

## 修士論文要旨

王イソ (2013M20001)

香港はカレンシーボード制という通貨制度を採っている。1983年に導入されてから2000年代末の世界的金融危機を経て、香港のカレンシーボード制は、様々な変遷を遂げて現在に至っている。そうしたカレンシーボード制が、今日ではどのような特徴と課題を有するのかについて、先行研究では、同制度の内実まで立ち入って詳細な分析が尽くされたとは言えないようである。本論文の目的は、香港のカレンシーボード制のここ20年程の性質変化を解明することである。とりわけ、2000年代中頃から導入された様々な新しい金融調節手段は、マネタリーベースに直接影響を及ぼしていると思われるが、マネタリーベースの変化を本来放置する純粋なカレンシーボード制とは齟齬がある。こうした問題を中心に焦点を当て、香港のカレンシーボード制が、古典的な固定相場制へと均質化している可能性を検討する。

香港通貨制度の略史を概観すると、1863年から、香港当局は銀本位制、イギリスポンド本位制、米ドルに対する固定相場制、変動相場制を採用してきた。ついに、1983年に、1米ドル=7.8香港ドルのレートで「**联系匯率制**」(The linked exchange rate system)が導入され、現在に至る香港貨幣制度の基礎となった。対外依存度が高く、経済規模が小さい国あるいは地域は、自国経済安定のために、当時の主要通貨とリンクして、自国通貨の為替レートの安定維持を一番大事にすることが多い。香港の歴史も、まさにその典型であるといえる。

香港のカレンシーボード制とは、マネタリーベースのいかなる変動も、固定為替レートで同額の特定外貨における外貨準備の変動に一致していなければならない、とする規則に従う制度のことである。純粋な意味でのカレンシーボード制の下では、受動的な外貨の受払い以外は、通貨当局が外国為替市場に関与することは、原則としてない。何らかの原因で為替レートが不安定になりそうな場合には、金利の自動調節メカニズムによって為替レートが公定平価に戻ることができる。香港は、カレンシーボード制度の下で金融政策の自律性を放棄しているかわりに、国際金融都市として自由な国際資本移動を享受しているのである。

しかし、1988年7月15日、為替基金と香港上海銀行との間の新決済制度「新会計制度」の導入が香港のカレンシーボード制を大きく変えた。同制度の導入によって、香港金融管理局は銀行間決済性預金（すなわち中央銀行預け金）を間接的に管理することから、銀行間決済業務を通貨当局に移転し、通貨当局が決済用当座預金を直接管理することになった。また、1992年以降、流動性支援を増やして金利の変動を緩和して、金利をコントロールしようとする行動が見えてきた。これは、本来のカレンシーボード制の主旨、すなわち、金利の安定を犠牲して為替レートを守るという点と相違しているように思われる。

一般的に、金利を安定させる一つの手段は不胎化をすることである。香港では1990年3月から為替基手形、93年5月から為替基金債が発行され、当局がインターバンク市場での

操作を行うツールとなった。これらの売買により、資金の注入または吸収を行い、マネタリーベースを調節した。この時、当局は為替基金証券を利用して不胎化政策をする体制を整えたと言える。また、2005年の目標相場圏制度により、香港ドルの対ドルの変動範囲は7.75-7.85香港ドルだと決められ、香港ドルレートがその範囲を超えそうな場合には、当局は自ら積極的な市場介入すること示した。これは、カレンシーボード制の金利裁定機能がうまくできず、当局は自ら積極的に介入せざるを得ないのではないかと考えられる。カレンシーボード制における一番重要な特徴である自動調節メカニズムの働きが効きにくくなってしまふことから見れば、もはや純粋なカレンシーボード制とは言えないのである。

更に、2010年アメリカのゼロ金利の影響で資金が香港へ流入し続け、当局の米ドル買・香港ドル売介入のため、香港の外貨準備は増え続けた。しかし、ここでは、銀行バランスも増えるはずなのに全然増えていない。それは物価の安定などのために当局が銀行バランスを増えないようにしているという可能性がある。当局は有価証券（EFB/EFN）を売却して銀行バランス減少させつつ、マネタリーベース総額が変化しないように見せている。これは実質的な不胎化介入との見方ができ、香港のカレンシーボード制は古典的固定相場制に均質化していると考えられる。

このように、香港のカレンシーボード制は実質的に変質しているようである。香港ドルの行方に対して、人民元にペッグする、フロート制に移行するなど、さまざまな声があがっている中、このような現行制度が継続するとの予測も多い。筆者は香港が現行制度を維持し続けるメリットは大きいと考えている。過去三十年余、香港はカレンシーボード制を改良しつつ、1997年のアジア金融危機、2008年の世界金融危機、2010年の欧州債務危機を乗り越えてきた。カレンシーボード制に取って代わるより有効な制度がない以上、現行制度の維持が今後とも香港の経済安定の基盤となっていく可能性が高い。香港のカレンシーボード制が変質したことは確実であるが、当局はこのようなカレンシーボード制を維持していくであろうと、筆者は考える。