■レポート――■

国際金融センター東京への提言

みずほフィナンシャルグループ
村松　　健

1．はじめに

東京を国際金融センターとして高度化しようとの取り組みが、日本政府の旗振りの下、力強く進展している。中国の統制強化と米中対立の影響を受け、東アジアの国際金融センターとして確固たる地位を占めていた香港の基盤が揺らいでいる（注1）。いわば「敵失」に乗じた動きではあるが、金融業における日本のポテンシャル発揮に向けた取り組みとして、その方向性は評価すべきであろう。

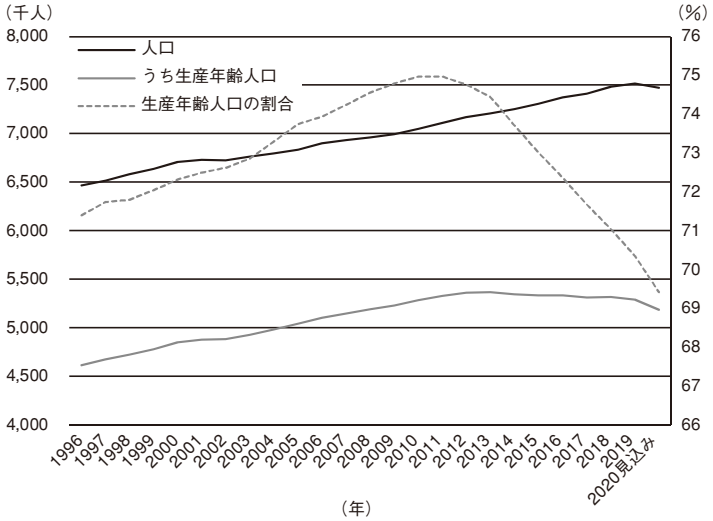
〈目　次〉

1．はじめに
2．香港の現状
3．日本政府の取り組み
4．更なる取り組みに向けた提言
5．国際金融センターインデックスの現状
6．おわりに

一方、東京を国際金融センターとするための手だては尽くされているのだろうか？　また、中国本土のゲートウェイとしての役割期待が大きく、独自の法律・税制を有する香港の機能を東京が代替することは非現実性だ。英国のシンクタンクZ／Yenグループの国際金融センターインデックスにおいて、東京は2020年3月でこそ香港、上海等を上回り、ニューヨーク、ロンドンに次ぐ世界第3位に食い込んだものの、直近の2021年3月版では第7位に沈んでいる。インデックスの評点に一喜一憂すべきではないが、このことは、東京の評価はニューヨークやロンドンのように盤石ではなく、香港、上海、シンガポール、北京などとの拮抗状態にあることを示している。頭一つ抜け出すためにはなにが必要か、真剣な検討が必要だ。

本稿では香港の現況を確認すると共に、日本政府主導で行われている東京国際金融センター機能強化や更なる取り組みの可能性、お

（図表１）香港の人口推移



（出所）香港政府

よび国際金融センターインデックスの動向につきご報告したい。

なお、本稿の内容については筆者の個人的な見解であり、所属する組織の見解等を示すものではない。

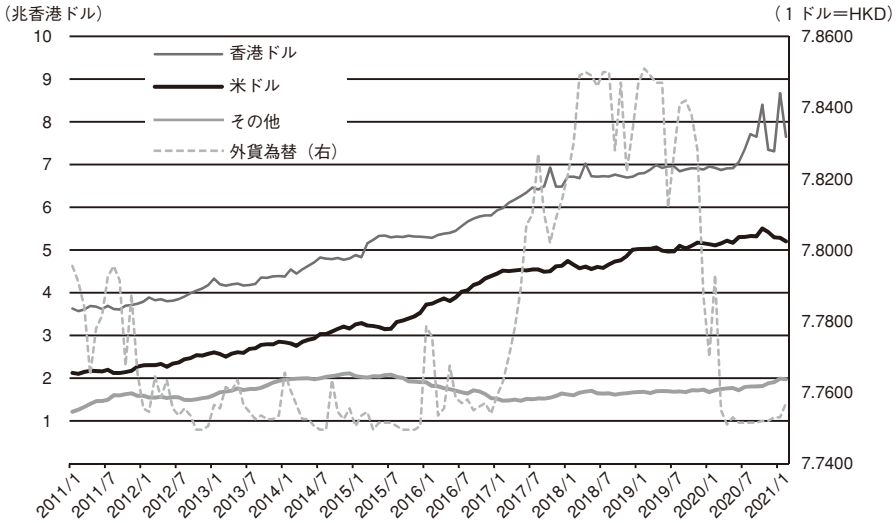
2．香港の現状

香港の国際金融センターとしての将来像が揺らいでいる。2020年６月末に中国の全国人民代表大会の決定で施行された香港国家安全維持法（以下、国安法）は、中国の香港への統制強化への姿勢を示すものとして、世界に衝撃を与えた。また、その後の民主活動家の逮捕や、香港議会の民主派議員の資格はく奪、選挙制度見直しなどの動きは、米中対立激化の一因となっている。ここでは香港の現状を確認するため、人口と預金の動向を確認したい。

まず香港の人口は中長期的に増加傾向を維持していたが、2019年の752万人をピークに2020年は747万人と始めて減少に転じた（図表１）。新型コロナウィルスの影響もあるが、今後の動向を注視する必要があろう。なお、生産年齢人口は2013年の537万人に対し2020年は519万人と相応に減少しており、2014年のいわゆる雨傘革命以降、不安定な政情を背景とした香港脱出の動きが背景として存在することが懸念される。

また香港ドル建て預金と米ドル建て預金は、国際金融センターとしての香港の成長に伴い、漸次拡大傾向にある（図表２）。香港ドルと米ドルについては、概ねパラレルに預金額が拡大、一方、その他外貨については、

（図表２）預金と為替の推移



（出所）香港政府

2010年に香港でオフショア人民元預金口座開設が認められて以来、貿易決済や人民元高を受けた投資資金の流入により、2015年にかけて拡大し、現在も相応の規模を維持している。

注目すべきは足元の香港ドル建て預金の動きであろう。2020年７月までは約７兆元程度で推移しており、むしろ米ドル預金の方が増加していたが、香港ドル預金は８月以降急激に拡大し、10月には8.4兆香港ドルへ拡大した。これは、アリババグループの金融プラットフォーマーであるアントグループの上場に応じ、香港ドル買いポジションが拡大したことによるものと考えられる。一方、アントグループの上場は中国共産党の指示で急遽取り消しとなったことで、香港ドル預金の残高は10月から11月にかけて8.4兆香港ドルから7.3兆香港ドルへと約１兆香港ドル減少するといった不安定な動きを見せた。なおその後も百度の香港上場（３月）など中資系企業の大型上場案件が存在することから、１月の香港ドル預金は8.7兆ドルに到達、以降も８兆ドル前後を維持しているものの、上場案件次第との不安定な状況は継続している。

現在米国政府は米国上場の中国企業に対する監査状況の確認実施に向け、調整を行っており、中国企業の香港上場拡大は米国上場廃止の可能性を念頭に、グローバルな資金調達を維持することが目的となっている。上場案件がどこまで続くか、そして預金や為替レートへの影響、そして最終的にはこれらの不安定な状況の中で香港の通貨政策（ドルペッグ制）が維持されるか、国際金融センター香港の行方を占ううえでフォローが必要な局面が続いている。

香港のやや不安定な状況を受け、国際金融センターとしてのビジネスを東京で代替できないか、というのが現在の日本政府の取り組みの背景である。

3．日本政府の取り組み

中国本土のゲートウェイとしての役割は東京市場では代替困難であるものの、東京市場は1,900兆円におよぶ個人金融資産というキラーコンテンツを有しており、法制度や各種インフラといった要素を加味した場合、金融業におけるマーケットの魅力という意味では香港に劣るものではない。国際金融センターとしての東京と香港の機能の比較において、東京に欠けているのは２つの要素、すなわち英語対応と税制と考えられている。国際金融における共通言語である英語で日常的な業務遂行が可能であることや、低廉かつ簡素な税制は東京との対比において、香港の魅力の大きな部分を占めている。

日本政府は、香港の強みであり日本で政策的に強化への取り組みが行われている資産運用業について、資産運用業者の香港から東京への移転を促すべく、様々な優遇措置などを導入している。以下では、英語対応と税制を中心に、日本政府主導の取り組みをご紹介したい。

(1) 英語対応など利便性向上

金融庁および財務省は、2021年１月21日に「拠点開設サポートオフィス」を開設した。これは、日本への参入を検討する海外の資産運用業者などに対する事前相談対応、登録審査、監督を行う場が、金融庁と財務局で分かれており、かつ、提出書類や議論を日本語で行う必要があるため、海外事業者が複数の窓口との折衝を余儀なくされると共に翻訳コストを負担する必要があるとの批判をうけ、事前相談、登録審査、監督等を英語によりワンストップで対応することを主眼に設置された仕組みである。

なお、2021年４月からは、AI翻訳を用いた音声・テキスト翻訳サービスを導入し、金融行政の英語化を推進するものとしている。また、情報発信の強化として、日英での国際金融センター関連の施策や、日本での拠点開設・生活に役立つ情報を集約したサイト「International Financial Center JAPAN」(注２)を開設し、関係者への情報発信を強化している。

これらの施策は実現までのスピード感を含め金融庁にとって思い切った取り組みと思われ、高く評価すべきであろう。今後については金融庁の取り組みに応えるべく、民間レベルでの英語対応強化、具体的には金融実務の現場や東京での生活に係る一般サービス業における英語対応力強化が期待される。

(2) 税制

税制については、日本への拠点設置に対し問題となっていた３つの税制、具体的には、

法人税、相続税および所得税に関して、東京への資産運用業者と高度金融人材誘致の観点から、取扱いを明確化している。以下、令和３年度税制改正大綱（注３）に沿って、内容を確認したい。

まず法人税については、日本の最高税率が約30％であるのに対し香港は約17％と大きな差が存在することが課題となっていた。最高税率自体を変更することは日本の財政状況をふまえると、相続税や所得税を含め困難ではあることは自明であろう。そこで今回は、一定の対応（業績連動給与の算定方法等を金融庁ウェブサイトに掲載する等）を行うことを条件に、業績連動給与の損金算入を認めることを明確化した。本件措置により業績連動給与相当額が課税ベースの範囲外となることで、資産運用業者にとっては課税ベース縮小との効果が得られると共に、業績連動給与の比重が高まることは、資産運用業者の運用成績実現へのインセンティブを高める面で、投資家にとってもメリットがあろう。ただし、業績連動給与の拡大による課税ベースの縮小が法の趣旨の潜脱的な行為につながる可能性も否定しえず、運営状況は引き続き注視する必要があろう。

次に相続税であるが、日本の税制は居住期間が長期に及んだ場合、国外財産を含む全世界財産が相続税の対象となり、最高税率は55％におよぶ。なお、香港やシンガポールは相続税が存在しないこととの比較の観点から、市場関係者の中では、「Never die in Japan（日本では死ねない）」と冗談めかして言われているようだ。本件については、業務で日本に居住する外国人について、居住期間にかかわらず、国外財産を相続税の課税対象外とするとの措置を講じた。日本への移転前の財産について日本の相続税の適用を排除し、移住者に安心感を与える効果が期待される。

最後に所得税については、法人税と同様に日本の最高税率が約55％であるのに対し香港は約17％と大きな差が存在することが課題となっていた。本件については、ファンドマネージャーが運用成績に応じて受領する成功報酬に関し利益配分に合理性がある場合には所得税の対象とはせず、金融所得（株式等譲渡益）として分離課税とし、20％の税率を適用することを明確化した。成功報酬以外の部分に高税率が賦課されたとしても、成功報酬部分の税率は20％に留まることから、平均すると、実質的な適用税率の低減が期待される。香港・シンガポールの所得税率にはまだまだ及ばないものの、本件により、給与のアロケーション如何では香港・シンガポールに近い水準にすることは可能となった。

⑶　その他

上述の２点に加え、業規制や在留資格などの観点で、一定の規制緩和も行われている。

まず、金融商品取引法における資産運用業者の登録については、海外当局の許認可や海外における運用実績に応じ、届出による参入制度を新たに設けている（５年間の時限措

置)。

また、在留資格取得や生活の利便性向上のために、主に以下のような優遇措置も講じられている。家事使用人（いわゆるメイド）の扱いについては以前から議論があったもので、今回明確化された意義は大きい。

- 様々な優遇を受けられる「高度専門職」での在留資格獲得に必要なポイントに、資産運用業者向けのポイント項目を追加、かつ、優先処理（10日以内目途）で取得可能に
- 家事使用人の雇用が可能（高度人材は２名可）
- 高度人材の配偶者は一定の要件を満たせば就労資格を取得することなくフルタイムでの就労が可能

(4) 小括

本稿では国際金融センターを目指した東京市場の取り組み、特に香港からの資産運用業者誘致との観点での各種優遇措置等につき説明した。課題とされた英語対応や税制面など、現行で可能な範囲で最大限の対応をおこなっているものと評価できるように思われる。

一方、残された課題は税率の差に尽きるといっても過言ではない。法人税、相続税および所得税それぞれの最高税率にいまだ大きな差異が残っていることが、本件取り組みの成否を未知数としている。日本の財政状況をふまえ税率の引き下げは難しいものと考えるが、進出した資産運用業者に対し、他の都市と比較したうえでの負担感を抱かせないような工夫の余地は、引き続き探る必要があろう。

4．更なる取り組みに向けた提言

前項をふまえ、ここでは、政府のターゲットとなっている資産運用業者の日本誘致、および資本市場活性化のための財務統括会社の誘致に関する更なる取り組み余地につき、以下の通り提言を行いたい

(1) 資産運用業の発展に対する更なる提言

まず資産運用業者に直接係る分野として、①公的年金など大手機関投資家のEMP（Emerging Manager Program）導入や、②ミドルバックのアウトソース拡大に向けた環境整備、などの施策の導入・拡充を望みたい。

①のEMPとは新興投資者育成制度を指す。もともとは、白人男性が大宗を占める米国の資産運用業界において、人材の多様性を確保するため、公的年金が女性や民族等のマイノリティによる資産運用業者を支援するために導入された制度である。具体的には、一定の要件をクリアした新興資産運用業者に対する投資枠を設けて枠内金額の投資を行い、資産運用業者の多様化により追加収益を追求するとの仕組みである。

日本では東京都が国際金融センター強化との枠組みの中でEMPを導入し、資産運用業

者の育成に取り組んでいる。このような枠組みは東京の資産運用業者の厚みを増すことや、日本において手薄とされる独立系資産運用業者の育成に直接的に効果があるものと思われる。モニタリング態勢の確保を前提に、公的年金や大手機関投資家においても導入が拡大することを期待したい。

なお、EMPの有効性は運用の多様化によるリスクヘッジや超過収益機会の補足との観点で説明されるものの、米国での実例ではかならずしも超過収益の獲得が実現できているわけではないようであり、当然ではあるが、モニタリングの厳格化と共に、EXITルールの整備も必要と思われる。

②については①とも関連する部分ではあるが、新興資産運用業者に設立当初から万全な内部管理態勢やバックオフィスを備えることを要求することは酷であろう。欧米でもカストディアンや会計事務所を中心に、資産運用業者に対し業務補完的サービスを提供することは一般的であり、日本でもたとえばみずほ信託銀行はファンドアドミニストレーション業務として、事業の立ち上げ支援やミドル・バック業務の一部受託に取り組んでいる。資産運用業の拡大においては、このような補完的なサービスへの取り組みも重要であろう。

資産運用業者にとっては、経常的なコストはかかるものの、事業立ち上げ時の一時的なコスト増の回避や、専門人材のサポートを受けられるといったメリットがある。一方信託銀行などのカストディアンにとっては、システムや専門人材が要となる固定費的な性格の強い業務であるなか、資産運用業者の業務の一部を取り込むことで損益分岐点を下げる効果が見込まれ、受託者にもコスト低減といった形でメリットが波及することが期待される。双方ともにメリットがある可能性を有する分野であり、積極的な対応を期待したい。

⑵　資本市場活性化に対する提言

現在東京国際金融センター構想や香港からの金融ビジネス獲得との観点では、資産運用業者の誘致にスポットライトが当たっているが、そもそも日本の金融構造が間接金融主導であることをふまえ、直接金融、すなわち資本市場の拡大、深みの追求といった観点も必要かと思われる。このような意味では、現在香港やシンガポールに所在する企業の財務統括会社の誘致といった取り組みも必要ではないだろうか？

財務統括会社は、グローバル企業が資金や事務の効率化の観点から一定の地域における企業の財務活動を一括して行うために設けるエンティティであり、アジア地域においては、税制など制度面の有意性と情報収集や交通の便等を勘案し、香港やシンガポールに設立されてるケースが多い。財務統括会社の誘致においては、英語と税制といった資産運用業者と全く同じ課題が存在し、資産運用業者向けの取り組みは財務統括会社にも通じるのではないかというのが著者の着眼点である。

財務統括会社はその性質上活発な金融オペ

レーションを行うことが予想され、借入や社債発行、拠点間での資金移動などを通じ、サービスプロバイダーである銀行や仲介業者などの蓄積を促し、金融市場に深みを与える存在である。資産運用業の発展は活発な資本市場の存在が前提となるが、社債のフリークエント・イシュアーとなりうる財務統括会社の誘致は、東京の資本市場の活性化にも寄与することが期待される。

財務統括会社の誘致は競争の厳しい分野であり、すでに各国が優遇税制などを競っている状況だ。だが、資産運用会社における税制優遇を参考に、たとえば、東京市場の財務統括会社には利益参加社債の支払利子の損金算入を認めるなど、一定の優遇措置を講ずることで、改めて誘致を活性化する余地はないだろうか（注４）。利益参加社債は配当と同様に剰余金（配当可能利益）の水準に応じ、利息の支払が行われるものであり、発行体にとっては租税負担を統一することで、直接調達におけるDEBTとEQUITYの選択が合理的となると共に（注５）、投資家にとっては低金利が継続することが予想される中、ミドルリスク・ミドルリターンの投資機会となるものと思われる。ファンドマネージャーの成功報酬の取り扱いが明確化される中、現在不明確となっている利益参加社債の税務上の取扱いを明確化し、財務統括会社による活用を促すことは、有効な施策となりうるなのではないだろうか（注６）。

今般の東京国際金融センター拡充の取り組みが、投資家サイド、具体的には資産運用業者のみならず、発行体サイドまで拡大し、市場の厚みが更に増すことを期待したい。

５．国際金融センターインデックスの現状

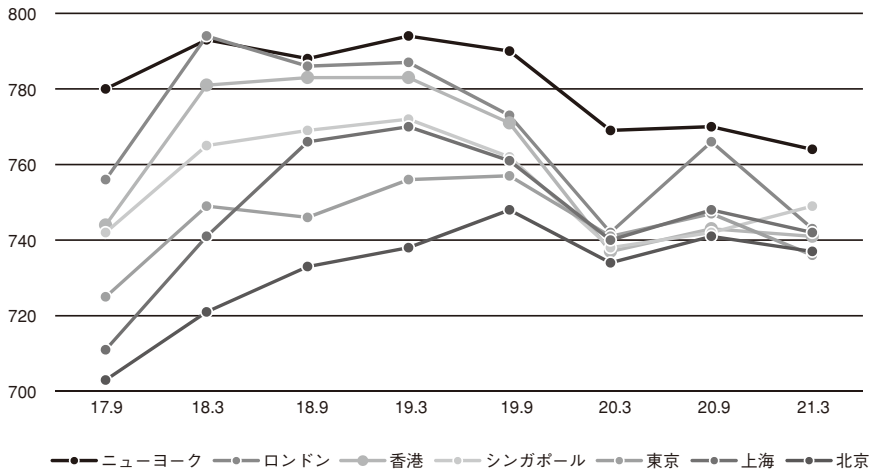
ここまでは東京市場における国際金融センターへの取り組みを確認するとともに、現状を踏まえ追加的な提言を行ったが、本項では実際の国際金融センターインデックスの状況を確認したい。

国際金融センターインデックスは、英国のシンクタンクであるZ／Yenグループが市場参加者からのアンケートに基づき半期毎に発表しているものである、2021年３月で29回目と歴史も長く、市場での信頼感は高い。

国際金融センターインデックスでは、上位２都市はニューヨークとロンドンで固定的ではあるものの、その他は相応に変動している。東京市場は近年上位６都市内を継続しており、2020年３月には３位まで上昇したが、直近の2021年３月の第29回では７位まで後退することとなった。東京が国際金融センターとしての機能強化に取り組む中で注視すべき事象と言えよう。

本件は詳細分析データは開示されていないものの、全体評点を確認すると、東京が３位となった2020年３月は、ニューヨーク以外の他の都市も総じて点数を落とし、僅差の中での辛勝であったことが確認できる（図表１）。

（図表１）国際金融センターインデックス評点経緯



（出所）Z/Yenグループ

（図表２）国際金融センターインデックス評価項目順位

21.3	東京	香港	上海	シンガポール	北京
ビジネス環境	8	4	6	2	5
人材	6	4	5	3	7
インフラ	6	4	3	5	7
金融セクターの発展	n.a.	5	6	3	13
評判	8	6	6	2	7

20.3	東京	香港	上海	シンガポール	北京
ビジネス環境	n.a.	3	n.a.	4	n.a.
人材	11	3	6	5	7
インフラ	4	5	9	3	11
金融セクターの発展	10	6	9	3	n.a.
評判	6	4	9	3	10

2021年３月もまだまだ混戦状態は続いており、取り組み如何では再浮上も可能ではないか。また、評価項目に応じた順位も開示されている。これを見ると、東京はインフラや全体的な評判は４～８位で安定的に推移しているものの、金融セクターの発展が課題であることが伺える（図表２）。金融セクターの発展とは、産業としての深みや、証券投資の蓄積、市場の流動性および収益性などが問われる項目だ。現状の日本経済と金融政策を前提に、この項目で高いランキングを獲得することは困難だろう。市場自体が成長している中国などに分がある項目と言えそうだ。

ランキングに一喜一憂する必要はないが、上海や北京が着実に地盤を固める中、東京についても国際金融センターへの取り組みを着実に進める必要がありそうだ。

６．おわりに

本稿では、香港情勢、および東京国際金融センターに関する現状の取り組みを俯瞰すると共に、資産運用業および資本市場の活性化に関する更なる提言、国際金融センターイン

デックスの現状の説明を行った。

国際金融センターはその機能や成り立ちにより、ニューヨーク型とロンドン型に分かれる。ニューヨーク型は自国の経済力や蓄積された家計金融資産を背景とした巨大なオンショア市場が中心である。一方ロンドン型はむしろオフショア市場が中心であり、第三国間の金融取引仲介の場として機能している（注7）。家計金融資産1,900兆円を有する東京が目指すべきはニューヨーク型であり、そのためには国富の維持拡大に貢献する資産運用業の強化が重要となる。そのような意味では、基盤に揺らぎの見られる香港の資産運用業者の取り込みを図るとの政府の意図は正しい。

一方、ニューヨーク型の国際金融センターを目指す中で資産運用業強化と並び重要となるのは、自国通貨の国際性であろう。米ドルは基軸通貨としてグローバルに用いられており、ニューヨーク市場は米ドルの調達・運用が最も容易な市場として海外の発行体・投資家に利用されている。つまり、東京を国際金融センターとするためには、円の国際化というテーマは避けては通れない。近年日本銀行はアジア各国中銀と日本国債を活用したクロスボーダースキームや、香港とのクロスボーダーDVPリンク構築（注8）など、意欲的に取り組んでいるが、中国が人民元の国際化を強力に推進し、人民元版SWIFT兼CLS銀行とも言えるCIPS（Cross－Border Interbank Payment System）を整備し、デジタル人民元の発行も視野に入っている状況であることもふまえると、戦略的な対応を要する局面であることに間違いはなかろう。

加えて、東京市場の利便性向上との観点では、多通貨決済システムの構築も一案ではないか。香港では少なくとも香港ドル、米ドル、ユーロおよび人民元の決済システムが構築されており、アセアンの一部の国の通貨についても通貨間の同時決済（PVP）が可能だ、東京市場はそのような仕組みがほぼ存在せず、国際金融センターとして円以外の通貨への取り組みにバランスを欠き、ややもの足りない状況と考える。

国際金融センターへの道のりは長く果てしない。正しい現状認識をふまえた市場関係者の着実に取り組みに期待したい。

（注1） 香港の動向については、拙稿『「国際金融センター香港」の行方』（MizuhoChinaMonthly2021年3月号）をご参照頂きたいhttps://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/cndb/economics/monthly/pdf/R512-0138-XF-0105.pdf

（注2） https://www.fsa.go.jp/internationalfinancialcenter/en/index.html

（注3） https://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2021/03taikou_mokuji.htm

（注4） 特定の地域や業態に税制上の優遇措置を与えることは望ましい行為ではないが、利益参加社債については、後述の通り利子の支払基準が配当可能利益となっているものであり、あくまでも利子であること、また世界各国においても、一定の考え方に基づくみなし利息額を損金計上する利益参加社債と同趣旨の税制（Allowance for Corporate Equityなど）が企業の資金調達手法に応じた徴税の公平性の観点から導入されており、グローバル

な税制の平仄の観点からも、問題はないものと考える。

（注５） 税制上、利子については損金算入が認められているが配当は損金算入が認められていない。利益参加社債の利子については、あくまで利子ではあるものの、配当可能利益と連動する性質を有することから、配当との類似性が強く、現状税務上の取扱いが明確ではない。

（注６） 財務統括会社の収支はその性質上ある程度安定的であることが見込まれ、税収に与えるインパクトは限定的かと思われる。

（注７） 国際金融センターの機能と分類については拙稿『揺らぐ「国際金融センター香港」の地位』（週刊金融財政事情2020年11月９日号）をご参照頂きたい。

（注８） 「日銀ネット国債系と香港ドル即時グロス決済システムとの間のクロスボーダーDVPリンクについて」
https://www5.boj.or.jp/bojnet/newbojnet/newnet1904a3.pdf