

2024年4月3日 全14頁

香港の1998年8月の株式市場介入の舞台裏

日銀の現状との相違点とは？

金融調査部 主任研究員 長内智
経済調査部 研究員 島本高志

[要約]

- 香港金融管理局は、1998年8月、市場参加者にとって想定外となる株式市場介入を実施した。この事例については、日本銀行のETF買入政策を巡る議論で言及されることもある。香港における株式市場介入は、ヘッジファンド等の投機筋が香港の為替市場と株式市場において大規模な投機的攻撃を仕掛けたことが背景にある。
- 株式市場介入の実施期間は1998年8月14日から8月28日までの10営業日、買入対象は香港ハンセン指数を構成する全33銘柄（当時）である。また、その介入規模は約1,180億香港ドルに達し、この額は香港証券取引所の当時の時価総額の5.9%に相当した。香港では、投機的攻撃への対応策として、翌9月に為替制度及び空売り規制の強化策も打ち出された。
- 香港における株式市場介入に対しては、国内外の市場参加者や海外の金融当局から、安易に株価を押し上げようとして市場メカニズムを歪める行為といった懸念の声が相次いだ。ただし、香港側は、株式市場介入は単なる株価押し上げ策ではなく、アジア通貨危機を背景とする投機筋の相場操縦的な攻撃や、いわゆる「市場の失敗」に対応するためのものであるといった趣旨の主張を展開した。
- 香港金融管理局は、そもそも日本銀行のように金融政策運営を実施する機関でないため、その株式市場介入の目的を非伝統的な金融政策手段という文脈で捉えるべきではない。他方、株式市場介入に関して、香港政府と香港金融管理局などの公的部門が情報開示を通じた透明性の確保や積極的な対外説明を通じて説明責任を果たすべく努めていたという点は、政府や金融当局の姿勢として評価できる。

はじめに～香港の株式市場介入の前例

株式市場では、市場参加者の自由な競争により、市場メカニズムが十分に機能することが望ましく、政府や中央銀行などの公的部門による株式やETF（上場投資信託）の購入といった直接的な市場介入は避けるべきというのが原則だ。公的部門の介入によって市場メカニズムが歪められると、市場の効率性が低下し、経済的利益も損なわれるといった問題が生じ得る。自由な市場経済を標榜している国・地域において直接的な市場介入が実施されることになれば、国内外の市場参加者や海外の金融当局から懸念の声が相次ぐ事態となる可能性もある。国際的にみて、金融資本市場が発展した国・地域で政府や中央銀行などの公的部門が株式市場に直接的に介入した事例は少ない。

その少ない特殊な状況にあるのが現在の日本だ。日本銀行は、2010年12月以降、非伝統的金融政策の一環として、市場のリスク・プレミアム縮小のため、長期にわたってETFの買入れを続けてきた。ただし、日本銀行は、2024年3月19日、2%を上回るインフレ率が継続する中、これまでの大規模な金融緩和政策の枠組みを見直すことを決定した。ETF買入政策に関しては、ETFの新規の買入れを終了するとしたことから、今後は「出口戦略」の行方が焦点となる。

また、日本銀行のETF買入政策のこれまでの評価や今後の展開について議論する際、先行事例として香港がよく取り上げられる。香港では、1998年8月、為替相場と金融システムの安定などを責務とする香港金融管理局（HKMA：Hong Kong Monetary Authority）が株式市場と株式先物市場（以下、株式市場と略）において大規模な株式買入等を実施した。その後、株式管理と株式売却のための機関として外為基金投資有限公司（EFIL：Exchange Fund Investment Limited）を設立し、1999年11月以降、購入した株式の売却を進めた。株式の売却に際し、保有株式をETFに組成して個人投資家と機関投資家に売却するというスキームを活用したことから、日本銀行のETF買入政策の「出口戦略」の文脈で言及されることもある。

しかし、20年以上も前かつ海外の事例ということもあり、当時の香港の状況等については、単なる株価押し上げ策といった誤解に基づくような議論も見受けられる。そこで、本稿では、あらためて香港の1998年8月の大規模な株式市場介入に関して、その経緯や介入の理由について整理するとともに、日本銀行の置かれた現状との違いなど着目すべき論点について考察する。

1. アジア通貨危機に起因する香港ドルへの投機的攻撃

（1）香港返還の翌日にタイの通貨バーツが暴落

1990年代半ばの香港の株価指数は、良好な経済環境の下で上昇傾向にあった。また、シンガポールと並ぶアジアの重要な国際金融センターとしての地位を築いていたことでも知られる。こうした中、香港は1997年7月1日に中国へと返還（次頁図表1）され、当時、国民の間で祝賀ムードが広がっていたとされる。

しかし、ちょうど同じ時期に、アジア通貨危機の引き金となったタイの通貨バーツの暴落が発生した。タイは米ドルとバーツの為替レートを連動させる事実上の米ドル・ペッグ制を採用

していたが、経済ファンダメンタルズの悪化や金融不安などを背景に、1997年5月頃からヘッジファンド等の投機筋（以下、投機筋）による通貨売り攻撃を受けていた。その投機的攻撃に耐え切れず、同年7月2日、タイは変動相場制への移行を余儀なくされ、それに伴いバーツは暴落した。タイの通貨危機の影響は、直ちにインドネシアやフィリピンなど東南アジア諸国に波及した一方、香港の為替市場と株式市場への短期的な影響はそこまで深刻なものとはならなかった。香港株は上昇傾向が続き、香港ハンセン指数は1997年7月以降も史上最高値（当時、終値ベース、以下同様）の更新が続いた。ただし、良好な金融環境を維持していたようにみえた香港にも危機の影が徐々に忍び寄っていたのである。

図表1：香港の株式市場介入や為替相場に関する主な出来事

日付	概要
83年10月17日	香港がカレンシー・ボード制の下でのドル・ペッグ制を採用（1米ドル=7.8香港ドル）
93年4月1日	香港金融管理局（HKMA: Hong Kong Monetary Authority）の創設
96年12月9日	香港の銀行間取引がRTGS（即時クロス決済）化
97年7月1日	香港が英国から中国に返還（香港返還）
97年7月2日	タイは、ヘッジファンドによる通貨バーツの売り攻勢等を背景に、事実上の米ドル・ペッグ制（米ドルを中心とする通貨バスケット制）から管理変動相場制へ移行。アジア通貨危機へと発展
97年8月7日	香港ハンセン指数が16,673.27と史上最高値（当時）で引ける
97年10月17日	台湾が通貨売り攻撃を受けて台湾ドルの下落を容認、香港のドル・ペッグ制に対する懸念が高まる
97年10月20日	香港ドルの売り圧力が強まる
97年10月23日	香港ドルへの大規模な投機的攻撃（1回目）、HIBOR（翌日物）が一時、280%まで上昇したとされる、「暗黒の木曜日（Black Thursday）」 、香港ハンセン指数は▲10.4%の大幅下落（10月17日の終値から▲23.3%の下落）、世界同時株安の様相
同上	HKMAは、LAF（Liquidity Adjustment Facility、流動性調節ファシリティ）を通じて繰り返し資金を借り入れる銀行に対して懲罰的に高い金利を課すとの声明を公表
97年10月25日	HKMAは、HIBOR（翌日物）のボラティリティ上昇に対応するため、LAFのビッド・レートとオファー・レートのレンジを拡大（4.25%と6.25%の2.00%pt→4.00%と7.00%の3.00%pt）
98年1月6日	インドネシアのスハルト大統領（当時）が次年度予算案を発表、財政改革が不十分との見方から通貨ルピアが急落、香港ドルにも売り圧力
98年1月7日	香港最大の証券会社ペレグリン（Peregrine Investments Holdings）の株式取引停止
98年1月12日	香港のペレグリンが破綻を発表、この日の香港ハンセン指数は▲8.7%の大幅下落
同上	香港ドルへの大規模な投機的攻撃（2回目）
98年6月8日	金融不安等を背景に、ドル円レートが1ドル140円台まで下落、香港ドルにも売り圧力
98年6月15日	香港ドルへの大規模な投機的攻撃（3回目）
98年6月17日	円安進行を背景に日米首脳電話協議が開催され、円買い・米ドル売りの日米協調介入実施
98年8月3日	香港政府は第1四半期GDP統計の結果を下方修正し、第2四半期はさらに悪化する可能性があるとの見方も示す
98年8月5日	HKMAが為替市場に介入しているとの観測が流れるが、HKMAはそれを否定
98年8月7日	香港ドルへの大規模な投機的攻撃（4回目）
98年8月11日	香港ハンセン指数が終値で7,000台を割り込む（8月13日に6,660.42と安値を更新）
98年8月14日	HKMAが為替基金の資金を用いて 株式の買い介入を開始（8月28日までの10営業日） 、株式先物市場にも介入
98年8月17日	ロシア危機の発生。対外債務の90日間支払い停止、ルーブル建て短期国債の債務不履行、事実上のルーブルの切り下げ
98年8月28日	HKMAが為替基金の資金を用いた 株式の買い介入を終了
98年9月2日	米LTCMの巨額損失が判明（9月23日にLTCMの救済措置決定、その後時間をかけて清算に向かう）
98年9月5日	HKMAは、カレンシーボード制度の7つの技術的強化策及び同制度の運営における透明性と開示の強化について公表
98年9月7日	香港の曾蔭權（ドンナド・ツァン）財務長官（当時）が空売り規制強化を含む対策を公表
98年9月16日	米国のグリーンズパンFRB議長（当時）が、米下院の銀行・金融サービス委員会の公聴会で香港の株式買入介入に対して疑義を示す。翌17日、HKMAの任志剛（ジョセフ・ヤム）総裁（当時）が反論の声明を公表
98年10月14日	株式管理と株式売却のための機関として 外為基金投資有限公司（EFIL: Exchange Fund Investment Limited）を設立
98年10月26日	EFILが透明性の観点から保有株式の情報を公開（楊鐵樑（ヤン・ティ・リャン）主席（当時）の声明の添付資料）

（注）香港ドルへの大規模な投機的攻撃（1～4回目）の日付はLegislative Council of the Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China（1998）で示された日付を用いた。

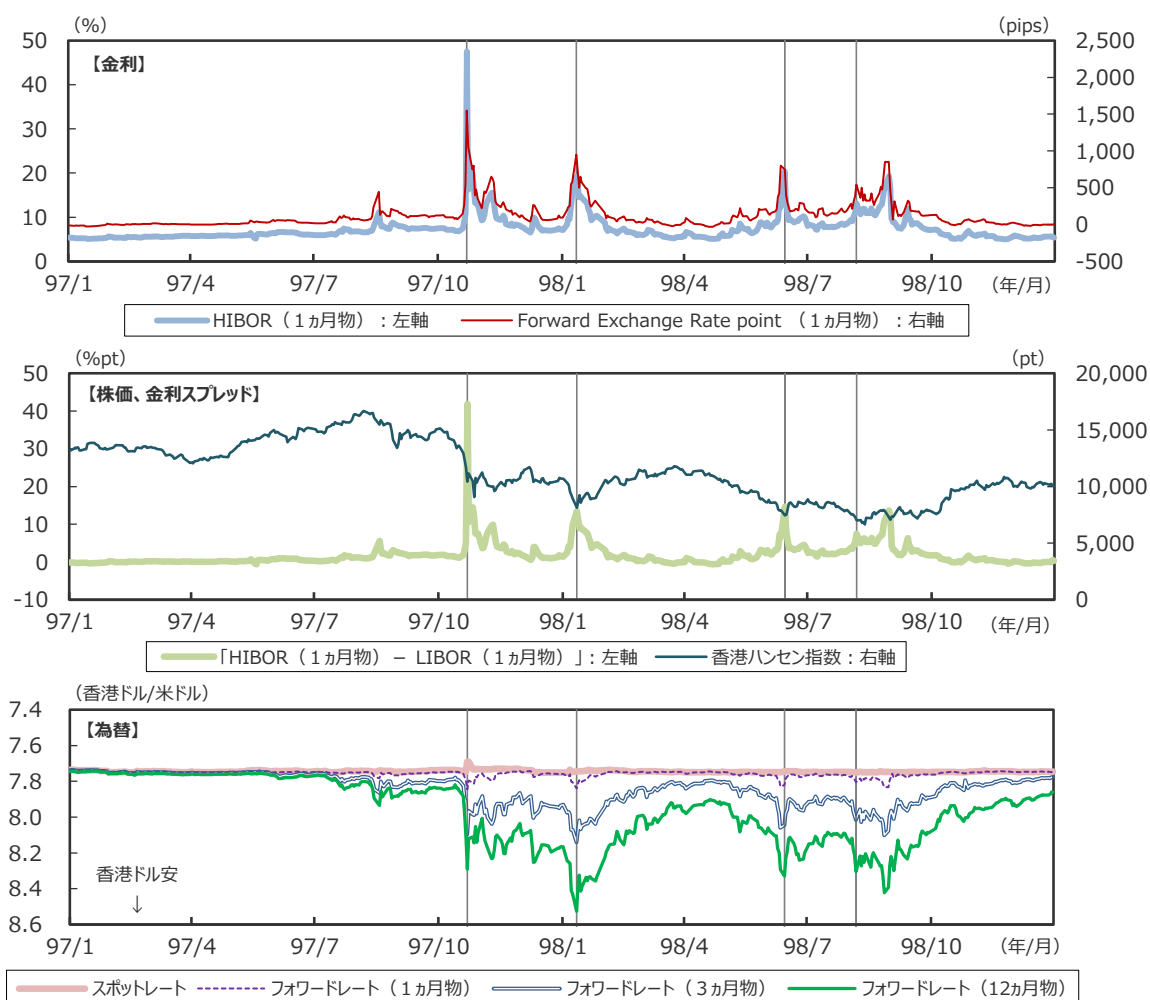
（出所）香港金融管理局、香港政府、EFIL、香港証券取引所、各種資料、各種報道、Bloomberg等より大和総研作成

香港ハンセン指数は、1997年8月7日に16,673.27ptと史上最高値を更新した後、タイ発の通貨危機の影響などから下落基調へと転じた。さらに、当初は東南アジアで猛威を振るった通貨危機の影響は東アジアへも伝播し、秋以降、韓国、台湾、香港においても金融危機の様相が強まることとなった。

(2) 4回に及ぶ香港ドルへの大規模な投機的攻撃

香港の為替市場と株式市場に対する投機筋の大規模な攻撃は1997年から1998年にわたり複数回観測された。以下では、①1997年10月23日、②1998年1月12日、③1998年6月15日、④1998年8月7日、を基準日として金融市場への影響を見ていく¹。香港の金融市場の各種指標を見ると、いずれの時期も、金利上昇、金利スプレッド拡大(対ドル)、株価下落、通貨のフォワードレート売りという形で大きく反応していた様子が明確に確認できる(図表2)。

図表2：香港ドルへの4回の大規模な投機的攻撃と金融市場



(注1) 縦線は香港ドルへの大規模な投機的攻撃(1~4回目)の基準日で、各日付はLegislative Council of the Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China (1998)で示された日付を用いた。

(注2) フォワードレートは、スポットレートに「Forward Exchange Rate point÷10,000」を加算して算出。

(出所) 香港金融管理局、Bloombergより大和総研作成

¹ Legislative Council of the Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China (LegCo) (1998)に基づく。

まず、1回目の大規模な投機的攻撃が行われた背景としては、台湾が通貨売り攻撃を受けて1997年10月17日に台湾ドルの下落を容認したことが挙げられる。香港は、1983年10月17日にカレンシー・ボード制の下でのドル・ペッグ制（1米ドル=7.8香港ドル）を採用して以降、それを堅持してきた。しかし、為替市場では、台湾に続いて、香港も通貨売り攻撃に耐えられずドル・ペッグ制を維持できなくなるのではないかとの懸念が台頭し、翌週の10月20日以降、香港ドルに対する売り圧力が強まった。

香港はカレンシー・ボード制を採用しているため、市場で香港ドル売り・米ドル買いが行われると、香港の発券銀行（香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行）は保有する米ドル（裏付資産）を売り渡す形となり、その減少に相当する分、香港ドルの発行を削減する。それに伴い、市中の香港ドルが減少し、市場金利は上昇する。1997年10月23日、短期市場金利であるHIBOR（Hong Kong Interbank Offered Rate）が急騰し、その翌日物金利は一時280%まで上昇したとされる²。金利急騰が株式市場で嫌気されるとともに投機筋による空売りも膨らみ、香港ハンセン指数は同日に前日比▲10.4%という大幅な下落を記録した。香港の金融市場の動揺は海外にも波及し、世界同時株安の様相となった。この日は、香港の「暗黒の木曜日」とも呼ばれる。攻撃直前（10月17日）の終値からは▲3,174.7ptの下落、▲23.3%の下落率となる。

2回目の攻撃は、インドネシアの通貨ルピアに対する投機的な売り攻撃が香港ドルにも波及したほか、香港企業がインドネシア企業の信用不安の影響で経営破綻したという個別要因の影響も見られた。まず、1998年1月6日、インドネシアのスハルト大統領（当時）が次年度予算案を発表したものの、財政改革が不十分との見方からルピアが急落すると、香港ドルを含むアジア通貨に対する売り圧力も強まった。さらに、インドネシアのタクシー会社ステディ・セーフ社からの資金回収に行き詰まった、香港最大（当時）の証券会社ペレグリンの経営不安が高まったことも香港の株価や通貨の下落要因となった。ペレグリン社は同年1月12日に経営破綻を発表した。

3回目の攻撃は、日本の金融不安等を背景にドル円レートが1ドル=140円台まで下落するなど日本を含む東アジア通貨に対する投機的な売りが膨らむ中で起きた。当時、外国為替市場では、急速な円安進行を受けて、1998年6月17日に橋本首相（当時）とクリントン米大統領（当時）による日米首脳電話協議が開催され、円買い・米ドル売りの日米協調介入が実施された。その2日前の6月15日、香港ドルに対する3回目の大規模な投機的攻撃が発生した。

4回目の攻撃の際には、過去3回と異なり、香港金融管理局が株式市場に直接介入するという異例の対応を取った。自由な市場経済を標榜している香港で公的機関による市場介入が実施されるというのは、当時誰も想定していなかった。香港金融管理局が市場介入したことに対しては、国内外の市場参加者や海外の金融当局から、安易に株価を押し上げようとして市場メカニズムを歪める行為といった懸念の声が相次いだ。他方、香港金融管理局は、投機筋の「ダブル・プレイ（Double Play）」戦略による人為的な「相場操縦」に対抗するために市場介入が必要だったと説明する。

² Yam (1998f)、LegCo (1998) を参照。

(3) 投機筋の「ダブル・プレイ」という戦略

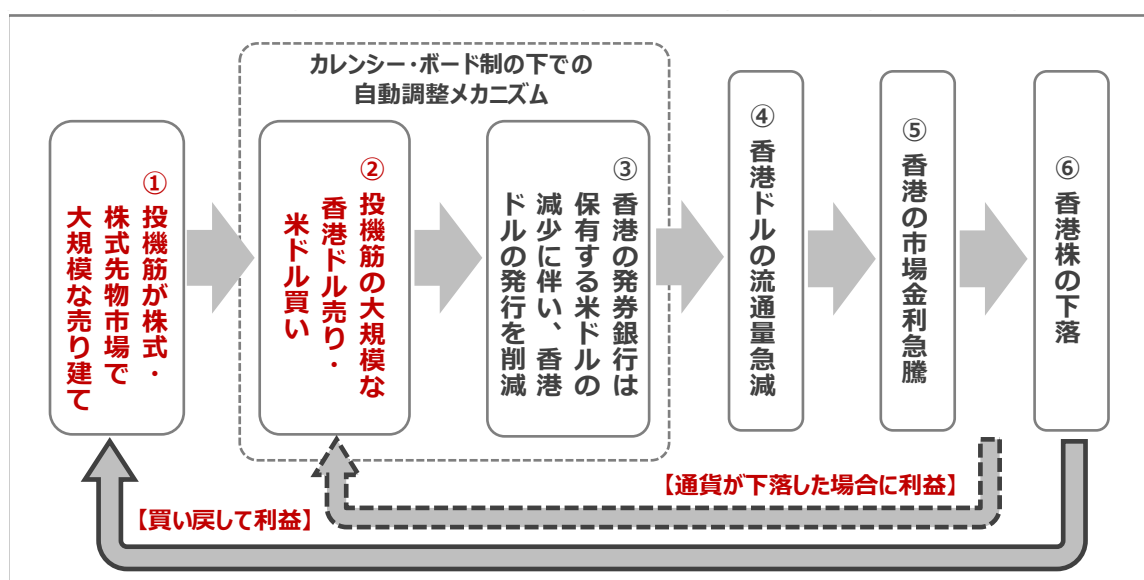
投機筋が香港の為替市場と株式市場に対する大規模な投機的攻撃で用いた「ダブル・プレイ」という戦略の仕組みは以下の通りである³。

まず、投機筋は、香港証券取引所において大規模な株式の空売り・株式先物売りを行う（図表3）。その後、香港経済に対するネガティブな材料や香港ドルの売り圧力が高まるような状況を捉えて、香港ドル売り・米ドル買いを大量に行う。香港の発券銀行は、カレンシー・ボード制の下で、売り渡した米ドル（裏付資産）に相当する分、香港ドルの発行を削減する。なお、これは、カレンシー・ボード制に組み込まれた自動調整メカニズムと位置付けられる⁴。発券銀行の香港ドルの大量買入に伴い、市中の香港ドルの流通量が急減するため、市場金利が急騰する。

株式市場では、通常、金利が急騰すると、リスク・プレミアムの上昇や企業業績への懸念などから株価が下落するという逆相関の傾向にあり、その場合、売り建てををしていた投機筋は香港ドルが下落しない場合でも、株式市場で利益を得られる。さらに、香港金融管理局が市場金利の急騰や株価急落といった金融市場の動揺に耐えられず、香港ドルの下落を容認したり、香港ドルを切り下げたりするような事態となれば、投機筋は為替市場でも利益を上げることができる。

こうした仕組みから分かるように、「ダブル・プレイ」の起点となる大規模な売り建て（①）によって利益を上げさせないことが、香港ドルに対する投機的攻撃を防ぐことにもつながる。つまり、香港金融管理局による株式市場介入は、単に香港株が下落（⑥）したから行われたものではなく、その前段階の売り建てへの対応という側面もある。この点に関しては、第2章で言及するように、1998年9月に公表された空売り規制も重要なポイントになる。

図表3：投機筋による「ダブル・プレイ」の仕組み



(注) 発券銀行は、香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行の3行。

(出所) 大和総研作成

³ Chan (2019a)、Chan (2019b)、Yam (1998b)、Yam (1998c)、Yam (1998e)、Yam (1998g)を参照。

⁴ カレンシー・ボード制では、市中で流通している自国通貨（香港ドル）と同等の裏付け通貨（米国ドル）を保有する必要がある。そのため、発券銀行は投機筋に裏付け通貨（米ドル）を売り渡した分、市中から自国通貨（香港ドル）を買い入れて吸収することになる。

投機筋による「ダブル・プレイ」は1997年から行われていたものの、香港金融管理局がこの戦略を明確に把握したのは、1998年の3回目と4回目の大規模な投機的攻撃の際であったとされる⁵。香港政府や香港金融管理局は、「ダブル・プレイ」を経済ファンダメンタルズを反映した売買でなく、香港の為替制度や金融システムの安定性を脅かす人為的な「相場操縦」と評価した。そして、その対抗措置として、香港金融管理局が株式市場に直接介入したのである。なお、香港金融管理局による市場介入は、香港特別行政区の曾蔭権（ドナルド・ツァン）財政長官（Financial Secretary、当時）が為替資金諮問委員会（Exchange Fund Advisory Committee）の支持を得て決定した⁶。

ちなみに、1998年の大規模な投機的攻撃における「ダブル・プレイ」は、それ以前よりも巧妙になったとされる⁷。具体的には、当初、投機筋は株式の空売り・株式先物売り（①）の原資となる資金を短期金融市場で調達していたが、市場金利急騰（⑤）に伴い調達コストも大きく上昇してしまい、その分投資利益が減少するという状況にあった。そこで、投機筋は、国際機関（世界銀行やアジア開発銀行等）が発行した香港ドル建ての債券のスワップ取引を通じ、事前に少し長めの資金を調達しておき、市場金利急騰の影響を回避したのである。投資筋が調達した資金は、1998年初めから1998年8月中旬にかけて300億香港ドルに達し、その1日当たりのコストは400万香港ドル程度とされる⁸。

2. 香港金融管理局の1998年8月の株式市場介入

（1）投機筋が攻撃を仕掛けた背景

香港金融管理局は、投機筋による4回目の大規模な攻撃を受けて、1998年8月14日に株式市場への直接介入に踏み切ったが、そもそもなぜ、投機筋はこの時期に大規模な攻撃を仕掛けたのだろうか。その背景としては、香港の景気悪化懸念や中国人民元と香港ドルの切り下げ観測が高まる中、香港金融管理局が為替市場介入を否定したことなどが挙げられる。また、それまでのアジア通貨危機の影響により、香港株式市場の売買高が減少していたことも、相場操縦的な攻撃を試みる投機筋にとって好都合だったとされる。

まず、8月3日、香港政府は、1998年第1四半期GDP統計の結果を下方修正するとともに、第2四半期はさらに悪化する可能性があるとの見方を示した。これにより、香港の景気悪化懸念が一段と高まることとなった。また、為替レートが大幅に下落している東・東南アジア諸国に比べ、ドル・ペック制を堅持していた中国と香港は相対的に通貨が高くなっており、それに伴い輸出競争力が低下していた。こうした中、為替市場参加者の間で、中国や香港が輸出競争力向上や景気浮場のために通貨を切り下げるのではないかとの見方が強まった。

実際、8月5日には、香港金融管理局が為替市場に介入しているとの観測が流れ、香港金融管

⁵ Yam (1998c) を参照。

⁶ Yam (1998c) を参照。

⁷ Yam (1998e)、Yam (1998g) を参照。

⁸ Yam (1998e) を参照。調達資金は、1998年7月31日の為替レートで約39億米ドル、約5,600億円。1日当たりのコストは同約52万米ドル、約7,500万円。

理局は介入観測の否定に追われた⁹。ただ、それにより、香港金融管理局による市場介入は行われないとみられたのか、その2日後の8月7日、香港ドルに対する大規模な通貨売り攻撃が発生した。香港の金融市場は大きく動揺し、香港ハンセン指数は8月11日に大きな節目であった7,000台を割り込み、8月13日には6,660.42ptとアジア通貨危機以降の安値を更新して取引を終えた。なお、史上最高値（当時）を付けた1997年8月7日の16,673.27ptから1年程度で約60%も下落したことになる。

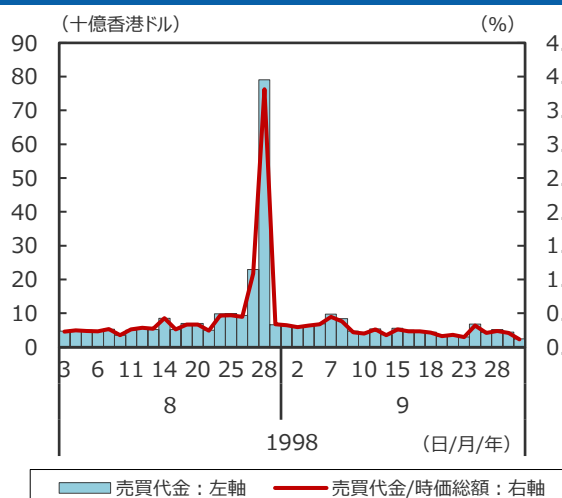
（2）市場時価総額の約6%程度を買入れ

香港金融管理局は、1998年8月5日に為替市場介入観測をいったん否定したものの、その後の大規模な攻撃による金融市場の動揺を受け、市場参加者にとって想定外となる株式市場への直接介入に踏み切った。株式市場介入の実施期間は、同年8月14日から8月28日までの10営業日（8月17日は休場）であり、実際の市場介入資金として為替基金の外貨準備が用いられた。

香港株式市場で買入れた株式は、香港ハンセン指数を構成する全33銘柄（当時）であり、その介入規模は約1,180億香港ドル¹⁰に達した。この額は、香港証券取引所の時価総額（1998年8月14日時点）の5.9%に相当する¹¹。香港証券取引所の売買代金の日次推移を確認すると、実際の介入は実施期間の最後の2日間に集中しており、とりわけ最終日の8月28日が突出していた様子が見える（図表4）。同日の香港証券取引所の売買代金は790億香港ドルと史上最高額（当時）となり、これは香港証券取引所の時価総額の3.8%程度となる。

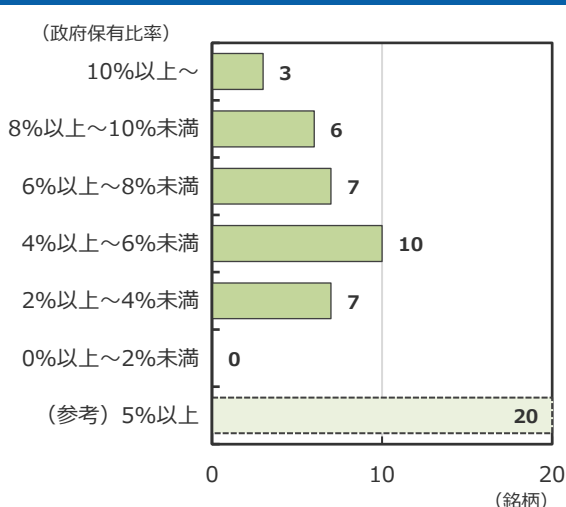
大規模な株式市場介入の結果として、香港金融管理局は香港ハンセン指数の構成銘柄の株式を大量保有することとなった。その保有比率の分布を見ると、全ての銘柄を2%以上保有し、10%以上の銘柄も3つ存在する（図表5）。このような香港金融管理局の株式大量保有を受け、政府等による経営への関与や国有化を懸念する声も上がった。

図表4：香港証券取引所の売買代金



（出所）香港証券取引所より大和総研作成

図表5：33銘柄の保有比率の分布（介入結果）



（出所）Yan (1998) より大和総研作成

⁹ 例えば、同日のBloombergの記事「香港金融管理局が通貨防衛に動く一現地紙報道、当局は否定」を参照。

¹⁰ 1998年8月14日の為替レートで約152億米ドル、約2.2兆円。

¹¹ 東京証券取引所の時価総額（2024年2月末時点）で換算すると57.7兆円も買入れた計算になる。

(3) 為替制度及び空売り規制の強化策

香港政府や香港金融管理局は、投機筋による大規模な攻撃を人為的な「相場操縦」と厳しく非難していたこともあり、株式市場への直接介入を実施した後、新たな対策を矢継ぎ早に打ち出した。

まず、香港金融管理局は1998年9月5日にカレンシー・ボード制の7つの技術的強化策及び同制度の運営における透明性と開示の強化について公表した。2日後の9月7日には、香港の曾蔭権財政長官（当時）が空売り規制強化を含む対策を発表した¹²。とりわけ、後者の空売り規制対策は、投機筋の「ダブル・プレイ」への影響が大きく、空売りポジションを維持していた投機筋は買い戻しを余儀なくされるなど損失を被った。

また、この時期、投機筋にとって、1998年8月17日に発生したロシア危機も大きな逆風となった。ロシア危機の余波で巨額の損失を被った投機筋も多く、同年9月2日には、米ヘッジファンドのLTCM (Long-Term Capital Management) の巨額損失が判明し、国際金融市場が動揺する事態となった。こうした中、香港に対して大規模な投機的攻撃を仕掛けていた投機筋もポジションの解消を進めた。

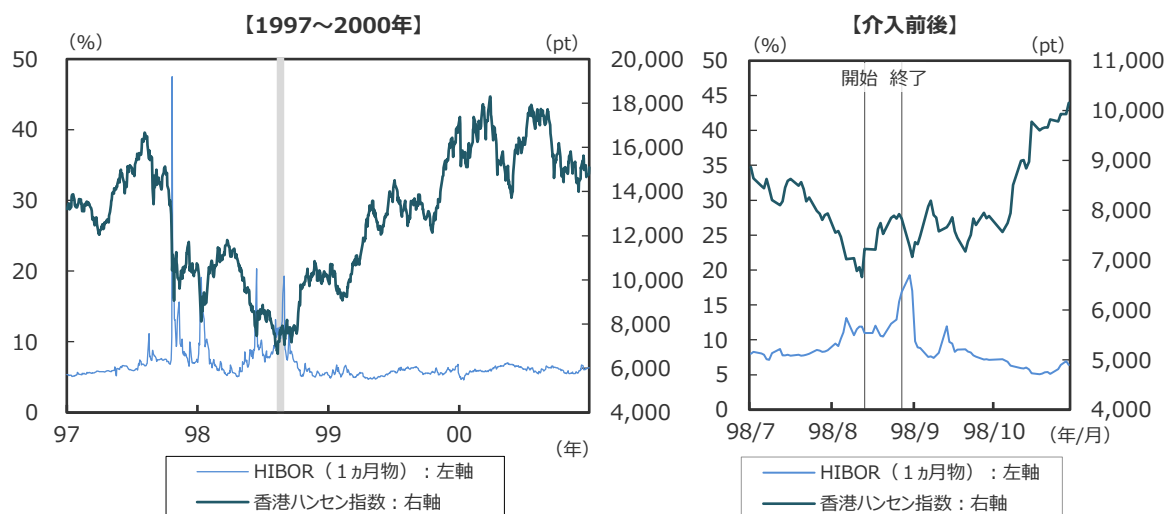
3. 株式市場介入の効果と内外からの評価

(1) 香港の株式市場介入と金融市場の反応

それでは、香港金融管理局による株式市場への直接介入や、為替制度及び空売り規制の強化策の効果はどのように評価できるのだろうか。

まず、香港ハンセン指数とHIBOR（1ヵ月物）の1997年～2000年の推移を見ると、香港金融管理局の株式市場介入をきっかけに両者とも反転した様子が確認できる（図表6左図）。

図表6：香港の株式市場介入と株価・金利の推移



(注) 左図のシャドーは株式市場介入の時期。
(出所) 香港金融管理局、Bloombergより大和総研作成

¹² 詳細は、Hong Kong Monetary Authority (1998)と Hong Kong SAR Government (1998)を参照。

香港ハンセン指数は、市場介入前日の1998年8月13日の6,660.42ptが底となり、その後、上昇トレンドへと移行していった。HIBOR（1ヵ月物）も市場介入が終了した翌営業日（8月31日）にピークを付けてから大きく低下し、アジア通貨危機前と同程度の水準となった。

香港金融管理局による1998年8月の株式市場介入前後の推移を少し詳細に確認すると、香港ハンセン指数は市場介入直後から断続的に大幅な上昇を示した（前頁図表6右図）。具体的には、8月14日に8.47%、8月19日に5.71%、8月24日に4.22%の上昇を記録した。市場介入前日の8月13日から介入が終了した8月28日までの上昇率は17.6%となる。なお、香港ハンセン指数は8月31日に大幅に下落しているが、これはロシア危機の影響などにより国際金融市場が動揺し、世界同時株安の様相となったことによる。

他方、HIBOR（1ヵ月物）は、香港金融管理局の市場介入によって直ちに低下することではなく、市場介入の終盤に上昇する動きを示した。投機筋による香港ドル売りが継続していた可能性が示唆される。しかし、1998年9月の為替制度及び空売り規制の強化策などにより投機筋の攻撃が収まる中、HIBOR（1ヵ月物）は低下傾向となり、10月後半にいったん5%程度まで低下した。

以上をまとめると、香港金融管理局の株式市場介入は、香港ハンセン指数の株価上昇につながったと評価できよう。また、株式市場介入の効果については、株価指数のトレンドを反転させただけでなく、株式市場のボラティリティを低減させたという研究もある¹³。他方、HIBOR（1ヵ月物）に対する直接的な影響は必ずしも明確ではなく、その後の規制強化などの影響も相まって金利低下につながったと考えられる。

（2）内外からの懸念の声と香港の立場

香港金融管理局が株式市場に直接介入したことに対しては、国内外の市場参加者や海外の金融当局から、安易に株価を押し上げようとして市場メカニズムを歪める行為といった懸念の声が相次いだ。また、海外の各種報道も総じて批判的な論調であった。

1998年9月16日には、米国のグリーンSPAN FRB議長（当時）が、米下院の銀行・金融サービス委員会の公聴会で香港について質問された際、その答弁において、香港金融管理局の株式市場介入に対して疑義を示した。具体的には、「株価を押し上げようという試みは賢明と思われない」、「株価押し上げに成功できると思われない」、「香港金融管理局がこれまで築いてきた信任を毀損する」（翻訳は筆者）といった趣旨の発言を行った¹⁴。

こうした内外からの懸念に対して、香港政府と香港金融管理局は、香港の立場を説明するのに奔走した。グリーンSPAN FRB議長の発言に対しては、翌17日、香港金融管理局の任志剛（ジョセフ・ヤム）総裁が反論の声明を公表した。香港側の株式市場介入に対する主張として、以下の6つが挙げられる。市場介入は、①単純に株価を押し上げるためではない、②投機筋による「ダブル・プレイ」などの人為的な「相場操縦」や、いわゆる「市場の失敗」に対応するためである、

¹³ 例えば、Su, Yip and Wong (2002)を参照。

¹⁴ C-SPANのウェブページを参照 (<https://www.c-span.org/video/?111908-1/world-economic-situation>)。

③投資家の通常の信用売りを否定するものではない、④香港のカレンシー・ボード制の下での為替制度と金融システムの安定を確保するためである、⑤自由な市場経済や「積極的不介入主義」という香港の姿勢を変更したものではない、⑥あくまでも一時的な措置である。

当時、香港をはじめとするアジア諸国・地域において、投機筋による相場操縦的な攻撃を十分に防ぐ術はなかったというのが実態だと考えられる。そうした中、焦点となるのは、相場操縦的な攻撃であったか否かという点だ。投機筋による「ダブル・プレイ」戦略の全体像（第1章参照）を踏まえると、金融市場を歪めて利益を上げようという相場操縦的な攻撃であったという香港側の主張にも一定の合理性があろう。実際、香港政府と香港金融管理局が積極的に対外説明を行ったことが功を奏し、内外の批判的な見方にも変化が見られるようになったとされる¹⁵。

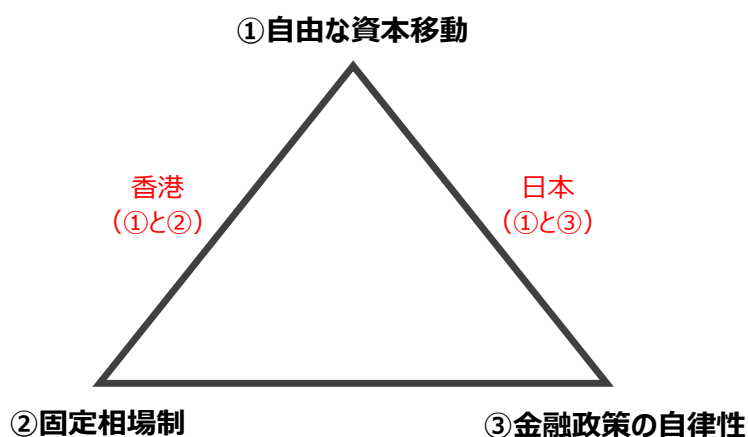
4. 国際金融の「トリレンマ」と香港の「積極的不介入主義」

(1) 香港金融管理局と日本銀行との相違点

国際的にみて、政府や中央銀行などによる株式やETFの購入といった直接的な市場介入の事例は少なく、日本銀行のETF買入政策に関連して、これまで見てきた香港金融管理局の市場介入に言及されることがある。ただ、香港と日本の国際金融システム上の根本的な違いを押さえおかなければ、やや誤解に基づいた議論が展開されるおそれがある点に注意したい。

まず、国際金融の「トリレンマ」と呼ばれる有名な関係性について確認する。これは、①自由な資本移動、②固定相場制（為替相場の安定）、③金融政策の自律性、という3つの目標を政策として同時に追求することはできず、どれか1つを諦めなければならないというものだ（図表7）。

図表7：国際金融の「トリレンマ」の構図



(注) 丸括弧内の数字は、香港と日本がそれぞれが選択している目標。
(出所) 大和総研作成

¹⁵ Yam (1998e)を参照。

香港は、「①自由な資本移動」と「②固定相場制」を選択しているのに対し、日本は、「①自由な資本移動」と「③金融政策の自律性」を選択している。このことから分かるように、香港金融管理局は、日本銀行のように政策金利の変更などを通じた金融政策運営を行う機関ではない。香港金融管理局の株式市場への直接介入については、往々にして、日米欧などの中央銀行が実施する「非伝統的な金融政策」の文脈で捉えてしまいがちだ。しかし、香港では、「③金融政策の自律性」が放棄されており、そもそも日米欧などのような金融政策と位置付けることはできない。

また、香港金融管理局の市場介入は、カレンシー・ボード制の下でのドル・ペッグ制の規律を歪める行為だという指摘もある。しかし、実態は全く逆であり、香港金融管理局の目的は、投機筋の大規模な通貨売り攻撃から「②固定相場制」を守るとともに、金融システムの安定を確保するという点だ。為替相場が変動することは当然のことであり、なぜ香港金融管理局がカレンシー・ボード制の維持にこだわるのか少し分かりにくいかもしれないが、国際金融の「トリレンマ」を通じてみると非常に明確であろう。もっとも、変動相場制を採用している国・地域でも為替相場が経済ファンダメンタルズから大きく乖離して急変動するような場合、政府等による外国為替市場介入が行われることもある。例えば、第1章で見たように、1998年6月の香港に対する3回目の大規模な投機的攻撃が行われた頃、円安ドル高の進行を受けて、円買い・米ドル売りの日米協調介入が行われた。ただし、日本の外国為替市場介入の主体は日本銀行でなく財務省（当時は大蔵省）であり、日本銀行は実際の介入の実務を担うにすぎない。

いずれにせよ、香港金融管理局は、国際金融の「トリレンマ」の2つの目標のうち1つ（②固定相場制）を堅守するために株式市場介入を実施しており、その点において、日本銀行のETF買入政策とは全く異なる。なお、「金融システムの安定」のための政策対応という点では、日本銀行の金融機関保有株式の買入政策と共通する面がある。日本銀行は、金融システムの安定確保のため¹⁶、2002年11月～2004年9月、2009年2月～2010年4月に金融機関の保有株式の買入れを行っている。

（2）「積極的不介入主義」と「自由放任主義」の違い

香港政府は1970年代以降、政府が積極的に民間部門に介入することのない「積極的不介入主義（Positive Non-Interventionism）」の下で自由な競争環境を推進しており、この香港政府の姿勢は、その後の香港経済の発展において重要な役割を果たしてきた。

香港金融管理局の株式市場への直接介入に対しては、この「積極的不介入主義」から逸脱したものだという批判もあった。しかし、それらの多くは、「自由放任主義（レッセフェール、Laissez-Faire）」と「積極的不介入主義」を取り違えた指摘であるという点に注意が必要だ。「積極的不介入主義」というのは、「自由放任主義」のように政府等の公的部門が全くもしくはほとんど介入しないというものではない。もし、金融市場や経済が深刻な事態に陥った場合や、いわゆる

¹⁶ 他方、日本銀行のETF買入政策は、2010年10月5日に決定された「包括的な金融緩和政策」の金融資産買入の一部として導入され、金融資産買入の目的はリスク・プレミアムの縮小を促すためとされた。

「市場の失敗」が生じた場合には、政府等による介入も認められる¹⁷。つまり、投機筋が人為的な相場操縦を試みているのであれば、自由で公平な市場環境の維持や金融システムの安定維持のために、株式市場介入も含めて対応することもあり得る。

おわりに～透明性の確保や積極的な対外説明が重要

これまで香港金融管理局の株式市場への直接介入の事例について、その背景にある大規模な投機的攻撃の仕組みや、香港金融管理局の介入状況と介入理由、株価・金利の動向など詳細に見てきた。

当時の株式市場介入は単なる株価押し上げ策ではなく、アジア通貨危機を背景とする投機筋の相場操縦的な攻撃や、いわゆる「市場の失敗」に対応するためのものであり、香港の「積極的不介入主義」から逸脱するものでもないと考えられる。また、そもそも日本銀行のような金融政策（非伝統的金融政策）ではなく、固定相場制（カレンシー・ボード制の下でのドル・ペッグ制）の維持が目的であり、両者を単純比較すべきでないだろう。とはいえ、日本銀行が2024年3月19日に大規模な金融緩和政策の枠組みを見直したこともあり、今後、日本銀行のETF買入政策を巡る議論が活発化し、その際に香港の事例に関心が向けられる可能性もある。

この点に関連して、香港の株式市場介入の事例を詳細に整理していく中で着目すべき点がある。それは、香港政府と香港金融管理局などの公的部門が、情報開示を通じた透明性の確保や積極的な対外説明を通じて説明責任を果たすべく努めていたという点だ。例えば、株式管理と株式売却のための機関として1998年10月14日に設立された外為基金投資有限公司（EFIL）は、同年10月26日に香港金融管理局が購入した全33銘柄の保有株式数と保有比率、平均購入単価の情報を開示した。このような情報開示は、政府による経営への関与等に関して市場参加者に不必要な思惑を生むおそれがある一方、異例の株式市場介入の透明性確保という点で評価できよう。さらに、事後的に当時の状況を検証する際にも非常に有益な情報となる。また、香港特別行政区の曾蔭権財政長官と香港金融管理局の任志剛総裁（いずれも当時）が各種声明や講演会などを通じて積極的に対外説明を行った。国内外の市場参加者や海外の金融当局から批判的な声が相次いだことに対応しなければならなかったという苦渋の面もあるが、説明責任をしっかりと果たすことにより誤解に基づくような非難を解消するとともに、株式市場介入に対する一定の理解を得ることにつながった。

日本銀行には、世界に類を見ないETF買入政策および出口戦略の透明性の確保や積極的な対外説明といった取り組みを期待したい。

¹⁷ Yam (1998b)を参照。

<参考文献>

- 銭谷馨 (2001) 「香港政府による上場投資信託 (ETF) の組成」、野村資本市場クォーターリー、2001 年秋号、2001 Vol. 5-2 AUTUMN、野村資本市場研究所
- Chan, Norman T.L. (2009) “10th Anniversary of Listing of TraHK,” on 12 November 2009.
- Chan, Norman T.L. (2015) “When markets fail,” Speech at the 6th Caixin Summit 2015 on 6 November 2015.
- Chan, Norman T.L. (2019a) “Asian Financial Crisis: The Battle to Defend Hong Kong’s Financial Stability,” on 11 September 2019.
- Chan, Norman T.L. (2019b) “Asian Financial Crisis: Difficult Decisions in the Disposal of Shares After Stock Market Operation,” on 18 September 2019.
- Hong Kong Monetary Authority (1998) “Strengthening of Currency Board Arrangements in Hong Kong,” on 5 September 1998.
- Hong Kong SAR Government (1998) “Measures to tighten up securities and futures markets,” on 7 September 1998.
- Legislative Council of the Hong Kong Special Administrative Region of the People’s Republic of China (1998) “HKMA’s Response to Views of Market Practitioners and Academics on the Linked Exchange Rate System,” Legislative Council Meeting on 17 December 1998.
- Shirai, Sayuri (2018) “Bank of Japan’s Exchange-Traded Fund Purchases as an Unprecedented Monetary Easing Policy,” ADBI Working Paper Series, No.865, Asian Development Bank Institute, August 2018.
- Yam, Joseph (1998a) “The Hong Kong Dollar Link,” Speech at Hong Kong Trade Development Council Financial Roadshow in Tokyo on 3 March 1998, Reprinted in the HKMA Quarterly Bulletin Issue No. 15.
- Yam, Joseph (1998b) “Why We Intervened,” Published in The Asian Wall Street Journal on 20 August 1998 (Shortened Version), Reprinted in the HKMA Quarterly Bulletin Issue No. 17.
- Yam, Joseph (1998c) “Intervention True to Guiding Policy,” Published in South China Morning Post on 24 August 1998.
- Yam, Joseph (1998d) “Mr Joseph Yam’s letter to Mr Alan Greenspan, Chairman of Board of Governors of the Federal Reserve System,” on 17 September 1998.
- Yam, Joseph (1998e) “Defending Hong Kong’s Monetary Stability,” Speech at TDC Networking Luncheon on 14 October 1998, Singapore, Reprinted in the HKMA Quarterly Bulletin Issue No. 17.
- Yam, Joseph (1998f) “The Political Process of Monetary Management,” Speech at the Thirteenth Susan Yuen Memorial Lecture of The Hong Kong Management Association on 20 October 1998, Reprinted in the HKMA Quarterly Bulletin Issue No. 17.
- Yam, Joseph (1998g) “Coping with Financial Turmoil,” Speech at ‘Inside Asia Lecture 1998’ organized by The Australian, Sydney on 23 November 1998.
- Yam, Joseph (1999a) “Hong Kong and Asia: From Crisis to Opportunity,” Keynote Address at the Sixth Annual Far Eastern Economic Review Conference on 16 June 1999, Reprinted in the HKMA Quarterly Bulletin Issue No. 20.
- Yam, Joseph (1999b) “The Lender of Last Resort,” Speech at the Hong Kong Association of Banks Half-Yearly Dinner on 29 June 1999, Reprinted in the HKMA Quarterly Bulletin Issue No. 20.
- Yam, Joseph (1999c) “Hong Kong: From Crisis to Recovery,” Speech at the HKMA Luncheon, London on 28 September 1999, Reprinted in the HKMA Quarterly Bulletin Issue No. 21.
- Yam, Joseph (2000) “Open and Connected: Scaling New Heights,” Luncheon Address at the 7th Annual Hong Kong General Chamber of Commerce Business Summit “Hong Kong: The Hub of Asia”, held in Hong Kong on 13 December 2000.
- Yan, T.L. (1998) “Statement by Mr. T.L Yang, Chairman of Exchange Fund Investment Limited,” on 26 October 1998.
- Yuli Su, Yewmun Yip and Rickie W. Wong (2002), “The impact of government intervention on stock returns: Evidence from Hong Kong,” International Review of Economics & Finance, Vol.11, Issue 3, pp.277-297, ISSN 1059-0560, [https://doi.org/10.1016/S1059-0560\(02\)00101-6](https://doi.org/10.1016/S1059-0560(02)00101-6).