

■連載（全20回＋総括編）——■

アジア／G20株式市場のいま



広島経済大学 教授
前国際通貨研究所 主任研究員

糠谷 英輝

hideki.nukaya@hue.ac.jp

第13回 サウジアラビア

No. **310**

(2011年6月号)

第18回 メキシコ

No. **321**

(2012年5月号)

第14回 トルコ

No. **312**

(2011年8月号)

第19回 ブラジル

No. **323**

(2012年7月号)

第15回 ロシア

No. **315**

(2011年11月号)

第20回 カンボジア、ラオ
ス、ブルネイ

No. **325**

(2012年9月号)

第16回 南アフリカ

No. **317**

(2012年1月号)

総括編

No. **326**

(2012年10月号)

第17回 アルゼンチン

No. **319**

(2012年3月号)

*2012年4月1日付けで広島経済大学教授に就任
各論文の所属・肩書は執筆当時のもの

公益財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア／G20株式市場のいま

—総括編—



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

これまで20回に亘り、アジア並びにG20新興国の株式市場を概観してきた。

本稿では総括編として、新興国株式市場の今後の育成に関しての共通の課題、各国市場が独自に抱える解決すべき課題、地域で株式市場を統合していく動きをまとめて概観する。また統計資料をもとに、各国株式市場を横断的に比較する。最後に、今後、特に成長が期待される株式市場と東京市場の将来について言及しておきたい。

〈目次〉

1. 株式市場育成に関する共通の課題
2. 各国市場の特徴と抱える問題点
3. 地域統合の動きとグループ化
4. 統計資料による各国市場の横断的比較
5. 今後、成長が期待される市場と東京市場の将来

■ 1. 株式市場育成に関する共通の課題

アジア／G20新興国は、これまで相対的に順調な経済成長を遂げ、今後の経済成長が最も期待される諸国である。一方で、株式市場を含めた金融市場の発達という側面では、未だに先進諸国に大きく遅れており、経済の拡大に金融市場の育成が追い付いていないと言うこともできよう。新興諸国の株式市場育成に関しては、今後、解決していかねばならない共通の課題がある。

(1) 上場企業の増加と業種の多様化

アジア／G20新興国の株式市場では、上場企業が一部業種に偏っている市場や取引銘柄が一部銘柄に集中している市場などが多く見られる。上場企業を増加させ、取引銘柄の選択肢を増加させることが市場の拡大には必須

の課題である。一部業種や一部銘柄に取引が偏る市場では、市場の変動性が大きくなり、さらに後に指摘するようにデリバティブ等のリスクヘッジ手段が未整備の状況では、投資リスクの高い市場となる。

(2) 機関投資家の育成

中国、台湾など、国内個人投資家が大きな地位を占めている株式市場もあるが、こうした市場でも機関投資家の育成は遅れている。BRICS諸国を中心に、年金、保険といった機関投資家の金融資産規模は年に2桁の増加率を記録してきているが、先進国市場と比較すれば、圧倒的に機関投資家の金融資産規模は小さい。市場を安定させる役割を持つ機関投資家の育成が、株式市場の発展には必須の課題である。

(3) デリバティブ市場の育成

インドや国際金融センターとなっている香港、シンガポール、そして韓国などの一部市場を除いて、デリバティブ市場の育成は大きく遅れている。ベトナムなどのようにデリバティブ取引が未だに存在しない市場もある。デリバティブ市場が未発達である要因としては、金融規制による禁止、金融技術や監督規制を含めた市場インフラの未整備、さらに市場参加者の知識不足などが挙げられる。しかし株式市場拡大のためには、リスクヘッジ手段としてのデリバティブ取引の拡大が不可欠の要素であり、相対的にリスクが高い新興国

市場ではリスクヘッジ手段に対する需要はより高まる。株式市場の育成のためには、並行してデリバティブ市場を整備していくことが求められよう。

(4) 外国人投資規制

外国人投資家による投資に大きく依存する市場がある一方で、外国人投資に関する投資規制を設けている市場が大半である。公益企業や軍需関連企業などに関して外国人投資家による出資制限を設けるのは、程度の差こそあれ先進国でも見られる。外国人投資規制の存在そのものは大きな問題であるとは言えない。また通貨政策の観点から外国人投資規制を設ける例もある。

外国人投資規制で問題となるのは、その規制が極めて厳しく、外国人投資そのものが現実的に難しくなるような規制の程度、規制が複雑で外国人投資家にとって理解しにくい、規制が頻繁に、あるいは突然に変更されるなど、投資リスクが大きくなるといった点である。外国人投資規制に関しては、その目的、必要性とその程度を明確にし、実際の運用で複雑にならないような透明性が付与されなければならない。

■ 2. 各国市場の特徴と抱える問題点

各国市場はそれぞれに特徴を持ち、市場拡大に向けて抱える問題点でも個別のポイント

が指摘できる。以下では同じような特徴や問題点を抱える市場をグループ化して見てみたい。なお、各国株式市場の特徴は（図表1）の通りである。

(1) 株式市場の育成そのものが遅れている市場（フィリピン、インドネシア、ベトナム、トルコ、アルゼンチン）

過去の経済政策の失敗（アルゼンチン）、政治的な混乱等による経済成長開始の遅れ（フィリピン、インドネシア、ベトナム）など、株式市場の育成そのものが遅れた理由は様々であるが、いずれの国も今後の経済成長への期待は高く、それだけ株式市場の拡大が大きく期待できる市場である。株式市場の育成のためには、どのような施策をどのようなタイムフレームで展開していくか、他市場とどのような繋がりを持っていくか、自国市場をどのような市場と位置付けていくかなど、今後の市場育成に向けた総合的な計画が特に重要であり、注目すべきポイントとなろう。

(2) 国内での市場統合が必要な市場（中国、インド、ロシア、ベトナム、タイ）

市場が分断していると、上場コスト、流動性コストなど、様々なコストが増加することになり、市場効率の面では大きく劣ることになる。中国では大企業の上場する上海と中堅企業以下が上場する深圳とに分かれ、外国人投資家が投資可能な銘柄と不可能な銘柄に分けるなど、金融規制の側面から市場を分断

している。インド（ムンバイとナショナル）、ロシア（MICEXとRTS）、ベトナム（ハノイとホーチミン）なども市場が分断されているが、市場を分断する必要性があるとは考えられない。複数に分断する市場では、両市場に上場する企業も多く、取引や価格の透明性の点からも問題が生まれる。こうした諸国では、まず自国内の複数の市場（取引所）を統合していくことが求められよう。またタイの場合は市場は分断されていないが、外国人が投資可能な投資対象が複雑化しているという問題がある。市場や投資対象の整理は市場の育成に当たっては、優先的に解決すべき課題であると言える。

(3) 上場企業部門の改革等が望まれる市場

株式市場の上場企業に関しては、その国の経済構造等を反映して各国それぞれに特徴があるのが通常である。しかしこれが行き過ぎている場合には、市場の拡大の障害ともなる。また上場企業が国営企業や同族・財閥企業である場合には、取引可能な銘柄や株数が限定され、上場企業が増加しても、それが取引の増加、ひいては市場の拡大に結び付いていかないケースも想定されよう。

こうした点を指摘できる市場としては、国営企業の上場に関しては中国、ブラジル、ベトナム、サウジアラビア、同族・財閥企業の上場に関しては韓国、インドネシア、フィリピン、トルコ、上場企業の業種別偏りに関し

(図表1) 各国株式市場の特徴

国名	特徴
中国	<ul style="list-style-type: none"> 上海、深圳のメインボードに加えて、創業板、三板市場があり、中国株式市場は多層化しているが、圧倒的にメインボードが株式取引の中心。同一企業のA株とB株の価格差が生じる。 外国人投資家が取引可能なB株市場のうち、およそ8割はA株も上場しているが、両市場は分断され、かつ流動性が大きく異なるため、同一企業のA株とB株の価格差が生じる。 株式取引は個人投資家中心であり、株価の変動が激しい。また中国株式市場は政策相場（政府の政策に左右されやすい）、流動性相場（金融政策に大きく反応する）の色彩が濃くなっている。 株価指数先物取引や信用取引の解禁が進められたが、リスクヘッジ手段はほとんどない。
香港	<ul style="list-style-type: none"> 国際金融センターであるが、最近では特に中国本土と中国国外との金融取引の窓口化。 時価総額に占める中国企業（H株・レッドチップ・その他中国本土民間企業）のシェアは2012年7月末の時価総額で57.6%、取引高で71.7%。 IPOが多く、2011年の株式による資金調達額でも中国企業が30%超のシェアを占める。 中国以外の国際的企業も資金調達で香港市場を利用する例が増加。
台湾	<ul style="list-style-type: none"> 電子産業に特化した国内個人投資家中心の市場。 売買が活発で、配当等の収益率が高い。 グレートイ証券取引所はKOSDAQに次ぐアジア第2位の新興市場。 最近では外国企業の上場が増加。
韓国	<ul style="list-style-type: none"> 財閥系企業が時価総額、取引高ともに上位を占める。 株式発行は第三者、既存株主に充てた発行形態が多い。 外国人投資家の存在感が極めて大きく、国内機関投資家の育成が遅れている。 店頭市場のKOSDAQは国際的にも大きな市場。
シンガポール	<ul style="list-style-type: none"> 上場企業数はASEANではマレーシアに次いで多い（773社：2011年末）。外国企業の上場企業数（311社）はロンドン、ニューヨーク、メキシコに次ぐ世界第4位。 シンガポール取引所を第二市場として活用する外国企業も多い。 2011年で中国企業は上場外国企業数の47%、外国企業株取引高の20%のシェアを占める。 中国企業の時価総額に占めるシェアは18%に過ぎず、シンガポール上場中国企業は中堅企業が多い。
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> 上場が進まず、国営企業以外の上場企業は多くはファミリー企業。 取引対象銘柄は限られ、外国人投資家では40銘柄程度。 企業の財務状況は不透明。 通貨ルピアのリスクを常に抱える。
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> 上場企業の偏り、取引の集中化と価格形成への影響、外国人投資家の影響の大きさが特徴。 上位5銘柄で株価指数のおよそ半分を占める。 IPOは減少、追加発行が多い。 外国人個人投資家の国別シェアでは中国人が35.4%と最大。
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> 債券市場、株式市場ともに相対的に発達。 時価総額の小さい中・小型株が多い市場。 国内企業の上場は進んでおり、上場企業数が多い。 国内機関投資家が持ち切りスタンスであり、売買回転率が低い。 国際イスラム金融センター化を国策とする。
タイ	<ul style="list-style-type: none"> 銀行ローンが最大の資金調達手段で株式市場の発展は相対的に遅れている。 上場企業数は増加傾向にあるが、売買の集中度は相対的に高く、実際に活発な取引対象は限定的。 流通市場はメインボードとフォールンボードに分かれ、外国人投資家の投資対象はローカル株、TTF、NVDR（以上、メインボード）、フォーリン株（フォーリンボード）と複雑。 独特な市場構造の是正が大きな課題。
ベトナム	<ul style="list-style-type: none"> ホーチミンが大企業、ハノイが中小企業と店頭市場。 未公開株（OTC）取引が活発。 外国人投資家の存在感が大きい。 デリバティブ市場はない。 信用取引、同日の同一銘柄の反対取引は不可。
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> 売買可能な流通株式の時価総額はアジアでは日本に次ぐ規模。 金融業と資源産業に特化した株式市場。 売買回転率は高いが、取引対象の株も集中化。 プロモーターや機関投資家も集中化。 米国、ニュージーランドからの投資が多く、アジアからは少ない。
インド	<ul style="list-style-type: none"> 証券取引は主にナショナル取引所で行われる。 取引される株式がなく、デリバティブ取引が発達、外国人投資家の存在感が大きい。 外国人投資家に対する投資規制が多い。 国内取引所の再編、プロモーターによる株式保有構造の改善、国内投資家の育成など課題が多い。
ロシア	<ul style="list-style-type: none"> 主要な証券取引所としてMICEX（ルーブル建てのみ）とRTS（米ドル取引が可能）があり、両取引所に重複上場する企業が多い。 必ずしも流動性のある株式も多く、2010年では約90%に上る。 取引高が圧倒的に大きいMICEX市場では、大型株への集中度が高く、資源産業のシェアが大きい。 決済サイクルが決まっていない、DVPが限定されるなどの問題を抱える。
南アフリカ	<ul style="list-style-type: none"> IPOの手続きが煩雑なためIPOは低迷、中堅企業はPEを、大企業は国外の上場・資金調達を志向する傾向にある。 ロンドン市場をはじめとした他市場への重複上場企業が多い。 外国人投資家に対する投資規制は特に存在しないが、外国人投資家の取引シェアは2割に満たない。 アフリカでは地域別に資本市場を統合する計画が進められ、JSEのアフリカボードも二重上場による地域資本市場設立を促す施策の一つである。
トルコ	<ul style="list-style-type: none"> 国内企業の資金調達は銀行ローンと株式に依存するが、株式市場の発展は相対的に遅れている。 財閥支配の強い企業構造、金融業と製造業に偏った市場構造、外国人投資家の存在感の大ききといった特徴を持つ。 外国人投資家のトルコ株投資は大半が銀行株であり、また国内機関投資家の育成は進んでいない。 外国人投資家に対する取引規制は廃止され、自由に売買が可能となっているが、通貨調整の懸念などの問題を抱える。
サウジアラビア	<ul style="list-style-type: none"> 中東沿岸諸国の株式市場は歴史が浅い、規模が小さい、流通株比率が低い、個人投資家中心で株価の変動性が高い、政府投資ファンド等の株式保有比率が高いといった共通の特徴を持つ。 サウジアラビアでは資金調達は銀行融資の比率が高く、株式市場からの調達は限定的。 サウジアラビアの株式市場は地域では圧倒的な規模を誇るが、石油化学と銀行セクターが大きなシェアを占める、個人投資家のシェアが極めて高いため市場の変動性が高いといった地域共通の特徴を持つ。
アルゼンチン	<ul style="list-style-type: none"> ラテンアメリカの他の取引所と比較しても株式市場の発展は大きく遅れている。 取引高は低迷が続き、上場企業数は減少傾向。 時価総額の比較的大きな一部銘柄に取引が集中し、変動率の高い市場になっている。 主に通貨管理の観点から厳しい投資制限が設けられている。
メキシコ	<ul style="list-style-type: none"> 外国企業の上場が多く、その多くは米国の大企業。 主要な上場企業はADRを発行しており、外国人投資家によるメキシコ株投資は規制が多く、複雑であるため、ADRを購入するのが一般的。外国からの投資では米国からの投資が圧倒的に多い。 同族企業が多く、大企業の間でも売上高などは上位企業への集中が著しい。 様々な株式種類の存在が議決権支配を容易にしている。
ブラジル	<ul style="list-style-type: none"> 新興市場の中でも株式市場の拡大が著しく、主要な証券取引所と比較しても遜色ない活発な株式取引が行われている。 投資家の構成では、外国人投資家と機関投資家を合わせて約7割、個人投資家が約2割を占める。 近年の特徴として、外国人投資家による機動的取引を含めた投資の増加と国内機関投資家による投資の拡大が指摘できる。 企業の資金調達では株式公開や増資を選択するケースも多い。 上場企業の業種別シェアを見ると、資本財産業やサービス産業の育成が遅れている。 外国人投資家に対する投資規制は多く、ADRの取引も活発に行われている。

(出所) 各種資料から著者作成

ては台湾、ロシア、トルコ、サウジアラビアなどが挙げられる。

一般的に株式の2つの役割として、ガバナンスとファイナンスの2点が存在する。国営企業や同族・財閥企業では株式が持つガバナンスの面が投資家にとって大きく制限されることになる。また上場企業の業種別偏りが著しい市場では、当該部門の経済ショックをそのまま受けることになり、投資家にとってはリスクの高い市場となる。各国が抱える経済構造による限界はあるものの、上場企業部門の改革は、市場のさらなる拡大のためには避けて通ることのできない課題であろう。

(4) 外国人投資家の存在感が大きい市場（台湾、韓国、インドネシア、フィリピン、トルコ）

外国人投資家の存在感が大きい、すなわち外国人投資家による投資、取引が多いことは問題ではなく、むしろ好ましいことであるが、その背景に国内投資家の育成が進んでいないという問題があることを指摘できる。外国人投資家の投資動向に市場が大きく左右され、外国人投資家が投資を引き上げた場合に、買い手となる国内投資家が不在で、株価が急落するケースも見られる。今般の欧州債務不安では、韓国やインドネシアで、外国人投資家の投資動向によって市場が大きく揺さぶられる状況が見受けられた。

また市場規模の小さい諸国（ASEAN）などでは、国内投資家が持ち切りの投資スタン

スを取る場合が多く、外国人投資家の比率が特に高くなくても、市場の緩衝剤となる国内投資家は不在となり、結果的には前述のような影響を受ける懸念も存在する。マレーシアなどはその例に挙げられよう。

(5) ADR等海外での取引が活発な市場（ブラジル、メキシコ、南アフリカ）

ADR等は、自国市場で資金調達をする（外国人投資家の投資を受け入れる）ことが難しいために選択される方策であるが、発行企業にとってはそれだけ追加的なコストがかかることになる。重複上場も同様であり、複数の市場に上場することで上場企業は追加コストを負担している。こうしたコスト負担は大手企業であれば可能であっても、中堅以下の企業にとっては厳しい。

また大手企業がADR等を活用することで、自国市場にあまり不便を感じなければ、結果的に市場改革が進まなくなる懸念も生まれる。ADR等が必要となる背景を分析し、その結果を自国市場の育成に繋げていくスタンスが期待される。

■ 3. 地域統合の動きとグループ化

各国では自国株式市場の育成に加えて、地域での統合の動きも出てきている。各国市場の連載でも適宜取り上げてきたが、以下ではアジア新興国、ラテンアメリカ諸国、中東・アフリカ諸国における地域統合の動きやその

可能性についてまとめてみたい。

(1) アジア新興国

アジアにおいては、中華圏とASEANにおいて市場統合の動きが見られる。前者は市場統合というよりは、中国経済・マネーの拡大が周辺市場に影響を広げていく展開である。

① 中華圏における動き

香港が人民元のオフショア市場として拡大を見せ、また台湾と中国も経済関係の緊密化、台湾企業の中国展開の進展を契機に金融面で結び付きを強めつつある。中国企業の上場増加を通じて、シンガポール市場でも中国の存在感が高まっている。またフィリピン、カンボジア、ラオスなどには中国の投資マネーが流入し、株式市場における中国マネーの影響力が強まっている。

このように中国を軸にした動きは経済の拡大、人民元の浸透、中国マネーの増加の多方面から見ていく必要がある。

② ASEANにおける動き

ASEANにおける株式市場統合の動きは上場銘柄の相互取引を可能にする市場リンケージの形で展開されている。ASEAN各国内においても市場リンケージに関する熱意は各国で異なり、また市場リンケージが必ずしも取引の増加に結びつく状況にあるとは言えない。ASEAN諸国の対外証券投資も欧米先進国市場に向かっており、域内クロスボーダー

投資はシェアでは低下傾向にある。こうしたことから単なる市場リンケージではなく、域内クロスボーダー投資を拡大させるような追加的施策（統一的な監督機関や格付け機関の設置、税制措置など）が必要であろう。

(2) ラテンアメリカ諸国

ラテンアメリカの取引所においては、イベロアメリカ取引所連合（FIAB：The Federación Iberoamericana de Bolsas）主導によるプロジェクトとしてブラジル・メキシコ・コロンビア（投資増加に関する取り決め締結）、メキシコ・チリ（市場リンク）の市場連携が進められる一方で、チリ・コロンビア・ペルーで地域取引所としてMILA（Mercado Integrado Latinoamericano）が設立されるなど、複数の動きが展開されている。こうした動きを統合して、地域としてまとまりのある総合的な展開に繋げていけるかがカギとなる。

(3) 中東・アフリカ諸国

アフリカ諸国では、南アフリカ、東アフリカ、西アフリカの各地域毎に株式市場を統合する計画が進められている。西アフリカでは地域証券取引所としてBRVM（Bourse Regionale Des Valeurs Mobiliere S.A.）が設立されている。こうした動きは各国市場が未発達で市場規模も小さく、金融技術を持つ中核国もないことから、現実的な効果を生む見込みは少ないと言える。地域統合に先立って、経済を安定的に成長させ、各国株式市場を育

(図表2) 各国証券取引所の概要

取引所	GDP (2011年IMF: 100万ドル)	時価総額 (2011年末: 100万ドル)	時価総額/GDP (%)	上場企業数 (2011年末)	取引高 (2011年: 100万ドル)	売買回転率 (2011年: %)	市場集中度 (時価総額 上位10社: %)	市場集中度 (取引高 上位10社: %)	株式市場参加者数 (2011年)
上海	7,298,147	2,357,423	46.8	931	3,670,156	159.5	39.7	9.1	377
深圳		1,054,685		1,411	2,843,614	276.2	10.9	7.5	134
香港	243,302	2,258,035	928.1	1,496	1,444,712	63.6	37.3	30.5	534
台湾	466,832	635,506	136.1	824	887,520	131.2	37.1	25.7	1,170
韓国	1,116,247	996,140	89.2	1,816	2,022,640	194.2	33.4	21.4	61
シンガポール	259,849	598,273	230.2	773	284,289	45.9	25.7	28.6	4,336
インドネシア	845,680	390,107	46.1	440	109,191	27.0	44.3	44.8	—
フィリピン	213,129	165,066	77.4	253	27,755	16.6	41.2	43.8	184
マレーシア	278,680	395,624	142.0	940	135,524	32.9	37.1	36.5	210
タイ	345,649	268,489	77.7	545	222,112	80.2	47.2	38.8	38
オーストラリア	1,488,221	1,198,187	80.5	2,079	1,194,163	94.2	43.6	41.8	596
インド(ナショナル)	1,676,143	985,269	58.8	1,640	584,140	52.4	31.4	27.6	—
ロシア (MICEX)	1,850,401	770,609	41.6	284	514,706	61.0	62.1	96.0	634
南アフリカ	408,074	789,037	193.4	395	370,192	42.1	25.2	12.1	60
トルコ	778,089	197,074	25.3	264	405,136	183.2	44.9	43.6	103
サウジアラビア	577,595	338,873	58.7	150	291,427	86.0	58.2	32.9	34
アルゼンチン	447,644	43,580	9.7	105	3,278	5.6	70.1	71.1	—
メキシコ	1,154,784	408,690	35.4	476	120,632	24.4	65.9	62.1	32
ブラジル	2,492,908	1,228,936	49.3	373	925,690	67.1	53.1	47.7	87

(注) ベトナムはWFE未加盟のため本表からは除いた。

本表では、インドはナショナル取引所を、ロシアはMICEXを取り上げた。

市場参加者数はブローカー、ディーラー、個人等、証券取引所の取引システムに直接接続して取引を行っている参加者数。

(出所) WFE, IMF

成していくことが必要な課題である。

中東・北アフリカ諸国においては、特に市場統合のような展開は見られない。むしろアラブ首長国連邦のドバイがNASDAQ OMXグループに、カタールがNYSE Euronextグループに所属するなど、欧米取引所のグループに入る動きが見られる。しかし同地域ではイスラム金融化の進展、現在は動きが止まっているもののGCC（湾岸協力会議）諸国による通貨統合計画などもあり、こうした動きの展開によっては、市場のリンケージや統合が進む可能性もあろう。

■ 4. 統計資料による各国市場の横断的比較

統計資料から各国市場を横断的に比較した

らどうであろうか。WFE（国際証券取引所連合：World Federation of Exchanges）のデータをもとに見ておきたい。横断的な比較結果は（図表2）の通りである。なお、ベトナムはWFE未加盟のため、横断的比較からは除く。

(1) 市場規模の比較

金融資産規模（株式、債券、銀行ローンの合計）は日米欧などの先進国では経済規模（GDP）の4倍超であるが、中国では2.8倍、インドでは2倍、アジア新興国では1.7倍程度と金融資産の蓄積は遅れている。新興国では、経済が順調に拡大する一方で、自国金融市場における金融資産の蓄積は金融インフラ、市場参加者、金融規制など様々な要因から、経済拡大ペースには追いついていないのが現実である。

(図表3) 時価総額/GDPが50%以下の取引所

アルゼンチン	9.7%
トルコ	25.3%
メキシコ	35.4%
ロシア (MICEX)	41.6%
インドネシア	46.1%
中国	46.8%
ブラジル	49.3%

また自国市場における金融資産のシェアを見ると、アジア諸国等の新興国の場合、先進国に比較して、株式のシェアが高いという傾向もうかがえる。これは逆説的に、新興国では債券市場の発展が遅れているということでもあるが、株式市場の育成が新興国にとっては金融面で重要な課題であることを表してもいよう。

それでは本稿で取り上げた新興諸国の株式市場はどのような状況になっているのか。(図表2)に見るように、国際金融市場となっている香港、シンガポール、アジア諸国の中でも株式市場の発展が相対的に進んだ台湾、マレーシア、そして南アフリカで株式時価総額がGDPを上回る水準に達している。

一方で、経済規模に比較して、株式市場の発展が遅れている諸国は(図表3)の通りである。デフォルトを起こし、未だに国際金融市場に完全に復帰していないアルゼンチンの時価総額はGDPの1割に満たない。ロシア、中国、ブラジルのBRICS諸国は経済規模が大きく、それに比して金融市場の育成が遅れている状況がうかがえる。トルコ、メキシコ、

インドネシアは、G20諸国の中でもBRICS諸国に次いで経済成長が期待される諸国であり、それだけ今後の市場拡大の潜在性が高い諸国であると言えよう。こうした諸国で、市場拡大に向けてどのような方策が取られ、市場インフラや金融監督規制等の整備がどの程度進むかが注目されよう。また、いずれの諸国でも上場企業の財務状況などの透明性、信頼性の向上が大きな課題とされる。国営企業、財閥、汚職といった新興国が抱える課題を解決することが株式市場の発展には不可欠な条件となる。

次に、過去5年間で株式市場がどの程度拡大したのか、新規上場企業による時価総額の増加率(新規上場株式時価総額の時価総額全体に占める比率)と上場企業数の増減を見たのが(図表4)である。

上海、深圳の中国市場が年平均で13%超の増加率を記録しており、5年間で上場企業数も大きく増加している。新興国の中でもとりわけ中国株式市場の拡大が顕著であることを表していよう。新規上場企業株式による時価総額の増加率が高い市場としては、中国

(図表4) 新規上場株式による時価総額の増加(対時価総額比：%)と上場企業数の増減

取引所	2007	2008	2009	2010	2011	平均	上場企業数増減 (2007～2011年)		
							国内企業	外国企業	合計
上海	42.7	6.5	3.7	8.9	4.5	13.2	71	0	71
深圳	0.0	11.0	8.2	21.1	13.8	13.5	741	0	741
香港	5.8	2.2	4.1	4.8	4.6	4.3	240	15	255
台湾	2.4	1.4	0.9	2.6	1.6	1.8	74	47	121
韓国	4.0	4.0	2.1	3.9	0.4	2.9	44	15	59
シンガポール	3.5	2.9	1.6	2.4	8.9	3.9	-10	21	11
インドネシア	4.2	10.8	0.9	5.3	2.7	4.8	57	0	57
フィリピン	2.8	5.7	0.2	1.7	0.6	2.2	9	0	9
マレーシア	0.7	5.2	4.5	5.0	2.4	3.6	-51	5	-46
タイ	3.7	2.3	0.7	0.7	3.5	2.2	22	0	22
オーストラリア	1.3	0.2	0.3	1.6	0.9	0.9	70	11	81
インド(ムンバイ)	5.2	4.4	1.9	5.0	0.5	3.4	225	0	225
インド(ナショナル)	6.4	11.8	2.4	6.3	8.3	7.0	309	1	310
ロシア(MICEX)	0.0	14.1	0.6	6.7	7.7	7.3	—	—	—
南アフリカ	1.4	0.8	1.5	0.7	0.4	1.0	-27	11	-16
トルコ	5.4	8.9	1.1	3.1	1.7	4.0	-56	1	-55
サウジアラビア	0.0	16.4	1.3	1.0	0.5	4.8	—	—	—
アルゼンチン	6.1	0.9	0.0	0.4	0.1	1.5	-7	1	-6
メキシコ	1.2	5.9	0.0	1.5	0.6	1.8	3	106	109
ブラジル	7.9	2.7	1.3	1.9	1.2	3.0	-29	-2	-31

(出所) WFEのデータをもとに筆者作成

のほかに、ロシア(MICEX：年平均7.3%)、インド(ナショナル：同7.0%)が挙げられる。インドはまた中国と同様に、上場企業数が大きく増加しているのも特徴である。これに次いで、インドネシア(同4.8%)、サウジアラビア(同4.8%)、トルコ(同4.0%)の増加率が高い。サウジアラビアは2008年の増加率が高かったものの、その後は低迷している。これに対してインドネシア、トルコは堅調な拡大を示している。両国は前述の通り、経済規模に比較して、株式市場の発展が遅れており、経済の成長に伴い、株式市場の拡大もペースを早めてきていると見ることができよう。上場企業の増加数を見ると、香港、台湾、

韓国とオーストラリアで増加が顕著に見られる。しかも外国企業の上場が増加しているのも特徴である。なお、メキシコは外国企業の上場が圧倒的に多いが、これは上場する外国企業が米国の大企業や金融業中心といった特殊な状況にあり、外国企業の上場が株式市場の拡大に繋がっているとは言えない。

(2) 取引状況の比較

各国市場の取引状況を売買回転率と市場集中度から比較してみよう。

売買回転率を見ると、2011年の売買回転率が100%を上回っているのは、上海(159.5%)、深圳(276.2%)、台湾(131.2%)、韓国

(図表 5) 売買回転率が50%以下の取引所

アルゼンチン	5.6%
フィリピン	16.6%
メキシコ	24.4%
インドネシア	27.0%
マレーシア	32.9%
南アフリカ	42.1%
シンガポール	45.9%

(194.2%)、トルコ (183.2%) の各市場である。これら市場は国内個人投資家 (中国、台湾) か外国人投資家 (韓国、トルコ) の存在感が大きな市場であり、こうした投資家が頻繁に売買を行うために売買回転率が高くなっている。反対に売買回転率が低い市場は (図表 5) の通りである。売買回転率が低い要因としては、市場の育成事態が遅れていること (アルゼンチン、フィリピン、インドネシア)、投資家の投資スタンスが持ち切りが多いこと (マレーシア)、他市場で取引される事例が多いこと (メキシコ、南アフリカ) などが挙げられる。

また取引が一定の銘柄にどの程度集中しているか、市場集中度を見ると、ラテンアメリカとロシアで高い傾向にある。アルゼンチン、メキシコの両市場は売買回転率が低く、且つ市場集中度も高い。他市場に比べて取引そのものが停滞していると言えよう。

取引の結果である市場の変動性はどうであろうか。(図表 6) は各市場の主な株価指数を対象に、過去 5 年間での高値と安値から変動率を見たものである。

過去 5 年間で変動率が高い市場はアルゼン

チン (342%)、ロシア (MICEX : 284%)、インドネシア (280%)、上海 (254%)、トルコ (234%) である。取り上げた株価指数の構成銘柄数や構成銘柄のウェイト等に相違があるため単純比較はできないが、ロシアは一部銘柄の動向で大きく市場が変動し、インドネシア、トルコは経済成長期待が高いために株式投資が増加するが、投資家が外国人投資家主体であるため、その動向によって、株価が大きく変動するものと見られる。

■ 5. 今後、成長が期待される市場と東京市場の将来

今後、成長が期待される市場はどこか、そしてアジアの中で日本 (東京市場) はどのようなスタンスを取っていくべきかについて、私見を述べておきたい。

(1) (外国人投資家から見て)

今後、成長が期待される市場

今後、成長が期待される市場として、トルコとインドネシアの 2 市場を挙げておきた

(図表6) 各取引所の株価指数の変動率

取引所	指数名	過去5年間終値ベース		株価指数の変動率(%)
		高値	安値	
中国(上海)	上証総合指数(SHCOMP)	6,092.057 2007.10.16	1,719.812 2008.10.29	254
香港	香港ハンセン指数(HIS)	31,638.22 2007.10.30	11,051.84 2008.10.27	186
台湾	台湾証券取引所加重指数(TWSE)	9,809.88 2007.10.29	4,171.10 2008.11.21	135
韓国	韓国証券取引所総合株価指数(KOSPI)	2,206.70 2011.4.27	938.75 2008.10.24	135
シンガポール	ストレイトタイムズ指数(STI(FSSTI))	3,831.19 2007.10.11	1,513.12 2009.3.6	153
インドネシア	ジャカルタ証券取引所総合指数(JCI)	4,224.003 2012.5.3	1,111.390 2008.10.28	280
フィリピン	フィリピン証券取引所PSEi指数(PCOMP)	5,369.98 2012.7.5	1,713.83 2008.10.27	213
マレーシア	FTSEブルサマレーシアKLCI指数(FBMKLCI)	1,645.00 2012.7.18	832.44 2008.10.28	98
タイ	SET指数(SET)	1,239.06 2012.5.2	384.15 2008.10.29	223
オーストラリア	S&P/ASX200指数(AS51)	6,754.1 2007.10.31	3,154.5 2009.3.9	114
インド(ナショナル)	S&P CNX NIFTY指数(NIFTY)	6,279.1 2008.1.7	2,584.0 2008.10.24	143
ロシア(MICEX)	MICEX指数	1,969.91 2007.12.12	513.62 2008.10.27	284
南アフリカ	FTSE/JSEアフリカ全株指数(JALSH)	35,494.64 2012.8.8	18,066.38 2008.11.21	96
トルコ	ISE100株価指数(XU100)	71,006.82 2010.10.22	21,228.27 2008.11.20	234
サウジアラビア	タダウル全株指数(SASEIDX)	11,597.01 2008.1.15	4,143.23 2009.3.10	180
アルゼンチン	MERVAL株価指数(MERVAL)	3,664.82 2011.1.20	828.99 2008.11.21	342
メキシコ	IPC指数(MEXBOL)	41,476.48 2012.7.27	16,978.84 2008.10.24	144
ブラジル	ボベスバ指数(IBOV)	73,516.81 2008.5.20	31,481.55 2008.10.24	134

(注) 2012年8月10日時点。

高値・安値の下段は当該終値を付けた日付。

株価指数の変動率は(期間内の最高値-期間内の最安値)/期間内の最安値×100で計算。

(出所) データはBloomberg

い。両市場ともに今後の経済の拡大が大きく期待されている一方で、株式市場の拡大は遅れている。しかし最近では市場の拡大が急速に進んできている。両国ともに人口が多く、国民所得も増加している。長期的には個人投資家の広がり期待できる市場でもあろう。反面、財閥やファミリー企業が主体といった企業構造、上場企業の増加がなかなか進まないこと、そしてインドネシア・ルピア、トルコ・リラという自国通貨が抱える問題点(為

替相場、通貨調整の可能性等)も挙げられる。両市場ともに解決すべき課題は多く、その解決には時間もかかる。しかし両市場ともに、既に外国人投資家が活発に取引を行っており、外国人投資家の存在感も大きい。外国人投資家が投資する市場という観点からすれば、両市場が相対的に魅力のある市場であろうと思われる。

また注目すべき市場としてマレーシアを挙げておきたい。マレーシアはアジア諸国の中

でも金融市場の発展が進んだ市場であり、債券市場、株式市場ともに発達している。このため今後、市場が大きく拡大する見込みは大きくはない。しかしマレーシアは金融インフラも整っており、加えて国策としてイスラム金融の国際的ハブ市場となることを目標としており、現在のところ世界最大のイスラム金融市場に発展している。イスラム金融は今後も拡大が見込まれる分野である。イスラム金融を取り込んで、金融市場全体としてマレーシア市場がどのように拡大していくのかは注目すべきポイントであろう。

(2) 東京市場はどのように進んでいくべきか

アジアでは前述した通り、中国や人民元を核にした市場の拡大が進んでおり、一方でASEANはグループとして市場の統合を進めている。アジアの中でこうしたグループから外れているのは日本と韓国である。韓国はカンボジア、ラオスの証券取引所設立に関与し、さらにモンゴル等、周辺諸国に展開を進めている。日本はASEAN諸国等への市場育成支援を進めつつも、どのような方向に進んでいくのか、その方針は明確とは言えない。

こうした中、特筆されるのは円・人民元の直接取引の開始であろう。中国経済が拡大し、これに伴い人民元の国際化が進み、中国マネーがアジア市場でも影響力を高めていくことは間違いない。こうした中国と比較して日本が優位にあるのは国際通貨としての円、透明

性が高く、規模の大きい国際金融市場としての東京市場である。したがって日本の優位性を中国の拡大に結び付けていくことで、日本としてもアジアにおける金融面での影響力を維持していくことが求められよう。オフショア市場として東京市場における人民元の取扱いを拡大させ、一方でこれまで金融市場の育成を支援し、経済面で深く結び付いたASEAN諸国との金融取引面での結び付きを一層強め、中国とASEAN諸国等を金融面で媒介する市場として、東京市場を発展させていくべきである。香港市場が人民元の国際金融市場としての地位を高めているが、アジアで唯一の国際通貨である円の母国市場である東京市場は香港市場とは違った形で、人民元を国際的に繋げていく市場になり得よう。こうした考えはおそらくは日本の既存の政策スタンスであろうが、要すればそれをどのように実行に移していくか、その実施計画が問われている段階であると言えよう。

