

第 6 章

アジアの金融センターと ASEAN の資本市場

第1節

アジアの金融センターと ASEAN

I 金融サービス業から見た ASEAN の魅力と課題

アジアが世界の経済成長を牽引することが期待される中、市場としての ASEAN（東南アジア諸国連合）の魅力が高まっている。とりわけ最近、日本の企業・金融機関が ASEAN を魅力的と考える理由は、以下の3点に集約できよう。第一に農業、資源関連産業から製造業へ、製造業からサービス業、小売業、金融業などへと産業構造の高度化・多様化が進展していること、第二に ASEAN 主要国で中間所得層の拡大が予想され、一大消費地としての勃興が現実となってきたこと。そして第三に、域内の貿易・投資を自由する ASEAN 経済共同体の創設を2015年に控え、ASEAN をひとつの市場もしくはアセットクラスとしてとらえることが可能になりつつある点である。

上記のことは、日中関係の悪化や「チャイナプラス1」戦略などを背景に、低い労働コストなど生産拠点としての ASEAN の競争力が、今後仮に低下していったとしても、ホームマーケットで人口減少・市場縮小に直面している日本企業・金融機関の ASEAN への関心は落ちないということを意味しよう。

さらに今後は、ASEAN 域内における金融サービス業の事業機会増大への期待も高まっていくことが予想される。日本を含む域外の金融機関にとっての ASEAN の魅力は、第一に、経済成長と産業構造の変化である。日本、米国などの先進国においては近年、成長率の鈍化に加えて事業法人セクターが資金余剰セクターに転換し、企業向けの銀行貸出がなかなか伸びない状況となっているなかで、ASEAN は伝統的な預貸ビジネスが依然として有効に機能する地域となっている。タイやインドネシアでは、最近10年間における商業銀行貸出の伸び率は二桁台、時には年率20%を超える状況となっている。またサービス産業の拡大により、それを支える金融サービス業も拡大し

図表 6－1 地域別に見た中間所得層人口の推計（100万人、％）

	2009年		2020年		2030年	
	人数	割合	人数	割合	人数	割合
北米	338	18%	333	10%	322	7%
欧州	664	36%	703	22%	680	14%
中南米	181	10%	251	8%	313	6%
アジア太平洋	525	28%	1,740	54%	3,228	66%
サブサハラ・アフリカ	32	2%	57	2%	107	2%
中東・北アフリカ	105	6%	165	5%	234	5%
全世界	1,845	100%	3,249	100%	4,884	100%

（注）中間所得層は1日10～100ドルで生活する者で定義。

（出所）OECD “The Emerging Middle Class in Developing Countries” January 2010より野村資本市場研究所作成

ていくことが予想される。

第二に、中間所得層の増加である¹。OECDの予測によれば、2020年にはアジア太平洋地域の中間所得層人口は17.4億人に達し、世界の中間所得層の過半を超えることが予想されている（図表6－1）。また、プライスウォータークーパーズの予測によれば、アジア太平洋地域のマスアフルエント層（保有資産額1家計あたり10万ドルから100万ドル）の資産額は2012年から倍増し、2020年までに43兆ドルとなる見通しである（図表6－2）。ASEANの主要国では、所得格差の問題は抱えながらもマスとして中間所得層家計の数が増加することにより、消費が勃興するとともに、金融ニーズが多様化し、また貯蓄・個人金融資産の蓄積が進むことになろう。そうなれば、銀行預金だけでなく、保険やクレジットカードを保有したり、有価証券や投資信託によって資産形成・資産運用を行う投資家層も形成されるなど、個人向けの金融サービス業の多様化と発展の余地も出てくることになる。

第三に、ASEANが社会インフラの整備資金を依然として大量に必要とし

1 神山哲也「ASEAN 投資信託市場の現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013年春号など参照

図表 6－2 地域別に見た世界のマスアフルエント層の資産拡大
2012年

地域	資産額 (兆ドル)	シェア
北米	13.7	23%
欧州	22.8	38%
アジア 太平洋	20.5	34%
南米	2.1	4 %
アフリカ	0.4	1 %
合計	59.5	100%



2020年

地域	資産額 (兆ドル)	シェア
北米	20.1	20%
欧州	31.6	31%
アジア 太平洋	43.3	43%
南米	4.5	4 %
アフリカ	0.9	1 %
合計	100.4	100%

(注) マスアフルエント層は、資産額10万～100万ドルの個人。

(出所) PwC, “Asset Management 2020 : A Brave New World” (2014年) より野村資本市場研究所作成

ているという点である²。アジア開発銀行研究所（ADB）によれば、2010年から2020年までにアジア諸国で必要とされるインフラ投資額は総額8.5兆ドルに達すると推計されており、うち ASEAN は約1.1兆ドルを占めている（図表 6－3）。旺盛なインフラ需要に対応するためには、公債を発行して公共事業として実施するか、国際開発金融機関や ODA あるいは民間部門の資金・ノウハウを導入するかという選択肢があり、ともに可能性はあるが、ASEAN 諸国が財政赤字を拡大しすぎることなく経済成長を加速するには、民間資金の活用が不可欠と考えられる。

一方で、ASEAN における金融サービス業の成長可能性を見るときには、いくつかの点に留意する必要がある。

例えば、ASEAN 各国の経済力や所得には、依然として格差があることである。ASEAN 主要国の 1 人当たり GDP（購買力平価ベース）を、日本の

2 ADBI Working Paper Series, “Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific: 2010-2020”, September 2010, OECD, “Infrastructure to 2030 : Telecom, Land Transport, Water and Electricity”, June 2006, 北野陽平「アジアにおけるインフラファイナンスの現状と今後の展望」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号など参照。

図表 6－3 アジアのインフラ投資必要額（2010～2020年）の国・地域別内訳
国・地域別

	投資必要額 (億ドル)	構成比	投資必要額の 対 GDP 比率
中国	43,676	53%	5 %
インド	21,725	26%	11%
ASEAN	10,946	13%	－
インドネシア	4,503	5 %	6 %
マレーシア	1,881	2 %	7 %
タイ	1,729	2 %	5 %
フィリピン	1,271	2 %	6 %
ベトナム	1,097	1 %	8 %
その他	464	1 %	－
その他アジア諸国	5,878	7 %	－
合計	82,225	100%	7 %

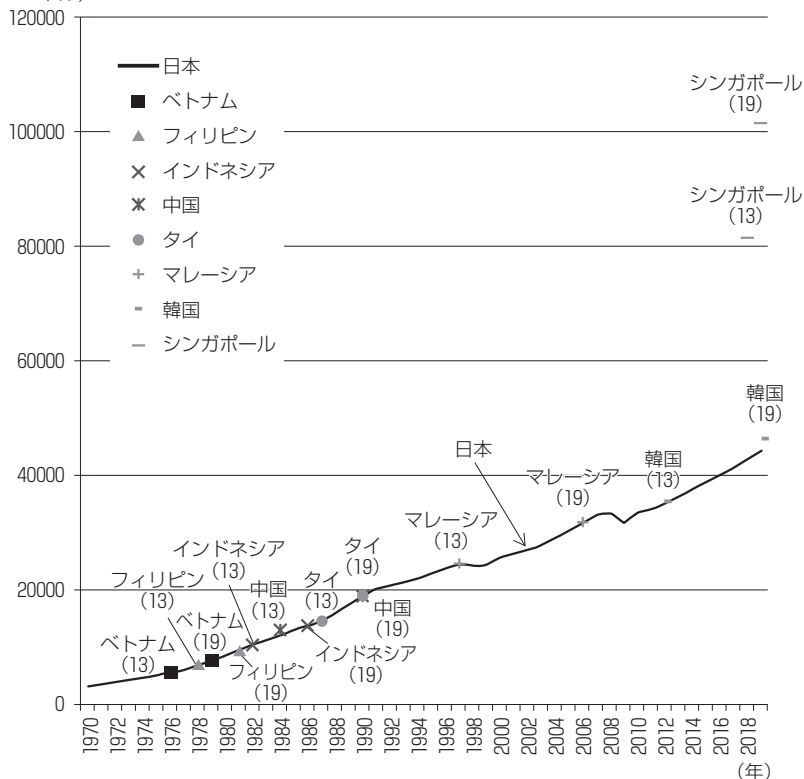
(注) 上記数値にはクロスボーダーのプロジェクト（ADB は既計画分で0.3兆ドルと推計）は含まれない。その他アジア諸国には、大洋州諸国も含まれる。
(出所) アジア開発銀行研究所より野村資本市場研究所作成

成長過程に照らしてマッピングすると、シンガポールは別格としても、マレーシアとベトナムの間には日本経済の歴史で言えば20年分に相当する大きな差がある（図表 6－4）。また、今後数年間も、各国間の「順位」は変わらないことが予想される（雁行形態型経済発展モデルが継続する）。とはいえ、各国とも順調に所得水準は向上することが予想されており、この数年で各国の経済の姿はさらに大きく変貌していく可能性が高い。

また、ASEAN 諸国の中で最大の人口規模を持つインドネシア、フィリピン、ベトナムでは、金融機関に口座を保有している国民の比率が30% 未満と非常に低く、金融包摂（Financial Inclusion）の観点で、大きく立ち後れているという状況もある（図表 6－5）。当該3カ国では、インフラ整備と金融教育・国民貯蓄の促進が大きな課題となろう。

図表 6－4 日本の一人当たり GDP の推移とアジア諸国の相対的位置

(PPPドル)



(注) アジア各国の (13) は2013年、(19) は2019年における一人当たり GDP (購買力平価 PPP ベース) を示す。各国の2019年の予測値、日本の2014年以降の予測は IMF による。

(出所) IMF・OECD のデータより野村資本市場研究所作成

ただし、こうした状況も、視点を変えれば ASEAN における金融サービスの「伸びしろ」が巨大であることを示唆しており、ASEAN では当面の間、金融サービス業が成長産業となっていく可能性が高いと考えられよう。

図表 6－5 金融包摂・金融アクセス指数の各国比較

	シンガポール	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア	ベトナム
金融機関口座保有率(%)	98.22	66.17	72.67	26.56	19.58	21.37
成人10万人当たり銀行支店	9.76	19.91	11.77	8.13	9.59	3.18
成人10万人当たり ATM 台数	58.12	52.94	84.16	19.31	36.47	21.16
成人1000人当たり預金口座	NA	2305.31	1468.1	497.57	708.12	NA
成人1000人当たり個人預金口座	NA	NA	1438.67	NA	672.97	NA
成人1000人当たりローン件数	NA	725.22	357.93	NA	225.89	NA
成人1000人当たり個人ローン件数	NA	688.54	342.49	NA	222.93	NA

	日本	中国	韓国	インド
金融機関口座保有率(%)	96.42	63.82	93.05	35.23
成人10万人当たり銀行支店	33.92	7.72	18.41	11.38
成人10万人当たり ATM 台数	127.78	37.51	NA	11.21
成人1000人当たり預金口座	7284.93	35.89	4884.75	1042.48
成人1000人当たり個人預金口座	7093.43	NA	NA	892.49
成人1000人当たりローン件数	170.36	NA	NA	151.06
成人1000人当たり個人ローン件数	151.11	846.74	NA	23.54

(注)「金融機関口座保有率」は15歳以上人口で銀行・信用組合など正式な金融機関に口座を保有している人口の比率(世界銀行 Global Findex 2011より)。その他のデータは IMF Financial Access Survey (2012)。

(出所) 世界銀行、IMF より野村資本市場研究所作成

II アジアの金融センター：市場型金融の拡大がカギを握る

(1) 金融センターの条件

今後、世界経済におけるアジアのプレゼンスが向上し、域内金融サービス業が拡大してくると、金融取引・金融機関の集積地がそのまま金融センターとなっていく可能性がある。実際、アジア諸国では経済規模の大小を問わず、産業振興政策の一環として、金融センター機能の強化を目指す動きが活

図表 6－6 金融センターの類型

		資金調達主体	
		内	外
資金運用 主体	内	①	②
	外	③	④

(出所) 野村資本市場研究所作成

発化している。

ここで、ある国の経済成長、金融ビジネスの発展、金融センター形成の関係を整理しておく、一般的には、国内の実物経済の発展に合わせて、まず国内の資金調達ニーズと運用資金をつなぐ主体としての金融ビジネスが成長し（図表 6－6 の①）、次にその国の成長性が諸外国に認知されるにつれ、対内金融取引を仲介する金融ビジネスが成長すると考えられる（同②）。さらに、実体経済が成熟する段階で、国内金融資産の蓄積が進めば、对外投资を仲介する金融ビジネスが拡大することになり（同③）、あるいは外・外の金融取引を仲介できる金融の専門人材・スキルの蓄積が実現することになる（同④）³。

実際に、日本では、上記の①から②へと、実物経済の発展に牽引される形で、もしくは経済成長を後押しするような形で金融ビジネスが拡大したといえよう。しかし、最近再び議論が活発化している東京の国際金融センター構想では、③あるいは④の要素を持つ金融センターの構築に重きを置いているようにも見える。

(2) 金融センターとしてのシンガポール

一方、日本を除くアジアの状況を見ると、まず、国内の実物経済の規模が限定的なシンガポールでは、自国の産業の成長に寄与する金融という役割は小さく、タイプ④のオフショア金融センターとして成長してきたといえ

3 淵田康之「再論・日本市場の競争力と国際金融センター構想」『野村資本市場クォーターリー』2007年冬号、同「アジアの金融競争力」『野村資本市場クォーターリー』2013年春号など参照。

る⁴。しかし、近年のシンガポールは、資金運用主体サイドの集積に注力し、あるいはソブリン・ウェルス・ファンド（シンガポール政府投資公社 GIC）の運用において資産運用会社を積極的に活用することで、関連産業や専門人材を集めつつあり、ウェルス・マネジメント・センター、ファンド・マネジメント・センターとしての性格を強めている。また、ASEAN 経済共同体構想によって、シンガポールがアセアン域内の実体経済の資金調達を担い、①や②の要素も兼ね備えた金融センターとなっていく大きな契機となる可能性もある。

ただし、シンガポールの金融セクターは、銀行・間接金融部門への依存度が大きく、株式・債券市場の規模は小さい。例えば、シンガポール取引所の上場企業の株式時価総額合計は、日本の上場企業株式時価総額の約 1/6、中国（上海取引所＋深圳取引所）の約 1/5、香港の約 1/4、インドの約 1/3 にとどまっている。また、シンガポールの社債市場の残高は、2012 年末時点で約 890 億米ドルと、ASEAN 諸国の中では比較的残高は大きいものの、日本や中国、韓国の社債発行残高と比べ圧倒的に少ない。

今日、国際金融センターの要件として強調されるのは、伝統的な預金・貸出や保険の引受ではなく、証券やデリバティブの取引であろう。東京がニューヨーク、ロンドンと比肩する国際金融センターとしての評価を得ていない理由も、市場型金融の拠点形成が十分でなかったからといえる。こうした状況を考えると、シンガポールの金融センターとしての地位確立の行方も、市場型金融の発展に大きく左右される可能性が高い。

(3) 中国のプレゼンスとアジアの金融センター

また、今後の ASEAN における金融センター形成においては中国、具体的には①人民元の国際化と②上海の金融センター化が大きな影響を与えることとなろう。

前者に関しては、クロスボーダー貿易取引における人民元建て決済が、

4 野村資本市場研究所「シンガポールにおける金融ビジネスの立地競争力に関する調査報告書」2014年3月（金融庁委託調査）参照（<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140627-2.html>）。

2009年に一部地域・企業向けに試行運用開始された後、段階的な拡大を経て、2012年に事実上解禁された。また同時期に、人民元と日本円などとの間でドルを介さない為替の直接取引も始まった。さらに中国政府は、2011年10月に人民元建て対内直接投資を解禁する一方、RQFII（人民元適格外国機関投資家）制度による投資限度額の認可を通じて、オフショア市場で調達した人民元を限定的ながら中国本土の株式・債券に投資できるルートを拓くなど、非居住者による人民元取引の範囲を徐々に広げている。

中国政府は、2008年のリーマンショックに端を発した世界的金融危機の後、ドル依存からの脱却を図る意図もあって、人民元の国際化を加速させてきた。また、習近平政権は、金利の市場化を引き続き進めることや、為替レートの双方向の変動許容幅を広げ、資本勘定における人民元の交換性向上を図るといった指針を出しており、多くの改革対象分野の中で、人民元の国際化に向けた取り組みが最も着実に進められていると言っても過言ではない。

上記のような政府の後押しと、拡大する中国経済・貿易を背景に、世界各国でオフショア人民元センターとしての地位向上を目指す動きが顕著になっている。中央銀行を通じて人民元を融通する通貨スワップ協定を結んだ国が13カ国・地域に達している他（2014年末現在）、2014年には韓国、オーストリア、英国、ドイツ、フランスなどが首脳会談・訪問などを通じて①人民元クリアリング銀行の設置、②直接交換取引、③RQFIIの投資限度額割り当ての三項目を軸とする合意に至るなど、一種の市場間競争の様相を呈している⁵。さらに、英国は、2014年9月の英中経済・金融対話の後、同10月に英財務省による人民元建て債券発行を実施している（香港を含む中国以外で初、外貨準備にも採用）。

現時点では、オフショア人民元の預金や債券市場における香港の地位は依然として大きいものの、人民元の自由化・国際化が進むことを前提に、シンガポールやソウル（韓国）などが競い合うように国際金融ハブを目指していることは注目されるべきであろう。

一方、中国政府は、2013年9月に、行政・投資・貿易・金融に関し、中国

5 関根栄一「日中首脳会談の実現と日中金融協力の課題」『野村資本市場クォーター』2015年冬号参照。

全国に先駆けた改革を試行するための特別地域として上海自由貿易試験区（FTZ）を設立した。FTZを通じた規制緩和は、今までのところ、貿易・文化関係を中心に展開されているが、今後は、金融サービス関連での実験として、クロスボーダーの資金移動の緩和と、国内外の金融機関のFTZへの進出規制の緩和が戦略的に取り組まれる予定である。

各種の実験は、今後、上海の国際金融センター化に寄与していく可能性がある。というのは、外国人投資家が対中投資に参画し、より多くの外国の証券・資産運用会社が進出することは、上海が国際金融センターとしての条件を満たしていくことにつながるからである。また仮に、上海FTZの狙いが順調に実現しないとしても、人民元取引が、証券投資よりも実需に基づくものを中心とするならば、貿易・産業の中心地である上海に人民元金融ビジネスが集積するのは必然ともいえ、上海のアジアの金融センターとしての地位向上はかなりの蓋然性で進むことになる。逆に言えば、実需に近いとはいえ上海に立地条件で劣る香港や、非実需型の金融取引への依存度が高いシンガポールの地位は相対的に低下する可能性がある。

(4) イスラム金融とアジアの金融センター

今後のアジアの金融センター形成に影響を持ち得るもうひとつの要因は、拡大するイスラム経済圏あるいはイスラム金融の行方である。

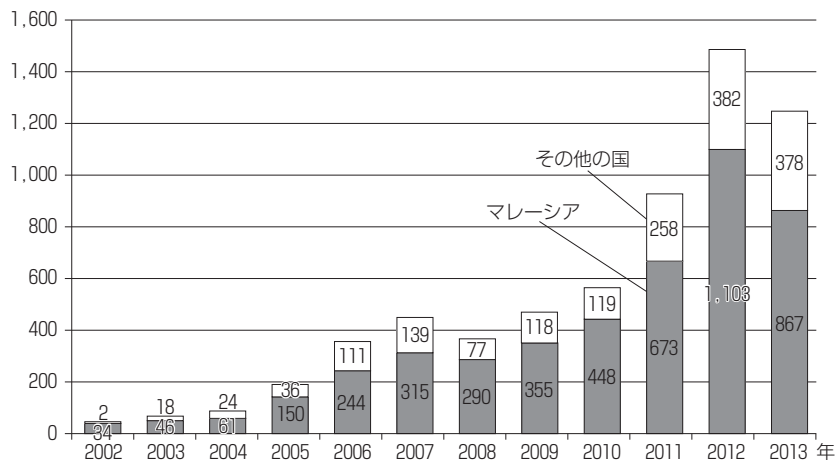
世界のイスラム金融の市場規模は、2013年末に約1.7兆米ドルとなり、2014年中に2兆米ドルを超えるとみられている⁶。中でも目立つのは、スクーク（イスラム債券）市場の拡大で、世界金融危機以降、約30%の年平均成長率で急拡大している（図表6-7）。

このスクーク市場の拡大を梃子に、新たな国際金融センターの形成を目指しているのがマレーシアである。直近数年間におけるグローバルベースのスクーク発行額のうち、マレーシアは70%前後の圧倒的なシェアを常に占めている。マレーシアが世界最大級のスクーク市場を築き上げた要因には、マ

6 Islamic Finance Information Services (IFIS) による。ベディ・グンタ・ラクマン「スクーク（イスラム債券）の種類と日系企業による発行事例」『野村資本市場クォーターリ』2014年秋号など参照。

図表 6－7 スクーク発行額（グローバル）の推移

億米ドル



（出所）IFIS データベースより野村資本市場研究所作成

スタープランなどに基づく長期的な政府の支援、中東の金融機関がスクークの発行体あるいは投資家として進出したこと、インフラ整備の資金調達への活用、国内外のスクーク市場の育成を念頭に置いたソブリン・スクークの発行などがあげられる。

もちろん、スクーク市場はコンベンショナルな債券市場に比べ絶対的な規模の点でまだまだ小さく、タカフル（イスラム保険）市場も同様である。しかし、①グローバルにイスラム教国の人口・経済成長率が高くなってきていること、②またイスラム教徒人口で世界最大のインドネシアが ASEAN 域内にあり、実際にマレーシアのノウハウが移転することでインドネシアでイスラム金融が普及しはじめたこと、③従来は所得・貯蓄が低すぎて金融業の顧客になり得なかった ASEAN のイスラム教徒が今後は中間所得層に仲間入りして金融サービスのユーザーになっていくことなどの諸条件を考えると、将来のアジアにおけるイスラム金融の重要性が高まっていくことは間違いない。また、利子を禁止するイスラム金融は銀行よりも証券あるいは投資ファンドとの親和性が高いといえ、イスラム金融の発展は、基本的に ASEAN の資本市場の発展に寄与するものともいえる。欧州において、ロンドンがイ

図表 6－8 ASEAN10ヶ国のマクロ経済指標（予測）

	名目 GDP(10億米ドル)			一人当たり GDP(米ドル)			人口(100万人)		
	2009年	2014年	2019年	2009年	2014年	2019年	2009年	2014年	2019年
インドネシア	538.6	856.1	1230.9	2298.8	3404.0	4559.8	234.3	251.5	269.9
タイ	263.7	380.5	493.3	3943.1	5550.3	7047.5	66.9	68.6	70.0
マレーシア	202.3	336.9	535.8	7203.3	11062.0	16170.3	28.1	30.5	33.1
シンガポール	192.4	307.1	369.1	38577.0	56113.0	65701.8	5.0	5.5	5.6
フィリピン	168.5	289.7	517.3	1851.5	2913.3	4711.9	91.0	99.4	109.8
ベトナム	101.6	187.8	281.4	1181.4	2072.7	2947.6	86.0	90.6	95.5
ミャンマー	38.1	65.3	111.9	771.6	1269.8	2097.2	49.3	51.4	53.4
ブルネイ	10.7	17.4	19.8	28237.5	42239.3	44351.8	0.4	0.4	0.4
カンボジア	10.4	16.9	26.3	736.3	1103.5	1593.6	14.1	15.3	16.5
ラオス	5.6	11.7	18.7	890.6	1697.1	2473.2	6.3	6.9	7.6
ASEAN	1531.9	2469.4	3604.5	2634.9	3982.4	5446.2	581.4	620.1	661.8
日本	5035.1	4769.8	5433.4	39321.2	37539.6	43504.1	128.1	127.1	124.9

（出所）IMF, “World Economic Outlook Database, October 2014” を基に野村資本市場研究所作成。2014年、2019年は IMF の推計値。

スラム金融の誘致あるいはイスラム金融との（規制上の）調和を目指しているのは、国際金融センターの競争力決定要因のひとつにイスラム金融が浮上していることの表れといえよう。

第2節

ASEAN の資本市場

I 高まるアセアンの存在感

まず、マクロ経済面での ASEAN のポテンシャルを改めて確認してお

く⁷。IMF の推計による2014年現在とおよそ5年後の人口、GDP 規模のデータを見ると（図表6－8）。ASEAN10ヶ国の合計人口は現在6億人を超え、2019年までには6.6億人に達することが予想される。経済成長予測も順調であり、それに伴って所得水準は急速に伸び、一人当たり GDP は2019年に5000ドルを超え、2009年から倍増することになると見られる。

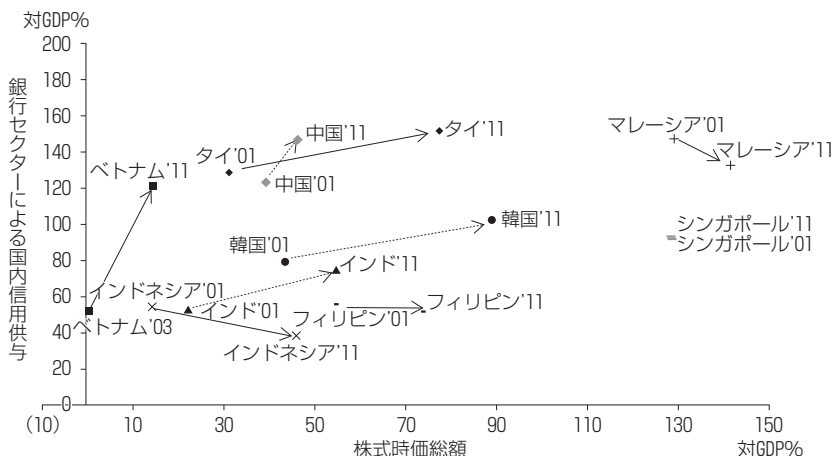
マクロ的な人口・経済規模では、やはりインドネシアの存在感が10ヶ国の中でひとときわ高い。これはひとえに約2.7億人に達することが予想される人口規模によるものだが、今後インドネシアが順調な経済成長を遂げられるのかが注目されよう。人口という点では、フィリピンの人口が2019年には1億人を突破することと、ベトナムの人口もその頃には1億人に迫ることは注目される。また、名目 GDP 規模では、マレーシア、フィリピンの今後数年の伸びが高く、2019年までにタイの GDP を追い越すことが予想されていることは注目に値しよう。

II 直接金融拡大が期待される ASEAN の金融構造

ASEAN の金融システムは伝統的に銀行（間接金融）を中心にしており、証券市場（直接金融）は決して大きくない。しかし、それは ASEAN の金融仲介機能の中で間接金融への依存度が高いという意味とはやや異なっている。アジア各国の金融システムにおける間接金融・直接金融のバランス構造を把握するために、間接金融の規模を示す指標として国内与信残高対 GDP 比率、直接金融の規模を示す指標として上場企業株式時価総額対 GDP 比率をとり、散布図を作成するとともに2001年と2011年の変化を見る（図表6－9）。すると、シンガポールとマレーシアでは株式市場の時価総額対 GDP 比が高く、米国や英国などに近い金融構造となっていることがわかる。一方で、タイとベトナムは、直接金融の指標もプラス方向にあるものの基本は銀行依存型の金融構造であり、特にベトナムでは近年、急激な間接金融の拡大が起きていることがわかる。中国もこの2ヶ国とやや似た構造になってい

7 林宏美「アセアンの域内金融統合に向けて—公表されたブループリント「アセアン金融統合への道筋」—」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号など参照。

図表 6－9 アジア諸国の金融構造変化



(出所) World Bank より野村資本市場研究所作成

る。逆に、フィリピン、インドネシアは間接金融への依存度が横ばいから低下という状況であり、銀行信用の拡充が求められている可能性が高い。

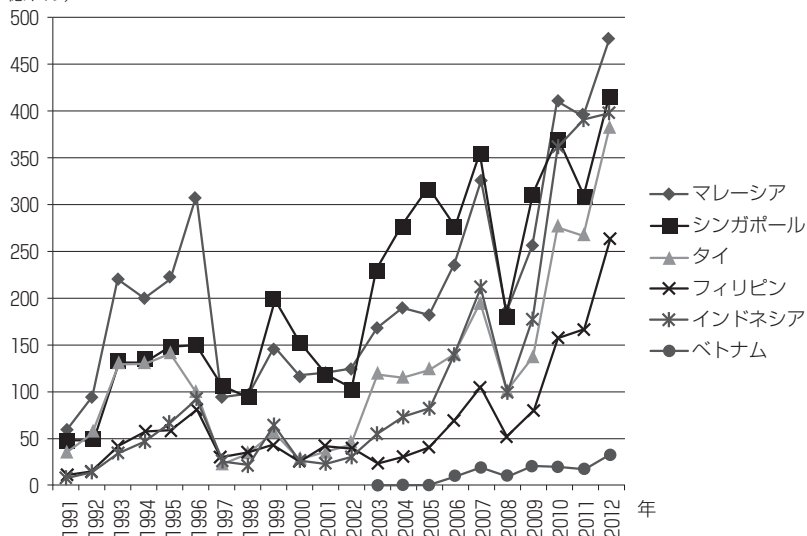
Ⅲ 世界金融危機後も成長を続ける ASEAN の株式市場

世界銀行のデータベースによれば、ASEAN 主要国（フロント 5＋ベトナム）の株式市場時価総額は、アジア金融危機の際にいったん落ち込んだものの順調に回復・成長した（図表 6－10）。2000年代の ASEAN 株式市場は、かつてのマレーシアに代わってシンガポールがリード役となり、インドネシア、フィリピンも加わる形で各国が競い合うように成長しているのが大きな特徴といえる。また、ASEAN の株式市場規模は、合計してもなお、中国・香港や日本よりも絶対額で劣るに一方で、2008年の世界金融危機の後に、欧米先進国や中国・香港の市場が乱高下しているのに対し、ASEAN は一貫して成長のモメンタムを維持している（図表 6－11）。

一方で、ASEAN 各国市場の上場企業数の推移を見ると、ここでも絶対数の点で先進国や中国・インドなどよりかなり少ないのが現状である（図表 6－12）。しかも、インドネシア、ベトナムでは顕著な増加傾向があるのに対し、

図表 6-10 ASEAN 主要国の国内株式時価総額推移 (10億ドル)

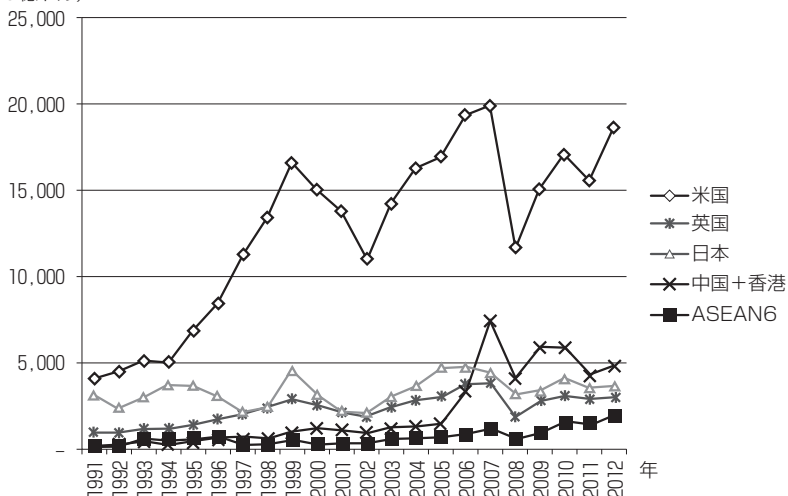
(10 億ドル)



(出所) World Bank より野村資本市場研究所作成

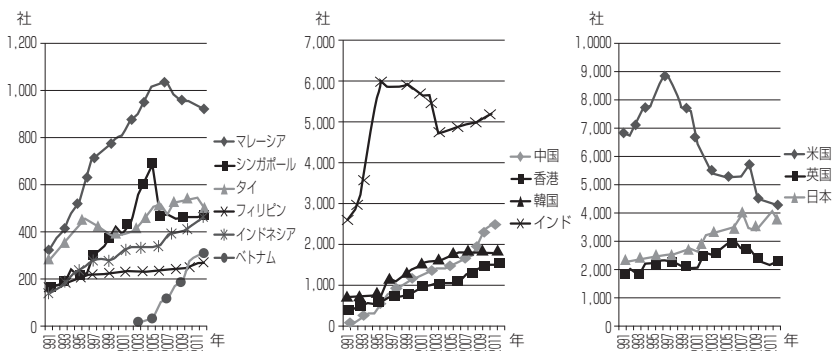
図表 6-11 世界主要国・地域の株式時価総額推移 (10億ドル)

(10 億ドル)



(出所) World Bank より野村資本市場研究所作成

図表 6-12 各国株式市場の上場銘柄数推移



(出所) World Bank より野村資本市場研究所作成

他の4カ国では好調な経済環境に関わらず上場企業数があまり増えていない。ASEAN 全般に、産業界においては国営企業・華僑オーナー系企業の力が強く、ベンチャー起業や IPO がまださほど活発でないとされ、今後のさらなる株式市場の拡大には IPO の活発化が課題となろう。一方で、国営企業の民営化が、適切な事業計画や情報開示プロセスの下で一種の投資促進キャンペーンとして実施されれば、市場活性化の起爆剤となる可能性もある。

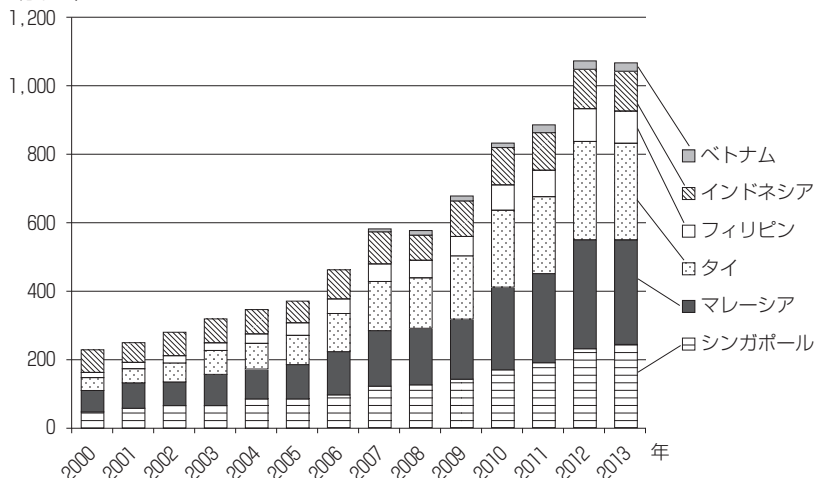
ASEAN 株式市場のもうひとつの課題は投資家層の拡大である。例えば、タイの個人投資家口座数は約44万で、成人人口（15歳以上）の0.8%に過ぎない（タイ証券取引所による）。また、インドネシアでは株式市場における個人投資家の口座数が34万口座余りしかなく（成人人口の約0.2%。中央証券預託機関による）、投資信託などに投資している人口を追加したとしても、いわゆる証券人口は100万人（成人人口の約0.5%）程度に過ぎないと言われている。逆に言えば、今後、ASEAN で中間所得層が増大する中で、前述の民営化のほか、税制優遇などを付与した貯蓄・投資促進策などを講じることは、大きな効果を挙げる可能性があるといえよう。

IV 整備されつつある ASEAN の債券市場

ASEAN 主要国における現地通貨建て債券発行残高は2013年末に1.07兆ド

図表 6-13 ASEAN 主要国の現地通貨建て債券発行残高の推移

(10 億ドル)



(出所) Asia Bonds Online より野村資本市場研究所作成

ルに達した（図表 6-13）。ASEAN の債券市場規模は、世界金融危機が発生した2008年と、米国の金融政策変更の影響などでエマージング通貨の下落が発生した2013年こそ前年比横ばいにとどまったものの、平均して年率約13%と経済成長率を上回る拡大が続いている。ASEAN の債券発行残高に占める国債と社債の比率は、およそ7対3である（図表 6-14）。日本との比較で言えば、社債市場の規模が比較的大きいといえるが、社債の発行体には政府系企業、公益企業が多く含まれている可能性もある。

ASEAN における近年の債券市場拡大の要因として、まず、インフラ整備・企業活動の活発化に伴い、資金調達ニーズが全般に増加した点が挙げられる⁸。また、各国の経済・財政ファンダメンタルズの改善により、ソブリン信用格付けが向上し、起債が容易もしくは可能になったと考えられる。さらに、現地通貨建て債券への投資により高金利と通貨の増価による収益を狙う海外投資家の需要が高まり、それが債券発行の促進につながった可能性もある。また、満期構成の長期化も進展しており、域内の政府や企業が債券で

8 北野陽平「発展するアジア現地通貨建て債券市場と課題」『野村資本市場クォーター』2014年秋号参照。

図表 6-14 ASEAN 主要国の現地通貨建て債券発行残高： 国債・社債の内訳

	2013年末現地通貨建て債券発行残高（10億ドル）					
	国債		社債		合計	
マレーシア	182.4	58.5%	129.7	41.5%	312.1	100%
タイ	213.7	77.7%	61.5	22.3%	275.2	100%
シンガポール	149.6	61.4%	94.1	38.6%	243.7	100%
インドネシア	89.7	83.3%	17.9	16.7%	107.6	100%
フィリピン	87.3	86.8%	13.3	13.2%	100.7	100%
ベトナム	28.0	97.6%	0.7	2.4%	28.7	100%
合計	750.8	70.3%	317.1	29.7%	1,067.9	100%

（出所）Asia Bonds Online より野村資本市場研究所作成

の安定的な資金調達を行うことができるようになりつつある。

一方、ASEAN の債券市場の課題としては、まずセカンダリー取引があまり活発でなく、流動性が足りないことがしばしば指摘されている。Asia Bonds Online による各国の売買回転率を見ると、特に社債の回転率が低くなっている。また、各国国債市場の売買スプレッドも日本や韓国と比較して大きい。

もうひとつの課題として、流動性の問題と表裏一体といえる投資家の多様性が不足しているという問題も指摘される。その一方で、マレーシア、インドネシアなどの債券市場では海外投資家への依存度が徐々に高まっており、今後は域内・国内の投資家の裾野を拡大することも不可欠と考えられる。

元来、2003年に開始されたアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Market Initiative）は、アジア通貨金融危機の反省に立って、ASEAN 諸国のソブリン及び金融セクターにおける通貨・満期構成の「ダブル・ミスマッチ」、すなわち、短期外貨資金を調達して国内で長期運用する構造を解消することを目指したものである。このミスマッチ改善のために、現地通貨建て債券によるアジア版のユーロマネー市場を育成し、日本などの豊富な貯蓄をアジア域内の投資に循環させることが構想された。実際に、ABMI は債券市場のインフラや制度整備に資するさまざまな取り組みを行

い、いくつかの成果を挙げてきたが、日本の投資家が活発にアセアンの発行体の債券に投資をする状況には至っていない。今後も、クロスボーダーの発行案件開拓と域内債券投資の促進が望まれるところであろう。

V 「ASEAN・アセットクラス」形成とスタンダード確立への取り組み

(1) ASEAN 資本市場フォーラムなどの取り組み

上記でみたように、ASEAN の資本市場は着実な成長拡大路線をたどっているが、規模や流動性、投資家層の広がり点ではまだ未成熟な段階にとどまっていると言わざるを得ない。これらの課題を改善し、ASEAN の市場型金融を押し上げるために期待されるのが、今後の ASEAN の資本市場統合の進展である。市場統合は、発行体のビジネス機会を広げる他、域内の資金配分を効率化し、特に長期性の資本調達を円滑にする可能性があり、また域外の投資家から見たときの「アセットクラス」としての ASEAN に投資するインセンティブを高める効果が期待できるからである。

実際、2015年末に発足が予定される ASEAN 経済共同体構築の試みの中でも、資本市場統合に関するイニシアティブとして、加盟国の証券規制当局で構成する ASEAN 資本市場フォーラム (ASEAN Capital Markets Forum、ACMF) や、資本市場の発展に関するワーキング・コミッティ (Working Committee on Capital Markets Development、WCCMD)、支払決済システムに関するワーキング・コミッティ (WCPSS) などが設定され、重要な位置づけを持っている (図表 6-15)。また2013年4月には「ASEAN 金融統合への道筋～ASEAN における金融業界の評価、および金融統合に向けた標石の公式化に関する合同調査」と題されたブループリントが公表され、各種の取り組みが加速されている状況である。

(2) ASEAN 取引所構想

証券市場関連の取り組みの中でもひととき注目されるのが、ASEAN 取引所 (ASEAN Exchanges) 構想と、「アセアン・トレーディング・リンク」

である⁹。

図表 6-15 ASEAN 経済共同体構築に係る証券市場関連のイニシアティブ
(金融統合ブループリントにおける主な提言と動向)

主体	項目	概要
ACMF	ASEAN 開示基準スキーム	・域内共通の開示基準 ・当該基準で目論見書を作成すれば複数国で発行が可能 ・クロスボーダー発行に関する証券監督者国際機構 (IOSCO) 開示基準に基づく ・2013年4月にマレーシア、シンガポール、タイが採用
	マーケット専門家資格相互承認	・域内他国で認可されているマーケット専門家資格を迅速に承認することによってクロスボーダー投資を促す ・シンガポール、タイが採用
	ASEAN・コーポレート・ガバナンス・スコアカード	・上場企業のコーポレート・ガバナンス基準を引き上げ、グローバル投資家の認知度を高める ・インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムが参加 ・2013年5月以降、これまでに2回スコアカードの公表
	重複上場の迅速な検討	・参加調印した国の間で重複上場を申請する場合、通常よりも迅速なプロセスを可能とする ・マレーシア、シンガポール、タイが参加
	ASEAN・トレーディング・リンク	・ASEAN 各国の証券取引所を電子ネットワークで接続し、注文回送する取引リンク ・6カ国、7証券取引所が参加する ASEAN 取引所の取り組みのひとつ ・2012年にマレーシア、シンガポール、タイが参加して稼働
WC-CMD	ASEAN 債券市場発展スコアカード	・債券市場の発展度合い、開放性、流動性などの状況の評価

9 ASEAN 取引所構想については www.aseanexchanges.org 参照。ASEAN・トレーディング・リンクについては脚注6論文および林宏美「アセアン資本市場統合の最近の動向—アセアン・トレーディング・リンクの現状と課題—」『野村資本市場クォーターリ—』2014年秋号など参照。

WC-PSS	資本市場決済の域内インフラ確立	・資本市場決済の域内インフラ確立のためにさまざまな選択肢を調査し、2015年を目途に ASEAN に最適なシステム構築を目指す
WC-CAL	資本流入規制	・残存している資本流入規制を撤廃すべきである
	資本流出規制	・資本流出規制も早い段階で撤廃すべきである ・相互承認原則を通じて ASEAN 加盟国間での規制をまず撤廃、最終的にはすべての国々に対する規制を撤廃すべき

(注) 2014年末までの情報に基づく。ACMF：ASEAN 資本市場フォーラム、WC-CMD：資本市場の発展に関するワーキング・コミッティ、WC-PSS：支払決済システムに関するワーキング・コミッティ、WC-CAL：資本勘定自由化に関するワーキング・コミッティ

(出所) ADB & ASEAN “The Road to ASEAN Financial Integration” (April 2013) など各種資料を基に野村資本市場研究所作成

ASEAN 取引所構想は、ASEAN の 6 ケ国 7 証券取引所（マレーシア取引所、ハノイ証券取引所、ホーチミン証券取引所、インドネシア証券取引所、フィリピン証券取引所、タイ証券取引所、シンガポール取引所）が2011年4月にバリ（インドネシア）で締結した取引所間の提携関係である。

一方、ASEAN・トレーディング・リンクは、2012年9月18日に稼働した各国証券取引所を電子ネットワークで結んで注文を回送する B2B の取引リンクであり、ASEAN 取引所構想の主要なイニシアティブの一つである。当初はマレーシア取引所とシンガポール取引所が接続、2012年10月にタイ証券取引所が参加して、現在 3 取引所が接続している。これまでのところ、株式売買代金やクロスボーダー取引が増加しているという証左は見いだしにくい、参加取引所は、個人投資家向けロードショーの開催など共同のプロモーションに努めている。

さらに、ASEAN 取引所構想では、ASEAN の資本市場や投資機会について投資家の認識を高めるべく、各証券取引所に上場する主要銘柄を「ASEAN・スターズ」というグループにまとめてインデックス化するなど、情報発信や新たな金融商品の開発に関する取り組みを進めている。「ASEAN・スターズ」とは、ASEAN 取引所構想参加取引所が、時価総額

および流動性の観点で選んだ各国の主要30銘柄 から構成される合計180銘柄のことを指し、銘柄の概要や取引情報などがASEAN 取引所のウェブサイトに掲載されているほか、2014年5月から英国FTSE インターナショナル社がFTSE ASEAN・スターズ指数を公表している。

(3) ASEAN 開示基準スキーム

ASEAN 開示基準スキームは、発行時開示の共通化の取り組みで、ASEAN 域内の複数の国々でクロスボーダーの証券を発行する発行体が作成する目論見書が、ASEAN 資本市場フォーラムが策定したスキームに基づくものであれば、販売先となる国ごとに目論見書を作成することが不要になるというものである。

2013年4月には、まず国内証券市場が比較的大きいマレーシア、シンガポール、タイの証券規制当局が、ASEAN 開示基準スキームを自国に導入する決定をした。今後も環境が整備された加盟国から、順次 ASEAN 開示基準を採用することが想定されている。

ASEAN 開示基準は、株式版のスタンダードと債券版のスタンダードに分かれており、クロスボーダー発行に関する証券監督者国際機構 (IOSCO) 開示基準に基づいている¹⁰。ASEAN 開示基準の導入によって、発行体は追加的なコストをかけずに、域内における資金調達機会にシームレスなアクセスが可能になるうえ、投資家による投資判断もしやすくなると考えられる。一方で、ABMF も債券発行時の情報開示を標準化・共通化する取り組みを進めてきた経緯があり、複数の「スタンダード」が並立してしまう可能性もでてきている¹¹。

上記2つの取り組みに代表されるように、ASEAN の資本市場統合は2015年末を目指して加速しており、今後は決済などの分野でも共通化・統合が進

10 具体的な内容は http://www.theacmf.org/ACMF/webcontent.php?content_id=00015 参照。

11 APEC (アジア太平洋経済協力) の一部加盟国が進めているアジア地域ファンド・パスポート構想 (複数国で販売可能な投資信託などのファンドの認可あるいは登録制度) などでも同様の課題が指摘されている。岡田功太「アジアで複数の制度整備が進展するファンド・パスポート構想」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号参照。

展することが期待されている。しかし、ASEAN の場合、EU とは違い、通貨や法制・税制などの統合を志向していないことに加え、資本市場統合のイニシアティブに積極的に参画しているのがマレーシアなど3カ国にとどまっていること、共通のシステム・市場インフラを整備したことが投資家誘致・育成に必ずしも結びついていないこと、開示などのスタンダードが乱立する懸念があることなどは課題といえよう。

V 市場間競争という現実と日本

ASEAN の資本市場の将来を考える上で、ASEAN 加盟諸国の中には、独自に資本市場・金融サービス業の整備を進め、自国の競争力を高めようとする考え方も強く存在することに留意しなければならない。つまり、ASEAN 市場「統合」へ向けた取り組みと反作用するかのように、市場間「競争」も活発化している面がある。例えば、マレーシアやインドネシアには、所得水準で一段高い位置に立ち、金融機関その他のプレイヤーの規模も大きいシンガポールの資本市場が ASEAN の中で大きな求心力を持ってしまうことを恐れるムードがある。また、タイは経済・産業面で「メコン川流域のハブ」を目指しており、金融面でもミャンマーなど周辺国を巻き込んでパーツ経済圏を形成したいという目標を公言している。

ASEAN 各国が金融サービス業発展のためにマスタープランやさまざまな取り組みを行っているのも、金融システムの重要な機能を自国として強化したいという思いがあるからであろう。

実際の政策運営で各国のニーズが顕在化し、対立しやすいのは、金融規制、特に銀行規制である。もともと ASEAN 各国では、国内産業への金融における銀行への依存度が強いために、国内産業保護の観点から、銀行ライセンス規制、外国資本出資規制などが厳しく、しかも頻繁に変更されている。比較的最近まで外資による銀行への出資規制を緩やかにしていたインドネシアの当局が、国内第6位のダナモン銀行の株式がシンガポールの DBS 銀行に取得されそうになった2012年に突然、単一株主出資規制を強化して事実上 DBS の買収計画を排除してしまった例などは、周辺国に驚きを与えた。

こうした政策・規制の不確実性は、日本の金融機関にとっては、ASEANでのビジネス展開に大きな支障となる可能性がある¹²と指摘されている。一方で日本は、金融規制改革や市場開放の点で先行的に経験を有している。例えば日本は、不良債権問題が深刻化していく最中で金融ビッグバンを実施し、外資参入自由化を完成させたわけだが、東京の国際金融センター化という点では、タイミングが遅すぎたといえる。また、外資参入が、国内経済に打撃を与えたかといえばそうではなく、むしろ金融再編や不良債権処理を促進する効果もあった。何より、金利以外での競争を迫られる投資銀行分野などでは、外資・国内の金融機関が入り乱れて提案力と執行力を競い合うようになり、結果として国内企業をはじめとする顧客・ユーザー側が大きなメリットを受けたといえる。日本の市場関係者は、こうした経験と教訓をアセアン諸国に伝えていくことができよう。

いずれにせよ、ASEANが、統合と競争というやや矛盾したニーズを抱える中で、今後どのような資本市場の発展段階に進んでいくのかが注目される。

12 例えば、金融庁が2013年に開催した官民ラウンドテーブル (<http://www.fsa.go.jp/singi/kan-min/index.html>) で公表した調査「我が国企業・金融機関の国際展開の拡充について」など参照。