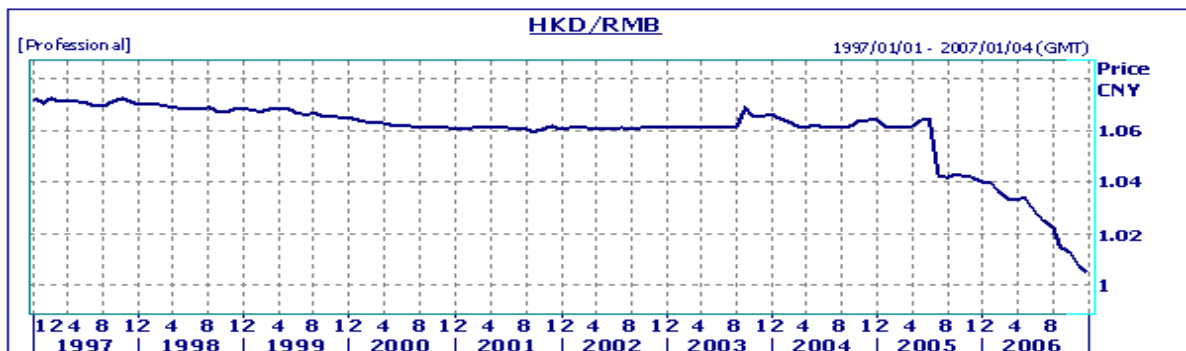
(金利動向)

- 2007 年前半は上述の (香港ドル/人民元為替レート) パリティ突破観測により香港ドル先高感が台頭し、香港ドルの金利低下要因となる。
- 2007 年後半には香港ドル先高観の後退により、米ドルと香港ドルとの金利差は急激に縮小。ただし米景気後退、米ドル金利低下 (通年で 2-3 回程度の利下げ?) により、香港ドルの絶対金利水準の反発は小幅に留まる。

【個別材料の検証】

<注①・・・香港ドル/人民元相場のパリティ突破>

2005 年 7 月の人民元切上げ以前は 1 米ドル≒8.28 人民元に対して 1 米ドル≒7.8 香港ドルの相場水準が常態化しており、結果として以下の通り約 10 年近くにわたり 1 香港ドル≒1.06 人民元の水準で定着していた。しかし同月の人民元切上げをきっかけに、ほぼ一方向に香港ドル安・人民元高が進行。2006 年 1 年間では、年初の 1 香港ドル=1.0409 人民元 (1 米ドル=8.0702 人民元、1 米ドル=7.7534 香港ドル) から年末には 1.0042 (1 米ドル=7.8087 人民元、1 米ドル=7.7763 香港ドル) まで香港ドル安・人民元高が進行している。



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。



今後、少なくとも短期的には人民元高が継続、香港ドルは現状の為替制度（対米ドルペッグ、1米ドル=7.7500香港ドルの香港ドル上限レート）を堅持という前提に立てば、香港ドル/人民元相場のパリティ突破は以下のようなタイミングが考えられよう。

香港ドル/人民元パリティ突破の予想シナリオ

【前提条件/2006年末時点の直物相場水準】

- 1米ドル=7.7763香港ドル (2006/12/29香港市場のクローリング気配値)
- 1米ドル=7.8087人民元 (2006/12/29のPBOC設定の中心レート)
- 1香港ドル=1.0042人民元 (上記より計算した理論値)

香港ドル/人民元パリティ突破 (1割れ) の時期は???

人民元シナリオ	香港ドルシナリオ	
	(A) 1米ドル=7.7500香港ドル	(B) 1米ドル=7.7750香港ドル
① 年率3.2%の上昇ペース	2007年3月下旬	2007年2月中旬
① 年率5.0%の上昇ペース	2007年2月下旬	2007年1月下旬

(上記人民元シナリオの仮定)

① 年率3.2%の上昇ペース	2006年1年間の人民元上昇ペース* (対米ドル) を2007年も維持したものと仮定 *2006年年初PBOC設定中心レート (@8.0702) →2006年年末同レート (@7.8087)
① 年率5.0%の上昇ペース	2006年末時点のNDF市場 (1年物) 相場気配値水準 (@7.4210) が織り込む人民元上昇ペース

(上記香港ドルシナリオの仮定)

(A) 1米ドル=7.7500香港ドル	現行制度下の香港ドル上限レートまで香港ドル高が進行したものと仮定
(B) 1米ドル=7.7750香港ドル	2006年年末時点の直物相場水準が維持されると仮定

(パリティ突破前後の市場の反応は?)

香港当局者らは以下の通り（香港ドル/人民元がパリティを突破した場合でも）現行の通貨制度を維持する姿勢を明確に示しており、その論拠も数年単位で変更が予想されるものではない。2007年中に大きな枠組み（対米ドルペッグ、対米ドル 7.7500-7.8500 のレンジ）が変更される可能性は極めて低いものと考えられる。

<香港ドル通貨制度を巡る最近の当局者らの発言>

- ・ ジョセフ・ヤム 「1ドル=7.80元は心理的水準にすぎない。人民元のいかなる心理的水準突破に対しても、香港ドルの為替政策を変更する必要性、意図は全くない」 (2006/8/24)
- ・ ウイリアム・ライバック (HKMA 副総裁) 「今後10年で香港ドルの米ドルとのペッグ (連動) を放棄し、人民元にペッグさせる切迫した理由は見当たらない。(現在のペッグ制) 変更が必要なほど中国と香港の景気サイクルが力強くシンクロしているとは考えていない。」 (2006/11/7)

ただし、ジョセフ・ヤム HKMA (香港金融管理局) 総裁も指摘する通り、市場参加者及び特に香港居住者にとってパリティ突破は心理的な影響も大きいことは確かである。仮にパリティ到達後人民元上昇ペースが緩み、パリティ前後の水準が長期化した場合等、香港ドルの人民元追随を意識した投機的な動きが出てくる可能性もあろう。

HKMAは2005年5月に現行の制度下 (7.7500-7.8500 の上下限レンジを設定) に移行してからまだ一度も介入 (香港ドル売り・香港ドル買い双方) を実施していない (実際の相場水準も 7.7505~7.8200 に留まっており、上下限に達したことは無い)。しかしながら仮に上限レート 7.7500 に到達あるいは一時的に突破した場合、当局が香港ドル売り (米ドル買い) 介入を実施し、上限レート突破を阻止してくるものと予想する。

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。

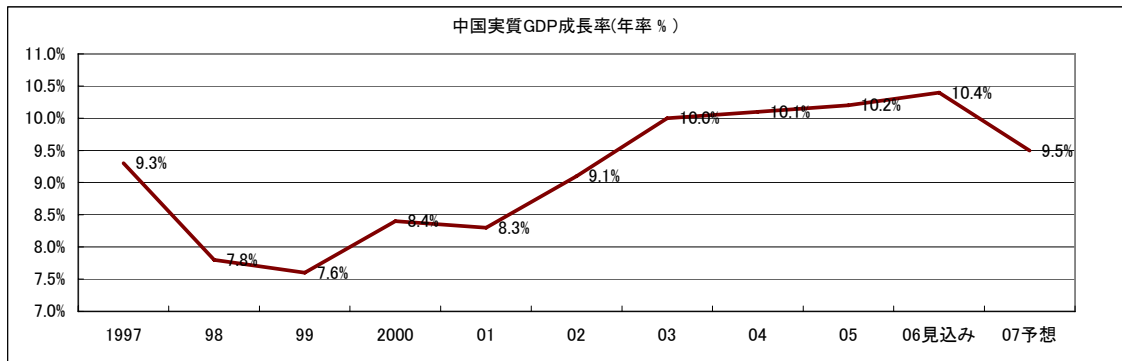


<注②・・・2008年以降のチャイナリスク？>

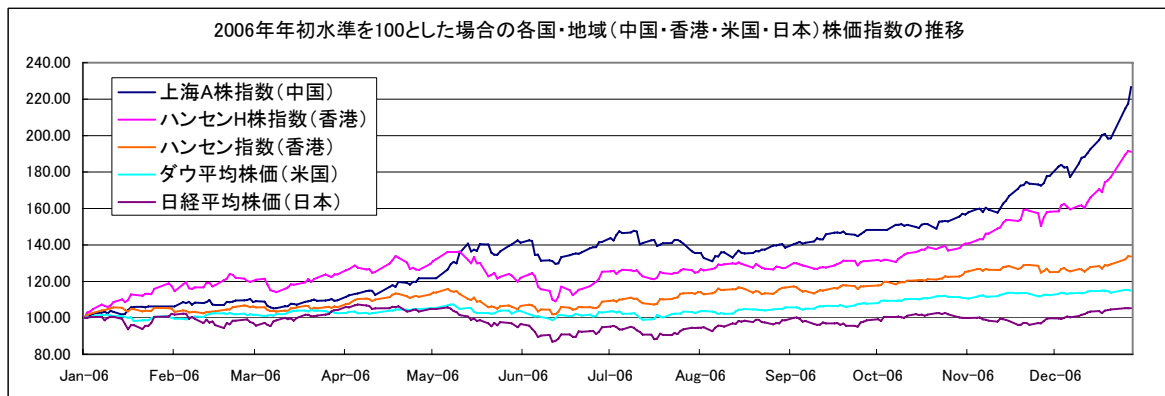
中国では景気過熱、資産バブルに対する警戒感から2006年には2度の利上げ（4月、8月）と3度の預金準備率引上げ（6月、7月、11月）を行った。これらの金融引締め措置を受け、年央時点で年率30%超に達していた（1-6月+31.3%）都市部固定資産投資は11月時点（1-11月）には26.6%にまで鈍化。またマネーサプライ（M2）に関しても5月時点で年率+19.1%だったものが11月時点では+16.8%と増勢が鈍りつつある。

またこれら金融引締め措置以外にも、9月には中国から国外への輸出時の増値税還付率引き下げや、11月には外資企業に対する法人税優遇の撤廃等の政策措置を発表し、産業構造の転換（輸出主導型経済の修正）や60%を超える海外直接投資伸び率の抑制を図ろうという姿勢も見られる。

実質 GDP 成長率のこれまでの推移と今後の予想（2006年の見込みと2007年の予想はADB/アジア開銀の予測）は以下の通り。2007年には4年間続いた（2003年～2006年？）二桁の伸び率が一桁台に鈍化するものと見られている。当局のマクロコントロールが奏効し中国经济がソフトランディングに成功するという楽観的な？シナリオが前提になっているものと思われるが、仮に GDP 成長率が予想と同程度の伸び率に留まるとすれば、2001年以降最初の成長率鈍化ということになる。



また株価動向につき、中国国内の代表的な株価指数である上海 A 株指数（2006年の年間騰落率：+127%）、香港に上場している中国系企業で構成されるハンセン H 株指数（同：+91%）ともに、驚異的な上昇を見せている。人民元の上昇、また他国を大きく上回る経済成長率に対する期待感等、株価上昇を支える根拠は十分にあるものの、その上昇幅及びペースに関しては少なくとも短期的には過熱感が生じてきていると見るのが妥当であろう。



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。



こうした経済成長ペースの鈍化、あるいは株価の大幅な調整リスク等を通じて、2008年の北京オリンピックあるいは2010年の上海万博といった大きなイベントの、中国経済に与える好影響に対する過度の楽観論の剥落が生じるという可能性が考えられる。またそれを受け、2007年後半から2008年にかけて、為替市場に関しても人民元高（特に先物/NDF）の修正、及びそれに伴う香港ドル高圧力の後退（あるいは香港ドル安進行）といったリスクシナリオが台頭してくる可能性も小さくは無いだろう。人民元先高観（≒香港ドル先高観？）の後退は、米ドル/香港ドルの先物ディスカウント縮小により金利面では香港ドルの金利上昇として作用するものと考えられる。

<注③・・・香港株式市場における中国系企業IPO規模は縮小？>

2006年は香港株式市場におけるIPO（新規株式公開）総額は3,259億香港ドル（≒420億米ドル 12月20日時点）にのぼり、昨年と同時期の約2倍で、香港株式市場では過去最高となった。また2006年通年でNY株式市場（11月末時点でUSD336億米ドル）を上回り、ロンドン株式市場（11月末時点でUSD489億米ドル）に次いで世界第2位の規模になるものと見られている。

香港株式市場で今年IPOが活況となった理由は、昨年2005年に続き中国系企業、特に中国系銀行の巨大IPOが集中したことが挙げられる（中国工商銀行の香港市場調達分161億米ドル→上海市場での調達及びオーバーアロットメントオプション行使も含めた調達総額の219億米ドルは世界の歴代IPO調達金額1位、中国銀行の112億米ドル→同5位 など）。

今後2007年に関しても引き続き中国系企業を含む多数のIPOが予定されているものの、100億米ドルを越す超大型案件は現時点で予定されていない。特に金融機関で言えば4大国有商業銀行で香港市場での上場を果たしていない銀行は中国農業銀行のみとなるが、2007年中に資本注入の予定はあるものの、株式公開にあたって必要な財務体質の改善には相応の時間を要するものと見られている。

また中国系企業の自国（主に上海株式市場）での株式公開・資金調達の動きも活発化している。前述の中国工商銀行がIPO総額219億米ドルのうち約59億ドルを上海で調達しているほか、12月には中国生保大手の中国人寿保険が上海株式市場で36億米ドルの資金調達を行った（同株式の取引開始は来年1月11日）。中国人寿保険に関しては、個人・機関投資家の応募は8100億元（≒1,036億米ドル）を越え、中国工商銀行が樹立していた最高記録（7180億元）を上回る活況となっている。さらに2007年上期には、株式制商業銀行で最大、4大国有商業銀行に次ぐ規模を誇る中国交通銀行が上海株式市場での上場を予定していることが伝えられている（同行は香港株式市場でも2005年に上場し、約22億米ドルを調達している。今回の上海での調達予定額は25億米ドル程度）。中国の証券当局（証券監督管理委員会/CSRC）幹部からも、「香港で上場している中国系企業の中国国内での株式公開を奨励していきたい」とのコメントも出ており、今後益々こうした動き（香港で上場している中国系企業の新規株式公開における香港株式市場→上海株式市場へのシフト）が活発化してくるものと思われる。

これら（大型IPO案件の不在、中国系企業IPOの上海シフト）を背景として、2007年に関しては2006年ほどの規模での香港株式市場でのIPOは期待しにくい。香港ドル為替市場への影響としては、市場への新規の資金流入期待（香港ドル買い要因）後退から、香港ドル安要因として作用するものとして予想される。また資金市場に関しては、大型IPO前後に見られる（特に短期金利の）金利急騰、その後の金利急低下といった変動要因が減少することが想定される。

以上

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。