

香港カレンシーボードの経済学：円の国際化の視点から*

小井川 広 志

I. はじめに

本論文は、香港カレンシーボード制が持つ政治経済学的含意を探ることを目的としている。アジア通貨危機の反省から、ここ近年、東アジア地域では新たな地域的経済秩序を模索する動きが慌ただしくなっている。この地域で突出した経済力を持つ日本には、これにそれ相応の役割が期待されている。実際にも、新宮沢構想、シンガポールとの自由貿易協定締結など、地域的な貿易・投資促進の枠組みづくりが、近年、急進展している。

日本から見て比較的等閑視されがちな香港の経済的役割の重要性を認識することが、本論の出発点になっている。日本と香港は、政策協調の可能性から見て近接した関係にない。実際にも、香港にとって日本は最重要な経済パートナーではない。例えば、香港ドルは、1983年10月以降、USドルへ固定レートでリンクし続け、その結果、香港経済は金融面でアメリカ経済の強い影響下に置かれている。貿易面で見れば、香港は、輸出の33.3%、輸入の43.6%を大陸中国に、輸出の23.8%をアメリカに依存している⁽¹⁾。日本への貿易依存度は、輸出・輸入でそれ

ぞれ5.4%、11.7%に過ぎず、しかもこの数字も近年低下傾向にある。ここからも明らかなように、香港経済は、アジアの中でも相対的に日本経済への依存度が低い地域の一つなのである。香港は、実態として、日本を先頭とする雁行形態型経済発展の序列からはやや外れた位置にある、と判断すべきである。

この事実とも関連して、「円の国際化」の議論は、香港の視点から見れば、ほとんど現実味を持たないことになる。東アジアにおける日本の貢献は、円の国際化を通じて推進されるべきである、とこれまでしばしば議論されてきた⁽²⁾。しかしながら、本論第三節で議論されるように、少なくとも香港は、ペッグ対象通貨をUSドルから円にシフトさせる誘因を全く持っていない。東アジアの一大国際金融センターである香港が、日本円の利用度を高める誘因を持たないのであれば、アジアの別の地域で円の国際化がある程度進んだとしても、その意義は限定的なものにとどまるであろう。アジアにおいて、香港が日本のイニシアティブに対して積極的なコミットの意志を持たない政策協調は、その効果の点で大いに疑問視される。では、香港が堅持するドル・ペッグ制度にはどのような政治経済的誘因があるのか。アジアにおける安定的な国際金融秩序構築に日本が効果的に貢献するため

*) 本稿作成に際し、Hong Kong Monetary AuthorityのMs. Kitty Lai氏より貴重な情報提供を受けた。また、馬淵紀壽氏(本学経済学部教授)より丁寧なコメントを頂いた。記して感謝したい。

(1) 1999年のデータ。以下も同じ。Census and Statistical Department, Hong Kong Govern-

ment.

(2) 関(1995)、Kwan(1998)、Benassy(1999)、島崎(1999)など。

にも、この解明が強く求められる。

以下、第二節では、まず、香港にとってのアジア通貨・金融危機の教訓を総括する。香港政府のアジア通貨危機への対応は、それまでの経済政策の特性を強化する方向で進められた。ペッグ制の維持がその典型である。通貨危機に際して他の東アジア諸国が大きく政策転換を進める中で、このような香港の対応は特異と言える。ここでは、その含意を探っていく。第三節では、香港におけるカレンシーボード制度について概観する。ここでの課題は、なぜ香港がUSドルペッグ制度に固執したか、その背景を明らかにすることである。USドル・ペッグが、現状の香港経済にとって最適な為替制度であることが示されるであろう。この議論をふまえて、第四節では、日本と香港の政策協調の可能性について議論する。日本が比較優位を持たない金融サービスの分野で、香港との国際分業を深め得る可能性を示唆する。最後に、アジアにおける日本経済の役割を批判的に検証し、今後の課題を提示する。

II. アジア通貨危機と香港経済

アジア通貨・金融危機に対する香港政府の対応は、独特であった。周知のように香港は、1997年7月、中国への主権返還を成功裡に終了させた。しかしながら、これに前後して膨らんだバブル経済の揺れ戻しに通貨・金融危機が重なり、同年後半から香港経済は厳しいリセッションを経験した。興味深い点は、その時の香港政府の対応である。それは、周辺諸国に比較して相当にユニークであった。具体的には、以下の3点が指摘できるであろう。すなわち、

(1) 香港ドルは、変動相場制に移らず、USDとの固定レートを堅持した。

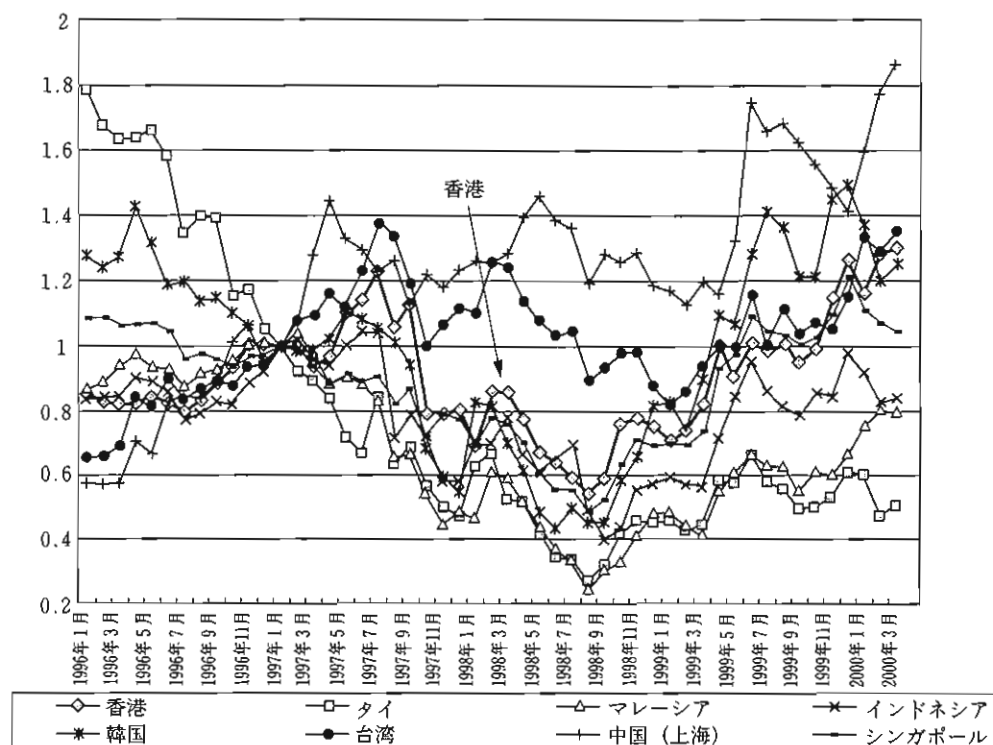
(2) 株価と資産価格の急落という犠牲を払いながらも、ペッグ制の維持を優先させた。

(3) 实体经济の悪化に、香港政府は拡張的な景気対策を採らなかった。

アジア通貨・金融危機に呑まれた他の東アジア諸国は、それまでの実質的なドルペッグからの離脱と平価切り下げ競争を展開し（中国、台湾を除くほぼ全ての東アジア諸国）、IMFコンディショナリティー受け入れのための緊縮財政を進め（タイ、インドネシア、韓国）、あるいは為替取引規制を強化して国内資本市場の国際市場からの遮断を図り（マレーシア、中国）、積極的な財政発動によって需要を喚起する（マレーシア、中国）など、危機打開のための能動的対応をはかった。これに比較すると、香港政府の通貨危機に対する対応は極度に保守的に見える。むしろ何もしないことに、固執しているかのようにも映る。この背景には、香港独自のLaissez-Faire経済政策の伝統が影響を与えていたことは疑い得ない。あるいは、中国返還直後の時期に、急激な政策転換をはかることは、香港の対外的信頼性を失墜させる、との政治的配慮が働いた可能性も否定できない。

しかしながら、香港政府がこれまでの経済運営に自信を持っていたことが、この対応の基本的な要因である。アジア通貨危機の自国への波及は不可避的であるが、それが、これまでの経済政策の失政の結果でなければ、慌てて政策転換する必要はない。香港政府は、通貨危機を香港経済に本質的な構造的矛盾の現れ、とは認識していなかったのである。

香港において、通貨危機のダメージが小さかった訳ではない。実態はむしろ逆である。例えば、香港金融管理局が通貨防衛を優先した結果、香港域内のインターバンク金利は急上昇することになった。1997年10月には、域内金利は



第1図 通貨危機前後のアジア各国の株価の推移（1997年1月=1.00）

一時オーバーナイトで280%にまで跳ね上がった。その反動として、香港域内の資産価格、株価は大幅な下落を余儀なくされた。第1図にもあるように、通貨危機後の恒生指数は、ピークだった返還直後と比較して、約半分の水準に落ち込んでいる。金利が高騰した事に加え、住宅ローンの融資に金融機関が慎重になった結果、不動産価格についても急落が見られた。1998年の最初の10月間で、アパートとオフィスの賃貸料でそれぞれ36%、34%の下落、オフィスと商業スペースの販売価格でそれぞれ45%、47%の下落を記録している⁽¹⁾。確かに、香港経済にとって通貨危機のダメージは大きかったと言える。

しかしながら、香港は、これまでも経済的パ

(1) Hong Kong Annual Report 1998.

ニックを幾度となく経験してきた地域である、という歴史を思い起こすべきである。第1表にあるように、過去の経済危機の引き金は、アメリカの高金利、天安門事件、世界不況など、政治的な要因から景気循環的な要因まで幅広い。世界経済の攪乱によって香港経済がダメージを受けるという風説が流布されると、恒生指数はそれに敏感に反応して乱高下を繰り返してきた歴史がある。ところで、これらの諸要因は香港政府の経済政策の致命的な失策ではなく、外的環境の単なる短期的変動による外生的ショックに他ならない。したがって、そもそも香港自身による予防と対応には限界がある。また、外的環境の変化が構造的なものでない場合、政策の過剰反応は好ましい結果をもたらさない。現実にも、ある程度の時間を要すれば、香港経済はこれらのショックからこれまで完全に回復して

第1表 過去の経済危機下におけるハンセン指数の変化

期間	高値	底値	高低差	背景
1964-67	103.5	60.2	-41.80%	政治混乱に続く銀行危機
1973-74	1774.9	150.1	-91.60%	石油危機と不況
1981-83	1810.2	676.3	-62.70%	中英交渉に伴う将来不安
1987	3949.7	1894.9	-52.10%	世界的大不況
1989	3309.6	2093.6	-36.80%	天安門事件
1994-95	12201.1	6967.9	-42.90%	USと香港での高金利
1997-98	16673.3	8121.1	-51.30%	アジア通貨・金融危機

(出所: Jao (1999) p. 163)

きている。香港財閥の多くが、過去の経済危機中の機転によって、自らのビジネス規模を拡大してきた事実も興味深い。香港にとっての経済危機とは、このように、そのダメージを是が非でも緩和すべき対象というよりは、散發的にやってくる単なるビジネス環境の変調、と認識されている可能性がある。

香港政府の景気対策が不十分なものであったとしても、それが香港の経済危機を増幅したとは考えられない。香港ドル防衛から、香港では金利が急上昇し、これが実体経済へのダメージを増大させたのは事実である。しかし、金利の上昇は、香港ドルをリンクに止めておいたことがその主要因ではない⁽²⁾。一般に、通貨アタックを受けた国々が破局的な通貨暴落を食い止めるためには、金利引き上げでこれに対抗せざるを得ない。これは、為替の切下げ期待により、オープン金利裁定で、より高い金利が要求されるためである。実際、第2図で明らかなように、ドルペッグから離脱して変動相場制に移ったアジア国々の金利変動は、実に香港以上であった。結局のところ、各国が採用している為替相場制

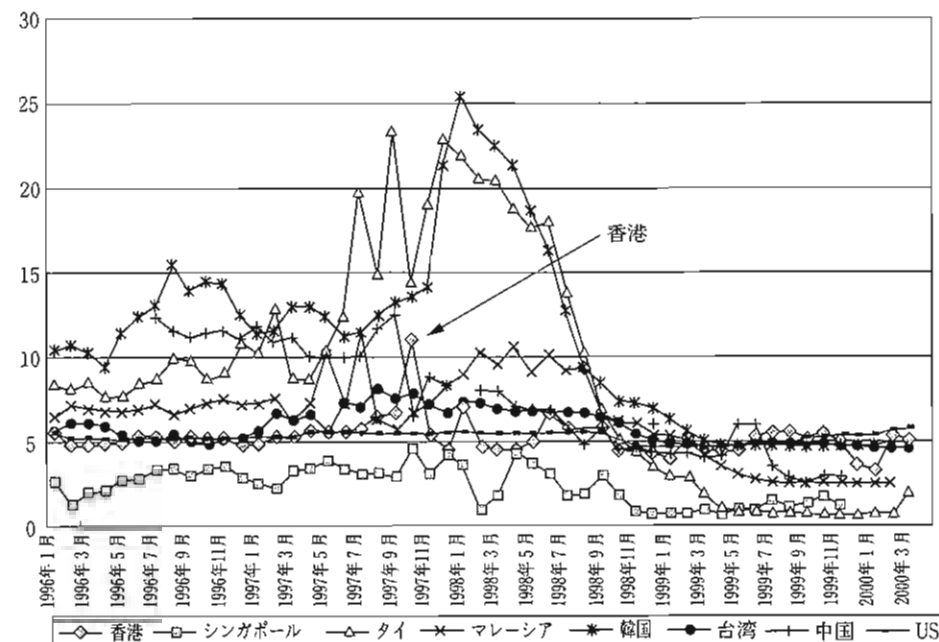
(2) ある研究によれば、香港の金利上昇は、ドルペッグから離脱せざるを得ないほど、国内経済に負担をかける水準ではなかった (Tsang (1999))。

度のタイプにかかわらず、今回の通貨危機は同じ金利上昇のインパクトを与えたのである。

他方、固定相場制をとる香港では、対外不均衡は国内均衡の犠牲によって回復されなければならない。したがって、財政発動による景気刺激策が効果を持たないことは、理論的にも明らかである。実際に、通貨・金融危機への香港政府の対応は、拡張主義的な景気刺激策に頼らず、ミクロ的個別分野で徹底された。すなわち、不動産、観光、金融などの重要産業において、規制緩和と市場の整備が進められた。不動産分野では、例えば分譲フラットの完工前の予約販売制度を緩和し、これまでの15ヶ月前から20ヶ月前に引き延ばし、需要喚起を狙った。観光分野では、台湾人観光客に7日間までのノービザ滞在を許可、また大陸からの観光客枠も3割ほど拡大した。これらのいずれも、個別分野において以前から議論されていた規制緩和策を、通貨危機を契機に前倒しで実施したものには他ならない。

香港政府が、景気対策を全く行わなかった訳ではない。その一例として、今後5年間の累計で2350億香港ドルの支出が計画されている大規模公共事業が、香港でも予定されている⁽¹⁾。こ

(1) この総額は、香港史上最大規模と言われた新空港



第2図 通貨危機前後のアジア各国短期金利の推移

れにより、約10万人の新規雇用が見込まれる。これは、直接的には失業対策としての性格が強い。このプロジェクトは、主要道路網の整備、鉄道敷設、埋め立て、公共住宅、上下水道整備などから構成される。しかしながら、注意すべきでは、これらのプロジェクトは、やはり通貨危機以前に計画されていた Territorial Development Strategy の前倒しに過ぎない、という点である。このように、通貨危機は、香港政府の経済運営のこれまでの方針に、本質的な反省を迫ったものではなかった。

通貨危機に直面し、香港政府が最も重視して整備を進めた分野が、金融インフラの領域である。先進諸国の主要銀行の支店が香港に集積し、アジア有数の国際金融センターの機能を果たしている。このことは、これまでも香港の金融インフラが効率的であったことの証左である。高

建設プロジェクトの総額を50%も上回っている。

い付加価値を産み出す金融サービス業を、香港の比較優位産業としてより一層発展させることの意義は、言うを待たない。香港政府は、域内の金融インフラを一層改善し、香港の国際的評価を高めるための好機として、むしろアジア通貨・金融危機を位置付けようとした、と認識すべきである。それは、次の諸点からも推察される。

金融インフラは、ハードとソフト両面から考える必要がある。ハード面において、香港では、以前から電気通信網が整備されてきたが、近年ではIT技術を積極的に活用し、その効率化と低廉化を進めている。また、1990年にCMU (Central Moneymarkets Unit) サービスが、1996年にはRTGS (Real Time Gross Settlement) 制度が開始されるなど、アジアの他の地域に先駆けて制度面での金融インフラの整備も進んでいる⁽²⁾。ソフトの面では、公正で透明性の

(2) アジアにおけるRTGSの導入は、韓国(1994

ある法治主義、政策変更を最小限に抑える政府、有利な法人税制度、ビジネスノウハウを持つ国際的人材の蓄積、中国ビジネスの窓口としての地政学的位置など、香港に特異的な政治・経済体制が、金融インフラの蓄積に有利に作用してきた。香港は中央銀行を持たないが、1993年には香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority) が発足し、香港域内の金融秩序の安定と発展を一元的に監督している。

制度の透明度が高く、経済のファンダメンタルズも健全であり、金融システムも安定していた香港が金融危機に襲われたということは、アジア通貨危機の異常性を物語るものである。香港金融管理局では、危機当初よりこのような認識が支配的であった (Yam (1998 a))。したがって香港では、危機に徒に翻弄されることなく、むしろこの機会に乗じて域内の金融インフラを改善し、香港の国際的評価を高めるための好機として、アジア通貨・金融危機を位置付ようと努力した。具体的には、RTGS 制度の強化 (九龍に支援センターを設立)、小切手決済の短縮化、CMU サービスにおける引受通貨の拡大、Convertability Reserve の創設などである。また、1997年には HKMC (Hong Kong Mortgage Corporation) を設立し、モーゲージローンの手続き簡素化や抵当物件市場の創設などを進め、資金の流動化促進を狙った。98年以降には、インターバンク市場へのレポ取引の導入や資金流動性に関する情報開示が強化された。これらの改善策を総括すれば、一つには、透明性の確保と外為基金の活用によりカレンシーボード制の強化を図り、香港ドルの信認性を堅持し

年)、タイ (1995年) が香港に先立つ。シンガポールの RTGS 導入は 1998 年であった。(にちぎんクオターリー 2000 年冬季号)。

ようとすること、二つには、香港ドル防衛の過程で不可避的な香港ドルショートに対抗するため、考えられる限りのあらゆる金融的手法を使ってインターバンク市場で資金の流動性を増強し、流動性危機の緩和をはかろうとすること、の二点に集約される (Yam (1998 a) (1998 b))。

以上から、我々は次のような疑問に行き当たる。アジア通貨危機が、香港経済に与えたダメージは大きい。この時香港は、この危機を契機に、むしろ域内の金融インフラ整備のスピードを速めた。興味深い点は、この時、香港金融管理局が徹底的に固定レートの維持に固執した点である。香港金融管理局は、株価の買い支えというレッセフェールの原則を犯してまで、固定レートの維持を優先させた⁽¹⁾。この独特な政策対応の背景を知るには、香港が採用しているカレンシーボード制の機能を理解しておく必要がある。そこで、次には節を改めてこの問題を概観することにしよう。

III. 香港におけるカレンシーボード制の含意

香港は、カレンシーボード制 (通貨評議会制) と呼ばれる為替相場制度を採用している。これ

(1) 香港は、1997年10月、1998年8月の二度にわたり、国際投機筋からの大幅な香港ドル売りアタックを受けた。後者の場合には、いわゆる「ダブルプレイ取引」により株価が急落、これに対抗するために香港特別行政区政府は、株式市場の直接介入を行った。主要な株価買い支えのために投入された資金は、総額 1,180 億香港ドルの規模に及んだ。こうして取得した株式は、1998年10月に設立された外為資金投資有限公司で管理され、1999年11月より徐々に株式の売り渡しが再開された。この間の動向は、真家 (1999) に詳しい。

は、自国通貨の対外価値を安定化させるために、一定の公定平価で、自国通貨を準備通貨にベッグ (釘付け) させる制度である。この制度では、当局が定められた公定レートで、自国通貨と外国通貨の交換を無制限に引き受けることになっている。その一方、一般的な固定相場制度は、政策当局が、積極的に為替市場に介入してレートを一定に維持する制度である。このように、両システムは、厳密な意味では同じものではない。だが、どちらの制度も、金融政策の自律性が制限されること、通貨防衛に際し国内金利が変動することなど、制度のメリット・デメリットの面で類似点が多い。ここでは、カレンシーボード制を固定相場制の一類型と認識して議論を進めていく。

カレンシーボード制度を採用している国は、近年ではごく僅かに限られる。この制度は、英連邦植民地を代表として、かつて世界各地で広く採用されていた。しかし、戦後植民地が独立し、宗主国からの経済的自立を志向する過程で次々と放棄されていった。現段階でカレンシーボード制を維持している主要国・地域としては、香港以外に、バミューダ、ケイマン諸島、フォークランド、ファロエ諸島、ジブラルタル、アルゼンチン、ラトビア、エストニアなどが挙げられるにすぎない⁽²⁾。カレンシーボード制は、このように世界的にもその採用が珍しいシステムである。その主な目的は、経済的に強く依存する大国に、自国経済を受動的にリンクさせるための手段として利用されている。

香港の場合、特定の国との経済的依存関係を強化する手段として、カレンシーボード制に固執しているとは考えられない。香港のカレンシーボード制は、これまでも、いく度かの中

(1) 最近、アルゼンチンはこの制度から離脱した。

断や、英ポンド・リンクからの離脱などを経験してきた。しかし、このシステムが戦前より長く維持されてきていると言うことは、この制度が香港の経済構造に、何らかの意味で整合的であった、と解釈すべきである。香港では、むしろ自国の経済厚生を引き上げる何らかの積極的な役割を、カレンシーボード制度に期待しているとも読みとれる。では、どのような意味で、このシステムは香港経済の機能維持・発展に貢献しているのだろうか。

香港ドルは、USドルにリンクしている。周知のように、1983年10月に始まる香港ドルのUSドルリンクの直接の契機は、新界租借期限の終了をめぐる政治的混乱による歴史的偶然の所産に他ならない。しかしながら、香港経済が、実質的なUSドル通貨圏の中に置かれているという点は、アジアの中で特殊である。通貨危機以前、他のアジア通貨が多かれ少なかれ日本円の変動との連動を示す中で、これと無関係な通貨は、香港ドルとインドネシア・ルピアのみであった⁽²⁾。また、アジア通貨・金融危機下にあつて、多くの東アジア諸国が実質的ドル・ベッグから変動相場制に移行するなかで、香港金融管理局は、固定レートによるUSドル・リンクに固執し続けた。しかも、前節でみたように、通貨危機以降、カレンシーボード制にはむしろ機能強化の動きが見られる。カレンシーボード制の機能それ自体に関する研究、特に批判的検討は既にくつか公表されているが (白井 (2000)、Tsang (1999) など)、不思議なことに、香港金融管理局がこのようにカレンシーボード制を堅持する政治経済的構造に関する本格的な研究は、筆者の知る限りこれまで試みられていない。

(2) Kwan (1998) P. 571.

この問題を理解するには、次のように段階的に整理して考える必要がある。すなわち、①香港にとって、固定相場制、なかでもカレンシーボード制はなぜ望ましいのか ②リンク先通貨として US ドルは最適なのか ③現行の 1 US ドル=7.8 HK ドル水準は適切か、といった問題である。以下、これらを順に考察していこう。

§ 1. 固定相場制度 vs 変動相場制度：小国のケース

21 世紀の将来、各国が選択する国際通貨制度は、完全な自由変動相場制か通貨同盟のどちらかに二極分化していくであろう、と推測されている (Eichengreen (1994))。この主張に代表されるように、望ましい国際通貨制度に関する近年の論調は、一般に、変動相場論者 (Friedman (1953), Frenkel (1987) ら) か、固定相場制支持者 (McKinnon (1996 a, 1996 b) ら) の 2 つに大別される。現実には、固定相場制と変動相場制の中間形態、例えば管理フロート制などを採用している国も数多く存在している。しかし、これらの管理通貨制度は、維持にコストを要する一方でその便益が小さいと考えられている。実際にも、ダーティーフロート制に甘んじていたアジア諸国の為替制度は、この命題が教える通り、通貨危機の中で次々と放棄されていった。

それでは、固定相場制と変動相場制の選択は、どのような基準に基づけば良いのであろうか。これは、各制度のコスト・ベネフィットの関数として単純化すると明解であろう。固定相場制度の便益としては、取引費用の除去と国際市場からの不安定因子の遮断、がしばしば主張される。さらに、相場を一定に維持しなければならないルール遵守から、経済政策の節度が遵守される点も、副次的な便益といえる。その一方で、

金融政策の自律性が奪われること、内外均衡の自動調整が存在しないこと、などは固定相場制のコストとして考慮しなければならない。

ところで、固定相場制度のコスト・ベネフィットを決定する説明変数の一つは、経済の開放度である。最適通貨圏理論によれば、対外開放度の高い経済は、通貨統合によるコストが相対的に小さく、逆に便益は大きいとされる (例えば、De Grauwe (1994))。固定相場制とは、別の国の通貨に自国通貨を統合することであるから、その国との最適通貨圏を形成することを意味する。つまり、小国経済ほど、固定相場制度を採用する経済的インセンティブが高い、ということになる。香港は、言うまでもなく対外開放度が著しく高い小国であり、したがって、固定相場制の便益がコストを上回っているケースに該当する。以下では、香港のケースを具体例として念頭に置き、便益とコストの観点から、固定相場制度の是非を検討していこう。

香港において固定相場制度が正当化される第一の根拠は、香港の高い貿易依存度である。変動相場制度の下では、レートの変動が輸入財価格を変動させる。他方、固定相場制では、為替変動による輸入財価格の不安定性は回避される。日用品から高級品まで輸入に依存する香港では、輸入財価格安定の恩恵は大きい。もし、このような経済が変動相場制を採用した場合、相場の上下が直接的に国内物価の変動に直結し、資源の最適配分を損なう可能性がある。

第二に、香港に特殊な事情として、固定相場のインフレ抑制効果が考えられる。香港のインフレ率は、アジア地域の中でも比較的高い。理論的には、このような国は、低インフレ国の通貨とリンクすることで、インフレ抑制効果を期待できるとされている。固定相場制度の下で物価が上昇した場合、輸出財の価格競争力が減

少し、成長率が低下する。その結果、域内でデフレが進行することにより、物価抑制効果を持つ。他方、変動相場制下では、インフレは自国通貨を切下げるので、新たな輸入インフレを誘発してインフレの悪循環が形成されてしまう。なお、香港のインフレは深刻な構造的問題であるので、後に小節を改めて取り上げる。

では、ドル・ペッグを堅持している香港では、実際に、固定相場制のメリットをどのように評価しているのだろうか？ その根拠を、香港金融管理局総裁 Joseph Yam 氏は、次のように述べている。

確実なことは、このような対外向け経済活動に従事しているビジネスマンは、多くの国際的取引から生ずるカレンシー・リスクに大変鋭敏になっていることである。彼らは、自国通貨と、業務で取り扱っている他の通貨との交換レートが、透明で予測可能であることを、明らかに望んでいる。両替商ビジネスに従事している人々に限っては、変動相場がもたらす不安定性に期待することが理解されうが、しかし、おそらくビジネスマンは、固定相場を、変動相場よりも好ましいものと考えているだろう。為替レート不安定性によって利益が上下することは、当然ながら心地よいものではない。このような不安定によって、人々はこれから先の業務の計画を立てることが難しくなる。かかる状況下において、慎重なビジネスマンは、相当のコストを負担して為替リスクをヘッジする以外に対応策はない。海外向け業務に携わっているビジネスマンにとって、信頼性を有する固定相場制度によって、為替リスクが除去されることは、明らかに利益をもたらす。(Yam (1998 b) Sec. 4)

HKMA が想定する固定相場制度のメリットとは、ここから示唆される限りでは、為替リスクの除去、が主眼目である。対外依存度の高い香港では、確かに、国内外相対価格を安定させ

ることにより、多くの便益を得るであろう。

しかしながら、HKMA が主張するこの根拠には、いくつかの疑問が残る。まず第一に、近年の実証研究によれば、為替リスクの存在は、少なくとも実物面において、国際貿易の主要な阻害因であるとは言いきれない⁽¹⁾。これは、為替予約、海外ネットワークの拡充など、企業の為替変動への対応力が増強されてきたためである。この場合、ヘッジに要する費用が問題となるが、これは、いわば輸送費に相当し、その高低が香港経済の成長を損なうほどの重大性を持つとは考えられない。あるいは、その費用は、むしろ部分的に国際金融センターである香港金融業の重要な収益源となっている可能性もある。

第二の理由としては、例えば為替リスクの阻害効果を認めたとしても、ペッグの対象を US ドルとすることで、香港は為替リスク回避の便益を部分的に損なってしまっている可能性がある。この問題は、すぐ後の US ドルリンクの根拠のところ、再度検討する。

ところで、自国通貨を特定国の通貨にリンクさせることによって発生すると考えられるマイナスの側面も無視できない。しかしながら香港では、以下に示すような理由でそのコストが相対的に極小化されていると考えられる。以下では、US ドルリンクのマイナス面を、順に評価していこう。

(1) Bailey (1987) は、OECD 11 カ国のデータを用い、殆どの場合、為替変動が輸出成長率を低下させていない事実を示した。Sercu & Vanhulle (1992) の理論モデルにおいても、この因果関係は不明確とされる。先進国のデータを用いた Qian & Varangis (1994) の研究では、為替レートのヴォラティリティは、輸出を抑制する場合も、促進する場合もある、という実証結果が示されている。

固定相場制のマイナス面の第一は、外的なショックなどで経済的調整が必要とされる際に、それが国内調整を強いる点である。例えば、海外市場で自国財に対する需要が突発的に減退した場合、固定相場制の下では、外需の減退により国内景気の低下を余儀なくさせる。このデフレ効果によって失業率が上昇し、賃金の低下が物価下落を引き起こす。物価の全般的下落によりようやく自国財が国際競争力を回復し、ショック前の均衡水準に回復する。変動相場制であれば、かかる短期的不均衡は、為替レートの適切な変更によって調整されることになる。

香港が固定相場制を採用している限り、雇用調整などのコストの発生は不可避的である。しかしながら注目すべきは、この調整コストが、香港では私的にも社会的にも、相対的に僅少となっている点である。まず、香港の労働市場は高度に流動的であり、失業に対する個々人の対応は柔軟である。香港域内における産業構造の劇的な変化と大陸からの不断の労働力流入にもかかわらず、80年代後半からの失業率が常に2%を下回っている点からも、香港の労働市場のダイナミズムは明らかである⁽¹⁾。また、本来は望ましいことではないが、香港では失業保険の整備が遅れ、失業発生時の社会的コスト負担も大きなものではない。労働市場の柔軟性とレッセフェールの経済政策の二つの理由により、香港は、固定相場制を相対的に低い負担で維持可能である、という結論に達する。

(1) 白井(2000)は、香港のカレンシーボード制からの離脱を推奨し、その一つの理由として、香港労働市場の硬直性を指摘している。しかし、Suen & Chan (1997)では、香港の労働市場はアジアのなかでも最も活力に富んでおり、特に80年代後半以降、構造調整に迅速に対応してきた柔軟性が定量的に示されている。

第二に、一般的に、完全に自由な資本移動を認めているため、固定相場制によって金融政策の自律性が損なわれる、という問題、いわゆる Management Problem (Williamson (1995)) が懸念される。一例として、景気対策として貨幣供給を増加させた場合、金利の低下によって資本が当該国から流出し、マネタリーベースが減少する。この結果、初期の貨幣供給量増加の効果は瞬時に消滅してしまう。他方、変動相場制の下で同様の金融緩和を行えば、利子平価を維持するために為替レートの減価を誘って、資本流出が抑制される。その結果、輸出増加によって有効需要が増大し、景気対策の目的が達成される。

しかしながら香港では、これらの不備は全く問題ではない。香港では伝統的に、財政・金融政策を景気対策の手段として殆ど利用していなかった事実を想起すべきである。香港の財政政策は、市場の失敗を補完するための公共財の供給に専念してきた。他方、金融政策は、健全なマクロ経済環境の維持に目的を限定している。このように、固定相場制のコストとして問題視される金融政策自由度低下のコストは、香港の場合、全く深刻でない。その一方で、固定相場を維持するために、香港では財政規律を遵守しなければならず、結果的に、これが香港ドルへの信託を高めているとも考えられる⁽²⁾。

以上より明らかのように、固定相場制を維持することにより香港が抱えるコストは、香港経済の特殊性から相対的に小さなものにとどまっている。その一方で、固定相場制は香港にとっ

(2) 為替市場の安定を図るためには、市場介入ないしは目標相場圏のような形で相場を誘導しようという発想よりは、健全なマクロ経済の安定を図る、もしくはそうした政策意図を鮮明にすることの方がはるかに早道である(菊地(2000) P. 163)

てメリットが大きい。固定相場制を維持する事による最大のメリットは、香港経済に対する対外的な信託が確保されることである。自らの通貨価値が不安定な国が、国際金融センターとしての信頼性を維持、発展させることは不可能である。アジア通貨危機下にもかかわらず、香港金融管理局は、通貨価値の安定を最優先させた。ここから、香港金融管理局の決意は、香港経済への信頼性を大きく高めた点で高く評価されよう。

§2. USドル・リンクの論拠

続いて、ペッグ先の通貨としてUSドルが望ましいか否かを考察しよう。ペッグ先通貨として望ましい通貨とは、本来、貿易依存度が最も高い国の通貨でなければならない。輸入財価格の安定が固定相場制の一つの論拠であるから、その効果が最大に発揮されるには、貿易依存度の高い国とのリンクが要求されるためである。香港の場合、これに該当する国は、アメリカではなく中華人民共和国である。したがって、この観点からすれば、USドルリンクは正当化されない。

USドルとのリンクは、物価変動の側面で香港経済に負担を与えている。その一つとして、これが、香港におけるインフレ率の乱高下を助長している可能性がある。この事実は、第2表からも示唆される。この表は、香港のインフレ率をアイテム毎に要因分解したものである。これから明らかのように、1980年代における香港物価上昇率の主要因は、食料品価格の上昇であった。周知のように、香港は食料品の大部分を中国大陸からの輸入に依存している。80年代後半、USドルは人民元に対して大きく切り下がり、これが輸入食料品の価格上昇を招いた。当時の香港のインフレは、USドル・ペッグがも

第2表 香港・物価上昇率の要因分析

	1987-90	1990-93	1993-96
食品	46.35	36.64	29.02
住居	17.06	30.72	35.73
光熱費	2.48	1.92	2.50
嗜好品	1.94	3.67	1.63
衣類	5.37	4.10	6.13
耐久消費財	2.95	1.52	1.70
雑費	5.15	4.51	4.35
交通費	8.21	6.94	7.30
他サービス	10.49	9.99	11.63
	100.00	100.00	100.00

(出所) Hong Kong Census & Statistics より筆者計算

たらした輸入インフレ的性質が強かったと解釈できよう。その一方で、昨今のドル高傾向は、香港経済に逆にデフレ効果を与えている。物価安定のためのペッグ制であるが、ペッグ対象国、つまりアメリカとの貿易依存度が低いために、香港では無用の輸入財価格の乱高下が引き起こされている可能性は否定できない。

リンク先通貨がUSドルになっていることは、別の問題を深刻化させている可能性もある。USドルの相場は、アメリカ政府の無節操な経常赤字垂れ流しの結果、投機が頻発し、他の通貨、特に日本円との関係においてここ近年大きな変動を経験している。結局、いずれか一つの通貨とのリンクを維持することは、それ以外の通貨との為替リスクが発生することにつながる。対外貿易取引に占めるアメリカの割合は、香港の場合、周辺のアジア諸国と比較しても、決して高いものではない(第3表参照)。したがって、為替リスクを回避する目的であれば、貿易取引の少ないアメリカ通貨とのリンクは、本来、むしろ不自然なはずである⁽¹⁾。

(1) これには、次のような反論も聞かれよう。すな

第3表 香港の貿易パートナー（比率）

	1983	1984	1985	1986	1987	1990	1992	1993	1994	1995	1996
輸入											
中国	24.4%	25.0%	25.5%	29.6%	34.7%	36.8%	37.1%	37.5%	37.6%	36.2%	37.1%
アメリカ	10.9%	10.9%	9.5%	8.4%	9.5%	8.1%	7.4%	7.4%	7.1%	7.7%	7.9%
日本	23.0%	23.6%	23.1%	20.4%	21.3%	16.1%	17.4%	16.6%	15.6%	14.8%	13.6%
台湾	7.1%	7.8%	9.0%	8.7%	9.9%	9.0%	9.1%	8.8%	8.6%	8.7%	8.0%
地場輸出											
中国	6.0%	8.2%	11.7%	11.7%	14.3%	21.0%	26.5%	28.4%	27.5%	27.4%	29.0%
アメリカ	42.0%	44.5%	44.4%	41.7%	37.3%	29.4%	27.6%	27.0%	27.7%	26.4%	25.4%
日本	3.7%	3.7%	3.4%	4.0%	4.9%	5.3%	4.7%	4.3%	4.7%	5.1%	5.3%
ドイツ	7.7%	7.0%	6.2%	7.2%	7.7%	8.0%	6.8%	6.3%	5.8%	5.3%	5.4%
イギリス	8.2%	7.6%	6.6%	6.4%	6.6%	6.0%	5.4%	4.8%	4.6%	4.7%	5.0%
再輸出先											
中国	21.6%	33.6%	43.7%	33.4%	32.9%	26.8%	30.7%	33.4%	34.1%	34.5%	35.2%
アメリカ	14.3%	14.5%	14.0%	18.2%	17.8%	21.2%	21.5%	21.9%	22.2%	20.8%	20.4%
日本	5.6%	5.5%	5.2%	5.4%	5.3%	5.9%	5.4%	5.4%	5.8%	6.3%	6.8%
ドイツ	1.4%	1.3%	1.5%	2.3%	3.2%	5.7%	4.8%	5.0%	4.4%	4.1%	4.0%
再輸入元											
中国	35.0%	33.7%	32.9%	42.1%	46.1%	58.1%	58.4%	57.6%	57.6%	57.2%	57.6%
アメリカ	10.7%	10.2%	9.0%	8.5%	7.4%	5.9%	4.6%	4.5%	4.6%	5.0%	5.2%
日本	20.7%	22.4%	21.4%	15.2%	13.5%	10.2%	12.3%	13.4%	12.9%	11.7%	10.9%
台湾	4.6%	6.1%	9.1%	7.1%	6.9%	7.3%	7.9%	7.9%	7.6%	7.5%	6.9%
韓国	2.4%	2.8%	3.5%	2.9%	3.4%	2.8%	2.8%	2.6%	2.9%	3.4%	3.2%

出所：Hong Kong Annual Digest of Statistics

以上の指摘からも明らかなように、香港ドルとUSドルとのリンクの正当性には、いくつかの面で疑問の余地がある。にもかかわらず、香

わち、香港の貿易取引はUSドル建てが多く、そのため、USドルペッグは為替リスク回避に十分効果的である、と。実際に、JETROの資料に依れば、東アジア域内での貿易決済には、ドル建てが主体であるという（NIESで58.9%、ASEAMで82.0%）。実際には、香港の貿易取引のうち、どの程度の割合がUSドル建てかは不明であるが、かなりの程度のドル建て決済が行われていると推察される。しかしながら、取引がUSドル建てであっても、これはリスクがどちらかに取引相手に転化されただけに過ぎず、依然存在する為替リスクが貿易取引抑制的に働くことは疑いない。

港金融管理局はなぜUSドル・リンクに固執するのであろうか。

香港が、アジアの国際金融センターとしての信頼性を維持、発展させるには、香港ドルの通貨価値の安定が前提となる。香港は、将来的に、債券市場の育成を最重要課題の一つにおいている（Yam (1997 a) (1997 b)）。今後ますます増大していくであろう中国大陸でのインフラプロジェクト・ファイナンスのために、特に香港は、アジアの国際金融センターとしての優位性を十分に発揮するであろう（Yam (1999), Wang (1999)）。この時、国際的な金融仲介業務が円滑に進むためには、香港ドル建ての資産価値が安定的でなければならない。逆に、香港ドルの

相場が乱高下するようであれば、リスクに敏感な投資家は、投資を手控えることになるであろう。このことから、USドルが世界の基軸通貨であるという理由で、おそらく香港はこれとのリンクを選択していることになる。

中国大陸への高い貿易依存度にもかかわらず、香港ドルが人民元にペッグされない原因は、以上より明らかである。香港ドルのリンク先通貨の決定には、香港ドル資産価格の安定が最重視されているためである。人民元は、1993年によく対外レートが一歩化され、現在でも厳しい為替管理下にある。94年には大幅な切り下げが敢行され、また、通貨危機の最中にも、常に再切り下げの噂が絶えなかった。人民元は、このように信頼性が未だ十分に確立されていない通貨である。価値の未だ不安定な通貨に対して自国通貨をリンクさせることは、香港にとって致命的である。この基準から見れば、人民元が香港ドルのリンク先通貨として選択される可能性は乏しい。

他方、世界の余剰資金の多くの部分は、USドル建て資産で運用されている。かかる現状に互して、国際資金を香港に集積させるには、香港ドルをUSドルとできるだけ無差別な水準にまで信頼性を高める必要がある。

この認識が正しいとするならば、通貨バスケット制も、香港にとって魅力的な為替政策ではない。通貨バスケット制は、バスケット対象通貨の変動によって自国の通貨価値も調整される。通貨価値の変動は、国際資金移動に対して一般に抑制的に作用すると説明される。また、公定パリティが実質パリティと乖離しその調整にタイムラグが生じる場合、その間隙を狙って投機アタックが仕掛けられる可能性も残されている。したがって、通貨バスケットの採用が、そのメリットとされる通貨アタックの回避には

必ずしも結びつかない。さらに、通貨バスケットのウェイトは、通常貿易取引のウェイトで規定される。香港最大の貿易相手国は中国であり、中国の通貨人民元がUSドルにリンクしている現状では、通貨バスケット制の下でも、それは実質的にドルリンクと同値である。このように、通貨バスケット制によって香港の利得は少なく、むしろ不利益を被る可能性が大きい。香港は、現状のドル・リンクの堅持を国内外に明示することで、政策の信頼性を維持した方が、得るものが大きい。日本円へのリンクはもとより、インデックスによって通貨価値の微調整を必要とする通貨バスケット制も、この基準を満足できない。したがって、USドル・リンクが香港にとって最良の為替政策となる。

厳しいリセッションの最中にもかかわらず、香港金融管理局は、USドル・リンクに関して、「現状でも全く問題はなく、むしろ最善の状況」と断言している。この点に関して、香港金融管理局は次のように説明している⁽¹⁾。まず、香港は表面的には大陸中国への貿易依存度が高いものの、中国の対米輸出のうち香港経由による比率が高いという事実、人民元が事実上USドルにリンクしている現状、などを考慮すると、貿易バスケット基準から見てもUSドル・リンクは正当化されることになる。一国両制の原則を守る上でも、香港ドルが人民元にペッグすることになれば、社会・政治的にも大きな論争を巻き起こすことになるであろう。もちろん、この理由は経済的理由からは離れている。

HKMAの公式見解を見る限りでは、近い将来、香港ドルをむしろ切り上げることにより実質所得の上昇を意図しているふしがある。この

(1) 以下の説明は、香港金融管理局からのヒアリング（2000.7.20.）による。

認識が正しいとするならば、切り下げ競争が構造化されているアジア諸国の通貨をバスケットに加えた場合、この意図が達成されない。香港ドル価値の調整は、外国為替市場それ自体ではなく、労働市場、財市場などの国内調整によって達成される。HKMAの目指すところは、呼び込んだ国際資金を香港域内で運用し、その金融サービスから発生する付加価値が、国内調整のコストを上回るような経済構造を作り出すことであって、その逆ではない。通貨価値を安定させることで、国際金融センターとしての香港の信頼性を維持・向上させるためにも、USドル単独通貨へのリンクは、それなりの根拠を持っていると言えよう。

§3. 香港ドルは割高か？

カレンシーボード制に対する批判は、現行のUS\$1=HK\$7.8という水準が香港経済にとって割高である、という点で最も激しい。域内の持続的なインフレーションと周辺アジア諸国の為替切り下げにより、香港ドルに相対的に割高感が生じ、これが香港経済の対外競争力を大きく損っている、という批判である。かかる香港の高コスト生産構造を回避するためには、ベッグ制からの離脱か、香港ドルの切り下げが必要である、とこれまで強く主張されてきた。

経済状況に応じて平価が自在に変更可能であれば、先述の理由から、香港ドル価値の維持を最優先しようとするカレンシーボード制のメリットが失われる。したがって、平価の調整機能をカレンシーボード制に期待してはならない。現行のUS\$1=HK\$7.8は香港経済には負担が大きく、これを自動調整する機能が欠落しているのであれば、カレンシーボード制は香港にとって不適切なシステムということになる。つまり、ここでの批判は、単に香港ドルの

対USドルベッグ水準を問題視したものにとどまらず、カレンシーボード制の是非に関わる批判と認識すべきである。

この批判に対する模範的な解答は、以下のようになろう。香港では、実物面での長期的な調整機能によって、均衡が回復されることを期待している。割高な香港ドルは、香港の輸出競争力を削ぎ、香港では景気後退が余儀なくされる。失業率は上昇し、貸金率が低下して、域内の全般的な物価水準が下落する。その結果、香港の価格競争力が回復し、対外均衡が回復するであろう、というシナリオである。しばしば長期に渡るこのような構造調整は、香港経済にとっては明らかに負担であるが、このシナリオに従えば、固定相場制から生じるコストの大小は、実物面での調整速度いかに、ということになる。

香港金融管理局は、このような自動回復機能に期待しているだけでなく、為替変更に伴う次のような破局的なシナリオ回避の意味でも、相場の維持を優先していると考えられる⁽¹⁾。US\$1=HK\$7.8の固定水準から、香港ドルが変動可となった場合を考えよう。この場合、香港ドルが変動相場制下にあった1983年以前の悪夢が思い起こされる。この教訓によれば、香港は、対外開放度が高く、しかも小国であるので、為替変動が大きく振幅する可能性がある。特に、経済状況が良好でない場合にこそ切り下げ圧力が高まり、これが輸入インフレを引き起こして、香港の国際競争力を引き下げる悪循環に陥る可能性を持つ。繰り返しになるが、香港は短期・長期資本の運用によってベネフィット

(1) 同じく、ヒアリングでのリプライ。また、2001年6月に始まったアルゼンチンの金融危機も、カレンシーボード制離脱が引き起こす以下のシナリオに従ったものである。

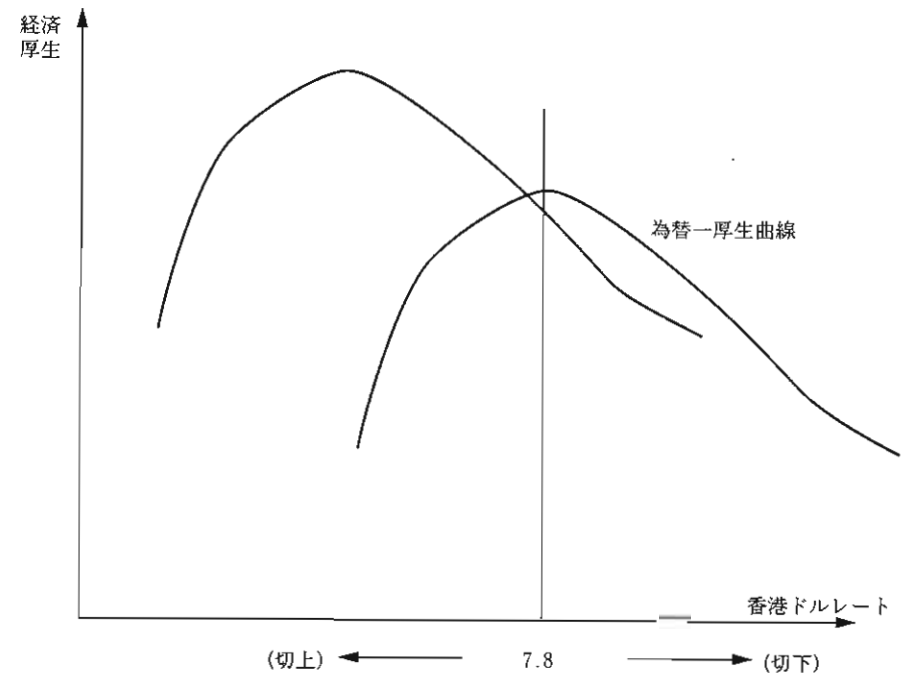
を得ている。したがって、通貨価値の安定性が失われれば、香港は対外的な信頼性を失って、国際金融センターとしての優位性を長期的に失うことにつながる。レート変更による短期の不確定なメリットが、長期の確実なデメリットを埋め合わせられない。したがって、レート水準如何にかかわらず、平価の変更は絶対に避けなければならない。

では、現行のUS\$1=HK\$7.8は果たして割高なのであろうか。そもそも為替レートとは、低ければ低いほど望ましいものではない。ここでは、以下に提示するような仮説に従い、香港ドルの最適水準に対する議論を整理したい。

為替レートと経済厚生との関係は、おそらく第3-1図のように描けるはずである。平価を徐々に切り上げていけば、その経済は対外競争力を失う。逆に切り下げは、交易条件の悪化を引き起こし、どちらも経済厚生が低下するであろう。

すると、設定される固定レートには、各経済の生産性や経済構造、特性に応じて、どこかに厚生水準を最大にする最適水準が存在するはずである。したがって、為替レート・経済厚生曲線は、図のように上に凸の形状を持つことになる。注意すべきは、山の頂点の軌跡は、一般に右下がりの形状を描くことである。その理由は、財・サービスの生産効率が上がり、以前より割高な為替レートで厚生最大化を達成できる経済は、より低い為替レートの最適水準で甘んじていた経済状態よりも、厚生優位でなければならないからである。

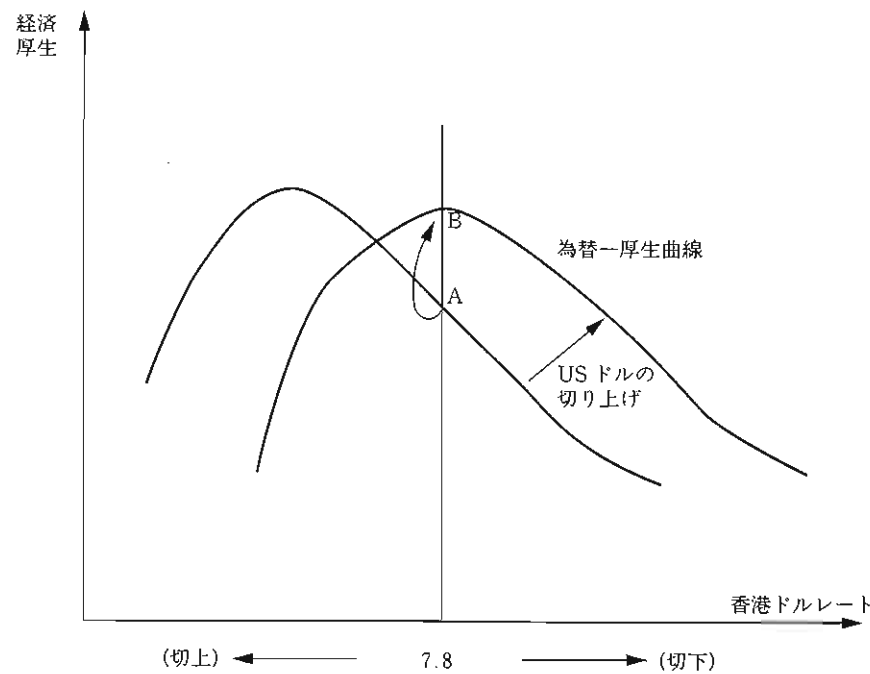
最適ベッグ水準は、歴史的にみて相対的なものにすぎない。香港ドルのUSドル・ベッグ水準が決定された1983年は、中英交渉の混乱で香港ドルが最も切り下げられた瞬間である。その結果、当時の議論は、US\$1=HK\$7.8の水準は香港ドルを「過小評価」したものである、



第3-1図 最適相場仮説（香港のケース）

という批判が支配的であった (Peebles (1988) など)。その後、USドルが他通貨に対して全般的に切り上がっていったために、香港ドルの実効為替レートは切り上がっていった。その結果、US\$1 = HK\$7.8という水準は取り立てて問題視されず、したがって香港ドルレートは、その期間、最適水準の近傍にあったと認識してよいであろう。第3-2図は、この間のUSドルの切り上げが香港の厚生水準を高めたメカニズム (点A→点B) を、図式的に示している。

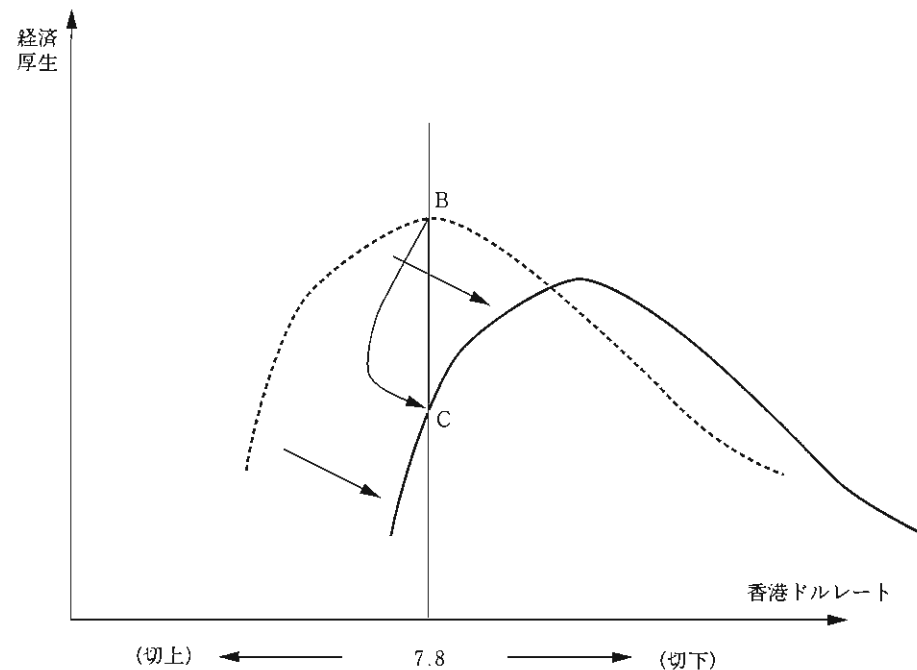
同じ考え方を使って、通貨危機に前後して進んだ香港ドルの過大評価過程を解釈できる。通貨危機以前、特に中国返還直前のブーム期には、香港域内の高い物価水準が問題視されるようになった。特に、香港都市部における近年のオフィス・レンタル料の高騰は、香港のビジネスコストを割高にしている。また、アジア通貨危機以降は、香港以外のアジア通貨が大幅に切り下げ



第3-2図 最適相場仮説 (USドル切り上げのケース)

られ、香港ドルの割高感が一層顕在化してきた。これらの諸変化は、第3-3図中の為替-厚生曲線の右シフトとして描くことができる。香港ドル水準を7.8に留めおくことにより引き起こされる経済厚生低下 (点B→点C) が、明示的に示されている

経済厚生回復には、二つの方法が考えられる。第一は、平価を切り下げること。第二は、経済構造の変化を促し、経済全体の生産性を高めることにより為替-厚生曲線の左上シフトを実現することである。これまでの説明から、通貨危機以降の香港政府の一連の対応が、このうちの後者の方法に分類されることは、明らかであろう。香港金融管理局は、「その力強いファンダメンタルズによって、近年アジア地域で観察される通貨切り下げ競争のプロセスに引きずり込まれる必要はない (Yam (1997 a))」と、強い自信を持っている。香港ドルの相対的な割高



第3-3図 最適相場仮説 (香港ドルの過大評価)

感の原因の一部は、通貨危機に耐えきれなかった近隣のアジア諸国の平価切り下げに由来するものである。通貨の価値は、何よりも信認性によりもたらされるものであるから、香港が実物経済の悪化に耐えることができれば、近隣諸国に同調して香港ドルの対外価値を減殺させる必要はないことになる。

4. 香港のインフレーション

香港ドル・レートの現行水準に対する批判に答える上でも、インフレーションの問題は深刻である。先にも触れたように、過去の香港のインフレ率は、他のアジア諸国と比較しても相対的に高い。インフレの継続は、香港の為替-厚生曲線を右シフトさせることから、固定レートを維持した場合の厚生上のロスが生じる。カレンシーボード制は实体经济に悪影響を及ぼすが、この負担を最小化するには、リアル・セク

ターの価格調整機能が十分でなければならない。しかし、インフレーションは、価格の伸縮性を損ない、实体经济に生じた不均衡の迅速な解消を困難にさせる。これらの諸事情から、香港金融管理局がペッグの維持に固執するのであれば、その対策としてインフレの解消は急務である。

香港におけるインフレ要因について、先に示した第2表が参考になる。これは、物価上昇の貢献度を項目別に表示したものである。この表から、香港の過去の全般的物価上昇の大部分(約7割)が、食料価格と住居費の上昇の二つの項目で説明されることがわかる。香港のインフレ撃退のためには、この二つの項目の価格上昇を抑える方策を講じなければならない⁽¹⁾。

(1) 国際資金が継続的に流入すれば、不胎化政策が採られない限り、資金流入がインフレ圧力を引き

食料価格の上昇と住居費の高騰の要因は、区別して説明する必要がある。80年代後半には、食料費の高騰が突出しているが、この価格上昇は、単なる輸入インフレとして説明が付く。すなわち、傾向的な US ドル安と人民元高によって、香港における輸入財価格が上昇した。消費バスケットに占める食料の比率が高いために、食料価格上昇の貢献度が突出したのである。他方、90年代に入るとこの傾向は逆転し、人民元の切り下げと US ドルレートとの切り上げの両効果により、輸入食料価格はある程度安定するようになった。この場合、ペッグ制を採用していることが、むしろ物価安定に貢献している側面がある。食料価格に関する限り、価格上昇のメカニズムが香港経済に内在化されているとは見なせない。

90年代に入ると、住居費の急騰が突出している。ところで、90年代のインフレーションは住宅価格の上昇に限った問題ではない点に注意すべきである。つまり、不動産を筆頭に、観光産業、飲食業、公益事業、通信、金融、娯楽、ビジネスサービスなど、香港におけるサービス産業全般において、価格の下方硬直性が指摘されるようになった。その結果、香港域内におけるオペレーション・コストが高騰し、結果的に、香港経済の国際競争力を大きく減殺することになっている。香港域内における非貿易財価格の傾向的上昇は、香港におけるビジネスコストを高め、香港経済の発展・安定にとって大きなリスクとなる。香港ドルの平価切り下げは、即効性を持つこの問題の解決策として期待されている。このように、香港ドル切り下げの論拠の一

起こす。したがって、国際金融センターを志向する香港に、インフレは不可避的な問題と認識しなければならない。

つとして、インフレ要因としての非貿易財価格の下方硬直性が問題視されている。

価格の伸縮性を回復する一つの打開策として、競争促進政策は効果的である。したがって、香港政府が、インフレ対策としてミクロ的政策に力を入れるようになった点は自然である。香港域内では、貿易財価格に比較して非貿易財価格の上昇が激しい。香港政府は、この要因を、非貿易財部門における寡占構造に求めている。不動産、海運、電力、ガス、通信、地下鉄、バス、教育、医療、小売りなど、多くの最終消費サービス部門で、近年、独占、寡占化が進行し、競争圧力が働かないために価格の下方硬直性が指摘されている⁽¹⁾。一例として、これらの部門の名目賃金率は、失業率が上昇しているにもかかわらず、インフレ率以上に上昇している (Ho (1995))。これを問題視した香港政府は、通信会社の新規参入、バスのフランチャイズ制の見直しなど、競争メカニズムが機能するような市場整備に本腰を入れ始めている。

大規模インフラ・プロジェクトも、ミクロ的にはインフレの問題を緩和させる効果を持つ。なぜか。これらのプロジェクトが好況期に実施されれば、これは、むしろダイヤモンド・プル型のインフレを刺激する。インフラプロジェクトがインフレ対策的である、という意味は、これらのプロジェクトにより経済全体の生産性が上昇し、価格上昇圧力が吸収されれば、インフレは大きな問題とはならないからである⁽²⁾。効率的な空港や道路、仕事のしやすいオフィス、効率の良い通信インフラ、快適な住空間、充実し

(1) Consumer Council (1996) の指摘は、この一例である。

(2) 例えば、Ho (1995, P. 188) は、インフレの経済効果を、通貨切り上げと同一視してこれを問題視していない。

た放送網など、生産性の高いインフラが提供されることによって、これらに支払われた高いコストは実質的に相殺される。インフラ整備によるインフレ圧力の緩和は、いずれにしても政府のミクロ的対応である。

だが、ここでは次のように主張したい。香港におけるインフレーションの解決困難な理由は、インフレが、香港の経済発展に構造化されているのである。したがって、香港のインフレーション対策がミクロ的な対応に終始すれば、その効果は限定的なものにとどまるであろう。

その理由の第一は、香港への資本流入にある。香港へは、資金がネットで流入しているため、この結果マネーサプライが増大し、これがインフレ要因となってきた⁽²⁾。国際金融センターを志向する限り、インフレーションは香港経済にとって不可避的なコストと認識しなければならない。

第二は、香港域内における総供給と総需要の不均衡の問題である。つまり、香港におけるダイヤモンド・プル要因は構造的であり、これが明らかに香港のインフレーションを下支えしている。

ダイヤモンド・プル要因として、香港域外からの移転所得の存在を指摘しなければならない。移転所得の GDP に対する比率は、年によって大きな変動があるものの、0.2% (1996) から 1.86% (1998) の範囲であり、近年はネットでプラスの所得の流入が続いている⁽³⁾。この結果、香港域内における総供給と総需要とが一致せず、国内均衡と対外均衡の同時均衡が達成されてい

(2) 1997 年以前は、ネットでプラスの資金流入が報告されている。Balance of Payments Statistics of Hong Kong 1997 to 1999.

(3) Gross Domestic Product 1961-1999. Government of the Hong Kong (2000) による。

ない可能性がある。実際、香港は、恒常的にインフレと貿易赤字の二つの不均衡を抱えている。ネットでプラスの要素移転所得は、香港企業の海外進出、特に対中ビジネス拡大の成果に他ならない。その意味で、香港のインフレーションは、香港が成熟した債権国の段階に達した一つの証左であり、不可避的な性質を持っている。

持続性のあるインフレを相殺するために、香港政府は経済構造の絶え間ぬ改善を強いられている。構造的なインフレ圧力が緩和されなければ、香港政府は大規模インフラプロジェクトの策定と遂行に、永久に追われ続けなければならないことになる。

IV. 香港と日本との政策連携の可能性

広く知られているように、日本は、貿易・直接投資・技術移転の3つのルートから、アジア地域の雁行型経済発展を促進してきた。貿易について、日本は、資本財・中間財供給基地としてアジアの経済発展を後押しする役割を担った。近年では、アジアの生産能力が増強されるにつれ、輸出市場としての日本の役割が一層期待されている。また、アジアへの日本企業の直接投資は、生産能力の拡大と技術移転に貢献してきた。貿易・直接投資・技術移転の連鎖は、経済の発展段階の高い国から低い国へと段階的に波及し、アジアではいわゆる雁行型経済発展のパターンが出現している。

日本は製造業に優位性を持ち、モノ作りの面でアジア諸国の経済発展に貢献してきた。他方、香港は、製造業を華南地域に押し出し、その結果、総付加価値額の85%以上を、総雇用のうち80%をサービス部門が占めるようなサービス産業に強く依存する経済構造を持つに至っている。脱工業化が極端に進んだ香港が、製造業に

優位性を持つ日本経済に期待する程度は、残念ながら大きくない。これは、香港との政策連携を模索する上で、日本が提示できるメニューに制約があることを意味している。

そもそも日本は、金融面で、アジアの雁行型経済発展の中間媒介項の役割を担えなかった弱点を認識すべきである。例えば、円ドルレートの乱高下によって、アジア諸国の経済成長率は不安定化させられている(関(1998)、大野・桜井(1996))。また最近では、アジア通貨危機が勃発するや否や、日本国内の金融危機の懸念もあり、日本は即座に債権の回収に走った。その結果、アジアへの日本の貸付残高規模が大きかったことから、日本が危機をより深刻化させたという批判を受けている。このように、日本は、金融面ではアジアの経済発展を促進しているというよりは、むしろ不安定性を助長させていた面がある。通貨危機後も撤退せず、現地工場の建て直しに懸命であった製造業とは対照的に、日本のアジアに対する金融的結びつきは、アジア諸国の発展を安定的に支えてきたと言いがたい。

他方香港は、通貨危機の最中、域内の製造業の発展を犠牲にしてまでも、香港ドル価値の維持に固執した。割高になった香港ドルの切り下げを拒否してまで、香港金融管理局は香港の国際金融センターとしての信頼性を死守したことになる。こう考えていくと、金融部門に比較優位性を持っている香港と、この部門を比較劣位としている日本との間で、プラスサムの国際分業を推進する余地のあることがわかる。香港金融管理局は、この利益をかねてから強く主張している(Sheng(1997)、Yam(1996b))。

香港は、このようなアジアの国際金融センターとして、債券市場の育成を重視している。HKMAは、アジア系企業の社債が、国際的な格

付け機関により不当に低く格付けされていると認識しており、これが、アジアで債券市場が発展しない要因の一つと考えている。低い格付けは、資金調達のコストを高め、これによって社債発行が抑制される。債券市場の未発達も、アジアでの間接金融の優位を維持させた。すると、アジアの豊富な貯蓄は、銀行経由でいったん欧米諸国へ流出したのち、高い金利でアジアに環流し貸し付けられる。もし、アジアで国際的な債券市場が整備されれば、資金の迂回を回避し、アジア域内の貯蓄の有効な利用に貢献するであろう。

このためには、民間金融機関の健全化、金融機関の審査能力の向上、ルールに基づく金融政策の貫徹などが求められる。市場メカニズムが正しく機能すれば、資金は最も生産的な分野で活用される。このようなLaissez-Faire哲学に従い、HKMAは市場メカニズムの機能を強化する方向で、政策誘導を行っている。

香港にとって、日本は、資金の調達先として重要な意味を持つ(Sheng(1997))。日本の巨大な貯蓄は、年金や退職金積み立てなどの制度的金融のチャンネルに動員される比率が高い。そこでは市場メカニズムが働きにくく、護送船団式金融政策の慣性もあってか、日本の金融機関では、貯蓄をより有利に運用するノウハウが蓄積されなかった。香港は、金融サービスにおいて優位性が発揮され、この分野に関する限り、日本を先頭とする雁行形態論は当てはまらない。このように、アジアにおける香港の中間媒介項的機能は、金融サービス部門で特徴的であり、しかもこれが、日本の比較劣位を補っているという点で、補完関係を構築する余地が大きいと言える。

V. おわりに：日本の役割

日本とアジア諸国との通貨連携として、今後何が望まれるのであろうか。基本的な方向性は、アジア域内での「金融的相互依存」をより深化させることであろう。自由貿易の理念は世界にあまねく浸透し、今日、実物面での相互依存関係は、人々の日常生活に深く入り込んでいる。他方、金融的相互依存は表層的な段階にとどまり、これが、却って国際金融市場の乱高下を助長している。アジア域内では、今後も高い貯蓄率と投資需要の拡大が見込まれるが、域内貯蓄を効果的に動員していくために、多角主義的な国際金融取り決めが必要とされるであろう。日本円が、アジア地域の決済通貨、準備通貨、介入通貨として米ドルに代わりうる可能性は乏しいが、しかしながら、円とアジア各国の通貨連携が効果的に進むことにより、アジアの資本市場がより活性化し、各国の厚生が高まる余地は残されている。このために、今後日本が担うべき具体的な行動のいくつかを、以下、短期・中期・長期に区別して考えていく。

短期的には、何より、円ドル相場の安定が絶対条件である。ここで言う安定とは、固定相場への回帰ではない。できる限り相場の安定をはかりつつ、円の長期的な方向感を確定することである。その理由は、日本円の長期的動向に展望の欠けることが、円利用の拡大を妨げているためである。巨額の貿易黒字を抱えながらも、現行の円相場は、購買力平価で見て過大評価と計算されている。したがって、円相場が今後、大きく円高方向に振れるか、円安方向に振れるか、どちらの要素も十分にあり得る。その結果、円建てでの貸借にリスクが発生する。例えば、円高期待の下では、円建て融資やサムライ債での資金調達が将来的にコスト高になる。逆に、

円安期待の下では、非居住者にとって、日本国債などの円資産保有の魅力が失われる。このように、円ドルレートの不確定性は、円の国際化の阻害要因となっている。短期的に円のヴォラティリティが大きいことも、円建て債券にリスクプレミアムが要求されるために、円の利用を妨げる要因になっていることは言うまでもない。

各国の外貨準備を有効活用するための国際組織の創設も、強い政治的リーダーシップが発揮されれば、短期間で実現可能な政策になるであろう。その目的は、構造的な経常収支不均衡の除去である。ところで、経常収支均衡化の努力は、これまでは赤字国側の責任として議論されてきた。しかしながら、貿易黒字の累積も、同等に、資産市場の国際的な資源配分を歪めている事実を改めて注意すべきである。すると、日本のような黒字国にも、何らかのペナルティが必要とされる。一例を挙げよう。McKinnonが指摘するように、日本の継続的な貿易黒字が円高期待を固定化し、そのため、極端な低金利政策を敷かなければ円高を阻止できないような状況が作り出されている。日本の貿易不均衡が、本来、変動相場制の長所でもある国内政策の自由度を奪っているのである。しかも、国内の低金利政策によって日本から余剰資金が流出し、この一部がアジアへの過剰な融資につながった。経常収支の構造的な不均衡は、このように、例え黒字国でも国際経済の攪乱因になっている。そこで、例えば、ある規模以上に累積された外貨準備の一定割合を、何らかの形で拠出し、これをファンドにしてアジア域内で有効活用できるような政策と組織作りを進めるべきである。世界最大の外貨準備を持つ日本は、真っ先にこれに呼応しなければならない。

中期的には、アジア各国で外国金融資産の相

互保有が進むことが望ましい。これはアジア各国の金融資産保有を積みますと同時に、円の国際化を推進させることを意味する。特に、非居住者にとって円資産の保有が容易で魅力的となる制度上の改善が望まれる。そのためにも、先の円ドルレートの確定性は前提条件となる。これまでは、長期的な円・ドル相場の不確定性が円の国際化への障害となり、円の利用度が高まらなかった。そして、円利用の浸透しないことが、逆に、円相場の長期的不確定性も助長してきた。つまり、円の国際化が進まない現状は、一種の悪循環の所産であった。

この悪循環を断ち切るためには、先述のように、まず、日本が責任を持って円ドルレートの方向性を明らかにする努力が先行条件となる。円高・円安どちらの方向性でも構わない。2001年に入り、日本の経常黒字の減少傾向が明らかになっていることから、あり得る可能性は、どちらかと言えば傾向的円安のシナリオであろう。将来的に円安が期待される場合、アジア各国から円建て債権による資金調達が進められることになる。これは、日本にとって、アジアでの資産運用が今以上に増大することを意味している。円建て資金調達がひとたび拡大すれば、これが円安圧力として再作用し、より一層の資金調達が容易にする。良く知られているように、日本の資本輸出は、経常収支の黒字幅を大幅に上回っており、この差額分は、銀行部門による海外からの短期ドル資金調達によってファイナンスされてきた。「外貨建て・長期貸し」・「外貨建て・短期借り」のリスクは、これまでの構造では、日本が一方向的に背負う仕組みになっていた。アジア域内で資本市場が統合され、北米を経由せずに域内の資金循環が活性化すれば、日本の経常黒字の円滑な還流につながる。これは、日本にとってもアジア諸国にとっても、相互利

益増大的なシナリオである。

金融面での相互依存関係を創出するには、資本の輸出入が双方向で同時発生する必要がある。円安シナリオの下では、逆に、円資産の非居住者保有が進みにくいと考えられるのだが、これは必ずしも不可能ではない。そのためには、逆説的ではあるが、円安シナリオの進行をできるだけ停滞させることである。この方策の一つは、日本からのアジア現地通貨建て資金調達である。これは、円安圧力緩和の効果を持つ。また、円安傾向が確定する以前に、何らかの方法でアジア各国の政府に日本国債の保有を促す政策が効果的となろう。援助の一環として日本国債を譲渡し、満期までの保有を条件に、これを担保に融資を認める、などの方法が考えられる。とりわけ、米国長期債の発行残高が激減している現在、日本国債はそれに代わる運用対象になる資格がある。このように、円安シナリオが始動するに先立ち、円資産が既にアジア各国に拡散していれば、将来的に各国が、円相場の維持に協力する誘因を持つことになる。

長期的には、日本の貿易黒字の縮小と金融サービス業の国際競争力強化、この二つが不可欠である。昨今急進展している自由貿易協定の具体化は、これが経常収支の不均衡を拡大する方向に進めば、望ましい成果を上げることができない。経常収支不均衡が誘発されるような貿易システムは、持続可能ではない。これを回避するためには、日本の市場開放や規制緩和などの構造改革が要求されよう。最近では、巨額の貿易黒字を抱えたままの円の国際化が困難であることの認識がようやく広まりつつある⁽¹⁾。このようにして、アジア域内に散布された円を運用し、利益のあがるビジネスチャンスの拡大に

(1) 例えば、小野 (1999)、早川 (2000) など。

つなげていくには、国内の金融サービス業の国際競争力を強化する必要があることは言うまでもない。

[付記] 本論文は、2000年度名古屋学院大学経済学部研究奨励金の成果の一部として公表するものである。

References

- Bailey, M., G. Tavlas and M. Ulan, (1987) "The Impact of Exchange-Rate Volatility on Export Growth: Some Theoretical Considerations and Empirical Results." *Journal of Policy Modeling*, Vol. 9 No. 1, pp. 225-43.
- Benassy, Q. A. (1999) "Optimal Pegs for East Asian Currencies." *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 13 No. 1, pp. 44-60.
- Consumer Council (1996) "Competition Policy: The Key to Hong Kong's Future Economic Success." Hong Kong Consumer Council Home Page.
- De Grauwe, P., (1994) *THE ECONOMICS OF MONETARY INTEGRATION* 2nd ed. Oxford University Press. (金俊昊訳『通貨統合の経済学』文眞堂)
- Eichengreen, B., (1994) *INTERNATIONAL MONETARY ARRANGEMENTS FOR THE 21ST CENTURY*. The Brookings Institute, Washington, D.C. (藤井良広訳『21世紀の国際通貨制度』岩波書店)
- Frenkel, J. A., (1987) "The International Monetary System: Should It Be Reformed?" *American Economic Review*, Vol. 77, No. 2, pp. 205-10.
- Friedman, M., (1953) "The Case for Flexible Exchange Rates." in his *ESSAYS IN POSITIVE ECONOMICS*, University of Chicago

Press.

- Ho, L. S., (1995) "Inflation: New Risks for the Hong Kong Economy." in Cheung and Sze (ed) *THE OTHER HONG KONG REPORT 1995*. Hong Kong, The Chinese University Press.
- Jao, Y. C., (1999) "Money and Banking." in L. C. H. Chow and Y. K. Fan (ed) *THE OTHER HONG KONG REPORT 1998*. Hong Kong, The Chinese University Press.
- Kwan, C. H. (1998) "The Theory of Optimum Currency Areas and the Possibility of Forming a Yen Bloc in Asia." *Journal of Asian Economics*, Vol. 9 No. 4, pp. 555-80.
- McKinnon, R. I., (1996a) "THE RULES OF THE GAME: INTERNATIONAL MONEY AND EXCHANGE RATES." Cambridge, Mass. and London: MIT Press, 1996,
- McKinnon, R. I., (1996b) "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2 No. 1, pp. 83-103.
- Peebles (1988) *HONG KONG'S ECONOMY: AN INTRODUCTORY MACRO-ECONOMIC ANALYSIS*. Hong Kong, Oxford University Press.
- Qian, Y. and P. Varangis, (1994) "Does Exchange Rate Volatility Hinder Export Growth?" *Empirical Economics*, Vol. 19 No. 3, pp. 371-96.
- Sercu, P. and C. Vanhulle, (1992) "Exchange Rate Volatility, International Trade, and the Value of Exporting Firms." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 16 No. 1, pp. 155-82.
- Sheng, A., (1997) "Hong Kong & Japan in East Asian Finance." in speech to the "Hong Kong after Handover" Seminar by Nikko Research Centre and Mitsubishi Research Institute.
- Suen, W. and W. Chan (1997) *LABOUR MAR-*

- KET IN A DYNAMIC ECONOMY. Hong Kong, City University of Hong Kong Press.
- Tsang, S. K., (1999) "Fixing the Exchange Rate through a Currency Board Arrangement : Efficiency Risk, Systematic Risk and Exit Cost." Asian Economic Journal, Vol. 13 No. 3.
- Wang, J. J., (1999) "Transport : Where to go from Chek Lap Kok." in L. C. H. Chow and Y. K. Fan (edt) THE OTHER HONG KONG REPORT 1998. Hong Kong, The Chinese University Press.
- Williamson, J., (1995) WHAT ROLE FOR CURRENCY BOARDS ? Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics No. 40, Washington, D. C.
- Yam, Joseph (1999) "Hong Kong and Asia : Strategies for Recovery." in speech at Sixth Annual Far Eastern Economic Review Conference, Hong Kong.
- Yam, Joseph (1998a) "Coping with Financial Turmoil." in speech at "Inside Asia Lecture 1998", organised by The Australian, Sydney.
- Yam, Joseph (1998b) THE HONG KONG DOLLAR LINK. in speech at Hong Kong Trade Development Council Financial Roadshow in Tokyo, Mar 1998.
- Yam, Joseph (1997a) "The Hong Kong as a Financial Services Centre for China and the Asian Region." in Speech at the Coopers & Lybrand Financial Services Conference.
- Yam, Joseph (1997b) "The Airport Authority Note Issuance Programme." in Speech at the Signing Ceremony of the Airport Authority Note Issuance Programme.
- Yam, Joseph (1996a) "Monetary Relationship between Mainland China and Hong Kong after 1997." in Speech to the British Chamber of Commerce.
- Yam, Joseph (1996b) "Mobilizing Asia's Savings." in Speech to the World Development Congress.
- 大野・桜井 (1997) 『東アジアの開発経済学』有斐閣アルマ
- 小野善康 (1999) 「円の国際化、赤字覚悟で」日本経済新聞 99. 6. 15
- 関 志雄 (1995) 『円圏の経済学』日本経済新聞社
- 菊地悠二 (2000) 『円の国際史』有斐閣
- 白井早由里 (2000) 『カレンシーボードの経済学』日本評論社
- 高橋・関・佐野 (1998) 『アジア金融危機』東洋経済新報社
- 早川博之 (2000) 「円国際化への道」国際金融 第 1047 号
- 真家陽一 (1999) 「国際金融センター香港と通貨・金融危機」山本栄治編著『アジア経済再生』第 7 章
ジェトロ