

## 香港政府による上場投資信託（ETF）の組成

香港特別行政区政府は執拗な投機筋に対抗する形で、1998年8月、株式での買い介入を実施した。その規模は、香港証券取引所の全上場銘柄時価総額の約6%に相当する大規模なものであった。香港政府は、この大量に保有した株式を、上場投資信託（ETF）を通して株式市場に戻すことが最も影響が小さい手段と考え、トラッカー・ファンドの組成にいたった。本稿では、トラッカー・ファンドの概要について紹介したい。

### 1. 香港政府による株式市場介入

#### 1) 介入にいたるまでの経緯

香港特別行政区政府（香港政府）は、1998年8月14日から28日までの2週間、通貨基金の外貨準備を用いて、合計1,181億香港ドル（約1兆8,660億円）を投入して株式の買い介入を実施した。これは、ヘッジファンドなどの投機筋への対決姿勢を示したものである。

香港では、1983年10月から1米ドル=7.8香港ドルの米ドルペッグ制を導入している。香港ドルに売り圧力がかかり香港ドルが下落すると、香港金融管理局（HKMA：Hong Kong Monetary Authority）が香港ドルの買い介入を行うことによって、為替相場を安定させる仕組みである。市場では資金供給量が減るため金利が上昇する。カレンシー・ボード制のもとでは、為替を安定させることに主眼がおかれており、また香港政府は資本取引には介入しない『積極的不介入政策』を標榜しているため、アジア通貨危機以降、投機筋による香港ドル売りの結果、金利の高騰を招き、景気の悪化が懸念されていた。こうした中、投機筋は為替先物を利用して香港ドルを空売りして為替差益を狙うとともに、金利上昇による株価下落を狙って株価指数先物をショートさせる方法で、97年10月<sup>1</sup>、98年8月に大がかりな投機を仕掛けた<sup>2</sup>（図1）。

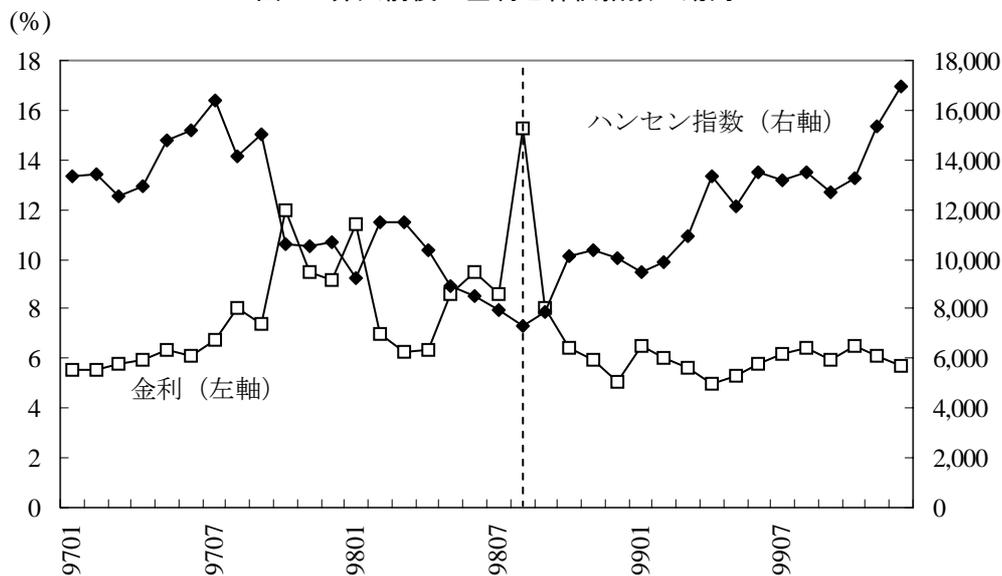
香港政府は、長年にわたり築きあげてきた『積極的不介入政策』に抵触するのではないかという懸念をいだきながらも、株式の買い介入に踏み切った。これは、株価指数先物を大量にショートしている投機筋に対して真っ向から勝負を挑んだ形となった。株式の購入

<sup>1</sup> 1997年10月23日に、銀行間のオーバーナイト金利は一時年率300%を記録した。

<sup>2</sup> 当時の香港通貨情勢については、関志雄「ドルペッグ維持で深まる香港のデフレ・スパイラル」『野村アジア&グローバル情報』1999年5月号参照。

資金となった外貨準備は、介入前の98年6月末において6,582億香港ドル（約10兆3,996億円）の残高を有していたが、投入資金1,181億香港ドル（約1兆8,660億円）はその約18%に相当する大規模なものであった。また、98年7月末において1兆9,608億香港ドル（約30兆9,806億円）にのぼる香港証券取引所の時価総額の約6%を購入したことになり、香港政府が投機筋撃退に対して、強い態度で臨んだことが分かる。なお、香港政府が購入した株式は、全てハンセン指数の構成銘柄である（表1参照）。

図1 介入前後の金利と株価指数の動向



(注) 金利は、HIBOR3ヶ月物。金利、ハンセン指数とも月末値。  
 (出所) 野村総合研究所

表1 市場介入で購入した株式一覧

	購入株数	平均購入 単価 (HK\$)	時価総額 (億HK\$)	構成比 (%)	(参考) HSI構成比
HSBC Holdings	237,001,800	172.0312	407.717	34.51	31.04
Cable & Wireless HKT	972,098,400	15.2387	148.135	12.54	10.61
Hutchison Whampoa	304,550,000	38.0601	115.912	9.81	8.79
China Telecom (Hong Kong)	478,806,000	10.8820	52.104	4.41	8.16
CLP Holdings	136,022,000	35.0154	47.629	4.03	5.22
Hang Seng Bank	109,202,700	43.7451	47.771	4.04	4.41
Cheung Kong (Holdings)	237,628,500	33.5349	79.688	6.75	4.71
Sun Hung Kai Properties	191,660,000	25.7710	49.393	4.18	4.19
Hong Kong Electric Holdings	124,335,500	24.9532	31.026	2.63	2.99
Henderson Land Development	85,349,000	23.7743	20.291	1.72	2.38
The Hong Kong and China Gas	289,041,000	9.0043	26.026	2.20	2.07
Cheung Kong Infrastructure Holdings	96,403,000	14.3268	13.811	1.17	1.67
Swire Pacific 'A'	115,433,000	23.9954	27.699	2.34	1.43
Citic Pacific	146,713,000	10.4062	15.267	1.29	1.62
Cathay Pacific Airways	119,208,000	6.2545	7.456	0.63	1.21
New World Development	236,470,000	8.9315	21.120	1.79	1.25
The Wharf (Holdings)	121,679,000	7.5859	9.230	0.78	0.91
Henderson Investment	91,308,000	4.2285	3.861	0.33	0.62
The Bank of East Asia	83,017,600	8.4639	7.027	0.59	0.66
Amoy Properties	71,135,500	3.8312	2.725	0.23	0.75
Shanghai Industrial Holdings	71,413,000	10.9883	7.847	0.66	0.65
China Resources Enterprise	136,414,000	5.6776	7.745	0.66	0.54
Hang Lung Development	33,156,000	6.6205	2.195	0.19	0.56
Shangri-la Asia	61,674,000	5.0266	3.100	0.26	0.45
Wheelock and Company	62,391,000	4.1626	2.597	0.22	0.44
Sino Land	107,238,000	2.5792	2.766	0.23	0.43
Television Broadcasts	35,741,000	17.6047	6.292	0.53	0.48
First Pacific	143,864,000	2.5912	3.728	0.32	0.49
Hysan Development	60,524,000	5.2217	3.160	0.27	0.41
Hong Kong and Shanghai Hotels	57,494,000	4.1801	2.403	0.20	0.25
Hopewell Holdings	209,323,000	0.8251	1.727	0.15	0.19
Great Eagle Holdings	24,652,000	6.5568	1.616	0.14	0.21
Guangdong Investment	157,472,000	1.4038	2.211	0.19	0.21
		合計	1,181		

(注) 参考欄のHSI (ハンセン指数) 構成比は、1998年7月31日時点におけるハンセン指数構成銘柄の時価総額構成比。

(出所) EFIL “Fact Sheet”、野村香港の資料より野村総合研究所作成

## 2) 市場介入に関する HKMA の見解

『積極的不介入政策』を貫いてきた香港政府が市場介入したことに対して、予期した通り内外から痛烈な批判を受けた。

HKMA の任志剛総統は、なぜ市場介入を行ったかについて次のように述べている。

「今回の市場への介入は、長年築きあげてきた『積極的不介入政策』に反する行動ではない。ヘッジファンドが株価指数先物を用いてショート・ポジションをとることに対して異論はないし、そのような行動に対して市場介入を行うつもりはない。しかし今回のヘッジファンドの行動は、明らかな相場操縦であり、株価指数先物、為替先物を利用した執拗な『ダブル・プレイ』によって香港の金融システムの安定に多大な影響を及ぼすことが懸念された。株式市場への介入については、株式の買い支えをすることによって株価の下落を防止することが目的なのではなく、香港ドルを防御してカレンシー・ボード制を維持するためである。」

また、「どんなに頑強なボートを作っても、小さければ荒波に耐えることはできない」と述べ、香港を「小さいボート」、自由化、グローバル化が進展する国際金融市場を「荒波」に例え、変動相場制へ移行した周辺国に生じた事態を鑑みて、「香港にとって、カレンシー・ボード制以外の選択肢はない」として、カレンシー・ボード制を維持する政策に変更がないことを強調している。

更に HKMA では、1998 年 9 月初旬にカレンシー・ボード制を強化するための 7 つの施策を打ち出した。その中の一つは、免許銀行<sup>3</sup>の HKMA への預け金に対する米ドル交換レートにも固定レートを適用する、という施策である。香港では、発券銀行<sup>4</sup>が銀行券を発券する際に通貨基金に米ドルを払い込むが、そのレートとして 1 米ドル=7.8 香港ドルが適用されており、これがカレンシー・ボード制を支えている。この新たな施策によって、固定レートの適用範囲が拡大されたことになった。なお、この施策では、1998 年 11 月 26 日に当時の市場における為替レートの水準にあわせ 1 米ドル=7.75 香港ドルの固定レートからスタートして、毎営業日、0.0001 香港ドルずつレートを引き下げ、500 営業日をかけて 1 米ドル=7.8 香港ドルへ移行する予定となった<sup>5</sup>。

## 3) 介入資金

HKMA による株式市場への買い介入は、為替基金 (The Exchange Fund) の資金が用いられた。為替基金は、わが国の外貨準備に相当するもので、その用途は香港ドルの通貨安定、

<sup>3</sup> 香港の銀行は、免許銀行、限定免許銀行、預金預入銀行に分かれており、免許銀行が一般の商業銀行にあたる。

<sup>4</sup> 香港では、中央銀行に相当する HKMA ではなく、商業銀行の HSBC、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行が銀行券の発券業務を行っている。

<sup>5</sup> 予定通りに引き下げは進み、2000 年 8 月 12 日に 1 米ドル=7.8 香港ドルに到達した。

金融システムを安定的に維持することを目的としたものである。

表2に示すように、為替基金は①香港ドル発行の裏付けとなる米ドル債務証券、②硬貨、③決済銀行が為替基金に預託している資金、④HKMAが発行する政府証券、⑤他の香港政府ファンド、等から構成されている。財源の大半を占める「他の香港政府ファンド」は、その約70%が政府の一般勘定余剰資金、約22%が公共投資事業ファンド(1997年末時点)である。なお、1997年末と1998年末の「他の香港政府ファンド」の数値に乖離が見られるが、これは、1998年11月に土地基金の資産(約2,151億香港ドル、1998年10月末時点)が為替基金に統合されたためである。

為替基金の資産は、外貨建て及び香港ドル建てで管理されており、外貨建て資産残高は月次で、香港ドル建て資産残高は半期に一度公表されている<sup>6</sup>。表3は、介入当時の為替基金の資産残高を示したものである。外貨建て資産残高は、介入前の6,028億香港ドル(約9兆5,242億円)に対して、介入後の1998年8月末時点では5,383億香港ドル(約8兆5,051億円)に減少している。この差額645億香港ドル(約1兆191億円)のほとんどが、介入資金に当てられた模様である。残りの介入資金536億香港ドル(=1,181-645, 約8,469億円)であるが、1998年6月末時点で香港ドル建て資産を507億香港ドル(約8,011億円)保有しており、香港ドル建て資産は全額が介入資金に使われたと推察される。

表2 為替基金のバランスシート

	(単位:百万HK\$)	
	1997	1998
資産	<b>636,673</b>	<b>912,275</b>
外貨建て資産	588,475	701,239
香港ドル建て資産	48,198	211,036
負債	<b>446,447</b>	<b>670,030</b>
債務証券	87,015	86,465
硬貨	5,399	5,778
決済性当座預金残高	296	2,527
為替基金証券	89,338	98,334
他の香港政府ファンド	237,629	424,562
その他機関によるファンド	21,062	17,219
その他負債	5,708	35,145
累積余剰金	<b>190,226</b>	<b>242,245</b>

(注) 各年末の値。1998年末の値には、1998年10月に為替基金に統合された土地基金の数値を含む。

(出所) HKMA

<sup>6</sup> 1999年1月以降、香港ドル建て資産も月次で公表されている。

表 3 為替基金の保有残高

(単位：億HK\$)

	外貨建て	香港ドル建て
199801	6,266	n.a.
199802	6,131	n.a.
199803	6,133	n.a.
199804	6,058	n.a.
199805	6,081	n.a.
199806	6,075	507
199807	6,028	n.a.
199808	5,383	n.a.

(出所) HKMA

## 2. トラッカー・ファンドの仕組み

### 1) トラッカー・ファンドの概要

香港政府は、1998 年 8 月の介入によって取得した株式を管理する機関として、同年 12 月に The Exchange Fund Investment Limited (EFIL) を設立した。

EFIL では、政府が購入した香港株の処理方法として、上場投資信託 (ETF: Exchange Traded Fund) を利用することが、マーケットに与えるインパクトが最小で済むという結論にいたり、トラッカー・ファンド (TraHK) という名称の ETF の組成にふみきった<sup>7</sup>。ETF とは、ある特定の指数に連動することを運用目的としたインデックス・ファンドであり、かつ取引所に上場されてその受益証券 (ユニット) が売買されるため、小額の資金でも投資できる金融商品である<sup>8</sup>。TraHK は、ハンセン指数に連動することを運用目的として組成され、99 年 10 月に売り出しが開始され、11 月 12 日に上場された。

TraHK の運用は、香港を拠点とするステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・アジアが担当している。その本社である米国のステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSgA) は、数多くの ETF を手がけ、世界最大の ETF である SPDRs (2001 年 8 月 20 日現在純資産総額約 283 億ドル) の運用実績を持つ。また、トラスティはその系列のステート・ストリート・バンク・アンド・トラストである。

<sup>7</sup> 機関投資家にも個人投資家にも提供できる商品であることも、ETF を採用した理由の一つであった。

<sup>8</sup> ETF については、岩谷賢伸「注目が高まる ETFs (上場投資信託)」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号、大崎貞和「わが国における上場投資信託 (ETF) 市場整備の動き」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。

## 2) 発行規模

TraHK は、1999 年 10 月 25 日から売り出しが開始された。事前の TV コマーシャルを使った宣伝や IPO 時の購入者への各種特典<sup>9</sup>が功を奏し、個人投資家からは 280 億香港ドル(約 4,424 億円)、機関投資家からは 203 億香港ドル(約 3,207 億円)の計 483 億香港ドル(約 7,631 億円)の応募があった。香港政府は、実際には 333 億香港ドル(約 5,261 億円)の販売にとどめたものの、発行当時の IPO の規模としては日本を除くアジアにおいて最大規模であった。香港政府は、333 億香港ドルのうち 70%にあたる 233 億香港ドルを個人投資家へ割り当てた。これは、保有者層を厚くすることによって流動性を高めたいという香港政府の意向を反映したものである。個人投資家へは、1 投資家あたり 3 万ユニットを上限として応募者全てにユニットを割り当て、3 万ユニットを超える応募者には、その超過分の 70%を割り当てた。

## 3) タップ・ファシリティ

TraHK は、100 万ユニット単位で、追加設定及び償還をすることが可能となっている。

追加設定は、インデックスを構成する株式(インデックス・シェア)の現物ポートフォリオ(インデックス・バスケット)を拠出する方法のほか、キャッシュでの拠出も可能となっている。ただし、キャッシュで追加設定する場合には、為替基金からインデックス・シェアを購入する仕組みになっている。

タップ・ファシリティとは、キャッシュでの追加設定にあたって、毎四半期の上限を設け、その枠内で為替基金からの株式放出額を管理する機能である(表 4)。タップ・ファシリティで決められた上限に達するまでは、いつでもキャッシュでの追加設定は可能である。各期のキャッシュによる拠出の状況は、HKMA のウェブサイト<sup>10</sup>に更新され、直近の状況が開示されている。現在までのところ、タップ・ファシリティの上限まで、每期キャッシュによる追加設定が行われている。なお、インデックス・バスケットによる追加拠出は、タップ・ファシリティによらずいつでも可能である。

その他、タップ・ファシリティは、①ユニットの追加設定や償還が中止される状況(後述)、②ハンセン指数サービス社が、ハンセン指数の構成の変更をアナウンスした時、等に中止される。

なお、タップ・ファシリティによる管理は、2005 年 1 月 1 日に終了する予定であるが、為替基金にはもともと株式を保有することが認められているため<sup>10</sup>、全ての保有株式が ETF として放出されるわけではない。

<sup>9</sup> IPO 時の購入者へは、5.25%の割引価格で提供。その他、後述するロイヤルティ・ボーナス等。

<sup>10</sup> 1998 年末までの為替基金の資産運用における政策アセット・ミックスは、債券 90%、株式 10%(香港株 0%)であった。99 年初より、債券 80%、株式 20%(香港株 5%)に変更された。

表 4 タップ・ファシリティによる毎期の上限ユニット

(単位：100万ユニット)

公表日	対象四半期	上限ユニット
1999. 12. 15	2000.1Q	762
2000. 3. 15	2000.2Q	715
2000. 6. 16	2000.3Q	728
2000. 9. 15	2000.4Q	728
2000. 12. 13	2001.1Q	765
2001. 3. 16	2001.2Q	875
2001. 6. 14	2001.3Q	900
2001. 9. 14	2001.4Q	100

(出所) HKMA

#### 4) 追加設定／償還

追加設定は、100 万ユニット単位で行われる。先述した通り、追加設定の方法としては、インデックス・バスケットを拠出する方法とキャッシュによる方法の 2 種類がある。いずれにしても 100 万ユニットという巨額の拠出を要するため、追加設定は主に機関投資家からのリクエストによるものであるが、ブローカーやディーラーが小口のリクエストを集計して追加設定することもある。

ユニットの償還も 100 万ユニット単位で行われ、インデックス・シェアを受け取ることになる。100 万ユニット単位以外の償還が認められていないほか、全ユニットの償還も認められていない。

追加設定、および償還は、①香港証券取引所、あるいは中央決済・清算システム (CCASS : Central Clearing and Settlement System) が閉鎖した時、②香港証券取引所のディーリングが制限あるいは中止された時、③CCASS の決済機能に問題が生じた時、④追加設定や償還によって何かしらの影響が想定されると運用マネジャーが判断した時、⑤ハンセン指数が公表されない時、等には行うことはできない。

1999 年 11 月 12 日から 2001 年 6 月 30 日までの間の追加設定 (設定時分を含む)、償還の状況は表 5 の通りである。キャッシュによる追加が大きな割合を占めており、為替基金の保有するインデックス・シェアが順調に株式市場に戻っていることが分かる。追加設定、償還の結果、2000 年 12 月末における発行ユニットは、2,160,992,500 ユニット、純資産総額 284 億香港ドル (約 4,487 億円、1 ユニット=13.16 香港ドル) となっている。

また、TraHK そのものの償還条項は、2002 年 10 月 23 日以降、3 ヶ月間の純資産額の日次移動平均が 30 億香港ドルを下回った場合に、自動償還されることになっている。

表 5 追加設定およびユニットの償還状況 (1999.11.12-2001.06.30)

追加発行	: 7,845,992,500	ユニット
キャッシュ	: 7,392,992,500	ユニット
株	: 453,000,000	ユニット
ユニットの償還	: 5,685,000,000	ユニット

(出所) HKMA

## 5) ロイヤリティ・ボーナス

TraHK を発行時から所有している個人投資家に対しては、ロイヤリティ・ボーナスと呼ばれる特典が用意されている。ロイヤリティ・ボーナスは、2段階に分けて実施される。

1段階目は、TraHK を1年間(1999年11月12日～2000年11月12日)継続して保有した個人投資家に対して、20ユニットにつき1ユニットをボーナスとして割り当てる、という特典である。2段階目は、継続して2年間(1999年11月12日～2001年11月12日)保有した個人投資家に対して、15ユニットにつき1ユニットがボーナスとして割り当てられる。これらのボーナス・スキームに用いられるユニットは、為替基金から拠出され、為替基金保有の株式を市場に円滑に放出する仕組みになっている。

ただし、このロイヤリティ・ボーナスを享受できるのは、香港の身分証明書を保有し、香港に住所をおいた18歳以上、等の条件を満たした個人投資家に限られている。

また、所有ユニットの一部でも売却した投資家は、ロイヤリティ・ボーナスをもらう権利を失うため、TraHK 保有者向けニュース・レターでは、TraHK の売却を検討している人に対して慎重に判断することを促している<sup>11</sup>。

## 6) 配当

配当は、TraHK より得られた配当を原資に、5月、11月の年2回分配される。香港保管振替機構(HKSCC)に預託している投資家にはHKSCC 経由で銀行振込によって支払われる。一方、記名式の保有者には、郵送でチェックが送られてくる仕組みになっている。なお、記名式の保有者には、手数料として1保有者につき年80香港ドルが課されており、配当はこの手数料を差し引いた額が支払われる。

現在までのところ、2000年5月22日に1ユニットあたり0.16香港ドル、同年11月22日に0.19香港ドル、2001年5月22日に0.16香港ドルの配当が支払われた。

<sup>11</sup> 1段階目のロイヤリティ・ボーナスを受け取ったのは、131,110人。

## 7) 手数料

投資家がユニットを市場で売買する際には、一般の株式と同様にブローカレッジ・フィーとして最低0.25%、その他、証券取引所での取引税として0.011%、印紙税として買い手、売り手とも各々0.1125%が課される。なお、市場での取引は500ユニット単位で行われる。

インデックス・バスケットで追加設定を行う場合には、取引手数料として1回につき3万香港ドル(約47万円)が必要であるが、印紙税はかからない。一方、キャッシュを拠出することによって追加設定を行う場合には、取引手数料はかからないが印紙税0.1125%が必要とされている。

## 8) TraHK の運用

TraHK は、ハンセン指数に連動することが唯一の投資目的であるので、ハンセン指数構成銘柄を保有することが原則である。

先物やオプションを利用することも認められているが、香港証券取引所で取引されているものに限定されている。また、先物、オプションへの投資額は、TraHK の純資産額の10%を超えてはならない。利用に際してはEFILが任命した5人のメンバーからなる監視委員会に事前の許可をとる必要がある。

証券先物委員会によって規定されている投資信託条例では、1つのファンド内で、1銘柄にファンド総額の10%以上を投資することが禁じられている。しかしTraHKに関しては、その運用目的がハンセン指数への連動であるため、ハンセン指数における比率が10%を超えている銘柄に対しては例外が認められている。2001年6月末現在、TraHKにおいて10%を超過しているのは、HSBC Holdings plc の24.0%、China Mobile (Hong Kong) Ltd の21.4%、の2銘柄である。

### 3. おわりに

わが国では、2001年4月の緊急経済対策を受けて、銀行の持ち合い株式解消のための受け皿として「銀行保有株式取得機構（仮称）」の設立が検討されてきた。同年6月26日、金融庁は、その設立構想に関する考え方を公表し、その中で、「株式買取等に関するスキーム」として「機構による株式買取においては、証券市場の構造改革に資する観点から、ETF（上場投信）・投資信託の組成のための買取や発行会社による自社株取得を念頭においた買取を積極的に行う」ことを提案し、ETFという具体例を挙げている。

経緯は異なるものの、本稿で紹介した TraHK は、香港政府が通常の目的とは異なる意図で保有した株式を株式市場へ戻す手段として利用されている。香港政府のケースでは、ハンセン指数先物をショートしている投機筋に対抗する目的で購入した株式であるため、ハンセン指数の構成銘柄を購入しており（前掲、表1参照）、ETFの組成が容易であった。また、香港においての最初のETFであり、様々な特典を付与することができたことは、投資家を魅了する一因となったと思われる。一方、わが国の銀行保有株は、銘柄に偏重が見られたり、低流動性株の保有が指摘されている。また、現状では組成できる指数も4つの指数に限定されているなど、課題が少なくない。とはいえ、TraHKの先例は、今後の検討において、何らかの参考になるのではないだろうか。

（銭谷 馨）