

■連載 (全12回) ■

## アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

**糠谷 英輝**

第1回 概観\*

No. **286**  
(2009年6月号)

第2回 シンガポール\*

No. **289**  
(2009年9月号)

第3回 インドネシア\*

No. **290**  
(2009年10月号)

第4回 マレーシア\*

No. **291**  
(2009年11月号)

第5回 タイ\*

No. **292**  
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、  
ベトナム\*

No. **293**  
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**  
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**  
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**  
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**  
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**  
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**  
(2011年5月号)

\*経済調査部 上席研究員 亀井 純野氏との共著

(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

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

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

# アジア株式市場のいま

## —第1回 アジア株式市場の概観



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**

経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

### ■はじめに

アジア通貨危機以後、再び力強い経済成長を遂げたアジア諸国であるが、近年ではアジア諸国を巡る資本フローも急速に拡大し、アジア諸国経済のグローバル化も進展している。そうした状況下、昨年後半からの世界金融危機の悪化により、アジア諸国経済も大きな影響を受けた。株式市場では欧米や日本とともにアジア諸国の株価も急落を記録した。

今回の世界金融危機を契機に、世界経済は

大きな転換点を迎えているとも言われ、中国を中心とした新興国の需要拡大、とりわけアジア諸国の経済成長が世界経済回復を促すことへの期待も高まっている。

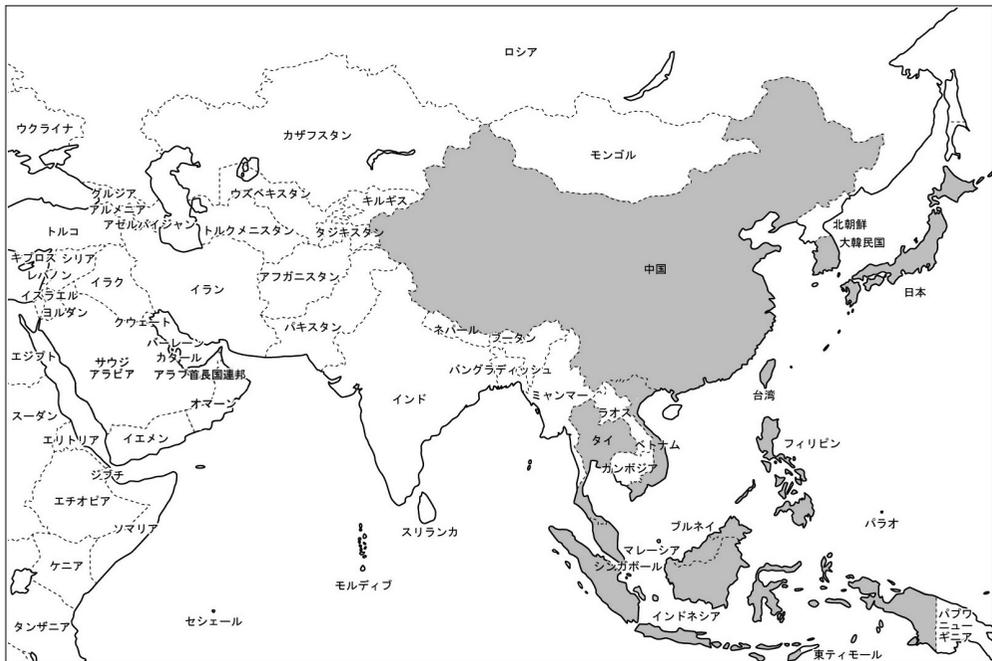
これまでアジア諸国の経済や債券市場に関しては、多くの情報が提供されてきた。これらに比べてアジア諸国の株式市場に関しては、日々の株価動向がニュースとして報道されるものの、市場の構造や特徴、経済との関わりなどの基本的な情報が必ずしも浸透しているとは言えないように思われる。経済成長とともに、アジア各国における株式市場の役割やその影響も大きなものになってきている。加えて、世界経済の回復に向けて期待の高まるアジア諸国の株式については、投資対象としての関心も高まるものと予想される。

こうしたことからアジア株式市場の現状や問題点、今後の課題などについて、知識を整理しておくことが必要になっていると言えよ

### 〈目次〉

はじめに

1. アジア株式市場の位置付け
2. 資本フローから見たアジア株式市場
3. 世界金融危機の影響を受けた  
アジア株式市場



う。

本稿ではこれから9回（予定）にわたり、アジア各国の株式市場を概観していく。第1回はアジア株式市場を全体として俯瞰し、経済における位置付け、株式市場の特徴、今回の世界金融危機でどのような影響を受けたのかなど、次回以降の各国編に向けた全体像を提供する。

各国編ではシンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム、韓国、香港、台湾、中国の10か国・地域を取り上げていく予定である。

なお、文中で中国市場とは中国+香港、ASEAN市場とはシンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンの5か国を指す。

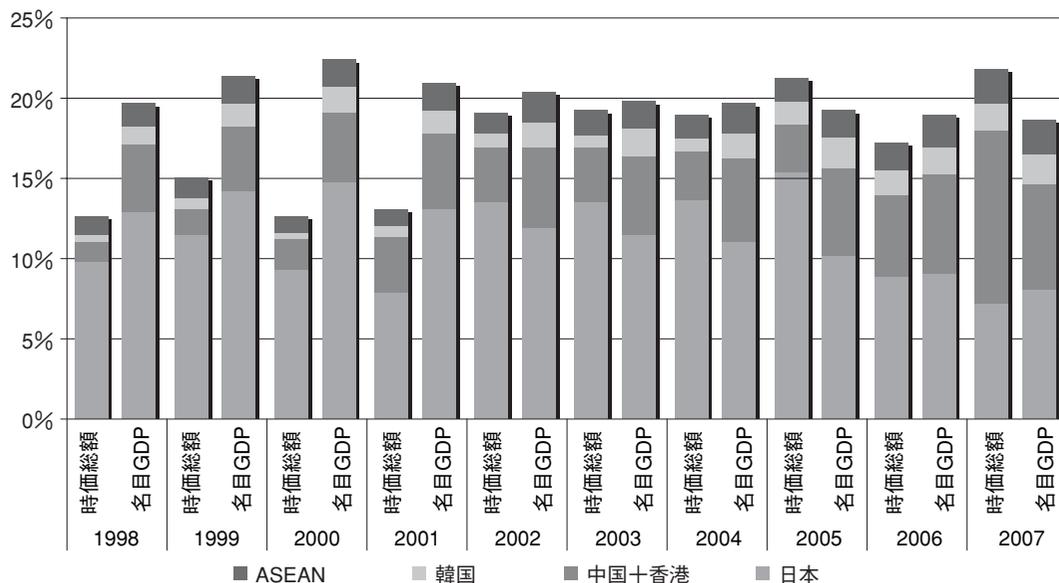
## ■ 1. アジア株式市場の位置付け

初めにアジア株式市場はどのような位置付けにあるのか、世界、国内、そして投資先の3つの側面からそれぞれ概観してみよう。

### (1) アジア株式市場の世界的位置付け

世界全体の株式市場の時価総額は、2005年の43兆ドルから2007年の65兆ドルへ、およそ1.5倍に増加したが、この期間にアジア株式市場の時価総額は中国ではおよそ8.7倍に、アジア諸国中で最も増加率の低いタイでも1.7倍に、その他のアジア諸国では3～4倍

(図表1) 時価総額と名目GDPの推移 (世界シェア：%)



注：ASEANは、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。  
 (出所) WFE, UN

の増加を記録した。アジア諸国の株式市場の拡大がとりわけ急速に進んでいることが窺える。

マッキンゼー社のレポート (McKinsey & Company, “ Mapping global capital markets : Fifth annual report”, October 2008) によれば、世界の金融資産の増加に関して、その半分は中国を中心とした新興市場の貢献であり、その中でも特に株式の増加が顕著となっている。2007年の金融資産の増加分の72%は新興市場の株式が占め、2002年以降をとってもその割合は58%と過半に及んでいる。株式市場の拡大はアジアを含めた世界の新興市場で共通に見られる現象であり、新興市場全体で、2007年の社債残高は対GDP

比16%に過ぎないのに対して、株式時価総額は同105%となっている。因みに先進国全体では社債、株式ともにはほぼ同じ水準でGDPの125%程度である。

それではアジア通貨危機以降、この10年間にアジア諸国の経済と株式市場はどの程度拡大を示したのだろうか。(図表1) は時価総額と名目GDPの世界におけるシェアの推移を概観したものである。中国市場の世界シェアは1998年には時価総額で1%、GDPで4%であったが、2006年にはそれぞれ5%、6%に上昇し、さらに2007年には時価総額の世界シェアが11%、GDPが7%と、経済規模以上に時価総額の世界シェアが上昇している。因みに2007年の日本のシェアは時価総額で7%と

(図表 2) 主要取引所の概要 (2008年末時点)

取引所名	時価総額 (10億ドル)	上場企業数	1社当たりの 時価総額 (10億ドル)	売買回転率 (2008年12月)	上位10社の 集中度 (2007年末)
ニューヨーク	9,208.9	3,011	3.1	240.2%	6.7%
東京	3,115.8	2,390	1.3	151.2%	28.0%
ロンドン	1,868.2	3,096	0.6	152.7%	29.6%
中国市場 (中国 + 香港)	3,107.6	2,865	1.1	—	—
上海	1,425.4	864	1.6	118.2%	14.7%
深圳	353.4	740	0.5	235.9%	15.3%
香港	1,328.8	1,261	1.1	86.0%	35.3%
台湾	356.7	722	0.5	145.5%	24.2%
韓国	470.8	1,793	0.3	196.3%	26.5%
ASEAN 5 各国合計	708.1	2,910	0.2	—	—
マレーシア	189.2	976	0.2	36.0%	25.1%
インドネシア	98.8	396	0.2	65.8%	54.7%
フィリピン	52.0	246	0.2	24.2%	52.6%
シンガポール	265.0	767	0.3	63.7%	37.6%
タイ	103.1	525	0.2	74.5%	30.4%

注：ニューヨーク証券取引所はユーロネクストを含まず。  
(出所) WFE

中国市場を下回る。なお、日本のGDPシェアは8%であり、GDPと時価総額の世界シェアはほぼ均衡した水準にある。

一方、ASEAN市場は時価総額、GDPシェアともにゆっくりとした上昇傾向にあり、2007年のシェアはともに2%程度となっている。

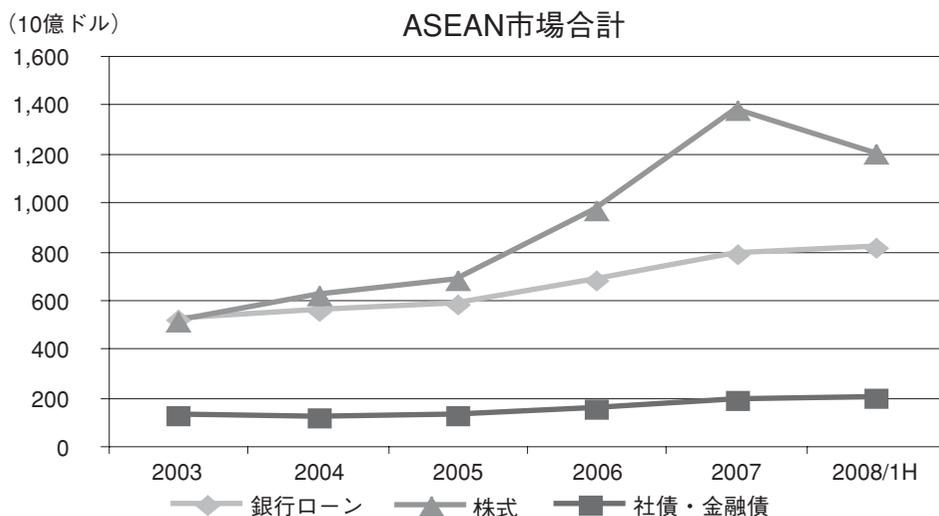
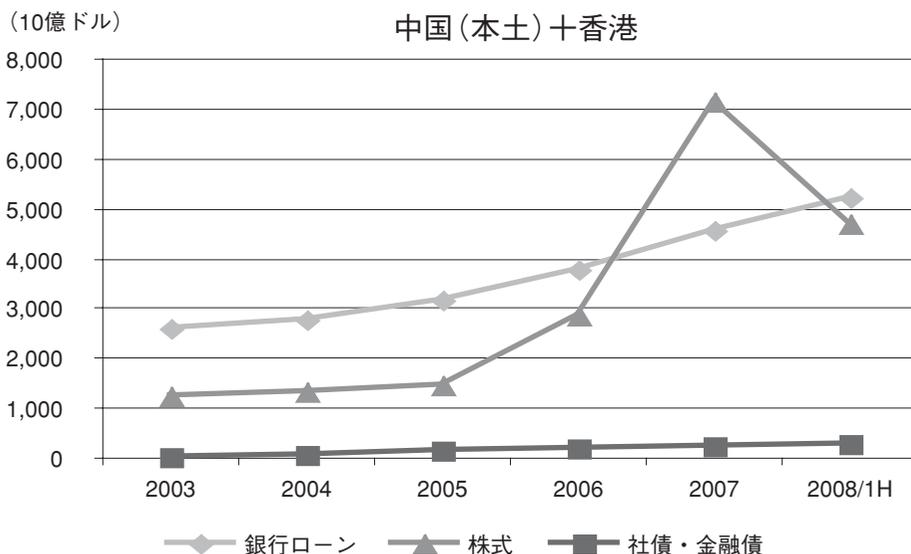
急拡大を見せる中国株式市場であるが、世界金融危機の影響を受けた2008年末の時価総額を見ると、中国（上海+深圳）はロンドン証券取引所に匹敵する規模の株式市場となっており、これに香港を加えればほぼ東京証券取引所と並ぶ市場規模となる（図表2）。

## (2) 国内において存在感の高まる株式市場

企業の資金調達という観点から、銀行ローン、社債・金融債、株式の3つの市場がどの程度拡大してきたのかを概観したものが（図表3）である。中国市場、ASEAN市場ともに2005年以降に急速に株式市場が拡大している様子が窺える。

中国市場では、2008年上半年に株式時価総額が急減し、銀行ローン残高を再び下回るようになったが、これは世界経済後退、世界金融危機の影響を受けて、株価が急落した一方で、企業等の資金調達を支えるべく、銀行口

(図表3) アジア諸国の銀行ローン、民間債券、株式時価総額の推移



注：ASEANは、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。  
 (出所) IMF, ADB, WFE

ーンが増加したことによる。

ASEAN市場では、株式市場が最大の資金調達市場であり、2007年末では株式時価総額が銀行ローン残高の1.75倍に上っていた。

なお、ASEAN諸国の中でも、タイだけは銀行ローン残高が株式時価総額を大きく上回る状況にある。

実際にどれくらいの資金が株式市場から調

(図表4) 世界の株式市場資金調達額 (10億ドル)

取引所名	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
ニューヨーク	83.5	147.9	175.0	103.2	137.0	280.3
新規発行	31.0	54.5	44.1	37.1	60.4	43.2
追加発行	52.5	93.4	130.9	66.0	76.6	237.0
東京	—	—	—	—	—	13.8
新規発行	NA	NA	NA	NA	NA	0.3
追加発行	29.0	25.9	24.6	22.1	17.9	13.5
ロンドン	30.2	32.5	51.8	94.4	82.8	124.6
新規発行	7.6	13.8	31.2	55.8	50.0	13.4
追加発行	22.6	18.6	20.7	38.6	32.8	111.2
中国 (上海+深圳)	7.8	7.9	4.0	22.5	100.2	45.0
新規発行	5.4	4.3	0.7	13.8	63.4	15.2
追加発行	2.4	3.6	3.3	8.7	36.8	29.8
香港	27.5	36.1	38.3	67.4	74.0	55.0
新規発行	7.6	12.5	21.3	43.0	37.5	8.5
追加発行	19.9	23.7	17.0	24.5	36.5	46.5
台湾	8.5	6.0	2.2	2.1	2.1	0.8
新規発行	5.1	4.5	0.2	0.8	0.6	0.2
追加発行	3.5	1.4	2.1	1.4	1.6	0.6
韓国	6.8	14.9	4.8	5.3	7.0	4.4
新規発行	0.8	11.0	2.2	2.9	3.2	3.0
追加発行	6.0	3.9	2.6	2.5	3.8	1.4
ASEAN 5 各国合計	9.1	7.8	13.0	13.6	20.5	16.8
新規発行	3.8	4.3	7.0	6.3	8.2	7.0
追加発行	5.3	3.5	6.0	7.3	12.4	9.8

注1：ニューヨーク証券取引所はユーロネクストを含まず。

注2：ASEAN5 各国は、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

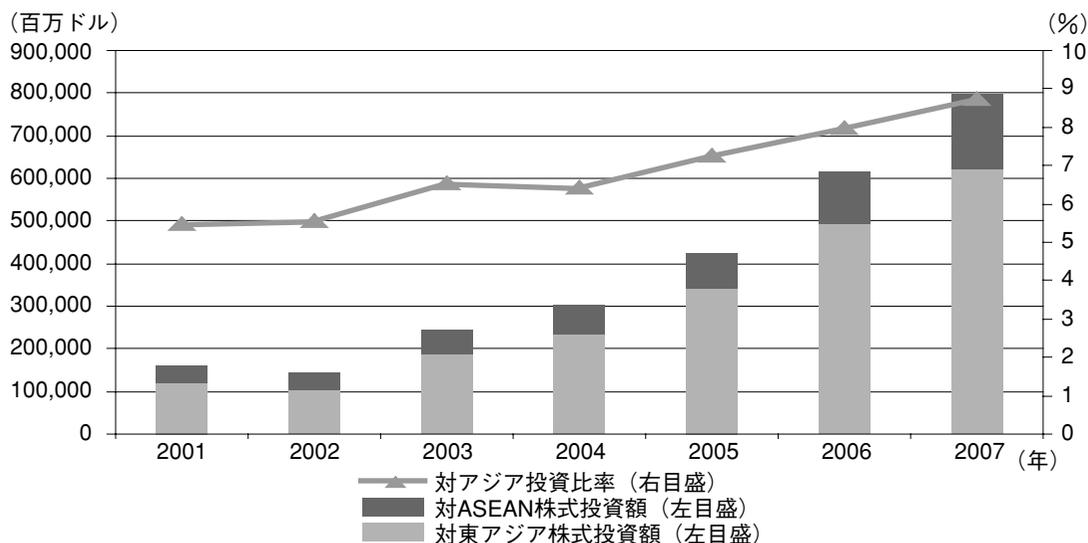
注3：新規発行=IPO 追加発行=既上場銘柄の増資等  
(出所) WFE

達されたのかを見ると、新規発行、追加発行の両者についてアジア株式市場は総じて順調な増加を見せている(図表4)。2007年の株式市場からの資金調達額は中国(上海+深圳)がロンドン証券取引所を上回り、これに中国企業の資金調達の市場となっている香港を加えれば、ニューヨーク証券取引所をも大きく上回る資金調達額を記録している。規模の小

さなASEAN市場を見ても、2008年には東京市場を上回る調達額を記録した。

さらに新規発行と追加発行とを分けて見ると、中国市場では新規発行の増加が株式市場拡大の主な要因となっているが、ASEAN市場では相対的に追加発行が多い。ASEAN市場では上場企業の育成が課題の一つであるが、上場企業の増加が進まない背景には、上

(図表5) 日米欧の対アジア株式投資の推移



注：日米欧は、日本、米国、英国、ドイツ、フランス。

東アジアは、中国、香港、台湾、韓国。

ASEANは、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。

(出所) IMF

場によるコストの増加や財務諸表等の公表によって透明性の拡大を求められることを嫌うなどの要因が指摘されている。

また、どの程度売買が活発に行われているのか、売買回転率を見ても中国市場とASEAN市場とは大きく異なる。上海、深圳、台湾、さらに韓国の各市場の売買回転率は100%を超え、先進国と同程度であるのに対して、ASEAN市場は100%を下回る水準に留まっている(前掲図表2)。

上位10社への売買集中度を見ても、ASEAN市場は集中度が相対的に高く、特にインドネシアとフィリピンでは50%を上回っている。これは取引可能な(流動性の高い)銘柄が限られている結果である。

### (3) 投資先としてのアジア株式市場

日米欧の先進諸国は2002年以降、アジア株式投資を急速に増加させている(図表5)。2007年には対外株式投資のおよそ9%をアジア株式投資に向けた。

特に中国を中心とした東アジア諸国(中国、香港、韓国)の株式市場への投資が増加している。2007年には東アジア諸国への株式投資が日米欧諸国によるアジア株式投資の78%を占め、また東アジア株式投資のうち中国(本土)が52%と過半に及び、さらに香港が37%と、両地域合計で東アジア株式投資のおよそ90%に上っている。日本の対外株式投資を取り出してみても、ほぼ同様の傾向が窺われる。

投資金額ではASEAN市場は東アジア市場の30%弱に過ぎないが、ASEAN市場向けの株式投資も2001年の400億ドル強から2007年の1,750億ドル弱へと4倍以上に増加している。ASEAN市場は2007年末の時価総額が1兆3,800億ドル程度と香港市場のおよそ半分、中国本土市場の3分の1にも満たない小さな市場であるが、2007年には時価総額の13%弱の資金が日米欧からASEAN市場へ流れ込んでいる。ASEAN市場にとっては先進国からの投資資金が市場拡大の大きな要因となっている一方で、先進国の投資対象先として、ASEAN市場も注目されていると言える。

今後のアジア経済の成長期待、世界経済に占める地位の高まり（あるいは世界経済の多極化）などから、今後はさらにアジア投資が増加するものと予想される。その際、これまで述べたように、アジア諸国ではとりわけ株式市場が拡大していること、新興国では株式市場が社債市場を大きく上回る規模にあることを考えれば、投資対象先としてアジア株式市場がこれまで以上に重要な市場となると言えよう。

## ■ 2. 資本フローから見たアジア株式市場

### (1) 中国市場と香港の役割

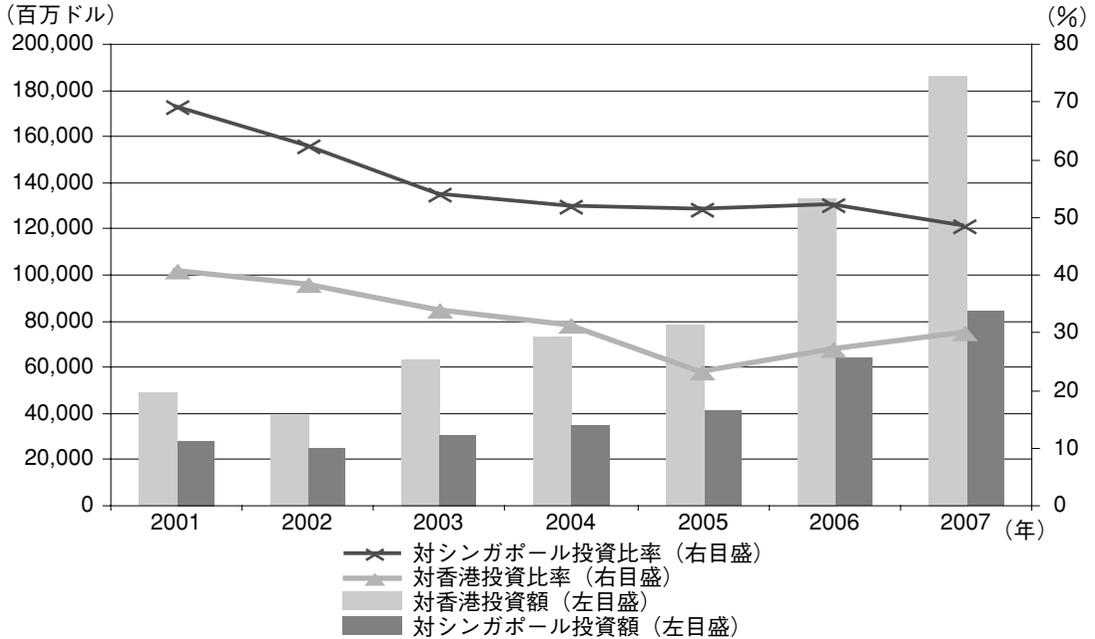
日米欧諸国の東アジア諸国向け株式投資の中での香港市場のシェアは2001年の40%程度から2007年には約30%へと低下している（図表6）。その分、中国（本土）への直接投資が増加したものと推測される。しかし香港の対中国（本土）株式投資の推移を見ると、一貫して増加を続け、特に2005年以降は急増を示している（図表7）。このことから対中国株式投資が増加する中であっても、香港は対中国投資の窓口としての性格をむしろ強めていると言うことができよう。

### (2) ASEAN市場とシンガポール

日米欧諸国のASEAN諸国向け株式投資に占めるシンガポールのシェアは2001年の70%弱から2007年には48%強へと低下しているが、それでもシンガポールはASEAN諸国向け株式投資の約半分を獲得している（図表6）。

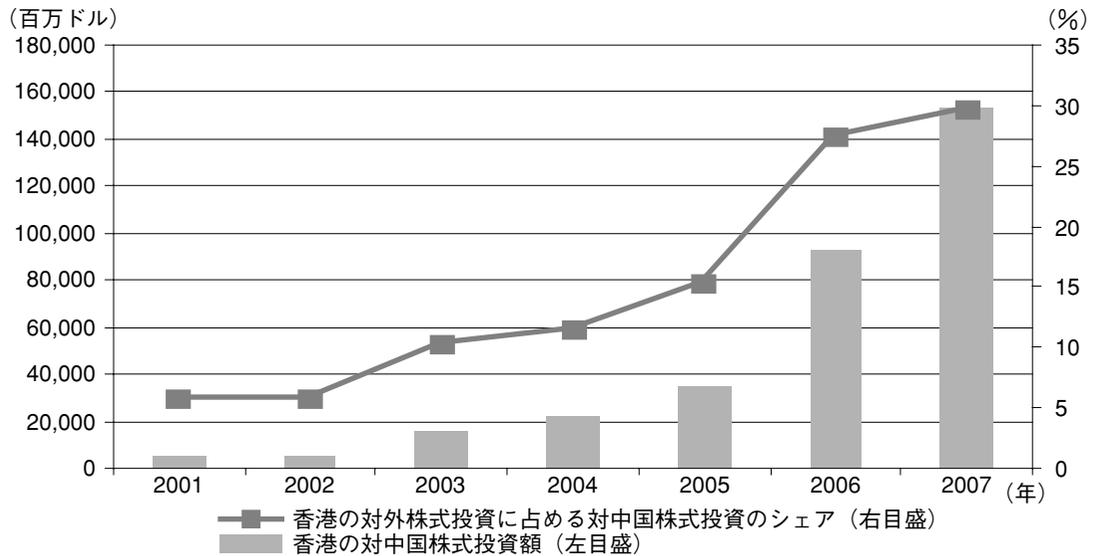
一方、ASEAN諸国の対外株式投資の推移を見ると、対外株式投資は増加しているものの、そのうちシンガポールのシェアが90%超を占める（図表8）。すなわちシンガポールはASEAN向け投資で50%、ASEANからの投資で90%のシェアを占めることになり、

(図表6) 日米欧の対香港・シンガポール株式投資の推移



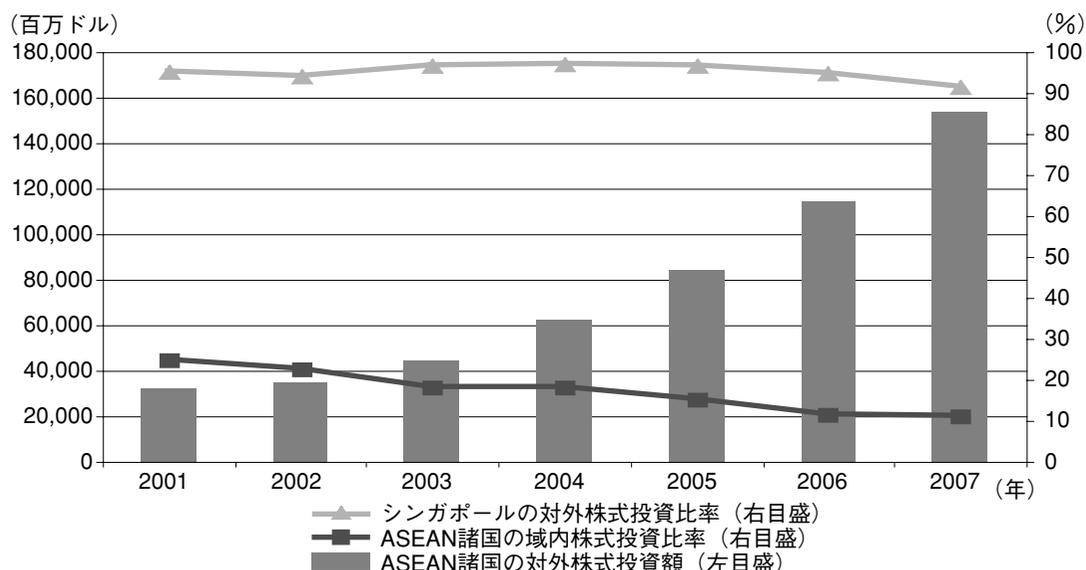
注：対香港投資比率は東アジア投資、対シンガポール投資比率は対ASEAN投資に占めるシェア。  
(出所) IMF

(図表7) 香港の対中国株式投資の推移



(出所) IMF

(図表 8) ASEAN諸国の対外株式投資の推移



注：ASEAN諸国の域内株式投資比率は対外株式投資額に対する比率。

シンガポールの対外株式投資比率はASEAN諸国の対外株式投資額に占めるシンガポールのシェア。

(出所) IMF

ASEANの投資資本フローでシンガポールが中心的位置にあることが窺える。

また、ASEAN諸国の対外投資に占める域内投資比率は2001年の25%から2007年には11%へと大きく低下しており、ASEAN域内での投資フローは市場の拡大に反して縮小している(図表8)。これに対して、ASEAN域内のクロスボーダー投資の拡大を目指して、ASEAN諸国では、ASEAN域内の証券取引所のリンケージや各国の上位30銘柄を掲示する「ASEANボード」の設立といった共通市場育成に向けた試みも展開されている。

また、対内株式投資額(外国からの株式投資流入額)の各国証券取引所の株式売買高に占める比率(2007年)を見ると、中国(6%)、

香港(15%)、韓国(13%)の東アジア市場では対内株式投資の比率が低いのにに対して、ASEAN市場では、フィリピンが65%と最も高く、その他諸国も30%を上回る水準にある。ここ数年の推移を見ても、東アジア市場では株式市場の拡大に伴い、同比率が低下しているのに対して、ASEAN市場ではその傾向は見られず、したがって市場の拡大に合わせた国内投資家の育成が必ずしも進んでいないことが窺われる。ASEAN株式市場は、前述した上場企業の増加に加えて、国内投資家の育成といった基本的な課題を抱えており、まだ市場の発展が緒に就いたばかりであると総括することができよう。

(図表9) アジア諸国・地域の対外資産・負債残高(2007年末、10億ドル)

	中国		香港		韓国		シンガポール		マレーシア		タイ		インドネシア		フィリピン	
対外資産	2,288	100%	2,717	100%	597	100%	880	100%	225	100%	146	100%	94	100%	67	100%
直接投資	108	5%	1,011	37%	75	13%	170	19%	58	26%	8	5%	0	0%	6	8%
株式	19	1%	515	19%	105	18%	121	14%	13	6%	3	2%	1	1%	0	0%
債券	221	10%	264	10%	54	9%	76	9%	3	1%	11	8%	3	3%	6	10%
その他投資	406	18%	726	27%	99	17%	351	40%	49	22%	35	24%	34	36%	21	32%
対外負債	1,266	100%	2,233	100%	826	100%	725	100%	230	100%	204	100%	245	100%	94	100%
直接投資	742	59%	1,178	53%	122	15%	233	32%	77	33%	95	46%	59	24%	20	21%
株式	143	11%	434	19%	320	39%	154	21%	68	30%	57	28%	41	17%	10	11%
債券	125	10%	44	2%	137	17%	19	3%	35	15%	7	3%	30	12%	23	25%
その他投資	381	30%	545	24%	243	29%	319	44%	50	22%	45	22%	114	47%	41	43%
対外純資産	1,022		484		-230		155		-6		-58		-151		-27	

(出所) IMF, Bank Indonesia

### 3. 世界金融危機の影響を受けたアジア株式市場

資本フローの拡大によって、アジア諸国の株価は上昇したが、今回の世界金融危機の影響もそれだけ大きく被ることになった。

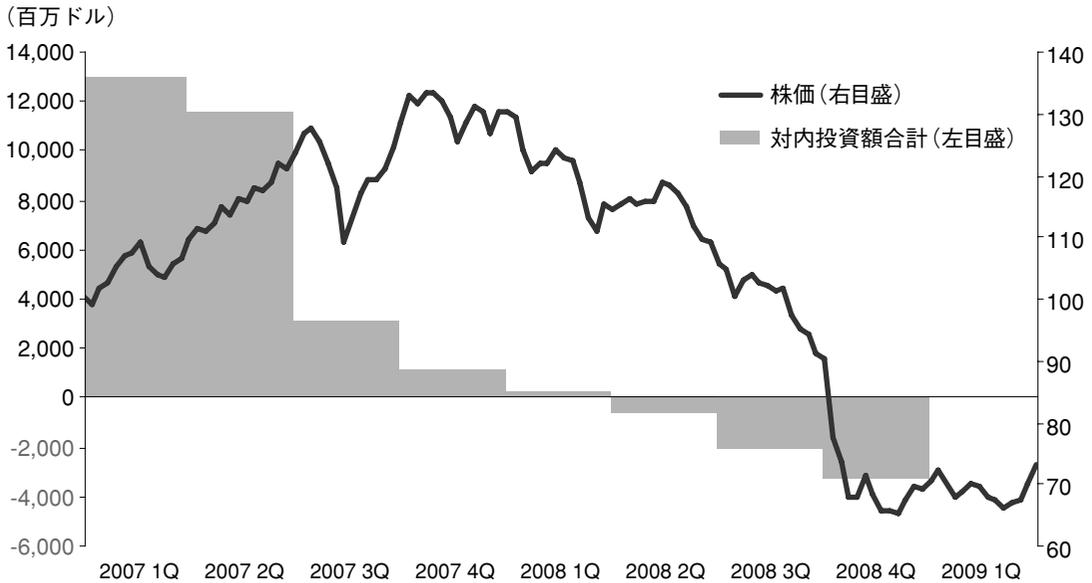
2007年末時点のアジア各国・地域の対外資産・負債残高を見たものが(図表9)である。アジア各国・地域の対外負債では総じて株式が債券を上回っており、アジアへの投資は株式投資が多いことが分かる。

最大の対外純負債を抱える韓国では、対外負債に占める証券投資のシェアが55%超と高

く、しかも証券投資のうち株式投資が70%を占めている。それだけ外国投資家による投資の引揚げが起こった場合に、経済全体が大きな影響を受け易い構造にあるものと言えよう。

シンガポールを除くASEAN諸国では株式の対外資産と対外負債を比較すると、圧倒的に対外負債、すなわち海外からの株式投資が大きなものとなっている。また国際金融センターとして資本の回転台を担っているとされる香港とシンガポールでは、株式の対外資産と対外負債に極端な差はない。ASEAN諸国の株式市場が外国からの投資流入で支えられる一方、香港、シンガポールの両市場が仲介

(図表10) ASEAN 5 各国の対内株式投資と株価推移



注1：対内投資額はシンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンデータを合計して算出。  
 注2：株価は2007年1月初の各国株価を100として指数化したものの5か国平均。  
 (出所) IMF, Bloomberg, 各国統計

役となっている様子を裏付けるものと言えよう。なお、インドネシアでは対外負債のうち「その他投資」の金額が極めて大きい。これは同国が国際機関の開発融資や開発援助を受け入れてきたためであり、大半が一般政府の借入である。これはフィリピンも同様である。

次に、世界金融危機以降、アジア諸国の株価指数が欧米と同様に急落を記録した背景を資金フローの側面から見てみよう。2007年に米国で発生したサブプライム問題を受けて、2007年第3四半期以降、ASEAN 5 各国の対内株式投資額は急減を示した(図表10)。さらに2008年第2四半期からは、ネットで流出に転じている。対内投資額が減少に向かった

のに合わせて各国株価指数も下落に転じている。2007年上半期までの株価指数の上昇は、もっぱら対内株式投資の増加を背景としていたものであり、これが減少、さらにはネット流出となり、これをカバーするその他の株式の買い手(国内機関投資家や個人)が見当たらない状況では、株価指数が下落に転じるのは当然の流れである。すなわち国内経済や企業の状況とは直接関係なく、株式市場は外国人投資家の動向にもっぱら左右されるボラタイルな構造にあると言えよう。

2009年に入り、真っ先に株価指数が上昇に転じたのは上海であるが、これは前述の通り、東アジアの株式市場では対内株式投資の比率

(図表11) 各国空売り規制の現状

	ネイキッド・ショート・セリング禁止	空売り対象規制	アップティック・ルール	空売りネットポジション開示ルール
インドネシア	×	○	×	×
マレーシア	○	○	○	×
フィリピン	×	★○	○	×
シンガポール	×	×	×	★○
タイ	×	○	○	★○
韓国	×	○	×	×
台湾(注3)	★○	★○	×	×
香港	○	○	○	×
日本	★○	×	○	×
米国	★○	×	×	★○
英国	★○	×	×	★○

注1：○は当該規制が存在することを表す。

注2：★は世界金融危機への対応として採られた措置。

注3：台湾は一時空売り全面禁止となったが、その後対象規制のみとなり2009年初に解除済。

(出所) 各種資料・報道をもとに国際通貨研究所作成

がASEAN諸国に比べて相対的に低く、国内経済回復期待とともに国内投資家などが再び自国の株式購入に転じたためと見られる。ASEAN諸国では、こうした国内投資家の存在感が小さいため、自国経済の回復が株価指数の上昇に直結するのではなく、外国人投資家の投資判断、投資動向による部分が大きいと言える。

因みに、投資国別データが取得可能なマレーシアについて見ると、2008年通年の対内・対外投資額が最も減少した相手国は、前年に最も活発に投資が行われていた（前年の対内・対外株式投資額の25%を占めていた）シンガポールであり、対内・対外投資額とも前

年比85%以上の減少となった。

今回の世界金融危機に伴う株価急落に対しては、アジア諸国においても株価維持策が採られた。その一つとして、空売り規制の導入、あるいは強化が挙げられる（図表11）。

具体的には、台湾で空売りが一時的に全面禁止された（2009年初には解除済）ほか、シンガポール、フィリピン、タイでも新たに空売り規制が強化された。なお、香港、マレーシアでは以前からNaked Short Selling（取引の裏付けとなる株式を確保せずに行われる空売り）が禁止されていたため、今般の危機対応としての空売り規制は行われていない。

---

連載初回となる今回は、アジア株式市場の特徴を概観したが、次回から各国個別市場を

詳しく紹介していく。なお、第2回はシンガポール市場を取り上げる予定である。 ▨

糠谷 英輝 (ぬかや ひでき)

1983年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。同年、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）に入行。2度のドイツ勤務、調査部、キール世界経済研究所客員研究員などを経て現在に至る。

専門は国際資本市場、イスラム金融、中東経済など。

亀井 純野 (かめい すみの)

1998年慶應義塾大学総合政策学部卒業。同年、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）に入行。支店における融資業務、証券投資部における海外拠点ポートフォリオ管理、証券投資業務を経て現在に至る。

アジア諸国の決済システムや資本市場を担当。