
第8章 香港：高まるペッグ制維持のコスト

第1節 通貨安定を支えたペッグ制

香港は、進出外国銀行数が334行（96年末）でロンドンに次ぎ世界第2位、シンジケートローンの組成ではアジア最大など、アジアでは東京に次ぐ国際金融センターである。73年1月の為替管理制度撤廃後、東南アジア華人の資金が流入、オフショア市場が自然発生的に形成された。その後、極めて自由な市場であることに加え、ハード、ソフトのインフラの充実、低税率などの要因により内外一体型の市場として急速に発展してきた。

香港の金融政策はペッグ制の維持を最重要課題としてきた。ペッグ制の導入は83年10月15日で、その背景には中英間で香港返還交渉が開始され先行き不安から不動産価格、株価が暴落、香港ドルも下落し83年9月24日には対米ドルで史上最安値の9.60を記録したことがある。そのため、香港政庁は変動相場制を廃止、1米ドル=7.8香港ドルで相場を固定し、香港ドルの発券を米ドルで100%裏付けることにより対米ドルレートを維持する新制度を導入した。この制度では発券銀行（香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行、94年5月から中国銀行香港支店が加わる）が、「外国為替基金」への米ドル預託と引き換えに、債務証書を交付され、債務証書相当額の香港ドルを発券できる。外国為替基金管理局（93年より香港金融管理局）は債務証書を上記固定レートで米ドルで償還（無利子）することを保証している。

アセアン4で採用されていた実質ドルペッグ制と香港のドルペッグ制が異なるのは市場介入がなくても裁定取引により1米ドル=7.8香港ドルにほぼ収斂するメカニズムを有している点である。例えば7.6香港ドルのように香港ドル高になった場合、各銀行は発券銀行から1米ドル=7.8香港ドルで香港ドルを購入、外為市場で1米ドル=7.6香港ドルで米ドルに交換することにより1米

ドルあたり0.2香港ドルの差益を得る。これは、市場で香港ドル売り、米ドル買いが行われることなので、香港ドルの供給が増加、金利が低下し、相場は1米ドル=7.8香港ドルの相場に回復する。

84年から94年まで香港ドルの対米ドルレートは公定レートのプラスマイナスの1%以内で推移していたが、メキシコ通貨危機の際は香港ドルは為替投機の対象となり、94年第4四半期の1米ドル=7.73香港ドルから95年1月には7.76まで下落した。このため香港金融管理局は銀行間市場から香港ドルを吸い上げ、香港ドル金利を高めに誘導するとともに外為市場で米ドル売り、香港ドル買いを行い、香港ドルの防衛に成功した。ペッグ制は香港返還交渉が開始され返還後の香港についての不安が高まる中で導入されたことに示されるように政治や国際関係の変化が通貨に及ぼす影響を防ぐ機能を果たしてきた。天安門事件、湾岸戦争、返還をめぐる交渉における中英の対立などの変動要因があった時期においても為替の安定に寄与してきた。経済面では米ドルとのレートが固定されていることにより85年以降のドル安期に輸出が拡大した。また、米ドル建て輸出が多いことから輸出業者らのリスクを軽減したことも輸出増加に寄与した。さらに、通貨の発行が米ドルの裏付けを条件としていることにより、貿易収支、通貨供給などの調整も自動的に行われ、経済の安定的発展が可能となった。たとえば、輸出増加で貿易収支が黒字になり、外貨が流入すれば、発券銀行は香港ドル増発の裏付けになる外貨を十分に保有できるから、通貨供給が増加する。これにより投資と消費が拡大して輸入が増加する。反対に、輸入が増加し貿易収支が赤字になれば、外貨が流出し通貨供給が減少、経済活動が低下して輸入が減少する。一方、ペッグ制の問題点は、米ドル金利に香港ドル金利を連動させざるをえないため、金利政策によるインフレ対策が不可能なことである。インフレ抑制のために金利を引き上げると資金が流入し、結局は金利が低下するからである。

97年7月1日に中国が香港に対する主権を回復した際に、香港、中国双方ともペッグ制堅持を明言している。

第2節 香港からアセアンへの資金の動き

アジア通貨危機の要因の1つとして経常収支赤字のファイナンスが短期資金

で行われたことがあげられている。民間短期資金の流入は特にタイにおいて顕著であり、93年に創設されたバンコク・オフショア市場（BIBF）を通じ経常収支赤字を超える外貨資金が流入、その一部は不動産投資に向かい不動産バブルを引き起こした。こうした海外資金の調達先の1つに香港が数えられる。

西村厚は、タイは香港の国際金融機能を最も有効に活用したと、要旨次のように指摘している。「香港の華人からみるとタイは東アジアの中でも政治的社会的安定が一貫して確保されていたこと、およびタイでは華人の同化が進み政府との緊張も高くなく、香港の次に事業を営みやすかったことから、香港・タイ間の金利差や不動産価格差に応じ資金移動が生じた」特に香港返還交渉時に香港からタイに資金が逃避し、タイは83年のバーツ切り下げ後の外貨危機と不況を回避できたとしている¹。

田坂敏雄の研究によると、タイでは為替管理が緩和された90年代に海外借入および非居住者バーツ建て預金の形態で短期資金の流入が急増している（以下表1参照）。海外借入は89年に前年の6倍に増加、90年は1208億バーツ、91年に1458億バーツに達している。海外借入の約5割は短期資金であり、主な調達先は香港とシンガポールで、合計70%以上のシェアを占めた。シンガポールと香港からタイへ流れた短期資金の流入動機は内外金利差であり、90年3月に3.24%であった金利差は9月には8.13%、91年7月には9.30%に拡大していた。これら資金は製造業、貿易に加え不動産業やレジャー産業にも供給された²。

非居住者バーツ建て預金も89年以降増加が著しく93年には非銀行部門の海外資金流入の46%を占めた（以下表2参照）。内外金利差を利用した短期資金が主で、91年では流入額の83%相当額が同年に引き出され、株式や不動産に向けられた金額は相当な額に達したとみられている。非居住者バーツ建て預金の純流入額に占める香港のシェアは89年17%、90年16%、91年11%で、シンガポール、米国、日本、英国とならぶ主要調達先となっている。台湾人と香港人は非居住者バーツ建て預金を利用して土地投機を行い、当時の台湾、香港の新聞にはタイの不動産の販売広告が多数掲載されていた³。

93年の開設以降、民間海外資金流入の中心的なルートとなったBIBFの資金調達先の中でも、94年3月時点で香港は25%を占め、シンガポール（34%）、米国（21%）と並ぶ主要調達先になっている⁴。

次に、香港のデータ（表3）に基づいて、香港からタイおよび他のアセアン

表1 タイ民間部門への資本流入形態

単位：100万ドル

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
民間部門の資本流入 (ネット) (対GDP比)	883 1.7	3,788 6.0	5,848 8.2	10,983 12.8	10,321 10.5	9,942 8.8	11,016 8.8	14,008 9.8	15,106 9.3
銀行部門 銀行借入 B I B F	239	850	-296	1,603	-253	1,934	1,786 -4,038 5,824	13,773 3,830 9,943	7,801 2,015 5,786
非銀行部門 直接投資 海外借入 証券投資 非居住者バーツ建預金 その他	644 182 -619 499 412 170	2,938 1,082 188 447 860 361	6,244 1,731 1,842 1,429 1,093 149	9,380 2,402 4,535 457 1,336 650	10,574 1,866 5,661 163 2,042 842	8,008 2,017 2,846 531 2,131 453	9,230 1,358 -1,810 4,852 4,246 584	235 174 -5,373 1,110 3,871 453	7,306 215 508 2,387 4,045 151
民間・公共両部門 資本流入 (ネット) (対GDP比, %)	1,083 2.1	3,729 6.0	5,553 7.7	9,739 11.4	11,337 11.5	10,078 9.0	11,250 9.0	14,123 9.9	

(出所) 田坂敏雄(1996)バーツ経済と金融自由化、御茶の水書房
(注) 1995年は8月末現在の数字。

表2 タイの非居住者バーツ建勘定への資本流出入(国別)

単位: 100万バーツ

	1989			1990			1991			流出率(%)		
	流入	流出	純流入	流入	流出	純流入	流入	流出	純流入	1989	1990	1991
米 国	3,859	321	3,538	116,636	111,732	4,904	86,455	83,567	2,888	8.3	95.8	96.7
シンガポール	4,825	634	4,191	8,734	1,760	6,974	103,855	86,053	17,802	13.1	20.2	82.9
日 本	5,644	351	5,293	7,179	881	6,298	17,210	16,054	1,156	6.2	12.3	93.3
香 港	4,891	215	4,676	6,354	821	5,553	41,294	35,754	5,540	4.4	12.9	86.6
イ ギ リ ス	4,772	279	4,493	4,728	640	4,088	31,194	22,147	9,047	5.8	13.5	71.0
台 湾	1,953	46	1,907	2,376	136	2,240	8,163	673	7,490	2.4	5.7	8.2
オーストラリア	1,318	95	1,223	1,231	29	1,202	3,969	1,795	2,174	7.2	2.4	45.2
ド イ ツ	1,032	47	985	1,187	175	1,012	2,299	607	1,692	4.6	14.7	26.4
そ の 他	1,976	178	1,798	2,376	288	2,088	11,645	7,001	4,644	9.0	12.1	60.1
計	30,270	2,166	28,104	150,801	116,462	34,339	306,084	253,651	52,433	7.2	77.2	82.9

(出所) 田坂敏雄(1996)バーツ経済と金融自由化、御茶の水書房

表3 香港金融機関の対アジア主要国純債権額

単位：10億香港ドル

	93年	94年	95年	96年
アジア・太平洋	475	570	645	701
日本	353	387	345	354
タイ	52	90	107	116
韓国	56	85	99	130
台湾	39	42	25	9
インドネシア	13	15	20	17
マレーシア	9	6	5	5
中国	33	5	63	60
フィリピン	(13)	(14)	(11)	2
シンガポール	(122)	(72)	(51)	(52)

(出所) 香港金融管理局

(注) () は債務を示す

諸国への資金移動を概観しよう。香港の金融機関の純債権額はタイに対しては93年520億香港ドル、94年900億香港ドル、95年1070億香港ドル、96年1160億香港ドルと増加が続き、香港からタイに大量の資金が供給されていることを示している。対フィリピンでは95年まで純債権額はマイナスで資金がフィリピンから香港に流入していたが、96年には20億香港ドルの純債権額に転じた。インドネシアに対する純債権額は100～200億香港ドルで推移、96年は170億香港ドルとなっている。対マレーシアでは50億～90億香港ドルの水準で、96年は50億香港ドルと、香港からアセアン諸国への資金供給はタイ向けが圧倒的に多い。96年のアジア太平洋地域に対する純債権額は合計7010億香港ドルで、タイ向けは16.5%を占め、日本向け50.5%、韓国向け18.5%に次いでいる。また、香港の銀行の外国銀行との取引残高(表5)をみると、タイ向け運用は、89年の8億ドルが93年には47億ドル、94年8月末には93億ドルと急増、日本、シンガポール、中国に次ぐ貸付け先となっている。他のアセアン諸国に対しては、94年8月末でインドネシア15億ドル、マレーシア0、フィリピン3億ドルとタイが圧倒的に多い。また、非金融機関向け貸付け残高(表4)でもタイ向けは91年以降40億ドル前後で推移し、日本、中国に次いでいる。

なお、通貨危機表面化後にタイから香港に資金が移動したかどうかは統計が

表4 香港の外国非金融機関向け貸出残高推移

単位：億米ドル

	89年	90年	91年	92年	93年	94年 8月末	年平均伸び率 (%)
アジア／太平洋 韓国 シンガポール 台湾 インドネシア マレーシア フィリピン タイ 中国 日本	665.5 26.8 2.9 5.7 17.4 7.2 9.2 18.5 58.9 466.2	1,188.3 25.1 5.2 5.2 19.3 6.9 6.8 23.8 62.1 972.1	1,655.8 28.0 3.8 4.7 20.4 6.7 4.2 41.1 58.6 1,420.1	1,842.3 31.5 3.3 5.5 20.8 6.8 4.4 45.9 68.6 1,591.9	2,070.8 30.9 3.8 6.4 21.1 7.4 4.1 38.5 69.4 1,821.1	2,294.0 34.8 4.6 7.1 22.1 1.2 4.7 41.1 76.6 2,037.5	28.1 5.4 9.8 4.5 4.8 -30.6 -12.6 17.3 5.4 34.3
米 国	20.1	23.4	35.0	31.6	33.8	61.4	25.1
西ヨーロッパ	55.1	63.1	78.6	75.4	78.3	72.7	5.7
そ の 他	58.0	71.6	95.0	106.1	118.8	132.1	17.9
合 計	798.6	1,346.5	1,864.5	2,055.6	2,301.8	2,560.1	26.2

(出所) さくら総研環太平洋研究センター(1996) アジア新金融地図

(注) 年平均伸び率は89年～94年8月末。

表5 香港の対外国銀行間取引残高

単位：億米ドル

		89年	90年	91年	92年	93年	94年 8月末	年平均 伸び率 (%)
アジア／太平洋	(調達) (運用)	2,293 2,156	3,047 2,626	3,320 2,447	3,336 2,270	3,400 2,105	3,851 2,376	10.9 2.0
韓 国	(調達) (運用)	6 37	10 41	12 55	15 59	15 59	7 71	4.1 14.0
シンガポール	(調達) (運用)	266 213	273 269	268 219	298 217	323 212	320 254	3.7 3.6
台 湾	(調達) (運用)	5 37	9 30	14 52	7 59	8 68	7 71	6.6 13.8
インドネシア	(調達) (運用)	6 1	6 9	8 13	9 16	15 19	12 15	15.5 63.7
マレーシア	(調達) (運用)	2 1	2 1	1 2	0 5	2 9	0 0	-57.8 -24.7
フィリピン	(調達) (運用)	8 13	9 9	8 7	10 3	7 2	6 3	-5.0 -26.2
タ イ	(調達) (運用)	5 8	4 11	4 10	3 17	13 47	13 93	20.5 65.3
中 国	(調達) (運用)	41 42	79 62	78 96	99 104	114 131	146 163	28.8 31.4
日 本	(調達) (運用)	1,898 1,738	2,582 2,119	2,845 1,896	2,831 1,684	2,859 1,477	3,274 1,608	11.5 -1.5
米 国	(調達) (運用)	120 102	127 122	112 130	113 144	117 122	116 134	-0.6 5.7
西ヨーロッパ	(調達) (運用)	462 301	597 336	585 323	570 316	608 318	703 360	8.7 3.7
そ の 他	(調達) (運用)	121 154	132 142	140 181	100 180	94 182	82 151	-7.5 -0.4
合 計	(調達) (運用)	2,997 2,713	3,903 3,226	4,156 3,082	4,118 2,910	4,219 2,727	4,752 3,022	9.7 2.2

(出所) さくら総研環太平洋研究センター (1996) アジア新金融地図

(注) 年平均伸び率は89年～94年8月末。

なく不明だが、一部が香港に流入し香港株式高騰の一因となり、株価上昇で利益確保後、米国などに移動、8月後半の香港株式急落を招いたとの見方もある。

香港金融管理局によると、香港の金融機関の日本に対する債務額は2兆2630億香港ドル（97年8月）に達しており、債務総額の59%を占める。このうち香港からタイなどアセアン諸国にどの程度の資金が流れたかは、統計がなく不明だが、邦銀が香港でこれらの国向けのシンジケートローンを組成することなどから、日本からの資金が香港経由で流れたと金融関係者はみている。

第3節 香港ドルに対する投機

7月2日のタイ・バーツの管理フロート制移行後、アセアン各国通貨は投機筋の売り圧力にさらされた。米ドルとのペッグ制を維持してきた香港ドルも7月、8月、10月の3度にわたり投機筋の攻撃を受けたが、香港金融管理局は素早く対応しペッグ制の維持に成功している。

香港ドルは、返還祝日後に市場が再開した4日から数日間は1米ドル＝7.742香港ドルで推移したが、11日に7.747香港ドルに下落、19日にはニューヨーク、ロンドン市場での香港ドル売りから1米ドル＝7.75香港ドルまで下落した。そのため香港金融管理局は21日に金利の高め誘導を行い、数回にわたり直接介入を行った。ドナルド・ツァン財政長官は2時間で10億米ドルを投入したと述べている。

香港金融管理局の介入により銀行間市場金利は7月24日に7.19%に上昇し、その後も高止まっていたものの、為替レートは1米ドル＝7.740～7.744香港ドル前後で推移していた。しかし、8月15日には投機筋が再び香港ドル売りを仕掛け、1米ドル＝7.7548香港ドルまで下落した。このため香港金融管理局が介入、攻防は19日まで続いた。金利の急上昇により株価は大幅に下落したが、19日には1米ドル＝7.738香港ドルに持ち直し、20日には株価も反発した。

10月には、台湾ドルの下落が引き金となり、投機筋が20日から香港ドル売りを開始した。ドナルド・ツァン財政長官は、「投機筋が21日から猛烈な香港ドル売りを仕掛けてきたため、市場介入と各銀行による香港金融管理局からの香港ドル借入れに対する懲罰的金利の適用からなる香港ドル防衛策を発表、実行に移した」と10月23日に述べている。23日には、銀行間市場の翌日物金利は

300%台に高騰する一方、株価は急落、ハンセン指数は23日には1万ポイントを割りこみ、87年のブラックマンデー時を超える史上最大の下げ幅を記録した。24日には11,000台に回復したものの、翌週の27日には急反落し、株価不安はニューヨーク、東京の両市場にも飛び火、ニューヨークでは過去最大の下げ幅を記録した。香港市場では、28日にも急落、史上最大の下げ幅を更新し、ハンセン指数は一時9,000ポイントを割りこんだ。29日には、ニューヨーク、東京の急反発を受け、株価は反騰、10,000ポイント台に回復している。ドナルド・ツァン財政長官は、ペッグ制の堅持が最優先課題であり、株価暴落などの影響は短期的なもので止むをえないと述べ、董行政長官もペッグ制の堅持を重ねて強調している。

香港の金融当局、中国政府は返還前および後もペッグ制度を堅持すると繰り返し発言した。例えば、ジョゼフ・ヤム香港金融管理局総裁は96年12月に、①600億米ドルを超える外貨準備を保有していること、②ファンダメンタルズが強靱なこと、③投機筋が必要とする香港ドルを融資する意思がないこと、④金融機関は投機筋への融資に伴う市場リスク、金利リスクを承知していること、⑤為替レート安定のための、銀行間市場における短期資金の過不足および金利を効果的に調節する仕組みを有していること、⑥この仕組みが銀行間のグロス同時決済制度の導入により強化されたことから、いかなる投機筋のアタックから香港ドルを防衛できると発言している⁵。

銀行間取引のグロス同時決済制度は96年12月9日に導入されたもので、全銀行が香港金融管理局に香港ドル資金決済口座を開設し、銀行間の資金決済はこの口座を通じて行われる。そのため、香港金融管理局は口座を通じ各銀行の香港ドル資金の動向をモニターできる。香港金融管理局のジョゼフ・ヤム総裁は8月に、「投機に関わっている銀行に対しては（流動性調整信用供与スキームにより貸付けられる短期資金に）懲罰的な高金利を適用することも辞さない」と警告している。

第4節 懸念される国際競争力の低下

香港のファンダメンタルズはアセアン4に比べるとはるかに健全であるが、このところ、悪化の兆しもみえる（表6参照）。香港の外貨準備は9月末で881

表 6 香港の経済指標

		93年	94年	95年	96年	97年
A	GDP成長率 (%)	6.1	5.4	4.7	4.7	5.5
B	貿易収支 (財+サービス) (10億香港ドル)	63.2	12.2	△38.2	△11.9	
	財貿易収支	△29.4	△84.4	△ 151.6	△ 141.9	
	サービス貿易収支	92.6	96.6	113.4	130.0	
C	外貨準備 (10億米ドル)	43.0	49.3	55.4	63.8	66.0 (7月)
D	貯蓄率 (%)	34.6	33.1	31.0	31.0	33.7
E	投資率 (%)	27.6	31.9	34.5	32.0	32.9
F	実効為替レート指数 (輸出ウェイト、83年=100)	122.4	135.3	133.6	135.3	140.1 (8月)

(出所) 1. Census and Statistics Dept., Estimator of Gross Domestic Product 1991 to 1996

2. Hong Kong Monetary Authority, Monthly Statistical Bulletin. 貯蓄率、投資率はADB Key Indicators 1997

(注) 97年は見通し。97年9月末の土地基金を含めた外貨準備額は881億ドルと発表された。

億米ドルと世界第3位の水準にある。1300億米ドルの外貨準備を持つ中国も香港ドル防衛に外貨準備を投入する意向を示唆している。政府財政は返還時に1820億香港ドル(約230億ドル)の余剰金を残している。83年以降94年までは貯蓄過剰が続いており、経常収支は公表されていないが、80年代半ば以降94年までは黒字が続いていたと考えられる。貿易収支では財の収支の赤字をサービス収支の黒字で補填していたが、95年以降財とサービスの合計収支は赤字に転じた。輸出の伸び悩みと新空港建設関連の資本財の輸入増により財の貿易収支赤字幅が拡大したためである。95年は貯蓄率31.0%に対し投資率34.5%。96年は同じく31.0%に対し32.0%と投資超過になっている。97年は再輸出の伸び悩みに加え、観光客の減少などでサービス貿易収支も悪化しているとみられる。

アセアン4と香港を除くNIEsの通貨はいずれも切り下げられ、ペッグ制を維持してきた香港ドルは割高となった。そのため香港の国際競争力は低下し、輸出の受注減などの影響がでている。恒生銀行は、アセアン4向けの輸出の減少と対香港の輸出注文のアセアン4へのシフトにより98年の輸出は減少するが、2%の減少と影響は限定的と推定している⁹。観光についてはアセアン4からの観光客の減少と他のアジア諸国へ観光客が流れることが予想され、返還ブームの反動とあわせ、観光収入は減少しよう。世界的に見ても高かったオフィス

賃貸料、家賃、人件費なども通貨の切り下がった国と比べるとさらに割高になり、ビジネス拠点としての競争力の低下も憂慮される。

香港ドルは東アジアでは唯一、米ドルとのペッグを続けている通貨であり、また実効為替レート（輸出ウェイト）は40%割高となっているなど、割高感が強まっていることが投機対象とされる主な理由である。香港ドル投機の狙いは香港ドルではなく、金利上昇で下落する株が目的との見方がある。しかし、香港の金融関係者によれば、投機筋は通貨または株のどちらか一方のみを対象に仕掛けるのが通例であるとする見方と、金利上昇による株価下落を見越して株式市場で先物を売り利益を確保したという見方がある。

香港ドル防衛のための高金利政策は金融機関の収益を悪化させるとともに不動産市場や株式市場にも深刻な影響を与える。不動産、株式の下落は逆資産効果により個人消費の冷込みを招き97年に入り回復軌道に乗りつつある香港経済を減速させることが懸念される。また、中国企業は香港株式市場への上場により巨額の資金を調達してきたが、株価低迷のため、株式制を導入し、優良国営企業の株式を香港で上場し、資金調達を行う計画にも影響がでよう。政治、経済の混乱から香港ドルと香港経済を防衛してきたペッグ制の利点は極めて大きく、香港特別行政区政府はペッグ制の堅持を強調しているが、アジア通貨危機によってペッグ制維持のコストは高まっている。

（石川 幸一）

（注）

- 1 西村厚、「華僑資本のシフトと円安が引き金となったパーツ切下げ」『世界週報』、97年10月28日号
- 2 田坂敏雄、1996、『パーツ経済と金融自由化』御茶ノ水書房、52～57ページ
- 3 同上、67～69ページ
- 4 同上、94～95ページ
- 5 96年12月の香港上海銀行によるインタビュー
- 6 Hang Seng Bank, Economic Monthly, August/September 1997