

2024年4月24日 全13頁

香港のETF組成を通じた「出口戦略」の先例

円滑な株式売却を実現したカギとは？

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]

- 香港では、1998年8月に香港金融管理局が株式市場介入を行った後、同年10月に「出口戦略」へと舵が切られた。実際の株式の売却は1999年11月から進められた。具体的な売却スキームとして、株式市場介入で購入した株式をETF（上場投資信託）に組成して売却するというスキームが用いられたことから、日本銀行のETF買入政策の「出口戦略」を巡る議論において言及されることも少なくない。
- 香港の「出口戦略」では、（1）外為基金投資有限公司（EFIL）の設立、（2）ETFの組成とその新規上場（IPO）による売却、（3）ETFのタップ・ファシリティによる売却、（4）為替基金による株式の保有継続、の4つが重要な構成要素となる。IPOの規模は333億香港ドルに達し、当時としては、日本を除くアジア地域において最大規模となった。IPOに申し込んだ個人投資家は18万人を超えた。
- 株式売却スキームの選択においては、個人投資家と機関投資家のいずれの需要にも応えられるという点や、売却するとき特定の個別株を選択する必要がないこと、さらには個別株のまま売却するよりETFの方が株式市場を歪めないという点などが考慮された。結果として、香港の「出口戦略」は、金融市場を大きく動揺させることなく円滑に終了した。
- 総括すると、第三者機関の設立による中立性の確保、情報公開等による透明性の確保、売却スキームの説明責任、株式の保有と管理の関係性、長期保有を促すためのインセンティブ、IPOとタップ・ファシリティによる売却額、株式の保有継続、が注目ポイントになる。香港と日本の置かれた状況は異なる点も多いが、これらについては参考になる面もあると考える。

はじめに～好事例とされる香港の「出口戦略」

日本銀行は、2024年3月19日、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。世界的に類を見ないETF（上場投資信託）買入政策に関しては、ETFの新規買入を終了するとしたことから、今後の焦点はETFの売却を含む「出口政策」へと移る。国際的に見て、政府や中央銀行などの公的部門が大量のETFを売却した事例は、香港を除いて見当たらない。

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で大規模な市場介入を実施した¹。ただし、この株式市場介入は、香港ドルへの大規模な投機的攻撃に対する一時的な措置であり、香港の金融市場の動揺が徐々に収束する中で、保有株式の早期削減に向けた議論や計画の策定が進められた。

まず、香港政府は、株式市場介入から約2ヵ月後の1998年10月に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（Exchange Fund Investment Limited、以下、EFIL）を設立し、そのEFILの管理の下で1999年11月から株式の売却が開始された。具体的な株式売却スキームの1つとして、株式市場介入で購入した株式をETFに組成し、そのETFを新規上場（IPO）させ、個人投資家と機関投資家に売却するというスキームが用いられた。これにより、株式市場を大きく歪めることなく、大量に保有していた株式の円滑な売却につながったことから、株式市場介入の「出口戦略」の好事例として評価されている。また、日本では、特に「ETF売却」という点が取り上げられ、日本銀行によるETF買入政策の「出口戦略」を巡る議論において言及されることも少なくない。

ただし、香港の株式市場介入と日本銀行のETF買入政策には相違点もあり、それを踏まえた議論が必要となる。また、一般にはあまり知られていないが、香港では、IPO以外にも「タップ・ファシリティ」と呼ばれる他のスキームも活用された。そこで、本稿では、香港の「出口戦略」に関して、香港金融管理局の株式市場介入と日本銀行のETF買入政策を比較するとともに、香港の「出口戦略」の経緯や具体的な売却スキームについて整理する。さらに、金融市場への影響について概観した上で、最後に全体の総括として7つのポイントを取り上げる。

1. 株式市場介入と「出口戦略」の概要

（1）日本銀行のETF買入政策との比較

香港金融管理局の1998年8月の株式市場介入について、以下では、日本銀行のETF買入政策との比較を通じて概観する（次頁図表1）。

まず、香港金融管理局が株式市場で購入したのは、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²、買入期間は10営業日であった。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。

¹ 詳細は、[長内・島本（2024）](#)を参照。

² 1998年8月14日の為替レートで約152億米ドル、約2.2兆円。

図表 1 : 香港金融管理局の株式市場介入と日本銀行の ETF 買入政策の比較

	香港金融管理局	日本銀行
買入資産	香港ハンセン指数構成銘柄の全33銘柄 (保有株式数、保有比率、平均購入単価等を公表)	日本の特定の株価指数連動型ETFの銘柄 (買入対象の種類を公表、個別銘柄や保有口数等は非公表)
買入・保有額 (時価)	約1,180億香港ドル	約72兆円 (2024年2月末の推計値)
買入・保有額の 取引所時価総額比	5.9% (香港証券取引所の時価総額は1998年8月14日)	7.4% (東京証券取引所の時価総額は2024年2月末)
買入・保有額の 名目GDP比	8.6% (名目GDPは1997年)	12.2% (名目GDPは2023年)
買入期間	1998年8月14日～8月28日 (10営業日、17日は休場)	2010年12月15日～ (13年以上)
出口戦略の開始	1999年11月12日 (2002年12月末に概ね終了)	-

(注1) 香港金融管理局の買入額は、1998年8月14日の為替レートで約152億米ドル、約2.2兆円。

(注2) 日本銀行の保有額の大和総研推計値は幅を持ってみる必要がある。日本銀行の公表値は2023年9月末で60.7兆円。

(出所) 香港金融管理局、EFIL、香港証券取引所、香港統計局、日本銀行、内閣府、東京証券取引所等より大和総研作成

他方、日本銀行は個別株ではなく、日本の株価指数に連動する複数の ETF 銘柄をこれまで買入れてきた。2024年2月末時点の簿価は約37兆円（日本銀行データ）、時価は約72兆円と推計（大和総研推計）され、含み益は約35兆円と推計される。日本銀行のETF保有額（時価）は、東京証券取引所の時価総額（2024年2月末時点）の7.4%程度となる。参考までに名目GDP比も確認すると、香港金融管理局の株式市場介入額は名目GDP（1997年）の8.6%程度であるのに対し、日本銀行のETF保有額（時価）は名目GDP（2023年）の12.2%程度となる。こうした数字等を踏まえた上で、以下の3点に注目したい。

第一に、香港金融管理局の株式市場介入額と日本銀行のETF保有額（時価）は、いずれも証券取引所時価総額の5%を超える規模であり、その結果、政府や中央銀行などの公的部門が上場企業の株式を直接的もしくは間接的に大量保有する形となった。香港では、香港金融管理局による株式市場介入を受けて、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。

第二に、取引所時価総額比と名目GDP比については、いずれも日本銀行の方が高い。つまり、「出口戦略」における潜在的な市場インパクトは、香港より日本の方が大きくなる可能性が示唆される。こうした点を踏まえると、今後日本において、金融市場の動揺や混乱をもたらさないような売却計画及び売却スキームの策定がより重要な課題となる。

第三に、買入期間を比較すると、香港金融管理局のケースの方が非常に短く、短期決戦であった様子がうかがえる。10営業日の間に香港証券取引所の時価総額の5.9%も買入れたということを考慮すると、実際の株式市場への影響も相当大きかったと考えられる³。その規模感を分かりやすいように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、10営業日の間に57.7兆円買入れた計算になる。香港金融管理局の株式市場介入を受けて、香港株は下落基調が止まり、上昇基調へと転じた。

³ 実際の株式市場介入は最後の2日間に集中しており、とりわけ最終日の8月28日が突出していたとみられる。長内・島本（2024）の第2章を参照。

(2) 「出口戦略」の全体像と最初の一手

香港の「出口戦略」に関しては、とりわけ香港金融管理局が株式市場介入で購入した株式をETFに組成し、IPOを通じて売却したという点が注目されている。ただし、「出口戦略」全体としては、(1) EFILの設立、(2) ETFの組成とIPOによる売却、(3) ETFのタップ・ファシリティによる売却、(4) 為替基金(Exchange Fund)⁴による株式の保有継続、の4つが重要な構成要素となる(図表2)。以下では、(1)と(4)について概観し、日本の関心の高い(2)と(3)は次章で詳しく取り上げる。

(1)に関して、香港金融管理局による1998年8月の株式市場介入から約2ヵ月後の1998年10月14日⁵、株式の管理と株式売却のための機関としてEFILが設立され、EFILの管理の下で、具体的な「出口戦略」の議論や株式売却スキームの検討等が行われた。

香港政府や香港金融管理局は、株式市場介入をあくまでもヘッジファンド等の投機筋による香港ドルへの大規模な投機的攻撃に対応するための一時的な措置としており、購入した株式を可能な限り早期に売却したいと考えていた。もっとも、投機筋の攻撃は1998年の秋頃にほぼ収束していたが、アジア通貨危機の余波で金融市場と実体経済がまだ不安定であり、保有株式を直ちに売却するのは難しい状況にあった。そうした中、「出口戦略」に向けた最初の一手として、EFILを設立したのである。このように、株式市場介入が行われてから比較的短期間でEFIL設立に至った背景としては、国内外の市場参加者や海外の金融当局から株式市場介入及び上場企業への公的関与に対する非難が相次いだことが挙げられる。香港政府の狙いとしては、第三者機関を設立することを通じて一定の中立性や透明性を確保するとともに、内外に向けて早期の売却意向を明確に示したいという思惑もあったと考えられる。

透明性に関して、1998年10月26日、EFILは香港金融管理局が同年8月に購入した全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。さらに、1999年3月16日、保有株式の議決権の代理行使(政府の代理)に関するガイドラインを公表し、経営関与等に対する懸念の払しょくに努めた。

図表2 : 「出口戦略」の4つの構成要素

(1) 外為基金投資有限公司 (EFIL) の設立
<ul style="list-style-type: none"> 株式管理と株式売却のための機関であり、①香港金融管理局から為替基金の保有株式の管理等を切り離し、②早期の売却意向の明確化、③保有株式の早期削減に向けた議論や計画の策定、実施などが目的
(2) ETFの組成とIPOによる売却
<ul style="list-style-type: none"> 為替基金の保有株式を香港ハンセン指数に連動するETF (トラッカー・ファンド・オブ・ホンコン、TraHK) として組成した上で、IPOにより売却
(3) ETFのタップ・ファシリティによる売却
<ul style="list-style-type: none"> 投資家が、香港ハンセン指数構成銘柄の取引時間中における5分刻みの平均株価(事実上、ETFの取引所価格の5分間隔の平均価格)で購入できる仕組みであり、その購入分に対して為替基金の保有株式を抛出
(4) 為替基金 (Exchange Fund) による一部株式の保有継続
<ul style="list-style-type: none"> 制度上、全ての株式を売却する必要はなく、一部は長期保有

(出所) 各種資料等より大和総研作成

⁴ これは、香港金融管理局が管轄する資産・負債勘定で、外貨・香港ドル建て資産、香港ドルの裏付けとなる債務証券(負債)、硬貨(負債)等からなる。株式市場介入の際に、為替基金の資金が用いられた。

⁵ 香港金融管理局による株式市場介入と香港の「出口戦略」に関する主な出来事は巻末の参考図表を参照。

EFIL の最大の責務（マנדート）は、金融市場を混乱させることなく、秩序ある「出口戦略」の下で管理している大量の株式を売却することであった。1999年6月21日、EFIL はETF の組成を通じて保有株式を売却するという方針を決定した。これは、EFIL が設立されてから約8ヵ月後のことであり、ETF の組成という前例のない株式売却スキームであった点も考慮すると、「出口戦略」の検討作業は迅速に進められてきたと評価できよう。

（4）に関しては、元々、為替基金では一定の株式を長期保有することが認められていたという点を押さえておきたい。香港金融管理局の株式市場介入によって購入された株式の大部分はETF の組成を経て売却されたが、全ての株式を売却したのではなく、売却しなかった分は為替基金で長期的に保有されることとなった⁶。

2. ETF の組成と2つのETF 売却スキーム

（1）ETF の概要とIPO による売却

（a）18万人以上の個人投資家が申込み

香港の「出口戦略」で組成されたETF「トラッカー・ファンド・オブ・ホンコン（Tracker Fund of Hong Kong、以下、TraHK）」に関しては、以下の3点について指摘したい。

第一に、IPO を通じて個人投資家と機関投資家に売却（販売）した額は333億香港ドル（図表3）であり、当時のIPO としては、日本を除くアジア地域において最大規模であった。当初の売却予定額は100億香港ドル⁷であったが、TraHK に対する投資家の旺盛な需要を受けて大幅に引き上げられた。

図表3：ETF の概要

ETFの名称	トラッカー・ファンド・オブ・ホンコン（TraHK） (香港初のETF、ベンチマークは香港ハンセン指数)
上場日	1999年11月12日 (1999年10月25日に売出し手続き開始)
上場取引所	香港証券取引所
IPOの販売額	333億香港ドル (当初の予定は100億香港ドル)
IPOの基準価額	12.88香港ドル (市場の基準価額から5.25%割引)
配当金	5月と11月の年2回支払い
販売先	香港在住の個人投資家と国内外の機関投資家 (個人投資家は香港に住所のある18歳以上かつIDカード保有者) (IPOに申し込んだ個人投資家は184,314人)
個人投資家への長期保有インセンティブ	継続保有している投資家に「ロイヤリティ・ボーナス・ユニット」を設定 (1年保有で2000年11月13日に割当、2年保有で2001年11月12日に割当)
運用会社/管理会社	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・アジア/ ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー

(注1) IPOの販売額は1999年11月12日の為替レートで42.8億米ドル、4,514億円、基準価格は同1.7ドル、174.6円。

(注2) 運用会社の米親会社は、1993年1月に米国初のETF「SPDR® S&P 500® ETF (SPY)」を発行したことで知られる。

(出所) 各種資料等より大和総研作成

⁶ Chan (2019b)によると、その額は513億香港ドル（「出口戦略」終了時の時価）とされる。

⁷ Exchange Fund Investment Limited (1999c)を参照。

第二に、IPO に申し込んだ個人投資家は 184,314 人であり、TraHK を購入できる 18 歳以上人口（1999 年 6 月末）の 3.6% に相当する。約 18 万人という申込者数は少ないように感じるかもしれない。しかし、日本の 18 歳以上人口（2022 年 10 月 1 日時点）で換算して 372 万人に相当することを踏まえると、当時の香港では非常に多くの人々が申し込んだといえよう。EFIL が ETF の組成を選択した背景の 1 つには、機関投資家だけでなく個人投資家にも購入してもらいたいという政府の意向があったが、実際の申込者数は政府の想定を超える規模になったとみられる。また、初めて投資を行う個人投資家もかなりの数に上り、TraHK の IPO は、家計の貯蓄から投資への行動を促すことにつながったとされる⁸。

第三に、個人投資家の申込者数が増えた要因としては、①5.25%割引、②追加のユニット（ETF の口数）を 2 回無料付与、③政府の大々的な宣伝活動、が挙げられる。まず、TraHK を IPO で購入する個人投資家は、市場の基準価額から 5.25%割引引いた価額で購入できるという恩恵があった。なお、割引率の水準は、高くしすぎると、すぐに利益確定売りが出やすいという点も考慮して決定された。加えて、TraHK の IPO から 1 年間保有すると 20 口ごとに 1 口、2 年間保有すると 15 口ごとに 1 口が追加付与される「ロイヤリティ・ボーナス・ユニット」というインセンティブが設定された⁹。この狙いとして、個人投資家の短期的な売却とその市場への影響を抑えることや、継続保有を促して長期的な資産形成につなげることが挙げられる。1 回目は 131,110 人（申込者数の約 71%）、2 回目は 127,813 人（同約 69%）にロイヤリティ・ボーナス・ユニットが割り当てられた。ちなみに、香港政府は、香港初の ETF ということもあり、個人投資家の ETF に対する認知度が低いことを不安視していた。そこで、香港政府はオリジナルの宣伝動画やキャンペーンソング等を活用した大規模な宣伝活動を展開した。

(b) 株式売却スキームとして ETF 組成が選択された理由¹⁰

EFIL が 1998 年 10 月に設立されてから、様々な株式売却スキームが検討され、最終的に ETF を組成するという案が採用された¹¹。他には、①株式市場で個別株を逐次売却、②ブロック取引（証券会社を通じた株式の大口相対取引）による個別株の売却、③各企業が自社株買い対応する形で個別株を売却、④ブックビルディングや入札方式による個別株の売出、などが検討された模様である。これらの中から ETF の組成を選択した主な理由として以下の 3 点を指摘できる。

第一に、個人投資家と機関投資家のいずれの需要にも応えられるという点である。②と④の入札方式の場合、一般の個人投資家は基本的に参加できない。③は、個人投資家と機関投資家を通さず、企業と直接取引する形になる。また、個人投資家の需要に応えるという点に関しては、ETF であれば少額から投資できるという点も個人投資家にとってのメリットになる。

⁸ Exchange Fund Investment Limited (1999c) を参照。

⁹ その恩恵は 11.7% (= $(1/20 + 1/15) \times 100$) となる。また、この比率で IPO の基準価額を割り戻すと、2 年間保有する個人投資家は実質的に 11.5 香港ドル (= $12.88 \div 1.117$) の割引価格で購入できる計算になる。

¹⁰ Yan (1999b)、Exchange Fund Investment Limited (1999a)、Exchange Fund Investment Limited (1999b)、Chan (2019b) を参照。

¹¹ Chan (2019b) によると、ETF を組成するというアイデアは、香港証券取引所の徐耀華（アレク・ツイ）CEO（当時）によるもので、米国初の ETF 「SPDR® S&P 500® ETF (SPY)」を参考にしたものとされる。

第二に、実際に売却するとき、特定の個別株を選択する必要がないという点が挙げられる。個別株を株式市場で逐次売却する場合には、いつ、どれだけの株数が売却されるのかといった憶測などにより、香港ハンセン指数構成銘柄の株価のボラティリティが高まるおそれがある。こうした問題は、特に①、④において起こりやすい。

第三に、個別株を逐次売却するスキーム（①、②、④）より、ETFのIPOを通じた売却スキーム（＝特定の価格・時期）の方が株式市場、とりわけ個別企業の株価を歪めないという点を指摘できる。もっとも、③で各企業が自社株買いした株式を消却すれば、その株式は市場で流通しないため、株式市場を歪めないという点でより優れているという見方もできる。しかし、上記の通り、個人投資家と機関投資家の需要に応えられないという点がボトルネックになる。

（２） トップ・ファシリティによる売却¹²

TraHKを通じた株式売却には、IPOに加えて、トップ・ファシリティと呼ばれるスキームも活用された。これは、香港ハンセン指数構成銘柄の取引時間中の平均株価（5分間隔）という単一値で投資家がTraHKを購入できるようにし、その購入分に対して為替基金の保有株式を抛出する形で株式売却を行うという仕組みである。トップ・ファシリティを通じた株式売却の上限枠（ユニット）は、2000年から2002年にわたり四半期ごとに設定された（図表4）。

トップ・ファシリティを通じてTraHKを購入する場合、IPO時のような割引は適用されない。他方、投資家にとっては日中の価格変動をあまり気にせず単一値で購入できることや、大口の取引を行う場合に自らが市場価格に影響を及ぼすことなく取引できるという利点がある。また、香港ハンセン指数の先物価格と平均価格に乖離が生じた場合、裁定取引で利益を得る機会も生じる。香港政府にとっては、IPOや「ライセンス」(新たなユニットの割当)の場合にかかる結構な額のアドバイザー料を支払う必要がないという点がメリットと指摘された。

香港証券取引所のウェブページによると、最終的にTraHKのIPOとトップ・ファシリティを通じて1,404億香港ドル相当の株式が売却された¹³。IPO分が333億香港ドルであるため、単純に差し引きすると、トップ・ファシリティ分は1,071億香港ドルとなる。香港の「出口戦略」に関してはIPOの方がよく知られているが、その3倍以上の額を売却したという点は特筆される。

図表4：トップ・ファシリティの上限枠

回	公表日	対象期間	百万 ユニット	回	公表日	対象期間	百万 ユニット
1	1999/12/15	2000/1/1~2000/3/31	762	7	2001/6/14	2001/7/1~2001/9/30	900
2	2000/3/15	2000/4/1~2000/6/30	715	8	2001/9/14	2001/10/1~2001/12/31	100
3	2000/6/16	2000/7/1~2000/9/30	728	9	2001/12/13	2002/1/1~2002/3/31	260
4	2000/9/15	2000/10/1~2000/12/31	728	10	2002/3/14	2002/4/1~2002/6/30	530
5	2000/12/13	2001/1/1~2001/3/31	765	11	2002/6/14	2002/7/1~2002/9/30	720
6	2001/3/16	2001/4/1~2001/6/30	875	12	2002/9/16	2002/10/1~2002/12/31	620

(出所) 香港金融管理局より大和総研作成

合計 7,703

¹² Exchange Fund Investment Limited (1999b)、Chan (2019b)を参照。Chan (2019b)は、金融史上、前例のない (unprecedented in financial history) 革新的なスキームと評している。

¹³ <https://www.trahk.com.hk/en-hk/trahk-fund/about-us/>。Chan (2019b)も1,404億香港ドルとしている。

3. 「出口戦略」の金融市場への影響と注目点

(1) IPOの成功と米国株安の逆風

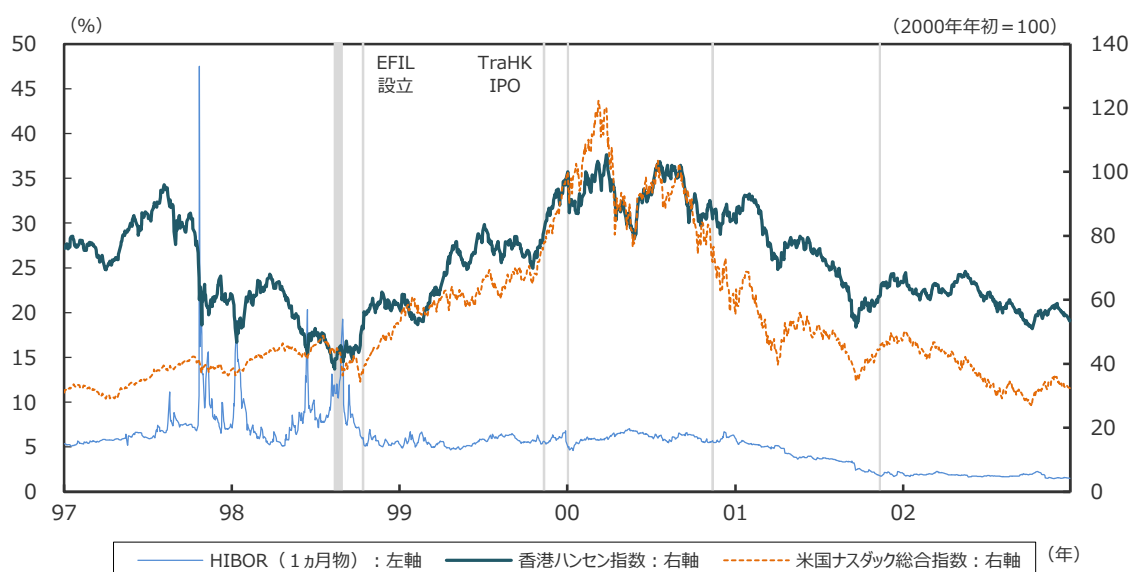
香港の「出口戦略」の金融市場への影響について、株式の売却が進められた期間における香港ハンセン指数と短期市場金利であるHIBOR（1ヵ月物）の推移を踏まえながら整理する。

まず、1999年11月12日にTraHKのIPOが実施された時期を見ると、香港ハンセン指数は上昇基調、HIBOR（1ヵ月物）は横ばい圏の推移が継続した（図表5）。TraHKのIPOはかなり大規模（333億香港ドル）であったが、株式市場が調整することはなく、短期金融市場はほぼ無反応であった。なお、香港ハンセン指数は、1999年12月24日に16,833.28ptで取引を終え、1997年8月7日に記録した史上最高値（16,673.27pt、当時、終値ベース）を更新した。

このように好調さを維持していた香港ハンセン指数であったが、トップ・ファシリティが開始された2000年1月に入ると状況は一変した。2000年1月3日に一旦ピークを付けた後、大幅な調整を余儀なくされたのである。ただし、これは、トップ・ファシリティを通じて株式が放出されたことにより株式市場の需給が悪化したためではなく、米国FRB（連邦準備制度理事会）の利上げ懸念や米国株安の影響を大きく受けたことによるものと考えられる。

香港はカレンシー・ボード制の下でドルペッグ制（固定相場制）を採用していることから、米国で利上げが実施されると、為替レートを維持するために、通常、米国に追随する形で香港でも利上げが行われるという構図にある。2000年初めに米国の追加利上げ観測が高まると、香港の金利先高観も強まり、それが香港株式市場の重しとなった。さらに、米国FRBが金融引締めを進める中で、米国ではITバブル崩壊の兆候が出始め、2000年1月にインターネット関連株を中心に米国株が大幅に下落したことも香港ハンセン指数の押し下げ要因となった。

図表5：香港の「出口戦略」と株価・金利の推移



(注) シャドールと縦線は、左から株式の買い介入（1998/8/14～1998/8/28）、EFILの設立（1998/10/14）、TraHKの上場（1999/11/12）、「トップ・ファシリティ」の開始（2000/1/1）、ロイヤリティ・ボーナス・ユニットの割当（1回目、2000/11/13）、ロイヤリティ・ボーナス・ユニットの割当（2回目、2001/11/12）。

(出所) 香港金融管理局、Bloombergより大和総研作成

2000年1月5日の香港ハンセン指数は、前日（1月4日）に米ナスダック総合指数をはじめとする米国の主要株価指数が急落した流れを受けて、前日比マイナス7.2%と大幅な下落を示した。香港ハンセン指数は、2000年2月以降に持ち直しの動きを示したが、その後は米国のITバブル崩壊という大きな逆風に直面し、振れを伴いながらも下落傾向となった。なお、米ナスダック総合指数は2000年3月10日にITバブル期のピーク（5,048.62pt）を付けてから下落基調へと転じた。同年5月頃に下げ止まり、一旦、持ち直しの動きを示したものの、同年9月以降、再び下落ペースが加速した。

米国株安の影響は、2001年9月14日に公表された2001年10月1日～2001年12月31日のタップ・ファシリティの上限枠からもうかがえる。当期間の上限枠は100百万ユニットと設定され、それ以前に比べて急減した（前掲図表4）。香港金融管理局によると、当時の市場環境や市場センチメントの弱さを勘案したとされる¹⁴。

ロイヤリティ・ボーナス・ユニットの割当の影響に関して、2000年11月の割当（1回目）、2001年11月の割当（2回目）の時期においても、香港ハンセン指数の主な変動要因は米国の金利や米国株の動向であったとみられる。また、1回目から2回目にかけて大多数の個人投資家（131,110人のうち127,813人）がTraHKを継続保有していたことや、2回目の時期に香港ハンセン指数が上昇傾向となっていたことにも注目したい。ロイヤリティ・ボーナス・ユニットの割当は、個人投資家の継続保有を促し、さらに2回目の割当終了後も株式市場の需給を顕著に悪化させることはなかったと考えられる。

以上をまとめると次の通りになる。まず、香港の「出口戦略」は、ITバブル崩壊等による米国株安という逆風に直面した。しかし、ETFのIPOとタップ・ファシリティという売却スキームを通じ、2年強（25ヵ月半）という期間で、株式市場を大きく歪めることなく必要な株式売却を終えることができた。また、タップ・ファシリティに関しては、保有株式の円滑な売却に役立つことなどから、香港では革新的なスキームと捉えられている¹⁵。

HIBOR（1ヵ月物）については、香港ハンセン指数のように大きく変動することはなく、横ばい圏もしくは緩やかな低下傾向で推移していた。こうした動向から香港の「出口戦略」のHIBOR（1ヵ月物）への影響を明確に読み取ることはできない。

（2）「出口戦略」の7つのポイント

これまで見てきたように、香港のETFの組成を通じた株式売却は、金融市場を大きく動揺させることなく円滑に終了したという点で評価できる。最後に香港の「出口戦略」の注目ポイントとして、以下の7つを取り上げたい。

1つ目は、1998年8月の大規模な株式市場介入から約2ヵ月後に第三者機関であるEFILを設立し、株式の管理や売却スキームの検討・選択において、中立性の確保に努めたということであ

¹⁴ Hong Kong Monetary Authority (2001a)を参照。この背景として、米国の同時多発テロ（2001年9月11日）の影響が考えられる。

¹⁵ Hong Kong Monetary Authority (2002)、Chan (2019b)を参照。

る。上場企業への公的関与等に対する懸念に 대응するという点において、第三者機関を早期に設立したことは一定の評価ができる。なお、中立性の確保という観点では、第三者機関ではなく、外部の有識者などを招いた上で組織内に新たな専門チームを設置するという代替案もあり得たと考えるが、香港はより独立した組織として第三者機関の設立を選択した。

2つ目は、EFIL が管理する株式と議決権行使に関する透明性の確保を図ってきたということである。EFIL は 1998 年 10 月に管理する株式の情報を開示し、1999 年 3 月に株式の議決権の代理行使に関するガイドラインを公表した。日本銀行は個別株でなく ETF を買い入れており、香港のような上場企業への公的関与が懸念されるような状況にないことから、ETF の保有銘柄の詳細な情報を開示する必要性は乏しいという見方もできる。他方、日本銀行が巨額の ETF を保有する中、事実上の大株主になっている日本銀行が直接議決権を行使しないことにより、企業のガバナンスが歪むといった副作用を指摘する声がある。実際には、ETF の運用会社がスチュワードシップ・コードの下で、企業のガバナンス状況等も踏まえて代理的に議決権を行使しているため、そこまで問題視する必要はないと考えられる¹⁶。いずれにせよ、香港におけるガイドラインの公表については議決権に対する透明性確保のための対応事例という点で参考になる面もある。

3つ目は、EFIL が売却スキームに関する説明責任を果たしてきたということである。EFIL は、複数の売却スキームの中から ETF の組成と IPO 及びタック・ファシリティによる売却を選択した理由を示すとともに、香港の立法機関（Legislative Council）に対して継続的な説明を行ってきた。なお、EFIL の選択理由のうち、株式市場への影響を抑えられるという理由はほぼ自明のことであり、特に目新しさはない。他方、香港では、個人投資家と機関投資家双方の需要に受けられるということが選択理由になっており、この視点は興味深い。さらに、タック・ファシリティについては、IPO と異なりアドバイザー料が掛からないといったコスト面も考慮されていた点が注目される。

4つ目は、香港金融管理局が株式市場介入で購入した株式は、バランスシート上、為替基金で保有する形となっており、あくまで EFIL はその管理や売却スキームの検討・選択などを担う立場ということである。日本銀行の ETF 買入政策の「出口戦略」を巡る議論では、日本銀行が保有する ETF を第三者機関に売却してバランスシートから切り離すという意見もある。しかし、香港では第三者機関を設立したものの株式保有の移転は行われておらず、その点は混同しないように留意したい。

5つ目は、個人投資家の長期保有を促すための仕組みについてである。香港では、継続保有している個人投資家にインセンティブを付与するとともに、すぐに利益確定売りが出るのを抑えるため、IPO 時の割引率を高くしすぎないように調整していた。IPO に対する需要を喚起するには割引率を高くした方がよいが、そうすると IPO 直後に利益を確保するための売りが出やすくなる。いずれにせよ、「出口戦略」においては、投資家が短期的な利益確保に走らず、長期的に保有し続けるような仕組み作りが重要となる。

¹⁶ もっとも、日本銀行には、ETF の運用会社が適切に議決権行使等を行っているかを監視、評価することが求められる。

6つ目は、ETFの売却はIPOだけでなく、タップ・ファシリティというスキームも活用されたということである。一般に、香港の「出口戦略」に関しては、株式市場介入で購入した株式をETFに組成してIPOを通じて売却したことが比較的良好に知られている。しかし、そもそも日本銀行は個別株でなくETFを購入しており、ETFの組成とIPOが必要ないという点で香港のケースとは異なる。これに対し、IPOに比べて注目度が低いタップ・ファシリティについては、実際にETFを売却するためのスキームとして参考になる面がある。なお、今であれば、タップ・ファシリティでなく、「出来高加重平均取引（VWAP取引）」を検討することになるとみられる。これは、取引時間中に成立した価格を逐次その価格ごとの出来高で加重平均した値（単一値）で取引するものであり、単純に5分間隔の平均値（単一値）を利用するタップ・ファシリティに比べ、より多くの情報かつ取引実態に即した取引を行うことができる。

7つ目は、2002年末に香港の「出口戦略」が事実上終了した際、全ての株式を売却したのではなく、為替基金で継続保有した分もあるということである。株式市場介入の「出口戦略」においては、最初から株式を全て売却するということを前提とするのではなく、株式市場等への影響を考慮しつつ、段階的に売却を進めるという視点が重要になると考える。

おわりに～日本銀行の「出口戦略」への関心が高まる

日本銀行のETF買入政策に関しては、2024年3月に注目される出来事が相次いだ。まず、日本株が急落する中、日本銀行が市場参加者の予想に反してETFの買入れを見送った。2021年4月にETFの買入方針が見直されて以降、TOPIX（東証株価指数）が前場に2%以上下落すると、日本銀行が後場にETFを購入するという「2%ルール」のようなパターンが存在していた。しかし、2024年3月11日は、TOPIXが前場に2%以上下落したにもかかわらず、日本銀行はETFを購入しなかった。これを受けて、株式市場では、近くETF買入政策の修正が行われるのではないかとの観測が浮上した。次に、日本銀行は、3月19日にマイナス金利の解除やイールド・カーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）の撤廃など大規模な金融緩和政策の枠組みを見直し、ETF買入政策に関しては、ETFの新規の買入れを終了すると決定した。

こうした中、今後、日本では、市場参加者を中心にETFの売却を含む「出口戦略」に対する関心が高まっていくと見込まれる。日本銀行のETF保有額（時価）が非常に巨額であり、香港より「出口戦略」の潜在的な市場インパクトが大きくなり得ることなどを踏まえると、日本銀行は相当の時間をかけて具体的な検討や、それを受けての政策修正などを進めていくとみられる。香港と日本の置かれた状況には異なる点も多い。しかし、本稿の最後で取りまとめた7つのポイントなど、香港のETFの組成を通じた「出口戦略」を円滑に完遂させた事例から、日本が参考にできることもあると考える。

< 参考図表 >

香港金融管理局による株式市場介入と香港の「出口戦略」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（即時グロス決済）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パ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、香港の「 Black Thursday（暗黒の木曜日） 」、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
同日	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	インドネシアのスリルト大統領（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
同日	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	香港の曾蔭権（Donald Tsang）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（Joseph Yam）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（Yan Tsi-lyan）主席（当時）の声明の添付資料）
98年11月17日	香港政府は、香港Land Fundの保有資産を為替基金に移管すると公表（基準時点は1998年10月31日）
99年3月16日	EFILが保有する株式の議決権の代理行使に関するガイドラインを公表（市場の懸念への対応）
99年6月21日	EFILがETFの組成を通じた保有株式の売却方針を決定
99年10月25日	TraHK（トラッカー・ファンド・オブ・ホンコン）の売出し手続き開始
99年11月12日	TraHKが香港証券取引所に上場
00年1月1日	「トップ・ファシリティ」によるTraHKの売却開始（1999年12月15日に公表）
00年11月13日	TraHKの保有者（うち該当者）に1回目のロイヤリティ・ボーナス・ユニットを割当（131,110人）
01年11月12日	TraHKの保有者（うち該当者）に2回目のロイヤリティ・ボーナス・ユニットを割当（127,813人）
02年12月3日	HKMAとEFILは、為替基金の長期投資目的株式の管理をEFILからHKMAに移管すると公表
02年12月31日	「トップ・ファシリティ」の設定終了（同年9月16日に公表）

（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

<参考文献>

- 長内智 (2021) 「もし日本銀行がETFを買わない世界があったら?」、大和総研コラム (2021年5月18日)
https://www.dir.co.jp/report/column/20210518_010658.html
- 長内智 (2021) 「日本銀行のETF購入方針変更の注目点」、『Kinzai Financial Plan』、2021年6月号、pp.36-37、
 一般社団法人金融財政事情研究会
- 長内智 (2022) 「日銀のETF保有方針の転換。市場の『観測気球』見極めに注意」、『J-MONEY』、April 2022、p.5、
 株式会社エディト
- 長内智 (2023) 「植田日銀の金融政策の展望と注目点。今後の政策修正をどう読み解くか」、『金融財政ビジネス』
 (2023年8月7日)、pp.16-20、時事通信社
- 長内智、島本高志 (2024) 「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?」、大和
 総研レポート、2024年4月3日
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20240403_024335.html
- 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リー、2001年秋号
- Chan, Norman T.L. (2009) “10th Anniversary of Listing of TraHK,” on 12 November 2009, Hong Kong
 Monetary Authority.
- Chan, Norman T.L. (2019a) “Asian Financial Crisis: The Battle to Defend Hong Kong’s Financial
 Stability,” on 11 September 2019, Hong Kong Monetary Authority.
- 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.
- Exchange Fund Investment Limited (1999a) “Exchange Fund Investment Limited’s Proposal to Dispose
 the Securities Acquired During the August 1998 Operation,” on 28 June 1999, Information Note
 for LegCo Panel on Financial Affairs (held on 5 July 1999).
- Exchange Fund Investment Limited (1999b) “Information Note on Government Share Disposal Programme
 – Launch of TraHK,” on 27 October 1999.
- Exchange Fund Investment Limited (1999c) “Information Note for the Legislative Council – Panel on
 Financial Affairs: Government Share Disposal Programme – Launch of TraHK,” on 30 November
 1999, Information Paper for LegCo Panel on Financial Affairs (held on 6 December 1999).
- Hong Kong Monetary Authority (1998) “HKMA’s Response to Views of Market Practitioners and Academics
 on the Linked Exchange Rate System,” on 15 December, Paper for Legislative Council Meeting
 (held on 17 December 1998).
- Hong Kong Monetary Authority (2000) “Allocation of Loyalty Bonus Units of TraHK,” on 13 November
 2000.
- Hong Kong Monetary Authority (2001a) “Tracker Fund of Hong Kong Tap Issue Limit,” on 14 September
 2001.
- Hong Kong Monetary Authority (2001b) “Allocation of Loyalty Bonus Units of the Tracker Fund of Hong
 Kong,” on 12 November 2001.
- Hong Kong Monetary Authority (2002) “Tracker Fund of Hong Kong (TraHK) Tap Issue Limit,” on 16
 September 2002.
- Yam, Joseph (1999) “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, Hong Kong Monetary
 Authority.
- Yan, T.L. (1998a) “Statement by Mr. T.L. Yang, Chairman of Exchange Fund Investment Limited,” on 26
 October 1998, Hong Kong Monetary Authority.
- Yan, T.L. (1998b) “Statement by Mr. T.L. Yang, Chairman of Exchange Fund Investment Limited,” on
 15 December 1998, Hong Kong Monetary Authority.
- Yan, T.L. (1999a) “Statement by Mr. T.L. Yang Chairman of Exchange Fund Investment Limited,” on 16
 March 1999, Hong Kong Monetary Authority.
- Yan, T.L. (1999b) “Press Statement by Chairman of EFIL,” on 21 June 1999, Hong Kong Monetary
 Authority.