

香港・シンガポール不動産市場動向 米国利上げ後の展開を予想する

みずほ総合研究所
調査本部 アジア調査部
03-3591-1367

- 香港とシンガポールの不動産価格をみると、2011年までは総じて似た動きであった。しかし、2012年以降は、シンガポールでは頭打ち感が強まっているのに対し、香港では上昇が目立っている
- シンガポールでは、政府の価格抑制策が奏功しているようだ。一方香港では、商業施設や小型住宅の価格上昇が顕著である。どちらも価格はやや割高だが、特に香港が高過ぎるように見える
- 米国は2015年半ばにも利上げを開始するとみられるが、それを契機に両国・地域の不動産価格の下落が鮮明になる可能性が高い。調整リスクの大きい香港では実体経済への悪影響に注視が必要

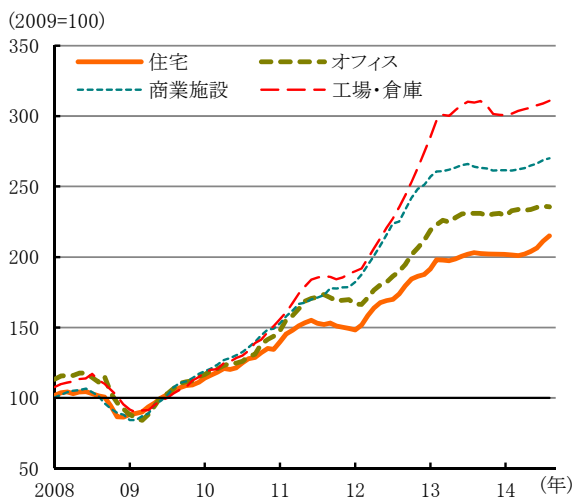
1. はじめに

香港とシンガポールの不動産販売価格は、リーマンショック（2008年9月）頃に始まる下落局面から脱すると、2009年途中から2011年頃にかけて総じて順調に回復した（図表1）。こうした価格の上昇を受け、両国・地域の不動産価格は深刻なバブル状態ではないかとの見方が一時支配的になり、バブル崩壊に伴う不動産価格急落への懸念が強まった。

しかし、その後シンガポールの住宅と商業施設の価格は頭打ち感を強めたものの、バブル崩壊と呼

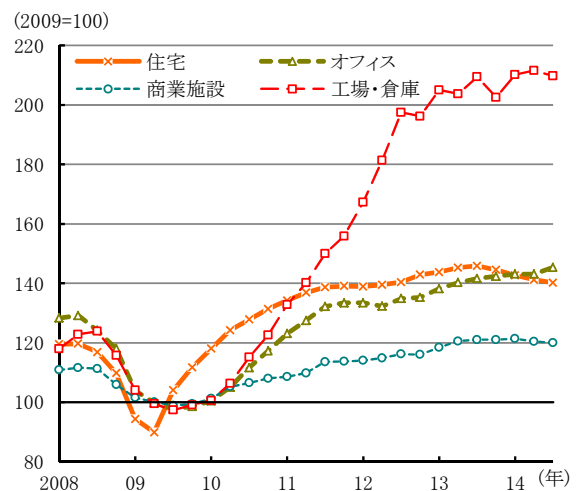
図表1 不動産販売価格の推移

(A) 香港



(資料) 香港差餉物業估價署、シンガポール都市再開発庁

(B) シンガポール



べるほどの不動産価格の下落は発生しなかった。香港においては、むしろ不動産価格は総じて上昇した。

もつとも、今後も両国・地域の不動産価格が急落するリスクがないのかについては、改めて検討が必要だ。おりしも、2015年以降の数年間を展望すると、2014年10月末にQE3終了を決定した米国は、2015年半ばにも利上げを開始すると予想され、その後も緩やかなペースで利上げを続ける見通しだ。こうした米国の利上げ開始をきっかけに、香港とシンガポールの不動産価格下落圧力が高まると予想される。本稿では、このような状況の変化を踏まえ、現地エコノミストや不動産会社へのヒアリング結果を交えながら、2015年以降の両国・地域の不動産市場の動向を展望する。さらに、不動産価格の下落が見込まれる場合、経済全体にどの程度の下押し圧力が及ぶかについても検討する。

2. 近年の不動産市場の動向

(1) 両国・地域にみる投資家像

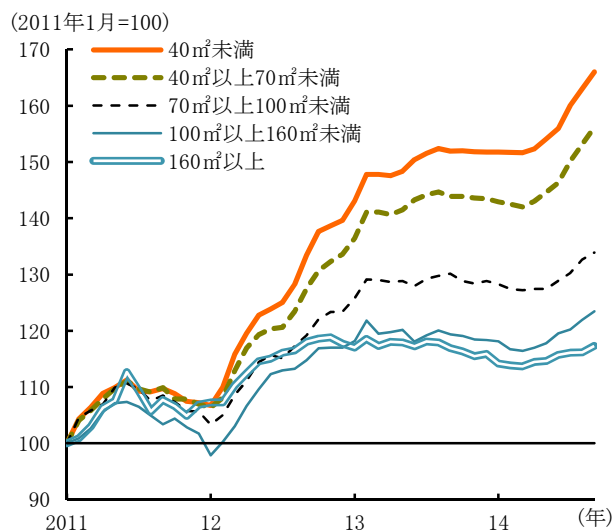
不動産価格の議論に入る前に、両国・地域の投資家像について、現地ヒアリングを通じて得た情報を簡単に整理したい。

まず住宅だが、自家保有目的だけでなく、投資目的の保有割合もかなり高い。両国・地域とも投資家に占める個人の割合が高く、企業の割合はわずかだ。個人の中でも、特に地元投資家の割合が高く、普通のサラリーマンなどの一般市民から、医師、弁護士、経営者といった富裕層まで、あらゆる層の投資家が揃っている。一方、外国人の個人では、両国・地域とも中国本土の投資家が多い。シンガポールについては、さらにロシア、インドネシアなどの投資家も多いという。外国人の主たる投資対象は、高級住宅だ。

このうち、保有目的にかかわらず、地元の個人投資家は住宅ローンを借り入れることが多い。このため、彼らの不動産投資は、住宅ローンが連動する短期金利¹の動向に影響を受けやすい。一方で、外国人の個人と一部の富裕層については、比較的多額の現金を持っているため、住宅ローンへの依存は限定的であり、内外債券、株式、外貨預金などを含むポートフォリオを構築していることが多いため、その不動産投資は、短期金利だけでなく長期金利の動きにも影響を受ける。

次にオフィス、商業施設、工場・倉庫だが、投資に際して多額の資金が必要となるため、基本的に保有者は企業だ。個人でも手が届く分譲オフィスなども存在するが、供給量は極めて限定的である。企業

図表 2 香港の面積別住宅価格



(資料) 香港差餉物業估價署

の不動産投資は、短期金利だけでなく、資金の調達コストや、代替投資先の利回りに関係する長期金利にも大きく影響を受ける。

(2) 不動産価格の動向

両国・地域とも、2011年後半に入ると、程度の差こそあれ不動産価格の上昇は総じて頭打ちとなった。住宅ローンの融資比率上限（物件価値に対する融資額の比率）の引き下げといったブルーデンス政策や、購入者印紙税の導入といった需要抑制策などの不動産投資規制の強化²が一定の効果を示したと考えられる³。また、価格の割高感がやや強まったことも要因の一つだ。

しかし、2012年以降の展開は両国・地域でかなり異なっている（1ページ図表 1）。香港の不動産価格は、2012年に再び急上昇局面を迎えた。長期金利上昇による下押し圧力が強まった2013年は価格が伸び悩んだが、2014年については、再度上昇局面に入ったように見える。一方で、シンガポールの不動産価格は、頭打ち感を強めている。特に住宅と商業施設の価格は、足下で緩やかな下落が続いている。以下、それぞれについて詳しくみていきたい。

a. 香港

まず住宅をみると、投資対象となることが多い大型物件（100㎡以上）は、比較的落ち着いた動きとなっている（前ページ図表 2）。2012年から2013年初まで緩やかに上昇した後、2014年初まで緩やかに下落、その後小幅上昇となっている。他の不動産と比べ価格上昇ペースが抑えられている要因の一つとして、中国本土の投資家が香港市場から撤退しつつあることが挙げられる。現地ヒアリングによると、本土人投資家は、香港市場に詳しくないために言い値で不動産を購入する傾向にあり、価格上昇を主導してきたという。ところが、2012年10月に実施された香港永住権保有者以外に対する購入者印紙税の導入や2013年2月に実施された印紙税増税（図表 3）、中国の景気減速などを背景に、中国人投資家は香港不動産市場への投資を徐々に手控えるようになった。

図表 3 香港における 2011 年以降の主な不動産投資規制強化

日程	政策の種類	内容
2011年6月10日	ブルーデンス政策	1,000万香港ドル以上の住宅について、住宅ローンの融資比率（物件価値に対する融資額比率。以下、LTV）上限を、住宅価格の50%とする(以前は1,200万香港ドル以上の住宅にこの条件を適用)
		700万香港ドル以上1,000万香港ドル未満の住宅について、LTV上限を住宅価格の60%に引き下げ(以前は800万香港ドル以上1,200万香港ドル未満の住宅にこの条件を適用)
		700万香港ドル未満の住宅について、LTV上限を住宅価格の70%で据え置き、貸出額上限を420万香港ドルとする
2012年9月14日	ブルーデンス政策	不動産融資の申請者が主な収入を香港以外から得ている場合には、不動産の種類や価値にかかわらず、LTV上限をさらに10%Pt引き下げ
		新規借入申し込み時にすでに1件以上の不動産融資を受けているか、または承認を得ている申込者を対象に、債務返済比率（収入に対する返済額比率）の上限を50%から40%に引き下げ
2012年10月27日	需要抑制	上記の不動産融資の申請者に対し、LTV上限を40%から30%に引き下げ。申請者が主な収入を香港以外から得ている場合には、不動産の種類や価値にかかわらず、LTV上限をさらに10%Pt引き下げ
		すべての新規不動産ローンの返済期限を30年以内とする
2013年2月23日	ブルーデンス政策 需要抑制	短期転売住宅の売りに課される特別印紙税について、取得から転売までの期間が、①6カ月以内の物件に対する税率を15%から20%に、②6カ月超1年以内の物件に対する税率を10%から15%に、③1年超2年以内の物件に対する税率を5%から10%に、それぞれ引き上げ。これまで非課税だった2年超3年未満の物件について10%の税率を新設
		香港の永住権保有者以外による取引に対して、購入者印紙税（住宅価格の15%）を導入
2013年2月23日	ブルーデンス政策 需要抑制	商工物件に対するLTV上限の10%Pt引き下げなど
		物件（住宅以外も含む）購入時に支払う印紙税を最高で8.5%にまで引き上げ

（資料）HKMA、NNA、みずほ総合研究所

実際に、香港の大手不動産会社である中原地产の調査によると、香港の住宅販売市場における中国本土の個人による購入金額比率は、2011年10～12月期の24.3%をピークに低下傾向をたどり、2014年7～9月期には9.7%まで減少した⁴。

一方で、購入者が自ら居住することが多いとされる小型物件（70㎡未満）は、供給不足により需給がひっ迫しており、大型物件よりも価格上昇ペースが速い傾向にある。2012年には、急速なペースで上昇した後、2013年は印紙税増税などの影響を受けて価格が伸び悩んだが、2014年に入って再び上昇ペースが加速している。現地ヒアリングでは、2014年5月の不動産税制の変更⁵が需要をやや喚起したこと、賃料が上昇しているため賃貸者の購入意欲が高まったこと、今後の米国短期金利上昇に伴う住宅ローン金利の引き上げを見込んだ早めの購入が増えたことなど、複数の要因が指摘されていた。

次にオフィスを見ると、2012年ほどの勢いはないが、足元に至るまで概ね堅調な動きを示している。「もともとオフィスの空室率が低い上に、足元では2014年11月に開始された上海・香港間の株式相互取引に伴う中国の金融機関などの実需が強い」（現地ヒアリング）という。ただし、高級物件は価格の上昇幅が相対的に小さいだけでなく、2013年序盤以降は緩やかな下落に転じた（図表4）。特に香港島中心部の高級オフィスが軟調という。やはり価格が高すぎるのがネックとなっているようで、九龍半島など周辺部のオフィスに需要が移っている。

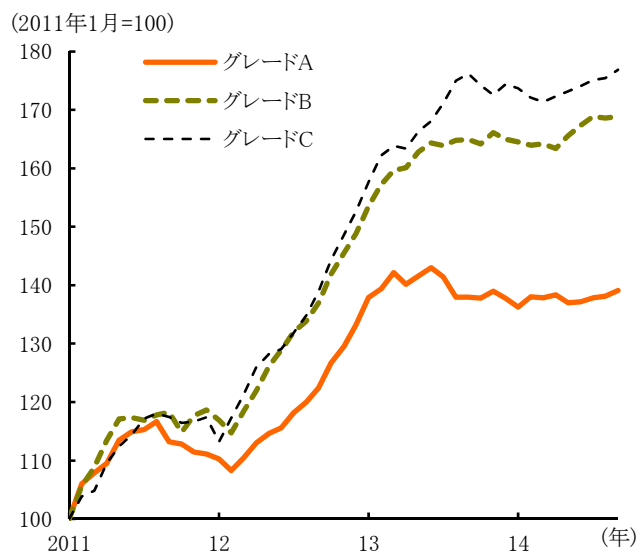
商業施設の価格上昇は、中国本土人観光客が増加し、その消費拡大を見込んだショッピングモールや宝石店などの需要が根強かったためだ。ただし、中国で2013年以降実施されている儉約令や、中国本土人観光客層の変化⁶などを背景に、観光客の1人当たり消費額（GDPベース旅行サービス輸出額÷来港者数）は2013年4～6月期をピークに減少に転じている。このため、商業施設の価格は割高感が強まっている可能性がある。

工場・倉庫の価格上昇については、現地ヒアリングによると、需給が非常に逼迫しているが、新規の供給が皆無に近いためとの指摘があった。これほど価格が上がっても、ディベロッパーとしては、住宅を建てた方が儲かるという。

b. シンガポール

住宅は、2011年以降、非常に緩やかな上昇傾向となり、そして2013年後半以降は下落傾向となっている。下落の要因としては、融資比率規制や印紙増税など各種のバブル防止策が奏功したことに加え（次ページ図表5）、2015・2016年に大量の住宅供給が予定されていることが、

図表4 香港のグレード別オフィス価格



(注) グレードは、高級な順にA、B、C。詳しい定義は、香港差餉物業估價署『香港物業報告 毎月補編』を参照。

(資料) 香港差餉物業估價署

現地では指摘されている。

商業施設は、おおむね住宅と似たような値動きとなっており、緩やかな上昇傾向となった後、2014年4～6月期以降は下落している。シンガポールを訪れる旅行者数が減少していることが（次ページ図表 6）⁷、商業施設の価格低迷に影響しているとみられる。

一方、オフィス価格は比較的堅調に推移しており、足元まで緩やかな上昇傾向をたどっている。実需が根強いほか、2015年における中心部でのオフィス供給が非常に少ないことが影響している。現地ヒアリングによれば、中心部での新規オフィス供給は、2015年に1棟だけだという。

工場・倉庫は例外的に、2011年以降についても大幅上昇となった。この背景としては、「利回り狙いの投資が続いた」（現地ヒアリング）ことがある。ただし、もう利回り上のうまみがない水準まで価格が上がったので、これからの上昇は限定的との指摘があった。

（3）足下のバリュエーション（価格の割高度合い）

以上のように、香港では2012年以降も不動産価格が上昇基調で推移し、シンガポールでは落ち着いた動きとなった。これらの結果、不動産価格の割高感はどう変わったのだろうか。この点について、不動産の投資利回りから安全資産の長期金利を差し引くことによって、ファンダメンタルズの面から確認してみたい。数字が大きいほど不動産価格が割安、小さいほど割高となる。

香港の場合、2012年の不動産価格急上昇局面にあっても、割高度合いはむしろ低下している（次ページ図表 7）。この時期、長期金利が、シンガポール対比で大きく下落したためだ（7ページ図表 8）。割高感が強まったのはむしろ2013年で、長期金利の上昇に見合うだけの価格下落が起こっていない。シンガポールの場合も、割高度合いは似たような動きとなっている。2011年の終盤頃から緩やかに上昇しており、2013年に大きく下がった（7ページ図表 9）。

では、どのぐらい割高なのだろうか。現地ヒアリングによると、香港では、「住宅を中心に20～30%

図表 5 シンガポールにおける 2011 年以降の主な不動産投資規制強化

日程	政策の種類	内容
2011年11月8日	需要抑制策	住宅の購入者印紙税の引き上げ。永住権のない外国人・法人は、規定の税に加え、価格の10%を上乗せ。永住権保有者や国民も引き上げ
2012年10月6日	ブルーデンス政策	住宅ローンの最長返済期間を35年に制限。融資比率（以下、LTV）上限を、未返済の住宅ローンがない個人は80%から60%に、未返済の住宅ローンがある個人は60%から40%に、法人は一律40%に固定
2013年1月12日	需要抑制策	住宅の購入者印紙税の引き上げ。永住権のない外国人・法人は、規定の税に加え、価格の15%（従来は10%）を上乗せ。永住権保有者や国民も引き上げ 工業物件について販売者印紙税を賦課。購入1年以内の売却は価格の15%、2年以内は10%、3年以内は5%
2013年6月29日	ブルーデンス政策	住宅ローンを借り入れる際、自動車ローンなどを含む借り入れの全返済額を月収の60%以下とする規制を導入 家族の名前を使った融資申請に対する規制強化
2013年8月27日	需要抑制策	外国人による、低所得者向け公共住宅（HDB）の中古物件取得は、従来永住権取得直後から可能であったが、取得から3年経過後に変更
	ブルーデンス政策	HDB物件に対する住宅ローンの返済期間について、住宅開発庁取り扱い分は最長35年から25年へ、民間銀行取り扱い分は最長35年から30年に短縮。返済期間が25～30年になる場合はLTV上限を引き下げ 中古住宅を購入する際、月収に占める住宅ローン返済額の割合の上限を、現行の35%から30%に引き下げ

（資料）NNA、みずほ総合研究所

割高」との見方が多く、もっと割高との見方も一部にあった。一方シンガポールでは、「割高感はない」「割高といっても5～10%程度」との見方が聞かれた。

図表 7と図表 9について、2011～2012年の平均が適正水準であると仮定して、現在の価格がどの程度割高であるか確認してみよう。すると香港の場合、大型住宅の割高度は10%台半ばにとどまったが、オフィスは20%強となり、小型住宅と商業施設では30%強となった。特に商業施設においては、利回りが過去と比べて低だけでなくオフィスなどと比べても著しく低く、割高感は強いといえる。シンガポールの場合、テラスハウスなど一部の住宅が30%程度の高い割高度を示したが、戸建住宅、分譲住宅、オフィス、商業施設はいずれも10%台にとどまった。

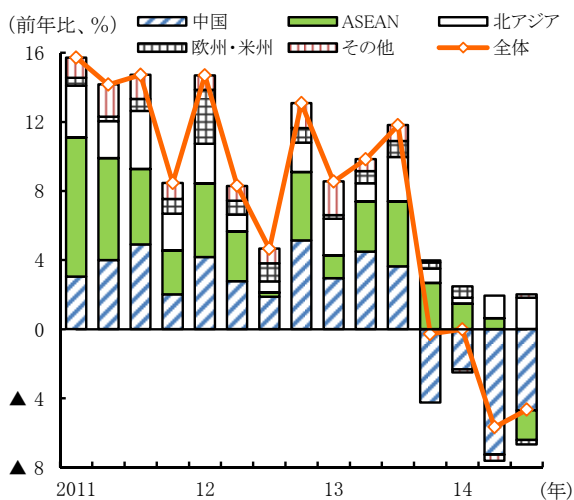
以上から、現地ヒアリングで得た2～3割という香港不動産価格の割高度は、概ね妥当と言えそうだ。シンガポールにおける不動産の割高度は、現地ヒアリングで得た5～10%よりは強い可能性があるが、いずれにせよ香港よりはずっと小さそうだ。

3. 米国利上げ後の不動産市場の展望と経済への影響

香港、シンガポールとも、現在の不動産価格はやや割高である。何か外的なショックが起こった場合、割高分が直ちに剥落する恐れがあることから、不動産価格は比較的大幅に落ち込む恐れがある。そうした外的ショックの最有力候補が、2015年半ばにも開始されるであろう、米国の利上げだ。

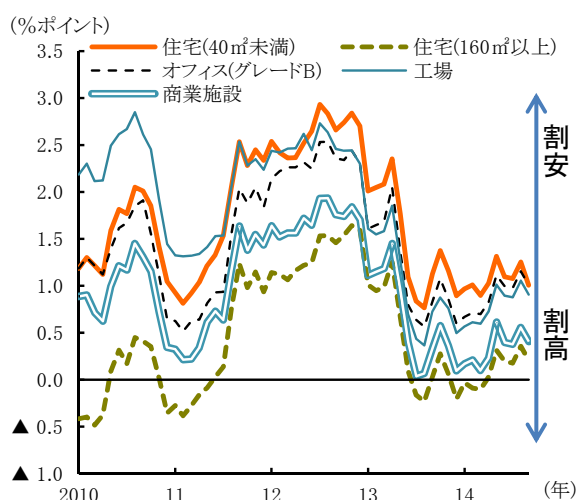
米国が利上げに踏み切れば、短期インターバンク金利は、両国・地域において高い確率で上昇する見通しだ。その場合、短期インターバンク金利との連動性が高い両国・地域の住宅ローン金利も上昇するだろう（8ページ図表 10）。短期金利の上昇に伴い、長期金利も上昇する可能性があるだろう。米国長期金利が海外からの資金流入増加などにより低水準にとどまる可能性もあるが、ここでは長期金利上昇のケースをメインシナリオとしたい。以下、香港とシンガポールのそれぞれについて、米国利上げ後の不動産価格の行方と、その経済への影響について考えてみたい。

図表 6 シンガポールを訪れた旅行者数



(資料) シンガポール政府観光局

図表 7 香港の不動産投資利回りー長期金利



(注) 長期金利は10年物為替基金証券利回り。

(資料) HKMA

(1) 香港

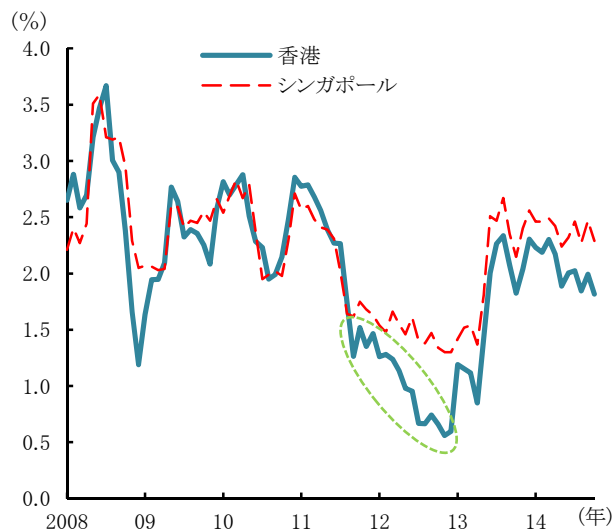
香港では、米国の利上げ局面を背景とした不動産価格下落と、それを起点とした景気の減速が予想される。米国の利上げが住宅ローン金利の上昇に直結する⁸と考えられ、また長期金利上昇も伴う場合は価格の割高感が高まり、不動産価格の下落につながるためだ。現地ヒアリングでは、「今後2年程度は、実質賃金の上昇分で金利上昇に対応できるが、3~4年後に金利上昇ペースが賃金上昇ペースを上回るようになれば、現在の不動産価格から20~30%ほどの調整が起こる」との意見も聞かれた。

では、金利上昇と不動産価格の下落により香港の実体経済と金融にはどのような影響が及ぶだろうか。まず、香港のGDPの7割近く（2013年）を占める個人消費については、①住宅ローンの支払い額が多くなること、②逆資産効果が発生すること、③家具などの住宅関連消費が勢いを欠くこと、などによって、減速するだろう。HKMA（2014）は、①の要因について、住宅ローン金利が3%Pt上昇した場合、所得対比の住宅ローン支払い額の割合は足元の61.9%から80.8%にまで上昇し、過去の平均値である50%を大幅に上回ると分析している。また、同じくHKMA（2013）は、最近の香港の個人消費が不動産所有による資産効果で支えられてきたことを明らかにし、不動産市況の調整が個人消費に影響を与えようとしている。

民間投資についても、①不動産価格の下落を背景とした建設投資の落ち込み、②不動産担保価値の目減りによる設備投資のための借り入れ減少、といった影響が考えられる。

金融にも一定程度影響を与えるだろう。香港の貸出全体に占める建設・不動産開発向け貸出の比率は、2010年3月をピークに低下しているとはいえ、2014年9月時点で23%と貸出全体の1/4弱を占める。不動産価格の下落が起これば、不動産関連貸出の不良債権増加が予想される。ただし、銀行の自己資

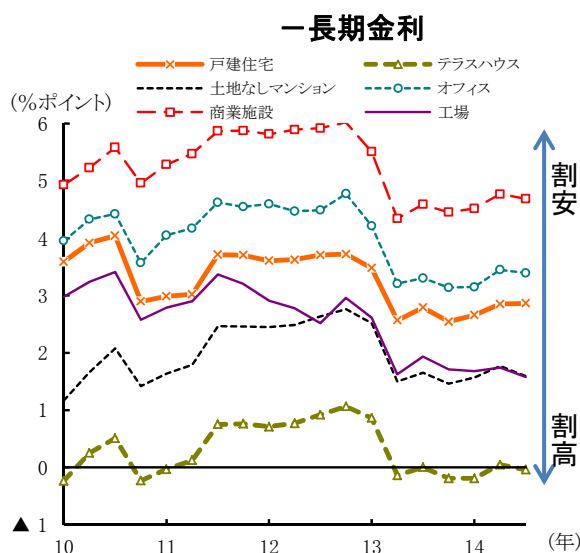
図表 8 長期金利



(注) シンガポール国債と香港為替基金証券の10年物利回り。

(資料) HKMA、MAS

図表 9 シンガポールの不動産投資利回り



(注) 統計上の制約から、オフィスは周辺部、商業施設は中心部とした。長期金利は10年物国債利回り。

(資料) シンガポール都市再開発庁、MAS

本比率や不良債権比率からみて香港の金融機関は健全性が比較的高いと言われており、金融面への下押しに対する耐性は比較的強いとみられる⁹。

(2) シンガポール

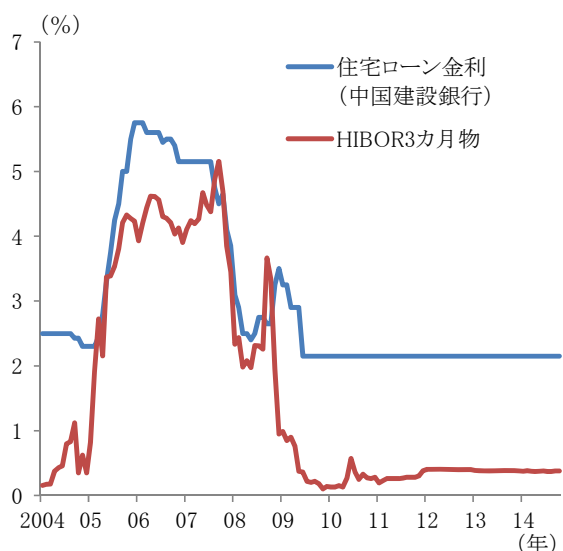
過去を振り返ってみると、リーマン・ショック前の最高値(2008年6月)からショック後の最安値(2009年6月)まで、住宅価格が1年間で約25%も下落したことが記憶に新しい。もっとも、事前の予測が困難で、大規模な衝撃をもたらしたリーマン・ショックと異なり、多くの人が予想する通りの漸進的なペースでの利上げが米国で行われるのであれば、資産価格への影響ははるかに小さいだろう。

シンガポールでは、足元の不動産価格にやや割高感があるものの、既にみた通り香港ほどではなさそうだ。データやヒアリングに基づいて判断すると、米国利上げに伴って割高感が剥落しても、平均的にみれば、不動産価格の下落はせいぜい10%前後にとどまるとみられ、また下落ペースもゆっくりとしたものとなるだろう。さらに、強化し続けてきた不動産投資規制を緩和することもできるため、実際の下落幅はより小さいものにとどまるかもしれない。

この程度の価格下落であれば、景気への悪影響は限定的だ。米国の利上げは米国の景気回復が背景にあるはずであるため、リーマン・ショックの際と異なり、輸出環境が同時に劣悪になることは考えにくいからだ。米国の利上げで金利返済負担が増えることから、その分個人消費は幾分下押しされようが、雇用・所得環境は基本的に良好なので、不振に陥るには至らないだろう。

また、不動産価格の下落によって、金融システムが動揺するような事態は考えにくい。シンガポールでは、もともと銀行の自己資本が厚いことに加え、住宅ローンの融資比率(物件価値に対する融資

図表 10 香港の短期金利と住宅ローン金利



(注) データベース上で唯一入手可能な香港における住宅ローン金利である中国建設銀行の金利を掲載。

(資料) Bloomberg、CEIC

図表 11 米国の短期金利・長期金利



(資料) FRB

額の割合)の上限はもはや6割にまで引き上げられており、1割程度の価格下落による悪影響は極めて限定的だろう。

(3) 終わりに

これまでみてきたように、香港とシンガポールの不動産価格は割高である。そのため、大方がみる通り、米国が利上げに踏み切れば、それをきっかけに2015年にも下落方向へと動く可能性が高い。

どちらかと言えば、やはり注目されるのは、不動産価格の割高感が強い香港の動向だ。2017年に予定されている次期行政長官選挙を巡り、より民主的な選挙を求める学生団体らと香港政府との対立が続いていることもあり、政治混乱から不測の事態が起こって市場にさらなる悪影響が及ぶ可能性も否定できない¹⁰。不動産価格の動向にはしばらく注視が必要だろう。

一方でシンガポールでは、おそらく不動産価格が暴落するような事態は起こらないだろう。政府によるバブル対策が奏功してきたためだ。米国利上げ後の不動産価格は、弱含みながらも相対的に安定した推移となることが予想され、実体経済に大きな悪影響が及ぶことはないと予想される。

なお、別のリスクシナリオも示しておきたい。前回2004年の米国の利上げ局面では、長期金利は当初むしろ低下し、その後は急激な上昇に転じた(前ページ図表 11)。実際、利上げ直後の2004年後半の両国・地域の不動産価格を振り返ると、長期金利に反応しやすい商業施設やオフィスを中心に、香港では価格の上昇ペースが加速し、シンガポールではそれまでの下落が上昇に転じた。こうした事態が今回も繰り返されると、当初の予想外の長期金利低下に過剰に反応した企業投資家が、オフィスや商業施設などを意欲的に買い進め、不動産の割高感がさらに高まってしまう恐れがある。このケースでは、その後の長期金利上昇局面における不動産市場の調整度合いが深くなってしまう可能性があるという点に注意が必要だ。

<参考文献>

稲垣博史「アジアで不動産バブルは発生しているか～現時点で深刻・全面的なバブルが発生しているとはいいがたい～」(みずほ総合研究所『みずほりポート』2011年4月27日)

Hong Kong Monetary Authority (HKMA) (2013) *Half-Yearly Monetary and Financial Stability Report March 2013*

Hong Kong Monetary Authority (HKMA) (2014) *Half-Yearly Monetary and Financial Stability Report September 2014*

Legislative Council (2014) "Individual Visit Scheme," *Research Brief Issue*, No. 6, May 2014

¹ 時期にもよるが、1カ月ないし3カ月のインターバンク金利に連動することが多いようだ。HKMAのデータによると、香港の住宅ローン金利はHIBOR連動型、最優良貸出金利連動型、固定金利連動型の3種類あり、新規住宅ローン承認額のうちHIBOR連動型の住宅ローン金利を採用したものが82.6%(2014年9月時点)と大半を占める。

² 2011年1月以前の両国・地域の不動産投資規制については、稲垣(2011)参照。

³ HKMA(2014)では、プルーデンス政策よりも印紙税増税などの需要コントロール策の方が不動産価格の下落に対して相対的に強い効果をもったと分析している。

⁴ 中原地产「香港私人住宅内地个人买家按季统计」。

⁵ 住宅を買い替えて購入する際の、最大 8.5% の印紙税免除の条件が、従来は買い替え物件の売買契約締結時から 6 カ月以内に現有物件を売却することであったが、引き渡し契約時から 6 カ月以内となった。香港では一般に、新築住宅の予約販売が完工の 30 カ月前から始まるため、予約販売開始と同時に売買契約を締結する場合、6 カ月後に買い替え物件がまだ建設中である可能性が高く、移り住むことが実質的に難しいため、免税の恩恵が広く享受されていなかった。この改正によって、予約販売開始と同時に売買契約を結ぶ場合は、現有物件を 36 カ月以内に売却すれば免税を受けられることとなった。

⁶ 2003 年に中国本土人の香港への個人旅行が解禁され、その対象となる中国の都市数が拡大するにつれて、高額ブランド品の購入を目的とした一泊以上の旅行から、日用品（粉ミルク、薬、化粧品など）の購入のための日帰り旅行が増えたという。中国本土人の香港への個人旅行については、Legislative Council (2014) を参照。

⁷ シンガポールドル高、中国の旅遊法（2013 年 10 月、強制的な商品購入やオプションツアーの禁止などを規定）、インドネシアの景気減速、マレーシア航空機失踪事故（2014 年 4 月）、タイ政情不安（2013 年 11 月にデモ発生）による地域全体への悪影響などが原因と思われる。

⁸ 香港では、香港ドルを米ドルに連動させる為替政策を採用している関係で、基本的に金利も米国に連動する。

⁹ HKMA (2014) によると、2014 年 6 月末時点で自己資本比率は 16.1%、不良債権比率は 0.44%。

¹⁰ 2014 年 8 月 31 日、中国の全国人民代表大会常務委員会（以下、常務委員会）によって、2017 年実施予定の次期行政長官選挙の制度が決定された。産業界の代表らで組織される 1,200 人の選挙委員会が過半数の支持をもって 2~3 名の行政長官候補を指名した上で、有権者が一人一票を投じる、という仕組みである。これに対し、学生団体や民主派議員らは、選挙委員会の委員が親中派で占められる見通しであることから事実上親中派しか立候補できないと抗議し、主要幹線道路を占拠するデモ運動を 9 月末から開始した。11 月 18 日以降、香港の裁判所の決定に基づきデモ隊のバリケードの強制撤去が開始されたが、衝突も発生しており、事態解決の目処は依然として不透明である。

〔共同執筆者〕

アジア調査部主任研究員	稲垣博史	hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com
アジア調査部中国室エコノミスト	玉井芳野	yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。