

アセアン4カ国の資本市場の発展の 姿と課題



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

米国金融緩和縮小・米国利上げ見通しを受けて、世界の投資資金の流れが変わり、新興国経済や新興国市場がその影響を大きく被る事態も発生している。特に経常赤字の新興国が厳しく、アセアン諸国でもインドネシアなどがその標的となっている。

アセアン諸国はアジア通貨危機の反省を踏まえ、域内資本市場の育成を進めている。アセアン諸国経済は成長を続け、世界経済への寄与は高まり、日本企業や日本経済もアセアン諸国経済への依存を強めている。

以上のような背景を踏まえ、本稿では次の3つの視点から、アセアン先進4カ国（マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン）

の資本市場（債券市場、株式市場）を、主に統計資料を使って見てみたい。3つの視点とは、① 経済成長に資本市場の発展が追い付いているのか、② 域外からの資金にどの程度依存し、その結果、域外の要因による影響をどの程度受けるのか（脆弱性）、③ 域内資本市場育成の目的は、域内の資金を域内での投資に充てるということであったが、その目的は達成に向かっているのか、という点である。

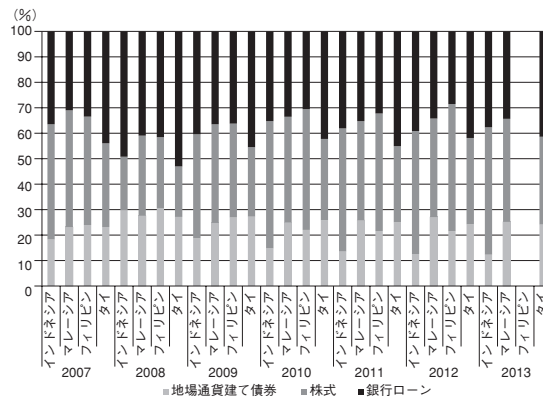
■ 1. アセアン4カ国の資本市場の発展

経済の拡大に伴って、必要となる資金も増加し、それを金融市場が供給することになる。資金調達手段には、銀行ローン、債券、株式があるが、国内資金調達手段の各シェアの推移を見ると、4カ国ともに地場通貨建て債券による資金調達シェアは低迷している（第1図）。マレーシア、タイ、フィリピンでは20

〈目 次〉

1. アセアン4カ国の資本市場の発展
2. 域外資本の影響（対内証券投資と外国人投資家の動向）
3. アセアン4カ国の対外証券投資

(第1図) 国内資金調達手段のシェア (各年末残高ベース)



(注) 2013年のインドネシア、タイは6月末。フィリピンの2013年のデータはない。

(資料) Asian Bonds Online

%台、インドネシアでは10%台前半で大きなシェアの変化は見られない。株式による資金調達シェアは、インドネシアとフィリピンで50%弱に上り、株価によって変動するものの上昇傾向にある。タイは銀行ローンへの依存度が40~50%と高い一方で、株式への依存は30%台と相対的に低い。マレーシアは大雑把に見て、債券25%、株式40%、銀行ローン35%で、シェアも安定的に推移している。マレーシアの金融市場が発展、安定している様子が窺える。

経済規模と比較した資本市場の発展（資本の蓄積）はどうであろうか。

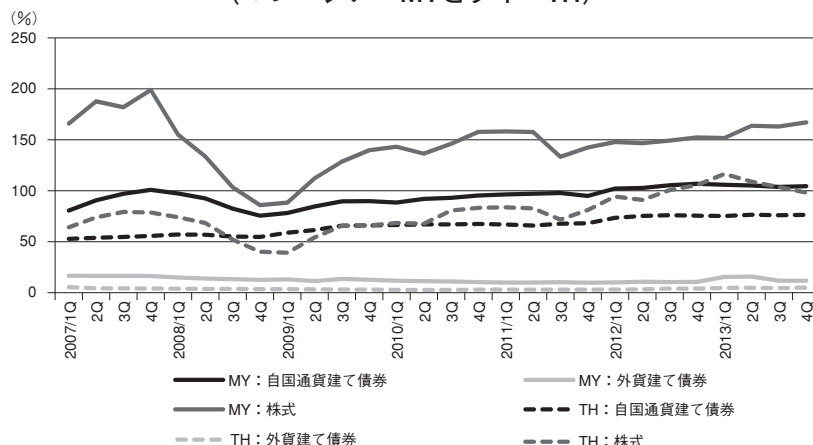
リーマン・ショックの後、4カ国の資本市場は、全体として堅調な拡大を続けている。しかし各国ごとの債券市場と株式市場の拡大を見ると、いくつかの特徴が窺える。第2、3図は各期末の債券残高と株式時価総額の対GDP比率を見たものである。

4カ国ともに株式時価総額の対GDP比率が相対的に高く、増加傾向にある。株式時価総額はマレーシアではGDPの1.5倍、タイではGDPと同規模、フィリピンではGDPの80%程度であるのに対して、インドネシアではGDPの半分に満たない。

インドネシア、フィリピンでは、企業が情報開示を嫌い、上場しないという問題点が指摘されてきた。しかしインドネシア取引所の上場企業数は2007年末の383社から2013年末には483社へと100社の急増を示し、フィリピンでは244社から257社へ、タイでは523社から584社へと増加している。株式市場が厚みを増してきていると言えよう。

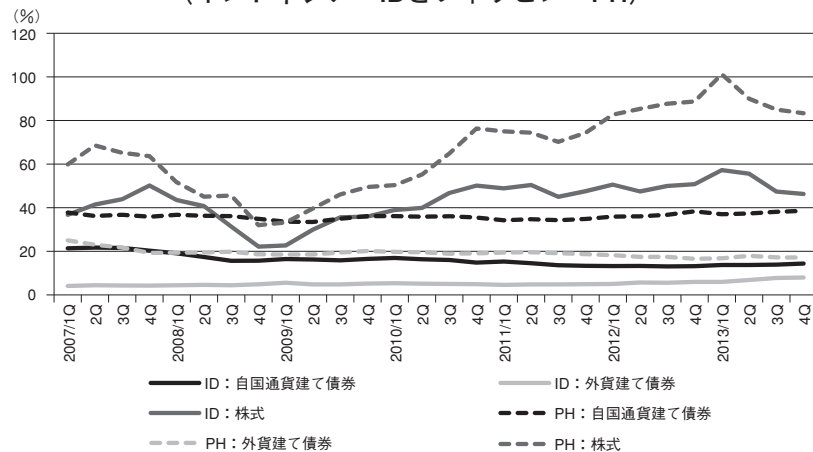
一方、債券残高の推移を見ると、マレーシア、タイでは自国通貨建て債券残高の増加傾向が窺えるが、フィリピンではほとんど変化がなく、インドネシアでは逆に減少傾向にある。2014年3月末の地場通貨建て国債残高と

(第2図) 債券・株式残高の対GDP比率
(マレーシア=MYとタイ=TH)



(資料) Asian Bonds Online, Federation of World Exchange

(第3図) 債券・株式残高の対GDP比率
(インドネシア=IDとフィリピン=PH)



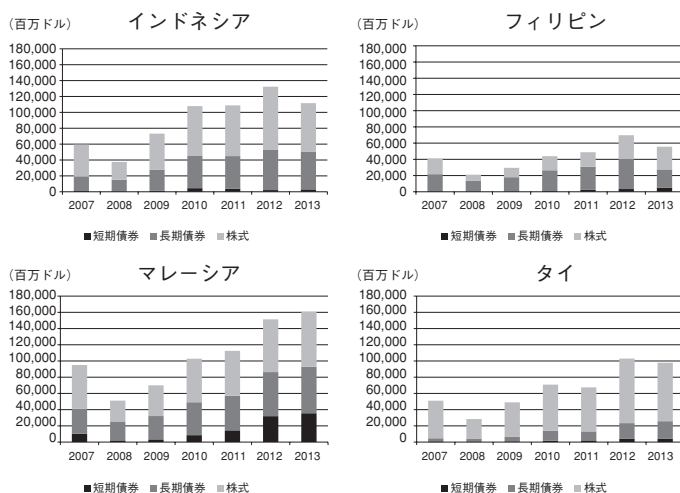
(資料) Asian Bonds Online, Federation of World Exchange

社債残高の対GDP比率は、インドネシアでは国債が12.6%、社債が2.3%、フィリピンでは32.2%、5.8%、タイでは59.7%、17.6%と国債が圧倒的である。これに対してマレーシアでは62.5%、44.6%と社債市場の発展が進

んでいる。

全体として、インドネシアは経済が拡大する一方で、金融市場の発展が追いついていない一方、4カ国の中でもマレーシアが金融市場の発展で大きく先行している様子が窺える。

(第4図) 対内証券投資残高(各年末)の推移



(注) 対内証券投資は1千万ドル以上の投資のみ。

(資料) IMF

2. 域外資本の影響(対内証券投資と外国人投資家の動向)

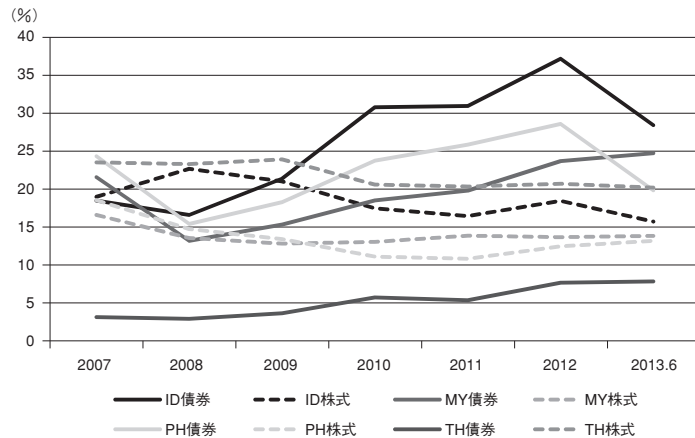
(第4図)は外国からのポートフォリオ投資を受けた対内証券投資残高の推移を見たものである。4カ国とも対内証券投資残高は増加傾向にあるが、インドネシア、マレーシアへの投資が多い。インドネシアは経済成長が期待され、マレーシアは発展した金融市場であることが選好されているとみられる。またタイは政治的要因から2011年に減少を記録したが、2012年には一転して急増を示した。タイへの投資は大きく株式に偏っていることが指摘できる。

2013年半ばには米国金融緩和縮小の見通しが強まり、投資家が新興国市場から投資資金

を引き揚げる動向が見られた。4カ国ではインドネシアとフィリピンで対内証券投資残高が減少する一方で、マレーシアとタイでは微増を記録し、反応は二分された。またインドネシアでは株と長期債がともに残高を減少させたが、フィリピンでは長期債残高が急減する一方で、株式残高は増加を記録した。

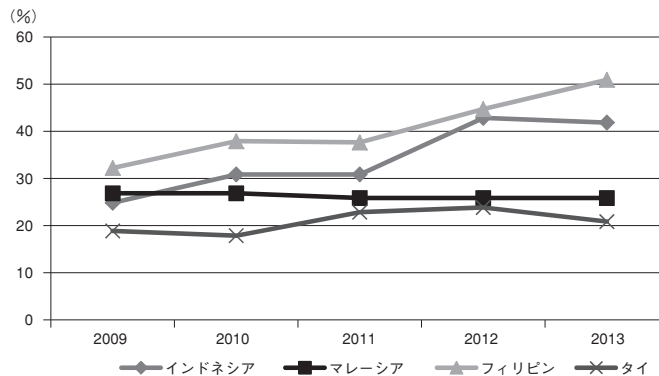
次に債券と株式の総残高に占める外資のシェアの推移を見ると、債券残高(地場通貨建て・外貨建ての国債・社債)に占める外資のシェアは2008年以降、4カ国すべてで上昇傾向にある(第5図)。特にインドネシアとフィリピンでは大きく上昇したが、2013年6月には一転して下落している。前述の通り、米国金融緩和縮小の見通しを受けたものだが、そうした中でもマレーシアとタイでは外資のシェアは逆に上昇している。

(第5図) 残高ベースの外資シェア



(注) ID=インドネシア、MY=マレーシア、PH=フィリピン、TH=タイ
 (資料) Asian Bonds Online, World Federation of Exchange

(第6図) 外国人投資家による株式売買シェア



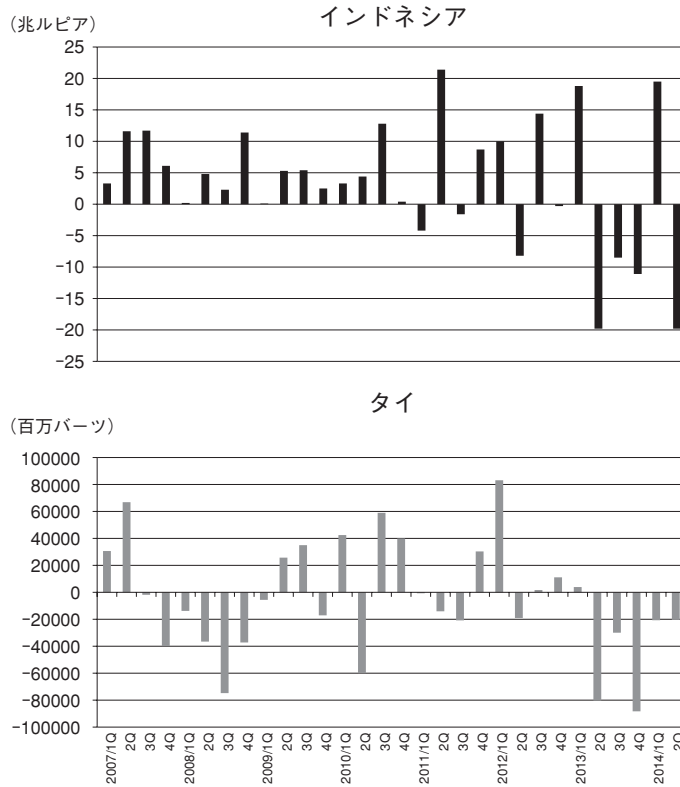
(資料) Asian Bonds Online

株式市場に目を転じると、経済成長を期待した投資資金が株式市場に多く流入しているように思われるが、外資のシェアは大きくは変わっていない。インドネシアとタイでは低下傾向にある一方で、フィリピンでは緩やかに上昇傾向にある。外資のシェアが大きくは変わらない中で、前述した通り、株式市

場はその規模を拡大させている。上場企業の増加など、市場の拡大は外国の投資資金に依存したものではないことが指摘できよう。

外国人投資家による株式売買の動向を見ると、マレーシアでは外国人投資家のシェアが2009年に大きく低下し、その後、およそ25%で安定的に推移している（第6図）。タイ

(第7図) 外国人投資家の株式買い越し額の推移



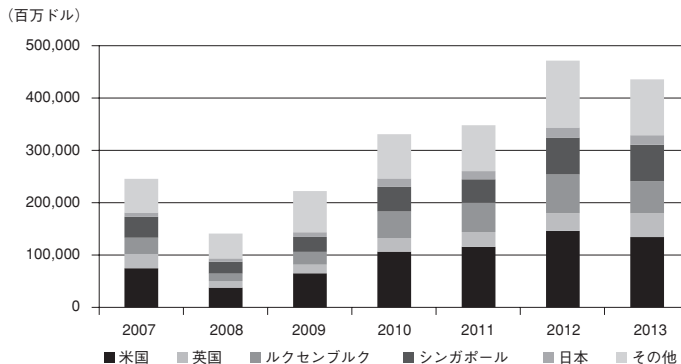
(資料) Indonesia Stock Exchange, The Stock Exchange of Thailand

は外国人投資家の売買シェアが相対的に低く、シェアも大きくは変わっていない。その背景として、株式市場取引が内外投資家によって分断された市場構造になっているというタイ独特の要因が指摘できよう。インドネシア、フィリピンでは外国人投資家のシェアが大きく上昇しており、先進国の金融緩和による投資マネーの増加が背景にあるものとみられる。外国人投資家の売買シェアはインドネシアでは40%超、フィリピンでは50%超となっている。前述の通り、残高ベースで見た外

資のシェアは大きくは変わっておらず、外国人投資家は活発に売買を繰り返していることが窺える。インドネシアではおよそ6割の株式取引が外国人投資家が絡んだ取引（売り手が買い手、あるいは双方が外国人投資家）となっている。

外国人投資家の売り越し、買い越しの状況はどうであろうか。(第7図)はインドネシアとタイの外国人投資家の株式買い越し額を四半期毎に見たものである。2008年はインドネシアが買い越しとなる一方で、タイは売り

(第8図) アセアン4カ国への主要国別投資残高(各年末)



(資料) IMF

越しとなるなど、おおむね2012年頃までは必ずしも外国投資家のスタンスは一致しない。外国人投資家は、各国毎の状況を見つつ、各国毎に投資スタンスを決めていたとみられる。しかし2013年に入ると、インドネシアでもタイでも売り越しとなり、外国人投資家が一斉に資金を引き上げたことが推察できる。2013年第2四半期以降も売り越しが続いているが、インドネシアでは2014年第1四半期に大きく買い越しを記録するなど、変動が激しい。

次に4カ国への主要国別の投資残高を見ると、4カ国への投資残高は2008年以降、増加傾向を辿っており、2009年、2010年、2012年末の残高は前年末比で急増を記録している(第8図)。4カ国への投資は、米国、ルクセンブルク、シンガポールからの投資が特に多い。ルクセンブルク、シンガポールからの投資は投資信託によるものであろう。

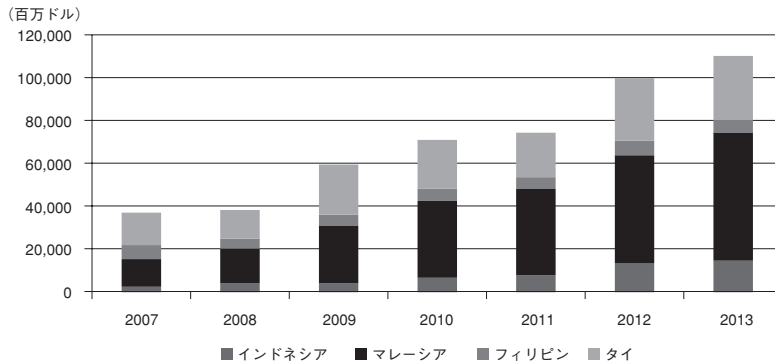
EPFR Globalのデータによれば、投資対象

国・地域別の投信マネーの動きは活発化しており、フィリピンを除く3カ国の債券ファンドへの投信マネーの流出入は、2013年は900万ドルの流出超、2014年(10月第2週まで)は1億3,700万ドルの流出超となっている。また4カ国の株式ファンドでの投信マネーの流出入は2013年には2億1,000万ドルの流入超であったが、2014年(10月第2週まで)は13億7,100万ドルの流出超と、4カ国から投資資金が大きく流出する状況となっている。投信マネーは債券ファンドでは米国や欧州の先進国債券へ、株式ファンドでは主に米国へ(欧州は株式ファンドでは資金流出)資金が向かっている。

3. アセアン4カ国の対外証券投資

アセアン諸国は経済成長に伴い、中間所得層の拡大とも相まって、域内の資金運用需要

(第9図) ASEAN 4 カ国の対外証券投資残高の推移 (各年末)



(資料) IMF

が拡大している。一方で、域内ではインフラ整備等に膨大な資金需要があり、域内の資金を域内での投資に向けることを目的に、アジア通貨危機後、アセアン諸国は社債市場を中心に、域内資本市場の育成を進めている。

既に見た通り、国によって相違はあるが、全体的には4カ国の資本市場は拡大を見せているが、株式取引では外資への依存度が高い傾向も窺える。外資依存が高まる一方で、対外投資が増加しているのであれば、域内の資金を域内投資にという目的には逆行しており、経済成長が国外要因に左右される脆弱性が高まっていることになる。

以下では、4カ国の対外証券投資の動向を見ていこう。

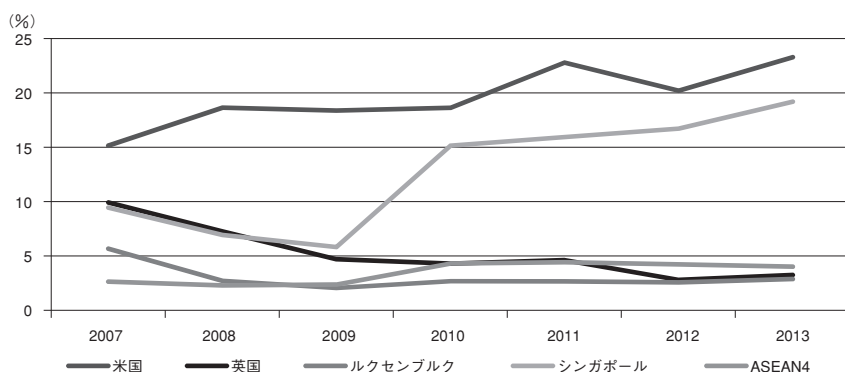
2008年以降、4カ国の対外証券投資残高は増加傾向にある(第9図)。経済成長で先行するマレーシア、タイの対外証券投資が多い。2008年末と2013年末を比較すると、インドネシアで3.4倍、マレーシアで3.7倍、フィリピンで1.25倍、タイで2.2倍に増加している。

フィリピンでは対外証券投資が増加するような国内所得環境に未だ至っておらず、これに対してインドネシアは急増を窺わせる傾向を示している。

次に4カ国の対外証券投資がどこに向かっているのかを見ると、米国向け、シンガポール向けのシェアが増加しており、特にシンガポール向けは2010年に急上昇を記録した(第10図)。これに対して、ルクセンブルク向けは少なく、英国向けは減少傾向にある。欧州の経済低迷を受けたものと言えよう。また4カ国向け、すなわち域内証券投資に向かう資金のシェアは上昇を示しているものの、未だ小さい。

対外証券投資で先行するマレーシアの状況を少し詳しく見てみると、シンガポール向けのシェアが2010年以降、米国向けを上回っていること、2013年には急減したが、2009年以降、インドネシア向けのシェアが急上昇して

(第10図) アセアン 4 カ国の対外証券投資残高の対象国別シェア



(資料) IMF

いることの2点が大きな特徴として指摘できる(第11図)。また4カ国向けの証券投資を債券と株式に分けて見ると、2010年以降、債券投資が増加し、債券投資残高と株式投資残高がほぼ均衡する状態になっている(第12図)。

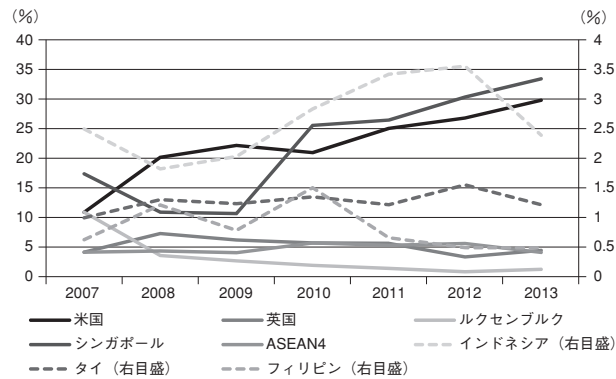
4カ国の対外証券投資では、シンガポール向け投資が増加していることを見たが、それではシンガポールからの対外証券投資はどうなっているのだろうか。

シンガポールはアジアの国際金融センターとして、資本の回転台の役割を担っている。シンガポールの対外証券投資残高はリーマン・ショック後、2010年に急増を示し、その後も増加傾向にある(第13図)。2013年末の国・地域別の投資残高シェアを見ると、米国向けが27.4%と最大であり、中華圏が11.6%、アセアン4カ国が8.1%、韓国5.6%、インド5.2%と続く(第14図)。シンガポールがアジア向け投資の回転台の役割を担っていること

が裏付けられる。また各国向け投資残高の増加率を見ると、対米国向け証券投資残高の増加率は他地域に比べて極めて安定しており、2011年21%、2012年21%、2013年22%と高水準での増加を記録している。一方で、アジア向け投資残高の増加率は年によって大きく変動しており、アジア向け投資では世界経済情勢の変動による国際投資資金の流れに大きく左右されると言えよう。さらにシンガポールから4カ国への証券投資残高の推移を見ると、マレーシア向け、インドネシア向けが多いが、マレーシア向けが一貫して増加している一方で、インドネシア向けは増減が激しい(第15図)。タイとフィリピン向けは増加傾向にはあるが、その残高は未だに小さい。ここでもインドネシア向け投資は魅力が高い一方で、変動が激しいことが窺える。

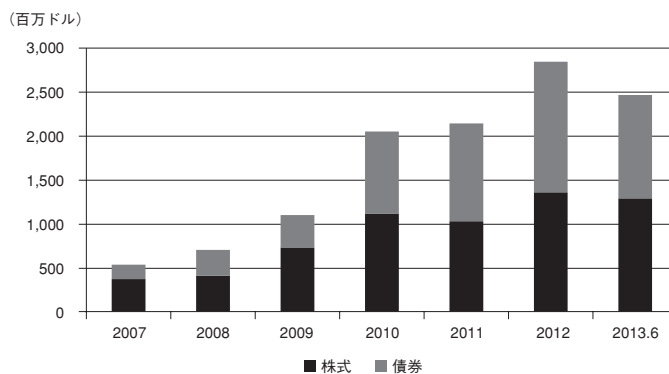
最後に統計資料から見て、3つの視点はどうかであったのかをまとめておきたい。

(第11図) マレーシアの対外証券投資の対象国別シェア



(資料) IMF

(第12図) マレーシアのアセアン 4 カ国向け証券投資の株式・債券別残高



(資料) IMF

① 経済成長に資本市場の発展が追い付いているのか。

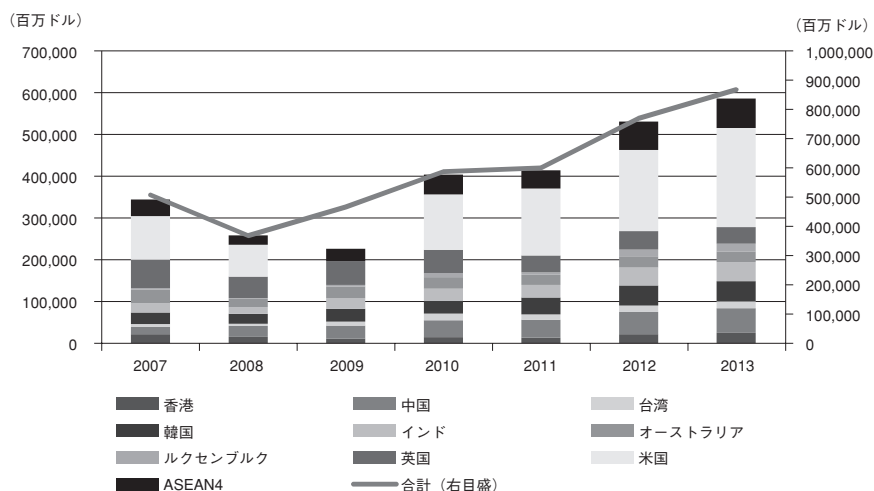
4カ国の資本市場は、全体として堅調な拡大が続けている。4カ国ともに株式市場の発展が進んでいるが、各国毎の差は大きく、インドネシアがもっとも遅れていると言える。債券市場もマレーシア、タイは拡大しているが、フィリピンはあまり拡大が見られず、インドネシアでは縮小の傾向すら窺える。マレ

シアが発展した、安定的な金融市場を有しているのに対して、インドネシアは経済が拡大する一方で、金融市場の発展が追いついていない。

② 域外からの資金にどの程度依存しているか。

債券残高に占める外資のシェアは2008年以降、4カ国すべてで上昇傾向にある一方で、株式時価総額における外資のシェアは大きく

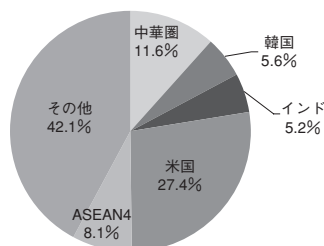
(第13図) シンガポールの地域別証券投資残高 (各年末)



(注) 2009年の米国向け投資残高のデータはなし。

(資料) IMF

(第14図) シンガポールの対外証券投資残高の地域別シェア (2013年末：%)



(注) 中華圏は中国本土、香港、台湾

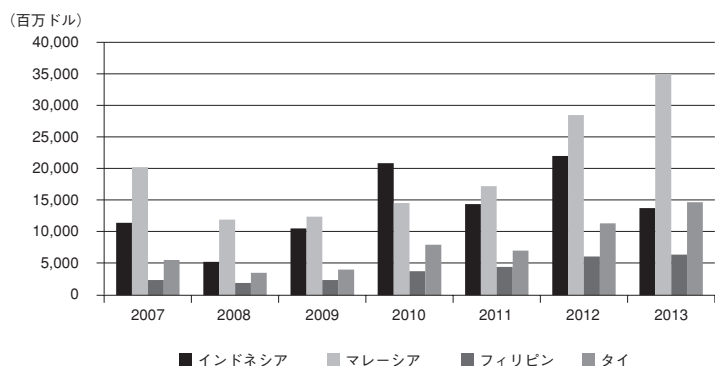
(資料) IMF

変わっていない。株式市場の拡大は、上場企業の増加など外国の投資資金に依存したものではない。しかしインドネシア、フィリピンでは株式売買における外資のシェアは極めて高く、外国投資資金の影響を大きく受ける構造にある。また4カ国への投資は、米国、ルクセンブルク、シンガポールからの投資が特に多い。

③ 域内の資金を域内での投資に充てるという目的は達成に向かっているのか。

2008年以降、4カ国の対外証券投資残高は増加傾向にあり、米国向け、シンガポール向けのシェアが増加している。シンガポールはアジアの投資資金の回転台の役割を担っているが、4カ国向けでは、金融市場が発展したマレーシア、経済成長への期待が高いインド

(第15図) シンガポールのアセアン 4 カ国向け証券投資残高の推移



(資料) IMF

ネシア向けの投資が多い。しかしインドネシア向け投資は変動が大きいことが特徴として挙げられる。域内資金を域内投資へという目的は達成に向かってはいるものの、世界的にアジア向け投資が増加する中では、大きく前進している姿は窺えない。

貿易、直接投資では、東アジア域内間での取引、投資が進み、1つの経済圏に成長している。これに対して金融市場は発展を見せているものの、未だ各国の格差は大きい。域内間の投資資金の流れも増加してはいるが、その規模は未だ小さく、限定的である。アセアン全体としての金融市場の育成は道半ばであると言え、今後も引き続き各国市場の育成と統合を進めていく取り組みの進化が期待されよう。

