

「一国二制度」下の人民元と香港ドルに関する考察
——中華経済圏における通貨統合の可能性について

馬 賽(Anthony Ma)

<目次>

はじめに

第1節 通貨統合の理論：歴史と発展

- 1) 最適通貨圏理論
- 2) 「一国一通貨」から「一市場一通貨へ」
- 3) 通貨統合の便益・費用分析：GG—LL モデル

第2節 現状分析と前提条件

- 1) CEPA 発効前後の大陸と香港の貿易・直接投資面に関する現状分析
- 2) 通貨・金融面における現状分析
- 3) 大陸と香港の経済金融開放度比較
- 4) 労働の移動に関する現状
- 5) 物価上昇率に関する現状分析
- 6) 通貨統合の前提条件
- 7) まとめ

第3節 通貨統合の展望：四つのシナリオ

おわりに

論文要旨

現在、中華経済圏における四つの通貨——人民元（中国大陆）、香港ドル（香港特別行政区）、台湾元/台湾ドル（台湾省）、マカオ元（マカオ特別行政区）が流通しているが、実体経済統合の加速により、通貨統合の可能性も見えてきた。しかしながら、ご周知のように、当面、中国大陆と台湾との通貨統合の可能性は殆どなく、一方、マカオは経済規模が比較的小さいため、本論文は、もっぱら一国二制度下の中国大陆と香港との間に、通貨統合の可能性を考察しつつ、人民元と香港ドルの行方を探る。研究方法に関して、本論文は政治、法律の視点からではなく、基本的に経済学の視点からこの問題を検証するアプローチを採っている。本論文第1節では、通貨統合の理論的な背景や分析枠組みを提供した上で、第2節において、中国大陆と香港間の実体経済面・金融面・マクロ経済面から現状分析を行いながら、通貨統合の可能性と前提条件を示す。最後に、第3節では、通貨統合を展望しつつ、四つのシナリオを提示する。

はじめに

1997 年中国への返還に伴い、その歴史と現実鑑み、香港は従来の政治経済体制をそのまま維持され、いわゆる「一国二制度」の下で、香港の通貨——香港ドルも法定通貨として引き続き流通される。つまり、一つの国の中で、二つの通貨が流通している。しかし、この「一国二通貨」体制は果たして可能なのだろうか。主権が統一されても主権の象徴である通貨が複数であることは常識で考えればおかしいではないかと思われるかもしれない。これに対して、20 世紀において最も偉大な経済学者の一人である M. フリードマンは、政治の世界では「一国二制度」は機能するとしても、「一国二通貨」は聞いたことがないと主張し、さらに香港の通貨・為替制度は返還後数年以内に崩壊するだろうと予測していた。（上川 [2000]）実際に、香港の経済学者 Shu-ki Tsang [2002a] がいち早くこれについて実証研究を行ったが、結局大陸と香港間の通貨統合は時期尚早という結論を得ただけである。

そして現在、香港返還以来すでに 10 年を経過している。「一国二通貨」という様子は変わっていないようだが、両通貨の地位が微妙に変わりつつある。2005 年 7 月に中国大陆の為替制度が実質上のドルペッグ制から通貨バスケットを参考にする変動管理相場制に移行して以来、人民元の為替レートが 1 米ドル 8.3 元から 7.3 元台（2007 年 12 月末時点）に突入し、人民元の対米ドル交換レートがカレンシーボード制を採っている香港ドル（1 米ドル＝7.8 香港ドル）を超え、両通貨の相場を逆転させた。マーケットではこの「人民元の香港ドル超えは人民元の国際通貨への第一歩を踏み出したことを意味する」[注 1] と評価され、香港ドルの人民元ペッグ論や香港ドル不要論が広がり、一時市場を混乱させた。（表 1、図 1）人民元の通貨価値が上がりつつある中で、2006 年 1 月に香港金融管理局（HKMA、中央銀行に相当する）総裁任志剛（ジョセフ・ヤム）が「もし人民元相場が一定水準を超えて上昇しても、香港は通貨政策を変える意志はない」と発言し、同氏は四月にも、人民元と香港ドルとの交換比率について「一対一になっても香港ドルが元に置き換わるわけではない」[注 2] と強調した。一方、マーケットでは香港ドルの切り上げ圧力が強くなり、5 月に香港金融管理局が為替制度改革を断行し、目標相場圏（ターゲット・ゾーン）制度を導入して、1 米ドル＝7.80 香港ドルを中心値として 7.75～7.85 香港ドルの範囲で米ドルにペッグさせる手法に切り替えた。（図 2）しかし、それでも市場では「元が兌換性を高めてくれば、香港ドルの存在意義が問われ、通貨制度の抜本改革を迫られるとの見方がもっぱらだ。」[注 3] 以下より人民元と香港ドルとの通貨統合の可能性を検証する。

第一節 通貨統合の理論：歴史と発展

本節では、通貨統合理論の歴史と発展を振り返ることによって、中華経済圏における通貨統合の理論的背景を示し、分析の枠組みを提供する。

1. 最適通貨圏理論

現代経済学において通貨統合の理論に先駆けた貢献をしていた経済学者ロバート・マ

ンデル (Mundell) 氏が 1961 年に発表した論文の中で、共通通貨圏を構築するための基本的な条件を示した。彼の研究はヨーロッパ通貨統合の理論的根拠となり、マンデル氏も「ユーロの父」とも呼ばれようになった。彼によると、最適通貨圏とは経済的ショックが対称的に影響する地域により構成され、その間を労働及びその他の生産要素が自由に移動する経済単位と定義される。換言すれば、「最適通貨圏とは、財及びサービスの貿易そして生産要素移動によって緊密に結びついた地域の連合体のことである。」(Krugman & Obstfeld [2006]) 最適通貨圏を構成する地域は、お互いに共通通貨を使用することにより、単一通貨の効率性と便利さという便益を得ることができ、経済目標 (完全雇用、物価の安定、対外均衡) を容易に達成できると主張した。また、その特徴として、「最適通貨圏の内部では単一通貨ないし固定相場を使用するが、対外的には変動相場が有効である」(村瀬 [2000]) と考えられる。

最適通貨圏を構成するための基本条件ないし基準は主として、以下の四つがある。

1) 労働の移動性。マンデルによると、労働の自由移動の下に、地域内で非対称的な供給ショック (例えば、ある国で生産性が上昇する一方、他の国で生産性が低下する場合) が発生しても、各国における雇用の不均衡を円滑に調整することができる。つまり、労働者の国際的移動が自由に行われている地域においては、為替レートによる調整に頼ることなく、各国間の非対称的な供給ショックを調整することができる。(小川 [2007])

2) 貿易面における経済の相互開放度。マンデルと違って、マッキノン (McKinnon) [1963] は労働の自由移動よりも貿易面における経済の開放度を強調する。要するに、貿易面において経済が開放されると、非対称的な需要ショック (例えば、ある国で生産されている財から別の国で生産されている財への需要が移る場合) が発生しても、各国が財を輸出・輸入し合うことによって、そのような非対称的な需要ショックを吸収することができる。(小川 [2007])

3) インフレ選好の相似性。フレミング (Fleming) [1971] は、物価安定目標を最適通貨圏の中心目標とし、インフレ率の相似が共通の金融政策を用いて物価安定目標を実現するための前提条件であると主張する。仮に共通通貨圏内の各国のインフレ率が収斂されていない場合、高インフレ率の国にとって緊縮的な金融政策を実施する必要があるが、一方低インフレ率の国にとって政策変更の必要がなく、さらに、デフレに見まわれる国では金融緩和が望まれる。従って、インフレ率の相似ないし収斂は最適通貨圏を構成するための一つ的前提条件である。「これは、参加国間でのマクロ経済的要因の類似性によって、相互に国外からのマクロ経済的攪乱の発生を排除しようとするものである。」(山上 [2001])

4) 資本の自由移動及び財政・金融面におけるマクロ経済政策の協調。イングラム (Ingram) 氏らは、資本の自由移動の重要性を強調する。「通貨同盟内の資本市場の統合によって同盟内での資本移動性が高まると、経常収支の赤字自動的にファイナンスすることで国際収支調整の必要がなくなることから、通貨同盟参加の費用は減少するのである。」(山上 [2001]) 一方、国際的な資本移動の下で、自国の金利と外国の金利が均等化され、域

内の為替レートが安定が維持される。また、マクロ経済指標の収斂や経済構造の相違などに基づき、最適通貨圏をうまく機能するために域内各国が金融・財政及び社会保障など諸分野において経済政策の協調の必要も強調される。とりわけ金融政策を新たに設立された超国家的な中央銀行に譲渡する形で共通金融政策を運営することや域内における統合的な財政政策によって財政移転を実現することなどは最適通貨圏を構成するための基本条件である。

2. 「一国一通貨」から「一市場一通貨へ」

20 世紀 80 年代から 90 年代にかけてヨーロッパ経済・通貨統合が加速し、1989 年に発表された「ドロール報告」・1992 年より発効するマーストリヒト条約に基づき、3 段階アプローチによって EMU（欧州経済通貨同盟）が進められた。第 1 段階において、域内市場統合が促進され、「人、もの、サービス」の移動の完全自由化が図られ、1993 年に欧州単一市場が完成した。一方、第 2 段階では、通貨統合への準備として、域内各国間のマクロ経済政策の協調が強化され、経済収斂基準が達成されることを要求されるだけでなく、欧州通貨機構（EMI）が創設され、共通の金融政策の運営に向けて着実に準備を進めた。第 3 段階（1999 年より）では、域内単一通貨ユーロが導入され、欧州中央銀行（ECB）による単一の金融政策が実施されるようになる。ついに、2002 年 1 月 1 日にユーロの紙幣と硬貨が正式に流通し始め、ヨーロッパ経済・通貨統合がようやく完成した。

このような壮大な実験を背景に、通貨統合理論も新たな段階に入った。Emerson[1992]らが提唱する「一市場一通貨」理論によると、通貨はもはや国家主権の象徴ではなくなり、交換手段・価値尺度として、伝統的な国家単位にこだわることなく、むしろ市場に依存する。いかなる国が入っても、市場がいくら大きくなっても、一つの統合された市場であれば、単一通貨は可能であり、むしろ最善な選択肢である。この理論は中華経済圏においても当てはまると思う。つまり、政治的に国家が統一されても、市場が分断されている限り、複数の通貨が流通しているのは決して不思議ではないが、仮に市場が統一されれば、当然通貨統合もその自然な流れになるだろう。

3. 通貨統合の便益・費用分析：GG—LL モデル

ある国が通貨統合に参加する際に、その便益と費用を比較した上で、意思決定を行う分析の枠組みが極めて重要となる。ここで、図 3 を用いてクルーグマン氏が開発した GG—LL モデルを簡潔に説明する。（Krugman & Obstfeld [2006]）

1) 経済統合と固定為替レート圏の便益を表す GG 曲線

右上がりの GG 曲線は、ある国が固定為替レート圏に加盟することから得られる貨幣的効率性の利益が、その国と当該為替レート圏との経済統合度が高くなるほどに大きくなることを示している。

2) 経済統合と固定為替レート圏の費用を表す LL 曲線

右下がりの LL 曲線は、ある国が固定為替レート圏に加盟することから被る経済安定性の損失が、この国と当該為替レート圏との経済統合度が高いほど小さくなることを示している。

3) GG、LL 曲線の交点 1 は、ある国が固定為替レート圏への参加決定を判断する基準となる経済統合度 A を与えるものである。統合度が A を越えていれば、当該為替レート圏への加盟はこの国に正の経済的便益をもたらすこととなる。

4) ある加盟国の生産物市場で攪乱の規模と頻度が増大すると、LL 曲線を LL* へと上方にシフトさせる。なぜなら、ある与えられた経済統合度の下で、加盟国は為替レートをペッグすることによって被る経済安定性損失を増大させるからである。LL 曲線のこうしたシフトは、ある国が加盟を決定する判断基準となる経済統合の度合いを B に引き上げてしまうのである。

以上のように、GG—LL モデルは通貨統合に参加する際に、便益・費用を分析するための一種の道具として複雑な現実を単純化して、問題を考察するのに役に立つが、実際、如何に経済統合度を測定するのには限界がある。次節では、具体的なデータを検証しながら、経済統合度を測っていく。

第二節 現状分析と前提条件

本節では、中国大陸と香港間の実体経済・金融・マクロ経済面からモノ・ヒト・カネの移動の現状について検証しながら、中華経済圏における通貨統合の可能性を考察する。

1. CEPA 発効前後の大陸と香港の貿易関係に関する現状分析

1) CEPA とは “Closer Economic Partnership Arrangement between Hong Kong and the Chinese Mainland” (経済緊密化協定) の略語である。[注 4] 2003 年 6 月に中央政府と香港特別行政区政府の間に調印され、2004 年 1 月 1 日より発効した (第 1 段階)。言い換えると、CEPA は中国大陸と香港の間に結んだ自由貿易協定 (FTA) である。以下では CEPA 協定 (5 段階) の主な内容を紹介する。

①CEPA I + II : 大陸は商品貿易分野において 374 品目 (第 1 段階)、713 品目 (第 2 段階、2005 年 1 月 1 日より発効) の香港原産の製品にゼロ関税を与える ; サービス貿易分野 : 大陸は金融サービス (銀行業・証券業・保険業)、運輸・物流、観光業、貿易関連、経営コンサルティング、会計事務所、法律事務所、医療サービス・歯科クリニック、通信、建築、不動産、イベントなど合計 18 分野のサービス・セクターを香港に対して、開放する。

②CEPA III (2006 年より発効) : 原則ではすべての香港原産の製品がゼロ関税で大陸に輸出できる ; 新たに四つのサービス・セクターを開放すると同時に、香港市民が大陸での個人経営資格 (貨物・技術輸出入、自動車保守など) を認めるなど ;

③CEPA IV (2007 年より発効) 新たに 37 品目の原産地製品を輸入許可 ; サービス・セクターにおいてさらに 15 項の開放措置 ;

④CEPA V（2008年より発効）サービス分野においてさらに40項の開放措置。その中で、中央政府が、初めて香港貿易業者に対し人民元決済を認めたことや、大陸の金融機構の香港での人民元建て債券の発行を許可したことなどは、非常に意味深いことである。ゴールドマン・サックス証券のエコノミスト Enoch Fung 氏はこの二つの政策を将来的には香港ドルが人民元ペッグへシフトするための第一歩と評価する。[注5]

経済緊密化協定は中國大陸と香港の間に締結しているだけではなく、マカオとの間にも締結している。さらに、台湾との間にも将来的に自由貿易協定または共同市場協定を締結する可能性が浮き上がりつつある。[注6] 要するに、今後は中華経済圏における実体経済の統合はますます拡大し、深化していくと思われる。

次に、中國大陸と香港間の貿易関係の現状分析に入る。まず、香港が大陸の対外貿易に占める地位について実際のデータ（表3 & 図3）を見てみると、香港向けの輸出額と香港からの輸入額は年々増えている一方、それが大陸の輸出・輸入総額に占める割合は低下しつつある傾向が分かる。それは、2001年中国がWTO加盟を実現して以来、貿易総額が急増する一方、かつての香港を経由した再輸出が減ったからである。香港は依然として大陸の主要な貿易相手ではあるが、その地位が低下していくのも否定できない。他方、大陸は米国と並び、常に香港の最大な輸出市場を占めている（表4 & 図4）。特に97年～2004年まで香港の対米輸出と対大陸輸出はほぼ同じ水準だったが、CEPA発効以来、2005年～2007年の三年間に香港の対大陸商品輸出が対米輸出を大きく上回り、2007年度の対大陸輸出はすでに香港の全商品輸出総額の37.5%に達している。また、輸入面では、大陸からの輸入は米国を圧倒している。（表5 & 図5）2007年度香港の大陸からの商品輸入が輸入総額の46.3%を占めているに対し、米国からの輸入はわずか4.8%にすぎない。さらに、サービス貿易において、近年香港の大陸へのサービス輸出が急増している。香港のGDPの中、サービス・セクター（特に金融・貿易・物流・観光など）が占める割合が80%以上であるから、CEPAの対香港経済の効果が顕著であることが言える。今後、香港の対大陸のサービス輸出はさらに伸びるだろうと予測される。結論として、貿易面では、中國大陸にとって、香港の地位は低下しつつあるが、香港にとって、大陸は最も重要な貿易相手と言える。

2) 外国直接投資面に関する現状分析

他の先進国と比べて、香港は対中國大陸投資の最大な投資主体である。図7が示したように、2001～2006年に外資導入の契約件数・実行金額ベース・全体に占める割合に関して、香港（マカオも含む）がいずれも対中投資の三分の一強を占めている。2006年度の各国の対中直接投資が投資受入総額に占める割合はそれぞれ日本7.3%、韓国6.2%、米国4.6%、ドイツ3.1%にとどまるに対し、香港は33.1%の高い水準を誇る。[注7] 言うまでもなく、直接投資の面において、中國大陸は香港に対する依存度が極めて高い。

2. 通貨・金融面における現状分析

直接投資だけではなく、対中国大陆の間接投資の面においても香港が最も重要な地位を占めている。近年、香港の金融・資本市場は大陸企業の最大の資金調達市場としてうまく機能している。たとえば、大陸企業が香港証券取引所での新規株式上場(IPO)や公募増資、社債発行、または香港の金融機構からの貿易金融、短期融資、シンジケートローンなどを通じて巨額の資金を獲得し、円滑な経営活動を行うことができる。

1) 中国大陆の金融センターとしての香港

香港証券取引所(メインボード)に上場されている中国関連会社はすでに香港証券市場時価総額の5割(51.47%、2007年12月31日付き)を占めている。その中、H株(中国大陆の香港上場会社、法人登録は中国大陆)104社、時価総額は5,056,820,091,114香港ドル; レッドチップス株(中国系会社、法人登録は香港)89社、時価総額は5,514,059,485,066香港ドル。両者の合計取引高は10,474,504.11(単位:百万香港ドル)に達し、市場取引総額の63.44%を占めている。[注8] 図8では2002年以来中国関連株が香港証券取引所での取引総額に占める割合はほぼ一貫して上昇している傾向が見られ、特に2006年初頭から2007年末にかけての二年間、一気に43%から63%までのぼった。中国関連株のシェアは今後ますます高くなるだろうと言える。他方、2007年時価総額トップ10社の内、5社は中国関連会社(中国移動、中国建設銀行、中国工商銀行、中国銀行、中国海洋石油;注:斜体はレッドチップス株)である[注9] こともこのような事実を物語っている。また、2007年度だけで、中国系企業(レッドチップス株とH株)の香港市場でのIPO(新規株式上場)総金額は107,877.36(単位:百万香港ドル)に達している。[注10]

直接金融の面において、香港が大陸のもっとも重要な資本調達市場であることはすでに明白なことである。香港証券取引所は迅速に中国化されるとともに、香港は名実とも中国大陆の金融センターとなっている。

さらに、香港特別行政区政府が2007年1月に発表した(2010年までの5年間の経済運営指針として)金融など産業活性化に関する報告書によると、「中国本土以外では例がない中国の金融機関・企業による人民元建て株式の香港での発行などの実現を目指すとしている。中国政府の認可が必要だが、基本的には前向きとみられる。」[注11] という。もう一つ香港にとってプラスの材料は、2007年8月に中国政府が(中国大陆居住者)個人投資家の香港株への直接投資解禁を発表したことである。これを受けて、香港株式市場ではハンセン指数が発表の翌日上昇率15%を超え、中国本土からの資金流入に対する期待が強まっている。[同、注11]この二つの措置が共に実現されれば、大陸と香港の資本市場の統合度はさらに高くなる。

2) 人民元オフショア市場としての香港:

一般に、国内居住者同士、または国内居住者と国外居住者が取引を行う国内金融市場をオンショア市場と呼ぶのに対し、非居住者同士が取引を行うマーケットをオフショア市場

と呼ぶ。オフショア市場の特徴は、「規制や課税方式などが国内の市場とは異なり、かなり優遇された市場である。」（小川 [2007]）アジア域内の国際金融センターをめぐって白熱した競争が繰り広げられる中、香港は自身の地位を確保するために、必死に新しい出口を考えている。その一つは、人民元のオフショア市場になることであり、それが実現されれば、巨大な利益を獲得でき、香港の金融業にとっては魅力が大きい。

実際に香港はすでに動き出した。2004 年より中国金融当局は香港の要望に応じて、香港の銀行の人民元（預金、送金、両替、クレジット・カード）業務に許可を与えた。これ以前から香港で流通している人民元は 2003 年推測値で約 500～700 億元だったが、2005 年になるとおよそ 3,000 億元台に達すると推測される。[注 12] また中国人民銀行が公表したデータによると香港銀行の人民元預金残高は 2005 年初の 131 億元から 283 億元（2007 年 8 月まで）にのぼった。一方、2007 年第 3 半期に市場で流通している香港ドル（紙幣と硬貨の合計）総額は 1670 億弱にすぎず [注 13]、人民元の流通量を大きく下回っているのである。香港ドルと人民元の通貨価値が逆転されて以来一年、香港市内ではかつての観光地や一部の大陸系商店を除いてやはり香港ドルの世界だったが、最近は中心部の高級衣料品店などかつて人民元の支払いを断っていた商店も相次ぎにレジに「歓迎使用人民幣（人民元をお使いください）」といったようなポスターを掲げ、元の方針を百八十度転換した。人民元と香港ドルとの通貨価値は開く一方で、「支払いを人民元で受け取れば将来の為替差益も見込めるため、従来は人民元の受け取りに慎重だった高級店まで歓迎ブームに包まれている」[注 14] からだ。このような情勢が続くと、将来的に人民元が香港ドルを取って代わり、香港の法定通貨として流通する可能性も秘めている。

上記のオフショア通貨取引業務（人民元業務）だけではなく、2007 年 7 月に中国国家開発銀行（政府系政策銀行）が大陸の金融機関の第一号として初めて人民元建て債券（発行総額 50 億元）を香港で個人・機関投資家向けに発行し、成功を奏した。人民元建て債券の発行市場・流通市場を目指している香港では、今後、より多くの中国大陆の金融機関や事業会社が人民元建て債券を発行するようになるだろうと予測される。

オフショア銀行業務においてもやはり香港系銀行の中国大陆進出が最も積極的である。2006 年 12 月付き中国銀行業監督管理委員会（銀监会）が外資系銀行 9 行に対し、在中国支店を法人銀行化することを認可した。その中、4 行が香港系銀行（HSBC、スタンダード・チャータード、東亜銀行、恒生（ハンセン）銀行）で最も多く、日本は 2 行、シンガポール 1 行、米国 1 行、オランダ 1 行。2007 年度の在中店舗数でも、香港系銀行が圧倒的な優位を占めている。そのうち、HSBC は 35 店舗、スタンダード・チャータードは 23 店舗、東亜銀行 32 店舗はシティバンクの 16 店舗、日系 2 行のそれぞれの 5 店舗を大きく上回っている。

3. 大陸と香港の経済金融開放度比較

経済金融開放度とは、一国ないし地区の実体経済面及び金融面における対外開放度を意味する。経済金融開放度に関する測定方法は必ずしも一つだけではないが、ここでは、中

国の経済学者黄燕君[2003]の定義を用いることにする。それによると：

- 1) 経済開放度 = 輸出入総額/GDP
- 2) 資本市場開放度 = (外国投資受入総額 + 対外投資総額) / GDP
- 3) 貨幣市場開放度 = 金融機構海外純資産/金融機構総資産
- 4) 金融市場開放度 = (資本市場開放度 + 貨幣市場開放度) / 2

表8では、経済開放度に関して、中国大陆は2006年度すでに0.67という相当高い水準に達している；一方、小国開放経済である香港は経済規模が小さいため、貿易依存度ないし経済開放度が非常に高く、3.44に達している。金融開放度は資本市場開放度と貨幣市場開放度という二つの基準の算数平均を取る。資本市場開放度は2001年の水準で大陸はまだ非常に低い数字の0.07に比べ、香港は0.557で資本市場の開放度がかなり高いことを示している；貨幣市場開放度では、大陸と香港のギャップは2001年の時点においてそれほど大きくない。最後に、金融市場開放度（2001年）では、両者の間にはまだ相当な差が存在していたが、前に述べたように中国大陆がWTO加盟以後、金融市場における開放は着実に進んでおり、格差は年々縮小しているのである。

4. 労働の移動に関する現状分析

1) 「北上する」香港人

近年、「大陸に雇用を求める香港人の流れは1995年の12万人から2003年には倍増の24万人となっている。」[注15] 特に、2004年のCEPA発効以降、雇用創出が香港系企業の大陸進出によってもたらされているだけでなく、香港市民が個人事業（美容院、個人診療所、法律事務所など）を大陸で展開するケースが増え続けている。香港人はこれを「北上工作」と呼んでいる。

2) 「南下する」大陸人

一方、香港で働いている大陸出身者人数は、これまで香港の移民法や関連法規制が厳しかったため、まだまだ少ないが、2003年より香港特別行政区政府は高級専門人材の受け入れに対し、より積極的な姿勢に転じ、規制を大幅に緩和した。2003年は1,350人に就職・居留許可を与えた。（2002年はただ256人）。[注16] また、香港の大学を卒業する中国大陆出身の学生が一定期間内に香港で職を見つければ、政府から許可を与えられるようになった。要するに、高齢化社会に突入しつつある香港は、65歳以上の高齢者が総人口に占める割合は2006年には12.4%に達しており、2030年までは24%にまで達すると予測されている。[注17] さらに、人材不足に直面している香港にとって、グローバル競争の中で勝ち残るためにも、大陸の豊富な労働力・人的資源に頼らざるを得ないことになる。

5. 物価上昇率に関する現状分析

黄燕君[2003]の実証研究の結果によると、物価上昇率の面では、1996年以前は香港とアメリカとの相関関係が強かったが、それ以降は香港と大陸間の相関関係が高くなったのに

対して、アメリカとの間では負の相関関係となっている。(表9) さらに、図9で97年～2006年までの香港・大陸・アメリカの物価上昇率の推移を見てみると、香港と大陸間の物価上昇率は徐々に接近しつつ、上昇・下落のトレンドもほぼ一致しており、ついに2005年以降見事に収斂していることは明らかである。このような両者間のマクロ経済指標における収斂は、今後の通貨統合を可能にするための一つの重要な基礎的な条件であると見なすことができる。

6. 前提条件：

1) 人民元の資本収支における交換性の実現

中国は96年にIMF8条国となり、経常取引について人民元は交換性を持つようになったが、資本取引については、まだ交換性を有していない。もし、それが実現すれば、人民元は交換可能通貨となる条件を備えることになる。換言すれば、人民元が香港ドルのような国際通貨・ハードカレンシーになるまでは、通貨統合は不可能である。要するに、国際金融センターとしての香港にとって、どうしても通貨の信認・資本の自由移動を確保しなければならないからだ。

2) 大陸と香港が最適通貨圏を構成しているか

2002年までにHong Liang, [1999]、Shu-ki Tsang, [2002b] がそれぞれ行った実証研究の結果はいずれも否定的だったが、それは必ずしも通貨統合の可能性を否定するものではなかった。なぜなら、ユーロ発足前の90年代でも、欧州が最適通貨圏であるか否かに関して意見が対立し、激しく論争されていたからである。特に、アメリカの経済学者が懐疑的な立場を採ることが多かった。たとえば、KrugmanとObstfeld両氏は欧州域内貿易の規模・労働の移動性・経済構造の類似性・財政連邦主義といった四つの側面から実証研究を行った結果、最適通貨圏の理論に照らし合わせた上で、「欧州の生産物及び生産要素市場が最適通貨圏を形成するほど十分に統合されていると判断される証拠はほとんど見当たらない。」(Krugman & Obstfeld [2006])と指摘した。それにもかかわらず、その後欧州通貨統合は順調に進められ、ユーロが正式発足に至った。これと同様に、2002年までに大陸と香港が最適通貨圏を構成していなかったとしても、それ以降の情勢は大きく変化してきており、それについての最新の実証研究が行われていないからといって、その可能性を否定するまでにはいかない。

以上で見てきた中国大陆と香港間の実体経済・金融・マクロ経済面の現状を最適通貨圏を構成するための四つの基本条件に照らし合わせてみると、①生産要素の流動性に関して、資本の流動性が比較的に高いが、労働の流動性は十分高いとは言い難い；②地域経済相互の開放性はかなり高くなっている；③マクロ経済面における収斂に関してインフレ率はかなり収斂しているが、その他の指標（財政赤字水準・金利・為替相場の変動幅）はまだ課

題として残っている；④最後に、中国大陸と香港間の為替政策・金融政策などに関する政策協調面では、10年前のアジア通貨危機以来香港と大陸の政策当局（とりわけ香港金融管理局・財政司と中国人民銀行・財政部）間の資金・政策協力がすでに発足し始め、近年ではますます緊密な政策協調をしていることから今後、通貨統合は可能であると言えよう。

第三節 通貨統合の展望

人民元と香港ドルの今後の行方に関して、現段階では恐らく四つのシナリオが考えられる。

1) 香港の為替制度が現行のカレンシーボード制から通貨バスケット制へ移行する。これは短期的に見れば最も現実性の高いシナリオである。2006年4月にゴールドマン・サックス証券が投資家に配信したレポートで、このシナリオを「代替策として優先順位が最も高い」[注 18]と指摘した。

2) 香港ドルがドルペッグから人民元ペッグにシフトする。ただし、それは中期的なシナリオであり、さらに人民元の資本収支における交換性の実現が前提とされている。

3) 香港ドルと人民元が共に香港の法定通貨として香港で流通し、長期的には香港ドルが完全に人民元に代替され、香港ドルが市場から消えてしまうまたは発行停止へという長期的なシナリオ。つまり、香港ドルが人民元に吸収されるということである。2007年11月にモールガン・スタンリー証券のシニア・エコノミスト Stephen Jen 氏がこのような可能性を指摘した。[注 19]

4) 両通貨は共に新たな通貨——中国元(China Dollar)に取って代わられる。将来的にマカオ、台湾もこの新しい元通貨圏に参加すれば、中華経済圏における通貨統合が完了される。

おわりに

十年単位で見れば人民元の兌換性の向上も予想され、それに伴い大陸と香港間の経済統合が進むなか、人民元と香港ドルの行方には、いくつもの試練が待ち構えている。今後、中華経済圏における通貨統合はさらに注目されることになるだろう。

図表：

表1 人民元の対米ドル及び対香港ドルレートの推移（1994～2006 年）

年	1 米ドル当たり 元	1 元当たり香港ド ル
1994	8.6187	0.8967
1995	8.3514	0.9263
1996	8.3142	0.9303
1997	8.2898	0.9339
1998	8.279	0.9355
1999	8.2783	0.9371
2000	8.2784	0.9418
2001	8.277	0.9427
2002	8.277	0.9428
2003	8.277	0.94
2004	8.2768	0.94
2005	8.1917	0.9497
2006	7.9718	0.9745

出所：21世紀中国総研編 『中国情報ハンドブック 2007 年版』

図1 人民元対米ドル及び対香港ドル相場の推移

図1A

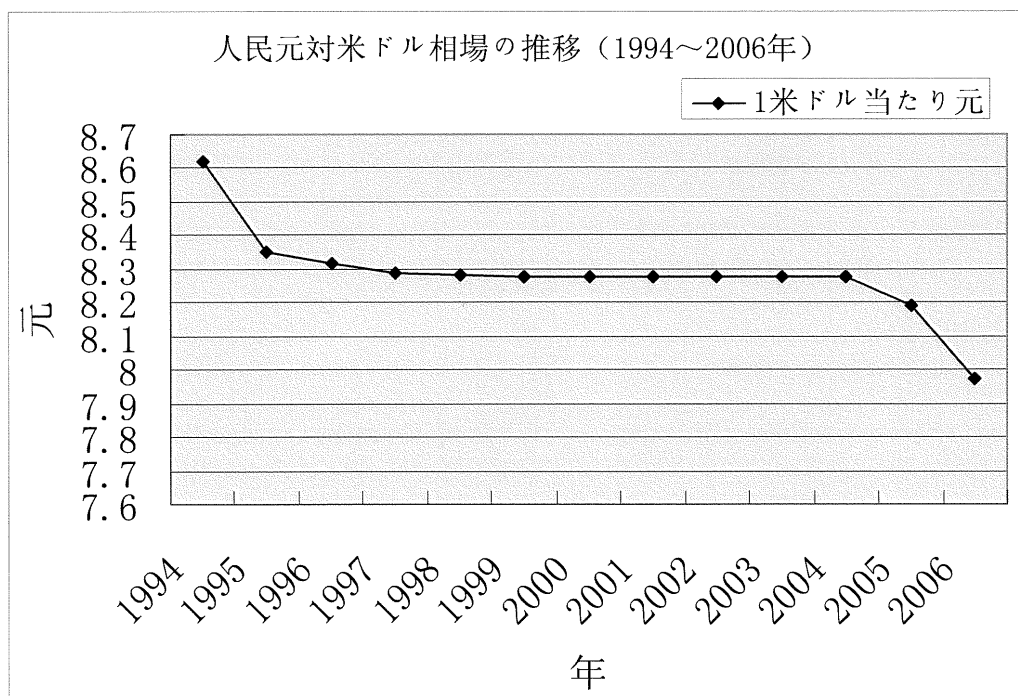
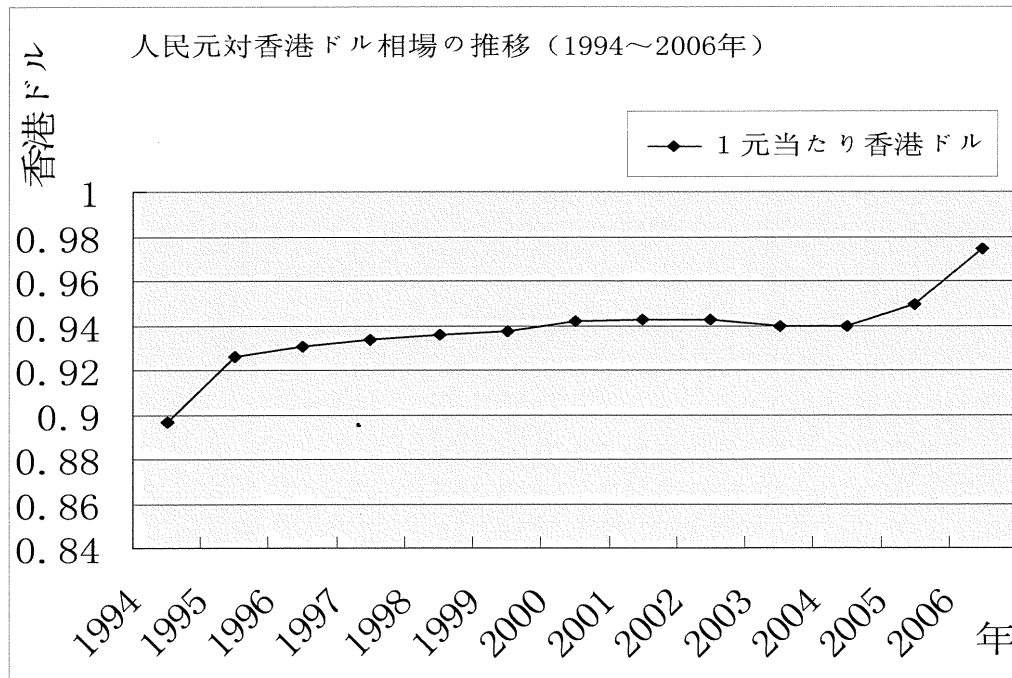
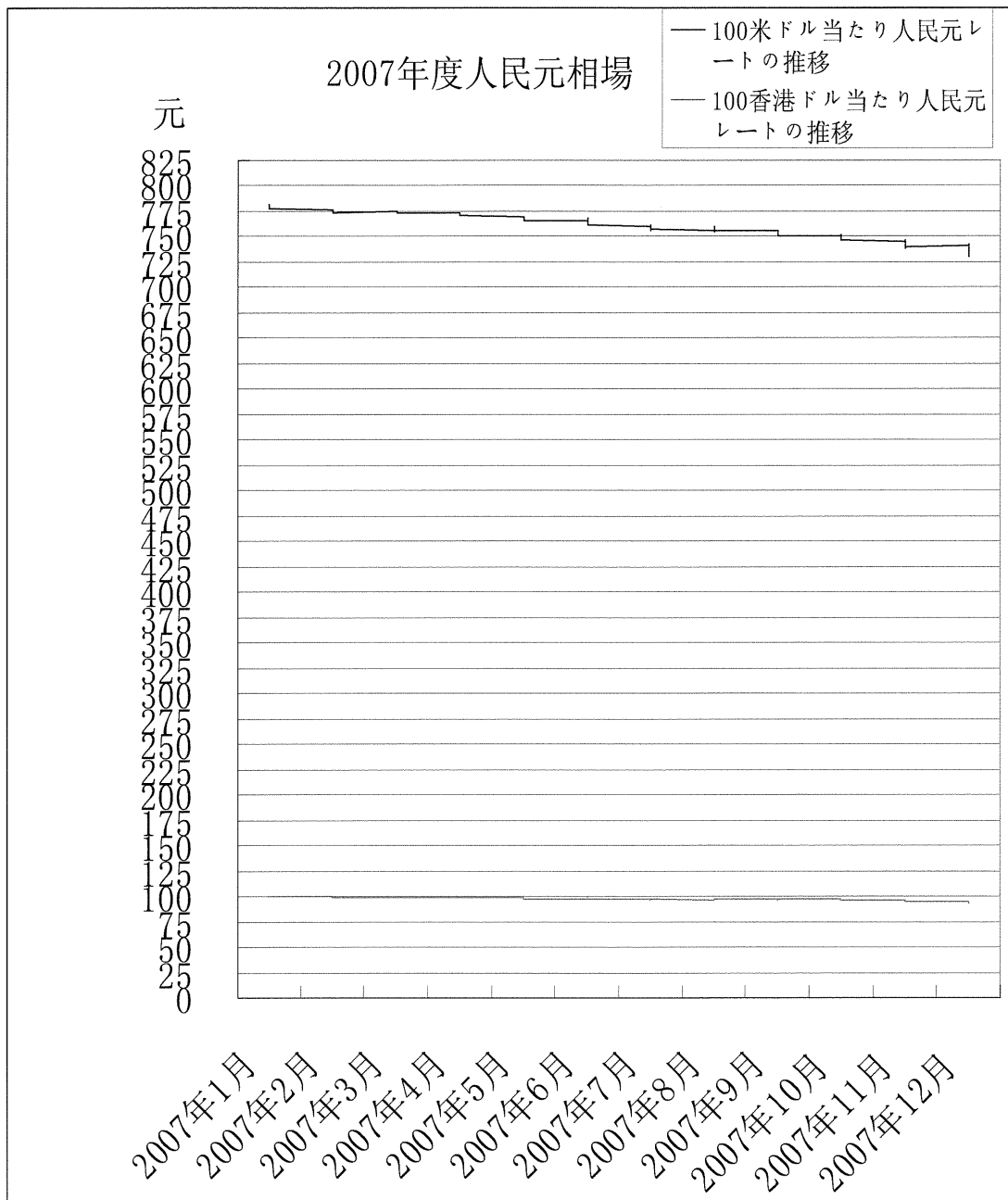


図 1 B



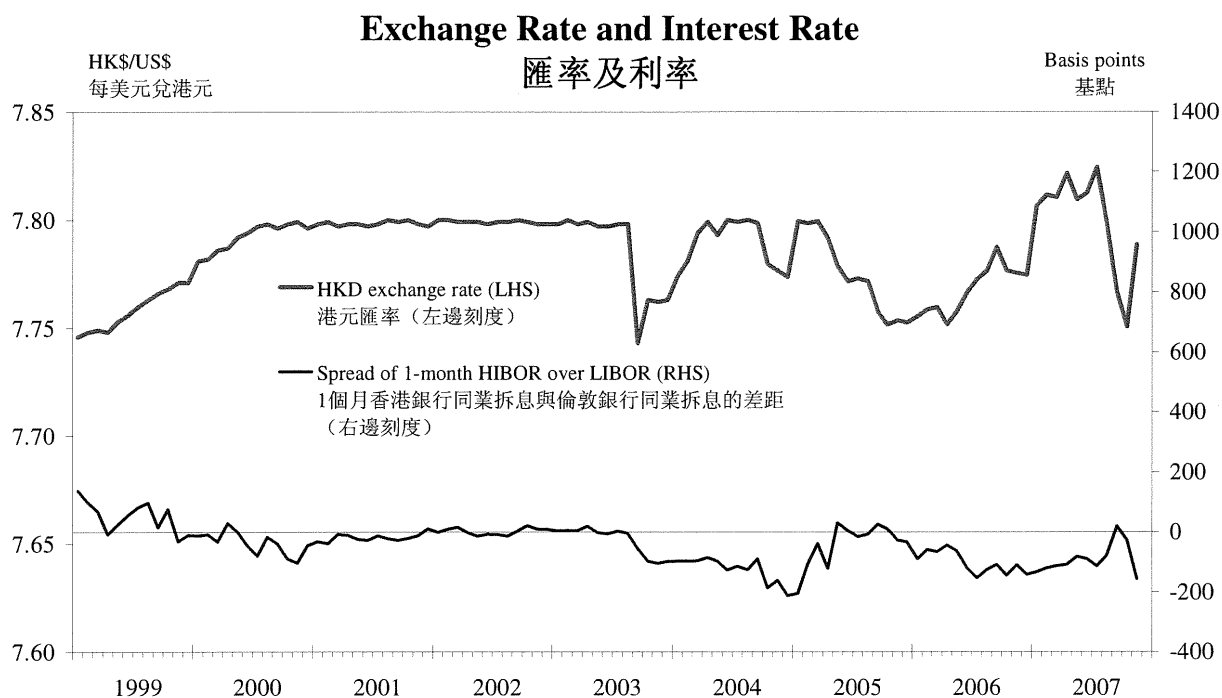
出所：『中国情報ハンドブック 2007 年版』より筆者作成

図1C



出所：中国国家外貨管理局統計データより筆者作成

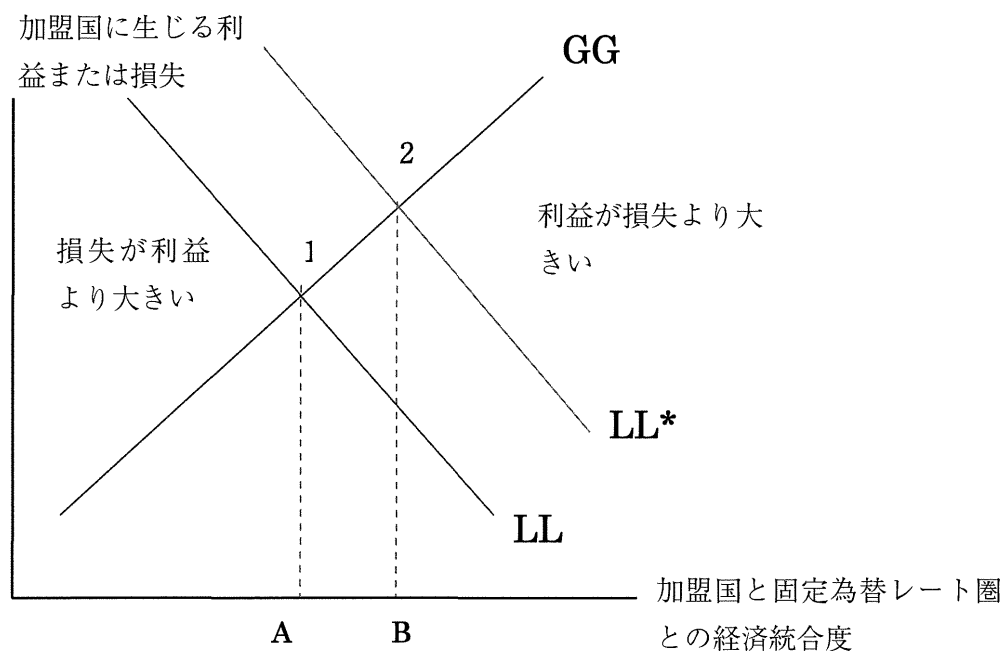
図2 香港ドル相場及び香港インターバンク市場金利の推移（1999～2007年）



出所：香港金融管理局 金融統計月報 2007 年 12 月

<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/statistics/msb/index.htm>

図3 GG—LL モデル：為替レートのペッグに関する意思決定及び生産物市場における不安定性の増大



出所：『国際経済学』《第20章 最適通貨圏と欧州の経験》図20-6 & 20-7

表2 大陸・香港の主要な経済指標比較（2006年）

項目	香港	大陸
GDP	1,895 億米ドル	26,268 億米ドル
GDP 成長率	6.50%	10.10%
一人当たり GDP	27,639 米ドル	2,004 米ドル
対外貿易		
輸出：	3,168 億米ドル	7,691 億米ドル
①地場輸出	173 億米ドル	
②再輸出	2,995 億米ドル	
輸入	3,347 億米ドル	7,916 億米ドル
為替レート		
HK ドル/1 米ドル	7.7683	
人民元/1 米ドル		7.9718

出所：21世紀中国総研編 『中国情報ハンドブック 2007年版』

表3 大陸と香港の経済関係

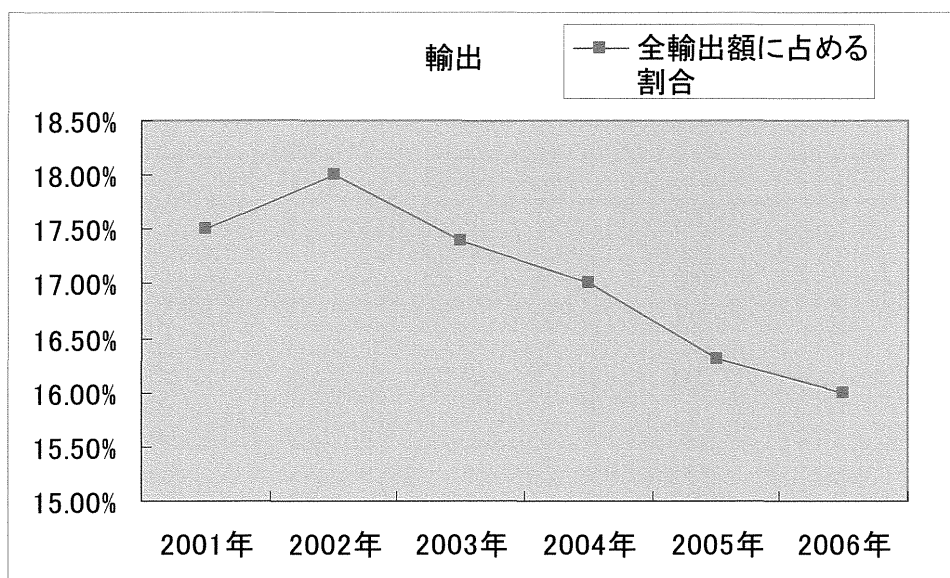
	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
大陸の対香港貿易						
香港との貿易総額	559.7	692.1	874.1	1,126.80	1,367.10	1,661.70
全貿易に占める割合	11%	11.10%	10.30%	9.70%	9.60%	9.40%
香港への輸出	465.5	584.7	762.9	1,008.80	1,244.80	1,553.90
全輸出額に占める割合	17.50%	18%	17.40%	17.00%	16.30%	16%
香港からの輸入	94.2	107.4	111.2	118	122.3	107.9
全輸入額に占める割合	6.40%	3.60%	2.70%	2.10%	1.90%	1.40%
大陸の香港からの外資 導入【注】						
件数	8,466	11,363	14,213	14,719	15,538	15,496
全件数に占める割合	32.40%	33.30%	34.60%	33.70%	35.30%	37.40%
実行額	170.4	179.1	181.2	190	185.5	202.4
全実行額に占める割合	34.90%	32.60%	33.90%	31.30%	30.80%	32.10%

注：マカオからの投資も含まれる

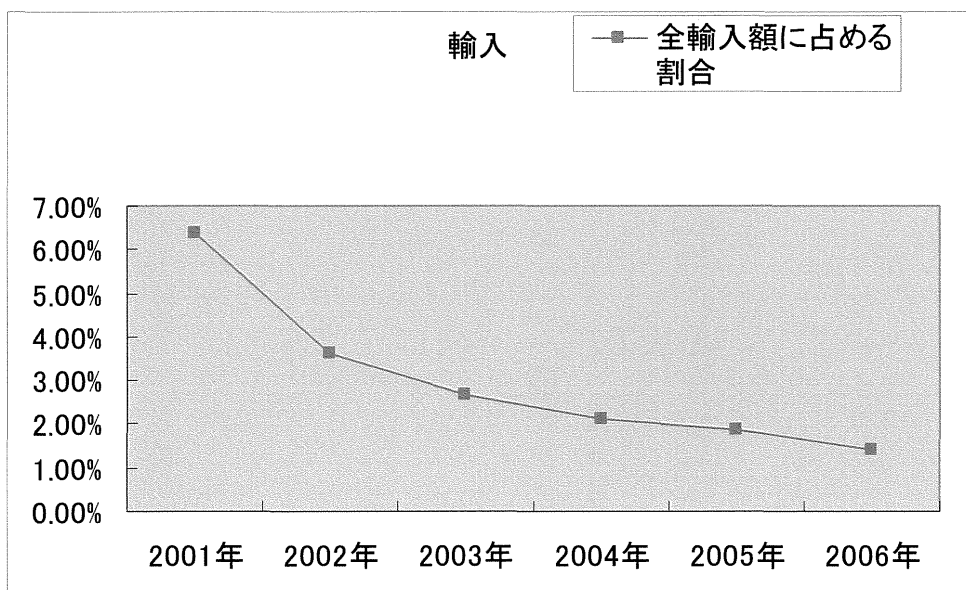
出所：21世紀中国総研編 『中国情報ハンドブック 2007年版』

図3 大陸の対外経済に占める香港の地位（2001～2006年）

a) 香港への輸出



b) 香港からの輸入



出所：『中国情報ハンドブック 2007年版』より筆者作成

表4 米中に対する香港の商品輸出（再輸出は含まれていない）（単位：HK\$ million）

年度		米国	中国大陸	香港の 輸出総額	割合 1 【注 1】	割合 2 【注 2】
1997		55,073	63,867	211,410	26.1%	30.2%
1998		54,842	56,066	188,454	29.1%	29.8%
1999		51,358	50,414	170,600	30.1%	29.6%
2000		54,438	54,158	180,967	30.1%	29.9%
2001		47,589	49,547	153,520	31.0%	32.3%
2002		41,908	41,374	130,926	32.0%	31.6%
2003		39,130	36,757	121,687	32.2%	30.2%
2004		38,636	37,898	125,982	30.7%	30.1%
2005		37,767	44,643	136,030	27.8%	32.8%
2006		33,159	40,268	134,527	24.6%	29.9%
2007	Jan	1,785	3,186	8,432	21.2%	37.8%
	Feb	1,443	1,956	6,216	23.2%	31.5%
	Mar	1,335	3,153	7,570	17.6%	41.7%
	Apr	1,748	3,595	8,611	20.3%	41.7%
	May	1,948	3,723	9,242	21.1%	40.3%
	Jun	1,928	3,566	9,625	20.0%	37.0%
	Jul	2,441	3,440	10,454	23.3%	32.9%
	Aug	2,091	3,703	9,675	21.6%	38.3%
	Sep	2,338	3,676	9,819	23.8%	37.4%
	Oct	2,648	3,746	10,483	25.3%	35.7%
	Nov	2,131	3,768	10,008	21.3%	37.6%
2007 【注 3】	Total	21,836	37,512	100,135	21.8%	37.5%

【注 1】 割合 1：対米輸出が香港の輸出総額に占める割合；

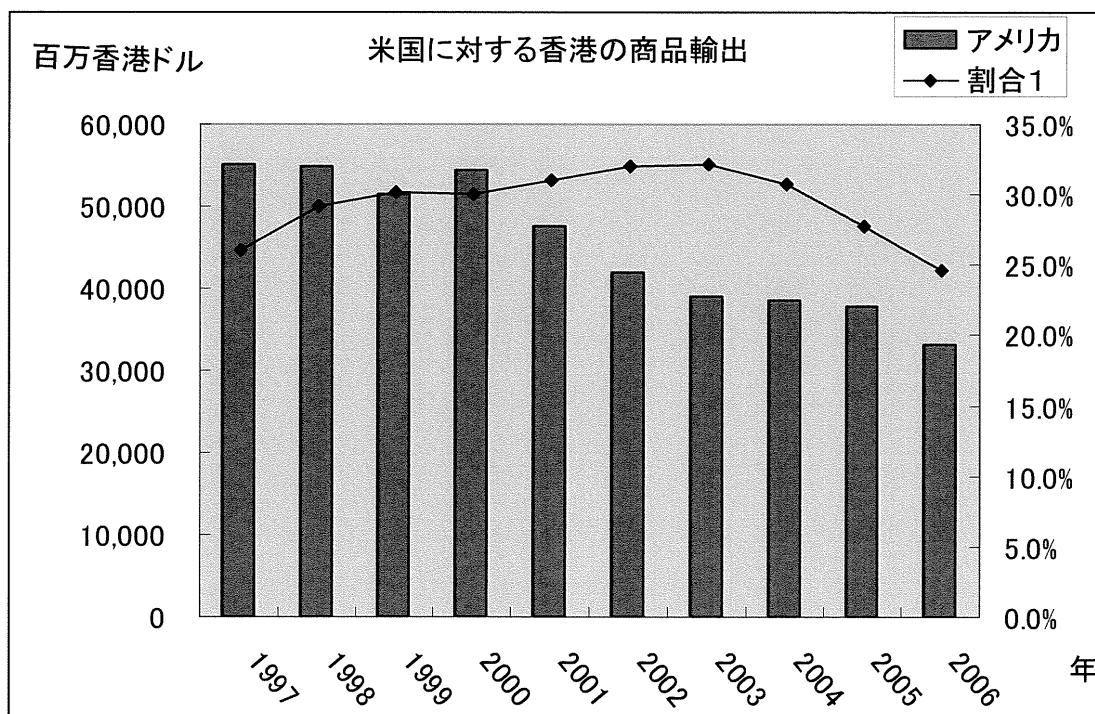
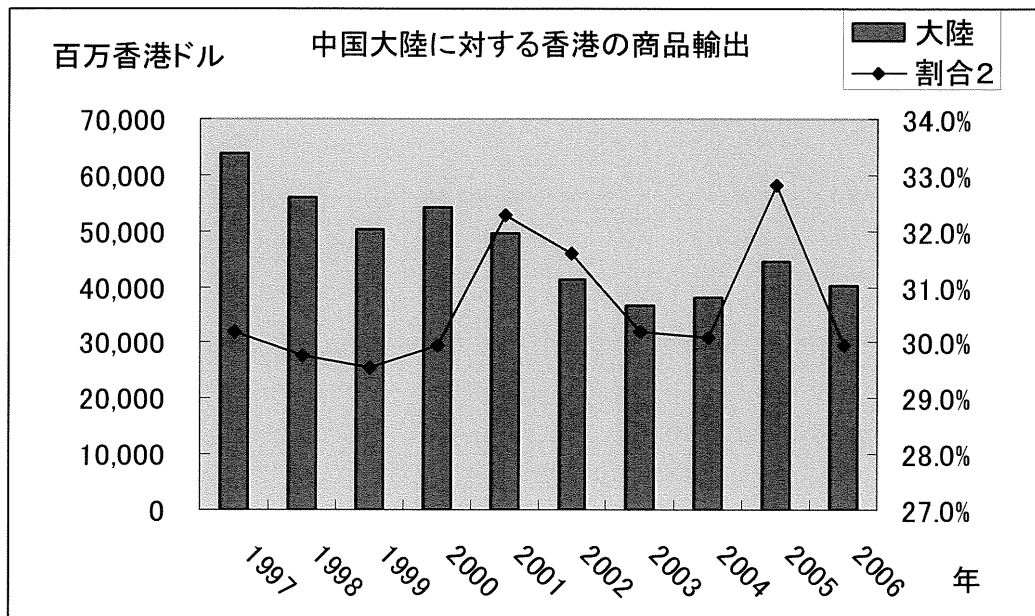
【注 2】 割合 2：対中輸出が香港の輸出総額に占める割合；

【注 3】 2007 年度の統計データは 1 月～11 月まで、12 月分は未だ未公表。

出所：香港特別行政区政府統計局ホームページ

http://www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistics_by_subject/index.jsp

図4 米中に対する香港の商品輸出金額及び全輸出額に占める割合



出所：香港特別行政区政府統計局データより筆者作成

表5 米中から香港への商品輸入

(単位：HK\$ million)

年度		中国大陸	米国	香港の 輸入総額	割合 1 【注 1】	割合 2 【注 2】
1997		608,372	125,381	1,615,090	37.7%	7.8%
1998		580,614	106,537	1,429,092	40.6%	7.5%
1999		607,546	98,572	1,392,718	43.6%	7.1%
2000		714,987	112,801	1,657,962	43.1%	6.8%
2001		681,980	104,941	1,568,194	43.5%	6.7%
2002		717,074	91,478	1,619,419	44.3%	5.6%
2003		785,625	98,730	1,805,770	43.5%	5.5%
2004		918,275	111,994	2,111,123	43.5%	5.3%
2005		1,049,335	119,252	2,329,469	45.0%	5.1%
2006		1,192,952	123,569	2,599,804	45.9%	4.8%
2007	Jan	98,463	12,240	211,824	46.5%	5.8%
	Feb	79,083	8,793	178,935	44.2%	4.9%
	Mar	104,934	11,485	235,156	44.6%	4.9%
	Apr	109,342	10,958	233,203	46.9%	4.7%
	May	106,515	10,821	230,868	46.1%	4.7%
	Jun	115,519	11,926	244,101	47.3%	4.9%
	Jul	113,865	11,154	246,711	46.2%	4.5%
	Aug	119,223	11,681	256,828	46.4%	4.5%
	Sep	118,886	11,941	253,452	46.9%	4.7%
	Oct	120,454	11,615	261,673	46.0%	4.4%
	Nov	123,930	12,646	259,956	47.7%	4.9%
2007 【注 3】	Total	1,210,214	125,260	2,612,707	46.3%	4.8%

【注 1】 割合 1：対中輸出が香港の輸出総額に占める割合；

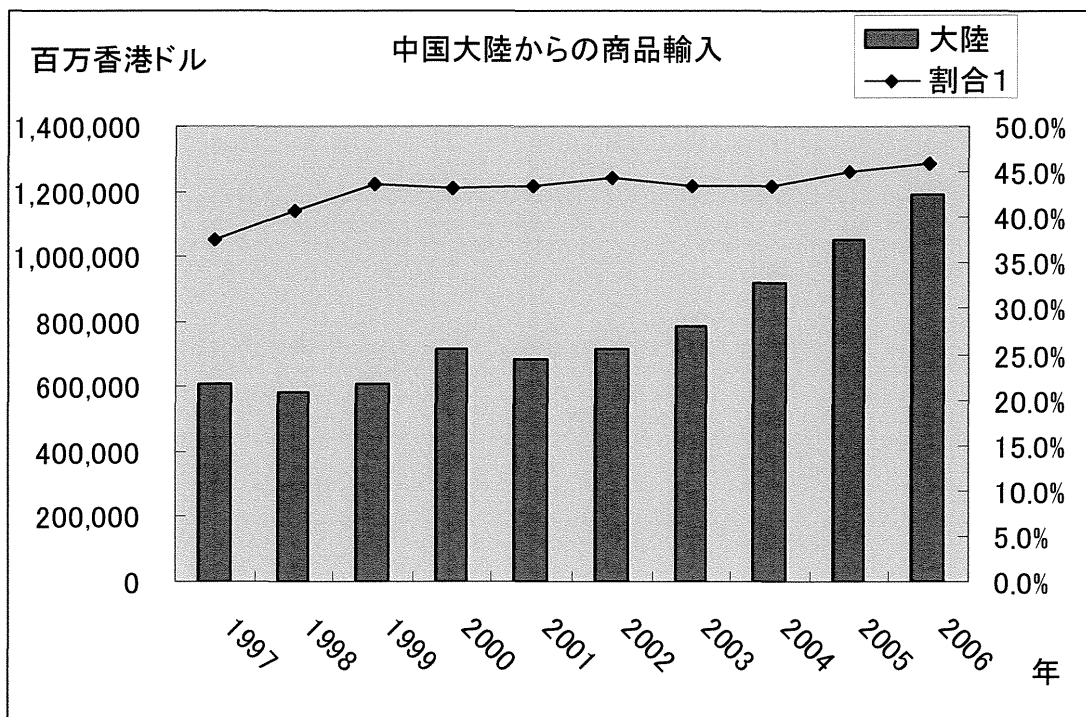
【注 2】 割合 2：対米輸出が香港の輸出総額に占める割合；

【注 3】 2007 年度の統計データは 1 月～11 月まで、12 月分は未だ未公表。

出所：香港特別行政区政府統計局ホームページ

http://www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistics_by_subject/index.jsp

図5 中国大陸から香港への商品輸入金額及び全輸入額に占める割合



出所：香港特別行政区政府統計局データより筆者作成

表6 香港と中国大陸間のサービス貿易 (単位：百万米ドル)

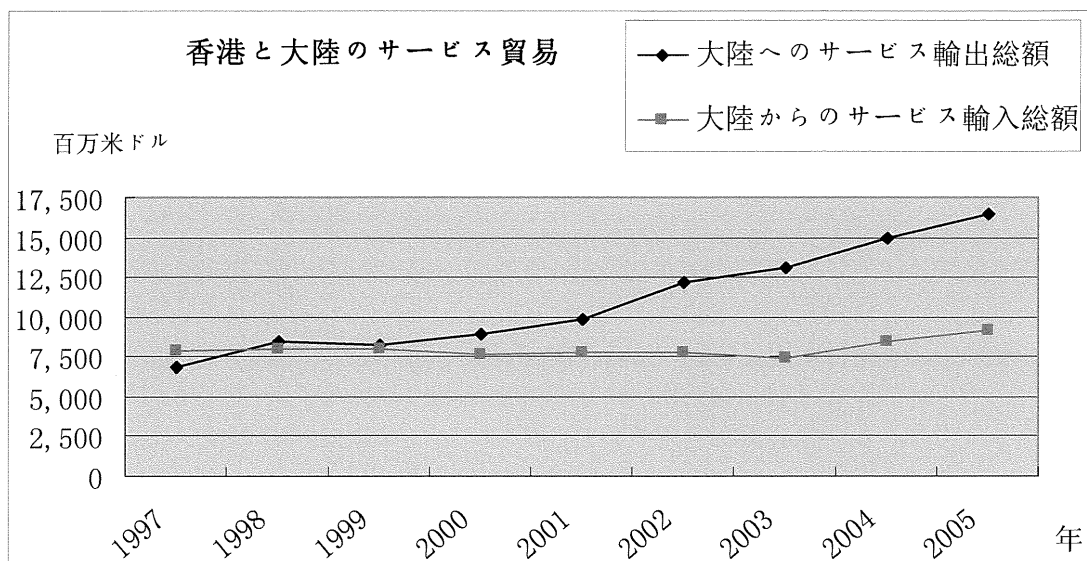
年度	大陸へのサービス 輸出総額	大陸からのサービス 輸入総額
1997	6,829	7,901
1998	8,408	8,000
1999	8,227	8,039
2000	8,895	7,677
2001	9,881	7,709
2002	12,213	7,805
2003	13,113	7,446
2004	14,973	8,456
2005	16,403	9,127

出所：1997～2002年のデータは Yun-Wing Sung, [2005]；

【注】2003年以降のデータは香港特別行政区政府統計局データより筆者が換算；

(1米ドル＝7.8香港ドル)；公表データは2005年まで。

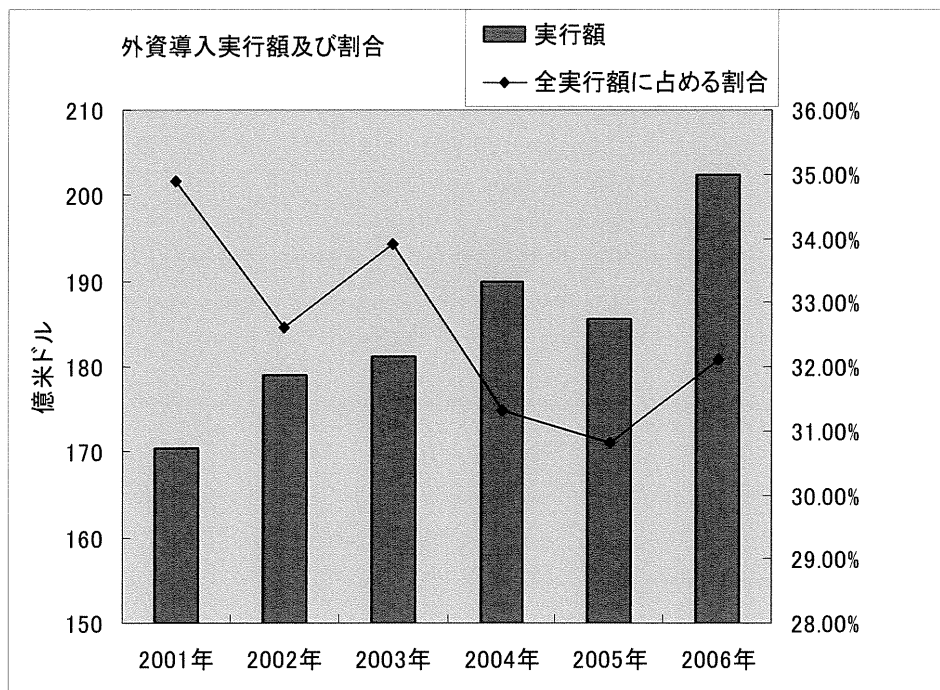
図6 香港と中国大陆間のサービス貿易 (単位：百万米ドル)



出所：表6より筆者作成

図7 中国大陆に対する投資における香港の地位





出所：『中国情報ハンドブック 2007年版』より筆者作成

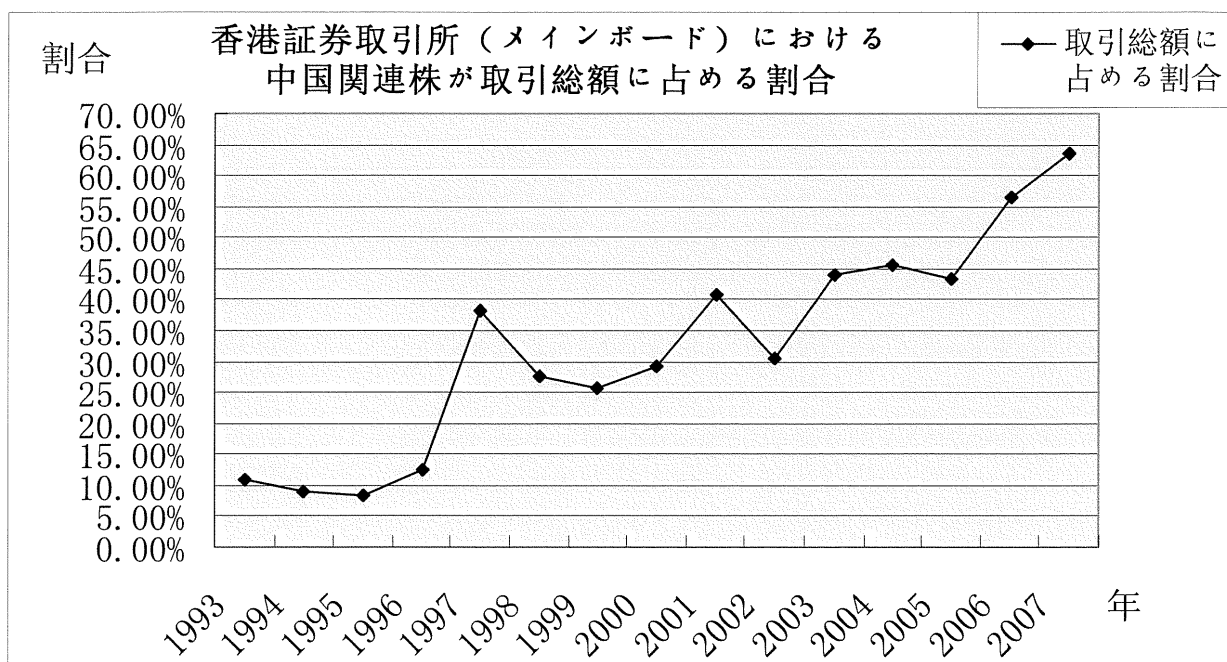
表7 香港証券取引所（メインボード）に上場されている中国関連株

()単位：百万香港ドル)

年度	H株 取引高 ①	取引総額に 占める割合	レッドチップ ス株取引高 ②	取引総額に 占める割合	合計取引 高 ①+②	取引総額に 占める割合
1993	33,037. 82	3.01%	88,290.28	8.05%	121,328. 09	11.07%
1994	34,208. 97	3.32%	57,515.41	5.59%	91,724.3 8	8.91%
1995	17,291. 65	2.27%	45,856.63	6.02%	63,148.2 8	8.29%
1996	24,890. 36	1.93%	135,359.18	10.52%	160,249. 54	12.45%
1997	297,769 .58	8.48%	1,043,672.51	29.71%	1,341,44 2.09	38.19%
1998	73,538. 68	4.61%	369,386.79	23.13%	442,925. 47	27.74%
1999	102,788 .51	5.80%	354,818.00	20.01%	457,606. 51	25.81%
2000	164,309 .62	5.74%	674,856.93	23.60%	839,166. 55	29.34%
2001	245,201 .03	13.47%	497,246.00	27.31%	742,447. 03	40.77%
2002	139,711 .41	9.50%	309,354.25	21.04%	449,065. 66	30.54%
2003	501,496 .87	22.12%	493,945.47	21.79%	995,442. 34	43.92%
2004	933,860 .83	27.49%	614,727.35	18.10%	1,548,58 8.19	45.58%
2005	949,155 .23	26.46%	603,820.77	16.83%	1,552,97 6.00	43.29%
2006	2,521,7 64.08	39.26%	1,100,508.90	17.13%	3,622,27 2.98	56.39%
2007	7,748,8 99.57	46.93%	2,725,604.54	16.51%	10,474,5 04.11	63.44%

出所：香港証券取引所ホームページ：<http://www.hkex.com.hk/index.htm>

図8 香港証券取引所における中国関連株が取引総額に占める割合の推移



出所：香港証券取引所ホームページ公表データより筆者作成

表8 中国大陸・香港の経済金融開放度

開放度	大陸	香港
経済開放度（2006）	0.67	3.44
資本市場開放度（2001）	0.07	0.557
貨幣市場開放度（2001）	0.166	0.561
金融市場開放度（2001）	0.118	0.559

出所：黄 燕君、[2003]；ただし、経済開放度（2006）は筆者が公表データに基づき同方法で改めて算出。

表9 香港と大陸・香港とアメリカ間の物価上昇率に関する相関係数

時期	香港と大陸の相関係数	香港とアメリカの相関係数
1978～2000 年	22.32	61.15
1996～2000 年	71.62	-19.42

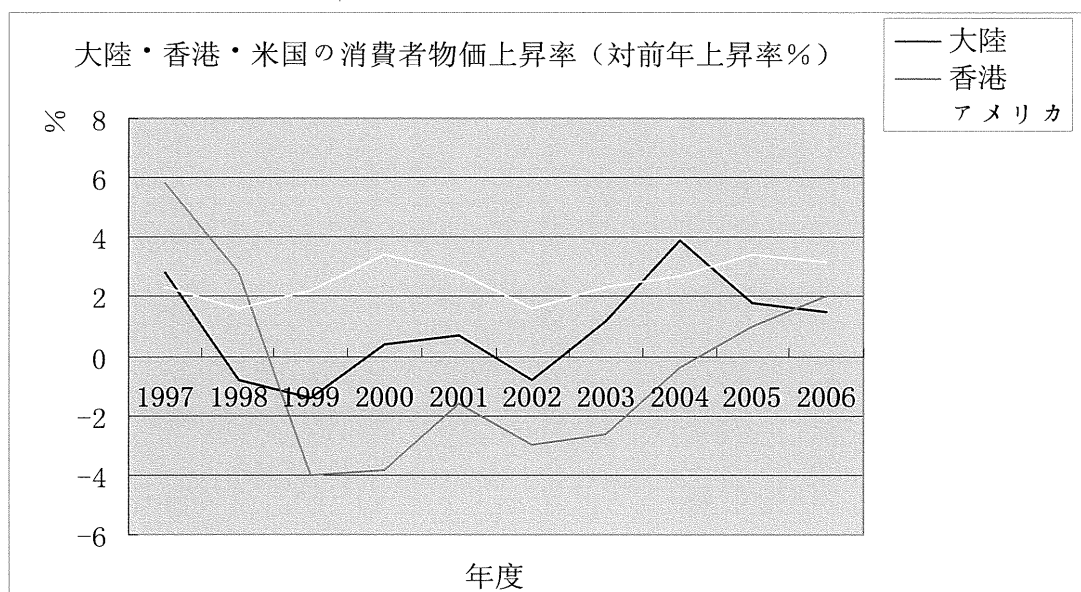
出所：黄 燕君、[2003]

表10 大陸・香港・アメリカの消費者物価上昇率（1997～2006 年）（対前年上昇率％）

年度	大陸	香港	アメリカ
1997	2.8	5.8	2.3
1998	-0.8	2.8	1.6
1999	-1.4	-4	2.2
2000	0.4	-3.8	3.4
2001	0.7	-1.6	2.8
2002	-0.8	-3	1.6
2003	1.2	-2.6	2.3
2004	3.9	-0.4	2.7
2005	1.8	1	3.4
2006	1.5	2	3.2

出所：『中国情報ハンドブック 2007 年版』；香港政府統計局（Census and Statistics Department of HKSAR）；Economic Report of the President 2007

図9 大陸・香港・アメリカの消費者物価上昇率（1997～2006 年）（対前年上昇率％）



出所：表10より筆者作成

注：

[1] 森 一道「人民元の香港ドル超えが意味するもの」 『週刊東洋経済』 2007. 2.3

[2] 『日経金融新聞』 2006 年 5 月 11 日

[3] 同[2]

[4] 本節で紹介した CEPA の内容は香港貿易発展局ホームページに公表されている公的文書や資料（英語・中国語）を要約したものである。関連内容は <http://cepa.tdctrade.com/> をご参照ください。

[5] ネット記事（中国語）：<http://www.i918.cn/forex/hot/2006-07-03/111447.html>

[6] ①マカオとの CEPA 協定は 2003 年 10 月に締結、2004 年 1 月より発効。関連内容はマカオ特別行政区経済局ホームページをご参照ください。ウェブサイト：

http://www.economia.gov.mo/web/DSE/public?nfpb=true&pageLabel=Pg_EETR_CEPA_S&locale=zh_MO；

②台湾・大陸間の「海峡兩岸共同市場構想」：2008 年台湾総統選挙国民党候補馬英九氏が提案

[7] 21 世紀中国総研編 『中国情報ハンドブック 2007 年版』

[8] 香港証券取引所公表データ（2007 年 12 月 31 日付き）

<http://www.hkex.com.hk/index.htm>

[9] 日経金融新聞 2007 年 4 月 24 日

[10] 同[8]

[11] NIKKEI NET：中国ビジネス特集

<http://www.nikkei.co.jp/china/finance/20070115d2m1501v15.html>

[12] インターネット新聞記事（中国語）：人民元境外流通問題研究

<http://www.chinaacc.com/new/287/293/342/2006/7/sh029214174517760027784-0.htm>

[13] 香港政府統計局公表データ：

http://www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistics_by_subject/index.jsp?subjectID=11&charsetID=1&displayMode=T

[14] 日経金融新聞 2008 年 1 月 17 日

[15] 21 世紀中国総研編 『中国情報ハンドブック 2007 年版』（9. 香港返還 10 周年、稲垣 清）

[16] Yun-Wing Sung, [2005]

[17] 同[15]

[18] 同[2]

[19] インターネット記事（中国語）：人民元は香港ドルを取って代わり、香港の法定流通通貨となる可能性について

http://www.cs.com.cn/wh/02/200711/t20071105_1239207.htm

参考文献：

- ・ 21 世紀中国総研編 『中国情報ハンドブック 2007 年版』 蒼蒼社、2007 年
- ・ 上川 孝夫他『通貨危機の政治経済学』(第 8 章 人民元のシステムと中国・香港、戴 懿) 日本経済評論社、2000 年
- ・ 村瀬 哲司 『アジア安定通貨圏』勁草書房、2000 年
- ・ 山上 宏人 『通貨同盟の理論と欧州通貨統合』神戸外国語大学 研究叢書 第 31 冊、2001 年
- ・ 小川 英治・橋本 優子他 『国際金融をつかむ』 有斐閣、2007 年
- ・ 黄 燕君 『港幣人民幣一体化：意義・条件・前景』中国社会科学出版社、2003 年
- ・ Paul Krugman & Maurice Obstfeld, [2006] International Economics: Theory and Policy (Pearson International Edition, Addison Wesley) 邦訳：『国際経済学』(改定 5 版) エコノミスト社、2002 年
- ・ Yun-Wing Sung, [2005] The Emergence of Greater China: The Economic Integration of Mainland China, Taiwan and Hong Kong , Palgrave Macmillan
- ・ Emerson, M. & others, [1992] One Market One Money, Oxford University
- ・ Fleming, J.M. [1971], “On Exchange Rate Unification”, *Economic Journal*, Vol.81
- ・ Mundell, R. [1961] “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review* Vol.51
- ・ McKinnon, R. [1963] “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review* Vol.53
- ・ Hong Liang, [1999] “Do Hong Kong SAR and China Constitute an Optimal Currency Area? An Empirical Test of the Generalized Purchasing Power Parity Hypothesis”, IMF Working Paper WP/99/17, June
- ・ Shu-ki Tsang, [2002a] “From One Country, Two Systems to Monetary Integration?”, Working Paper of Hong Kong Institute for Monetary Research No.15
- ・ Shu-ki Tsang, [2002b] “Optimum Currency Area for Mainland China and Hong Kong? Empirical Tests.” Working Paper of Hong Kong Institute for Monetary Research No.16