

G20 諸国の証券市場

平成 21 年 8 月 17 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

G20 諸国の証券市場

(要約)

本稿は、世界で重要性を増しつつある「G20」諸国の株式・債券・投信市場を俯瞰するため、量的側面から 20 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 1,027% で東証の 7 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多いこと、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 26：債券 74 であるのに対し、新興国は BRIC s 平均で株式 47：債券 53 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 5 年間の通算成長率を計算すると、先進国平均が 50% であるのに対し、BRICs が平均 192% 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 3.5 倍、債券発行残高が 4.5 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 08 年末現在 1,700 兆円に達しており、世界の有価証券発行残高 1 京 600 兆円の 16% が投信を通じて保有されている。投信残高の対 GDP 比と 1 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 BRIC s 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。

G20 諸国の証券市場

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

08年11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、09年4月のロンドン・サミットに続いて09年9月には米国ピッツバーグでG20の第3回会合が予定されている。

G20はGDPで世界全体の8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84%、債券発行残高で86%、投信残高で82%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、08年末のデータにより量的側面から20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、20カ国を先進9カ国、BRICs4カ国、その他新興7カ国の3グループに分けて、グループ別の特性の発見も試みた。

1. 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2位の地位を占めている(ただしGDPについては、IMFの2009年4月の”World Economic Outlook Database”によれば、2010年に中国が日本を逆転し、5年後の2014年には中国が8.50兆ドル、日本が5.35兆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57.1%と最も高く、次いでBRICs以外の新興国グループが49.1%、BRICs4カ国は38.5%と最も低い。ただしBRICs以外の新興7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(174.4%)によって引き上げられており、南アフリカを除いた6カ国で計算すると28.3%とBRICs4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81.4%と高い(ちなみに米国の世界全体に占

める比率はGDPでは24%であるが、株式時価総額で36%を占めている)一方、イタリアが低い(22.6%)こと、BRICSの中ではインドの高さ(53.5%)とロシアの低さ(22.4%)が目立つ。ちなみに中国は40.4%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4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10%台で、G20の中でも最も発達が遅れている。

〔表1〕G20諸国の経済規模と株式市場規模(2008年)

		GDP (A)	人口	一人当たり GDP	国内株式時価 総額(B)	B/A
		(十億ドル)	(百万人)	(ドル)	(十億ドル)	(%)
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 新興国	メキシコ	1,088	106	10,264	234	21.5%
	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。

(2) 上場会社数と1社あたり時価総額

次に各国の上場会社数と、1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1部を内書きして、取引所間の相違を明らかにするようにした。

証券取引所へ上場している会社数は08年末現在、世界で46,706社あり、このうちG20の証券取引所上場会社数はちょうど30,000社にのぼっている。

先進国の中では、もちろん米国の上場会社数が5,212社(NYSE2,596社とNASDAQ2,616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(3,755社)、スペイン(3,536社)の多さとフランス(598社)の少なさが目立つ。BRICsではインドが多いこと(4,921社)、その他新興国では韓国の多さ(1,789社)が目立つ。

この結果、1社あたりの時価総額では、先進国ではNYSE(35.5億ドル)とフランス(25.0億ドル)が大きいこと、BRICsではインド(1.3億ドルでG20の中で最小)を除く3カ国でいずれも10億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(19.2億ドルでNYSE,フランスに次いで大きい)を指摘できる。

【表2】上場会社数と1社あたり時価総額

		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社あたり時価 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 新興国	メキシコ	234	8	125	7	1,872	105
	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。

(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2008年の12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（9カ国単純平均で185%）、100%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 4カ国単純平均で93%、その他新興7カ国単純平均で91%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5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保有している²と言われる）。

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36%（11.6兆ドル／32.6兆ドル）であるが、売買代金シェアは56%（6.4兆ドル／11.4兆ドル）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405%（NYSEの240%とNASDAQの1,027%を08年末の時価総額比79:21で加重平均した値）に達し、G20合計の244%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10%を占めるが、売買代金シェアは5%で、売買回転率は151%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（142%）・ロシア（134%）が比較的高い一方、インドの低さ（29%）が目立ち、その他新興国では韓国（196%と日本を上回っている）・トルコ（135%）・サウジ（137%）は100%を越えているが、メキシコ（30%）のほかアルゼンチンの異常な低さ（7%）が目立つ。

¹ 2009年7月20日付日本経済新聞

² BRICs 経済研究所レポート「南アフリカの株式市場」
<http://www.004.upp.so-net.ne.jp/kadokura/rport20060903a.pdf>

〔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。

2. 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、9カ国合計を計算すると66兆ドルと世界全体の債券発行残高の79%を占めている（株式時価総額の先進9カ国シェアは69%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9カ国単純平均は168%に達しており、BRICs（データのないロシアを除く3カ国）単純平均の51%、その他新興国（データのないサウジアラビアを除く6カ国）単純平均の44%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9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。

上記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62%、BRICs単純平均34%、その他新興国単純平均26%であるのに対し、民間債はそれぞれ107%、17%、18%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「3. 証券市場における株式と債券の占める割合」において改めて触れたい。

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30兆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185%と世界の中で群を抜いている（第2位のイタリア86%の2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206%）とカナダの相対的少なさ（対GDP比100%弱）が目立つとともに、新興国の中では韓国の多さ（対GDP比95%）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ろう）、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、米国政府債は中国・日本政府など外国人の保有比率が08年末現在で50%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。

〔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
BRICs3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	88	215	193	408
	韓国	338	526	864	4	31	35	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	48	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%
	ロシア	na	na	na	na	na	na
	ブラジル	37.8%	24.1%	61.9%	8.2%	18.1%	12.1%
	インド	32.0%	6.7%	38.7%	0.0%	51.1%	8.8%
BRICs3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より筆者計算。

3. 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度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47%、その他新興国が平均して43%であり、先進国平均の26%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。

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（2007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100として、その内訳を計算すると（ラフに言えば、(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35：銀行資産65、米国は68：32、EUが29：71となるのに対し、新興国合計は13：87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17：銀行資産83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63%を占め、先進国の中で飛び抜けて高い。

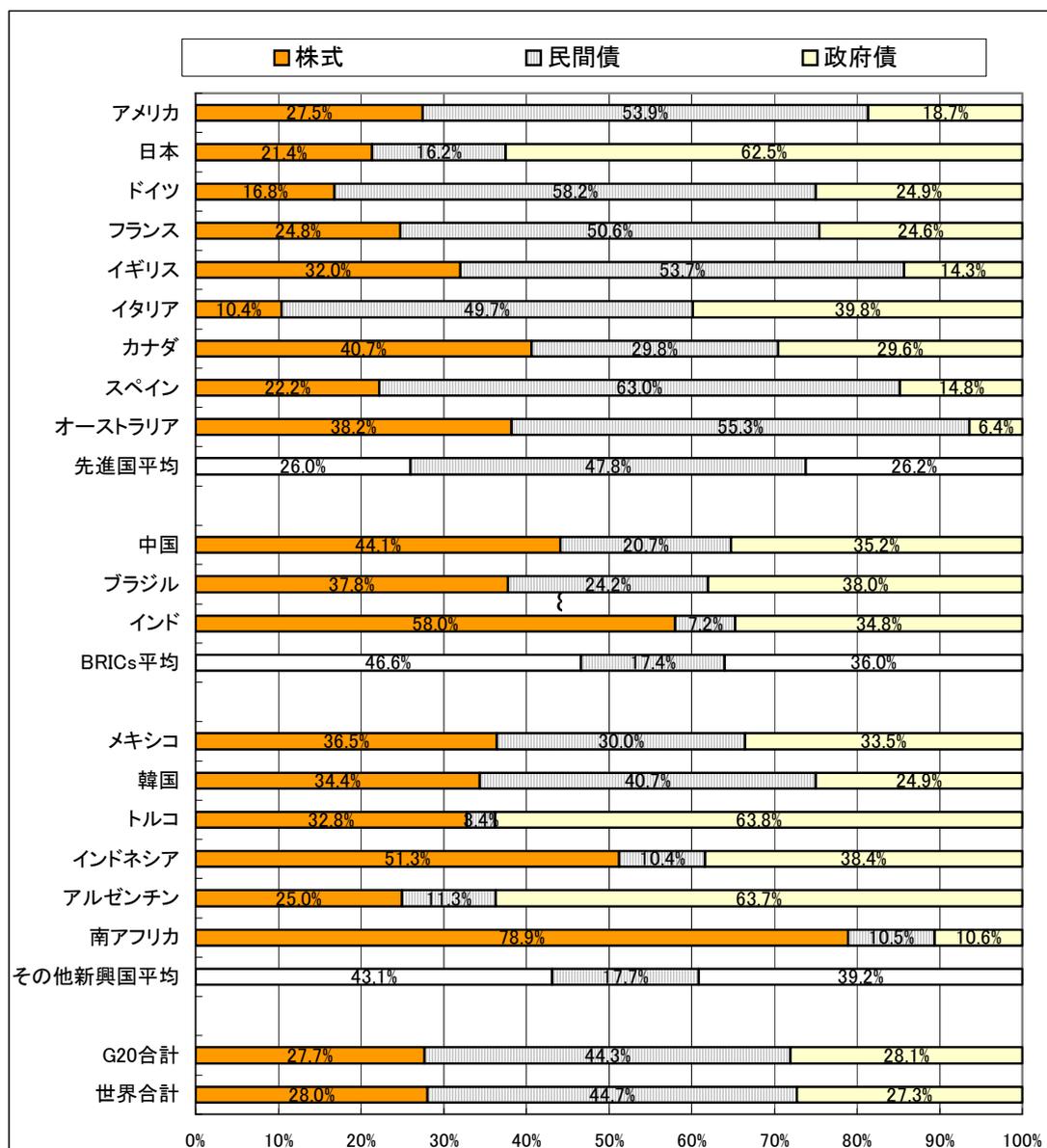
第三に新興国の中では、トルコの政府債比率が高い（有価証券全体に占める政府債比率は64%で日本をも上回っている）ことが目を引く。なお図1に掲載した18カ国の中で株式の比率が最も高い国は南アフリカである。

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」09年7月9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*, Table3

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。

〔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。

4. 証券市場の成長率

次に証券市場の成長率を最近5年間について計算（03年末と08年末を比較）すると表6のとおりである（03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247%増加（3.47倍に拡大）したのをはじめ、4カ国平均で179%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 BRICs4 カ国のシェアを計算すると、2003 年から 2008 年にかけて株式が 4.8%→12.4%へ、政府債が 5.0%→8.7%、民間債が 1.1%→3.2%、そして有価証券全体では 3.0%→7.3%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 298%増加＝約 4 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 9 カ国単純平均増加率が 50%であるのに対しスペインは 132%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 9%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。

【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。

5. 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 18.97 兆ドル（08 年末為替レートで約 1,700 兆円）の残高に達している。前掲のとおり、08 年末現在の世界の株式時価総額は 32.6 兆ドル（約 2,900 兆円）、債券発行残高は 83.5 兆ドル（約 7,600 兆円）、両者合計残高は 116.1 兆ドル（約 1 京 600 兆円）であるから、世界の有価証券発行残高の 16%が投資信託を通じて保有されていると見ることができる。

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 5 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 1 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 3 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くらべ 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 5 年間の残高増加率（表 7 最右列）は BRICs が平均して 137%、その他新興国が平均 76%で、先進国平均の 22%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、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、92 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⁶ことによると見られる。

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 34%に対しブラジルが 31%、韓国が 20%）、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 10%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 0.79 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と見ること

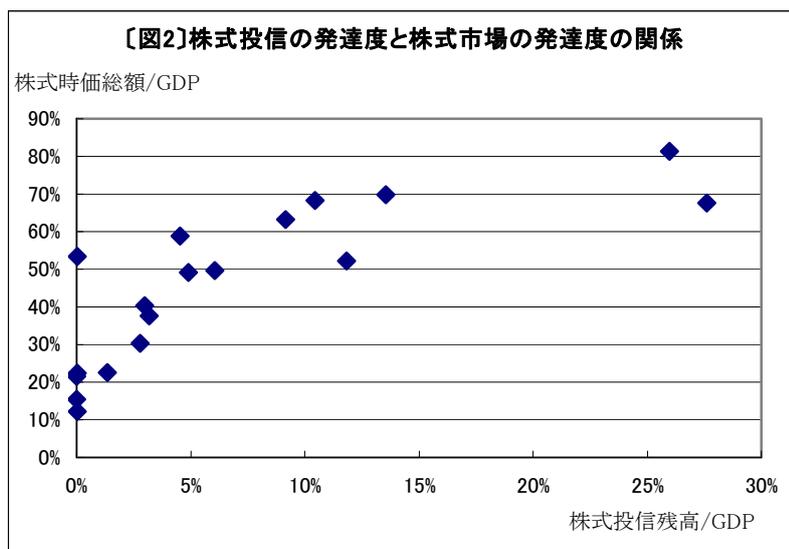
⁶ 梅森雅宏「成長する豪州の退職年金資金」『ファンドマネジメント』2007 年夏号 野村アセットマネジメント

もできよう。

【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に対す る割合	1人あたり 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平均		205	36	10.5%	8.2	10.9%	136.9%
その他 新興国	メキシコ	60	10	6.3%	11.0	4.4%	87.5%
	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%	-	-	na	-	-

(注) BRICs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、その他新興国平均はすべてについて5カ国平均。〔出所〕残高は国際投資信託協会、その他は筆者計算。



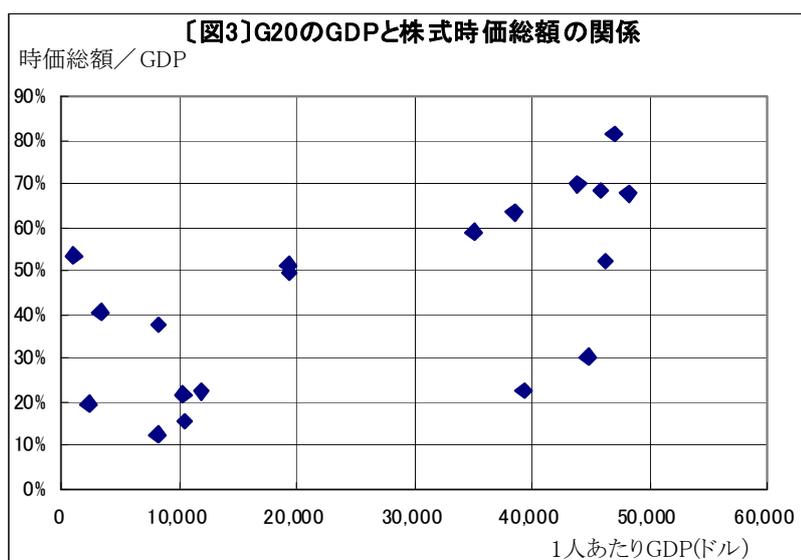
6. 新興国の株式市場拡大の可能性

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11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ろう（2頁においても、表1に08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）。

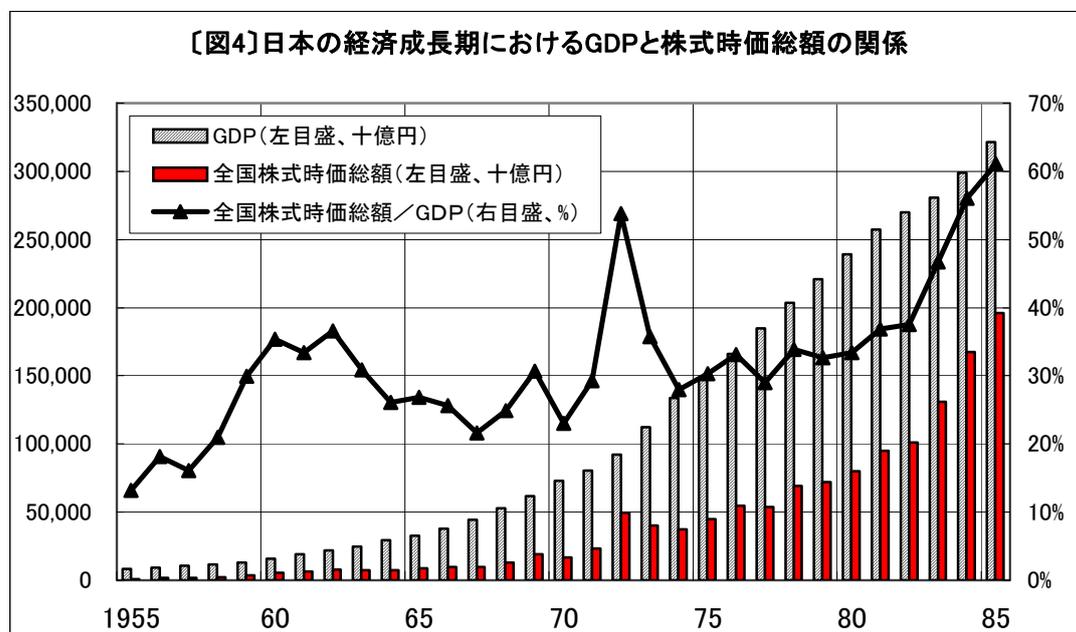
結論的に言えば、新興国の株式市場は今後、経済成長にともなう発展に加え、株式市場の対GDP比率の上昇にともなう市場拡大を期待できるのではないだろうか。もちろん、「経済が成長すれば株式市場の対GDP比率も上昇する」とは限らない。企業の利潤・純資産など株式の基本価値の変化が重要であることはもちろん、国家政策や、税制、株式の発行・流通市場の整備度、企業の資金調達選好（株式と銀行借入れのどちらを優先するか）、株式保有構造、機関投資家の成長度、国民のリスク選好など市場を取り巻く諸要因・インフラ整備の問題もあろう。

しかし表1に示した各国の「国民1人あたりGDP」と「株式時価総額のGDPに対する割合」の関係を、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「1人あたり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0.63と計算される。なお、図3において横軸の1人あたりGDPが30,000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9カ国であり、20,000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10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たかの例として、

日本の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 1955 年～85 年の 30 年間をとった）。GDP と株式時価総額の相関係数は 0.94 と計算され、相関度は極めて高い。



そして 30 年間の変化（55 年と 85 年の比較）を要約すると表 8 のとおりである。GDP が 55 年の 8.3 兆円から 85 年の 321.3 兆円へ 39 倍に成長する過程で、株式時価総額は 1.1 兆円から 196.2 兆円へ 178 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 13.2%から 61.1%へ 4.6 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（39 倍）であったならば、85 年の株式時価総額は 42.9 兆円（1.1 兆円×39 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 4.6 倍へ上昇したことにより、85 年の株式時価総額は 196 兆円（42.9 兆円×4.6 倍）へ拡大したことになる。

〔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(A)	8.3兆円	1.1兆円	13.2%
1985年(B)	321.3兆円	196.2兆円	61.1%
30年間の成長度	39倍	178倍	4.6倍

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（1株当たり利益・純資産など）および（または）株式評価（PER・PBRなど）の向上を反映していたと考えられるが、その他に14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9カ国平均の57.1%に対し、新興国の中でアルゼンチンは別格として中国は40.4%、インドが53.5%、韓国49.7%、サウジアラビア51.0%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81%・英国70%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BRICs4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5年先（2014年）のGDP予測（中国8.50兆ドル、ロシア2.23兆ドル、ブラジル1.67兆ドル、インド1.74兆ル）をベースに、先進9カ国の株式時価総額の対GDP比率の平均値（57.1%）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）5年先の株式市場規模を試算すると、中国が4.85兆ドル（2008年比2.7倍）、ロシアが1.27兆ドル（同じく3.4倍）、ブラジルが0.95兆ドル（同じく1.6倍）、インドが0.99兆ドル（同じく1.5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14頁で触れた諸要因が影響し、発達の速度も異なろうから、上記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、G20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、企業の資金調達選好、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、G20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08年末のデータをベースに作成したが、09年に入ってから株式市況回復により、各国の株式時価総額は08年末にくらべ新興国中心にかなり増加しており（6月末現在で中国は66%、ブラジルは54%、インドは54%、ロシアは43%増加し、一方、先進国は米国7%、日本3%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3位になるなど各国間の相対比較にも変化を生じていることを付け加えておきたい。