

アセアン金融市場統合に向けた 展望と課題



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

はじめに

アセアンは、貿易・直接投資の域内取引が進み、サプライチェーンを含めて、1つの経済圏に成長している。2015年末にはアセアン経済共同体（AEC：ASEAN Economic Community）の創設が予定されており、経済圏としての一層の一体化が進む。また持続的な経済成長に向けて、インフラ整備等の膨

大な資金需要が存在し、アジア開発銀行（ADB）によれば、その規模はアセアンで2020年までに5,500億ドル、アジア域内では、11年間に8兆ドルと試算されている。一方で、経済成長に伴って、アセアン各国では中間所得層も増加し、貯蓄が増加するとともに、資金運用需要も拡大している。このように経済成長に伴って、アセアンでは資金調達、運用の両面に亘り、金融の果たす役割が、これまで以上に重要になっている。

アセアンの金融市場を見ると、アジア通貨危機以降、その反省を踏まえ、域内債券市場の育成が進められ、また域内投資を活発化させる目的で、株式市場でのクロスボーダー取引を促す施策が進められている。こうした対応を経て、債券市場、株式市場ともに拡大している。

それではアセアン金融市場の発展は、経済成長との関係から問題はないのか、どのような課題があるのか、それが本稿の問題意識である。アジア債券市場や株式市場育成の各施

目次

はじめに

1. アセアン主要4カ国の金融市場の特徴
2. 銀行セクターの自由化・統合化への取組みと課題
3. 債券・株式市場の育成と統合に向けた動き
4. アセアン金融市場育成に向けた枠組み
5. 新興国経済と金融の課題

(図表1) アセアン4カ国の金融セクター・金融市場の概観

国名	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ
銀行部門	(2014年9月末)			
行数	155	54	648	30
資産残高(10億ドル)	484.9	686.6	251.3	530.9
資産残高の対GDP比率(%)	54.6	210.6	88.3	142.0
保険部門	(2013年末)			
社数	140	65	104	88
資産残高(10億ドル)	52.4	74.9	22.9	84.2
資産残高の対GDP比率(%)	7.0	23.0	8.1	22.5
年金基金				
基金数	269	10	2	2
資産残高(10億ドル)	45.1	214.8	30.3	45.4
資産残高の対GDP比率	5.1	65.9	10.7	12.2
投資信託関連				
ファンド・社数	794	77		33
資産(10億ドル)	54.2	192.1	18.5	122.8
資産の対GDP比率	6.1	58.9	6.5	32.9
ノンバンク(フィリピン)、証券会社(タイ)				
社数			5,989	45
資産残高(10億ドル)			4.3	6.8
資産残高の対GDP比率(%)			1.5	1.9
債券市場				
現地通貨建て債券残高(10億ドル)	123.49	315.53	104.26	281.32
現地通貨建て債券残高の対GDP比率(%)	15.16	103.13	36.85	76.25
うち国債残高の対GDP比率(%)	12.95	60.46	30.83	57.23
うち社債残高の対GDP比率(%)	2.21	42.67	6.02	19.02
外貨建て債券残高(10億ドル)	66.63	34.04	45.36	16.30
株式市場				
時価総額	422.13	459.00	261.84	430.43
上場企業数(社)	506	905	263	613

(注) 特記なき限り2014年末。

(出所) ADB “LOCAL CURRENCY BONDS AND INFRASTRUCTURE FINANCE IN ASEAN + 3”,
July 31, 2015, Asian Bonds Online, World Federation of Exchangesのデータより作成。

策に関しては、多くのレポートが発表されている。本稿ではそれらの細部の検討ではなく、アセアン各国市場の特徴や市場育成の全体像を概観し、そこから問題を探り、課題を提示したい。

またアセアンの金融市場で課題と思われるポイントは、新興国の金融市場全体で指摘できることでもあり、それが国際投資資金の流出入等を通じて、新興国経済を動揺させる背景にもなっているのではないか。この点は最後に指摘する。

1. アセアン主要4カ国の金融市場の特徴

10カ国からなるアセアン諸国では、経済と同様、金融セクターも、発展段階をはじめ各国によって異なる特徴を持ち、多様性に富んでいる。はじめにアセアンの中核をなし、アセアン先進国とされるインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンの4カ国からアセアン金融市場・金融セクターの特徴を見ておきたい(図表1)。

最も発達した金融市場を持つのはマレーシアである。金融資産残高は先進国に相当する規模であり、保険会社や社会保障基金などの機関投資家も育成されている。イスラム金融の国際的ハブとなることを国策として、イスラム金融の発展を進めるといった特徴も合わせ持つ。しかし投資家のリスク回避姿勢は強く、社債発行はAA格以上にほぼ限られ、満期まで保有する（持ち切り）投資家が多くを占める。これは株式市場でも同様であり、売買回転率が低くなっている。

タイの金融市場はゆっくりとだが発展してきている。企業の資金調達で銀行融資への依存度が相対的に高いこと、債券市場では個人投資家の存在感が大きいことが特徴として挙げられる。個人向け貯蓄国債や銀行の支店を通じて販売される社債が預金代替の投資手段となっており、債券残高の15%以上、社債に限れば約半分を個人投資家が保有する。このため社債も満期までの持ち切りが多い。株式市場では、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、実際に活発に取引される銘柄は限定されること、流通市場は、外国人投資家にとっては、極めて複雑な市場となっていることなどが特徴である。

人口規模が大きいことから経済成長への期待が高いインドネシアの金融市場では、銀行が独占的地位を占め、金融資産残高の5分の4を有している。現地通貨建て債券市場は残高ベースでは着実に増加しているが、対GDP比では2000年をピークに低下傾向にある。社

債残高も増加しているが、対GDP比では2000年とあまり変わらない。経済の成長に金融市場の拡大、金融資産の増加が追い付いていないのが実態である。

インドネシアと同様の特徴が指摘できるのがフィリピンである。金融セクターでは銀行が独占的地位を占めるが、これはフィリピンでは企業グループ（コングロマリット）が中心的な存在となっていることが背景にある。銀行資産の6割、主要10行のうちの7行をコングロマリットが占め、またフィリピン証券取引所の時価総額の4分の3をコングロマリット関連が占めている。債券市場は残高ベースでは増加しているが、対GDPベースでは低迷していること、機関投資家が育ってないことなどもインドネシアと同様である。

このようにアセアン諸国では、企業等の資金調達で銀行融資への依存が大きい。金融の中核は銀行セクターによる間接金融が担っていると見える。アジア通貨危機以降、債券市場、株式市場は発達してきているが、これら市場からの資金調達が可能であるのは、国有企業や大企業に限定される。

大半を占める中小企業は、資金調達を銀行やノンバンクに依存している。銀行セクターも主要行への集中度が高い（総資産ベースでマレーシアでは主要3行で56%、インドネシアでは35%を占める）、審査能力が高くない（不動産担保融資などが主流）、融資期間は1年までの短期融資で、中長期融資は短期融資の借り換えで対応するなどの問題を抱えてい

る。借り換えを繰り返さなければならないことは、事業リスクを高いものとするに繋がる。経済成長のためには、中小企業の成長が必須であり、金融セクターがそのために十分な役割を担っているとは言えない状況である。またこうしたファイナンスに関する問題は、アセアンに進出する日系中小企業でも最大の問題ともなっている。

社債市場の特徴をまとめれば、経済構造からやむを得ないとも言えるが、発行体が国有企業や一部の業種に偏っていること、満期まで保有する投資家が大半であり、流動性が低く、売買スプレッドが拡大していることが、問題点として指摘できよう。

株式市場は各国の経済体質や企業構造などを写す鏡でもあり、経済が多様化しているアセアン諸国では各国によって特徴も様々である。全体的な特徴としては、時価総額、売買高ともに大きく増加しているが、株式売買は金額の小さい売買が多数行われていることが指摘できよう。株式市場の育成そのものが相対的に遅れているインドネシア、フィリピンでは、上場企業に同族や財閥系企業が多いこと、外国人投資家の存在感が大きいことも指摘できる。

■ 2. 銀行セクターの自由化・統合化への取り組みと課題

アセアン諸国では、国ごとに違いはあるものの、ファイナンスを銀行借入に依存する比率が高いことは前述した。銀行借入の問題点と

しては、リスクが高い資金、長期の資金の供給が十分に行われないという点が指摘できる。

現在、アセアン諸国では、域内金融市場の育成と統合へ向けた動きが進められている。以下、アセアンにおける銀行セクターの自由化・統合化への取り組みを、その骨子に絞って紹介しておく。

アセアンは2015年12月末を期限として、アセアン経済共同体（AEC）の構築を進めている。このうち金融サービスの自由化・統合では、金融仲介機能を強化することで、経済成長に必要な企業の育成を資金調達の側面から支えるとともに、金融危機等への耐性を高めることが期待される。自由化の目標年度がAECの2015年ではなく2020年まで延長されていること、自由化したくないサブセクターを区分して、自由化の例外にすることを可能としていることが特徴として挙げられる。

銀行セクターの自由化・統合への取り組みはASEAN Framework Agreement on Services（AFAS）とASEAN Banking Integration Framework（ABIF）の2つの枠組みで進められている。

AFASでは、各国が事前に合意したリストをもとに、2020年を期限として、銀行、保険、資本市場の制限を実質的に除去することが目指されている。自由化に当たっては、準備が出来た国から自由化を先行し、他の国がそれに続く方式（ASEAN-X）によること、どこまで自由化するかは各国の政策目標を尊重し、各国の裁量に任されていることが特徴である。

(図表 2) 各国政府・銀行の方向性

外資銀行参入に関する各国のスタンス	
シンガポール	参入を容認
マレーシア	
フィリピン	
タイ	許可制だが、外資の業務展開を後押し
インドネシア	外資の業務展開を制限
銀行の海外戦略	
シンガポール	自国市場が小さいこともあり、ASEAN全域でビジネスを拡大する意向
マレーシア	
タイ	メコン地域での拡大に重点を置く
インドネシア	国内優先、海外は限定的
フィリピン	

(出所) 各種資料から筆者作成

ABIFは2012年のアセアン財務相会議でタスクフォースの設立が報告された。ABIFはAFASを補完する位置づけで、AFASが国内金融市場を自由化することで銀行セクターの統合を目指すのに対して、ABIFは金融規制の調和など、銀行セクター統合のための金融インフラの構築を目指している。

ABIFの今後の計画は、以下の通りである。

- ・2015年中 少なくとも1つ、アセアン2国間ないし多国間のABIFの合意(agreement)を先駆的に実現。
- ・2018年中 アセアン5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）の国は、それぞれ少なくとも1カ国とABIFの取り決め(arrangement)を締結。
- ・2020年中 アセアン全ての各国が、少なくとも1カ国とのABIFの取り決め(arrangement)締結(ないし締結に近い形)。

2014年12月末、インドネシア中央銀行、インドネシア金融庁及びマレーシア中央銀行は、ABIFに関する二国間の覚書(Head of Agreement)を締結した。

ABIFでは、一定の基準を満たした適格銀行(QABs: Qualified ASEAN Banks)にアセアン域内での営業を認めるアセアンパスポートを与えるなどの施策が考えられている。基準としては、自己資本、連結会計、大規模なエクスポージャー、会計・透明性に関わる規制等が挙げられている。2015年3月のアセアン財務相会議では、金融市場の自由化に向けて、域内銀行の相互進出を加速することで一致した。

QABsが行うビジネスはホールセール業務が現実的であり、また銀行の集中度が高いアセアン諸国では、QABsは主要行に限られるものとみられる。また各国政府や銀行の方向性が異なっているのが、QABsの課題として指摘される(図表2)。

(図表 3) アジア債券市場育成の取組みの概要

2003年 6 月	東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) が ABF (Asian Bond Fund) を創設
2003年 8 月	ASEAN+3 財務大臣会議がアジア債券市場イニシアチブ (ABMI) を設置 ①新たな債務保証証券の開発 ②信用保証および投資メカニズム、③外国為替取引決済システム ④国際開発金融機関およびアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券発行 ⑤地域の格付機関および情報発信 ⑥技術支援、の 6 つのワーキンググループを設立
2004年12月	EMEAP が ABF 2 を創設
2008年 5 月	ABMI が新ロードマップを作成 ①現地通貨建て債券発行の促進 ②現地通貨建て債券の需要促進 ③規制枠組みの改善 ④債券市場関連インフラの改善、の 4 つのタスクフォースを設立
2010年 5 月	ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) が設立 (ABMF は民間市場参加者を加えたフォーラム)
2010年11月	信用保証投資ファシリティ (CGIF) が設立 (CGIF は ASEAN+3 各国とアジア開発銀行との共同出資)
2012年 5 月	ABMI が新ロードマップ・プラスを公表 ①CGIF の保証業務の開始 ②インフラ・ファイナンス・スキームの育成 ③国債市場のさらなる発展と証券貸借市場・レボ市場の整備 ④機関投資家向けの投資環境整備及び ABMI の情報共有 ⑤ABMF の活動の強化 ⑥消費者や中小企業の金融アクセスの強化 ⑦域内決済機関 (RSI) の設立に向けた取組みの促進 ⑧地域格付けシステムの基盤の強化 ⑨債券市場育成・当局の能力強化に向けた技術協力の促進 の 9 つの第一優先課題を決定
2013年 4 月	CGIF が第 1 号案件を執行
2013年 5 月	CSIF (Cross-border Settlement Infrastructure Forum) を ABMF の下に設置することを合意

(出所) 各種資料より筆者作成

3. 債券・株式市場の育成と統合に向けた動き

債券市場、株式市場は地域としての育成や統合に向けた取組みが銀行セクターに先行して進められている。簡単にこれまでの動きを振り返っておこう。

アセアンにおける債券市場の育成は、アセアンの枠組みとアセアン+3 (日本、中国、韓国) の枠組みの両方で進められている。アジア債券市場育成の中心となっているのは、アセアン+3 による ABMI (Asian Bond Markets Initiative) である。

ABMI はアジア債券市場育成のための国際

的な枠組みとして 2003 年 8 月に組成された。2008 年 5 月には、新ロードマップが作成され、図表 3 に示した 4 つのタスクフォースが設立された。続く 2012 年 5 月には新ロードマップを発展させた新ロードマップ・プラスが作成され、4 つのタスクフォースで優先的に取り組む諸課題が図表 3 に示した通りに決められた。

株式市場に関しては、アセアン各国の資本市場監督当局によりアセアン資本市場フォーラム (ACMF: ASEAN Capital Markets Forum) が組成され、ACMF が資本市場統合計画 (The Implementation Plan) を作成し、同プランによって、株式市場や投資信託を主な対象とした資本市場の統合が進められている。

ACMFの下、株式市場についての主な取組みとしては、ASEAN Exchanges Web SiteとASEAN Trading Linkが挙げられよう。実施主体はASEAN Exchangesであり、ASEAN Exchangesの目的は、アセット・クラスとしてのアセアン資本市場の成長促進、より多くの投資家に対するアセアンへの投資機会の提供、域内取引所の流動性向上とされている。

域内外の投資家が域内取引所上場銘柄を容易に売買できるようにするのがASEAN Trading Linkである。ASEAN Trading Linkは2012年9月18日に稼働を開始し、これまでマレーシア取引所、シンガポール取引所、タイ証券取引所の3取引所が接続されている。またフィリピン証券取引所は、2016年にもASEAN Trading Linkに参加する方針を表明している。

ASEAN Trading Linkに接続を決めたブローカーは、取引国のライセンスを保有していなくても、同Linkに接続している各取引所において、直接取引を行うことが出来る。但し、市場規則や取引規則は各取引所における既存の規則が従来通り適用されることになる。

しかし未だ同Linkの稼働が株式取引の増加に繋がっているという結果は出て来ていない。既に接続した3カ国では、大手証券会社が自力で支店網やネットワークを築き、相互投資自体は以前から可能であった。一方で、個人投資家をはじめ、投資家層の育成が進んでおらず、国内での投資の増加がこれからと

いう段階にある。そうした状況で、海外投資を増やすという循環に至るまでにはかなり時間を要するものとみられる。

■ 4. アセアン金融市場育成に向けた枠組み

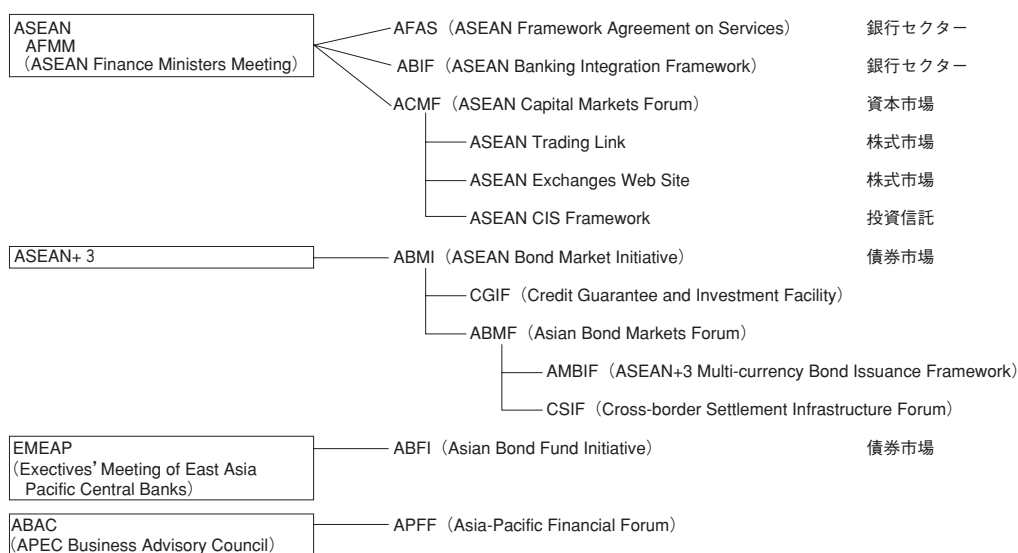
見てきたように、アセアンでは、域内金融市場の育成と統合に向けた取組みが進められている。しかしこうした取組みは複数の枠組みで、半ば錯綜して進められている。全体の枠組みは図表4の通りである。

主な主体となっているのは、ASEAN（財務相会議、中央銀行総裁会議、資本市場フォーラム）、ASEAN+3（財務相・中央銀行総裁会議）、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）である。さらにAPECビジネス諮問委員会（ABAC）がこれらでカバーされていない分野の改善を図ろうとしている。

アセアン金融市場の育成と統合に向けた枠組みの問題点と方向性に関して、次のように私見を述べておきたい。

・アセアン諸国では、経済の特徴、市場の発展が大きく異なる。アセアン先進4カ国でもマレーシア、タイとインドネシア、フィリピンでは大きな格差が存在する。市場育成・統合の中心となっているのは、シンガポール、マレーシア、タイで、AECでも言及されるように、多段階での調和・統合が現実的であろう。

(図表 4) ASEANにおける金融市場育成に向けた取組みの概観



(出所) 各種資料から筆者作成

- ・銀行セクター、債券市場、株式市場で、異なった、複数の枠組みで市場の育成が進められており、それぞれの間での協調が必ずしも見られない。アセアンでやるのか（銀行セクター、株式市場）、アセアン+3でやるのか（債券市場）、全体の枠組みの調整を図る機関を定め、イニテアティブを取っていく必要がある。その際、銀行セクターと資本市場の結び付き、危機対応、シャドーバンキング等に関する検討も必要となろう。
- ・アセアンでは、企業の資金調達の観点からすれば、銀行セクターと株式市場が重要なポイントとなる。銀行セクターはAECの枠組みで進め、方向性も比較的に明確になっている。債券市場はアセアン+3の枠組みで、技術面を含め、多段階での育成・統

合が進められている。これらに比して、相対的に株式市場の育成・統合への取組みが弱い。

- ・AEC等でアセアン市場の一体化が進むのを期待すれば、アセアン域内での株式投資の活発化がより重要になるのではない。国毎に優位産業が生まれ、アセアンを巨大な一国と捉えた株式投資を期待するには、各国株式への分散投資などのポートフォリオ構築が必要になる。

またクロスボーダーでの株式取引に関して付言すれば、ASEAN Trading Linkで行われている、いわゆるスパゲッティ型でいいのか。ハブ&スポーク型（ワン・ストップ型）を考えてもいいのではない。その際、ハブは、域内では、シンガポールが適当となろうが、

域外の東京市場などを利用する方法は考えられないか。例えば預託証券（DR）等の形で、国際通貨で取引を可能にするアセアン株式市場を構築すれば、クロスボーダー投資で大きな問題となる通貨の面からもメリットが生まれるのではないか。

■ 5. 新興国経済と金融の課題

経済成長が期待されるアセアン諸国の金融市場の育成・統合に向けた動きを見てきたが、アセアンで指摘される金融に関する課題は、同じく成長が期待される新興国市場全体の課題でもあり、それが現在の投資資金の流出入などによる新興国経済の動揺の根底にあるものと思われる。最後にこの点を指摘しておきたい。

米国の利上げ見通し、中国経済の減速などを受けて、国際金融市場が混乱し、新興国経済に動揺が走っている。今回の動揺の原因は、米国をはじめとした先進諸国の金融緩和によって、市場に資金が溢れたことによる。金融緩和の目的は、こうした資金が投資や消費を促し、経済成長を支援することであるが、溢れた資金は、投資・投機として、新興国市場などに向かった。その背景には、先進国経済は成熟し、市場の拡大が限られ、資金を投じても、あまり収益が上がらなくなっていることがある。このため資金は経済成長が期待される新興国市場に向かい、短期的な収益を求めるようになった。

これによって、新興国では、経済活動に必要な資金不足をカバーすることができ、経済成長が促された。自国通貨が買われ、自国通貨の上昇による輸出競争力の低下を回避するために新興国政府が為替介入を行えば、新興国市場では金融緩和効果が生まれ、一層、経済を刺激することになった。

こうした動きが、米国の利上げを控え、一気に逆転することになった。投資資金は新興国から流出し、新興国経済は信用収縮に陥った。さらに投資資金の流出は、新興国通貨売りを伴い、通貨下落によるインフレ上昇等を防ぐため、新興国政府は自国通貨買い介入を迫られ、外貨準備が減少するとともに、米国に先立って、金融引締め効果が生まれている。

こうした資金の動きに加え、今回は中国経済の減速という、さらなるダメージが加わり、新興国経済は一層、動揺することになった。

また新興国の民間セクターでは、外貨建ての資金調達も活発に行われたが、資金流出で自国通貨が暴落する事態になれば、債務返済が困難になり、一層の危機的事態に追い込まれかねない。

アジア通貨危機の反省を踏まえ、為替制度の柔軟化や外貨準備の増加、さらにはチェンマイ・イニシアティブなど域内セーフティネットの構築を進めたアジア諸国では、再び金融危機が発生する可能性は低いと言われる。しかし金融危機には至らないとしても、経常赤字や財政赤字で構造的な問題を抱え、通貨や株価の下落を通じて、経済が動揺する

インドネシアのような国も存在する。

こうした外国資金の流出入による新興国経済の動揺の根本的な問題は、新興国の金融にあるのではないか。アセアン4カ国でも見てきたように、新興国では経済成長が進む一方で、そのための資金を供給する金融の発展が遅れ、経済の拡大に金融が追いついていない。経済規模が急激に拡大するが、自国の金融資産残高の増加は遅れている。これは機関投資家の育成などがすぐには進まず、また銀行をはじめとした金融セクターの発展が追いついていないためである。その不足部分は先進国からの資金、先進国の金融セクターに頼ることになるため、その帰結として、新興国経済は先進国からの資金に翻弄されることになる。自国の金融市場が大きく、金融セクターの競争力もある場合には、こうした動揺は少なく、相場が動いても、それが経済成長等を阻害する程度も少なくなる。

要すれば新興国経済が抱える大きな問題には、経済と金融の格差拡大があるのではないか。製造業などでは生産拠点が移ることで、経済のグローバル化が進み、その恩恵を新興国は受ける。しかし金融セクターでは、外資規制もあり、金融のグローバル化は進んでいない。ここで金融のグローバル化ということでは、資本移動規制は緩和され、投資銀行業務では先進国の金融セクターによるグローバル化が進んできている。しかし現地企業へのファイナンス等の、いわゆる商業銀行業務は、現地金融セクターが担い、審査能力やリスク

管理能力といった金融技術が高くなく、その結果、現地企業へのリスク資金の提供が限定されてしまう。

金融セクターや金融市場を開放することは、新興国では、明らかに競争力が劣っている分野であるために難しい面が強い。しかし経済が成長するなかにあっては、金融セクター、金融市場の育成は、必須の課題となっていく。経済と金融とのこうした格差が存在する限り、これからも資金の移動による新興国経済の動揺は避けられないのではないか。

AECによる市場の統合を急ぐ、アセアン諸国においても、こうした金融の役割を注視し、域内金融市場と金融セクターの育成に、より一層の力を注がねばならない。今般の新興国経済の動揺を見れば、経済地域の一体化に合わせて、金融セクター、金融市場の一体化を進めていくことが、経済統合が成功するカギを握るものと言える。また日本を含め、先進国は、新興国の金融市場を育成する技術支援を強化すべきであろう。世界シェアを高める新興国経済の動揺は、先進国を含めた世界経済全体の動揺に繋がり、自国経済や自国企業にも波及するものである。

