

経済の統合と資本市場 の変容

～アジア資本市場の今後を考える～

神尾 篤史

要 約

アジア経済は着実に成長しており、また貿易や直接投資を通じた関係性が深まってきている。これは民間による自律的な経済活動とそれを促す政府の政策によるものであり、この動きは継続し、さらに深化していくだろう。その際、実体経済と表裏一体であるアジアの資本市場はどのように変わっていくだろうか。

本稿では、実体経済を支えるという関係性を踏まえてアジアの資本市場の結合について考察すると同時に、その背景にあるアジア域内の資本市場関連政策をレビューした。

先例と言えるEUにおいては、各国経済の関係性の深さと各国資本市場の結びつきの間に一定の関係性が見られる。アジア域内での資本市場関連政策にも少なからず統合・自由化という視点が含まれていることから、アジアの資本市場は実体経済面での結びつきが強まっていくことに合わせて、統合が進んでいくと思われる。

ただし、統合を進めるためには多様性に富む各国をいかに統合へと進めていくかという課題や、統合によってもたらされる資本の流出入の増加によって資金フローが不安定化することにどう対処するかという課題もある。

目 次

- 1章 はじめに
- 2章 アジア経済と資本市場の発展状況
- 3章 資本市場の動向を左右する2つの力
- 4章 資本市場の統合・自由化における課題とリスク

1章 はじめに

アジア経済は着実に成長しており、また貿易や直接投資を通じて関係性が深まってきている。民間企業が経済的なメリットを求めて調達、生産、流通、販売をクロスボーダーで行っていることに加え、自由貿易協定（F T A）の推進などの政策的な側面による後押しが要因として存在する。先行きこのような動きは継続し、さらに深化していくはずである。2015年末に創設されるA S E A N経済共同体（A E C：ASEAN Economic Community）、さらには東アジア地域包括的経済連携（R C E P：Regional Comprehensive Economic Partnership）や日中韓F T Aなどの構想が進められていくと見込まれるからだ。

民間と政府の取り組みによって実体経済面での関係性が深まっていく中で、アジア各国の資本市場はどのように変わっていくのであろうか。おそらく、資本市場に関わるプレーヤーは行動を変えていくことになるだろう。アジア各国の資本市場のメインプレーヤーである金融機関は経済環境の変化に対応することに迫られ、政府や資本市場関係団体等は関連する制度の修正やインフラの刷新が求められていくだろう。

本稿では、日本、中国、香港、韓国、東南アジア諸国連合（A S E A N）をアジアと定義する。その上で、実体経済との関係性を考慮しながら、既に変化が見られる部分を含めて、アジア域内の資本市場が今後どのように変化していくのかについて議論する。具体的には、まずアジア域内の資

本市場の状況を概観し（2章）、次に実体経済の変化が資本市場に与える影響を考察すると同時に、域内で実施されている資本市場関連政策をレビューする（3章）¹。そして、資本市場の変化でどのようなリスクが生じるかや、実体経済の成長を促進させるための課題がどのような点にあるのかを考える（4章）。

2章 アジア経済と資本市場の発展状況

1. アジア経済の成長

アジア経済はアジア通貨危機やリーマン・ショックを経験しながらも、この20年間で大きく成長した。1995年のアジアの名目G D Pは7.5兆米ドル²であったが、2014年には19.2兆米ドルまで拡大した。1人当たり名目G D Pの平均は1995年に10,041米ドルであったが、2014年には16,680米ドルまで増加した。もちろん、アジア各国は均質な中所得国というわけではなく、実際は極めて多様性に富んだ国々である。例えば、2014年の日本の1人当たり名目G D Pは36,332米ドルであるが、A S E A Nの中でも経済が発展しているとされるマレーシアとタイはそれぞれ10,804米ドル、5,445米ドルにすぎない³。また、アジアの国々は人口規模や宗教など多くの点で均質ではない。

ただ、いずれにせよ、この20年間でアジア全体が大きく成長したことは事実である。アジアの経済規模の拡大に大きく寄与したのは中国の成長

1) アジアでは、銀行セクターなど金融市場でも自由化や統合の動きが進んでいるが、本稿では触れない。なお、A S E A Nの銀行セクターの自由化や統合の動向は、神尾篤史・中田理恵（2015）「アジア金融資本市場で生じる構造変化」『大和総研調査季報』（Vol.17）で詳しく議論している。

2) 1995年のアジアの名目G D Pと1人当たり名目G D Pの平均データには、ミャンマーのデータは含まれていない。

3) さらに2014年のミャンマーの1人当たり名目G D Pは、まだ1,221米ドルである。

であり、近年の中国の経済発展は瞠目に値する。1995年に0.8兆ドルだった中国の名目GDPは、2014年には10.4兆ドルとなった。さらに、ASEANの成長も見逃すことはできない。2014年におけるASEANの経済規模は2.5兆米ドルと、1995年(0.8兆米ドル)から3.5倍に拡大した。

2. アジア域内の資本市場の発展状況

アジア経済が成長するにつれ、資本市場も拡大した。アジア域内の資本市場での企業等⁴の資金調達額(株式と債券発行額⁵)を1995年から5年ごとに分けて概観すると、図表1に示したように、それぞれの時期の資金調達額は1995～99年は0.9兆米ドル、2000～04年は1.2兆米ドル、2005～09年は2.4兆米ドル、2010～14年は5.0兆米ドルとなった⁶。

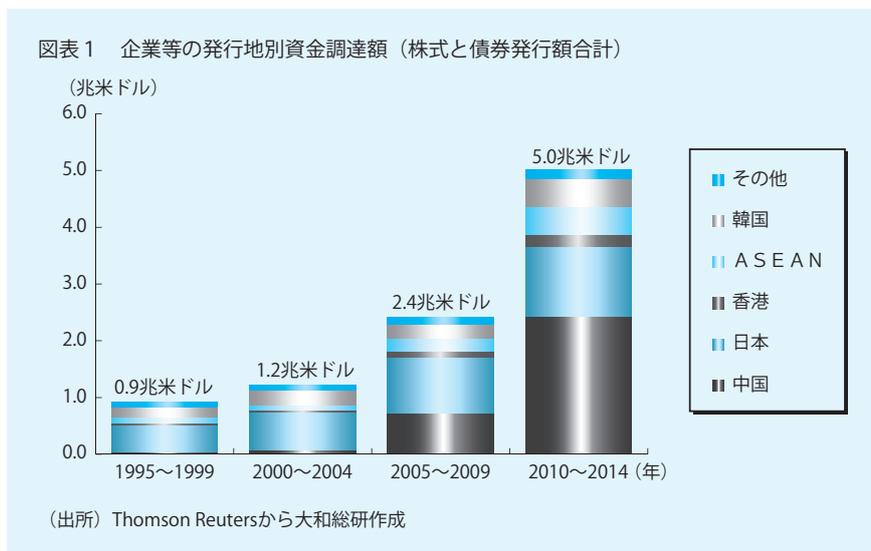
その内訳を各国市場(発行地)別で見ると、2005年以降は中国での資金調達が大きい点が目立つ。中国市場で資金調達をしたのは中国の企

業等である。中国では、2003～07年の間、実質10%超の経済成長を見せる中で企業等の資金調達が増加したことに加え、資本市場改革が実施されたことなども要因であろう。各種の資本市場改革の中でも大きな影響を及ぼしたとみられるのが、2004年1月に国务院が公表した「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」(いわゆる旧9条意見)であり、政府が資本市場を重視していることを表明したものである。その内容は資本市場を発展させることで資源配分機能を発揮すること、資本市場の改革開放と安定的な発展を推進させることなどであり、それらに対する具体策まで記述されたことが特徴的であった。2004年以降の金融資本市場の開放は旧9条意見に沿って実施された⁷。

1) 株式市場

(1) 発行市場

次に資金調達額を株式と債券発行額に分け、上



4) 企業等とは、企業のほか、政府系企業、政府機関が含まれる。

5) 株式には普通株、優先株式、転換社債を、債券には非転換社債、私募債券、MTNプログラムを含めた。なお、優先株式、転換社債、非転換社債、私募債券、MTNプログラムには、償還日が受渡日から360日以内の案件と、金額が100万米ドル以下(またはそれ相当)の案件は除外されている。

6) 現地通貨建てで発行された株式・債券については米ドルに換算している。

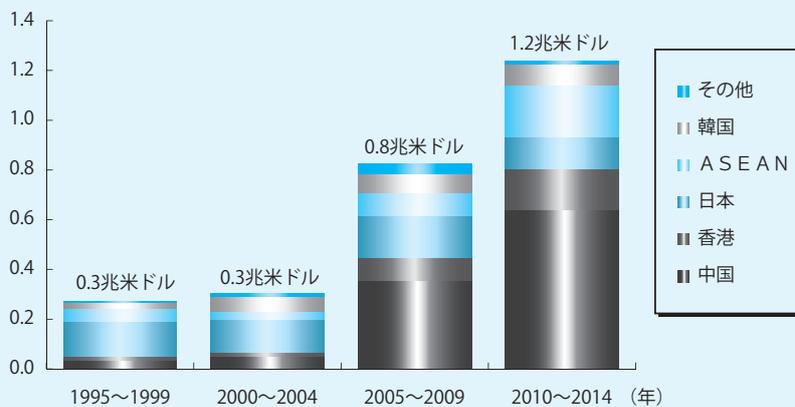
7) 張(2013) pp.307-309 参照

記と同様の年代で区分してみよう。図表2に示したように、株式発行額は1995～99年は0.3兆米ドル、2000～04年は0.3兆米ドル、2005～09年は0.8兆米ドル、2010～14年は1.2兆米ドルだった。データのある直近5年間を1995～99年と2010～14年で比べると、4.6倍にも拡大したことが分かる。

資金を調達した発行体の国籍⁸を見ると、中国

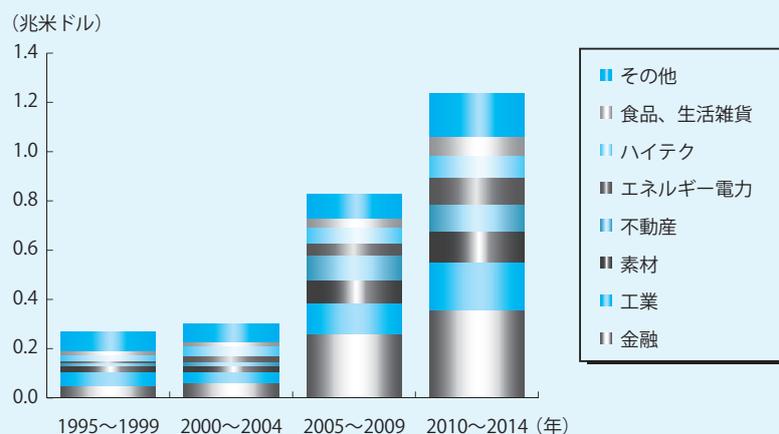
企業による調達の存在感が大きい。2010～14年における中国企業の発行額は6,392億ドルで、1995～99年（341億ドル）と比較すると、なんと18.7倍に拡大した（図表2）。特筆すべきは2010～14年におけるアジア域内の株式発行額の52%が中国企業によるものであることである。香港、韓国、ASEANの企業も資金調達額が一定程度は拡大を見せた中で、日本企業の2010～

図表2 企業の国籍別株式資金調達額
(兆米ドル)



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表3 企業の業種別株式資金調達額
(兆米ドル)



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

8) 国籍別の分類では企業等の本社がある国・地域で分けている。例えば、中国に本社を持つ企業が香港で資金調達を行った場合、国・地域別の分類では香港ではなく、中国となる。

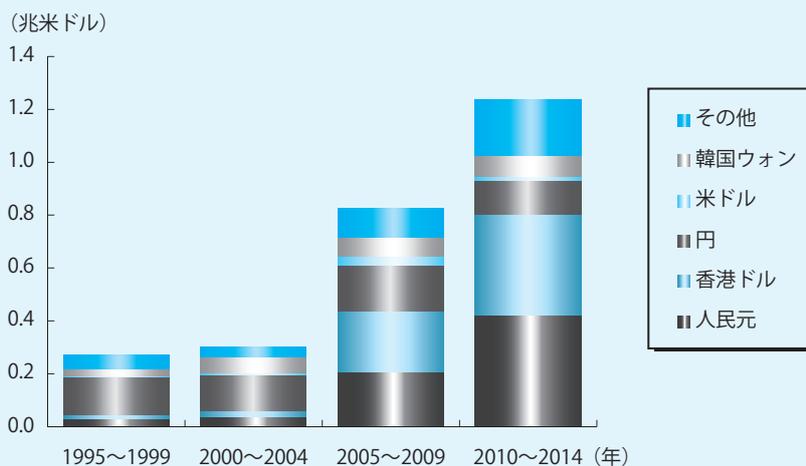
14年における株式発行額は1995～99年よりも小さく、日本のシェアの低下が浮き彫りとなっている。

業種別に見ると、1995～99年を除いて金融業による資金調達額が最大である（図表3）。ただし、増加率（2010～14年と1995～99年の比較）で見れば金融業は7.3倍の増加であったのに対し、不動産業、エネルギー・電力業はそれ以上の10倍超の増加となっている。また、食品業等も4.9倍、素材産業も4.8倍の増加となっている。アジアの株式市場において資金調達する企業が一部の業種に偏っているわけではなく、多くの

業種に広がりを見せながら発行市場が拡大していると言えよう。

また、通貨別に見ると、1995～2004年の時期では日本円による資金調達額が大きかったが、2005年以降の期間では人民元と香港ドルの調達規模の拡大が鮮明である（図表4）。2010～14年の株式発行総額のうち人民元は34%、香港ドルは31%と大きなシェアを占める。上述したように2010～14年の中国企業による発行額のシェアが52%であることを考えれば、人民元による調達割合は小さく見えるが、これは中国企業が香港ドルでも調達を行っているためである。な

図表4 企業の通貨別株式資金調達額



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表5 株式の売買回転率

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
日本	0.7	1.0	1.5	1.7	1.2	1.2	1.2	1.0	1.6	1.2
中国	0.9	1.5	2.2	1.2	2.9	2.2	1.8	1.4	2.0	2.4
香港	0.5	0.6	1.0	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
韓国	2.2	1.8	2.0	1.5	2.6	1.7	1.9	1.5	1.1	1.1
インドネシア	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
マレーシア	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
フィリピン	0.2	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
シンガポール	0.5	0.6	0.9	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
タイ	0.8	0.8	0.7	0.7	0.9	1.0	0.8	0.8	1.0	0.8

(出所) 国際取引所連合 (W F E) から大和総研作成

お、米ドルなどアジア通貨以外での資金調達の場合には極めて低い。

(2) 流通市場

ここでは流通市場の動向を売買回転率（株式売買額 / (前年と当該年の株式時価総額平均)) で見てみよう。売買回転率が高い市場や上昇している市場では、流動性が高い、あるいは改善しているとみることができる。

図表5に示したように、各国・地域の2005年から2014年の推移を見ると、改善傾向にあるのは中国のみである。それ以外の国は若干のばらつきはあるものの、傾向として売買回転率が高まっているとは言い難い。また、その水準は日本、中国、韓国は高いが、ASEAN各国は低い状況である。

2) 債券市場

(1) 発行市場

債券発行額について株式と同様の年代区分で概観すると、1995～99年は0.7兆米ドル、2000～04年は0.9兆米ドル、2005～09年は1.6兆米ドルであったところ、2010～14年には3.8

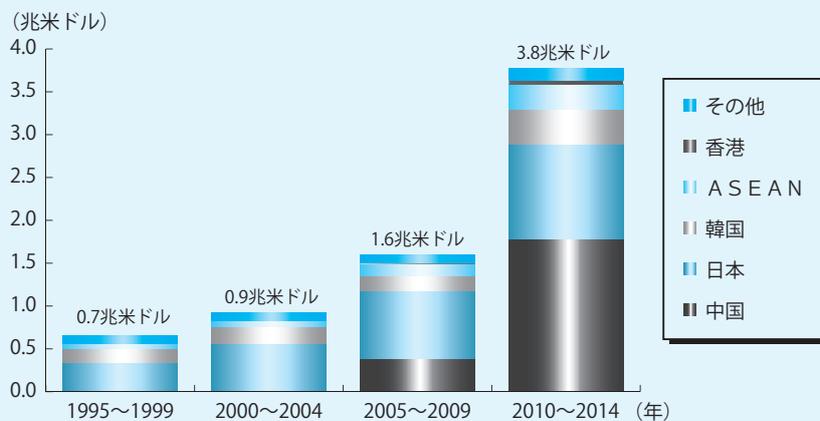
兆米ドルと大きく拡大した。株式と債券の発行額を合計した資金調達額全体に占める債券の割合は72%（4期間の平均）で、株式よりも債券での資金調達が大きい。

発行体を国籍別で見ると、1995～2009年の期間は日本企業等が最大で、アジア域内における債券発行額の50%以上を占めていたが、2010～14年になると中国のシェアが最も大きくなった（図表6）。2010～14年における日本企業等のシェアは29%で、株式発行額に占める日本企業等のシェア（13%、前掲図表2参照）ほどには低下していないが、傾向として債券市場でも株式市場と同様に日本のシェア低下が目立つ状況となっている。

業種別ではどの5年ごとの期間で見ても金融業による資金調達が最も大きい（図表7）。次いで、近年では政府機関や政府系企業の存在感が大きくなっている。各国政府がリーマン・ショック後の不況に対して拡張的な財政政策を行ったことから、2010～14年には政府等による債券発行が大きく拡大したものとみられる。

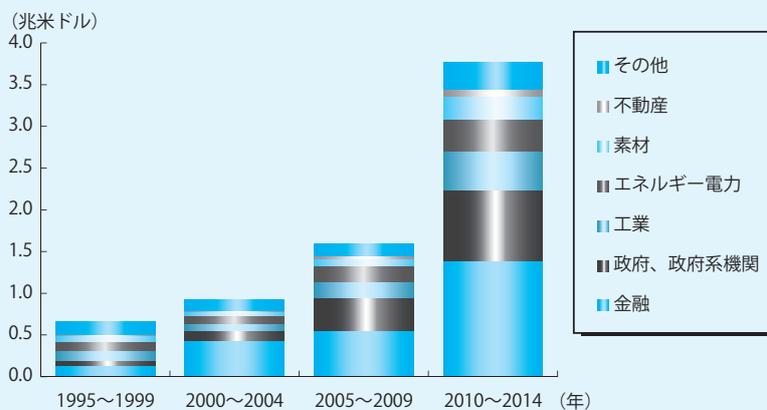
通貨別では、1995～2009年の期間では日本

図表6 企業等の国籍別債券資金調達額



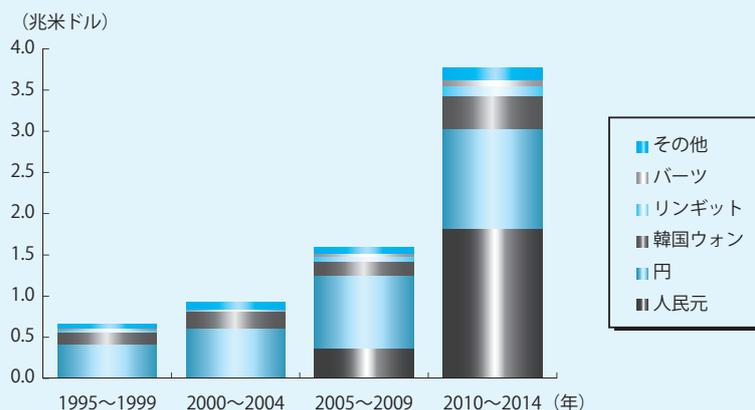
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表7 企業等の業種別債券資金調達額



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表8 企業等の通貨別債券資金調達額



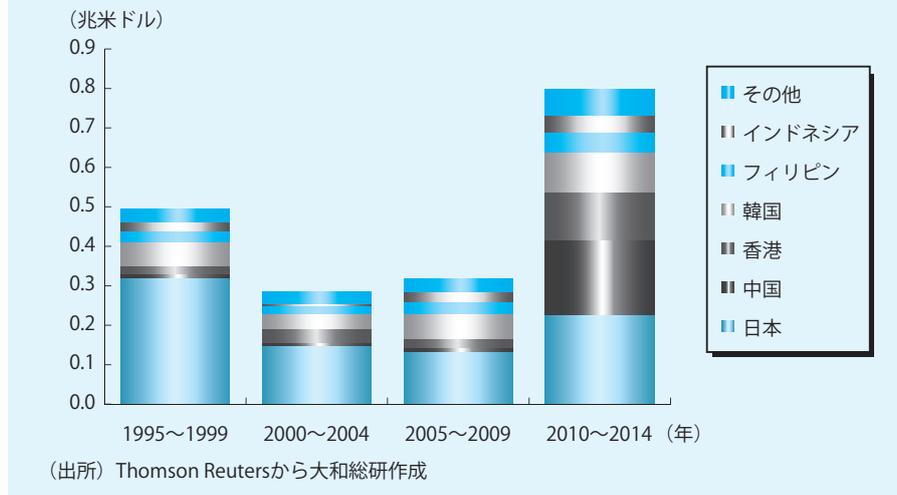
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

円による資金調達が大きかったが、2010～14年は人民元による資金調達が最も大きくなった(図表8)。人民元による資金調達の主体は当然のことながら中国企業等であるが、足元(2010～14年)ではわずかな金額ではあるものの、香港や英国企業等による人民元建てでの調達が見られる。オフショア市場での人民元建て債券の発行解禁や中国本土での外国企業による人民元建て債券の発行解禁が影響しているものと思われる。

なお、2015年8月には人民元が切り下げられ、年内には米国で利上げがあると見込まれている。

巷間では、それらのことが、中国企業等が米ドル建てで発行した債券に与えるかもしれない影響について話題となっている。ただ、そうしたタイプの債券のほとんどはアジア域内で発行されたものではないため、本稿における集計結果に含まれない。そこで別途、アジア域内企業等による米ドル建て債券発行額を集計したところ、2010～14年は0.8兆米ドルと2005～09年(0.3兆米ドル)の2.5倍に拡大している(図表9)。どの5年ごとの期間で見ても、日本企業等による調達が最も大きいですが、中国企業等による調達額の拡大には目

図表9 企業等の米ドル建て債券資金調達額



を見張るものがある。また、韓国やASEANの企業等でも金額は大きくなっている。最近米国における政策金利の引き上げ観測によって、アジア新興国の通貨が大幅に減価しており、現地通貨建てに換算し直した債券の償還額が大きくなっている。つまり、発行体からみれば債務が大きくなってきている点に留意が必要だろう。

(2) 流通市場

債券全体の流通市場の特徴を把握できるようなデータの取得は困難であるため、本稿では、現地通貨建て債券に限定して市場の流動性を示すと考えられる売買回転率（債券売買額 / (前年と当該年の債券発行残高平均)）を国債と社債とに分けて見てみた。

図表10に示したように、各国・地域の国債の売買回転率を見ると、日本、香港、韓国は相対的に高いが、中国とASEANは低い。また、各国・地域

全体に売買回転率が改善傾向にあるとは言い難い。

社債の売買回転率を見ると、国債よりもさらに低い状況となっている。発行市場が拡大していることを考えれば、債券の売買取引を増やしていくなど流動性の向上が課題である。

3) アジアの相互のクロスボーダー投資の状況

(1) 株式

次に、アジア各国・地域相互間で、クロスボーダーでの投資がどのような状況になっているかを見てみたい。

クロスボーダーでの証券投資は、各国の対外投資から観察する方法と対内投資から観察する方法の二つのアプローチがあるが、株式について対内投資の側面から見ると、アジア域内における相互のクロスボーダー投資残高は2001年に344億ドルであったものが、直近の2014年6月には4,148億ドルと12倍に増加している⁹。その間

9) IMFの“Coordinated Portfolio Investment Survey”(CPI S)を用いた集計による。本文で述べた二つのアプローチのうち、対内投資からみているのは、データが得られる国の範囲が広いためである。CPI Sには対外投資のデータも存在するが、中国のデータが得られないなどの問題がある。なお、対内投資は本稿で定義したアジアをフルカバーしているが、この後の本文で述べる対外投資は日本、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイに限定したものである。

図表 10 現地通貨建て債券の売買回転率

	日本		中国		香港		韓国	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債	国債	社債
2005年	1.19	0.18	0.27	0.73	—	0.03	0.69	0.16
2006年	1.59	0.10	0.26	0.78	—	0.03	0.59	0.14
2007年	2.12	0.11	0.43	0.79	—	0.04	0.50	0.11
2008年	1.57	0.12	0.79	0.91	—	0.02	0.63	0.17
2009年	1.26	0.06	0.57	1.12	—	0.03	0.88	0.16
2010年	1.15	0.07	0.96	1.24	—	0.06	1.16	0.18
2011年	1.16	0.08	0.63	1.23	—	0.13	1.08	0.18
2012年	1.09	0.09	0.75	0.98	1.44	0.13	1.01	0.15
2013年	1.20	0.08	0.17	0.18	1.11	0.11	0.82	0.18
2014年	1.31	0.08	0.31	0.20	0.95	0.12	0.72	0.13

	インドネシア		マレーシア		フィリピン		シンガポール		タイ	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債	国債	社債	国債	社債
2005年	0.08	0.04	0.32	0.17	0.30	n.a.	0.62	n.a.	0.35	0.04
2006年	0.23	0.15	0.48	0.20	0.32	n.a.	0.58	n.a.	0.54	0.04
2007年	0.29	0.09	0.46	0.10	0.42	n.a.	0.58	n.a.	0.78	0.02
2008年	0.17	0.06	0.57	0.05	0.18	n.a.	1.01	n.a.	1.02	0.03
2009年	0.22	0.08	0.56	0.06	0.30	n.a.	0.48	n.a.	0.68	0.03
2010年	0.27	0.10	0.61	0.07	0.65	n.a.	0.81	n.a.	0.87	0.03
2011年	0.34	0.11	0.62	0.12	0.50	n.a.	0.58	n.a.	0.64	0.04
2012年	0.29	0.12	0.54	0.10	0.65	n.a.	0.43	n.a.	0.68	0.07
2013年	0.26	0.09	0.43	0.06	n.a.	n.a.	0.50	n.a.	0.60	0.05
2014年	0.34	0.12	0.47	0.06	n.a.	n.a.	0.47	n.a.	0.62	0.06

(注) 香港の2012年以前の国債についての売買回転率は、国債の中に含まれる Exchange Fund Bills and Notes において、経済的実質のない（売買高をかさませる）取引が行われていたため、数値が大きくなっており、本図表から除外した

(出所) アジア開発銀行（ADB）から大和総研作成

の世界からアジア域内への投資残高は5倍（2001年：5,432億ドル、2014年6月：2兆5,939億ドル）の増加にとどまっておらず、それとの対比で見ると、アジア各国・地域間のクロスボーダー投資は大きく拡大したと言えよう。

次に証券投資結合度を算出し、アジア各国・地域のアジア域内との結びつきの強さを見てみよう。貿易に関する2国間の緊密度を貿易結合度で分析することがあるが、それと同様の方法でアジア各国・地域のアジア域内への証券投資結合度を算出する。具体的には、X国のアジア域内に対す

る対外株式投資の証券投資結合度は以下のように算出する。

X国の対外株式投資の証券投資結合度＝

$$\frac{\text{X国からアジア域内への対外株式投資残高}}{\text{X国から世界への全対外株式投資残高}} \div \frac{\text{世界からアジア域内への対外株式投資残高}}{\text{世界の全対外株式投資残高}}$$

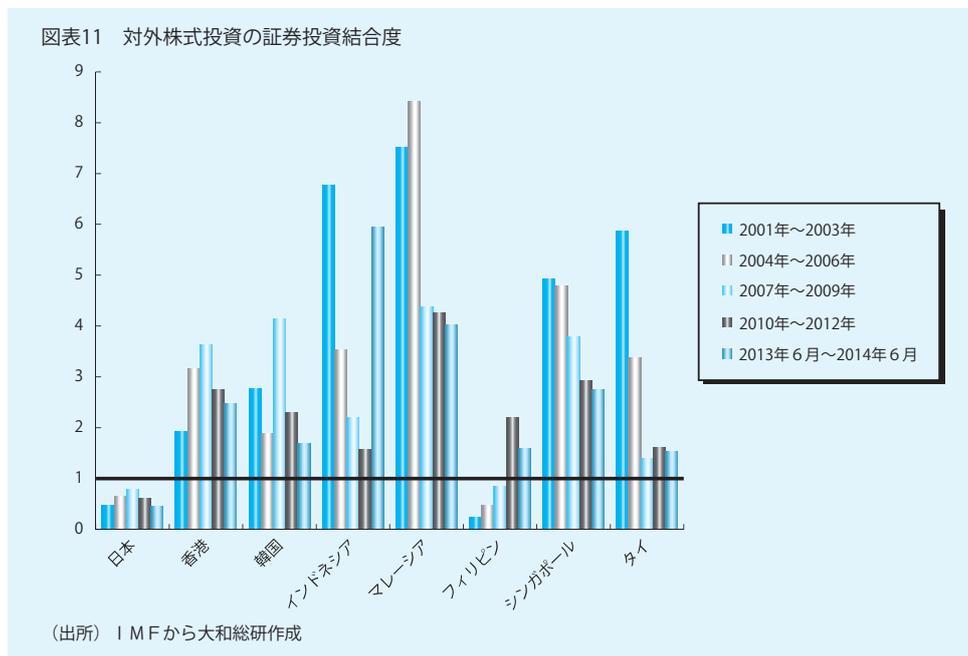
すなわち、世界全体のアジア域内への対外株式投資を基準とした時に、X国から世界への全対外

株式投資額に占めるアジア域内への投資がどの程度上回って（下回って）いるかを示し、その数値が1を超えると世界の平均以上ということになり、当該国のアジア域内との証券投資は結びつきが強いと考えるのである。本稿では、同様に対内株式投資についても証券投資結合度を算出する¹⁰。前掲9)でも述べた通り、ここで利用した統計で対外投資のデータが得られるのは8つの国・地域にとどまるため、対外投資と対内投資の両方でデータがそろった日本、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイについて算出結果を示す。

さて、図表11が各国の対外株式投資の証券投資結合度（2001年から14年6月¹¹までの15

回分のデータを3年ごとに平均、直近のみ2013年6月～14年6月の平均）である。同図表を見ると、直近時点は日本を除いて証券投資結合度が1を上回っており、結びつきが強いことが確認できる。ただし、時系列で見て、明確な上昇傾向（3期連続で上昇）にある国・地域はなく、むしろマレーシアやシンガポールは低下傾向（3期連続で低下）にある¹²。

これに対して、図表12が対内株式投資の証券投資結合度である。2013年6月～14年6月時点の数値は日本、香港、韓国、フィリピンが1未満であり、インドネシア、マレーシア、シンガポール、タイは1を上回っている。各国の傾向を時系列で見ると、結合度が上昇傾向にあるのは日本、



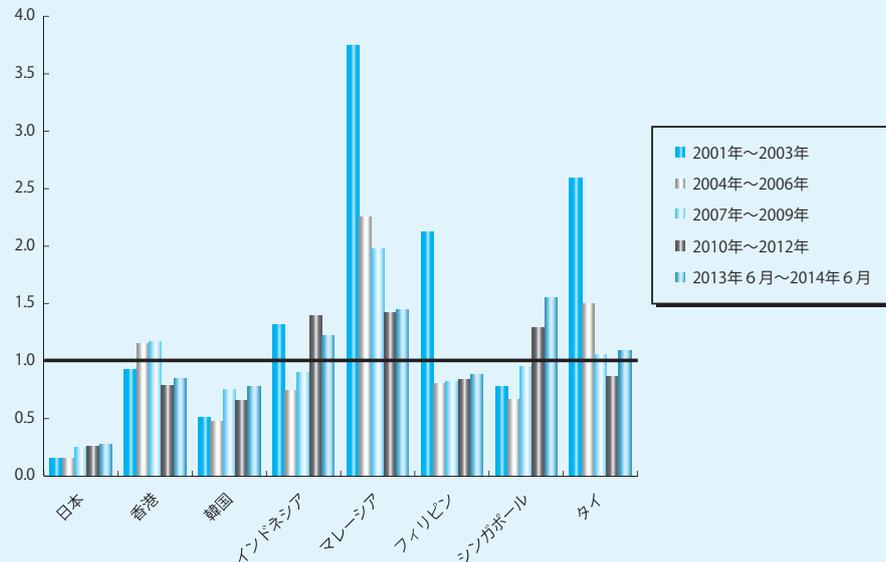
10) X国の対内株式投資の証券投資結合度の算式は以下のようになる。

$$\text{X国の対内株式投資の証券投資結合度} = \frac{\text{アジア域内からX国への対内株式投資残高} / \text{世界からX国への全対内株式投資残高}}{\text{世界からアジア域内への対内株式投資残高} / \text{世界の全対内株式投資残高}}$$

11) IMFの“Coordinated Portfolio Investment Survey”(C P I S)を用いて算出している。2001～12年は年次データ、2013年から6月と12月のデータが公表されている。

12) 上昇傾向（3期連続で上昇）と低下傾向（3期連続で低下）の基準は、以下の対内株式投資の証券投資結合度、対外・対内債券投資の証券投資結合度においても評価基準として用いる。

図表12 対内株式投資の証券投資結合度



(出所) IMFから大和総研作成

フィリピン、シンガポールであり、低下傾向の国・地域はない。

アジア域内でのクロスボーダーの株式投資について、証券投資結合度からみた特徴としては、第一に、日本は対内・対外の双方で1を下回っており、アジア域内との結びつきは強くない。第二に、ASEANではフィリピンを除いて結合度が総じて高い。第三に、シンガポールは対内投資の証券投資結合度が上昇傾向にあり、対外投資の証券投資結合度が低下傾向にある。シンガポールはアジアの金融センターを標ぼうし、世界各国から資金を集め、それをアジアに投資するという、アジアへの投資の玄関口の役目を担おうとしている。しかし、少なくともエクイティに関しては、他地域からの投資よりもアジア域内からシンガポールへの投資が増えている一方で、シンガポールから他地域への投資がアジア域内への投資よりも増えている。すなわち、シンガポールにおいては、アジア域内からの投資資金がアジア域内へと動いてい

る分もあるが、それよりもアジア域外へと投資されている可能性がある。

(2) 債券

債券について株式と同様に相互のクロスボーダー投資額を見ると、2001年に507億ドルであったものが、直近の2014年6月には4,584億ドルと9倍の増加となっている。その間の世界からアジア域内への投資額の増加は4倍(2001年:2,983億ドル、2014年6月:1兆3,032億ドル)にとどまっており、債券を通じたアジア各国・地域間のクロスボーダー投資は大きく増加したといえよう。

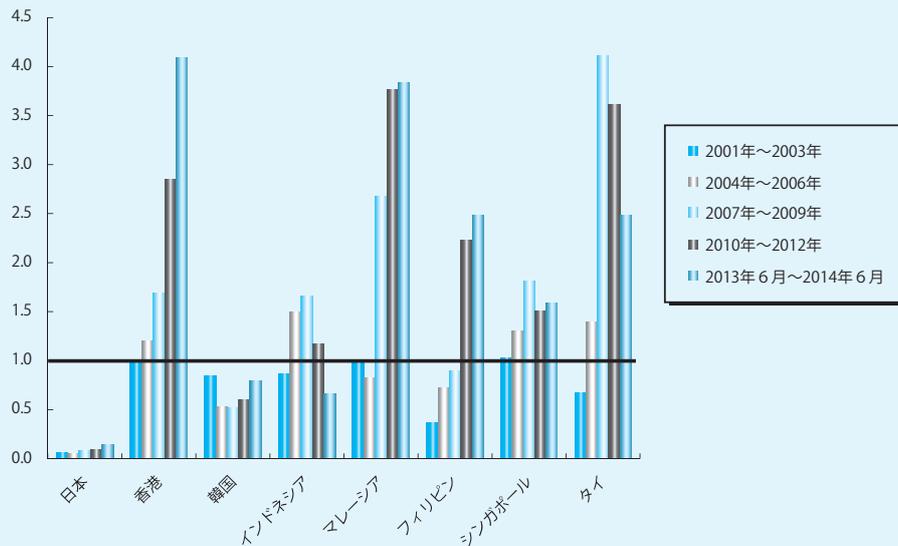
図表13は各国・地域の対外債券投資の証券投資結合度である。直近の結合度は日本、韓国、インドネシアが1を下回っており、その他は1を上回っている。各国の傾向を見ると、明確な上昇傾向にあるのは香港、マレーシア、フィリピンであり、低下傾向が見られる国・地域はない。

これに対して対内債券投資の証券投資結合度を見ると、1を下回る国は日本のみで、それ以外の国・地域は1を大きく上回る（図表14）。各国の傾向を見ると明確な上昇傾向にある国・地域はな

く、低下傾向にあるのは韓国、インドネシア、シンガポールである。

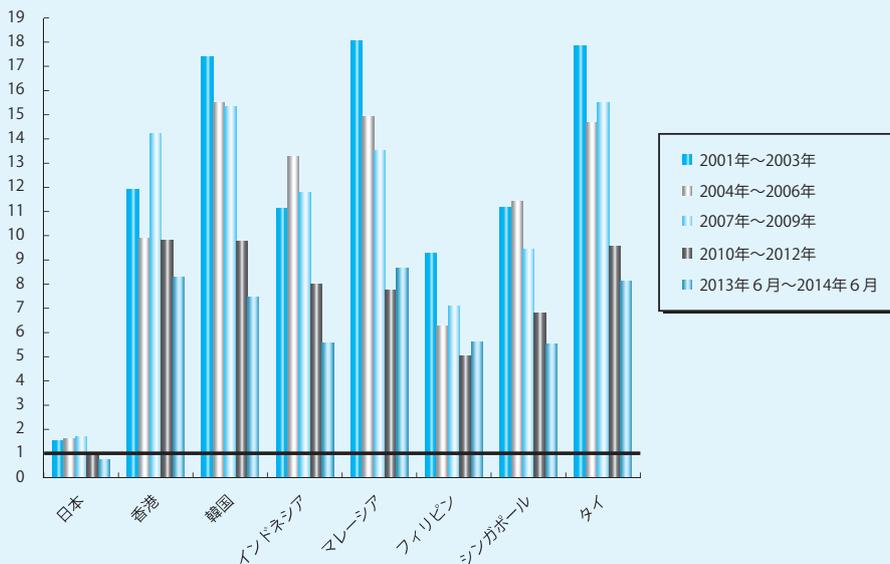
対内・対外債券投資で特徴的なことは、日本が対内・対外投資共に1を下回っており、アジア域

図表13 対外債券投資の証券投資結合度



(出所) IMFから大和総研作成

図表14 対内債券投資の証券投資結合度



(出所) IMFから大和総研作成

内との結びつきが強くないことである。また、ASEANではインドネシアを除いて結合度はかなり高いといえよう。

3章 資本市場の動向を左右する2つの力

アジア域内の資本市場は拡大しており、クロスボーダー投資額も増加している。前章で定量的に観察した証券投資を通じた結びつきも日本を除いて、総じて強いことが分かった¹³。もっとも資本市場を経由した結びつきが低下傾向にある国もいくつか見られた。

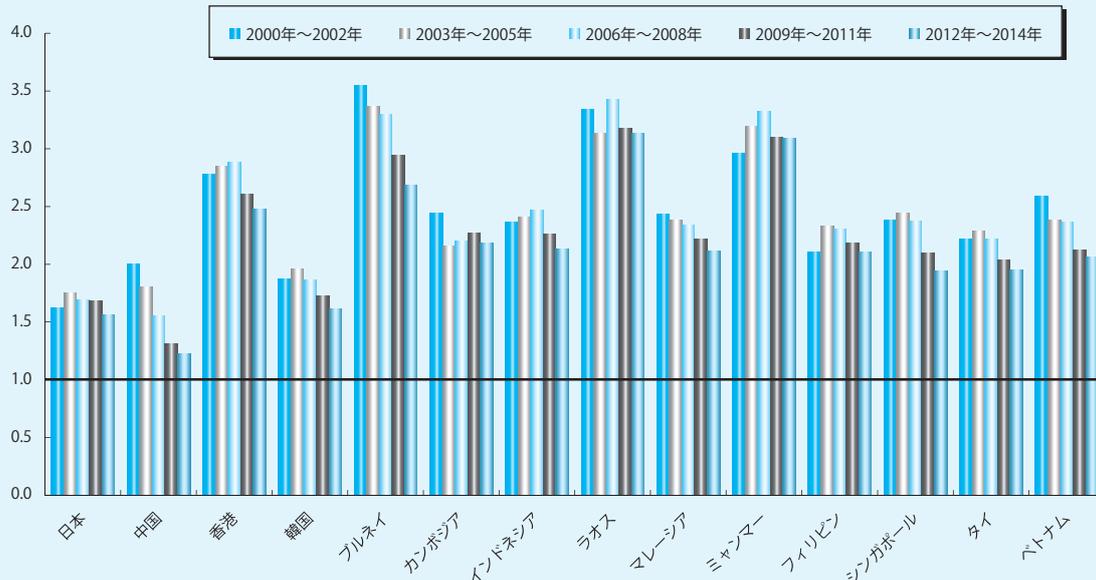
本章ではアジアの資本市場が今後どのように変化していくのかを考えていきたい。資本市場の動向を左右する要素としては、①実体経済の統合(貿易と直接投資)、②政府の政策——がある。ここでは大きくこの2点に着目し、実体経済の統合と資本市場の動向を考察し、また、各国・地域の資本市場に関連する政策を概観する。

1. 実体経済の統合と資本市場の動向

1) 貿易と直接投資

国をまたぐ実体経済の動きについては、貿易と直接投資の動向が重要である¹⁴。アジア各国・地域における相互の貿易総額は2000年には1.3兆

図表15 貿易結合度



(出所) IMFから大和総研作成

13) ただし、2章では、8つの国・地域について証券投資結合度を算出しており、アジアの全ての国について測定したわけではない点に留意が必要である。

14) 本章の分析で、貿易の動向についてはIMFの“Direction of Trade”を、直接投資はIMFの“Coordinated Direct Investment Survey”(CDIS)を用いる(CDISは2009～13年のデータのみ利用可能)。貿易のデータは、本稿の対象となるアジアをフルカバーしているが、直接投資のデータは一部のカバーにとどまる。対外直接投資は、日本、香港、韓国、マレーシア、フィリピン、タイを対象としており、対内直接投資は、日本、中国、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイを対象としている。本稿では両方のデータのそろった日本、香港、韓国、マレーシア、フィリピン、タイを分析対象とする。

ドルであったが、2014年には4.8兆ドルまで増加した。もっとも、アジアの貿易総額に占めるアジア域内の貿易割合は2000年には45%¹⁵⁾で、その後はわずかな変動はあったものの、2014年も45%と大きな変化はない。

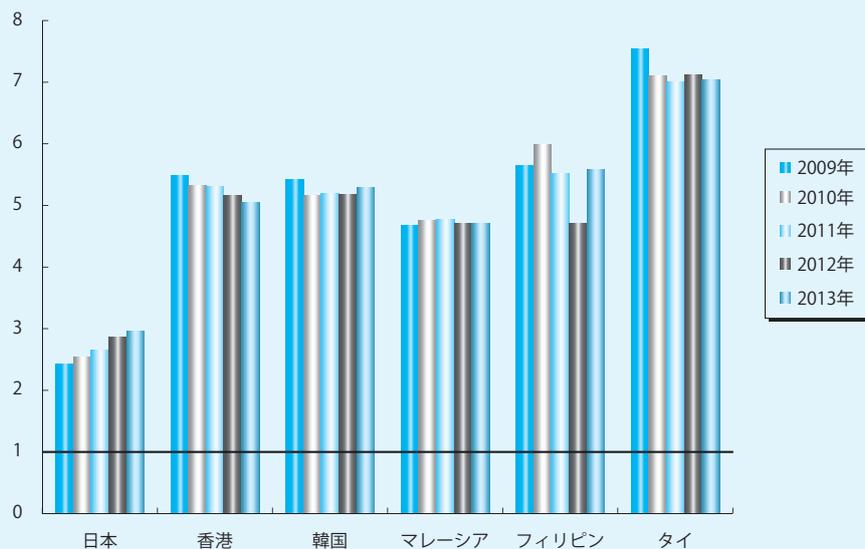
アジア各国・地域の貿易上の結びつきの強さを示すために貿易結合度を算出した結果が図表15である。全ての国・地域で結びつきの強弱の基準となる1を超えているものの、多くの国が低下傾向にある。

アジア各国・地域の相互の直接投資残高（対外直接投資残高と対内直接投資残高の合計）は2009年に1.1兆ドルであったが、13年には1.6兆ドルに拡大した。アジアの直接投資残高合計に占めるアジア域内の直接投資割合は2009年に35%であったが2013年には37%となった。アジア各国・地域の直接投資に関する結びつきを測定するために直接投資結合度を算出すると、全て

の国で1を超えているものの、時系列で傾向を見ると香港が低下傾向にあり、上昇傾向にあるのは日本のみである（図表16）。

貿易結合度や直接投資結合度から判断すると、アジア域内での結びつきの度合いは高い一方、それが時間とともに低下してきている国が散見される。ただ、このことをネガティブに捉える必要はなかろう。経済はアジアだけでなくグローバルに拡大しており、アジア域内での結びつきに変化がなくとも、アジア域外との貿易や投資が拡大すれば、シェアとしてはアジア域内の比率が低下し得る。グローバルな経済活動が拡大することは元来望ましく、産業構造の変革を通じて、これまでとは違う次の次元で域内の結びつきが強まる可能性を高めるということも考えられる。グローバル経済の拡大は2000年代に顕著になったが、そうした中でアジア域内貿易の割合は横ばいであり、残高で見た域内投資割合が高まっていることは、む

図表16 直接投資結合度



(出所) IMFから大和総研作成

15) 1990年のアジアの貿易総額に占める域内相互の貿易割合は37%だった。

しろアジアは健闘している証左であるかもしれない。

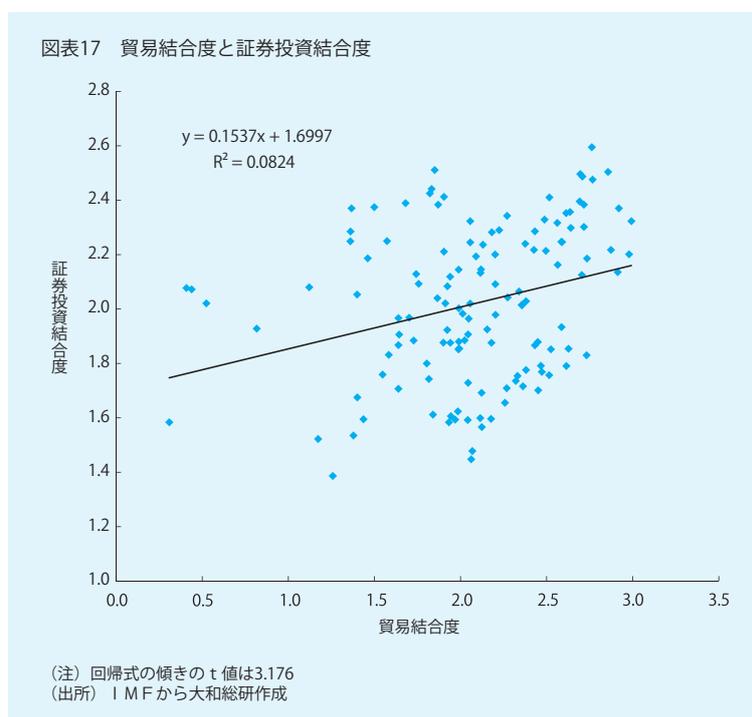
2) 実体経済と資本市場

ここまで、証券投資、貿易、直接投資について見てきたが、アジア各国・地域のアジア域内に対する結びつきは総じて強いと言ってよいと思われる。ただし、上述してきたように、データの制約からアジアの全ての国・地域をレビューできたわけではないことに留意が必要だろう。

そこで、ここでは経済的統合の先例と言え、データのそろったEUを参考として、アジアの実体経済の統合と資本市場の動向を考えてみたい。アジアでは取り組みが進行中のAECの創設に加え、日

中韓FTAやRCEPも進展することが期待されており、EUのケースはアジアの統合が深化していく際の1つのサンプルとして見なすことができるだろう¹⁶。

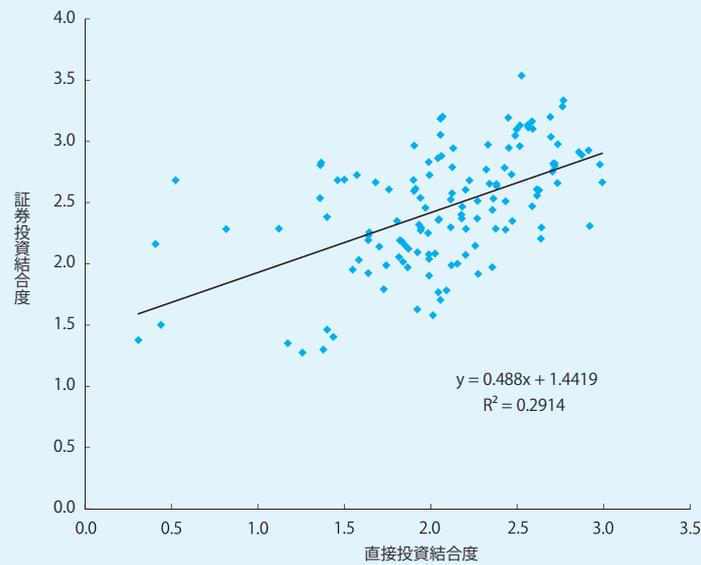
図表17はEU27カ国¹⁷の2009～13年における貿易結合度と証券投資結合度を散布図にしたものである。同図表に示したように、横軸に示した貿易結合度が高い（低い）国では、縦軸に示した証券投資結合度が高い（低い）傾向が一定程度見られる。また、図表18はEU27カ国の同じ期間における直接投資結合度と証券投資結合度を散布図にしたものであるが、直接投資結合度が高い（低い）国では証券投資結合度が高い（低い）傾向が一定程度見られる。



16) もちろん、EUはECの時代に既に関税同盟であったわけであり、その後、経済同盟となってさらにユーロ圏では通貨まで統合されている。これに対し、アジアは関税同盟ではなく、通貨の統合も予定されていない。また、アジアでは中国のように国営企業の規模が大きい国があることが特徴である。国営企業は国から庇護を受け、補助金・低利融資、規制上の優遇など民間企業よりも有利な条件で活動を行うことができる。EUの例と比較する際には、こうした環境の違いを考慮に入れる必要もある。

17) 現在のEUは28カ国であるが、ここでは2009～13年を分析期間としているため、2013年7月に加盟したクロアチアは除いている。

図表18 直接投資結合度と証券投資結合度



(注) 回帰式の傾きの t 値は7.283
(出所) IMFから大和総研作成

これらの関係は、貿易や直接投資の結合度が高くなると、証券投資の結合度も高くなるという因果関係を示すものではない。しかし、实体经济の面において貿易や直接投資が拡大したり構造が変わったりする際には、それと表裏一体で金融の面での動きが伴う必要がある。貿易や直接投資の結びつきが強いということは当該国、もしくは域内でビジネスが生まれ、そしてそのビジネスを通じて資本市場を通じた資金調達や関連ビジネスが行われるということである。また、新興国で輸出工業型の経済成長を目指す場合、外国からの投資による資金や技術導入が不可欠であり、外国からの投資を惹きつけ、さらに流出させないためには金融取引のコストを低減させる取り組みも必要である。

もちろん、実業的なビジネスの需要がなければ金融資本市場は発展せず、反対に、金融資本市場が開放・自由化されず未整備な状態であれば、実

業的なビジネスを展開するための資金ニーズを満たすことができないという意味で、双方の発展の歩調が常に一致するというわけではない。ただ实体经济と金融の発展には正の相関があることは間違いなく、貿易や直接投資の結びつきが強まる際、あるいは強まるためには、資本市場における結びつきが強くなると推測するのは妥当であろう。

2. 各国・地域の資本市場に関連する政策

本節ではアジア域内で取り組まれている、あるいは今後進められるであろう資本市場に関連する政策をサーベイする。具体的には第1に、ASEAN+3（本稿でのアジアの定義と同じ）で取り組まれているアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI: Asian Bond Markets Initiative）がある。また第2に、2015年末に創設されるAECの取り組みのうち、資本市場の自由化・統合の動きが

ある。そして第3に、アジア太平洋経済協力（APEC：Asia-Pacific Economic Cooperation）¹⁸の資本市場に関連する施策も注目に値する。これらの政策には各国の規制を調和させることで、クロスボーダー投資の拡大を意図した政策が内在しており、その点を中心にレビューする。

1) アジア債券市場育成イニシアティブの動き

A B M I は 1997、98 年に発生したアジア通貨危機を背景に 2003 年から開始された取り組みで、現地通貨建て債券市場の育成を行うものである。アジア通貨危機は、アジア域内の資本市場が未発達であったために、域内に貯蓄（資金）が存在しているにもかかわらず、それが現地の金融機関を通じて欧米に向かい、そしてアジア域内に還流したことが危機を深刻化させた要因の1つであったと指摘されている。より詳細に述べれば、アジアの国々は長期の資金需要を欧米の金融機関等からの外貨建ての短期借入に依存し、それを現地通貨建てで長期で投資もしくは貸出しを行っていたため、「通貨と期間のミスマッチ」が生じたとされる。A B M I の目的は危機を2度と繰り返さないために、「通貨と期間のミスマッチ」をなくして、長期の資金を安定的に調達し、また投資し得るような環境を整備し、アジア域内の貯蓄をアジア域内で有効に活用するために、現地通貨建て債券市場を育成することにある。

A S E A N + 3 での現地通貨建て債券発行残高

（日本と香港を除く）は 2002 年末の 1.1 兆ドルから 2015 年 3 月末には 8.3 兆ドルに増加し、A B M I の取り組みが少なからず貢献していると思われる。

A B M I の取り組みは 5 つに分けられる。①現地通貨建て債券の発行促進、②現地通貨建て債券の需要促進、③規制枠組みの改善（域内のクロスボーダー債券取引の促進）、④債券市場関連インフラの改善、⑤各国への技術協力（テクニカルアシスタンス）¹⁹—である。いわば、①は発行者側の観点、②は投資家側の観点、③は各国の規制の調和、④はインフラ、⑤は技術協力—と債券市場の育成に欠かせない要素が盛り込まれている。

この中には③のように域内のクロスボーダー債券取引の促進を目的とした規制の調和に向けた取り組みが含まれている。実際に取り組みされているのは各国のプロ向け債券市場を結びつけ、域内横断的なプロ向け債券市場（AMBIF Market：ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework）をつくることである。プロ向け債券市場で債券発行手続き等を標準化し、域内で容易に債券発行を行えるようにするものである。まずは、プロ向け債券市場を有する国から、簡潔に言えば市場の結びつきを強めることができる国から行うという手法を採っている。

A M B I F は 2012 年に始まった取り組みであり、当該枠組みを用いた債券発行は一例にとどまる。この一例は 2015 年 9 月のみずほ銀行による

18) A P E C はアジア太平洋地域の 21 の国と地域が参加する経済協力の枠組みであり、貿易・投資の自由化、ビジネスの円滑化、経済・技術協力等の活動を行っている。参加国・地域は本稿での対象国として日本、中国、香港、韓国、ブルネイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムが含まれており、その他にはオーストラリア、カナダ、チリ、メキシコ、ニュージーランド、パプアニューギニア、ペルー、ロシア、台湾、米国となっている。

19) 技術協力の内容は当該協力を受ける国からの依頼に基づいている。具体的な内容は債券市場発展に関するロードマップ作り、流通市場の拡大、格付け機関に関する支援などである。

タイバーツ建て社債の発行である。今後も継続的に起債案件が出てくることが期待される。

2) ASEANの資本市場の自由化・統合の動き

ASEANは2007年の首脳会議で採択したAECブループリントに基づいて、取り組みを進めている。AECが目指す姿はASEAN域内のヒト、モノ、カネの移動を円滑にすることである。資本市場の自由化・統合はカネの移動の自由化に当たる。自由化・統合というとASEANの資本市場が1つになる、すなわち規制等が共通化されるイメージを持つかもしれないが、実際は図表19に掲げたような取り組みが進められており、各国の規制等の相互承認や調和が図られる。進め方としては最初に2国間での取り組みを進め、その後3国間以上の取り組みを進めるという手法が採用されている。

ASEANの資本市場の自由化・統合における施策としては、資金調達側については株式と債券の発行の際の目論見書の情報開示基準を共通化する“ASEAN Disclosure Standards Scheme”があり、現在までにシンガポール、タイ、マレーシアで実施されている。さらに、共通の基準を満たした場合には域内で組成された投資信託（集団投資スキーム）を域内各国の個人投資家向けに販売することができる“Framework for the Cross-Border Offering of ASEAN CISOs”があり、シンガポール、タイ、マレーシアで実施されている。

一方、投資家側では“ASEAN Trading Link”が進められている。これは、ASEAN域内の証券取引所を電子ネットワークで結び、域内外の投資家が域内取引所に上場する株式を容易に売買できるようにしたものである。現在ではシンガポール

取引所、マレーシア取引所、タイ証券取引所が導入している。

3) APECの資本市場に関連する政策

APECは2015年9月の財務相会合で“Cebu Action Plan”（CAP）を公表した。CAPはAPECが金融面で統合することを促進するための計画である。具体的には金融包摂のさらなる強化、金融市場の発展の深化、インフラファイナンスの促進を挙げている。ABMIやAECでの資本市場の自由化・統合では大まかには施策に着手できる国から取り組むという手法が採られていたが、CAPでの取り組みはあくまで自発的な取り組みであり、さらには非拘束的なものであるとされているため、参加の可否は国情に合わせて極めて緩やかに決定することができるようになっている。

CAPの取り組みの中で日本が参加を表明しているものとして、「アジア地域ファンド・パスポート」がある。これは上述した“Framework for the Cross-Border Offering of ASEAN CISOs”と同じで、域内の投資信託（集団投資スキーム）のクロスボーダー販売の促進を進めるために各国での煩雑な登録手続き等を経ることなく販売できるようにするものである。現状、日本に加え、韓国、フィリピン、タイ、オーストラリア、ニュージーランドが参加を表明している。

4章 資本市場の統合・自由化における課題とリスク

1) 資本市場の統合・自由化における課題とリスク

各国・地域間での相互の貿易と直接投資が拡大

図表 19 ASEANの資本市場統合・自由化に関する主な取り組み

取り組みと発表もしくは開始月	概要
Cross-Recognition of Qualification on Education and Experience of Market Professionals (2007年8月)	<ul style="list-style-type: none"> シンガポールとタイの証券監督当局間でMOUを締結したものの。 市場専門家の教育と経験に係る相互認証を行うもの。
ASEAN Exchanges Web Site (2011年4月)	<ul style="list-style-type: none"> ASEANの投資機会を増やすために、ASEANというブランドの確立とマーケティングを目的とした取り組み。 6カ国7証券取引所の情報や各取引所の銘柄から時価総額と流動性の観点から選ばれたASEAN Stars (180銘柄)の情報などを公開している。
ASEAN Corporate Governance Scorecard (2012年3月)	<ul style="list-style-type: none"> 域内上場企業のコーポレート・ガバナンス向上を目的として、当該企業のコーポレート・ガバナンスを評価する取り組み。 評価基準は2つの段階に分かれ、1段階目は既存のASEANの規制等とOECDの原則をベンチマークとしており、2段階目は1段階目以外のgood practiceとペナルティ(マイナス評価)となっている。 2012年、2013年と2回の評価が行われており、対象はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの企業である。なお、2013年に各国の企業の平均点を算出したところ、高かったのはタイの企業である。
Expedited Review Framework for Secondary Listings (2012年3月)	<ul style="list-style-type: none"> マレーシア、シンガポール、タイの証券監督当局と証券取引所間でMOUを締結したものの。 域内企業の相互上場プロセスを短縮し、相互上場を促進する取り組み。
ASEAN Trading Link (2012年6月)	<ul style="list-style-type: none"> 2012年9月にマレーシア取引所とシンガポール取引所で稼働し、同年10月にはタイ証券取引所で稼働。時期は未定であるが、インドネシア、フィリピン、ベトナムの取引所も導入予定。 域内外の投資家が域内取引所に上場する株式を容易に売買できるようにするため、域内証券取引所をネットワークで結んだもの。 域内外の証券会社(ブローカー)は域内各国のライセンスを保有しなくても、ASEAN Trading Linkに接続すれば、証券取引が可能となる。
ASEAN Disclosure Standards Scheme (2013年4月)	<ul style="list-style-type: none"> マレーシア、シンガポール、タイの証券監督当局で実施されたもの。 域内での資金調達を促進するため、上記3カ国での株式と債券での資金調達の際に、目録見書において共通の情報開示基準を満たすことで証券発行が可能となるもの。 2009年6月に導入されたASEAN and Plus Standardsの後継。
Framework for the Cross-Border Offering of ASEAN CISs (2013年10月)	<ul style="list-style-type: none"> マレーシア、シンガポール、タイの証券監督当局間でMOUを締結したものの。 共通の基準を満たすことで、域内で組成された投資信託(集団投資スキーム)を域内各国の個人投資家向けに販売することができるもの。 2014年8月から運用開始。
Tradable ASEAN Indices (2014年5月)	<ul style="list-style-type: none"> 新たにFTSE ASEAN All-Share Index、FTSE ASEAN Stars Index、FTSE ASEAN All-Share Ex-Developed Indexの3つの指数を導入。
Streamlined Review Framework for the ASEAN Common Prospectus (2015年3月)	<ul style="list-style-type: none"> マレーシア、シンガポール、タイの証券監督当局間でMOUを締結したものの。 株式や債券の発行者は資金調達までの時間を短縮することができるもの。 なお、2015年第3四半期を目標として実施の準備を進めていく。
ASEAN Capital Market Development Programme (2015年3月)	<ul style="list-style-type: none"> 各国・域内の資本市場の発展を促進するための相互支援プログラム。 各国のニーズに基づいて支援が行われる。

(出所) A C M F (ASEAN Capital Markets Forum)、ASEAN Exchanges から大和総研作成

し、資本市場の統合・自由化に向けた政策が進む中では資本市場の結合が進み、結びつきが強くなっていくものと思われる。

もっとも、資本市場の統合の進め方には注意が必要である。前章で述べたようにアジアで行われている資本市場関連の政策には、統合・自由化という視点が少なからず入っている。ただ、全ての取り組みが速やかに進むものではないし、拙速に進めるべきでもない。なぜなら、アジアには多種多様な国が存在するからであり、日本のように経済規模が大きな国もあれば、後発ASEAN（ラオス、カンボジア、ミャンマー）のように経済規模が小さい国もある。資本の移動が自由化されている国もあれば、資本規制が厳しく、資本取引が管理されている国もある。一般的に資本市場の統合は経済規模が小さく、資本規制が厳しく管理されている国にとっては大きなハードルとなる。資本取引の規制を緩和し、その後規制等の相互承認・調和化するという2つのプロセスを踏まなくてはならないためだ。

ここで導出される現実的な課題は、どのように統合を進めていくかということである。一斉に始めることは望ましくなく（実際にもそのようには行われていない）、準備の整った国から始めるという方法が好ましいことに異論はないと思われるが、準備の整わない国への対応が問題になる。方法の1つとしてそのような国に対する資本市場の発展に向けた技術協力が考えられる。ABMIでの債券市場育成に係る技術協力は以前から行われており、各国の能力強化および人材育成が実施さ

れている。このような取り組みを株式市場に対するものを含めて今よりもさらに集中的に行っていくことが必要だろう。

統合が進められることによって新たに生じるリスクとしては、対外開放の副作用として、資本フローが不安定化する局面が生じ得る点が懸念される。対外開放を進めることは資本の流出入の増加を目的としているわけだが、それは同時にグローバルな金融危機に巻き込まれるなどのリスクが高まるということでもある。健全なマクロ政策運営や国内金融システムの整備ができていない国であればこの点の懸念は相対的に小さいが、後発ASEAN等は必ずしもそのような状況にはない。そもそも国内金融市場の制度やシステムに不備がある場合、資本流入の急激な増加は資産価格の上昇やインフレ率の上昇をもたらす可能性もあり、反対に急激な資本流出が国内経済に危機をもたらす可能性がある。統合によって各国の関係性が深まれば、危機が生じた場合の悪影響の伝播にさらされることになり、資本フローの動きや経済状況のサーベイランスが重要となってくる²⁰。

2) 日本の貢献

アジアの資本市場の発展のために日本ができることを考えると、やはり技術協力が1番目に思い当たる。ABMIの技術協力は日本が主導して2003年から開始し、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、カンボジア、ラオス、ブルネイ、ミャンマーで行われており、相応の成果を挙げている。また、金融庁ではアジア金融連

20) アジア域内では2011年に設立されたASEAN+3マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO：ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）が金融危機の予防、早期発見という観点から域内経済の監視（サーベイランス）・分析を行っている。ただ、設立から4年しか経過していないため、現状は組織を徐々に拡大させ、機構を整備していく段階にある。なお、2015年のASEAN+3財務相会合では、2人の次長と1人のチーフエコノミストを採用することが決まっている。

携センターを設置し、アジア各国・地域の金融当局との人材交流を進め、アジア域内の金融・資本市場に係る諸課題等について検討しており、財務省では資本市場育成支援としてミャンマー財務省とMOU²¹を結ぶなどの取り組みを進めている。このような取り組みは短期的に成果を得ることは難しいが、中長期的には大きな効力を発揮するだろう。

この他、日本に求められることはアジアの各国・地域の状況に応じて、様々な取り組みを主導していくことではないか。日本は現在の経済規模に至るまで金融資本市場に関して様々な取り組みを行ってきた。アジアの一部の国ではまだ経験していない資本の自由化は最たる例である。日本はアジアの参考書となり得る存在である。

21) 内容はミャンマーの証券取引法の関連下位法令策定支援および関連する人材育成支援である。

【参考文献】

- ・神尾篤史・中田理恵 [2015]「アジア金融資本市場で生じる構造変化」『大和総研調査季報』Vol.17、2015年1月
- ・神尾篤史 [2015]「ASEANの金融資本市場の現状と将来の姿」『国際金融』第1272号、一般財団法人 外国為替貿易研究会
- ・清水聡 [2012]「アジア金融統合の現在」『RIM』vol.12 No.47、日本総研
- ・清水聡 [2013]「進展するアジア金融統合と日本の戦略」『RIM』vol.13 No.51、日本総研
- ・清水聡 [2015]「ASEAN金融統合の進展」『金融』2015年7月号、全国銀行協会
- ・谷口隆義 [2003]「基調講演－アジアにおける債券市場の育成にかかるASEAN+3ハイレベル・セミナー」2003年3月
- ・張勇祥 [2013]「中国の第12次5カ年計画と金融自由化」『最新 中国金融・資本市場』きんざい、2013年2月
- ・糠谷英輝 [2013]「拡大するアジア債券市場～現況、国際金融情勢による影響と課題～」『月刊 資本市場』No.339、公益財団法人 資本市場研究会
- ・野村資本市場研究所編 [2007]『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007年12月
- ・Almekinders, G., S. Fukuda., A. Mourmouras, and J. Zhou, 2015, “ASEAN Financial Integration”, IMF Working Paper 15/34.
- ・Ananchotikul, N., S. Piao, and E. Zoli, 2015, “Drivers of Financial Integration- Implications for Asia”, IMF Working Paper 15/160.
- ・Borensztein, E and P. Loungani, 2011, “Asian Financial Integration: Trends and Interruptions”, IMF Working Paper 11/4.
- ・Ding, D., W. R. Lam, and S. J. Peiris, 2014, “Future of Asia’s Finance: How Can it Meet Challenges of Demographic Change and Infrastructure Needs?”, IMF Working Paper 14/126.
- ・Laeven, L, 2014, “The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges”, IMF Working Paper 14/234.
- ・Pongsaparn, R. and O. Unterroberdoerster, 2011, “Financial Integration and Rebalancing in Asia”, IMF Working Paper 11/243.

[著者]

神尾 篤史 (かみお あつし)



パブリック・ポリシー・チーム
 研究員
 担当は、日本とアジアの経済・社会
 構造分析、金融資本市場の分析