

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 沼波 正

「東京を国際金融センターに」という話を聞くと、1980年代後半のバブル期の記憶が蘇る人もいるだろう。あの狂乱の時代に真剣に語られていたのが、この構想である。世界中の金融機関の東京進出ラッシュが都心のオフィス需要を急拡大させるという思惑が、都心の信じ難い地価高騰の一因にもなった。しかしながら、その後のバブル崩壊とともに、この構想はすっかり雲散霧消してしまった。

あれから二十数年を経て、東京国際金融センター構想が再び脚光を浴びつつある。一つの理由は、いわば「敵失」である。英国のEU離脱や、香港の国家安全維持法施行によって、ライバルの金融センターの地位低下が起これば、相対的に東京のチャンスは増すという期待が広がる。しかし、より重要なのは、バブル期の構想が、株式、外為などの既存のマーケットでのシェア争い（いわばニューヨークやロンドンのコピーづくり）に主眼があったのに対して、今回の構想は、脱炭素化やデジタル化という大きな潮流を支える新しい市場をつくり、そこによりやく動き始めた膨大な日本の個人金融資産や、発展著しいアジアの動きも取り込むという、前向きな新しい発想が根底にあることである。バブル時代の「亡霊」の蘇りと思う人がいれば、それは大いなる誤解である。

思い起こせば、ここ10年近くの政府の経済政策関連のスローガンをみると、「一億総活躍社会」だの「生産性革命」など、勇ましい言葉が、日替わり定食のように、毎年次から次へと登場していた。しかしながら、これらが一体どのような具体的な成果を挙げたのやら、その検証が行われたのを聞いたことがない。この間、先進国の中でも群を抜いて悪化を続ける財政状況にもかかわらず、バラマキといわれても仕方のない、実効性に乏しい財政支出が繰り返されている。これを可能にしているのが、当初2年で達成すると豪語した2%のインフレ目標をいまだに達成できないまま、9年間ズルズルと続いている日銀の異次元緩和である。この下で続く超低金利が、国債という借金の痛みを忘れさせることを通じて、財政規律の驚くべき喪失につながっているのである。この間、日本の潜在成長率、すなわち経済の実力は、実質精々1%程度という低水準のままで推移しているとみられている。円安・株高の効果で覆い隠されているが、要は「やってる感」だけの経済政策が続く中、残念ながら日本経済のジリ貧状況はほとんど改善されていないというのが、政策当局者が一貫して目を背けている「不都合な真実」である。

こうした現状を大きく変えるためには、脱炭素化などの大きな潮流に迎えられるような産業構造

の抜本的な転換と、人生100年時代に備えられる個人金融資産の運用高度化が不可欠である。こうした課題への解決策の一つとしての東京の国際金融センター構想の重要性と、それをどのように実現するのかという問題意識を、本誌読者にも共有してもらいたいという想いで、今回の特集を企画した。

さて本特集は、二つの論文と座談会から構成されている。1本目の論文では、国際金融都市としての東京が目指す役割と、そのために克服すべき課題について、具体的に述べられている。2本目の論文は、特にアジアの国際金融センターの状況を概観した上で、それらとの競争という観点から、東京の取るべき戦略を述べている。最後の座談会では、資産運用ビジネスに焦点を絞って、このビジネスで東京が世界をリードする国際金融センターになるための条件、課題について、率直に議論していただいている。

最初の中曾・横田・濱川論文「国際金融都市としての東京の役割」では、2019年4月に、国内初の官民連携金融プロモーション組織として設立された東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）のこれまでの取り組みを紹介した上で、国際金融都市としての東京が担うべき役割が詳細に論じられている。

最初に強調されているのは、同機構の目的は、あくまでも金融面から脱炭素化に代表される社会課題解決に貢献することにあるという点である。東京都が2021年11月に公表した「国際金融都市・東京」構想の改訂版（構想2.0）で示されている青写真の三つの柱は、①東京グリーンファイナンスの推進、②フィンテックの活用等による金融のデジタル化、③資産運用業をはじめとする多様な

金融プレーヤーの集積、である。①については、脱炭素への移行期にある企業の資金ニーズを充足するための、いわゆるトランジションファイナンスのニーズも含めたグリーンファイナンス市場の潜在的規模は、かなり大きくなると指摘されている。ポストコロナ時代の日本にとって必要なのは、デジタル化や脱炭素化を通じた産業構造の転換であるが、その実現のためには膨大な設備投資資金が必要である。約2,000兆円にも及ぶ潤沢な日本の個人金融資産を、脱炭素化などの分野で高いリターンを生む投資に振り向けることができれば、日本の家計にとってより効率的な資金運用の機会を提供することにもなる。こうした形で産業構造の転換を促す「実体経済支援型」を目指す点が、前述のバブル期における国際金融センターの話にはなかった、今回の東京金融センター構想の地に足のついた大きな特色であるといえるであろう。また、本論文で指摘されているように、中国本土へのゲートウェイとしての香港や、アジアと他地域を結ぶハブとしてのシンガポールとは異なる、固有の機能を持つセンターとして位置づけることもできよう。

同機構がこれまで、各種金融機関系企業などの声をニーズとして取りまとめ、政府、地方自治体、業界団体などに働きかけた成果として、2020年度以降の短期間で、すでに多くの施策が実現されたという。特に容易ではない税制改正がいくつも実現したことは、大きな驚きであり前進であるといえよう。非上場の投資運用業にも、一定の条件の下で業績連動報酬の損金算入が認められるようになったことや、日本での居住期間にかかわらず、外国人の国外財産は相続税の対象外となったことなどが、成果として挙げられる。税制以外でも、海外の資産運用会社の国内市場での活動を支援する様々な措置が実現している。同機構がこれから

も関係者のニーズを地道に吸い上げ、関係当局に働きかけることで、東京の国際金融センターへの道が着実に開けていくことを期待したい。

2番目の赤羽論文「国際金融センターの条件と東京の戦略案」は、国際金融センターの定義、歴史、類型を確認した後、アジアでの都市間競争の対象であるシンガポール、香港、さらに上海の最近の取り組みを概観し、そうした競争の中での東京の強み・弱みを確認した上で、東京の取るべき戦略について考察している。

国際金融センターのランキングとしては、英国のシンクタンクが公表しているGFCI (Global Financial Centres Index) が多く使われる。ニューヨーク、ロンドンがランキング開始以来ずっと上位2位を占め続けている一方、2021年9月の最新の調査では、東京は1年前の4位から9位に下がっている。ロンドンについては、2021年1月にはオランダの株式取引額が英国を上回るなど、ランク2位自体はまだ変わっていないが、英国のEU離脱の影響が、各種金融商品の取引量などに、早速現れているという。

アジアに目を転じると、香港は中国企業のIPO (新規株式公開) 市場として有名であり、人民元のオフショア市場の中心でもある。シンガポールは、政治的にも経済的にも安定しており、教育水準の高さを背景とした高度金融人材の供給力も強みである。低い税率や英語圏であることは、両都市に共通している。上海は、中国の国家戦略として国際金融センター化が進められている。オンショア人民元 (上海)、オフショア人民元 (香港) をそれぞれの都市で管理していることを勘案すると、中国は2都市による新たな「中国型国際金融センター」を模索している可能性もあるとの指摘は注目に値する。

次に東京の強みとしては、国際主要通貨としての円の存在、流動性の高い日本国債などが挙げられている。弱みである日本経済の相対的な地位低下をカバーするためには、アジア全体の成長に伴う資金ニーズに対して、いかに東京市場を資金調達場として活用させるかや、それに応える日本の金融資産の割合をいかに増やすかが重要であると指摘している。このアジアのニーズの取り込みは、他の論文や座談会でも共通に論じられているポイントである。

具体的には、東京市場にある、英語だけで起債可能なプロ投資家向けのプロボンド市場を、ASEAN+3の各国通貨建て債券市場の場として提供し、当該通貨建て投資の機会を現地投資家、日本の機関投資家双方に提供することなどを提唱している。また、2021年12月現在では、国内の太陽光発電関連のみが上場されているインフラファンド市場に、2050年までの「カーボンニュートラル」宣言を契機に、国内およびアジアのインフラ向けファンドの組成や招致を行うことも、東京都が目指しているグリーンファイナンスなどにも見合うのではないかと述べている。

最後の座談会「国際金融センターとしての東京に向けての課題」は、資産運用ビジネスに焦点を当て、資産運用会社のトップとして活躍されているアルカイヤ氏、阪口氏、菅野氏の3人の方に、東京が国際金融センターになるための課題などについて、率直に議論していただいた。司会は、当編集委員会小委員長の加藤委員が務めた。ビジネスの最前線におられる方々の発言は、日々直面されている現実の経験に基づくもので、国際金融センター問題を考えていく上で、新たな気づきにつながるものが多かった。

まず「東京は国際金融センターになれるか」と

いう問いに対しては、留保条件はつくものの、基本的には前向きの回答があった。留保条件の一つは、投資信託の基準価額の算出に関する日本独自のルールが存在。もう一つは、日本の機関投資家が資産運用会社に求めるサービスのレベルが高すぎる。さらに、日本の資産運用業界では、海外の資産運用会社への外部委託が発達しているため、海外の資産運用会社には、固定費をかけてまで日本に進出しようというインセンティブは生まれにくいという。この結果として、運用ノウハウや高度な専門知識を持った人材を蓄積できないことが、資産運用を中心に置いた東京の国際金融都市化の阻害要因となるという指摘は、重く受け止めるべきであろう。一方、意外だったのは、外国人が東京で生活する上での支障はほとんどないという指摘であった。安全と教育のレベルが高いことや、医療費の心配がないことなどが、評価されているという。

資産運用会社にとっての東京の魅力は、お金がたくさんあること。個人金融資産のうちの現預金(1,000兆円)の1割(100兆円)でも投資に回れば、今の資産運用規模(80兆円)の倍以上のマーケットになるというのは、新鮮な指摘であった。NISA(少額投資非課税制度)やiDeCo(個人型確定拠出年金)で若者の口座開設が増えていることや、ネット上でも投資の話題が増えていることに現れているように、超低金利と人生100年時代の到来によって、長年の懸案であった「貯蓄から投資」がいよいよ動き出す兆候がある。NISAやiDeCoへの税優遇措置の拡充、さらには贈与税や

相続税の優遇措置などによって、日本の個人金融資産がついに動き出すというメッセージを発信すれば、海外の資産運用会社が日本にチャンスを感じるきっかけになるだろうという前向きな提言は心強い。フィンテックはこの動きを加速することで、東京の国際金融都市構想に大きく貢献することが期待できるという。機関投資家サイドについていえば、日本の資産運用会社が金融グループのサイロの中で守られている限り成長はなく、このままではグローバルで戦うのは難しいとか、投資対象などリスクアペタイトの多様化などが課題といった指摘は重要である。

最後に、東京はサステナブルファイナンスの拠点になれるかという問いに対しては、ESGの観点から新たな企業価値を見いだされる日本企業は多くなるという指摘や、ESG投資の対象をアジアにも広げ、アジアとビジネスをしたいなら、香港ではなく東京に来るという形に持っていきたいという提言も、大いに傾聴に値する。

脱炭素化やデジタル化、さらに資産運用の多様化、高度化などで、日本は出遅れ感があることは否めないが、そこは「これから伸びしろがある」とむしろ前向きに受け止めたい。東京が国際金融センターとなり、世界から資産運用会社や投資資金を呼び込むとともに、国内の膨大な個人金融資産を活用することを通じて、日本経済の産業構造の大きな転換と、人生100年時代への対応という、われわれが直面している喫緊の課題に貢献していくことを、大いに期待している。