

みずほアジアインサイト

2007年2月7日発行

人民元上昇と香港の通貨・経済

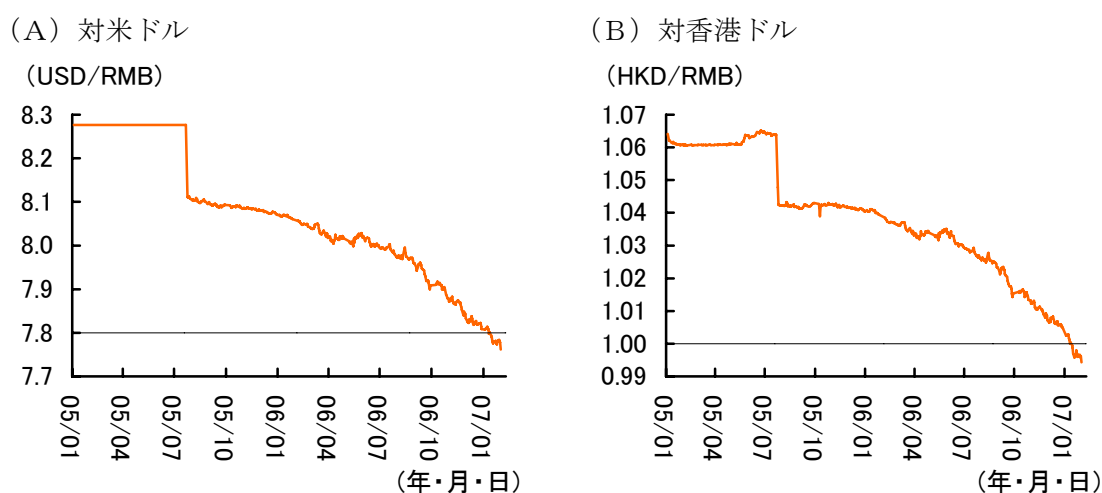
～大きな影響はない見通し～

本誌に関する問合せ先
みずほ総合研究所(株) 調査本部
アジア調査部 香港駐在 稲垣博史
TEL 852-2103-3590
E-mail hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com

はじめに

2005年7月21日の人民元改革実施以来¹、人民元は対ドルで概ね上昇基調をたどり、そして07年1月、為替レートは1米ドル=7.8元を突破しました(図表1-A)。一方香港は、香港ドルを1米ドル=7.8香港ドル付近²で固定させる為替政策を採用しています。1香港ドルには、かつて約1.06元の価値がありましたが、1米ドル=7.8元に到達した段階で両者は等価(パリティ)となり、そして現在は1元未満の価値しかありません(図表1-B)。

図表1 人民元の為替レート



(資料) CEIC

香港ドルと人民元との価値の逆転は、香港でも象徴的な出来事と捉えられており、06年終盤以降、為替レートについての話題が大きな関心を生んでいます。最近、人民元上昇の影響について質問を受ける機会が増えていますが、ここでは、そうした疑問点にお答えしたいと思います。

人民元上昇は不可避だがペースは緩やか

各論に入る前に、当面の人民元の為替レートについて検討したいと思います。

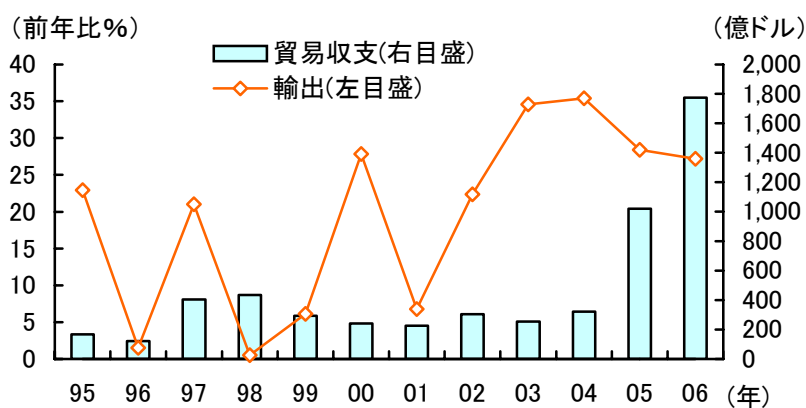
近年、中国を輸出拠点として活用する動きが活発ですが、この結果、中国の輸出は02年以降一貫して前年比20%を超えています(図表2)。そして05・06年の貿易黒字は膨大な金額に上っており、その弊害が懸念され始めました。具体的には、貿易摩擦の深刻化と、

¹ 同日19:00より、対米ドル為替レートを約2%切り上げるとともに(1米ドル=8.28元から8.11元)、人民元の為替政策を米ドル・ユーロ・円などからなる通貨バスケットを参考にする管理フロートに移行し、それまでの事実上の対米ドル連動を放棄した。

² 正確には1米ドル=7.75~7.85香港ドルの間の変動を容認する為替政策であり、1米ドル=7.8香港ドルという為替レートはその中心レートである。

通貨供給量の増大に伴うインフレ懸念の台頭です。特に重要な問題は後者ですが、貿易黒字がインフレ懸念をもたらす経路については図表3をご覧ください。これらの問題を回避するため、いずれ人民元の大幅上昇は不可避でしょう。

図表2 中国の輸出と貿易収支



(資料) 中国国家统计局

図表3 貿易黒字の増大がインフレ懸念をもたらす経路

為替レートを管理している中国の場合	日本など変動相場制採用国の場合
貿易黒字拡大	貿易黒字拡大
↓	↓
外貨売り・人民元買いの増加	外貨売り・自国通貨買いの増加
↓	↓
人民元上昇圧力回避のため通貨当局が 外貨買い・人民元売りを実施 (外貨の吸収・人民元の放出)	自国通貨高 (通貨供給量は増えない)
↓	
人民元の供給量増大	
↓	
インフレ懸念	

(注) 変動相場制を採用している国でも、状況次第では為替介入を実施する。

(資料) みずほ総合研究所

しかし、人民元を一気に大きく切り上げてしまうと、輸出主導型経済から内需主導型経済への構造調整には時間がかかりますから、輸出不振から中国の実体経済に甚大な悪影響が及びます。このため中国政府は、輸出の伸び率を緩やかに低下させるため、人民元の上昇ペースをゆっくりとしたものに止めるでしょう。みずほ総合研究所では、人民元は米ドルに対し、07年にさらに4～5%程度上昇するとみていますが、人民元の上昇ペースに関する大方のコンセンサスは、概ねこの近辺でしょう。人民元は、改革開始前に2～3割程度割安と言われていましたので、今後数年は、同様のペースで人民元の上昇が続くかもしれません。以下では、特に断らない限り、人民元が米ドルに対し年間4～5%程度上昇し

続けることを前提に議論を進めたいと思います。

なお以上は、中期的にみた場合の非常に大雑把なシナリオです。人民元の米ドルに対する実際の上昇ペースは、中国の輸出を含む実体経済、人民元の対ユーロ・対円為替レート、海外景気の動向などを睨みつつ、状況次第で随時調整されるでしょう。時期によっては、上昇がほぼ止まる可能性もあります。

パリティ突破に特段の意味なし

それでは、各論に移ります。まず、香港ドルと人民元の価値が逆転したことに、大きな意味はあるのでしょうか。「香港ドルの価値が人民元に追い抜かれた」ということで、心理的には何らかのインパクトがあるかもしれません。

しかし、人民元改革前の為替レートが、たまたま1香港ドル=約1.06元と等価に近かったため、人民元改革実施から比較的短期間で両通貨の価値が逆転したというだけのことで、1香港ドル=1元という為替レートが持つ意味は「きりが良い」という程度のことであり、為替レートが特定の水準に到達したり、あるいは突破したりすることそのものに大きな意味はありません。そもそも名目的な為替レートは、デノミを実施すれば、人為的にいかようにも変更できます。1香港ドルの価値を、1人民元の価値の5倍にすることも10倍にすることも可能です。

香港の企業や家計にとって重要なのは、香港ドルと人民元との為替レートが特定の水準に到達したことではなく、人民元上昇によって企業や家計にどういった影響が及ぶかということでしょう。

「広東省で香港ドルを使いにくくなった」ことの意味

人民元上昇の具体的な影響として、現時点では、広東省で香港ドルを使いにくくなったという現象が頻繁に報じられています。かつて香港ドルは、広東省の一部における小売店等での支払い通貨として広く通用してきましたが、昨今の人民元上昇を受け、(1)香港ドルの受け取りを拒否されたり、あるいは(2)香港ドルを受け取ってくれるものの、人民元との交換レートが悪化した（あるいは等価で交換してくれなくなった）りしているそうです。

このことの持つ意味は、以下の2点に集約されます。

まず、為替政策との関連です。香港－中国間でヒト・モノ・カネの往来が活発化すればするほど、香港ドルと人民元の為替レートは安定していた方が便利ですが、現実には、香港ドルは米ドルとの連動を維持し、人民元は管理フロートに移行しました。香港ドルの連動対象を米ドルから人民元に切り替えたり、あるいは香港ドルを廃止して香港域内に人民元を流通させたりすれば、上記(1)・(2)の問題は起こらなくなるでしょう。こうした為替政策の問題については、後ほど述べたいと思います。なお香港では逆に、人民元を受け取る小売店等が増えていますが、これは人民元改革前から既に始まっている現象です。すなわち、人民元の先高観からというよりは、香港を訪れる旅行者の過半を中国人が占めるよ

うになったという実態に即した措置でしょう。

次に、実体経済への短期的な影響です。(1)は、香港ドルを人民元に交換すれば済む話しですので、手間はかかるようになりますが、少なくとも景気への短期的な影響という意味ではあまり重要な問題ではありません。(2)は、要すれば人民元高による輸入物価上昇の一環です。香港の居住者による中国での支出は、統計上は中国からの旅行サービスの輸入に該当します。輸入物価上昇の問題については、財貨や旅行以外のサービスを含め、後ほどまとめて検討したいと思います。

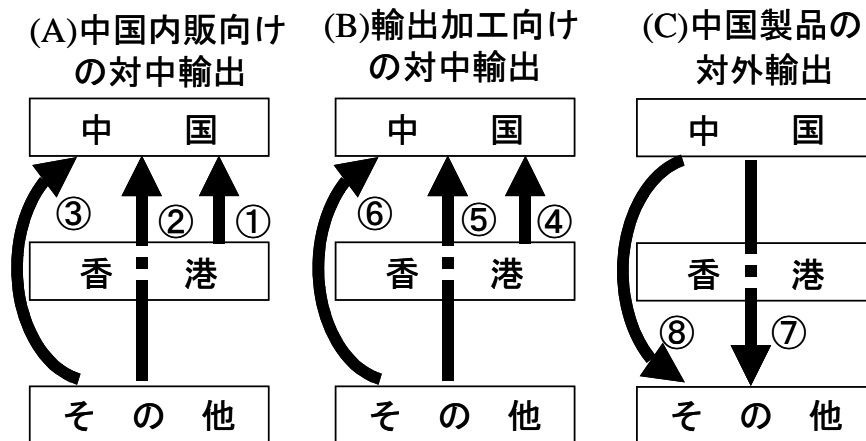
人民元高は中期的には輸出減少要因

次に、人民元上昇が香港の輸出に及ぼす影響について検討したいと思います。自国通貨の下落は、一般論で言えば輸出の増加要因です。このため人民元の上昇は、一見すると香港の輸出増加を促すことになりそうですが、香港・中国間貿易の場合、状況はやや複雑です。以下、検討してゆきたいと思います。

(1) 中国内販向けの対中輸出

まず、人民元上昇は中国の購買力を高めますので、中国内販向け製品については、香港の輸出にとり増加要因となります。内販向けの①地場輸出と②再輸出のほか、③オフショアの対中輸出も増加します(図表4)。オフショア貿易は香港の居住者が仲介する取引で、第三国で生産された財貨を、香港で税関を通さずに積み替えた上で最終目的地に輸出するか、あるいは香港を全く経由せずに最終目的地に輸出します。香港の税関を通過しないため、香港の財貨の貿易統計(通関統計)には計上されませんが、香港の居住者が取引を仲介した場合、その手数料はオフショア貿易サービスの輸出として計上されます。製品の最終需要地が香港ではないという点において、オフショア貿易は再輸出と似た性質を持っています。

図表4 財貨の対中貿易の概念図



(資料) みずほ総合研究所

(2) 輸出加工向けの対中輸出

人民元が米ドルに対しても上昇し、さらにユーロや円などに対しても上昇すれば、中国の輸出にとり減少要因となります。このため、中国での輸出加工を目的とした部材については、香港からの対中輸出に悪影響をもたらすでしょう。すなわち、図表4の④地場輸出、⑤再輸出、⑥オフショア貿易サービスの輸出に対しては、人民元上昇は減少要因となります。

なお、昨今の中国における所得増加を反映し、内販関連の①～③の合計は、輸出加工関連の④～⑥の合計を上回っています(図表5)。

図表5 人民元上昇と香港の各輸出項目との関係(数値はGDP比)

(単位: %)

(A) 中国内販向け対中輸出		
①	対中地場輸出	1.4
②	対中再輸出(マージンのみ)	8.2
③	対中オフショア貿易サービス輸出	2.2
	合計	11.8
(B) 輸出加工向け対中輸出		
④	対中地場輸出	1.6
⑤	対中再輸出(マージンのみ)	4.7
⑥	対中オフショア貿易サービス輸出	1.3
	合計	7.6
(C) 中国製品の対外輸出		
⑦	中国製品の再輸出(マージンのみ)	11.9
⑧	中国製品のオフショア貿易サービス輸出	6.7
	合計	18.5

- (注) 1. データは、05年10～12月期から06年7～9月期までの1年間の平均。ただし③・⑥・⑧は、04年のデータでサービス輸出の内訳を算出し、それを最新のサービス輸出に乗じて算出。
2. 対中オフショア貿易サービス輸出は内販向け・輸出加工向けの内訳が開示されていないため、③・⑥は全体を②・⑤の比率で配分した。
3. ⑧は中国製品の比率が開示されていないため、再輸出に占める中国製品の割合を全体に乗じて算出。
4. 再輸出のマージン比率は全体平均を用いた。
5. これらのデータの多くは、上記の通り特定の前提を置いて算出したものであり、厳密な数値ではない。

(資料) 香港政府統計處

(3) 中国製品の対外輸出

ここでさらに考えなければならないのは、人民元の上昇は、香港の対中輸出だけでなく、中国以外の国・地域への香港の輸出にとっても減少要因となることです。これは、中国製品を⑦再輸出したり、あるいは⑧オフショアで輸出したりすることも、香港の重要な機能となっているからです(図表4)。

ここまでの財貨の輸出に関する議論をまとめると、悪影響を受ける輸出部門の方が、好影響を受ける輸出部門よりも大きそうです。

(4) オフショア貿易を除く対中サービス輸出

ここでは、対中サービス輸出（既にみたオフショア貿易サービスを除く）について考えてみましょう（図表6）。船荷への保険や貿易代金の決済など、財貨の輸出と密接に関連するサービス輸出は、貿易量と概ね連動するでしょう。図表6で言えば、⑨、⑩～⑬といった項目のなかの一部です。

図表 6 オフショア貿易を除く対中サービス輸出の内訳（GDP 比）

（単位：％）

⑨	運輸サービス輸出	1.9
⑩	旅行サービス輸出	3.5
⑪	保険サービス輸出	0.04
⑫	金融サービス輸出	0.1
⑬	貿易関連サービス輸出(オフショア貿易を除く)	0.2
⑭	その他サービス輸出	1.0
	合計	6.6

（注）図表5と平仄を合わせるため、データは、05年10～12月期から06年7～9月期までの1年間の平均とした。同期のサービス輸出額に、04年のサービス輸出額に占める対中サービス輸出の割合を乗じた上で算出。

（資料）香港政府統計處

一方、知識集約産業を主体とする香港と、労働集約産業を主体とする中国とは、機能を概ねうまく分担していますが、一部サービス業では激しい競合関係にあります。代表例が華南の物流ハブ（⑨運輸サービス）を巡る競合で、広東省の一部、特に深圳市は、低コストを背景に香港の港湾サービスのシェアを侵食してきました。広州市も、新白雲空港開港で、香港の空運物流サービスのシェアを切り崩すことを目指しています。人民元が上昇すれば、もともとサービスの質では中国に勝る香港が、これらのライバルに対して優位に立つことも考えられます。金融ハブ（⑫金融サービス）を巡る深圳や上海との競合でも似た効果を期待できるかもしれませんが、人民元上昇の影響は、物流ハブを巡る競合に及ぼすほどは大きくないでしょう。

また人民元の上昇は、過半を占める⑩旅行サービス輸出に対しては明らかに増加させる効果を持ちます。中国人旅行者は「強い人民元」を背景に、相対的に割安になった香港への旅行回数を増やしたり、あるいは香港での旅行1回当たりの支出を増やしたりするでしょう³。このほか、⑭その他サービス輸出に含まれる建設サービスや情報サービス等についても、好影響の方が大きいかもしれません。

³ 人民元建ての支出額が一定でも、香港ドルに換算すれば増えるため。

以上をまとめると、人民元上昇は、それによって財貨の貿易量がある程度減少したと仮定しても、香港の対中サービス輸出（オフショア貿易を除く）に対しては、どちらかといえば好影響を与えそうです。

（５）結論

人民元の上昇は、香港の輸出各部門に異なる影響を及ぼしますが、マイナスの影響を受ける部門の方が多そうです。

しかし短期的な影響を考えた場合、本当にマイナスとなるのでしょうか。一般に、中国の輸出は為替レートの影響をあまり受けないと言われています。中国は近年、海外から多数の輸出加工工場を誘致してきましたが、それらがますます本格稼働しつつあるためでしょう。加工度が低く均質な財貨（鉱産物など）の輸出については、他国での代替生産が比較的容易なので為替変動の影響を直ちに受ける可能性があります。それ以外の財貨については、短期間に他国での生産に切り替えるのは、品質や生産能力の面から限界があります。実際中国の輸出は、人民元切り上げ後の06年においても、05年と比べわずかに減速したに過ぎません。このため、図表5の④～⑧といった項目に、短期的に目立って悪影響が出る可能性は低いのではないのでしょうか。一方、旅行サービスや運輸サービスなどの対中輸出については、為替レート変化の影響が比較的早期に期待できます。

中期的には、人民元上昇に伴う悪影響がより顕著となるでしょう。ただ先にみた通り、人民元の対米ドルでの上昇は、中期的にはそもそも不可避です。人民元上昇が不可避であるならば、なるべく早い段階で漸進的な上昇が始まることは、長い目でみて香港にとりむしろ良いことと言えるのではないのでしょうか。それに合わせ、香港企業が従来以上に、財貨の内販向け対中輸出や対中サービス輸出に力を入れてゆけば、産業構造の転換はスムーズに進むでしょう。こうした漸進的な人民元高が現在進まなければ、将来急激な人民元高がもたらされる恐れがあり、もしそうなれば香港経済に大打撃が及ぶでしょう。

物価上昇は不可避だが、強く警戒する必要はない

次に、香港の中国からの輸入について考えてみたいと思います。人民元高・香港ドル安は、中国からの輸入物価上昇を招き、インフレ要因となります。

まず、香港の内需供給に占める中国からの輸入の割合はどのくらいあるのでしょうか。明確なデータはありませんが、一定の前提を置いて計算したものが図表7です。これによると、内需の23.5%を中国から輸入した財貨が、5.7%を中国から輸入したサービスが占めており、合計すると約30%です。すなわち、人民元が香港ドルに対し5%上昇し、その上昇分が全て価格に転嫁されたと仮定すれば、内需デフレーターは1.5%ポイント上昇する計算です。

さて、内需デフレーターが実際に1.5%ポイント上昇すれば、人民元上昇の影響は決して小さいとは言えないでしょう。ただし、人民元上昇分が全て価格に転嫁されることはあり

ません。

図表 7 内需規模と中国からの輸入

(単位:億香港ドル・%)

内需	中国からの輸入	
	財貨	サービス
1,276,972.0 (100.0)	373,059.8 (29.2)	300,523.5 (23.5)
		72,536.3 (5.7)

- (注) 1. 計算方法は以下の通り
 内需：GDP－輸出＋輸入
 財貨の輸入：中国からの輸入額×全体平均の内需向け輸入比率（約26%）
 サービスの輸入：サービス輸入額×04年時点のサービス輸入に占める中国の割合
 2. データは05年10～12月期から06年7～9月期までの合計。
 3. 財貨の輸入については上記の前提を置いており、厳密な数値ではない。

(資料) 香港政府統計處

まず、価格に転嫁しなければならないのは中国で加えられた付加価値部分だけで、中国が海外から輸入する部品、原材料、エネルギー、設備、消耗品、特許料などの価格は米ドル建てで（すなわち米ドルに連動する香港ドル建てでも）変化しないはずで

次に、企業努力により生産性を向上させることで、値上げ幅をある程度抑えることも可能でしょう。買い手（香港の輸入者）の価格交渉力が強ければ、売り手（中国の生産者）は利益を削ってでも値上げ幅を抑えざるを得ないケースもあるでしょう。

さらに、品目によっては、輸入先を中国からその他の国・地域に変更することもできます。例えば、観光に伴う旅行サービスの輸入では、中国への旅行が割高と感じれば、観光旅行先を世界中のどこにでも変更できます。運輸サービスなどサービス輸入の一部については、香港の域内生産で代替できるかもしれません。

以上を考慮すると、5%の人民元上昇による物価上昇は、企業や家計にもそれなりに実感されると思われますが、強く警戒しなければならないほどではないと考えられます。足元で香港の物価が比較的安定していることや、原油安が進んでいることなども考慮すれば、人民元上昇を起点とする輸入インフレが、07年に経済に深刻な影響を及ぼすことはないでしょう。

中国への資金流出について：①あまり活発でない理由

昨今の人民元上昇をみて、香港ドルの所有者が、雪崩を打って人民元買いに走るのではないかとの懸念を聞くことがあります。人民元は米ドルに対し上昇し続けるとの見方が有力視されていますが、香港ドルは1米ドル＝7.8香港ドル付近に固定されていますから、香港の為替政策に変更がなければ、人民元は香港ドルに対しても上昇し続ける可能性が高いと言えます。状況的には、大規模な香港ドル売り・人民元買いが発生しても良さそうです。

しかし、そうした現象が起こるには人民元の取引が自由化されていることが前提となりますが、現実には、人民元の取引には規制が残っています。香港で購入できる主な人民元

建て資産としては、NDF、H株、人民元預金といったところが挙げられますが、それぞれについて考えてみましょう。

(1) NDF

NDFは、為替先物取引の一種です。詳細は省略しますが、NDFの為替レートよりも、決済時点の直物相場が元高であれば人民元の買い手に利益が、元安であれば買い手に損失が発生します(図表8)。決済方法は、米ドルによる差金決済です。例えば、決済時点の直物相場がNDF購入時点の為替レートよりも元高になれば、人民元の売り手が買い手に損失部分のみを米ドルで支払います。このNDFを考えるうえで、以下の2点が重要と思われます。

図表 8 NDFによる人民元投資の損益例と決済方法

現在のNDF 為替レート	投資額	決済時の直物 為替レート	損益		決済方法
			買い手	売り手	
USD1=7.5元	USD\$1,000	USD1=7.0元	USD71.43	▲USD71.43	売り手が買い手にUSD71.43を支払う
USD1=7.5元	USD\$1,000	USD1=8.0元	▲USD62.50	USD62.50	買い手が売り手にUSD62.50を支払う

(注) 1. 決済方法欄の売り手・買い手は、それぞれ人民元の売り手・買い手を指す。

2. 議論を単純化するため、金利、銀行のマージンなどについては捨象。

(資料) みずほ総合研究所

まずNDFは、既に将来の元高を織り込んだ為替レートで取引されているということです。しかも、NDFを利用するには銀行にマージンに支払わなければなりません。従って、NDFによる人民元買いで利益を出すことは至難です。多くの投資家にとり、さほどの魅力はないでしょう。

次に、NDF市場で人民元高が進んでも、それは香港から中国への資金流出を意味するわけではないということです。もう少し具体的にみてゆきましょう。NDFの取引自体は、人民元の売買を伴いません。既にみた通り、損失を出した投資家から、利益を出した投資家に差金の米ドルが渡されるだけです。理屈の上からは、先物で元高が進めば、裁定取引により直物での元買いが促されるはずですが⁴、人民元の取引は規制されているので、こうした裁定は殆ど働きません。すなわち、NDF市場で人民元が上昇しても、基本的に中国への資金流出にはあまり結びつきません。

⁴ 現物が1香港ドル=1元、先物が1.2香港ドル=1元、金利は中国・香港とも0%であったと仮定する。直物で香港ドルを売って人民元を買い、先物で香港ドルを買って人民元を売れば、決済時点で0.2香港ドルの利益が無リスクで確定する。こうした裁定取引が行なわれるのであれば、先物相場での人民元上昇は、直物相場での人民元上昇を促すはずである。しかし、人民元の直物取引は規制されているので、そうした裁定は基本的に働かない。

(2) H株

H株は、中国本土の企業が香港で上場している株式です。H株自体は香港ドル建てですが、株価の裏付けとなる資産や企業収益は人民元建てですので⁵、実質的には人民元に投資しているのと同様の効果が期待できます。

ただし株価は、為替レートだけでなく、企業収益と金利にも大きな影響を受けますので、そもそも株式は人民元の上昇期待だけに着目して買うべき金融商品ではありません。いくら人民元が上昇しそうでも、株価が割高と思えば買わないでしょう⁶。その意味で、人民元上昇を期待する投資家の受け皿としては、自ずと限界があります。

なお、H株自体は香港ドル建て資産ですので、既発行のH株を購入しても香港ドル売り・人民元買いは発生せず、従って香港から中国への資金流出には結びつきません。中国への資金流出が発生するのはIPO（新規公募）や公募増資の際で、中国企業によって調達された香港ドルは、多くが人民元に交換される可能性があります。ただしIPOや公募増資は、香港が中国企業に対し資金調達の場所を提供しているだけであって、投資家は香港だけでなく世界中に存在します。莫大な資金が中国に流れるのは事実ですが、同時に莫大な資金が世界中から香港に流入しているはずで、つまり香港から中国への実質的な資金流出は調達額の一部に過ぎません。

(3) 人民元預金

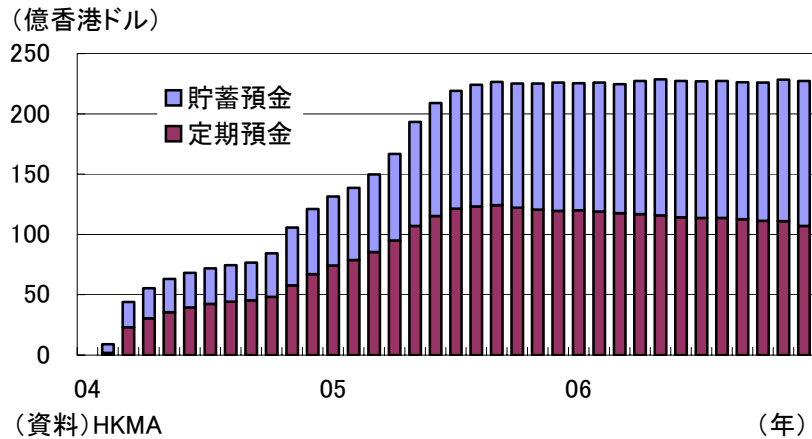
人民元預金が最も一般的な人民元投資の手段でしょう。04年の創設以来、人民元改革が発表されるまでは残高が大きく伸びてきましたが（図表9）、その後は頭打ちです。

では、どうして人民元預金は伸び悩んでいるのでしょうか。まず、香港ドル預金に比べ、金利が2%ほど低いことが挙げられます。図表10は、人民元の上昇ペース毎に、人民元預金の利回りが香港ドル預金をどれだけ上回っているかを示していますが、金利が低いため短期的に香港ドル預金以上の利回りを実現するのは難しいのが実情です。4.5%のペースで人民元が上昇すると仮定すると、HSBCの人民元貯蓄預金の利回りは、6ヶ月間預け入れれば香港ドル預金を0.45%ポイント上回ります。しかし、実際に4.5%のペースで人民元が上昇する保証はないわけですから、さほど旨味のある投資とは思えません。

⁵ 中国企業も海外資産を保有し、海外で収益を上げるケースがあるので、厳密には全てが人民元建てということではない。

⁶ 中国の不動産も基本的には同様で、為替レートのみに着目して買うべき投資対象ではない。また、外国人による取引は規制されている。香港上場のリートであれば取引に規制はないが、現状GZ Iリート1銘柄しかないため、規模があまりに小さすぎる。

図表 9 人民元預金の推移



図表 10 人民元預金の香港ドル預金との利回り格差

(単位：%、%ポイント)

(A)HSBCの場合				(参考)			
	人民元預金 期間(月数)	人民元上昇ペース(年率)			人民元 金利	香港ドル 金利	為替 マージン
		4.0	4.5	5.0			
貯蓄預金	1	▲ 10.55	▲ 10.12	▲ 9.68	0.450	2.250	1.0794
	3	▲ 2.24	▲ 1.76	▲ 1.28	0.450	2.250	
	6	▲ 0.04	0.45	0.94	0.450	2.250	
	9	0.70	1.19	1.69	0.450	2.250	
	12	1.07	1.57	2.06	0.450	2.250	
定期預金	1	▲ 10.69	▲ 10.26	▲ 9.82	0.575	2.500	
	3	▲ 2.42	▲ 1.94	▲ 1.46	0.575	2.550	
	6	▲ 0.15	0.34	0.83	0.700	2.600	
	12	0.82	1.31	1.81	0.700	2.750	

(B)東亜銀行の場合				(参考)			
	人民元預金 期間(月数)	人民元上昇ペース(年率)			人民元 金利	香港ドル 金利	為替 マージン
		4.0	4.5	5.0			
貯蓄預金	1	▲ 4.31	▲ 3.84	▲ 3.37	0.500	2.750	0.4970
	3	▲ 0.31	0.18	0.67	0.500	2.750	
	6	0.71	1.21	1.70	0.500	2.750	
	9	1.06	1.55	2.05	0.500	2.750	
	12	1.23	1.73	2.23	0.500	2.750	
定期預金	1	▲ 4.14	▲ 3.67	▲ 3.20	0.680	2.750	
	3	▲ 0.24	0.25	0.74	0.680	2.850	
	6	0.83	1.32	1.82	0.740	2.875	
	12	1.22	1.72	2.21	0.740	3.000	

- (注) 1. 金利は、いずれも2万円の預金が前提。人民元の定期預金は6ヶ月が最長。
 2. 為替マージンは往復で、投資元本に対する割合。
 3. いずれも07年1月19日時点の数値。

(資料) HSBC ウェブサイト、東亜銀行ウェブサイト

人民元預金を1年間保有すれば、それなりに目に見える利回り格差を期待できそうです。銀行に支払う為替マージンの存在を考慮すれば、保有期間を長期化すればするほど、この利回り格差は拡大してゆきます。ただし、保有期間が伸びれば伸びるほど、為替リスクがいっそう大きくなることは言うまでもありません。

また、預金口座を通じた人民元の交換が1日2万元までに制限されているため、人民元預金は大口の投資には向きません。無論、毎日2万元ずつ預金してゆけばかなりのボリュームになるかもしれませんが、大変に面倒です。仮に市場環境が急変した場合、1日2万元ずつしか香港ドルに交換できないため、非常に大きなリスクを負うことになります。

しかも、大口かつ中・長期の投資の場合、香港ドル建てのCD（譲渡性預金）や為替基金債券（政府発行の公債）、米国債など、高流動性・低リスク・高金利の金融商品が他にあります⁷。米国債の金利が4%台後半から5%台前半ですから、不確かな人民元高を期待して人民元預金を増やす必要はないわけです。このため、人民元預金の大口預金者数は、ある程度限定されるでしょう。

以上から人民元預金は、小口かつ半年以上という、非常に限られた投資にしか向いていないことがわかります。

なお人民元の現金については、手間を厭わなければ、1日2万元以上を換金することも可能でしょう。ただし金利が付かない分、人民元預金以上に、短期保有では利益が出ません。大口の中長期投資であれば、既にみた通り他に魅力的な金融商品があります。現金は、保管するのも大変です。

（4）結論

現時点においては、香港から中国への大規模な資金流出は発生していません。現状、人民元取引が自由化されていないこともあり、人民元投資にさほどの魅力はないということでしょう。こうした状況は、今後も暫く続く可能性が高いと思われます。

中国への資金流出について：②アジア通貨危機とは状況が違う

ただし今後、中国への資金流出が、いっそう活発化する可能性がないわけではありません。最もありえそうな引き金は、人民元預金の金額規制（1日2万元まで）緩和と、米国金利（及びそれに連動する香港の金利）の大幅低下でしょう。資金流出と言えば、思い出されるのがアジア通貨危機です。当時、香港ドルは投機筋に売り込まれ、香港からは大量の資金が流出、米ドルとの連動の維持が大変に危ぶまれました。結局、米ドルとの連動維持には成功しましたが、その代償として高金利と深刻なデフレを経験しなければなりませんでした。

では、中国への資金流出が加速すると、同じような現象が起こるのでしょうか。結論としては、起こらないと考えられます。もし香港ドルを人民元に連動させようとするれば、人民元の期待上昇率に匹敵するほど金利が上昇するまで（あるいは金利を引き上げるまで）、資金流出が続くでしょう。しかし、香港ドルは米ドルに連動しているのであって、人民元に連動しているわけではありません。人民元の上昇は放置すればいいのです。

⁷ HSBCのウェブサイトによると、CDは通常10万香港ドル（約150万円）から、米国債は3万米ドル（約360万円）から購入できる模様。

確かに、香港から中国への資金流出は金利の上昇要因ですが、香港ドルの取引は誰でも自由です。米ドルに対して上昇し続ける人民元預金が有利ということになれば、海外の投資家も香港ドルを買い、香港経由で人民元預金を増やすでしょう。従って、香港で金利上昇の弊害が出る前に、中国が資金流入の増大に耐えられなくなります。その場合中国政府は、人民元預金に対する規制を強化して事態の沈静化を図るでしょう。

このように、香港から中国への資金流出が、香港ドルと米ドルとの連動を基本とする香港の為替政策の持続性を揺るがすことはなく、また香港の金利を急上昇させることも考えにくいのではないのでしょうか。

為替政策は当面変わらず—将来は可能性あり

人民元の上昇が進行するに連れ、香港の為替政策が変更されるのではないかと、この議論が取りざたされています。以下では、この問題について述べたいと思います。

(1) 香港の為替政策に関する考え方と政策変更の方向性

これまでにみてきた通り、足元の対米ドルでの人民元高は、香港の実体経済にさほど大きな悪影響を及ぼさないと考えられます。また香港の為替政策の持続性を揺るがすものでもありません。すなわち、足元の人民元上昇が、香港に為替政策の変更を迫っているということはなさそうです。

ただし、現行の為替政策を継続できるとしても、長期的にみてメリットが大きいと判断されるのであれば、為替政策を変更する可能性がないと断定はできません。

香港は、世界で最も広く用いられている米ドルと連動させることで香港ドルの利便性を高め、その活用を促してきました。それによって、香港の国際金融センターとしての地位を高めてきたという経緯があります⁸。香港ドルと米ドルを連動させるため、金利を常に米国と連動させなければなりません、実体経済面でも米国の影響を強く受けてきましたので、米国の利上げ・利下げの方向感、それなりに香港の実体経済とも整合性を持ってきました⁹。こうした状況が続く限り、現行の為替政策を変える必要はないでしょう。

しかし、人民元取引が今後自由化され、人民元への需要が飛躍的に拡大すれば、米ドルの需要者に対する利便性のみを重視する必要性は低下してくるでしょう。 やや議論がそれますが、ユーロの台頭にも似た効果があるでしょう。また、香港経済が中国経済との一体感を強め、米国経済から受ける影響が大幅に低下すれば、金利を米国と連動させたままでいると実体経済に及ぶ悪影響が大きくなるでしょう。 もし香港が為替政策を変更すれば、米ドル連動のデメリットが、明らかにメリットを上回ってくる時、あるいはそうし

⁸ 米ドルとの連動は、国際金融センターとしての必須条件ではなかろう。実際、ロンドンを有する英国やシンガポールは、通貨を米ドルに連動させていない。香港ドルの米ドルとの連動は、あくまで香港の国際金融センターとしての地位を高めてきた一要素と考えるべきであろう。

⁹ 実際には、香港と米国の金利は常に連動しているわけではなく、また米国の金融政策が香港の経済実勢とそぐわないことは多々あるが、ここでは議論を単純化した。

た事態が近い将来に予想できる時ではないでしょうか。 具体的には、米ドルとの連動を廃止し、人民元の変動を何らかの形で香港ドルの為替レートにも織り込むということになるでしょう。

そして今後、中国経済がこのまま高成長を続ければ、人民元需要が飛躍的に拡大する時代が到来する可能性はあるでしょうし、また香港経済はいっそう中国経済への依存を強め、両者は一体化してゆくでしょう。こうした傾向が非常に強まれば、究極的には香港ドルを廃止し、香港でも人民元を流通させるようにするでしょう。そうなれば、為替リスクの消滅、中国でそのまま使えるという利便性、金融機関に支払う為替マージンの消滅など、ビジネスや生活上のメリットは大きいでしょう。香港政府の一部高官は、香港基本法（憲法に相当）の条項を盾に、2047年まで香港は独自通貨を持ち続けると主張していますが、あくまでその権利を有しているということであって、香港にとりメリットがあれば、それ以前の段階での人民元流通を妨げる必要はないと思います。

（2）短期的には為替政策の変更はない

それでは、今後2～3年といった短期間で、香港の為替政策が変更される可能性はあるでしょうか。結論としては、可能性はほぼなさそうです。

まず先にみたような、人民元需要の増大という現象がまだ起こっていないため、現状では米ドル需要者の利便性を重視した方が良さそうです。そもそも中国は、まだ人民元取引を自由化していません。香港の実体経済面でも、現時点ではまだ、中国よりは米国の影響をより強く受けているでしょう。

次に、香港政府は香港ドルの米ドルとの連動維持を既に再三表明しており、それを前提にビジネスや投資が行なわれています。急に為替政策を変更すれば混乱を招き、香港ドルに対する信認が失われ、国際金融センターとしての地位が傷つくでしょう。従って、為替政策の変更には、それなりの手順が必要となります。

最後に、人民元取引が自由化されていない現状では、香港ドルが人民元の代理通貨となってしまいます。現時点で為替政策を変更するとすれば、人民元の上昇に合わせ香港ドルも対米ドルで幾分上昇させる方向となるでしょうが、そのような政策変更をすれば香港ドルが投機筋に狙われます。実際、04年に人民元切り上げ観測が高まった際には、香港ドルも切り上げられるとの思惑から、投機筋は香港ドルを買いました。香港政府が香港ドルの対米ドル連動と現行為替レート維持を明確に打ち出し、漸く投機が終息したという経緯があります。

このように考えてゆくと、人民元の取引が大幅に自由化されること、何らかの形で香港政府が事前に為替政策変更の可能性についてシグナルを出すこと、人民元の大幅な割安感が概ね解消されることなどが、為替政策変更の前提となりそうです。

(3) 今後の展望

今後5年程度を展望した場合、おそらく香港経済は中国経済への依存をいっそう強めているでしょう。人民元の取引も大幅に自由化されているでしょうし、また足元で進行中の人民元高傾向は一服し、人民元の大幅な割安感は概ね解消されているでしょう。香港の為替政策変更のための条件は、かなり整ってくると予想されます。

一方、国際通貨としての米ドルの地位は、そう簡単には揺るがないかもしれません。従って、香港ドルを米ドルと連動させることのメリットは、まだかなり残っているでしょう。人民元が貿易決済の通貨や金融資産として台頭してくるには、まだ時間がかかりそうです。また世界経済の動向など、為替政策に影響するその他の外部環境について、5年後にどうなっているかを正確に予測することはできません。

いずれにせよ、今後5～10年程度を展望した場合、香港が為替政策の修正を始める可能性はあるでしょう。ただし先述した通り、唐突な変更はしないと予想されますので、最初は穏やかな政策修正に止めるでしょう（図表11）。そして、技術的に容易なため、人民元を含む主要貿易相手国通貨の動向を加味した、管理フロートへの移行がとりあえずの最終目標となるでしょう。目標相場を開示しないまま、小刻みな為替介入を繰り返す為替政策です。

図表 11 想定される香港の為替政策変更の段階

第一段階：米ドルとの連動を当面維持するが、将来的な為替政策変更の可能性を排除しない旨表明
第二段階：目標相場圏（1米ドル=7.75～7.85香港ドル）の段階的拡大
第三段階：主要貿易相手国通貨（人民元を含む）の動向を加味した管理フロートに移行（目標相場は、設定するが非開示） 対中貿易量の増大に応じて段階的に人民元との連動を強化
第四段階：人民元連動に移行、金融政策で中国と同一歩調
第五段階：香港ドルを廃止、人民元の域内流通に移行

（資料）みずほ総合研究所

香港ドルと人民元との連動には、より高いハードルが必要となります。金融政策が統一されなければならないためです。人民元の取引は香港ドル並みに自由化されている必要がありますし¹⁰、中国と香港との景気の連動性が非常に高まっている必要もあるでしょう。さらに、物価上昇率もある程度収斂しているべきでしょう。欧州の通貨統合を振り返ると、統合の前段階として、長期金利や財政赤字・政府債務残高についても、ある程度収斂させるべき対象となっていました。香港ドルと人民元との連動については、今後10年を見渡し

¹⁰ 詳細については省略するが、取引が自由化されていない通貨（人民元）に、取引が自由化されている通貨（香港ドル）を連動させることは、技術的にかなり難しい。

ても、実現は難しいかもしれません。

香港ドル廃止・人民元の流通に際しては、さらに長期的な視点が必要になりそうです。通貨主権を放棄する以上、香港にとり中国経済と人民元が、非常に信頼できる存在となっている必要があります。中国経済だけではなく、中国の政治的・社会的な問題まで含め、幅広く検討しなければならないかもしれません。いずれにせよ、その実現は遠い先の話しでしょう。

以上