

## アジア・マーケット

### 香港の金融・証券市場改革

タイに端を発した金融危機の影響を受けた香港では、政府が金融・資本市場について見直しを行っていたが、4月末にその成果を金融市場レビュー報告書（Report on Financial Market Review）として発表した。香港ドルのペッグ制を維持すると同時に、国際金融センターとしての香港の地位を高めていくために証券市場の一層の整備、拡大が必要、としている。

また、香港証券取引所もこの6月に、今後の5カ年計画、“Positioning for a New Era”を発表した。この5カ年計画は、アジア危機への短期的な対応を目的としたものではなく、95年に発表した3カ年計画の期間が終了したことを受けて、その再評価と今後の中期計画を示したものである。

これらは両方とも、市場の混乱を助長した先物取引や空売りなどを規制すべきであるという意見を退け、さらなる証券市場の拡大、発展のために、むしろ利用可能性を高める方向での提案が行われている。以下、今回の見直しの内容を整理する。

#### 1. 金融危機の香港への影響

アジア金融危機の影響が香港に及んだのは、97年10月20日である。8月以降、ニュー台湾ドル安を阻止するために為替介入を繰り返してきた台湾の中央銀行が、為替レートの下落を容認する姿勢に転換した結果、香港ドルも固定為替レート制の維持を諦めるとの観測が高まった。香港金融管理局（HKMA）は21、22日の両日、大量の香港ドル売り米ドル買いに応じたが、その決済を迎える23、24日には、香港ドル不足が発生し、インターバンクの金利が急上昇した。正午にはオーバーナイトのインターバンク金利が280%まで上昇した。

香港ドルの売り圧力の高まりと、金利の上昇は株価にも大きな影響を与えた。香港ドルの売り圧力が高まった20日から23日の4日間で、ハンセン指数は13,601.01から10,426.30まで3,174.71ポイント下落した。さらに、28日には過去最大となる1,438.31ポイントの下落を記録し、10,000ポイントの大台を割った。

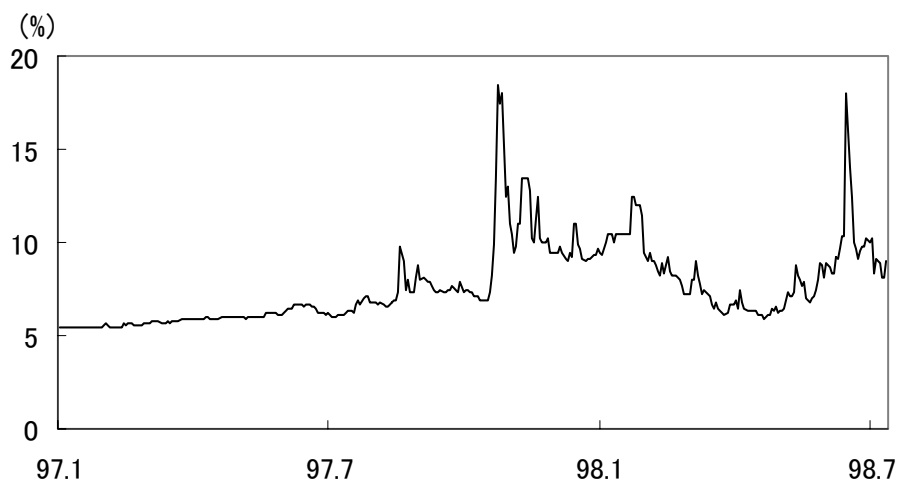
11月12日には、HKMAが金融機関に対して行う短期の資金貸付ファシリティ LAF（Liquidity Adjustment Facility）の利用について、繰り返し利用することを控えるよう通知し<sup>1</sup>、香港ドルの切り下げに断固たる態度を取ったことに加え、短期金利の急上昇で香港ド

---

<sup>1</sup> LAFを25日の間に8回、または4営業日連続で利用した者に対して、説得的な説明ができなければ懲罰的な金利を適用することを通知した。

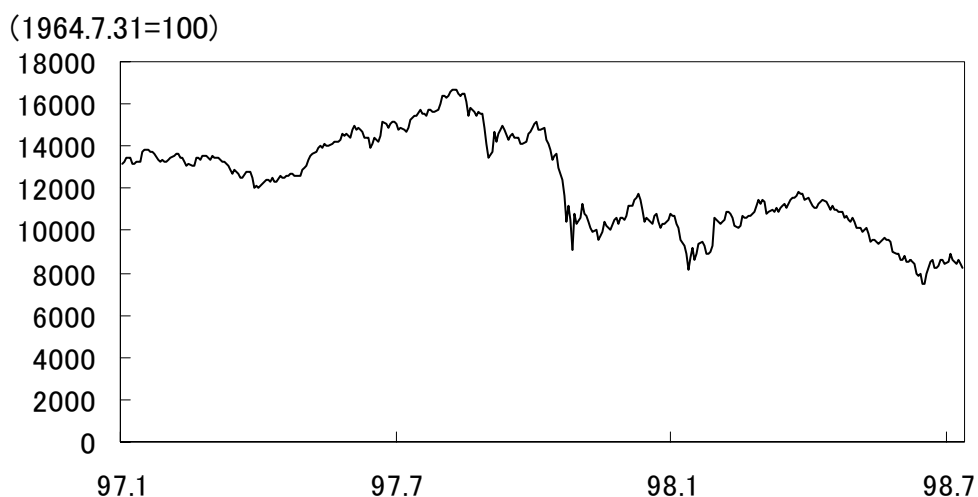
ルを空売りするコストが高まったこと、金利の上昇により香港ドルの需要が高まったことなどを理由に、一時的には香港ドルの売り圧力も低下した。タイや韓国に対する IMF の救済パッケージの内容が決まり、1月に発覚したペレグリン、CA パシフィックの両証券会社破綻の影響も薄れる中、金利、株価ともに安定しつつあったが、最近になって、再びインドネシアでの暴動などを背景に金利が上昇したり、円安の影響で中国元の切り下げも懸念され、株価も再び 10,000 ポイントを割るなど軟調な局面を迎えている（図 1、2）。

図 1 香港 3 カ月ものインターバンク金利の推移



(出所) 香港政府統計処

図 2 ハンセン指数の推移



(出所) ハンセン指数サービス

金利や株価の乱高下は、金融機関にも大きな影響を与えている。取り付けに見舞われたアジア国際銀行（International Bank of Asia）は危機を逃れたものの、年初には最大手の証券会社ペレグリン<sup>2</sup>と中堅証券会社 CA パシフィックの経営破綻が明らかになった。また、5月以降の株価下落により、福権証券、明豊グループの中小証券会社 2 社が精算手続きに入るなど、ブローカレッジ業務への依存度の高い中小証券会社の経営内容の悪化は今も続いている。

## 2. 金融市場レビュー報告書の内容

### 1) 経緯

金利の急上昇と株価や地価などの価格の急落を受けて、10月31日には、臨時立法会<sup>3</sup>の金融問題委員会（Financial Affairs Panel）が行政府に当たる政務司（Administration）に対し、金融市場の混乱に関する特別調査を行うことを提案した。11月2日には日本の大蔵大臣に当たる財政司長官（Financial Secretary）が為替介入の評価と再検討を行うよう指示し、さらに、11月26日には、臨時立法会が香港金融市場のメカニズムの見直しを行うよう提案し、これを受けて財政司の下にある財經事務局<sup>4</sup>長（Secretary for Financial Services）が政務司に指示して行われた再検討の結果が今回の報告書である。

再検討には、香港の中央銀行に当たる HKMA（Hong Kong Monetary Authority）と証券監督機関である SFC（Securities and Futures Commission）のほか、香港証券取引所、香港先物取引所、決済機関である HKSCC（Hong Kong Securities Clearing Company）も参加した。

### 2) 報告書の内容

#### （1）現行為替制度の維持

香港ドルの米国ドルへのペッグはなんとか維持されたが、内外投資家の米ドル買い香港ドル売りに HKMA が応じた結果、マネー・サプライは減少し、金利が急上昇したため、一部銀行の収益性や企業、家計に大きな負担をもたらした。現行為替制度を取り続ければ、このような副作用は避けることができない。この問題点を解決するため、学界などから多くの提案が行われた。これらは大きく、①LAF に関するドル建てファシリティの導入、②香港ドルの米国ドルへの転換（dollarization）、③完全固定相場制への移行（AEL model）、の

<sup>2</sup> ペレグリンの破綻については落合大輔「ペレグリンの10年」『資本市場クォーター』98年春号を参照。

<sup>3</sup> 日本の国会に当たる立法府。今年の5月に直接選挙が行われるまでは「臨時」だったが、現在は正式に立法会となっている。

<sup>4</sup> 主に金融制度や金融証券市場インフラの企画、運営を担当する行政府。

3つに分類することができる。

しかし、この3つの提案のいずれにも、様々な問題点が指摘され、**現行の為替レート制度には手を加えないという結論に至っている**。例えば、①については、外貨準備の減少が予想されることやLAFからの借入には担保となる為替基金証券（Exchange Fund Bills and Notes）が必要で、発行残高を考えるとその利用が限られること<sup>5</sup>、②については、契約の継続性に関する法的な問題の発生やシニョレッジの喪失、③については、為替レートを完全に固定するだけでは為替投機による金利上昇は防ぐことができないこと、などである。

現行の為替制度を維持することを決めた以上、今後、再び金利が上昇することも想定される。金利の上昇は、借入を行っている企業や家計、金融機関に大きな影響を与える。

企業や家計に対する金利急上昇の影響を和らげるため、報告書では、固定金利の借入を促進することの必要性が指摘されている。企業の固定金利借入を促進するためには社債市場の拡大が不可欠とされており、そのための方策としては、MPF（Mandatory Provident Fund）などを通じた貯蓄の機関化を進めることが重視されている。

香港では、不動産取得のために借入を行っている家計が多い。不動産購入資金の固定金利借入を促進するための方策としては、新設されるHKMC（Hong Kong Mortgage Corporation）が金融機関から固定金利モーゲージ貸付の買い取り請求に応じる<sup>6</sup>ことによつて、金融機関が固定金利での不動産融資を行いやすいようにする予定である。

金利の変動は金融機関の経営リスクを高めるため、適切な規制、監督が不可欠である。これまでのところ、経営が破綻した銀行はほとんどなく、取り付けの連鎖が起きるなどの大きな問題は具体化していないが、対外的なショックに強い銀行制度を目指して監督制度を再検討し、今年中に結論を得る予定である。

## （2）証券市場改革

証券市場に関する改革提案としては、まず、株の空売りに関するものが挙げられた。株価がこれほどまでに乱高下したのは、空売りが可能であるためであるという見方もなかったわけではない。しかし、本報告書では、空売りを規制するのではなく、**①空売りに関するポジション開示の強化による透明性向上と、②HKSCCによる貸し株、借り株機能の提供による国内投資家にとっての利用可能性の向上**、が提案された。HKSCCによる貸借株機能の提供が盛り込まれたのは、香港市場での貸借株取引が盛んでないため、貸し株を利用して空売りを積極的に行う海外の投資家に比べ、香港の投資家が不利になっているという批判があったからである。

また、CA パシフィック証券の経営破綻は、これまでSFCの監督対象となっていなかったファイナンス・カンパニー子会社のマージン貸付の焦げ付きが原因であったことから、**③証券会社系列のファイナンス・カンパニーに対する規制、監督の強化も盛り込まれた**。

<sup>5</sup> 為替基金証券の発行残高は約1,000億香港ドル（約1.8兆円）。

<sup>6</sup> 具体的なスキームはまだ決まっていない。

今後は、ファイナンス・カンパニー子会社に対しても、自己資本規制やリスク管理規制が行われるようになる。

この他、株価が下落した企業が、償却を前提とせずに自ら株式を取得できるようにするため④金庫株制度の導入が提案されたほか、⑤上場基準の遵守徹底、H株の比重を高めることなどを内容とした⑥ハンセン指数構成銘柄の見直し、も盛り込まれている。なお、ハンセン指数を発表しているハンセン指数サービス社（Hang Seng Index Services Ltd）は、すでに指数構成銘柄を随時見直す方針を明らかにしているほか、ハンセン100指数<sup>7</sup>、ハンセン中小型株50指数の両新指数をこの4月から発表している。規模の大きい中国関連企業の上場が増加している香港市場の実態をより反映した指数の構成を目指すと同時に、セグメントに配慮した多様な指数を提供することを目的としたものである。

### （3）派生商品市場改革

派生商品市場の改革については、①市場規模の拡大に資するような規則の見直しのほか、ボラティリティの急上昇に備えた②証拠金率の計算方法の見直し、③デリバティブ・ワラントの上場基準の見直し、が盛り込まれた。

取引システムについては、すでに香港先物取引所主導で見直しが進んでいる。香港先物取引所では、もともとオープン・アウト・クライ制を利用していたが、95年11月にシステム取引を導入して以来、順次システム取引に移行してきた。同取引所の主要商品であるハンセン指数先物、オプション取引は、依然としてオープン・アウト・クライで取引されているが、香港先物取引所は、ハンセン指数先物、オプション取引も、システム取引に移行させる方針を決めている。本報告書でもこの決定を歓迎しており、18～24カ月の移行期間の後に取引システムが切り替えられる予定である。

### （4）市場監視の強化、リスクの削減

市場監視強化については、SFCと証券取引所の監視権限強化が提案されている。ただし、昨年末以来、株価が乱高下した際に相場操縦があったという疑惑に関しては、再調査した上でこれを否定している。

この他、証券取引に関するリスクを軽減するための措置として、リアルタイムでのデリバリー・バーサス・ペイメントを実現するための①CCASS（証券決済システム）と銀行間RTGSとのリンク、②CCASSのアカウントを証券会社名義から顧客名義に変更、現物取引と先物、オプション取引を総合してポジションを計算した上で証拠金を計算することを可能とする③香港証券取引所と香港先物取引所のクロス・マーージニング、証券業者の自己資本規制である④Financial Resources Ruleの改正、が挙げられている。クロス・マーージニングの検討は、中期的には現在3つある決済機構<sup>8</sup>の統合につながることも想定されている。

<sup>7</sup> ハンセン指数の構成銘柄数は現在33。

<sup>8</sup> 3つの決済機構とは、現物株取引の決済を行うHKSCC、個別株オプション取引の決済を行うSECOH、先

### (5) 市場の透明性の向上と投資家保護の強化

透明性の向上のためには、①上場基準の情報開示内容の充実、②情報提供に関する義務の強化、の2つが挙げられている。新たに開示すべきとされているのは、単一グループに対する過度のエクスポージャーや債務保証の金額などである。

投資家保護の強化のためには、①投資家保護基金やブローカーに対する保険の見直し、がまず挙げられている。香港には、現在、有価証券の喪失や従業員の不正行為などによる証券会社の被害に対する保険である Brokers' Fidelity Insurance Scheme、香港証券取引所会員証券会社のデフォルトによる証券取引に関する損失をカバーする Fidelity Fund and Guarantee Scheme、証券会社以外の投資家が証券取引に関して証券会社から受けた被害をカバーする Unified Exchange Compensation Fund の3種類の補償制度がある。このうち、Brokers' Fidelity Insurance Scheme と Unified Exchange Compensation Fund の統合などが検討される。

その他、証券投資に関する情報や資料の提供を行う②Investor Resources Center の設置、③投資家教育プログラムの継続<sup>9</sup>、企業が目論見書や情報開示資料での④平易な表現 (plain language) の利用促進、が提案されている。

平易な表現の利用については、すでに今年の1月にガイドラインが発表されており、8月以降発行される目論見書は、このガイドラインにしたがって発行される。

## 3. 取引所の5カ年計画の内容

### 1) 経緯

香港証券取引所の5カ年計画は、95年に発表された3カ年計画”The Way Forward”の期間が終了したことを受けて作成されたものである。政府の発表した金融市場レビュー報告書とは異なり、昨年末以来の株価の乱高下など、証券市場の混乱を受けた短期的な改革案ではない。

今回の5カ年計画は、長期的には「中国のマンハッタン」になることを目指し、下表のような目標が示されている(表1)。

---

物取引の決済を行う HKCC の3つ。

<sup>9</sup> これまでに、SFC や証券取引所や先物取引所など証券関連機関は、証券投資に関する手引き書の発行やテレビ番組の作成、セミナーの開催、苦情を受け付ける専用電話回線の開設、などを行っている。

表1 5カ年計画の目標

		98年4月現在	5年後の目標
市場規模	時価総額	・2.9兆香港ドル	・6兆香港ドル
	上場企業	・664社	・1,000社
提供商品	現物株	・極めて発展しているが、国内企業中心 ・中国関連企業100社 (時価総額の17%)	・海外企業の上場促進 ・中国関連企業250社 (時価総額の25%)
	ワラント	・発展しているが、国内企業中心 (402本中海外発行体によるものは25本)	・海外関連のワラント商品上場を促進
	オプション	・発展段階 ・機関投資家による国内商品取引が中心	・日本を除くアジアで最大のオプション市場を目指す ・リテールによる利用の促進
	債券	・市場は存在するものの不活発	・活発な国際債市場を整備 ・香港国債市場への個人投資家の参加を促進
	仕組み商品	・ほとんどなし	・市場の拡大
地理的な役割	発行体	・外国企業の上場は少ない (上場企業は7社、売買代金の1%未満)	・海外の指数構成銘柄の取引センターを目指す
	投資家	・海外投資家による売買シェアは22%	・現在の海外投資家シェアを維持

(出所) 香港証券取引所

## 2) 環境分析

香港証券取引所は、今回の5カ年計画を策定するに当たり、環境の変化をまず分析している。

### (1) ビジネス機会の拡大

まず、香港証券市場の拡大余力が十分にあるとしている。その最大の根拠は中国関連ビジネスの拡大である。また、MPFの拡大や新設されるHKMCが、投資の機関化や債券市場の拡大を通じて証券市場の発展をサポートすることが期待されるほか、アジアも昨年来の

混乱を乗り越え、もう一度成長軌道に戻れば、香港証券取引所のビジネス機会の拡大につながる事が期待されている。

## （２）証券取引所の競争環境の変化

香港証券取引所を取り巻く競争環境は大きく４つに分類されているが、このうち、①アジア地域の他の証券取引所との競争激化、②中国関連ビジネスの拡大、の２点は前回の中期計画にも示されていた。

新たに加えられたのは、③市場参加者の大型化により、投資家の取引所への要求内容が多様かつ高度になっていること、④投資家や発行体、ブローカーといった市場参加者の役割の境界がはっきりしなくなると同時に、現物とデリバティブ商品の境界も、仕組み商品の普及により曖昧になっていること、の２点である。このような環境の変化の結果、証券取引所は、これまで以上に顧客のニーズを重視しそれに見合ったインフラの整備を心がける必要があるとしている。

## （３）海外の証券取引所の動向

海外の証券取引所の動向を、①取引所の統合、②ビジネス指向、③規制機能の強化、の３点に整理している。

①の例としては、**現物市場と先物市場の統合**を進めているフランスやドイツ、スイス、**取引から決済、清算まで、機能の統合**を進めるドイツ、オランダ、イタリア、タイ、シンガポール、**取引所間の提携や合併を進める**北欧諸国、EUREX 構想、NASDAQ と AMEX の合併、を挙げている。

②の例としては、ドイツ取引所やアムステルダム取引所、オーストラリア証券取引所が株式会社化し、パフォーマンス志向の運営体制を整えていることや、ロンドン証券取引所、ニューヨーク証券取引所が積極的に海外企業の上場誘致を行っていることを挙げている。

③の例としては、金融市場の規制、監督を一つの機関に集約している英国の例が挙げられている。

## ３）５カ年計画の内容

以上のような環境を踏まえ、今回の５カ年計画では、香港証券取引所の①マーケットの運営、②規制、③会員組織の維持、④公的役割（証券業界の代表）、の４つの機能のうち、マーケットの運営者という、ビジネス重視の姿勢を打ち出している。

そのための具体策として第一に挙げられているのは、証券市場の規模を拡大すると同時に、取引システムなどの整備を行うことである。項目数は２１に上るが、例えば、「香港企業の上場をさらに促進する」というもののように、具体的な策が示されていないものも多い。具体策の内容も、取引システムの更なる改善や外国企業の上場基準の見直しなど、目新しいものは少ない。その中で注目されるのは、２部市場の創設を念頭に置いていると思わ



れる「マーケットのセグメント化」と、それに対応した「新しい取引メカニズムの導入」がどのような形で行われるのかという点くらいであろう。

むしろ興味深いのは、証券取引所のビジネス志向を高めるために組織形態を見直そうとしている点である。ビジネス部門と規制部門を明確に分離するほか、発行体や投資家に対するマーケティング部門を新設したり、パフォーマンスに応じた従業員評価体系を導入したりする予定である。

また、規制機能については、SFC との監督権限の重複を避けるため、発行関連の規制や会員証券会社の監督について、その監督分野を調整することも検討される。

#### 4. 展望

現行為替レートを変更するか否かという点と並び、見直しの最大のポイントとなったのは、空売りや派生商品取引を規制するか否か、という点であった。マレーシアのように、「投機的な取引」を制約するようなことはせず、むしろ、空売りや派生商品取引をより使いやすいものとし、取引の透明性を高めるという方針を打ち出したことは、「自由な」市場形成を旨としてきた香港の面目躍如と評価することができる。

香港返還の際に行われた行政長官のスピーチでも、香港を国際金融センターとすることの重要性が語られており、金融・証券市場の整備、拡大は政策的にも高いプライオリティが置かれている分野である。香港の金融機能がアジア危機の結果急速に低下するようなことがあれば、中国の香港政策に大きな影響を与えかねない。今回の提示された見直し内容は、今後、着々と進められていくことが予想される。

ここで示された対策が即効性を持つとは考えにくいだが、アジア経済が立ち直った際に、これらの対策がどの程度の効果を持つのかが注目される。

(落合 大輔)