

三井住友信託銀行

# 調査月報



SUMITOMO MITSUI  
TRUST BANK

## 時論

来るべきインフレは“狂乱”か、“マイルド”か……………1

## 経済の動き

膨らむ認知症高齢者の保有資産

～255兆円の家計資産が「凍結」の可能性、6割強が三大都市圏に～……………3

香港とシンガポール

～アジア二大金融センターの行方……………13

## 時論

### 来るべきインフレは“狂乱”か、“マイルド”か

まさかそこまでは、と思われていたロシアのウクライナ侵攻から約2か月が経過し、戦況は長期化・泥沼化の様相を呈している。現地の深刻な人道危機を伝える映像は正視に耐えない。このような国際社会のルールと秩序を踏みにじるロシアの蛮行は断じて許されるものではない。事態の早期収束、平和の回復、戦災に見舞われた人々への手厚い支援を祈るばかりだ。

このウクライナ危機は、グローバル規模のインフレを加速させていることは言うまでもない。

国内においては、ウクライナ危機前から物価上昇の萌芽が垣間見えていた。消費者物価指数(除く生鮮食品)はコロナ禍による経済活動の停滞によりしばらく前年比マイナス基調が続いたが、昨年9月からはプラスに転じ、企業物価指数も昨年10月以降は前年比8~9%の大幅上昇となった。

このように、コロナ禍が収束しない中でも物価が上がり始めた要因としては、①ワクチン接種の進捗等により先進各国で行動制限が緩和され、世界的に財を中心に需要が急ピッチで回復した、②生産・輸送・販売等サプライチェーンの各所では目詰まりが残り、供給が需要に追いつかず、物流費も上昇した、③脱炭素を見据えた化石燃料の開発・生産の停滞により原油価格が上昇し、関連資材も値上がりした、④為替が円安基調で推移し、輸入物価を押し上げた一 등이挙げられる。

こうしたところに、⑤今回のウクライナ危機が起これ、原油・LNG・石炭・非鉄金属・小麦・トウモロコシ等広範にわたる一次産品ひいては輸入物価が一段と上昇することとなった。

潜在成長率や生産性上昇率が高まらない中でのコストプッシュ型の物価上昇は、景気を冷やして物価抑制要因ともなるが、かくも物価上昇要因が出揃ったとあっては、景気が多少減速してもインフレは不可避との見方が大勢となるのは当然であろう。

しかしながら、ついこの間まではデフレすなわち物価が上がらないこと、下がるのが日本経済の問題とされた。また、日本経済は「低成長・低インフレ・低金利」の悪い均衡に陥っており、これから抜け出すのは容易ではないという「ジャパニフィケーション(日本化)」がキーワードとなり、これは先進国共通の病になりつつあると言われてきた。こうした見方が誤りであったとも、論拠が消失したとも思えない。

先行きインフレ圧力が高まることは不可避としても、それがマイルドなものに止まるか、それとも第1次石油危機時の「狂乱物価」に近いインフレになるのかを見極めるには、今日のインフレ不可避論と、これまでのデフレ論、ジャパニフィケーション論との整理が必要であろう。

日本が「日本化」した要因としては、①日本経済の潜在成長率、生産性上昇率が停滞した、②賃金が上がらなかった、③リーマンショック、東日本大震災など大きなショックにたびたび見舞われた、④経済のデジタル化・グローバル化が物価を上がりにくくした—といった点が指摘されているが、論者が概ね共通してデフレの主因として指摘しているのが「ノルム」であろう。

ノルムとは、単に物価の先行きを予想する“期待”や、景気動向によって上下に振れる“マインド”ではなく、「物価はかくあるべし」という社会的価値観・公正観を含んだ規範・慣習のようなものである。

すなわち、上記①~④の現実への適合的期待が累積した結果、「物価は上がらないのが当たり前で

あり、上がるべきではなく、上げるべきでもない」とのノルムが形成され、これによって「1%の値上げにも反発する消費者」「コスト増加分の価格転嫁を潔しとしない生産者・販売者」「賃上げに拘らず、雇用確保を優先する労組」「収益が拡大しても設備投資を増やさない企業」「消費支出を抑えて貯蓄に励む家計」が定着し、経済成長率も物価も賃金も金利も上がらない「日本化」「デフレ」経済が実際に出来上がり、それがノルムをさらに強めた一という見立てである。

年金収入が頼りで、物価上昇に脆弱で、これを嫌う高齢者が増えてきたこともノルムを強める方向に作用したと見られる。

物価は生産コストと需給で決まるのが基本だが、ラフに言えば「景気は“気”から」と同様、「物価も“気”から」決まる部分も大きいということである。デフレからの脱却とは逆のケースであるが、80～90年代前半のブラジルにおける超インフレを終息させた要因の一つに、政府による財政・通貨改革の本気度と効果を見た国民のインフレノルムの鎮静化があったと考えられる。

かくして、今後のインフレの度合いは、このノルムと物価上昇要因とのせめぎ合いの結果次第ということになる。果たしてどちらが優勢となるか。

ノルムの岩盤は相当強固なものがある。2008年半ばに原油価格(WTI)が1バレル=140ドル超となっても、日銀が2%インフレ目標を叫び続けても、2014年・2019年に消費税率が引き上げられても、アベノミクスの下で人手不足が深刻化しても、ノルムは揺らぐことはなく、消費者物価上昇率(除く生鮮食品)は0～1%のレンジで推移した(消費税率引き上げの影響を除く)。

一方、脱炭素への対応に、今回のウクライナ危機が加わったことにより、資源エネルギー・農産物を中心とする物価上昇圧力は、長期的・構造的なものになる可能性が高い。

だが、コロナ禍の収束、あるいはウイズコロナへの適応が進むにつれて、需要はペントアップ的なものから巡航速度に戻り、供給・物流制約も徐々に解消するだろう。米国FRBの利上げも、今後の米国の景気次第では現在の想定通りのペースで進むとは限らず、円安進行にも限界があるだろう。デジタル化の進展が構造的に物価抑制要因として作用することにも変わりがない。

少し長い時間軸で見れば、現在の物価上昇要因の中には、徐々に剥落する部分が少なからずあると言うことである。

このように考えると、今後の我が国の物価状況は、かつてのようなデフレ～ゼロインフレに戻ることないが、物価上昇率が加速度的に高まる本格的インフレにもならないのではないかと。

その結果、物価・賃金とも1～2%程度上がるという新たなノルムが形成され、日銀が定義する物価安定一家計や企業が物価の変動に煩わされることなく、消費や投資など経済活動を行える状況一が実現することを期待したい。

そうなるには、相当時間がかかりそうではあるが・・・。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

# 膨らむ認知症高齢者の保有資産

～255兆円の家計資産が「凍結」の可能性、6割強が三大都市圏に～

## <要旨>

認知症の高齢者が保有する資産額を推計したところ、金融資産が175兆円、不動産が80兆円で、合計255兆円となった。これは日本の家計が保有する資産総額の8%強にあたる。高齢化の進展と相まって、認知症高齢者の保有資産は更に増加し、2040年には349兆円、家計資産総額の12%を超える見込みである。

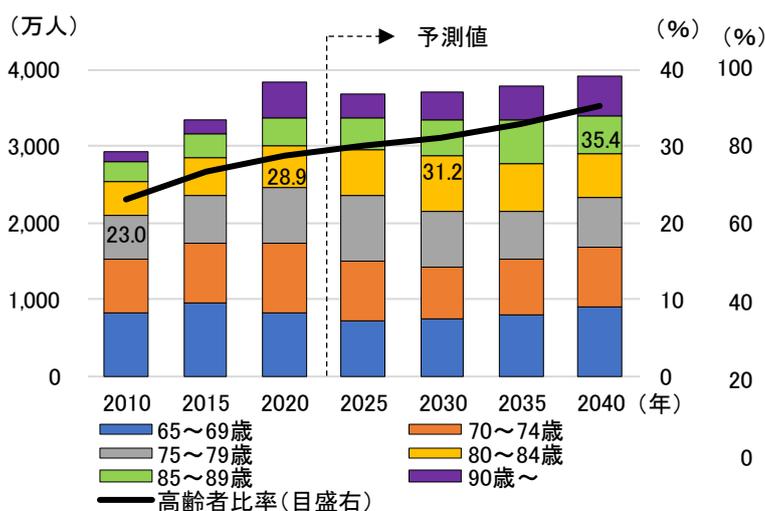
こうした資産は、自由な取引や管理が困難になる、いわば「凍結」してしまう可能性があり、超高齢社会における新たな社会問題となっている。

認知症高齢者の保有資産額を都道府県別にみると、金融資産の6割、不動産の3/4が三大都市圏に集中しており、その意味では、「認知症の発症による個人資産凍結問題は主として大都市の問題」と言えるかもしれない。ただ、認知症高齢者が保有する不動産の「件数」が多く、空き家問題のリスクが高い北海道、県内の家計資産総額に占める認知症高齢者保有分の割合が高い新潟県や島根県、認知症高齢者保有資産の今後の増加率が高い沖縄県や宮城県など、懸念材料を抱える県は地方にも散見される。

## 1. 超高齢社会で浮上した個人資産の凍結問題

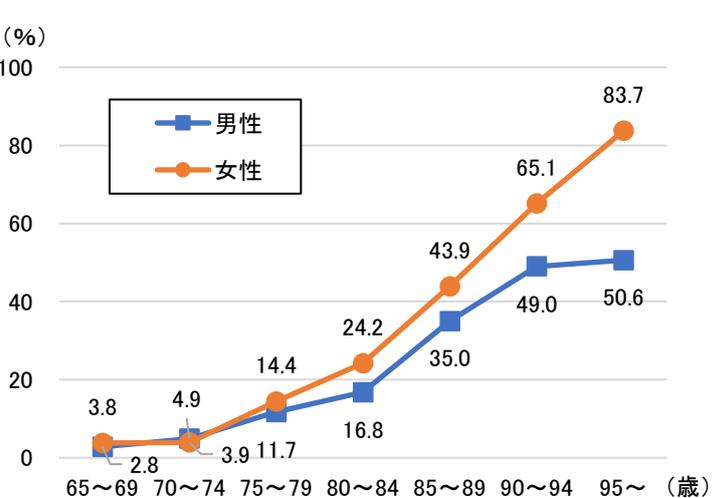
日本は、2007年に世界に先駆けて「超高齢社会<sup>1</sup>」に突入した。しかし、高齢者の増加は今なお続いており、2040年には、高齢者人口は4,000万人弱に、高齢者比率(総人口に占める65歳以上人口の割合)は35%を超える見込みである(図表1)。

図表1 年齢階層別の高齢者数、高齢者比率の推移



(資料) 総務省「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年推計)」

図表2 年齢別の認知症発症率



(資料) 「厚生労働科学研究費補助金認知症対策総合研究事業報告書」

<sup>1</sup> 高齢者比率(総人口に占める65歳以上人口の割合)が21%超の国や地域。

長寿化の流れが止まっていないこと、また団塊世代の後期高齢者(75歳以上)入りが始まったことなどから、「高齢者の中でも80代、90代あるいはそれ以上の超高齢層が増加していく」ことが、今後の日本における高齢化の特徴となる。

他方、認知症の発症率は年齢が上がるにつれ上昇する。男性では90代以上の約5割が、女性では90代前半ではおよそ2/3、90代後半になると8割超の人が認知症を発症するという推計もある(前頁図表2)。

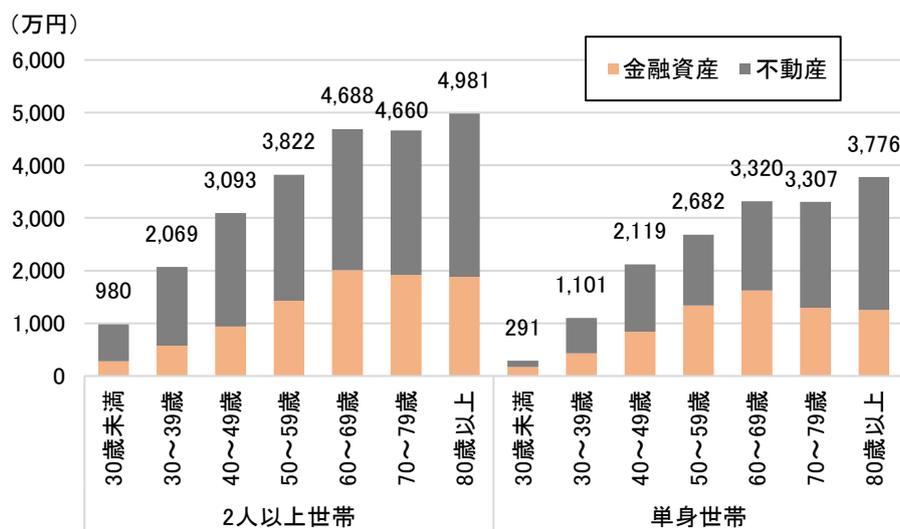
以上を考え合わせると、日本において、今後、認知症高齢者数の増加が加速する可能性は高い。年齢別・性別の高齢者人口推計と有病率を基に計算すると、2020年には588万人、2040年には811万人と、20年間で1.4倍程度に増加するという結果になった。

認知症を発症し、意思判断能力が低下すると、保有する金融資産や不動産の取引・管理が困難ないしは不可能になる、いわゆる「資産の凍結」が起こり、本人やその家族の暮らしに支障が出るのが懸念される。また、社会全体としても、資金が消費や投資に回らなくなる、中古住宅の流通が円滑に進まなくなるなど、経済停滞の一因となりかねない。高齢者が保有する資産は、金融資産、不動産ともに若中年層と比べ大きいだけに(図表3)、こうしたマクロ経済に対する負のインパクトは小さくない。

認知症の発症による「個人資産の凍結問題」は、超高齢社会で浮上した新たな社会的問題と言えよう。

本稿では、2020年、2030年、2040年時点の認知症高齢者が保有する金融資産と不動産の規模を、年齢・性別・世帯形態(単身世帯/2人以上世帯)別の高齢者将来推計人口、認知症有病率、高齢者保有資産額を基に<sup>2</sup>推計し、地域的な分布・特徴についても考えた。

図表3 世帯主年齢別 世帯当たり保有資産



(資料) 総務省「全国家計構造調査」

<sup>2</sup> 認知症有病率と高齢者保有資産額は、現在の数値が2040年まで持続するものとした。

## 2. 認知症高齢者が保有する金融資産は175兆円、同不動産は80兆円

認知症の高齢者が保有する資産額を推計したところ、足もと2020年時点では、金融資産がおよそ175兆円、不動産(住宅と土地の合計)が80兆円、両者を合わせた資産総額は255兆円となった(図表4)。これは、全家計が保有する金融資産額、不動産額、資産総額のそれぞれ8.6%、7.4%、8.2%にあたる(図表5)。

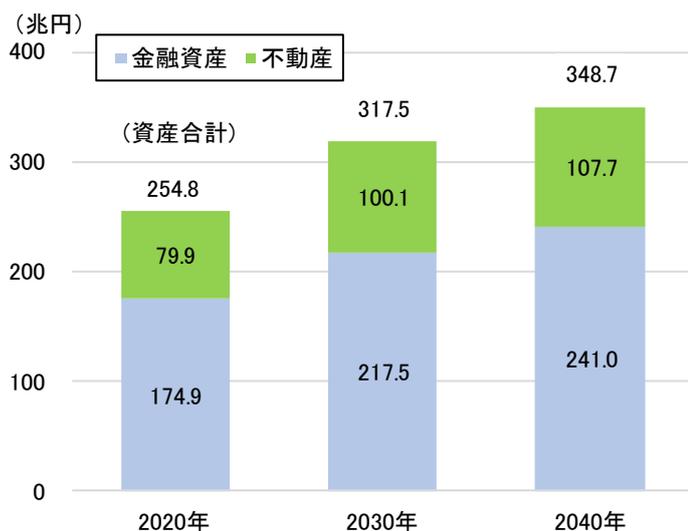
認知症高齢者の増加に伴い、認知症高齢者が保有する資産も今後増加が見込まれる。2030年時点では、金融資産が218兆円(全家計保有額の11.0%)、不動産が100兆円(同9.4%)、資産総額は318兆円(同10.4%)、2040年には同じく241兆円(同12.9%)、108兆円(同10.8%)、349兆円(同12.1%)と推定される。

今後20年間で、認知症の発症により自由に動かすことが難しくなる資産、いわゆる「凍結資産」は、金額的にはおよそ1.4倍に(2020年255兆円→2040年349兆円)、全家計が保有する資産総額に占める割合で言うと1.5倍に(2020年8.2%→2040年12.1%)膨らむわけである。

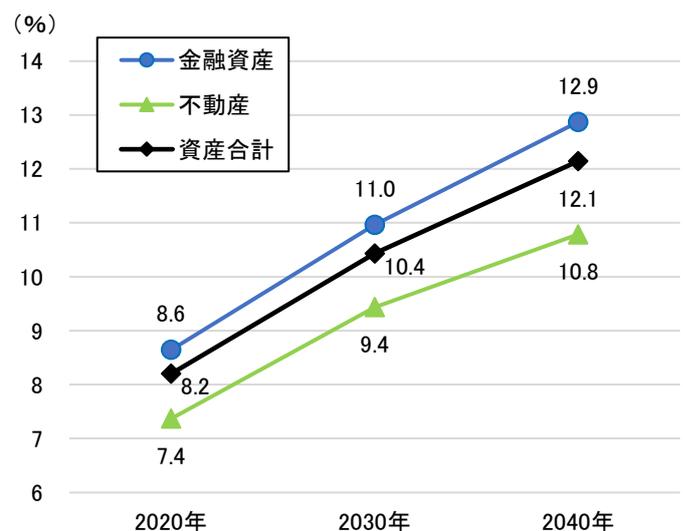
他国との比較は、各国で統計の取り方が異なるため難しいが、日本の高齢者比率は29.1%(2021年9月15日現在推計)と世界最高であり、また年齢階層別にみた認知症有病率も欧米より高いことなどから、日本の家計資産総額に占める認知症高齢者が保有する資産の比率は、国際的にみても最高位レベルとみてよいだろう。

例えば、米国の認知症高齢者が保有する資産を一定の前提のもとに試算してみると、家計金融資産のうち認知症高齢者の保有分は3.6%、同じく不動産では2.7%、資産総額では3.2%と日本よりかなり低かった<sup>3</sup>。理由としては、日本の方が高齢者比率や認知症有病率が高いことに加え、日本の高齢層と若・中年層の1人当たり資産保有額の差(高齢層の方が高額)が米国より大きいことが挙げられる。

図表4 認知症高齢者の保有資産残高(推計値)



図表5 認知症高齢者保有資産の家計資産総額に占める比率(推計値)



(資料) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年推計)」、総務省「全国家計構造調査」、日本銀行「資金循環統計」、「厚生労働科学研究費補助金認知症対策総合研究事業報告書」他

<sup>3</sup> United Nations「World Population Prospects 2019」、WHO・国際アルツハイマー病協会(Alzheimer's Disease International)データ、FRB「Survey of Consumer Finances 2019」をもとに、一定の前提において三井住友信託銀行調査部試算。金融資産保有額については退職口座(Retirement accounts)を含む。

### 3. 金融資産の6割、不動産の3/4が三大都市圏に集中

続いて、認知症の高齢者が保有する資産の地域別の分布・特徴を把握するため、都道府県別の推計を行った<sup>4</sup>。

推計によると、2020年時点の認知症高齢者が保有する金融資産は、5つの都府県で10兆円を超えている。東京都が19.2兆円と最も多く、神奈川県(16.6兆円)、大阪府(12.5兆円)がこれに続く(図表6)。

日本の認知症高齢者が保有する金融資産総額に占める比率をみると、上位5県に4割、上位10県に6割が、地域別では首都圏に3割強、これに近畿圏、中京圏を加えた三大都市圏に6割が集中するなど、一部の県・地域への偏在が目立つ。

今後、各県とも認知症高齢者の保有金融資産は増加するが、増加の仕方は一様ではない。この結果、2040年時点では、神奈川県が26.6兆円と東京都(25.4兆円)を上回り、両都県以外に埼玉県、大阪府など5つの府県で10兆円を超える。また、特定県・地域への集中度は2020年時点より若干高まる見込みである。

図表6 都道府県別 認知症高齢者が保有する金融資産(上位10県、首都圏、三大都市圏)

<2020年>				<2040年>			
		保有額 (兆円)	全県総額に 占める比率 (%)			保有額 (兆円)	全県総額に 占める比率 (%)
1	東京都	19.2	10.9	1	神奈川県	26.6	10.8
2	神奈川県	16.6	9.5	2	東京都	25.4	10.3
3	大阪府	12.5	7.1	3	埼玉県	18.5	7.5
4	愛知県	11.4	6.5	4	大阪府	17.7	7.2
5	埼玉県	11.0	6.3	5	愛知県	17.2	7.0
6	兵庫県	9.5	5.4	6	兵庫県	13.6	5.5
7	千葉県	8.6	4.9	7	千葉県	12.9	5.2
8	北海道	5.6	3.2	8	北海道	7.8	3.2
9	福岡県	5.5	3.2	9	福岡県	7.8	3.2
10	静岡県	4.5	2.6	10	静岡県	6.1	2.5
上位5県合計		70.7	40.3	上位5県合計		105.4	42.7
上位10県合計		104.3	59.5	上位10県合計		153.6	62.3
首都圏合計		55.3	31.6	首都圏合計		83.4	33.8
三大都市圏合計		105.5	60.2	三大都市圏合計		154.4	62.6

(注) 首都圏……東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、 近畿圏……大阪府、京都府、兵庫県、奈良県、  
中京圏……愛知県、静岡県、岐阜県、三重県

(資料) 図表6～図表10、図表12～図表14 全て、国立社会保障・人口問題研究所「日本の地域別将来推計人口(平成30年推計)」、総務省「全国家計構造調査」、日本銀行「資金循環統計」、「厚生労働科学研究費補助金認知症対策総合研究事業報告書」他

同じく2020年時点における認知症高齢者が保有する不動産は、東京都が25.4兆円と突出して大きく、以下、神奈川県(8.9兆円)、愛知県(5.1兆円)、大阪府(5.0兆円)までが5兆円以上と

<sup>4</sup> 都道府県別の推計には、データの制約上一部代理変数を用いているため、全国推計と比べ推計精度は若干劣る。また、47都道府県の推計結果の合計は、全国の推計結果とは一致しない。

推定される(図表7)。

認知症高齢者の保有不動産は、特定県・地域への集中が金融資産以上に顕著である。日本の認知症高齢者が保有する不動産総額に占める比率は、東京都だけで3割、首都圏で5割、三大都市圏では3/4に上る。

金融資産と同様に、各県の認知症高齢者の保有不動産も今後増加し、2040年時点では東京都で30兆円、神奈川県では10兆円を超える見込みである。また、両都県以外に、埼玉県、愛知県など4府県で5兆円を超える。特定県・地域への集中度は2020年時点からほぼ横ばいで推移するとみられる。

図表7 都道府県別 認知症高齢者が保有する不動産(上位10県、首都圏、三大都市圏)

<2020年>			<2040年>				
	保有額 (兆円)	全県総額に 占める比率 (%)		保有額 (兆円)	全県総額に 占める比率 (%)		
1	東京都	25.4	30.6	1	東京都	33.6	29.8
2	神奈川県	8.9	10.7	2	神奈川県	13.0	11.5
3	愛知県	5.1	6.1	3	埼玉県	7.4	6.5
4	大阪府	5.0	6.0	4	愛知県	7.1	6.3
5	埼玉県	4.7	5.7	5	大阪府	6.5	5.8
6	兵庫県	3.8	4.6	6	兵庫県	5.4	4.8
7	千葉県	3.1	3.7	7	千葉県	4.1	3.7
8	福岡県	2.2	2.6	8	福岡県	2.9	2.5
9	静岡県	2.0	2.4	9	静岡県	2.6	2.4
10	京都府	1.6	2.0	10	京都府	2.0	1.7
上位5県合計		49.1	59.0	上位5県合計		67.5	59.9
上位10県合計		61.7	74.2	上位10県合計		84.5	75.1
首都圏合計		42.0	50.6	首都圏合計		58.1	51.6
三大都市圏合計		61.9	74.5	三大都市圏合計		84.7	75.3

2020年時点の認知症高齢者が保有する資産総額(金融資産と不動産の合計)を都道府県別に推計すると、東京都が44.6兆円と圧倒的に多い。神奈川県が25.4兆円で続き、両都県以外に、大阪府(17.6兆円)、愛知県(16.5兆円)など5府県で10兆円を超える。日本の認知症高齢者の保有資産総額に占める比率で見ると、首都圏に4割弱が、三大都市圏に6割強が集中している(次頁図表8)。

2040年には、東京都で60兆円、神奈川県で40兆円に迫り、埼玉県、愛知県、大阪府の3府県で20兆円を、兵庫県、千葉県、福岡県の3県で10兆円を超える。また、首都圏に4割、三大都市圏に2/3と、特定エリアへの集中度も若干高まるとみられる。

なお、認知症の高齢者が保有する金融資産、同不動産ともに、東京都が他県を大きく引き離している基本的な要因としては、高齢者数が322万人(日本の高齢者人口の約1割)と圧倒的に多いこと、高齢者1人あたりの資産保有額も他県比でみて高いこと--の2点が挙げられる。加えて、金融資産に関しては、1人あたりの保有額が大きい単身高齢者の比率(単身高齢者/高齢者)が26.9%と全国平均20.8%に比して格段に高い、不動産に関しては、不動産価格が群を抜いて高い--といった東京都独自の事情も反映している。

図表8 都道府県別 認知症高齢者が保有する資産総額(上位10県、首都圏、三大都市圏)

<2020年>				<2040年>			
		保有額 (兆円)	全県総額に 占める比率 (%)			保有額 (兆円)	全県総額に 占める比率 (%)
1	東京都	44.6	17.2	1	東京	59.0	16.4
2	神奈川県	25.4	9.8	2	神奈川	39.6	11.0
3	大阪府	17.6	6.8	3	埼玉	25.8	7.2
4	愛知県	16.5	6.4	4	愛知	24.2	6.8
5	埼玉県	15.7	6.1	5	大阪	24.2	6.7
6	兵庫県	13.3	5.1	6	兵庫	19.0	5.3
7	千葉県	11.7	4.5	7	千葉	17.0	4.7
8	福岡県	7.7	3.0	8	福岡	10.7	3.0
9	北海道	6.9	2.7	9	北海道	9.6	2.7
10	静岡県	6.5	2.5	10	静岡	8.8	2.4
上位5県合計		119.7	46.3	上位5県合計		172.9	48.1
上位10県合計		165.8	64.2	上位10県合計		237.9	66.2
首都圏合計		97.4	37.7	首都圏合計		141.5	39.4
三大都市圏合計		167.4	64.8	三大都市圏合計		239.1	66.6

#### 4. 地方にもある懸念材料

以上見てきたように、認知症高齢者が保有する金融資産、不動産の「金額」を基準にすると、東京都をはじめとした大都市圏における「個人資産の凍結問題」の深刻さが際立つ。しかし、少し角度を変えてみると、地方にも懸念材料を抱える県があることがわかる。

##### (1) 認知症高齢者が保有する不動産を件数で見ると—空き家リスクは地方にも

認知症高齢者が保有する不動産は、取引や管理の困難化がいわゆる「空き家問題」にもつながることから、「件数」ベースでもみておく。

認知症高齢者の保有不動産件数は、東京都が22.8万件と最も多く、神奈川県(16.1万件)、大阪府(14.8万件)がこれに続く(次頁図表9)。上位県の顔ぶれは金額ベースで見た場合(前頁図表7)とさほど変わらないものの、特定県やエリアへの集中度はかなり和らぐ。金額ベースでは東京都に3割、首都圏に5割、三大都市圏に3/4が集中していたのに対し、件数ベースでは、三大都市圏とそれ以外の地域(地方圏)がほぼ半々である。

地方の個別県に目を移すと、北海道が11.2万件、全体の4.7%で、47都道府県中6番目に多い。福岡県や静岡県もそれぞれ全体の3~4%にあたり、この3道県で、全国の空き家となるリスクを抱える不動産の1割強を占める。

認知症の高齢者が保有し、空き家化するリスクをはらむ不動産の半数は、地方圏に分散しており、物件の資産価値の差や不動産需要の多寡を考えれば、大都市圏より、むしろ先の3道県のような地方においての方が空き家化が進みやすいかもしれない。

図表9 都道府県別 認知症高齢者が保有する不動産件数  
(上位10県、首都圏、三大都市圏)

<2020年>

		件数 (万件)	全県総件数 に占める 比率 (%)
1	東京都	22.8	9.5
2	神奈川県	16.1	6.7
3	大阪府	14.8	6.2
4	埼玉県	12.1	5.0
5	愛知県	11.5	4.8
6	北海道	11.2	4.7
7	千葉県	11.1	4.6
8	兵庫県	10.4	4.3
9	福岡県	9.3	3.9
10	静岡県	7.0	2.9
上位5県合計		77.2	32.2
上位10県合計		126.3	52.6
首都圏合計		62.1	25.8
三大都市圏合計		121.2	50.5

(2) 県内家計資産総額に占める比率で見ると一県経済への影響大きい新潟県、島根県

次に、各県内の家計資産総額に占める認知症高齢者の保有資産比率を比較すると、金融資産については新潟県や秋田県、岩手県、不動産については島根県、東京都、宮城県など、総じてみれば高齢者比率が高い地方県において高かった(図表10、図表11)。

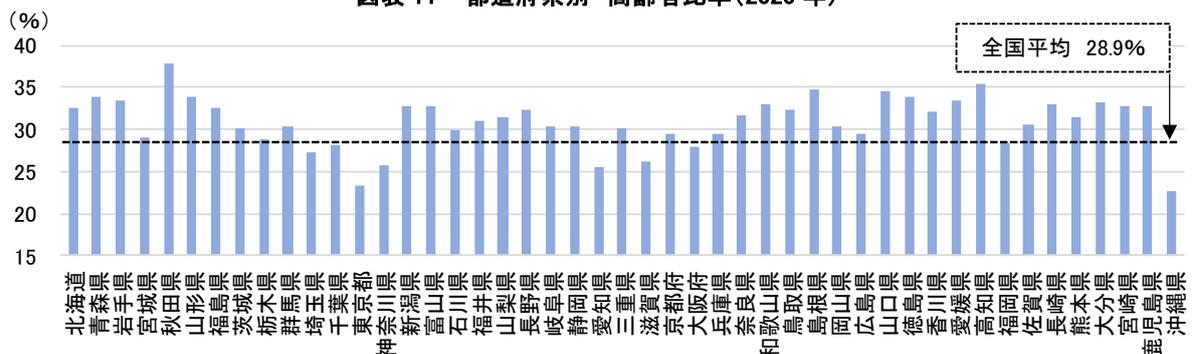
図表10 都道府県別 家計保有資産総額に占める認知症高齢者保有額の比率(上位5県)

<2020年>

(%)

	金融資産	不動産	資産合計
1 新潟県	13.9	島根県 9.4	新潟県 12.3
2 秋田県	11.6	東京都 9.4	島根県 11.0
3 岩手県	11.6	宮崎県 9.1	長崎県 10.7
4 島根県	11.6	熊本県 8.9	秋田県 10.6
5 長崎県	11.4	山口県 8.7	山口県 10.1
全国平均	8.6	全国平均 7.4	全国平均 8.2

図表11 都道府県別 高齢者比率(2020年)



(資料) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の地域別将来推計人口(平成30年推計)」

これらの県では、県内の家計が保有する資産の1割以上を動かせなくなる可能性があるということであり、その場合の県内経済への影響は小さくないであろう。

ちなみに、東京都は、認知症高齢者が保有する資産の金額や件数では他県を圧倒するが(前掲図表6～図表9)、都内家計金融資産総額に占める認知症高齢者の保有比率は6.6%と全国平均8.6%を大きく下回り、47都道府県中2番目に低かった。高齢化の進展が相対的にみて緩やかで、総人口に占める高齢者比率が低い(東京都23.4%、全国28.9%)ことが要因と考えられる。ただし、不動産については、都内高齢者の保有金額が非常に大きいことや都内若年層の持ち家率が極めて低いこと<sup>5</sup>から、都内家計保有不動産総額に占める比率でみても島根県に次ぎ2番目に高い(前頁図表10中央列)。

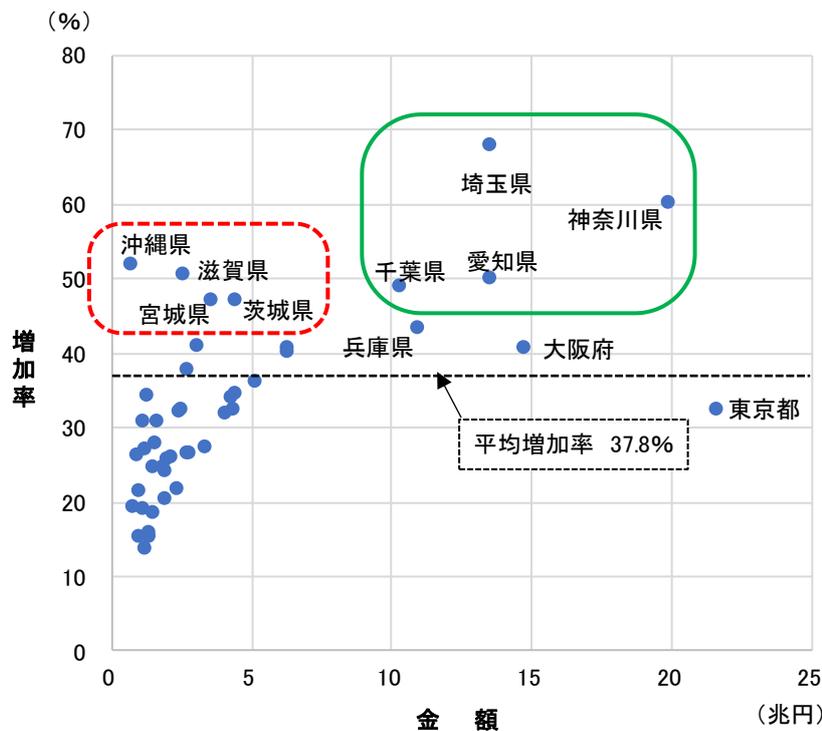
### (3) 今後の増加率でみると一沖縄、滋賀、宮城などの地方県にも深刻化懸念あり

最後に、認知症高齢者が保有する資産の今後の増え方に着目した。

認知症高齢者の保有金融資産の2020年～2040年にかけての増加率をみると、最も高いのは埼玉県で68.4%。以下、神奈川県(60.6%)、沖縄県(52.3%)、滋賀県(51.0%)、愛知県(50.3%)までが50%を超える。

増加率が45%以上の県をピックアップすると、三大都市圏内の4県(図表12         )とともに、地方圏の4県が該当する(同         )。現時点の保有額が既に10兆円を超えているうえ今後の増加率も高い三大都市圏の4県が、個人金融資産の凍結問題が深刻な県であることは間違いないが、沖縄県、滋賀県、宮城県、茨城県の地方圏4県も、今後の深刻化という点からすると要注意ではないか。

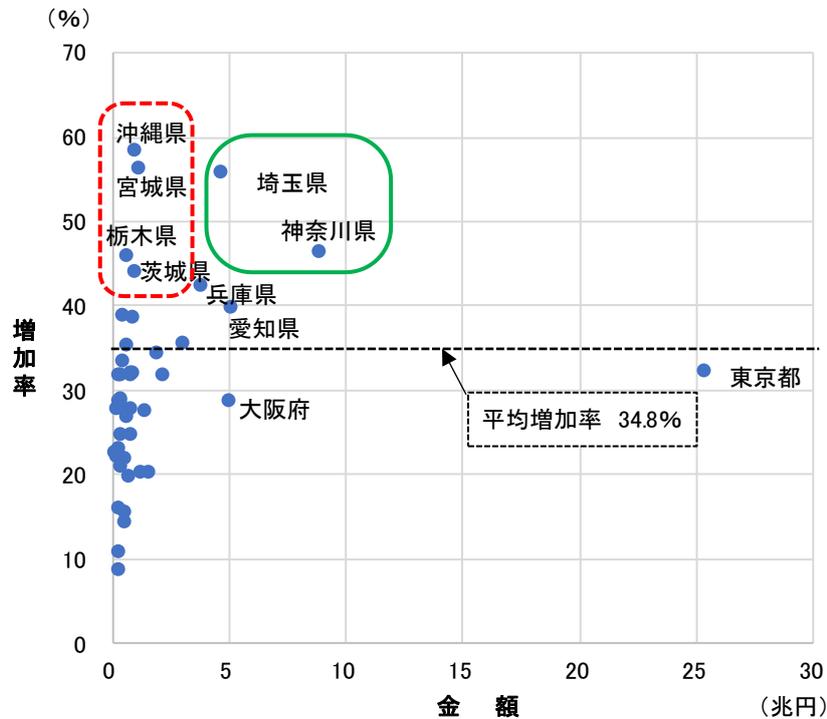
図表12 認知症高齢者が保有する金融資産額(2020年時点)と同増加率(2020年～2040年)でみた都道府県分布



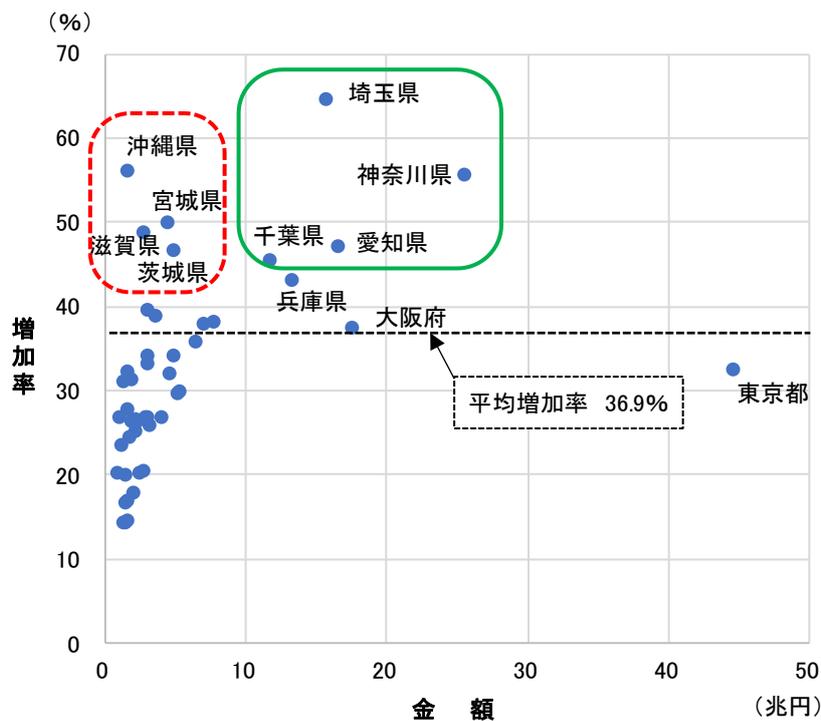
<sup>5</sup> 30代世帯の持ち家率は、全国平均が35.9%で東京都が22.4%。40代世帯では同じく57.9%、46.0%。

同じく、認知症高齢者が保有する不動産の今後の増加率をみると、沖縄県が58.5%で最も高く、以下、宮城県(56.4%)、埼玉県(55.9%)、神奈川県(46.4%)の首都圏2県、栃木県(45.9%)、茨城県(44.2%)の北関東勢が続く(図表13)。

図表13 認知症高齢者が保有する不動産額(2020年時点)と同増加率(2020年～2040年)でみた都道府県分布



図表14 認知症高齢者が保有する資産総額(2020年時点)と同増加率(2020年～2040年)でみた都道府県分布



認知症高齢者が保有する資産総額については、増加率が高い順に埼玉県(64.6%)、沖縄県(56.1%)、神奈川県(55.7%)、宮城県(49.9%)、滋賀県(48.9%)など、上位にはやはり三大都市圏と地方圏の県が混在しており、分布の形は金融資産とほぼ同じである(前頁図表14)。

なお、東京都は、前述の通り高齢化の進展が相対的に遅いため、20年間の増加率は金融資産が32.7%、不動産が32.3%、資産総額が32.5%といずれも全国平均を下回り、結果として、東京都の認知症高齢者の保有金融資産は2040年時点では神奈川県より少なくなる(前掲図表6)。

## 5. 終わりに

今回の推計で、認知症の高齢者が保有する資産は、2020年時点の255兆円から2040年時点には349兆円まで膨らむ可能性があることがわかった。

この巨額の資産の「凍結」を防ぐためには、後見制度や代理制度、各種信託の利用など、事前に対策を講じておくことが重要である。また、不動産に関しては、後見制度などで処分(売却や建て替え、他用途への転換)ができる状態にしておくのと合わせて、リフォームなどにより「買い手が付きやすい物件」にしておくことも有効であろう。

コロナ禍が、高齢者の外出や運動、人との交流機会を減らし、認知症の発症を加速させるとの見方もあり、今回の推計より早いスピードで個人資産の凍結問題が拡大していくことも考えられる。

認知症の高齢者や家族が安心して暮らしていくためにも、社会的なロスを軽減するためにも、金融、医療福祉、行政や法、地域コミュニティなど各方面の関連機関が垣根を超えて連携し、「認知症への備え」に関する情報発信や制度整備を行っていくことが求められる。

### <補足>

認知症の高齢者が保有する金融資産額(2020年時点で174.9兆円)は、「高齢者1人あたり金融資産保有額(預貯金、投信、株、保険掛け金)×推定認知症高齢者数」によって求めた推計値を、「マクロベース」に換算した数値であり、年金受給権や保険準備金、現金(タンス預金)などが含まれる。

通常、個人が「金融資産」として認識しており、認知症の発症に伴い口座が凍結されることにより差し当たって動かせなくなる預貯金や投資信託などに限定すると、推定金額は60兆円程度であり、「自由に動かせなくなった金融資産」として認識される金額としては、こちらの方が近いと考えられる。

(調査部 経済調査チーム 主任調査役 青木 美香 : Aoki\_Mika@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

# 香港とシンガポール アジア二大金融センターの行方

## <要旨>

ニューヨーク、ロンドンに続く世界第三の国際金融センター、あるいはアジアの金融ハブといえば、一般的に香港もしくはシンガポールが挙げられる。両都市は、国際金融センターとしてライバル関係にあると同時に、英米法系のリーガル・システム、公用語としての英語、巨大な後背地、すぐれた金融規制当局の存在など、共通点も少なくない。

両都市を定量的なデータから比較すると、現時点では金融市場の規模や外国銀行の数において香港がシンガポールをやや上回っている。だが、2019年以降の香港における社会的・政治的変化や、2020年年初に始まった新型コロナの世界的蔓延に伴う様々な規制の導入は、アジアを代表する二大金融センターのあり方にも大きな影響をもたらし、特に香港に対しては深刻な打撃を与えている。

香港は、その競争力の源泉であり拠り所である司法の独立性、自由、コスモポリタニズムを喪失しつつある。そうした中、グローバル金融機関が役職員を香港からシンガポールに異動させる動きが最近活発になっている。一方で、香港の凋落は、シンガポールの金融市場にとっては3度目の飛躍のチャンスとなる可能性がある。

## 1. アジアの国際金融センター

### (1) 国際金融センターとは何か

かつて世界三大国際金融センターの一角を占めた東京が、バブル経済の崩壊とともに退潮し、その地位を失ってから久しい。グローバル金融ハブをめぐる競争は、ニューヨークとロンドンが引き続き首座を争う構図に変化がない一方、世界第三の国際金融センター、あるいはアジアの金融ハブといえば、東京ではなく、香港もしくはシンガポールが挙げられるのが今では一般的である。

「国際金融センター」は、国際金融都市、あるいはグローバル金融ハブなどと称されることもあるが、いずれも明確な定義はない。本稿では、国際金融システムを担う市場と参加者に着目し、国際金融センターを「国内外の金融機関(銀行、証券、保険、資産運用会社など)が集積し、預貸市場、短期金融市場、資本市場、外国為替市場、デリバティブ市場などの金融市場を通じて国際金融取引が大規模に行われている都市」と定義する。

国際金融センターを比較する指数・ランキングとしては、英国に本拠を置く Z/Yen グループが中国(深圳)総合開発研究院と共同で作成し毎年2回公表している「グローバル金融センター指数」(Global Financial Centres Index、GFCI)が知られている。その直近 2022年3月版(GFCI31)によると、世界1位はニューヨーク、2位はロンドン、3位は香港である。以下上位10都市をみると、上海(4位)、ロサンゼルス(5位)、シンガポール(6位)、サンフランシスコ(7位)、北京(8位)、東京(9位)、深圳(10位)の順で、国別には中国が上位10都市中4都市を占める。世界の上位30都市には、アジアからはそのほか12位にソウル、24位に広州、30位に釜山がランクインしている。

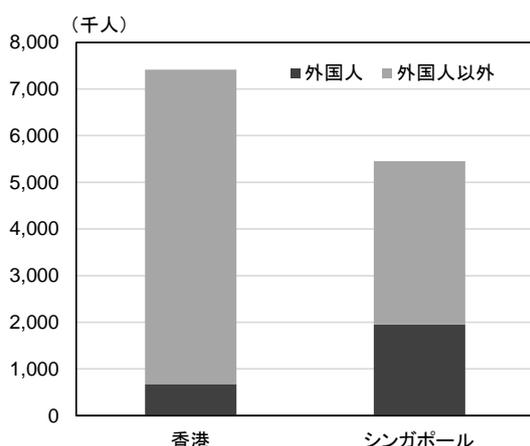
一方で、国際金融都市として名を馳せるシカゴは13位、フランクフルトは16位、チューリッヒは20位に甘んじ、大阪は34位と低順位である。

GFCIはメディアにもしばしば取り上げられる著名なランキングであるが、見方には注意が必要である。というのも、第一に、指数のスポンサーには上述の中国(深圳)総合開発研究院のほか、香港金融発展局、ソウル特別市政府、釜山金融センターなど当事者が名を連ねており、指数作成にはそうしたスポンサーの意向が働いている可能性が排除できないからである。第二に、同指数はオンライン・アンケート調査の結果と様々な統計データの組み合わせで作成されたものであるが、アンケート回答者の構成をみると、アジア太平洋地域が全体の63%を占め、地域的な偏りが大きいからである。したがって、GFCIが示す香港とシンガポールのランキングについても、やすやすとは首肯するわけにはいかない。

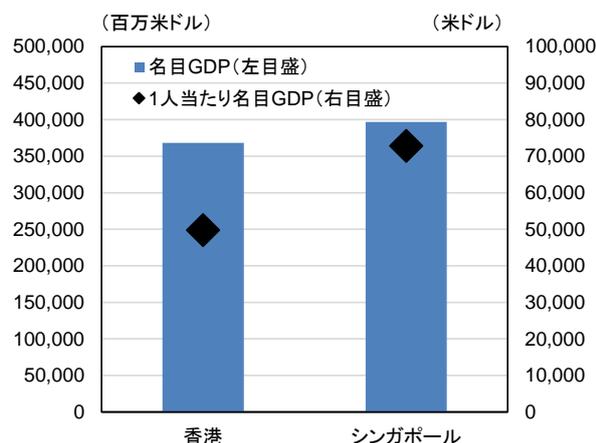
## (2) 香港とシンガポールの基礎的条件

国際金融センターとしての両都市の比較を行う前に、香港とシンガポールの人口や経済の規模・水準を確認しておく。

図表1 総人口および外国人人口(2021年)



図表2 名目GDPおよび1人当たりGDP(2021年)



(注) 香港については香港特別行政区籍者以外、シンガポールは同国の国籍保有者以外を「外国人」とした。  
(資料) 香港政府統計處、シンガポール政府統計局 (資料) IMF

2021年年央における香港の総人口は741万人、シンガポールは545万人だった。しかし、外国人に限ってみると、香港の68万人に対し、シンガポールは196万人と香港を圧倒し(図表1)、総人口に占める外国人比率は、香港の9%に対し、シンガポールでは36%にのぼる。居住者の構成でいえば、シンガポールは香港に比べはるかに国際化している<sup>1</sup>。

上述のとおりシンガポールの総人口は香港の約4分の3にとどまるが、2021年時点における名目GDPは、香港の3,681億米ドルに対し、シンガポールは3,970億米ドルと香港を上回る。同時点の1人当たり名目GDPを比較すると、シンガポールは72,794米ドル、香港は49,727米ドルであった(図表2)。2000年代半ばにはほぼ同水準だった両都市の1人当たり名目GDPは、経済成長率の違いによって、その後、格差が広がる傾向にある。

<sup>1</sup> 東京都の外国人人口比率は2022年1月1日時点で4%弱。

### (3) 国際金融センターとしての香港とシンガポールの優位性

香港とシンガポールは国際金融センターとしてライバル関係にあるが、ともにかつて英領植民地下の交易都市だったという歴史的経緯から、共通点も多く、国際金融ビジネスに即していえば、以下のような優位性を共有する。

第一に、国際金融取引の礎となっている英米法系のリーガル・システムを有し、なおかつそれを安定的に維持してきたことである。第二に、国際金融ビジネスにおける事実上の共通言語である英語を公用語として採用していることである。第三に、香港には香港金融管理局(HKMA)、シンガポールにはシンガポール金融通貨庁(MAS)という、柔軟性・進取性において傑出した金融規制当局が存在することである。第四に、両都市がもつ後背地の規模と成長性である。香港は14億人で構成される中国の一部であるとともに2億人弱の人口を抱える華南経済の入口であり、シンガポールは6.7億人の人口を有するASEAN経済の中核であるとともに東南アジアの華人および印橋ネットワークの要である。第五に、英領植民地時代以来、両都市はたとえていうならば「双子」のような緊密なつながりを持ち、金融面でも部分的には相互補完関係にあることである。

## 2. 金融センター比較：市場

### (1) 外国為替市場

外国為替取引は、最も典型的な国際金融取引の1つである。外国為替取引の国・地域別規模に関しては、国際決済銀行(BIS)が3年に1度、「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」という詳細な統計を公表している(計測時期は対象年の4月)。

直近サーベイの基準時点は2019年4月とやや古いだが、同統計から同時点における1日当たり平均外国為替取引高構成比を取引国・地域別にみると、ロンドン市場を擁する英国が突出して大きく、世界全体の43.1%を占め、ニューヨーク市場に代表される米国の16.5%がこれに次ぐ。

英米に続くのは、7.7%(取引高0.64兆ドル)のシンガポール、次いで7.6%(同0.63兆ドル)の香港が僅差で追いかける。なお、東京市場とも呼ばれる日本は、2000年代までアジアの時間帯では最大の市場であったが、2019年時点では世界5位、世界シェアは4.5%に低迷している。

### (2) 店頭金利デリバティブ市場

BISの上述の統計によれば、店頭金利デリバティブ市場は、2019年4月時点で英米2か国が世界の取引高全体の82%を占め、外国為替取引以上に英米の寡占が際立っている市場である。

アジア地域の中では、香港が世界シェア6.0%(1日当たり平均取引高は0.44兆ドル)と突出して高い。これに日本の1.8%(0.14兆ドル)、シンガポールの1.6%(0.12兆ドル)が続く。もっとも、香港で取引高が拡大していったのは中国関連の取引が急増した2010年代後半以降のことで、それ以前は日本がアジア最大の店頭金利デリバティブ市場であった。

### (3) 株式市場

国際取引所連合(WFE)の統計から、2021年末時点の世界の株式市場の時価総額をみると、NYSE(27.7兆ドル)とNasdaq-US(24.6兆ドル)というニューヨークの2大市場が他を圧倒している。第3位は上海証券取引所(8.2兆ドル)で、以下、4位Euronext(7.3兆ドル)、5位日本取引所グループ(6.5兆ドル)、6位深圳証券取引所(6.2兆ドル)と続き、5.4兆ドルの香港取引所はこれに次ぐ7位である。一方、シンガポール取引所の時価総額は0.7兆ドルにすぎない。国内経済の規模

が小さく、上場企業数が少ないことが主な要因である。経済規模で見るとシンガポールとほぼ同水準である香港の株式市場の時価総額が相対的に大きいのは、香港取引所には H 株やレッドチップといわれる中国本土企業の株式が数多く上場されているためである<sup>2</sup>。

上場企業数を比較すると、2021 年末時点で香港取引所が 2,572 社におよぶのに対し、シンガポール取引所は 673 社にとどまる。ただし、外国企業に限れば、シンガポールの 231 社に対し、香港は 184 社と逆転しており、外国企業によるエクイティ・ファイナンスの場としてみたとき、シンガポールが香港に必ずしも劣後しているわけではないことがみてとれる。

#### (4) 債券市場

BIS の債券統計から、2021 年9月末時点の国際債 (International debt securities) の発行残高を発行体の居住地別にみると、英国の 3.36 兆ドル、米国の 2.45 兆ドルに対し、香港は 0.37 兆ドル、シンガポールは 0.20 兆ドルにすぎず、日本の 0.54 兆ドルをも下回る。国際債を通じた資金調達の規模は、シンガポールと香港の間で大差はなく、英米市場に大きく水をあけられている。

図表3 アジアの主要金融市場規模比較 (金額の単位は十億ドル、その他は社数)

	香港	シンガポール	東京	上海	備考
外国為替市場取引高	632	640	376	136	2019年4月(1日当たり平均)
店頭金利デリバティブ市場取引高	436	116	135	16	2019年4月(1日あたり平均)
株式市場時価総額	5,434	663	6,544	8,155	2021年12月末時点
株式市場上場企業数	2,572	673	3,824	2,037	2021年12月末時点
うち外国企業	184	231	6	0	2021年12月末時点
国際債市場発行残高	374	204	540	234	2021年9月末時点

(注) 東京および上海の外国為替市場取引高、店頭金利・デリバティブ市場取引高、国際債市場発行残高については、それぞれ日本および中国の値。

(資料) BIS、WFE

以上のデータから両都市の金融市場の規模を総合的に比較すると、香港はシンガポールを上回っているといえる(図表3)。ただし、うち外国為替市場と店頭金利デリバティブ市場の比較に用いた BIS の統計は、前述のとおり 2019 年時点のものである。2022 年秋頃には、香港情勢の激変やコロナ禍など過去3年の変化を反映した最新データが公表される見通しであり、両都市の優劣はそこで判明することになる。

### 3. 金融センター比較: 参加者

金融システムの主なアクターとしては、銀行、証券会社、保険会社、資産運用会社、年金基金、投資ファンド(ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャー・キャピタルなど)、ソブリン・ウェルネス・ファンド、ファミリー・オフィスなどが挙げられる。また、金融業務を支える主体としては、金融監督当局や中央銀行、取引所、開発金融機関といった公的機関のほか、法律事務所や会計事務所、格付会社なども重要である。

こうした金融システムを構成する様々な参加者のうち、国際金融センターを最も特徴づけるものは、グローバル金融機関、特に外国銀行の存在である。以下では、両都市における銀行数について外国銀行を中心に比較する。なお、営業活動が認められない駐在員事務所は範疇外とする。

<sup>2</sup>登記地が本土の場合は H 株、本土以外の場合はレッドチップに分類される。

## <香港>

香港の銀行システムは以下の3層で構成される(2022年3月現在、計184。括弧内は設立地)。

- 認可銀行(Licensed Banks)： 計157(域内31、域外126)
- 制限付認可銀行(Restricted License Banks)： 計15(域内10、域外5)
- 預金受入会社(Deposit-taking Companies)： 計12(すべて域内)

いずれも金融規制当局は香港金融管理局(HKMA)である。なお、以上のうち制限付認可銀行は業態としては投資銀行に近い。預金受入会社は主に証券ビジネスや消費者金融を担う。つまり、一般的な意味で銀行と呼びうるのは以上の3層のうち認可銀行のみである。

認可銀行のうち香港域外で設立された126行は当然ながらすべて外国銀行であり、香港域内で設立された31行についても一部を除くと外国銀行の現地法人に占められる。つまり、香港においては純粋に地場銀行と呼べる銀行はごく限定的である。

ただし、外国銀行の香港拠点といっても、中には香港上海銀行(HSBC)、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行(香港)という当地の発券銀行も含まれる。とりわけ域内で圧倒的なプレゼンスを誇るHSBCは、英国系ながらほぼ地場銀行といってよい存在である。

香港の銀行システムの特徴としては、中国本土の上位行が軒並み現地法人や支店を構えていることが挙げられる。香港は中国国外の銀行にとっては中国へのゲートウェイであり、同時に、中国国内の銀行にとっては世界へのゲートウェイなのである。

## <シンガポール>

シンガポールの銀行システムは、以下の4層で構成される(2022年3月現在、計131)。

- 地場銀行(Local Banks)： 計4
- 適格フルバンク(Qualifying Full Banks)： 計10
- フルバンク(Full Banks)： 計20
- ホールセールバンク(Wholesale Banks)： 計97

金融規制当局はシンガポール通貨金融庁(MAS)である。なお、MAS監督下の金融機関としては、このほか、マーチャントバンク(証券会社)、ファイナンスカンパニー、両替商などがある。

全131行のうち、地場銀行4行を除く127行はいずれも外国銀行である。ただし、外国銀行にも階層があり、大きくは、シンガポール・ドルによるリテール業務の取り扱いが認可されている銀行と、認可されていない銀行、すなわちホールセールバンクに分けられる。前者は、さらに国内支店数やATM数で特権が付与されている適格フルバンクと、それ以外のフルバンクに区分される。

適格フルバンクは、2020年3月現在、中国系3行、英国系とインド系が各2行、マレーシア系、フランス系、米国系が各1行の計10行である。フルバンクは現在20行<sup>3</sup>からなり、その国・地域別内訳は、マレーシア系とインド系が各4、日系と米国系が各3、英国系2、タイ系、インドネシア系、香港系、フランス系が各1となっている。目下97行を数えるホールセールバンクも含めると、シン

<sup>3</sup> フルバンクのうち、HSBCとマレーシア系のMaybankは、適格フルバンク・ライセンスをもつ現地法人を別途シンガポールに有する。また、2020年12月にライセンスを受けたデジタル特化型フルバンクTrustBankは英国スタンダード・チャータード銀行とシンガポール全国労働組合会議(NTUC)の合弁銀行である。

ガポールの銀行システムには、東南アジアや南アジアの銀行が多いという特徴がある。

現時点における外国銀行数を単純比較すると、香港の方がシンガポールよりもやや多い。しかし、近年の推移をみると、両都市間には傾向に顕著な違いがみられる(図表4)。

図表4 香港とシンガポールの銀行数の推移 (単位:行、2022年を除き年末値)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>香港</b>	<b>157</b>	<b>156</b>	<b>155</b>	<b>152</b>	<b>164</b>	<b>161</b>	<b>160</b>	<b>157</b>
域内籍	22	22	22	22	31	31	31	31
域外籍	135	134	133	130	133	130	129	126
<b>シンガポール</b>	<b>126</b>	<b>124</b>	<b>128</b>	<b>127</b>	<b>131</b>	<b>132</b>	<b>131</b>	<b>131</b>
国内	5	5	5	4	4	4	4	4
外国	121	119	123	123	127	128	127	127

(注) 香港:認可銀行、シンガポール:フルバンク、適格フルバンク、ホールセールバンク。

2022年値は3月末時点

(資料) HKMA、MAS、シンガポール統計局

香港の認可銀行数は前述のとおり2022年3月末時点で157行にのぼる。この数は2015年末時点と同数であるが、それは、2019年に実店舗をもたない「仮想銀行」(バーチャルバンク)といわれる新形態の銀行に対する免許が一斉に交付されたことに起因するものである(いずれも域内籍)。一方、域外籍の銀行数をみると、2015年末から2022年3月末の間、135行から126行に減少している。その減少は2019年以降に集中しており、このことから、当地における社会的・政治的混乱およびその後の統制強化が外国銀行の撤退を促したことは疑いのないところである。

他方、シンガポールにおける外国銀行数の推移をみると、2015年末の121行から2022年3月末には127行に増加しており、香港とは対照的である。シンガポールにおける外国銀行数の増加は、必ずしも香港からの移転を意味するものではない。だが、各種報道を総合すると、香港が混乱に見舞われた2019年以降、少なからぬ外国銀行が香港から全部もしくは一部の機能をシンガポールに移転していることは疑いないところである。

## 4. 香港は凋落するのか

### (1) 香港の政治的・社会的変容

香港における外国銀行の減少は、当地における政治的・社会的混乱や統制強化を反映したものとみられる。以下、2019年以降における香港の変容を振り返る。

2019年6月から翌2020年6月にかけて、香港は、反政府抗議活動の激化、これに対する当局の弾圧に伴い、大きな混乱に見舞われた。抗議デモがエスカレートする中、銀行店舗も破壊活動の対象となったほか、交通網の遮断により金融機関が営業時間の短縮や職員の自宅待機を余儀なくされるなど、金融システムが一時機能不全に陥ったことはまだ記憶に新しい。

抗議活動の目的は状況とともに変化したが、終盤における重要な目標の1つは、反政府的な動きの取り締まりを目的とした「香港国家安全維持法」(国安法)の撤廃だった。抗議運動側の立場からすると、国安法は1997年7月に中国政府が国際的に公約した、「司法の独立性」を含む香港における高度な自治、すなわち「一国二制度」を形骸化するものだったからである。

もともと、一国二制度の下、2047年まで保証されていたはずの香港における司法の独立性は、同法施行を待つまでもなく中国政府によってすでに否定されていた。抗議デモが先鋭化を極めつ

つあった2019年11月19日、香港政府が制定した「覆面禁止法」を違憲とした前日の香港高等法院による判断について、中国・全国人民代表大会(全人代)常務委員会法制活動委員会が「香港の法律を解釈する権限をもつのは全人代しかない」とする声明を発表、これを無効としていたからである。

2020年6月30日、全人代常務委員会は、香港の憲法に相当する香港特別行政区基本法(香港基本法)の付属文書として、国安法を全会一致で可決し施行した。そして、同年7月8日、中国政府は同法に基づく執行機関「国家安全維持公署」を香港に新設した。

2021年6月25日、中国政府は香港政府ナンバー2にあたる政務官に警察出身の李家超保安局長を任命した。政務官は香港行政全般を統括するポジションであるが、国安法運用の指揮をとり、民主派の活動家やメディアを徹底的に弾圧してきた李氏の政務官就任によって香港における統制はますます強化されることになった。

足元における重要な政治上・司法上の変化としては次の2つの動きが注目される。

1つは、2022年3月30日、香港の最高裁に相当する終審法院の英国人裁判官2名の辞任が発表されたことである。報道によれば、辞任の理由は「国安法に基づく反対派の取り締まり強化への懸念」である。外国籍判事の存在は香港基本法の中で明記され、香港における司法の独立を支えるものとされてきた。だが、2020年以降、香港では外国籍判事の辞任が相次いでいる。

もう1つは、香港行政長官選挙(2022年5月8日投開票)をめぐる、強硬派として知られる前述の李家超政務官が、投票権を有する選挙委員(定数1,500人)の過半数となる786人の推薦人を得て、4月13日までに当選を確実にしたことである。同氏の行政長官就任により、香港における自由の間隙はいっそう狭まることになろう。

以上にみた政治上・司法上の変化に加え、2020年年初以降のコロナ禍を受け、香港政府が中央政府に協調して導入した「ダイナミックゼロコロナ政策」、特に厳格な入境規制(海外からの入境者に対する長い強制隔離期間、旅客便の乗り入れ禁止措置など)は、国際都市としての香港の信認を大きく毀損している。

## (2) 香港の凋落、シンガポールの躍進？

香港の変容に関し、国際金融センターという観点からとりわけ深刻なのは、相互に関連する以下の「2つの喪失」である。

第一に、司法の独立性の喪失。これは一国二制度の終焉と換言できる。英領植民地時代以来のリーガリズムの伝統、堅固な法的基盤こそ香港の最大の強みであり、金融ビジネスの競争力の源泉であり拠り所であった。

第二に、自由とコスモポリタニズムの喪失。香港がもつ自由で開放的な性格は、世界中からヒトとカネを集めてきた。それは香港特有のコスモポリタニズム(世界市民性)を生み出し、それがまたカネとヒトを引き寄せる、という好循環をもたらしてきた。だが、2019年後半以降における中国政府の香港に対する介入強化、香港と中国本土との政治的一体化、2020年以降続く厳格な入境規制は、上述の循環を逆回転させるものとなった。

香港の変容は人口動態や金融人材面でもすでに顕在化している。2020年を境に香港の人口は純減に転じているが、その要因は社会減、すなわち域外への人口流出によるものである。2019年末時点で752万人を数えた人口は、2021年末時点では740万人と12万人も減少している。金融部門における外国人人材の流出も止まらず、一方、流入は激減している。香港政府入境事

務處の統計によれば、2021年の金融サービス従事者向け新規ビザ発給件数は2,569件と2018年に比べ48%も減少した。林鄭月娥行政長官も事態は認識しており、2022年3月30日に行われた記者会見の中で、香港から頭脳流出が起こっていることを認めている。

一方、国際金融センターとしての香港の凋落は、ライバルであるシンガポールからみれば、ある意味「敵失」である。香港政府とは対照的に、いち早く「ウィズコロナ」を打ち出したシンガポール政府は、2021年後半以降、段階的にコロナ関連規制の緩和を進め、入国規制については、2022年4月1日以降入国するすべての国・地域からの渡航者に対し、ワクチン接種完了を条件に隔離義務を原則撤廃している。そうした中、グローバル金融機関の人事をみると、役職員を「ゼロコロナ」の香港から「ウィズコロナ」のシンガポールに異動させる動きが最近活発になっている。

なお、香港の凋落がシンガポールの地位を高めるという事態は今回が初めてというわけではない。過去半世紀あまりを振り返ってみると、シンガポールの金融市場は、香港の政治的・社会的混乱を奇貨として自らの発展につなげた歴史をもつ。1度目は1960年代後半で、中国本土の文化大革命に影響され、香港で反英暴動が頻発したとき、2度目は1997年前後で、香港の中国返還に伴い将来に対する不透明感が高まったときである。以上を踏まえると、2019年以降の香港の激変は、シンガポールの金融市場にとって3度目の飛躍のチャンスとなる可能性がある。

他方、オフショア金融センターとしての香港は、中国へのゲートウェイとしてもすでに微妙な立ち位置にある。現時点では重大な脅威とはなっていないものの、長期的に上海や深圳などで対外開放が進んでいけば、対外窓口としての香港のプレゼンスは相対的に低下していく可能性が高い。その一方、香港が中国の国内金融市場において中核的な地位を得ることは、上海の存在や香港の歴史的特殊性を勘案すると、現実的ではない。加えていえば、中国南部には深圳という有力な金融都市があり、地域金融の中枢を担うことも容易ではない。

国際金融センターとしての香港が生き残る道があるとするれば、それは富裕層を中心とする資産運用ビジネスかもしれない。香港は富裕層ビジネスにおいて引き続きアジアでは傑出した存在であり、同分野における集積は香港がもつ大きな強みである。中国へのゲートウェイ機能よりはむしろ、資産運用機能こそ、国際金融センターとしての香港の存在理由となる可能性がある。

(調査部 海外調査チーム長 村上 和也:Murakami\_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。