

G 20 諸国の証券市場

杉 田 浩 治

要約

本稿は、世界で重要性を増しつつある「G 20」諸国の株式・債券・投信市場を俯瞰するため、量的側面から二〇カ国市場の比較を行ったものである。比較結果の要点は次のとおりである。

まず株式市場については、時価総額とその対GDP比率の両面で米国を中心とする先進国の発達度が高いが、対GDP比率では新興国の中で南アフリカが高いほかインド・韓国・中国なども先進

国に近い水準に達している。売買代金については米国NASDAQの異常な多さ（時価総額に対する年間売買回転率は一、〇二七％で東証の七倍）が目立つほか、中国（特に深圳）、韓国の売買回転率もほぼ先進国並みになっている。

債券市場については、先進国の中で日本の政府債発行残高が抜きん出ていること、新興国の債券（特に民間債）の発行残高が少ない（新興国において民間部門の銀行借入れ依存度が高いためと思われる）ことを指摘できる。

この結果、証券市場における株式と債券の残高

構成を比較すると、先進国平均は株式二六・債券七四であるのに対し、新興国はBRICs平均で株式四七・債券五三であるなど、新興国においては株式市場が相対的に債券市場より発達していると見ることができる。

次に証券市場（有価証券発行残高）の最近五年間の通算成長率を計算すると、先進国が平均五〇%であるのに対し、BRICsが平均一九二%と圧倒的に高い伸びを示している（特に中国は株式時価総額が三・五倍、債券発行残高が四・五倍に拡大した）。

また株式・債券の間接保有手段ともいえる投信の残高は世界全体で〇八年末現在一、七〇〇兆円に達しており、世界の有価証券発行残高一京六〇〇兆円の一六%が投信を通じて保有されている。投信残高の対GDP比と一人あたり保有額により投信の普及度を見ると、先進国の普及度が高い中

で日本の低さ（潜在成長性の高さ）が目立つ。一方、新興国は中国をはじめ普及度が低いが、最近BRICsを中心に残高が急成長している。

最後に新興国の株式市場の潜在成長性を、日本の経済成長期における動きなどを参考にしながら考察すると、実体経済（GDP）の拡大に伴う成長に加え、GDPに対する株式時価総額の比率上昇に伴う伸びも期待される。

はじめに

〇八年一月に米国ワシントンでG20金融サミットが開催されて以降、世界におけるG20の重要性が増しつつあり、〇九年四月のロンドン・サミットに続いて〇九年九月には米国ピッツバーグでG20の第三回会合が予定されている。

G20はGDPで世界全体の八割を占めている

が、証券市場との関連においても後述するように株式時価総額で世界全体の八四%、債券発行残高で八六%、投信残高で八二%を占めている。しかし、一口にG20といってもG7先進国からBRICsその他の新興国までが含まれ、その経済・金融、そして証券市場の実態は国により大きく異なっている。

そこで、これら諸国の「証券市場を俯瞰する」手掛かりとするため、〇八年末のデータにより量的側面から二〇カ国市場の比較を行ってみた。資料として、株式については主としてWorld Federation of Exchanges（世界取引所連合）、債券はBIS（国際決済銀行）、投信はInternational Investment Funds Association（国際投資信託協会）の発表データを使用した。なお比較にあたっては、二〇カ国を先進九カ国、BRICs四カ国、その他新興七カ国の三グループに

分けて、グループ別の特性の発見も試みた。

一、株式市場

(1) 経済規模と株式市場規模

まずG20諸国の経済規模と株式市場時価総額を概観すると表1のとおりである。

日本はGDPでも株式時価総額でも世界第二位の地位を占めている（ただしGDPについては、IMFの二〇〇九年四月の“World Economic Outlook Database”によれば、二〇一〇年に中国が日本を逆転し、五年後の二〇一四年には中国が八・五〇兆ドル、日本が五・三五兆ドルとなることが予想されている）。

さて株式市場の発達度を見る意味で、株式時価総額のGDPに対する割合（表1の最右列）をグループ別に見ると、先進国グループが五七・一%

G20 諸国の証券市場

〔表 1〕 G20諸国の経済規模と株式市場規模（2008年）

		GDP (A) (十億ドル)	人口 (百万人)	一人当たり GDP (ドル)	国内株式時価 総額 (B) (十億ドル)	B/A (%)
先進国	アメリカ	14,265	304	46,924	11,605	81.4%
	日本	4,924	128	38,469	3,116	63.3%
	ドイツ	3,668	82	44,732	1,111	30.3%
	フランス	2,865	62	46,210	1,494	52.1%
	イギリス	2,674	61	43,836	1,868	69.9%
	イタリア	2,314	59	39,220	522	22.6%
	カナダ	1,511	33	45,788	1,033	68.4%
	スペイン	1,612	46	35,043	948	58.8%
	オーストラリア	1,011	21	48,143	684	67.7%
先進9カ国単純平均		3,872	88	43,152	2,487	57.1%
BRICs	中国	4,402	1,328	3,315	1,779	40.4%
	ロシア	1,677	142	11,810	375	22.4%
	ブラジル	1,573	192	8,193	592	37.6%
	インド	1,210	1,190	1,017	647	53.5%
BRICs 4カ国単純平均		2,216	713	6,084	848	38.5%
その他	メキシコ	1,088	106	10,264	234	21.5%
新興国	韓国	947	49	19,327	471	49.7%
	トルコ	729	70	10,414	113	15.5%
	インドネシア	512	228	2,246	99	19.3%
	サウジアラビア	482	25	19,280	246	51.0%
	アルゼンチン	326	40	8,150	40	12.3%
	南アフリカ	277	49	5,653	483	174.4%
その他新興7カ国単純平均		623	66	10,762	241	49.1%
G20合計(イ)		48,067	4,215	11,404	27,461	57.1%
世界合計(ロ)		60,689	6,750	8,991	32,551	53.6%
イ/ロ		79.2%	62.4%	-	84.4%	-

(注) 20カ国の配列は各グループごとに GDP の順に行った。先進国のアメリカからカナダまでは G7 参加国。

〔出所〕 GDP と人口は IMF。国内株式時価総額は World Federation of Exchanges（世界取引所連合）およびフランスは Euronext Paris、サウジアラビアは Saudi Stock Exchange (Tadawul)、ロシアは RTS。

国内株式時価総額について、アメリカは NYSE と NASDAQ の合計、日本は東証、インドはボンベイ、中国は上海と深圳の合計をとった。

と最も高く、次いでBRICs以外の新興国グループが四九・一%、BRICs四カ国は三八・五%と最も低い。ただしBRICs以外の新興七カ国の平均値は、大型鉱山株の存在する南アフリカの異常な高さ(一七四・四%)によって引き上げられており、南アフリカを除いた六カ国で計算すると二八・三%とBRICs四カ国より低くなる。

次に国別に見ると、先進国の中では米国が一・四%と高い(ちなみに米国の世界全体に占める比率はGDPでは二四%であるが、株式時価総額で三六%を占めている)一方、イタリアが低い(二二・六%)と、BRICsの中ではインドの高さ(五三・五%)とロシアの低さ(二二・四%)が目立つ。ちなみに中国は四〇・四%と、新興国の中では比較的高いレベルに達しており、時価総額でも、米・日・英に次ぐ世界第四位に達し

ている。その他新興国については、前述のとおり南アフリカが異常に高い反面、トルコ、インドネシア、アルゼンチンはいずれも未だ一〇%台で、G20の中でも最も発達が遅れている。

(2) 上場会社数と一社あたり時価総額

次に各国の上場会社数と、一社平均時価総額は表2のとおりである。ここでは、米国についてNY取引所(正確にはNYSE Euronext (US))とNASDAQ(正確にはNASDAQ OMX)に分け、中国について上海証券取引所と深圳証券取引所に分けて記載し、日本についても東証一部を内書きして、取引所間の相違を明らかにするようになった。

証券取引所へ上場している会社数は〇八年末現在、世界で四六、七〇六社あり、このうちG20の証券取引所上場会社数はちょうど三〇、〇〇〇社

G20 諸国の証券市場

〔表2〕 上場会社数と1社当たり時価総額

		国内株式時 価総額(A) (十億ドル)	日本を 100とした 値	国内上場会 社数(B) (社)	日本の東証 1部を100 とした値	1社当たり時価 総額((A/B) (百万ドル)	日本の東証 1部を100 とした値
先進国	アメリカ	11,605	372	5,212	304	2,227	125
	(うち NYSE)	(9,209)	(296)	(2,596)	(151)	(3,547)	(198)
	(うち NASDAQ)	(2,396)	(77)	(2,616)	(153)	(916)	(51)
	日本	3,116	100	2,374	138	1,313	73
	(うち東証第1部)	(3,067)	(98)	(1,715)	(100)	(1,788)	(100)
	ドイツ	1,111	36	742	43	1,497	84
	フランス	1,494	48	598	35	2,498	140
	イギリス	1,868	60	1,174	68	1,591	89
	イタリア	522	17	294	17	1,776	99
	カナダ	1,033	33	3,755	219	275	15
-----		-----		-----		-----	
	スペイン	948	30	3,536	206	268	15
	オーストラリア	684	22	1,924	112	356	20
先進9カ国単純平均		2,487	80	2,179	127	1,311	73
BRICs	中国	1,779	57	1,604	94	1,109	62
	(うち上海)	(1,425)	(46)	(864)	(50)	(1,649)	(92)
	(うち深圳)	(353)	(11)	(740)	(43)	(478)	(27)
	ロシア	375	12	329	19	1,140	64
	ブラジル	592	19	383	22	1,546	86
	インド	647	21	4,921	287	131	7
BRICs 4カ国単純平均		848	27	1,809	105	982	55
その他	メキシコ	234	8	125	7	1,872	105
新興国	韓国	471	15	1,789	104	263	15
	トルコ	113	4	317	18	356	20
	インドネシア	99	3	396	23	250	14
	サウジアラビア	247	8	129	8	1,915	107
	アルゼンチン	40	1	107	6	374	21
	南アフリカ	483	16	367	21	1,316	74
その他新興7カ国単純平均		241	8	461	27	907	51
G20合計(イ)		27,461	881	30,000	1,749	915	51
世界合計(ロ)		32,551	1,045	46,706	2,723	697	39
イ/ロ		84.4%	-	64.2%	-	131.3%	-

〔出所〕 (A), (B)は世界取引所連合ほか(表1と同じ)。その他は筆者計算。

にのぼっている。

先進国の中では、もちろん米国の上場会社数が五、二二二社（NYSE二、五九六社とNASDAQ二、六一六社の合計）と最も多いが、時価総額との相対的比較でみると、カナダ（三、七五五社）、スペイン（三、五三六社）の多さとフランス（五九八社）の少なさが目立つ。BRICSではインドが多いこと（四、九二二社）、その他新興国では韓国の多さ（一、七八九社）が目立つ。

この結果、一社あたりの時価総額では、先進国ではNYSE（三五・五億ドル）とフランス（二五・〇億ドル）が大きいこと、BRICSではインド（一・三億ドルでG20の中で最小）を除く三カ国でいずれも一〇億ドルを超えていて世界平均を上回っていること、その他新興国ではサウジアラビアが大きいこと（一九・二億ドルでNYSE

E、フランスに次いで大きい）を指摘できる。

(3) 売買代金と売買回転率

以上がストックのデータであり、次にフローの度合いを見る意味で、年間売買代金と、売買回転率（時価総額に対する売買代金の割合であり、世界取引所連合による二〇〇八年の一二か月平均をとった）を示すと表3のとおりである。

売買回転率は、先進国市場において概して高く（九カ国単純平均で一八五%）、一〇〇%を下回っている国は一つもない。これに対して新興国市場はBRICS四カ国単純平均で九三%、その他新興七カ国単純平均で九一%に止まっている。その一因としては浮動株比率が低いことが挙げられよう（たとえば中国では発行済み株数のうち政府などが保有する「非流通株」が五割を占めている⁽¹⁾、南アフリカでも小数の巨大財閥がかなりの株数を

G20 諸国の証券市場

〔表3〕 株式年間売買代金と売買回転率

		年間売買代金 (十億ドル)	日本を 100とした 値	売買回転率 (%)	日本を 100とした 値	
先進国	アメリカ	64,014	1,142	405	268	
	(うち NYSE)	(30,918)	(551)	(240)	(159)	
	(うち NASDAQ)	(33,096)	(590)	(1,027)	(680)	
	日本(≒東証1部)	5,607	100	151	100	
	ドイツ	4,190	75	264	175	
	フランス	2,655	47	124	82	
	イギリス	4,375	78	153	101	
	イタリア	1,448	26	182	121	
	カナダ	1,704	30	104	69	
	-----	-----	-----	-----	-----	-----
	スペイン	2,405	43	171	113	
オーストラリア	1,167	21	113	75		
先進9カ国単純平均		9,729	174	185	123	
BRICs	中国	3,849	69	142	94	
	(うち上海)	(2,600)	(46)	(118)	(78)	
	(うち深圳)	(1,249)	(22)	(236)	(156)	
	ロシア	1,146	20	134	89	
	ブラジル	721	13	67	44	
	インド	301	5	29	19	
BRICs 4カ国単純平均		1,504	27	93	62	
その他 新興国	メキシコ	104	2	30	20	
	韓国	1,432	26	196	130	
	トルコ	248	4	135	89	
	インドネシア	109	2	66	44	
	サウジアラビア	523	9	137	91	
	アルゼンチン	4	0	7	5	
	南アフリカ	287	5	63	42	
その他新興7カ国単純平均		387	7	91	60	
G20合計(イ)		96,289	1,717	244	162	
世界合計(ロ)		113,602	2,026	243	161	
イ/ロ		84.8%	-	-	-	

〔出所〕 世界取引所連合資料より作成。年間売買代金は国内株の数字をとった。

売買回転率について、アメリカはNYSEとNASDAQの回転率を08年末の時価総額の割合79:21で加重平均し、中国は上海と深圳の回転率を08年末の時価総額の割合80:20で加重平均、フランス・ロシア・サウジおよびG20合計と世界合計については年間売買代金を07年末と08年末の時価総額の平均で除して算出。

保有していると言われる⁽²⁾。

国別にみると、米国市場の回転率が際立って高いことが目立つ。米国は時価総額の世界全体に占めるシェアは三六%（一一・六兆ドル／三二・六兆ドル）であるが、売買代金シェアは五六%（六・四兆ドル／一一・四兆ドル）に達しており、世界の株式取引の半分以上が米国で行われていることになる。したがって米国市場の年間売買回転率は四〇五%（NYSEの二四〇%とNASDAQの一一・〇二七%を〇八年末の時価総額比七九対二一で加重平均した値）に達し、G20合計の二四四%を大きく上回っている。逆に日本は時価総額では世界の約一〇%を占めるが、売買代金シェアは五%で、売買回転率は一五一%と先進国の中では低い方に位置している。株式持合いなどの影響があると考えられる。

一方、BRICsの中では中国（二四二%）・

ロシア（一三四%）が比較的高い一方、インドの低さ（二九%）が目立ち、その他新興国では韓国（一九六%と日本を上回っている）・トルコ（一三五%）・サウジ（一三七%）は一〇〇%を越えているが、メキシコ（三〇%）のほかアルゼンチンの異常な低さ（七%）が目立つ。

二、債券市場

BIS資料により、G20諸国の債券発行残高を国内発行残高と外国での発行残高に分け、それぞれについて発行主体別に政府債と民間債に分けて記載すると表4のとおりである。また債券発行残高の経済規模（GDP）との比較および（内外の内訳を見る意味で）外国での起債比率を計算すると表5のとおりである。

表4および表5から指摘できることは少なくとも

G20 諸国の証券市場

〔表4〕債券発行残高(2008年末、単位十億ドル)

	国内での発行債			外国での発行債			内外合計			
	政府債	民間債	合計	政府債	民間債	合計	政府債	民間債	合計	
先進国	アメリカ	7,888	16,733	24,622	4	6,032	6,036	7,892	22,766	30,658
	日本	9,113	1,964	11,077	3	399	402	9,116	2,362	11,478
	ドイツ	1,364	1,229	2,593	282	2,614	2,897	1,647	3,843	5,490
	フランス	1,437	1,484	2,921	45	1,568	1,613	1,482	3,053	4,534
	イギリス	827	397	1,223	9	2,739	2,747	835	3,135	3,970
	イタリア	1,780	1,482	3,262	219	1,013	1,232	1,999	2,495	4,494
	カナダ	670	364	1,035	81	392	472	751	756	1,507
	スペイン	540	1,206	1,746	94	1,486	1,580	634	2,692	3,326
	オーストラリア	103	535	637	12	455	467	115	990	1,105
先進9カ国単純平均		2,636	2,821	5,457	83	1,855	1,939	2,719	4,677	7,396
BRICs	中国	1,417	793	2,210	4	40	44	1,421	833	2,254
	ロシア	na	na	na	28	113	141	na	na	na
	ブラジル	546	311	857	49	69	118	595	380	974
	インド	388	39	427	0	41	41	388	81	468
BRICs 3カ国単純平均		783	381	1,164	18	50	68	801	431	1,232
その他新興国	メキシコ	175	145	320	41	48	35	215	193	408
	韓国	338	526	864	4	31	88	342	557	899
	トルコ	180	1	181	40	11	51	220	12	231
	インドネシア	63	7	70	11	13	24	74	20	94
	サウジアラビア	na	na	na	na	na	na	na	na	na
	アルゼンチン	54	12	66	48	6	54	102	18	120
	南アフリカ	57	37	94	8	27	35	65	64	129
その他新興6カ国単純平均		144	121	266	25	23	18,078	170	144	314
G18合計(A)		26,939	26,941	53,880	980	17,098	18,078	27,919	44,039	71,958
世界合計(B)		29,787	29,879	59,666	1,879	21,985	23,864	31,666	51,864	83,530
A/B		90.4%	90.2%	90.3%	52.2%	77.8%	75.8%	88.2%	84.9%	86.1%

〔出所〕 BIS 資料より作成、BRICs 平均はデータの無いロシアを除く3カ国の平均、その他新興国もデータの無いサウジを除く6カ国平均。

〔表5〕債券発行残高の対GDP比率と、外国での起債比率

		債券発行残高のGDPに対する割合			外国での起債比率		
		政府債	民間債	合計	政府債	民間債	合計
先進国	アメリカ	55.3%	159.6%	214.9%	0.0%	26.5%	19.7%
	日本	185.1%	48.0%	233.1%	0.0%	16.9%	3.5%
	ドイツ	44.9%	104.8%	149.7%	17.1%	68.0%	52.8%
	イギリス	29.1%	109.4%	138.6%	1.0%	87.4%	69.2%
	フランス	55.4%	114.2%	169.6%	3.0%	51.4%	35.6%
	イタリア	86.4%	107.8%	194.2%	11.0%	40.6%	27.4%
	カナダ	49.7%	50.0%	99.7%	10.7%	51.8%	31.3%
	スペイン	39.3%	167.0%	206.4%	14.8%	55.2%	47.5%
	オーストラリア	11.4%	97.9%	109.3%	10.7%	46.0%	42.3%
先進9カ国単純平均		61.9%	106.5%	168.4%	7.6%	49.3%	36.6%
BRICs	中国	32.3%	18.9%	51.2%	0.3%	4.8%	2.0%
	ブラジル	37.8%	24.1%	61.9%	8.2%	18.1%	12.1%
	ロシア	na	na	na	na	na	na
	インド	32.0%	6.7%	38.7%	0.0%	51.1%	8.8%
BRICs 3カ国単純平均		34.0%	16.6%	50.6%	2.8%	24.7%	7.6%
その他新興国	メキシコ	19.8%	17.7%	37.5%	18.9%	24.8%	21.7%
	韓国	36.1%	58.8%	94.9%	1.2%	5.6%	3.9%
	トルコ	30.1%	1.6%	31.7%	18.0%	95.7%	21.9%
	インドネシア	14.5%	3.9%	18.4%	15.1%	65.5%	25.8%
	サウジアラビア	na	na	na	na	na	na
	アルゼンチン	31.3%	5.6%	36.8%	46.6%	34.8%	44.8%
	南アフリカ	23.5%	23.1%	46.6%	12.0%	42.8%	27.3%
その他新興6カ国単純平均		25.9%	18.4%	44.3%	18.6%	44.9%	24.2%
G18カ国単純平均		40.7%	56.0%	96.7%	3.5%	38.8%	25.1%
世界合計		52.2%	85.5%	137.6%	5.9%	42.4%	28.6%

〔出所〕 表4等より筆者計算。

も三つある。

第一に先進国の債券発行残高が圧倒的に大きく、九カ国合計を計算すると六六兆ドルと世界全体の債券発行残高の七九%を占めている（株式時価総額の先進九カ国シェアは六九%であり、相対的に債券市場における先進国比率が高い）ことである。表5の債券発行残高のGDPに対する割合でみても、先進九カ国単純平均は一六八%に達しており、BRICs（データのないロシアを除く三カ国）単純平均の五一%、その他新興国（データのないサウジアラビアを除く六カ国）単純平均の四四%を大きく上回っている。またBRICsおよびその他新興国の中で、対GDP比率が先進九カ国を上回っている国は一つもないという事実も指摘もできる。

このように新興国の債券市場が先進国にくらべ相対的に小さい理由は、特に民間債の発行残高が

少ないことにある。すなわち表5の債券発行残高のGDPに対する割合を発行体別に見ると、政府債については先進国単純平均六二%、BRICs単純平均三四%、その他新興国単純平均二六%であるのに対し、民間債はそれぞれ一〇七%、一七%、一八%となっており、特に民間債について先進国・新興国間の差が大きい。その背景については次項「三、証券市場における株式と債券の占める割合」で改めて触れたい。

第二に国別に見ると、債券合計残高（表4最右列）では米国が三〇兆ドルを超えて圧倒的に大きい。対GDP比率（表5左側）では日本が最大であること、特に政府債について日本は発行残高でも米国を上回って世界最高、対GDP比率では一八五%と世界の中で群を抜いている（第二位のイタリア八六%の二倍以上である）ことが目立つ。その他に債券合計で見て、先進国の中ではス

ペインの相対的多さ（対GDP比二〇六％）とカナダの相対的少なさ（対GDP比一〇〇％弱）が目を引くとともに、新興国の中では韓国の多さ（対GDP比九五％）が目立つ。

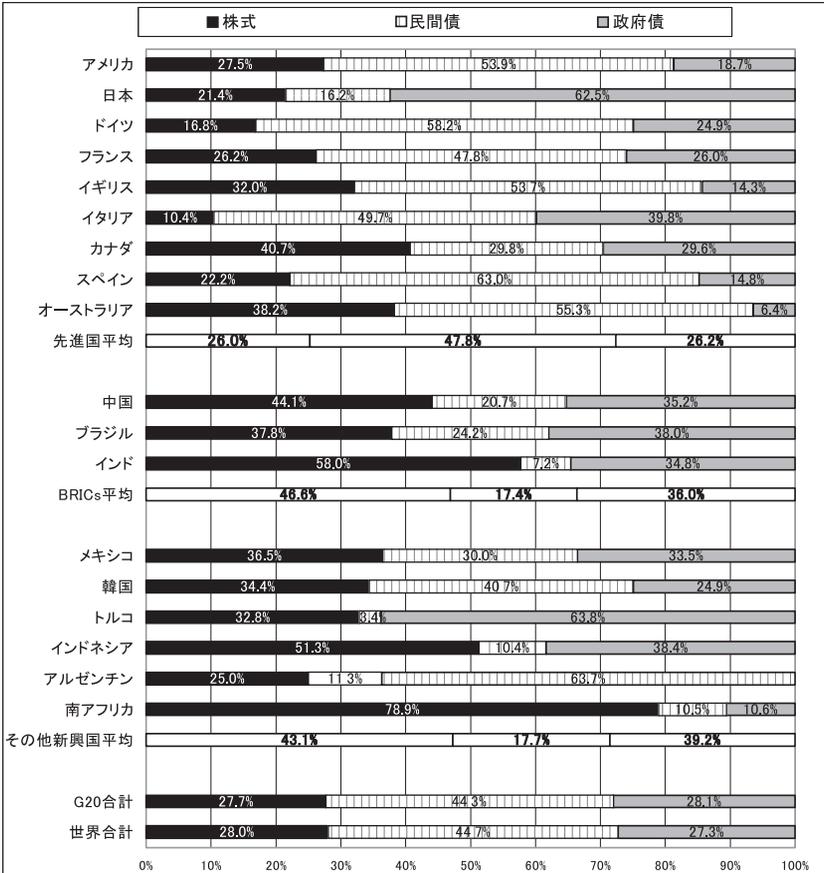
第三に外国での発行比率（表5右側）を見ると、日本・中国は外国での起債比率が低い（言い換えれば国内でファイナンスできている）こと、欧州は概して外国での起債比率が高いこと（自国以外のユーロ圏諸国が外国にカウントされることの影響もある）、さらに欧州以外でアルゼンチン・オーストラリアなどの外国起債比率が高いことが目立つ。一方、米政府債は中国・日本政府など外国人の保有比率が〇八年末現在で五〇％を超えている（FRB資金循環統計より計算）が、基軸通貨国・米国における国内発行分であり、外国起債はほとんど皆無となっている。

三、証券市場における株式と債券の占める割合

次に、各国における株式市場と債券市場の発達の違いを比較するため、有価証券（株式と債券の合計）発行残高の内に占める株式と債券の割合を図1に示した（債券については政府債と民間債に区分した）。

この図から第一に指摘できることは、BRICsをふくめ新興国においては株式市場の発達が債券市場に先行していることである（有価証券全体に占める株式の割合はBRICs平均で四七％、その他新興国が平均して四三％であり、先進国平均の二六％を大きく上回る）。一般に「新興・途上国では株式市場のほうが債券市場より発達しやすい」と言われる^③。

〔図1〕株式時価総額vs 債券発行残高



〔出所〕表2、表4より筆者計算。

その一因として、企業の自己資本調達手段は株式が中心になるが、外部資金の調達にあたっては債券発行よりも先ず銀行借入れが利用されることが挙げられよう。IMFの集計データ（二〇〇七年末現在⁽⁴⁾）から、主要国の(a)民間債発行残高、(b)銀行資産額（貸付金など）の合計を一〇〇として、その内訳を計算すると（ラフにいえば、(a)を「債券による資金調達」、(b)を「銀行経由の資金調達」と考えることもできよう⁽⁵⁾）、世界合計では民間債発行残高三五・銀行資産六五、米国は六八・三二、EUが二九・七一となるのに対し、新興国合計は一三・八七となり、新興国における外部資金調達について銀行への依存度がより高いことが伺える（なお、日本は民間債発行残高一七・銀行資産八三と計算され、先進国の中では銀行への依存度が高い）。

第二に、株式の比重が小さい先進国群の中でも

特にイタリア、ドイツが債券による資金ファイナンスの度合いが高いことが目立つ（イタリアは政府債比率が相対的に高く、ドイツは民間債比率が高い）。一方、イギリスでは企業が伝統的に自己資金（株式）中心にファイナンスしていることから、民間債の比重が小さくなっている。また日本は前述のとおり政府債発行残高が大きいことから、政府債の比率が有価証券全体の六三%を占め、先進国の中で飛び抜けて高い。

第三に新興国の中では、トルコの政府債比率が高い（有価証券全体に占める政府債比率は六四%で日本をも上回っている）ことが目を引く。なお図1に掲載した一八カ国の中で株式の比率が最も高い国は南アフリカである。

四、証券市場の成長率

次に証券市場の成長率を最近五年間について計算（〇三年末と〇八年末を比較）すると表6のとおりである（〇三年末残高の掲載は紙幅の関係上省略した）。

第一に株式・債券の両面でBRICsの成長度が圧倒的に高いことを指摘できる。すなわち株式時価総額では中国が二四七%増加（三・四七倍に拡大）したのをはじめ、四カ国平均で一七九%の増加を記録し、債券市場も大きく拡大した。この結果（表には記載していないが）、世界の証券市場（発行残高）に占めるBRICs四カ国のシェアを計算すると、二〇〇三年から二〇〇八年にかけて株式が四・八%→二一・四%へ、政府債が五・〇%→八・七%、民間債が一・一%→三・二

%、そして有価証券全体では三・〇%→七・三%へ拡大した。またBRICs以外の新興国についても株式時価総額の伸び率は先進国を大きく上回っている。

第二に国別に見ると、第一の指摘と重複するが株式・債券とも中国の伸びが高いこと（有価証券合計で二九八%増加⇨約四倍に拡大した）、先進国ではスペインの増加率が大きく（有価証券合計で先進国九カ国単純平均増加率が五〇%であるのに対しスペインは一三二%増加）、反対に新興国の中でアルゼンチンの停滞（有価証券合計で九%減少）が目立つ。

なお、インド・トルコの民間債増加率が高いが、金額的に極小（表4参照）の中での拡大である。

G20 諸国の証券市場

〔表6〕 有価証券発行残高の過去5年間の増加率
(2003年末と2008年末の比較)

		株式 (時価総額)	政府債	民間債	有価証券合計
先進国	アメリカ	-18.1%	57.1%	46.5%	21.7%
	日本	5.5%	56.2%	4.9%	32.2%
	ドイツ	3.0%	41.6%	36.3%	30.4%
	フランス	9.4%	41.6%	76.5%	44.1%
	イギリス	-24.1%	62.5%	123.8%	33.4%
	イタリア	-15.0%	33.4%	117.0%	53.8%
	カナダ	16.3%	23.5%	103.1%	36.0%
	スペイン	30.6%	37.2%	311.1%	131.9%
	オーストラリア	16.9%	9.6%	153.1%	65.5%
先進9カ国単純平均		2.7%	40.3%	108.0%	49.9%
BRICs	中国	246.8%	324.1%	405.0%	298.1%
	ロシア	173.7%	na	na	na
	ブラジル	161.9%	95.7%	272.2%	147.8%
	インド	131.9%	93.8%	1141.4%	130.8%
BRICs	単純平均	178.6%	171.2%	606.2%	192.2%
その他 新興国	メキシコ	91.8%	25.2%	226.4%	81.9%
	韓国	58.1%	187.1%	43.6%	70.2%
	トルコ	66.2%	33.2%	485.0%	46.4%
	インドネシア	80.0%	21.5%	42.9%	48.5%
	サウジアラビア	57.3%	na	na	na
	アルゼンチン	14.3%	-15.1%	-9.5%	-8.6%
	南アフリカ	85.1%	-4.4%	120.7%	70.9%
その他新興国単純平均		64.7%	41.2%	151.5%	51.5%
G20カ国単純平均		59.6%	62.4%	205.5%	74.2%
世界合計残高変化率		4.3%	58.5%	72.3%	42.8%

(注) ロシアの株式について、2003年末時価総額は MICEX の数字をとって計算した。BRICs 単純平均は、データのある株式については4カ国平均、株式以外についてはロシアを除く3カ国平均で計算。

その他新興国単純平均は、データのある株式については7カ国平均、株式以外についてはサウジアラビアを除く6カ国平均で計算。

〔出所〕 世界取引所連合、BIS データ等から筆者計算。

五、投資信託

以上、株式・債券市場の状況を見てきたが、株式・債券などの有価証券を間接的に保有する手段ともいえる投資信託のG20諸国における残高を掲げると表7のとおりである。世界全体では一八・九七兆ドル（〇八年末為替レートで約一、七〇〇兆円）の残高に達している。前掲のとおり、〇八年末現在の世界の株式時価総額は三二・六兆ドル（約二、九〇〇兆円）、債券発行残高は八三・五兆ドル（約七、六〇〇兆円）、両者合計残高は一六・一兆ドル（約一京六〇〇兆円）であるから、世界の有価証券発行残高の一六%が投資信託を通じて保有されていると見ることもできる。

なお、表7には株式・債券と同様に、残高のGDPに対する比率、過去五年間の残高増加率等を

掲載したほか、投資信託は個人の保有比率が高いので国民一人あたりの投資信託保有額を、また上記の「投資信託を通じた有価証券の保有割合」の近似値として「有価証券発行残高に対する投信残高の比率」を掲げた。

さて表7から読み取れることは次の三点である。

第一に、投信残高の対GDP比率、一人あたり保有額などにより投信の普及度をグループ別に見ると、当然のことながら先進国に比べBRICsなど新興国の普及度は低く、これら諸国において投信は成長途上にあることを指摘できる。現に過去五年間の残高増加率（表7最右列）はBRICsが平均して一三七%、その他新興国が平均七六%で、先進国平均の二二%を圧倒している。

第二に、国別状況を先進国について見ると、日本の普及度は先進国平均を大きく下回っており、

G20 諸国の証券市場

〔表7〕 G20の投信純資産残高と成長率等

		2008年末 残高(A) (十億ドル)	日本を100 とした値	GDP 対す る割合	1人当たり 投信保有額 (万円)	有価証券発行 残高に対する 投信残高の 比率	過去5年間の 残高増加率
先進国	アメリカ	9,602	1,670	67.3%	284.3	22.7%	29.5%
	日本	575	100	11.7%	40.4	3.9%	64.8%
	ドイツ	238	41	6.5%	26.1	3.6%	-13.8%
	フランス	1,591	277	59.5%	234.7	27.3%	38.6%
	イギリス	527	92	18.4%	76.5	9.2%	33.1%
	イタリア	264	46	11.4%	40.3	5.3%	-44.8%
	カナダ	416	72	27.5%	113.5	16.4%	23.1%
	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
スペイン	271	47	16.8%	53.0	6.3%	6.3%	
オーストラリア	841	146	83.2%	360.4	47.0%	62.4%	
先進9カ国単純平均		1,592	277	33.6%	136.6	15.8%	22.1%
BRICs	中国	276	48	6.3%	1.9	6.8%	na
	ロシア	2	0	0.1%	0.1	0.4%	122.2%
	ブラジル	479	83	30.5%	30.4	30.6%	178.5%
	インド	63	11	5.2%	0.5	5.6%	110.0%
BRICs 単純平均		205	36	10.5%	8.2	10.9%	136.9%
その他	メキシコ	60	10	6.3%	11.0	4.4%	87.5%
新興国	韓国	222	39	20.4%	18.8	34.6%	82.0%
	トルコ	15	3	2.1%	1.9	4.4%	7.1%
	インドネシア	na	na	na	na	na	na
	サウジアラビア	na	na	na	na	na	na
	アルゼンチン	4	1	1.4%	0.7	2.5%	100.0%
	南アフリカ	69	12	21.2%	15.5	11.3%	102.9%
その他新興5カ国単純平均		74	13	10.3%	9.6	11.4%	75.9%
G20合計(イ)		15,515	2,698	32.3%	72.8	15.6%	22.3%
世界合計(ロ)		18,967	3,299	31.3%	na	16.3%	35.0%
イ/ロ		81.8%	-	-	-	-	-

(注) BRICs 単純平均のうち過去5年間の残高増加率については3カ国平均、その他新興国単純平均はすべてについて5カ国平均。

言い換えれば日本の投信市場の潜在成長性は高いという見方ができる（ドイツの普及度が日本より低くなっているのは、隣国ルクセンブルグにファンドを設立して国内に持ち込むケースが多いため、国内投信残高が小さいという特殊要因による）。また、オーストラリアの残高が大きいのは、九二年に導入された強制退職年金制度等により年金資産が急増し、その資産額をふくむ「Managed Funds」総額を表示していること⁽⁶⁾と見られる。

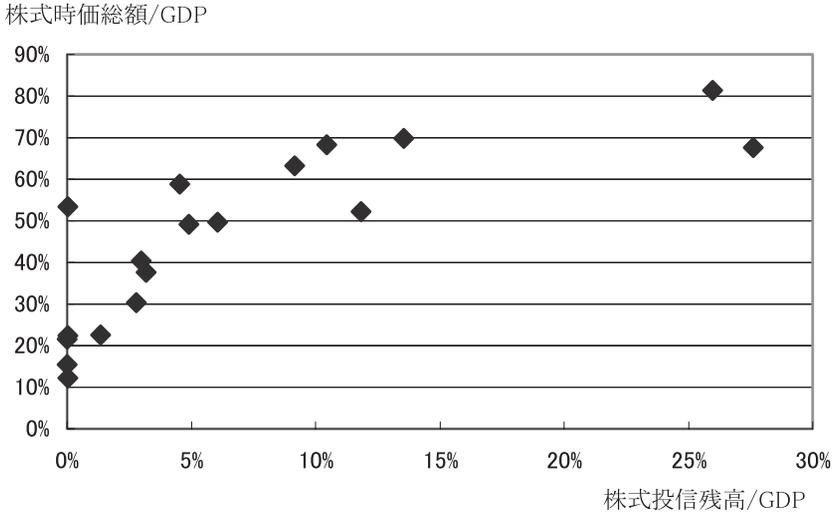
第三に、BRICsの中ではブラジルが、その他新興国の中では韓国の投信普及度が比較的高く（投信残高の対GDP比率は、先進国平均の三四%に対しブラジルが三一%、韓国が二〇%）、反対にロシア・中国・インド・メキシコ・トルコなどは投信残高の対GDP比率が一〇%未満であり、大きな潜在成長性を秘めていると言えよう。

また、株式投信の発達度と株式市場の発達度の関連を見るため、各国の株式投信残高（原数字の掲載は省略）のGDPに対する比率を計算し、株式時価総額のGDPに対する比率との関連を図2に示した。概して言えば、横軸の「株式投信残高の対GDP比率」が高い国ほど縦軸の「株式時価総額のGDPに対する比率」も高いことが見てとれる（両者の相関係数は〇・七九と計算される）から、株式投信の普及は株式市場の拡大に貢献している⁽⁷⁾と見ることができよう。

六、新興国の株式市場拡大の可能性

以上、G20の証券市場について概観してきたが、最後にBRICsを含む新興一カ国の証券市場、特に株式市場の拡大の可能性について若干

〔図2〕 株式投信の発達度と株式市場の発達度の関係

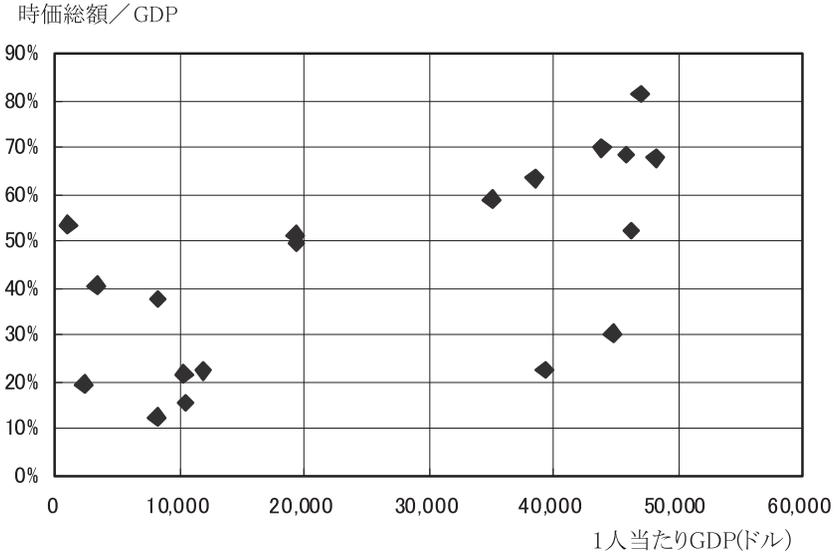


考察したい。

株式市場拡大の潜在性を考えるうえでの基本的ファクターは、①実体経済すなわちGDPの潜在成長性と、②GDPに対する株式市場の比重である（一二二～一二四頁においても、表1に〇八年末の①各国のGDPと②GDPに対する株式時価総額の比率を掲げて株式市場の発達度を論じた）。

結論的に言えば、新興国の株式市場は今後、経済成長にともなう発展に加え、株式市場の対GDP比率の上昇にともなう市場拡大を期待できるのではないだろうか。もちろん、「経済が成長すれば株式市場の対GDP比率も上昇する」とは限らない。企業の利潤・純資産など株式の基本価値の変化が重要であることはもちろん、国家政策や、税制、株式の発行・流通市場の整備度、企業の資金調達選好（株式と銀行借入れのどちらを優先す

〔図3〕G20のGDPと株式時価総額の関係

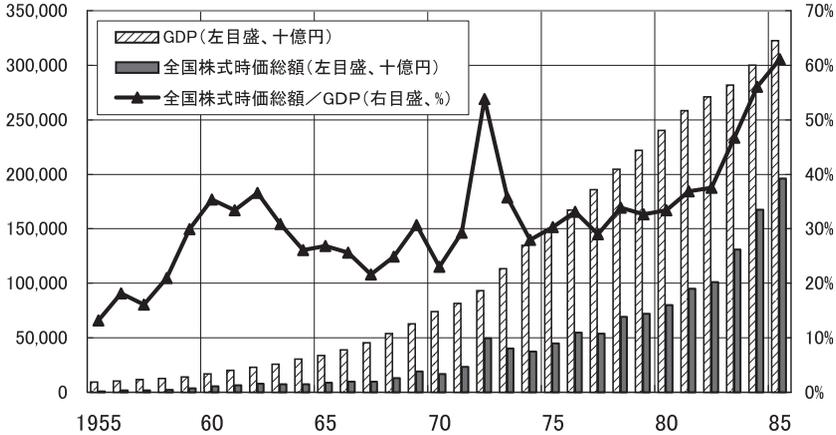


るか)、株式保有構造、機関投資家の成長度、国民のリスク選好など市場を取り巻く諸要因・インフラ整備の問題もあろう。

しかし表1に示した各国の「国民一人当たりGDP」と「株式時価総額のGDPに対する割合」の関係、異常値の南アフリカを除いてG19諸国について描いてみると図3のようになり、横軸の「一人当たりGDP」が大きいほど、縦軸の「時価総額／GDP」も高いという傾向が見出せる(ちなみに相関係数は0・六三と計算される。なお、図3において横軸の一人当たりGDPが三〇、〇〇〇ドルを超える右側のゾーンにプロットされているのが先進九カ国であり、二〇、〇〇〇ドル未満の左側ゾーンにプロットされているのがBRICsを含む新興一〇カ国である)。

また、一国の経済が発展する過程において株式市場の規模がどう変化してきたかの例として、日本の

〔図4〕日本の経済成長期におけるGDPと株式時価総額の関係



経済成長期におけるGDPの拡大と株式時価総額の増大との関連をみると図4のようになる（ここでは一九五五年～八五年の三〇年間をとった）。GDPと株式時価総額の相関係数は〇・九四と計算され、相関度は極めて高い。

そして三〇年間の変化（五五年と八五年の比較）を要約すると表8のとおりである。GDPが五五年の八・三兆円から八五年の三二・一・三兆円へ三九倍に成長する過程で、株式時価総額は一・一兆円から一九六・二兆円へ一七八倍に拡大した。この結果、GDPに対する株式時価総額の割合は一三・二％から六一・一％へ四・六倍になった。言い換えれば株式時価総額の成長がGDPと同じペース（三九倍）であったならば、八五年の株式時価総額は四二・九兆円（一・一兆円×三九倍）に止まっていたと計算されるが、GDPに対する株式時価総額の割合が四・六倍へ上昇したこ

〔表8〕日本の30年間の成長（GDP と株式時価総額）

	GDP (A)	株式時価総額 (B)	B / A
1955年	8.3兆円	1.1兆円	13.2%
1985年	321.3兆円	196.2兆円	61.1%
30年間の成長度	39倍	178倍	4.6倍

とにより、八五年の株式時価総額は一九六兆円（四二・九兆円×四・六倍）へ拡大したことになる。

言うまでもなく株式時価総額は「株数×株価」であるから、GDPに対する株式時価総額の割合の上昇は、GDP成長率を上回る「上場株数の増加」および（または）「株価の上昇」があったことによる。基本的には、上場株数の増加は上場企業の資本増加（株式新規公開、増資など）を反映し、株価上昇は株式価値（一株当たり利益・純資産など）および（または）株式評価（PER・PB Rなど）の向上を反映していたと考えられるが、その他に一三九～一四〇頁に掲げた市場インフラの整備などの諸要因もプラスに作用したと言えよう。

以上のことから、新興国の株式市場の潜在成長性を考えるにあたっては、実体経済（GDP）の

成長可能性と併せて、GDPに対する株式時価総額の割合（株式市場の発達度）がどう変化するかも重要であると言えよう。

この意味合いから表1を改めて眺めると、GDPに対する株式時価総額の割合（株式市場の発達度）は、先進九カ国平均の五七・一％に対し、新興国の中でアルゼンチンは別格として中国は四〇・四％、インドが五三・五％、韓国四九・七％、サウジアラビア五一・〇％となっており、これら諸国についてはかなりの水準に達している（しかし米国八一％・英国七〇％などアングロサクソン諸国に比べればまだ向上の余地は大きい）と見ることもできる。

最後にBRICS四カ国を例に取り、株式市場拡大の潜在性を探ってみよう。非常に荒っぽい考え方であるが、IMFが発表している五年先（二〇一四年）のGDP予測（中国八・五〇兆ドル、

ロシア二・二三兆ドル、ブラジル一・六七兆ドル、インド一・七四兆ドル）をベースに、先進九カ国の株式時価総額の対GDP比率の平均値（五七・一％）を一律に当てはめて（すなわち株式市場の発達度が先進国平均並みに高まるとして）五年先の株式市場規模を試算すると、中国が四・八五兆ドル（二〇〇八年比二・七倍）、ロシアが一・二七兆ドル（同じく三・四倍）、ブラジルが一・九五兆ドル（同じく一・六倍）、インドが一・九九兆ドル（同じく一・五倍）となる。もちろん、株式市場の発達度を一律に考えるのは乱暴であり、前述のとおり企業利潤などの基本要因・各国の政策・市場インフラの整備進捗度など一三九〜一四〇頁で触れた諸要因が影響し、発達の速度も異なるうから、この数字は一つの可能性に過ぎないことを念のため申し添える。

おわりに

以上、G 20諸国の証券市場について、表面に現れている数字のみから比較をおこなってきた。文中でも指摘したように各国証券市場の発達は、税制を含む国家政策や市場の整備度、企業の資金調達嗜好、国民性などによっても左右されるから、そうした各国内部事情の研究をふまえない表面的比較・分析は不完全であり、誤解もあるのではないかと危惧もしている。冒頭でも述べたように、G 20諸国証券市場のごく荒っぽい俯瞰図として参考にして頂けたら幸いである。

なお、本稿は〇八年末のデータをベースに作成したが、〇九年に入っている株式市況回復により、各国の株式時価総額は〇八年末にくらべ新興国中心にかなり増加しており（六月末現在で中国は六

六%、ブラジルは五四%、インドは五四%、ロシアは四三%増加し、一方、先進国は米国七%、日本三%増などとなっている）、その結果、中国の時価総額が英国を抜いて世界第三位になるなど各国間の相对比较にも変化を生じていることを付け加えておきたい。

〔注〕

- (1) 二〇〇九年七月二〇日付日本経済新聞
- (2) B R I C s 経済研究所レポート「南アフリアの株式市場」
<http://www.004.upp.so-net.ne.jp/kaodokura/rport/20060903a.pdf>
- (3) たとえば、白井さゆり「アジア経済世界けん引の条件域内の円滑な資金還流が鍵」〇九年七月九日付日本経済新聞・経済教室
- (4) IMF Global Financial Stability Report 2009 Spring, Statistical Appendix, Key Financial Centers, Tables3
- (5) 銀行資産には民間向け貸付金以外の資産も含まれていると考えられるので、厳密ではない。
- (6) 梅森雅宏「成長する豪州の退職年金資金」『ファンドマネ

『ジメメント』二〇〇七年夏号 野村アセットマネジメント

(すぎた こうじ・当研究所専門調査員)