

飛躍の時代を迎えたアジア株式市場

—日本生命シンガポール事務所—

NIES（韓国・台湾・シンガポール・香港）ASEAN（マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン）諸国は、近時、比較的安定した政治体制、インフラストラクチャーの整備、各国の対外開放努力等が相まって、海外からの企業進出を活発化させており、順調な経済成長を遂げている。巷間「アジアの時代」と呼ばれる所以である。

その中で、アジア各国の株式市場も注目を浴びており、総じて先進マーケットを上回る高いパフォーマンスを上げている。

本稿では、アジア各国の株式市場を主として海外の投資家の立場から紹介をしてみる。

1. 大暴落から急回復を遂げた'88年

1) 大暴落（ブラックマンデー）時に大きな痛手

1987年10月19日のニューヨーク株式市場の大暴落は、世界各国の株式市場の連鎖的暴落につながったが、中でもアジアの株式市場は大きな痛手を被り、先進諸国の市場をはるかに上回る下落率を示した（表-1）。

表-1 '87年ブラックマンデー前後の動き

	ブラックマンデー 前 高 値	ブラックマンデー 後 安 値	下落率
香港（ハンセン指数）	3,949（10/1）	1,894（12/7）	▲52%
シンガポール（ストリート・タイムズ 商工業指数）	1,505（8/10）	700（12/7）	▲53%
マレーシア（KLSE指数）	470（8/10）	223（12/16）	▲53%
タイ（SET指数）	473（10/16）	244（12/11）	▲48%
韓国（総合株価指数）	517（10/19）	455（11/26）	▲12%
台湾（加権株価指数）	4,673（10/1）	2,297（12/28）	▲51%
日本（日経平均指数）	26,646（10/14）	21,036（11/11）	▲21%
米国（ダウ・ジョーンズ指数）	2,722（8/25）	1,738（10/19）	▲36%
英国（ファイナンシャル・タイムズ 30種）	1,926（7/16）	1,232（11/9）	▲36%

特に下落率の大きい香港とシンガポールでは、それまで出来高の60~70%を占めてきた外人投資家が一斉に売りに出た。そのため外人投資家が好む優良株ほど下げがきつく、香港では10月20日から23日まで4日間、株式市場を閉鎖するという最悪の事態も発生した。

このことは、これらの市場の限界的性格を露呈したものとも言えよう。

2) 急回復を遂げた'88年

ブラックマンデーで、最悪の状況に落ち込んだアジアの株式市場も'88年に入ると一転、力強い回復を遂げることとなった。各国別の株価指数上昇率をみると最も回復の遅い香港でも17%と欧米に比べはるかに高い上昇率となっている(表-2)。しかしながら、ブラックマンデーによる下落が激しかったことから、急速な回復にもかかわらず、暴落前高値との比較では、香港・シンガポール・マレーシア・タイでは依然として70~80%の水準にとどまっている。これに対し、外人投資家の直接投資が認められていない韓国、台湾ではブラックマンデー時に外人売りの影響もなく、日本同様暴落前高値を抜く動きとなっている(表-3)。

'88年アジアの株式市場が力強い回復を遂げた要因としては以下の点が挙げられる。

表-2 '88年株価上昇率

	'87年終値	'88年終値	上昇率
香港(ハンセン指数)	2,303	2,687	+ 17%
シンガポール(ストレート・タイムズ 商工業指数)	824	1,039	+ 25%
マレーシア(KLSE指数)	261	357	+ 37%
タイ(SET指数)	285	387	+ 36%
韓国(総合株価指数)	525	907	+ 73%
台湾(加権株価指数)	2,340	5,119	+ 119%
日本(日経平均指数)	21,564	30,159	+ 40%
米国(ダウ・ジョーンズ指数)	1,939	2,169	+ 12%
英国(ファイナンシャル・タイムズ 30種)	1,402	1,455	+ 4%

表-3 '88年終値のブラックマンデー前高値からの戻り率

	ブラックマンデー 前高値	'88年終値	戻り率
香港(ハンセン指数)	3,949 (10/1)	2,687	68%
シンガポール(ストレート・タイムズ 商工業指数)	1,505 (8/10)	1,039	69%
マレーシア(KLSE指数)	470 (8/10)	357	76%
タイ(SET指数)	473 (10/16)	387	82%
韓国(総合株価指数)	517 (10/19)	907	175%
台湾(加権株価指数)	4,673 (10/1)	5,119	110%
日本(日経平均指数)	26,646 (10/14)	30,159	113%
米国(ダウ・ジョーンズ指数)	2,722 (8/25)	2,169	80%
英国(ファイナンシャル・タイムズ 30種)	1,926 (7/16)	1,455	76%

①力強い経済成長力

'88年のアジア各国の経済成長力をみると韓国の12%を筆頭にタイ・シンガポールが10%を越える一方、マレーシア・香港・台湾も7～8%の高度成長を達成した（表-4）。

表-4 実質経済成長率

	'83年	'84年	'85年	'86年	'87年	'88年 見 込	'89年 推 定
香 港	6.5%	9.5%	▲ 0.1%	11.2%	13.5%	8.6%	6.5%
シンガポール	8.2%	8.3%	▲ 1.6%	1.8%	8.8%	10.9%	7.7%
マレーシア	6.3%	7.8%	▲ 1.0%	1.2%	5.2%	8.1%	7.2%
タ イ	7.3%	7.1%	3.5%	4.7%	7.1%	10.7%	8.2%
韓 国	11.9%	8.4%	5.4%	12.3%	12.0%	12.0%	7.0%
台 湾	8.0%	10.6%	5.1%	11.7%	11.8%	7.0%	6.5%
日 本	3.2%	5.1%	4.7%	2.5%	4.2%	5.7%	4.6%
米 国	3.6%	6.8%	3.0%	2.7%	3.4%	3.8%	2.8%
英 国	3.8%	1.8%	3.8%	2.6%	3.4%	4.2%	3.0%

'88年、'89年数値については野村総合研究所発表数値

このような高度成長は、

イ) '85年プラザ合意をきっかけとした急速な円高が、アジアNIESの工業製品の輸出競争力を急速に高めたこと

ロ) 日本をはじめ韓国、台湾からの直接投資が急増したことにより東南アジア各国の経済が活性化したこと

によると考えられる。

'89年以降を展望すると、NIES各国については、'88年に比べると成長率は低下するものの引き続き6～7%の高い成長を示すものと予想される。一方、ASEAN各国については、インフラストラクチャーの整備の進行、都市部を中心に消費の拡大、海外からの直接投資による工場が本格的に操業開始すること等から引き続き高成長が期待できる。

②外人投資家の資金増大

NIES・ASEANの経済拡大に伴ない外人投資家のこの地域の株式市場への関心が急速に高まっている。中でも日本の代表的機関投資家である生保7社が相次いで、アジアの株式市場投資を主たる目的に投資会社を設立し、アジア株式市場への投資を活性化していることが大きな注目を浴びている。

また'88年はNIES・ASEAN地域を投資対象とするファンドの設立が相次いだ。これは、外人投資家にとりアジア各国の株式市場が投資情報の収集、事務面で不

安が残ることからファンドを通じた間接投資が推進されたものと考えられる。中でも高い経済成長のタイについては、日系大手証券3社をはじめファンドの設立ラッシュとなった（表-5）。このようなファンドは長期投資を目的としており、株式市場の安定的、持続的発展につながるものと考えられる。

表-5 '88年設立のASEANを主たる運用対象としたFund

ファンド名	発行額	投資対象国	発行会社
サイアム・ファンド	9,500万米ドル	タイ	インド・スエズ銀行
タイ・ユーロ・ファンド	7,500万米ドル	タイ	ロイズ銀行
タイ・インベスト・ファンド	3,120万米ドル	タイ	山一証券
タイランド・グロース・ファンド	5,000万米ドル	タイ	日興証券
タイ・プライム・ファンド	1億5,500万米ドル	タイ	野村証券
タイ・インターナショナル・ファンド	7,500万米ドル	タイ	スイス銀行
アセアン・ファンド	1億5,000万米ドル	アセアン各国	野村証券
日本・アジアニーズ・ファンド ※	250億円	アジア各国	大和証券

※'89年1月設立

2. 各国マーケットの現況と特色

1) 株式市場の特徴

アジアの株式市場を他の先進各国と比較すると、株価の急上昇から近年、時価総額が急拡大している台湾・韓国でも日本と比べるとそれぞれ2.7%、2.5%程度であり、香港・シンガポール・マレーシア・タイを加えた六市場のトータルでも日本の10%にも及ばず未だ小規模である（表-6）。

表-6 マーケット状況（'88年12月現在）

	時価総額（日本を100とした場合）	PER	利回り	上場企業数
香港	744億米ドル（1.9）	11.5	4.2	304
シンガポール	525（1.4）	16.4	2.8	325
マレーシア	367（1.0）	20.9	3.2	293
タイ	89（0.2）	11.1	5.0	141
韓国	953（2.5）	22.5	1.1	497
台湾	1,055（2.7）	33.1	0.8	165
日本	38,580（100）	54.3	0.5	1) 1,585
米国	24,450（68）	11.4	3.8	2) 2,462
英国	7,330（19）	10.6	4.9	3) 2,580

1) 東証1部、2部上場

2) NYSE、AMEX上場

3) London Int'l Stock Exchange上場

PERは日本を除く先進各国と比べると比較的高い。韓国・台湾では'87年からの株価の上昇局面でPERも高くなっている反面、ブラックマンデー以後の回復が芳しくない香港・タイは11倍と低水準にある。その他各国マーケットに共通する特徴とし

て、

- イ) 各国とも経営者一族による株式所有の比率が高く市場規模以上に流動性が低い。
 - ロ) 政治的問題が良きにつけ悪きにつけ市場に及ぼす影響が大きい。
 - ハ) 個人投資家の売買が中心であり、市場のうわさに株価が乱高下する傾向がある。
- 等が挙げられよう。

2) 外人投資家から見た場合の特色

各国の株式市場とも発展途上にあることから、香港を除き海外からの株式投資に対し何らかの規制を設けている。

① ほぼ何の制約もなく直接投資可能

— シンガポール・香港 —

シンガポールにはシンガポール航空等ごく一部の企業及び金融機関に外人持株制限があるが、香港には全く制約がなく、海外から、ほぼ自由に株式投資が可能である。

② 制約はあるものの直接投資可能

— マレーシア・タイ —

マレーシアではマレー系マレー人優先のブミプトラ政策の下、外人持株比率を30%までに抑えることが目標とされている。またタイでは、ほとんどの上場企業において法律又は定款によって外人持株制限が規定されており、バンコク銀行、サイアムセメントといった代表的企業の多くが既にその制限に達している。但し、外人投資枠を充足した銘柄についても外人名義の株式がプレミアム付で取引されており、プレミアムさえ支払えば外人名義株式の取引が可能である。一方、外貨の送金はタイ中央銀行の許可が必要なため外貨送金するには、株式売却時は決済日から約3週間、また配当の場合は支払日から2～3ヶ月を要すると言う問題がある。

③ 投資信託、転換社債を通じてのみ投資可能

— 台湾・韓国 —

両国については、現在、外人投資家による直接投資は認められておらず、ニューヨーク株式市場に上場のコリア・ファンド、台湾・ファンド等投資信託を通じて投資するしかない。従ってコリア・ファンド、台湾・ファンドは現在、純資産を大幅に上回るプレミアム付で取引されている。また韓国については一部、転換社債の発行が海外でなされており、発行数の増加とともに今後、外人投資家にとって韓国市場への有力なアクセスの手段となろう。これら両国においても、外人投資家の直接投資が可能となるよう開放化が進められる見込みであり、韓国では'88年12月、'92年までの4ヶ年にわたる資本市場の自由化計画が発表された(表-7)。

表-7 韓国の資本自由化計画

		'89年	'90年	'91年	'92年
資本 輸 入	海外での証券発行の制限緩和 (資金調達)	<ul style="list-style-type: none"> 海外証券発行制限の緩和と種類の多様化 (ワラント債、DR など) 海外での外国人によるCB転換株式の譲渡許可 	<ul style="list-style-type: none"> 海外CBの発行基準緩和 		
	外国人による国内証券の直接取得			<ul style="list-style-type: none"> 外国人のCB転換代金分の国内再株式投資許可 	<ul style="list-style-type: none"> 外国人による韓国株式の制限付き直接取得を許可
資本 輸 出	海外証券投資	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家による海外証券投資の制限緩和 	<ul style="list-style-type: none"> 一般法人の制限的な海外証券投資の許可 		<ul style="list-style-type: none"> 個人投資家の制限的な海外証券投資の許可
	国内証券業務の外国証券会社への開放	<ul style="list-style-type: none"> 外国証券会社の韓国証券会社に対する出資制限緩和 事務所の追加設置許可 	<ul style="list-style-type: none"> '91年の外国証券会社の国内支店設置に備え、年末までに許可基準を発表 	<ul style="list-style-type: none"> 外国証券会社の韓国支店設置許可 合併による新規証券会社の設立許可 	

(出所) 野村アジア情報 '89年3月号より

表-8 外人投資家から見た各マーケットの特色

	通貨 (1米ドル に対し)	外貨送金	外人持株制限	課税関係		立会時間 (現地時間)	証券 会社数
				Capital	Dividened		
香港	7.8110	規制なし	制限なし	非課税	非課税	午前10時 ～午後0時30分 午後2時30分 ～午後3時30分	479社
シンガポール	1.9330	規制なし	SIA……25% SPH……49% NOL……49% 銀行(除DBS) ファイナンス……20% カンパニー	非課税	法人税相当額 (税率33%)を源泉課税	午前10時 ～午後0時30分 午後2時30分 ～午後4時	25社
マレーシア	2.7298	実質的規制なし (外為銀行が中央銀行の委託を受けて外貨送金の認可を行なう。)	MAS、MISC Public-Bank等一部企業が定款で30%に制限	非課税	法人税相当額 (税率35%)を源泉課税	午前10時 ～午後0時30分 午後2時30分 ～午後4時	48社
タイ	25.41	株式購入時タイ中央銀行に登録要。 売却時、外貨送金に約3週間かかる。	法律、定款により規定 銀行、ファイナンス・カンパニー……25% 保険会社……20% 一般企業……49%	非課税	個人は所得税率と同率の源泉課税 法人は一律20%の源泉課税	午前9時30分 ～午前11時30分	32社

'89年1月31日現在

'88年12月現在

東銀シンガポール支店終値

SIA = Singapore Airlines
 SPH = Singapore Press Holdings
 NOL = Neptune Orient Lines
 DBS = Development Bank of Singapore
 MAS = Malaysia Airline System
 MISC = Malaysia Int'l Shipping Company

3) 各マーケットの現況と特色

外人が直接投資可能な、シンガポール・マレーシア・香港・タイの4市場について現状と特色を概観する。

シンガポール

①国際金融センターを指向

シンガポール政府はシンガポールを国際金融センターにするという戦略的目標を持っている。そのためアジアダラー市場と呼ばれるオフショア市場の育成、アジアで初の金融先物取引所であるSIMEXの創設等に積極的に取り組んできた。

株式市場についても'87年1月SESDAQと呼ばれる店頭市場を創設し、創業間もない成長力のある企業に上場の道を開いている。その取引は完全にコンピューター化されている。

②外国人訪問者は400万人を突破

人口260万人のシンガポールを訪れた外国人の数は'88年一年間で400万人を突破した。この国際都市国家シンガポールを代表する企業はシンガポール航空と言える。国際輸送力で世界第15位、アジアでは日航に次ぐこの会社はシンガポール株式市場の顔でもある。'88年12月現在、時価総額では第2位のオーバーシーズ・チャイニーズ・バンクの約1.7倍、'87年税引後利益では第2位のシンガポール開発銀行の約4倍と段違いの強さを見せている。

また観光客の増加とともにホテル業界も収益の向上が著しい。'86年には供給過剰から65%程度に落ち込んだ客室稼働率も'88年後半には80%台に回復した。ホテル・セクターは'88年のシンガポール株式市場の中で最も高いパフォーマンスを記録した。

③マレーシア企業が半数を占める

'73年5月にシンガポール証券取引所が独立するまでのクアラルンプールの証券取引所と同一の機構であったという歴史的背景から、シンガポールに上場されている229社の内112社(49%)がマレーシアの企業である。出来高で見ても'88年一年間で売買代金全体の28.7%をマレーシア企業が占めている。

マレーシアのプランテーション株、資源株もシンガポールで上場、売買されており、そのことがシンガポール株式市場の取引の魅力を高めている。その反面、マレーシアの影響を受けやすく、マレーシアの政治的不安により株価が下げるといった場面もしばしば見られる。

マレーシア

①プランテーション・資源株に外人投資家の関心

マレーシア経済は従来、天然ゴム・すずといった一次産品が主体の経済であった。近年工業化の進展でその比重は下がってはいるものの、依然としてその役割は大きい。

株式市場にもプランテーション、資源株が上場されており、マレーシア株式市場の最大の特徴となっている。プランテーション・資源株は一次産品価格の動向に株価が敏感に反応、そのためインフレに強いという性格がある。従って外人投資家にとってインフレヘッジとしてこれらの株を買うという投資行動が見られる。

⑥ 政治問題が相場に影響

マレーシアは、マレー系（60%）中国系（31%）インド系他（9%）から成る複合民族国家であり、政治・軍事を握るマレー系と流通機構を押え経済的優位にある中国系・インド系との間に絶えず緊張がもたらされている。そのため、相場はささいな政治問題にも敏感に反応、現在は今年1月18日に心臓発作で入院したマハティール首相の健康問題に関心が寄せられている。

⑦ 法人税の引き下げで投資の活発化を期待

'89年予算の中で法人税の5%減税（現行40%）、開発税の段階的廃止が発表となった。このことは企業の投資の活発化、収益の向上に寄与し、株式市場への好影響も大きいと期待される。

香港

① 不動産が市場の中心

不動産会社が上場企業数の約4割を占め、またコングロマリットをはじめ、ほとんどの上場企業が不動産事業を行なっている。従って不動産市場と株式市場は密接な関係にあると言える。香港の代表的な不動産エージェンシーJones Lang Woottonの発表している不動産指数の上昇率を見ると'88年一年間でレンタル指数で35%、キャピタル指数で41%の上昇を見せており、代表的株価指数であるハンセン指数の上昇を大幅に上回っている。'89年に入り、2ヶ月間で香港株式市場が20%近い上昇を見せたのも、不動産市場の好調さを反映したものと言えよう。

② '97年中国返還問題

'97年の中国への返還問題は株式市場にも大きな影響を与えている。返還交渉が始まった'82年には、それを嫌気して株価も大きな下げを演じた。'84年12月に中英共同宣言が発表、中国返還後50年間は現行の制度を維持するとの内容に市場は安心感を取り戻した。

現在、返還後の憲法とも言える基本法制定のための準備が進んでおり、政治的安定感は増している。

③ 最も自由な市場、為替は米ドルリンク

香港株式市場は世界の株式市場の中でも最も自由な市場の一つである。キャピタル・ゲイン、インカム・ゲインはともに非課税、外貨送金、外人持株比率の制限もない。また香港ドルが米ドルにリンク（1米ドル=7.8香港ドル）されているところからド

ル投の外人投資家にとっては為替リスクを回避できる市場と言える。従来から活発に投資を行ってきた英国機関投資家、華僑に加え、ポートフォリオのグローバル化をはかる日本の機関投資家もこの市場への関心を高めており、今後とも東南アジア株式市場の代表として一層の発展が期待される。

タイ

④海外直接投資ブームが経済を活性化

'87年からタイへの海外からの直接投資は急増した。タイ投資委員会への投資奨励申請件数では'87年は対前年2.5倍、金額では3.6倍となっている。タイの安価で豊富な労働力に着目した日本からの投資の急増が目立つ。これを受けて国内経済も活発、'88年の実質経済成長率は10%を上回った。

一方で工場の相次ぐ操業開始から、港湾、道路等の能力不足も深刻化してきており、インフラストラクチャーの整備が国家の重要課題となっている。このような事情を背景にタイ株式市場中、時価総額で第一位のサイアム・セメントも、その事業収益の柱であるセメントが国内の旺盛な需要に支えられ、'88年度純利益で対前年92%の増益となっている。また同社は同グループ内に建設資材・紙パ・機械等の会社を持ち国家課題に沿った事業展開を行なっている。

⑤ユニークな農業関連産業

タイでは農業が重要な産業基盤になっており、'87の産業別GDP構成比では17.6%と製造業(22.2%)に次ぐ地位にあり、就業人口では62.2%を占めている。輸出品目でも米・ゴム・タピオカ・缶詰食品が上位に並び重要な外貨獲得源となっている。このような産業構造を反映して株式市場にも農業関連会社が上場されており、中でも農業商社といわれ、生産・流通・輸出までをカバーするCPグループがユニークな存在である。

⑥投資可能銘柄が限定

時価総額上位10社で株式市場全体の時価総額の50%以上を占めるなど発展段階にある市場と言えよう。証券市場の発展をはかるため、タイ証券取引所は積極的に企業の新規上場を促進、'88年には30企業が上場を果たした。しかし規模から見て外人投資家の投資対象となる企業は少ない。

タイ政府はこのようなネックを解決するため極力、国営企業の民営化を図り、マーケット規模の拡大を進める予定であり、上場候補としては、ナショナル・フラッグのタイ航空、タイ電話公社、タイ電力公社等が挙げられている。

3. 今後の展望

アジア各国の経済成長は、通貨切上げ圧力、米国からのGSP（特惠関税）廃止、主たる輸出先である米国経済の先行き懸念から'88年をピークに徐々に低下していくものとみられる。

その一方、NIES各国における内需拡大、ASEAN各国への海外資本流入の活発化、日本への輸出増大等により短・中期的には順調な経済成長を果たしていくものと予想される。

この中で、各国とも金融・産業基盤の強化を図る意味から、株式市場の整備を推し進めている。韓国・台湾における外人投資家への門戸開放の動き、シンガポール・マレーシア・タイにおける有力国営企業の民営化の推進、証券取引所のコンピューター化による取引の効率化推進等により、海外投資家からみて、アクセスがより容易となり、アジア各国の株式市場は今後、一段と魅力を高めていくものと期待される。

（シンガポール事務所：大前 博）