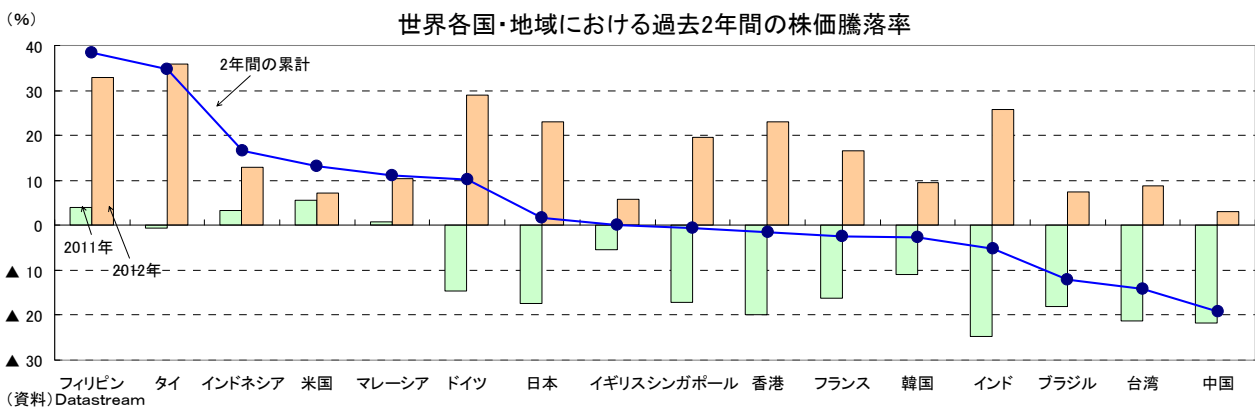


# Weekly エコノミスト・ レター

## ASEANの株高について考える

経済調査部門 研究員 高山 武士  
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. ASEAN主要国であるフィリピン・タイ・インドネシアの株価上昇が著しい。2010年と比較するとこれらの国の株価は約2倍に達する。
2. 好調な株価の背景には、実体経済の強さがある。先進国が低迷、中国・インドといった巨大新興経済も減速するなか、ASEAN主要国は好調で過去を上回る成長率を達成している。
3. 国内の要因以外にも、ASEAN主要国の株式市場が活発化する背景として、海外投資家がASEAN主要国の株式市場に積極的に投資を行っていることが挙げられる。
4. 上昇を続けるASEAN主要国の株価であるが、国際的に見て割高な訳ではなく、経済成長と収益力の増加を反映した株価上昇と考えられる。したがって、金融危機などのショックが発生しない限り、ファンダメンタルズが良好なASEAN主要国の株高は続く可能性が高いと見ている。
5. ただし、ファンダメンタルズを超えた上昇は難しい。実体経済が堅調であることを受け、高い成長期待を織り込んで上昇していると見られるASEAN主要国の株価だが、上昇ペースが成長率と比較しても高くなっているため、今後、このペースが鈍化することは十分に考えられる。また、株価の変動は、外国人投資家の動向にも左右される。ASEANの株式市場への資金流入ペースが鈍化した場合、あるいは資金流出に転じた場合には、より一層、これまでのような上昇は難しくなるだろう。



# 1. ASEAN株高の現状

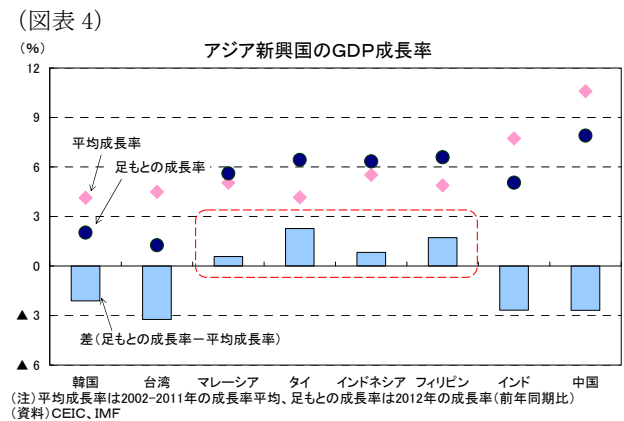
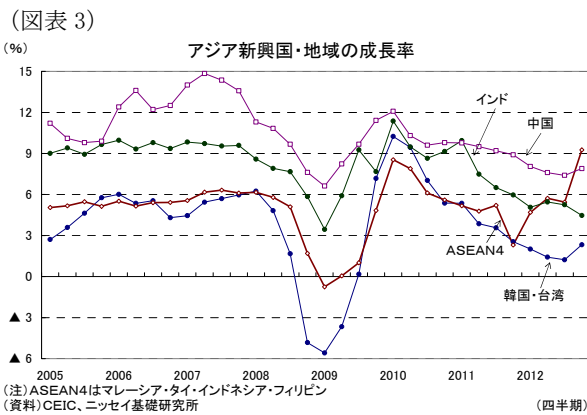
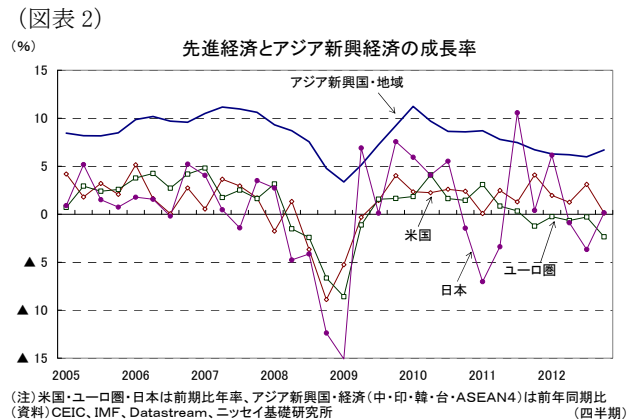
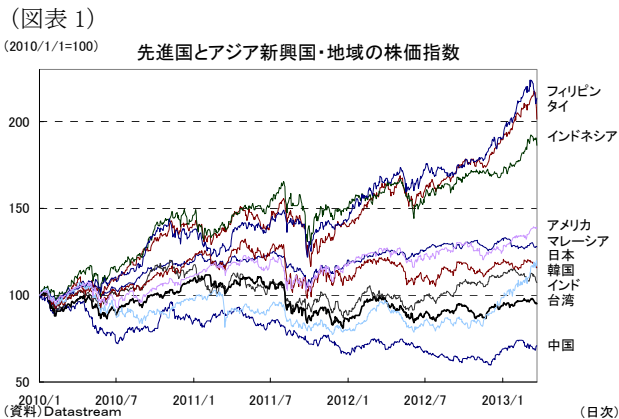
ASEAN主要国であるフィリピン・タイ・インドネシアの株価上昇が著しい（図表 1）。2010年と比較するとフィリピン・タイの株価は2倍を超え、インドネシアも2倍に迫る勢いで上昇している。一方、アジア新興国の中でも、韓国・台湾・中国・インドといった国・地域の株価上昇率はそれほど高くない。

日本をはじめとした先進国の株価も足もとでは急回復しているが、2010年初と比較すれば、日本では1.2倍、米国でも1.4倍程度の上昇にとどまっており、上記3カ国の上昇率には及ばない。

本稿では、このように目立った上昇を続けるフィリピン・タイ・インドネシアの株高の背景とその持続性について考えてみたい。

## 1. 好調な実体経済

フィリピン・タイ・インドネシアの株高の背景には、なんとといっても実体経済の強さがある。アジア新興国・地域の成長率は総じて高い（図表 2）が、とりわけASEAN主要国の好調さは目立っている（図表 3）。実際、中国やインド・韓国・台湾といった国の成長率が減速するなかでも、ASEAN主要国の成長率は堅調であり、むしろ過去の平均成長率を上回ほど経済は活況を呈している（図表 4）。ASEAN主要国の株高が、こうした実体経済の強さにサポートされていることは間違いないだろう。



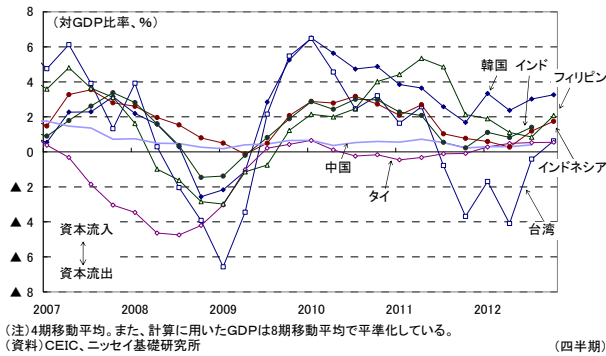
## 2. 海外からの資金流入

実体経済の面では、足もとで日米欧の先進国が低迷を続け、中国・インドといった巨大新興経済もやや減速するなか、ASEAN主要国は好調である。こうした状況は、世界から収益力のあるASEAN主要国に資金が集まりやすい環境とも言える。足もとのASEAN主要国への資金流入状

況を見ると、過去と比較して、あるいは、他のアジア新興国・地域（韓国・台湾・中国・インド）といった国と比較して、必ずしも資本流入額が大きい訳ではない（図表5）。しかし、比較的少ない資本の流入であっても、株価を押し上げる要因になり得る。これは、ASEAN主要国の株式市場の時価総額は、先進国と比較すると小さく、また、新興国の中でも、経済規模の大きい中国やインド、あるいは所得が高く金融市場も発達しているNIEs（韓国・台湾・香港・シンガポール）と比べると小さいためである（図表6）。

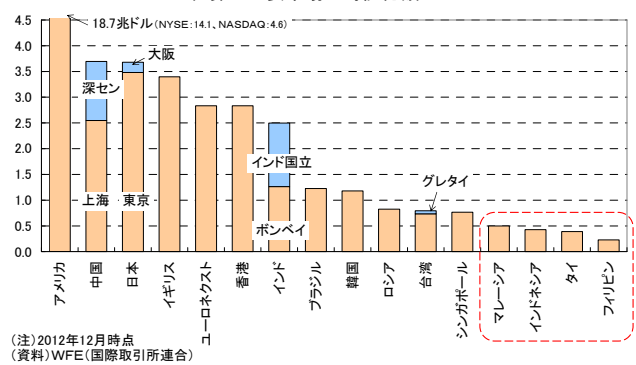
（図表5）

アジア新興国・地域への証券投資（負債側：海外からのマネー）



（図表6）

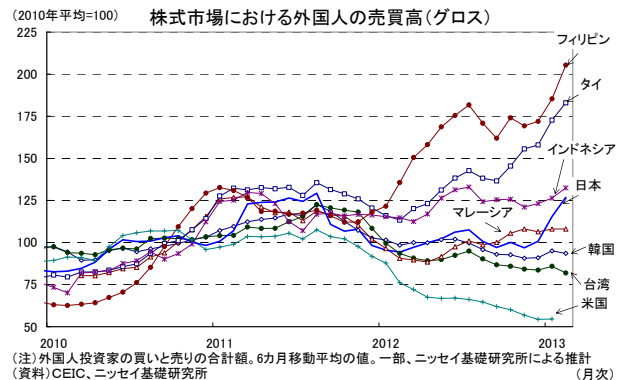
世界の主要市場の時価総額



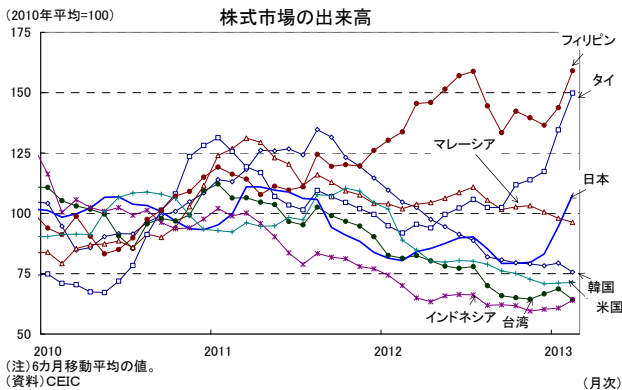
実際、フィリピンやタイをはじめ、ASEAN主要国の株式市場において外国人投資家の売買高が大きく増加している（図表7）。特にフィリピンやタイでは、外国人投資家の売買数が2010年時点の2倍近くまで増えている。国内の参加者も含めた市場全体の売買高（出来高）が増えていることを考慮しても、外国人投資家の存在感は大きくなっていると言える（図表8）。しかも近年はこうした外国人投資家による株の買い越しが続いており、株高の一因になっていると考えられる（図表9）。

では、果たしてASEAN主要国の株高は持続的なのだろうか。以降では、この点について考えたい。

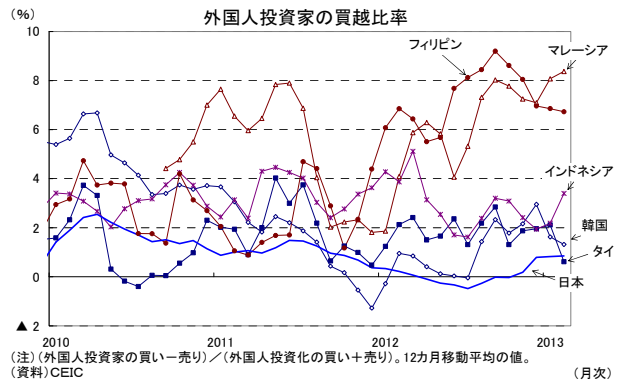
（図表7）



（図表8）



（図表9）



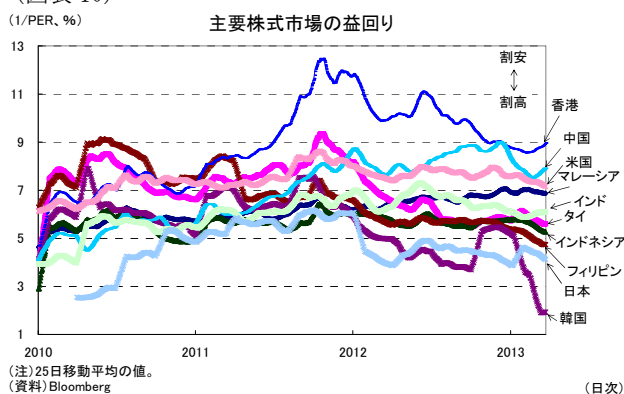
## 2. ASEANの株高は持続的か

### 1. 収益指標の視点から

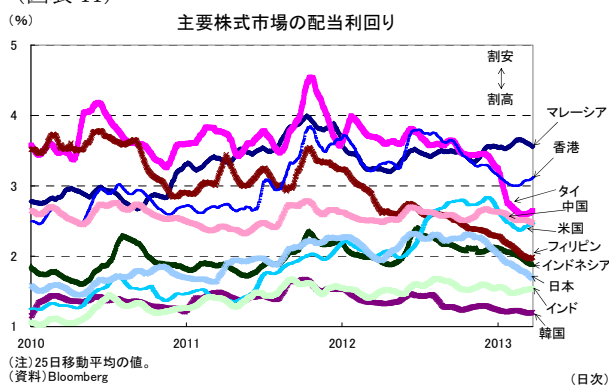
まず、現在のASEAN主要国の株高が世界の株価と比較してどのような水準にあるのか、株式市場の代表的な収益指標を見ることで確認したい。

図表10には益回り（PER<sup>1</sup>の逆数）を、図表11には配当利回りを記載している（いずれも数値が小さい方が割高）。これらのグラフを見ると、タイ・フィリピン・インドネシアは、やや割高感はあるものの、他国と比較して顕著に割高な水準とは言えない。時系列で見ると、タイの配当利回りは低下（割高方向への変化）しているが、むしろ、それまで割安ゾーンにあったものが、足もとで水準調整されたものと言える。また、長期金利と株価の収益率を比較すると、長期金利の高いインドネシア<sup>2</sup>では、株価にやや割高感があるものの、ASEAN主要国では先進国と比較して債券市場が十分に成熟しておらず（流動性が低く）、信用リスクプレミアムも大きいいため、国債の金利が高くなりやすいという状況を考慮すれば、目立って割高とは言えないだろう。

(図表10)



(図表11)

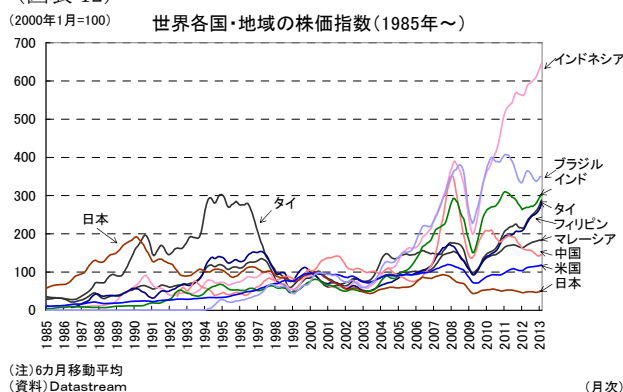


### 2. 長期的な視点（過去の事象）から

次に長期的な株価の推移を確認したい。1985年以降の株価指数の推移を確認すると、インドネシアの株価指数は2000年対比で6倍を超えており、他の国の株価と比較して著しく高い水準にあることが分かる（図表12）。一方でタイやフィリピンの株価は足もとで急上昇しているものの、2000年対比ではブラジルやインドの水準まで達していない。

ただし、新興国では、高インフレに見舞われる国が少なくない。高インフレ下では株価も上昇しやすいため、インフレ率による差を除去した株価指数の推移を見ると、国・地域間の差が小さくなっており、実質的には図表12に見られるほどの格差は生じていないことが確認できる（図表13）<sup>3</sup>。ブラジルやインドの株価水準は、インフレ率を考慮しても依然として高い水準にあるが、ブラジルやインドは経済成長率も高く、インフレだけ

(図表12)



<sup>1</sup> PER（株価収益率）＝株価÷1株あたり利益であり、利益に対し株価が何倍であるかをあらわす指標。

<sup>2</sup> ASEAN主要国の足もとの長期金利の水準はマレーシア：3.5%、タイ：3.6%、インドネシア：5.5%、フィリピン：3.4%。

<sup>3</sup> ただし、米国や日本といった先進国では、2000年初の水準である100に達しておらず、一方で、BRICsやアジア新興国ではいずれも100を上回っているなど、先進国と新興国で収益率に明確な違いが存在することも確認できる。

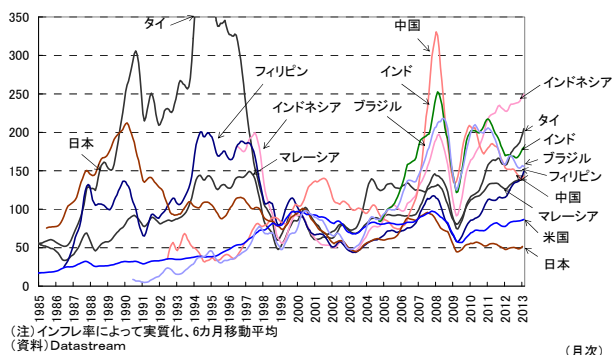
でなく、経済成長も考慮する（後掲図表 16）と、株価はタイやフィリピンと比較して伸び悩んでいると言える。

## 1 | ASEANの株上昇は過去にもあった

さて、図表 13 からは、次の事実も読み取れる。それは、1990 年以降に 2 度、新興国の株は大きく上昇し、いずれも金融危機（1990 年代後半のアジア通貨危機と 2000 年代後半の世界金融危機）によって急降下しているという事実である<sup>4</sup>。つまり、大まかに言えば、今回は 1990 年以降で 3 度目の株価上昇局面ということになる。特に、ASEAN 主要国はアジア通貨危機以前にかなりの株高の時期を経験している。

(図表 13)

(2000年1月=100) 世界各国・地域の株価指数(1985年～)



## 2 | 過去のASEANの株上昇を振り返る

リーマン・ショック後、再び上昇を見せているASEAN主要国の株価であるが、実質化した後の指数で見ると、アジア通貨危機以前の最高値を更新できていない国が少なくない<sup>5</sup>。つまり、注目を浴びるASEAN主要国の株高であるが、かつて経験してきた株高を考慮すれば、現在よりもさらに株高が進む可能性を示唆しているように思われる。ただし、アジア通貨危機以前の株価がバブル的に（ファンダメンタルズを超えて）高騰していたという可能性は指摘できる。

### 3-1 | 過去のASEANの株高はバブルだったか

この株高がバブル的なものだったかという点に関しては、議論の余地があるように思われる。ここで通貨危機以前のASEANの株高がバブルか否か判断することは難しいが、少なくとも通貨危機による株の急落は日本のバブル崩壊などとは様相が異なっていると言えるだろう。

### 3-2 | 日本との対比

まず、主要なプレイヤーが異なる。つまり、日本の場合、主要プレイヤーは国内投資家だったが、通貨危機での主要プレイヤーは海外の投資家だった<sup>6</sup>。そのため、日本の場合は、急騰した株や土地に対して、国内投資家の売り圧力（需要の低下）が生じバブルが崩壊したが、通貨危機の場合は、危機発生国のあらゆる資産からの資本逃避が発生しており、株が集中的に売られたわけではない。また、通貨危機発生前の益回りやPBR<sup>7</sup>は、今よりやや割高ではあるものの、著しく割高な水準と断言することも難しい水準であった（図表 14、15）。例えば日本の場合、益利回りで 1.5%、PBRで約 5 倍まで株高となっていた。したがって、通貨危機以前の株価がファンダメンタルから乖離したバブル的上昇だったとした場合、そのことをPERやPBRといった収益指標からは捉えることは難しかったと言える。

<sup>4</sup> アジア通貨危機以前の 1980 年代後半まで遡れば、日本・韓国・台湾で株価上昇と急落が発生している。

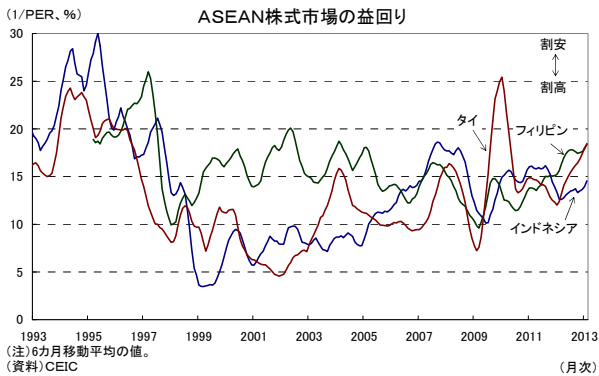
<sup>5</sup> 直近で最高値を更新したのはインドネシアのみである。

<sup>6</sup> もちろん、日本でも海外投資家は多くいたが、アジアの国々が海外資本を多く呼び込み、国内に投資をすることで発展していたアジア新興国での海外投資家の存在感（海外資本への依存度）は日本よりも大きいものだったと考えられる。

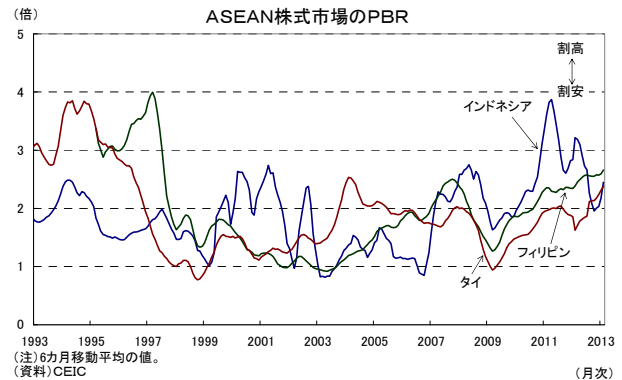
<sup>7</sup> PBR（株価純資産倍率）＝株価÷一株あたり純資産であり、市場が評価した値段が、会計上の解散価値の何倍であるかを表す指標。ひとつの目安としてPBRが1倍を下回ると割安と考えられる。



(図表 14)



(図表 15)



## 4 | 耐性が強化された現在のASEAN

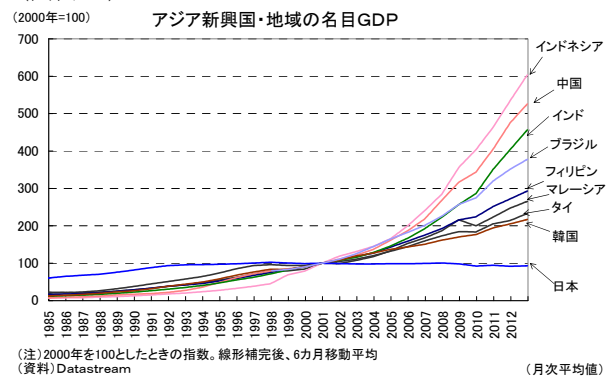
少なくとも、現在は、当時のASEAN主要国が抱えていた負債に見られたような通貨と期間のミスマッチ<sup>8</sup>は解消されており、ASEAN自身が十分な外貨準備を保有し、チェンマイイニシアティブ<sup>9</sup>のようなセーフティネットも構築されている。そして、そもそも現在のASEAN主要国では変動相場制に移行しており、通貨危機が発生した当時のような固定相場制をとっていない。こうしたことから資金流出に対する耐性は強化されているといえる。

## 3. 経済成長に沿った株価上昇

### 1 | 妥当と言える現在のASEAN株高

筆者は基本的に、ファンダメンタルズが良好なASEAN主要国の株高は続く可能性が高いと考えている<sup>10</sup>。実際、アジア新興国の名目GDPは急激に拡大しており(図表 16)、したがって、前傾図表 12 のように株価の上昇率は高いが、経済の拡大に沿ったもので、合理的な上昇であると考えている。

(図表 16)



### 2-1 | 株上昇に対するリスク①

ただし、当然のことながら、ファンダメンタルズを超えた上昇は難しい。タイやフィリピンなどは、先々の高成長を織り込み、株価の上昇ペースが加速していると思われる。しかも、足もとの株価の上昇ペースは経済成長の伸び率と比較しても速くなっている。そのため、今後、株価の上昇ペースが鈍化する可能性は十分に考えられる。

### 2-2 | 株上昇に対するリスク②

加えて、リーマンショックのような、海外を震源とした金融危機が発生する可能性は残っている。欧州でくすぶり続ける債務問題は、こうした金融危機の震源になりうる。

<sup>8</sup> 海外の金融機関から外貨建ての短期資金を調達し、国内の長期プロジェクトに投資していた。

<sup>9</sup> 東アジアの国々で締結されている外貨準備を使って短期的な外貨資金の融通を行う二国間の通貨スワップ取極のネットワーク。

<sup>10</sup> アジア新興国の経済的な不安定さは改善されていると考えられるものの、アジア新興国では政治的にまだ十分安定していると言い難く、政治的なイベントをきっかけに金融ショックが発生する可能性は否定できない。

## 2-3 | 急激に大きくなるASEAN株式市場

すでに見たように、近年は外国人投資家の存在感が大きくなっている。時価総額を名目GDP（≒経済規模）で割り引いたグラフ（図表17）を見ると、海外からの資金流入などで、タイやインドネシアなどの株式市場は経済規模と比較しても株式市場の拡大が目立つ。新興国はもともとの時価総額が小さく、株式市場の成長余地は大きいと考えられるが、海外から短期間に多額の資金が流入すると、流入ペースが鈍化した場合、あるいは資金の流出に転じた場合のリスクは高まる。確かに、アジア新興国の資金流出に対する耐性は強化されたが、大きな金融危機には至らなくても、リーマン・ショック時と同様に、一時的に株価を大きく下落させる可能性があることには注意が必要だろう。

（図表17）

（2001年1月=100）アジア新興国・地域の主要取引所の時価総額

