

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。

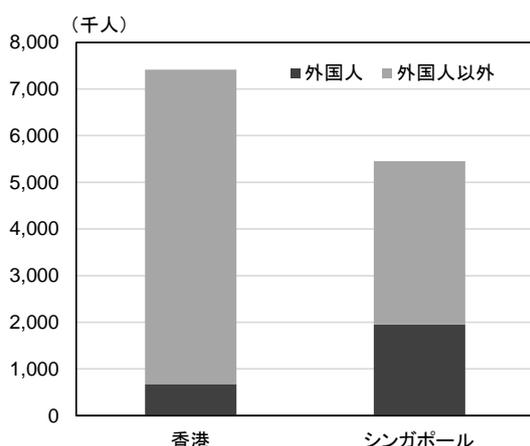
一方で、国際金融都市として名を馳せるシカゴは13位、フランクフルトは16位、チューリッヒは20位に甘んじ、大阪は34位と低順位である。

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。

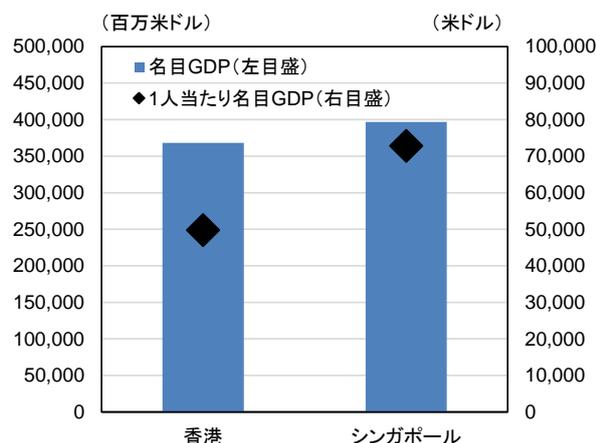
(2) 香港とシンガポールの基礎的条件

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¹。

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。

¹ 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²。

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。

²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³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ていうと、シン

³ 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
香港	157	156	155	152	164	161	160	157
域内籍	22	22	22	22	31	31	31	31
域外籍	135	134	133	130	133	130	129	126
シンガポール	126	124	128	127	131	132	131	131
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つ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。