

ASEAN 投資信託市場の現状と課題

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. アジアの経済成長に伴うアジア諸国における所得水準の向上・中間所得層の増大は、小口・分散投資の機会を提供する投資信託ビジネスにとって多大なポテンシャルがある。
2. タイは、約 5.7 兆円と ASEAN 最大の投信市場規模を持つ。外資系運用会社にとっては、運用会社の外資保有制限がなく、投信投資家に海外投資も根付いている一方、販売チャンネルへのアクセスが困難であり、また、手数料が低いといった課題がある。外国株ファンドなど他社と明確に差別化の図れるプロダクトのオフリングが重要になるものと思われる。
3. マレーシアは、民間投信市場で約 3.3 兆円の市場規模を持つ。外資系運用会社にとっては、個人投資家の間で投信投資が根付いており、手数料水準が高く、確定拠出型年金のチャンネルも比較的整備されている一方、優遇措置を施された政府系ファンドとの競合や、運用会社の外資保有制限が課されているといった課題がある。政府が外資の呼び込みも含めて振興しようとしているイスラム金融の分野や、確定拠出型年金チャンネルの攻略が重要になるものと思われる。
4. 国内投信市場で約 2.4 兆円の規模を持つシンガポールは、国内投資家へ商品供給する市場というよりも、グローバルな資産運用ハブという位置づけであり、同国の政策もそうした方向性を持っている。そのため、アジアにおける運用拠点としての活用に向いている市場であり、実際多くの運用会社もそうしたアプローチを採っている。
5. 今後のアジア／ASEAN における資産運用ビジネスの展開、投信市場の更なる拡大に影響し得るのがファンド・パスポート構想の行方である。資産運用業界ではコスト効率を高めてアジア展開できるといった理由から待望論も多いが、欧州と異なり制度・通貨の共通インフラがないといった問題もあり、その動向が注目される。

はじめに

アジアの経済成長に伴うアジア諸国における所得水準の向上・中間所得層の増大は、とりわけ小口で分散投資の機会を提供する投資信託ビジネスに多大なポテンシャルがあることを意味する（図表 1）。アジア諸国の多くでは依然として銀行中心の金融システムとなっており、家計金融資産においても銀行預金が最大シェアを持つ国も多い。こうした資金が投資信託を通じて自国ないしアジア域内に還流すれば、アジア企業の成長に資するだけでなく、アジア域内の資金をアジア域内で還流させようとするアジア債券市場イニシアチブなどの方針にも合致することになる。また、アジアにおける投資信託市場の拡大は、我が国資産運用会社にとって重要な商機になり得よう。とりわけ ASEAN（東南アジア諸国連合）は、人口構成がアジアの中でも相対的に若く、経済・社会情勢も安定している上、2013 年は日・ASEAN 友好協力 40 周年に当たり、今後我が国が更に関係を強化していく可能性の高い地域でもある。

一言で ASEAN 諸国といっても、投資信託という観点から見ると、各国の制度も経済環境も異なる。そこで本稿では、ASEAN 諸国の中でも、投資信託市場が規模的に発展しているタイ、シンガポール、マレーシアの三カ国について、個人金融資産や年金制度、販売チャネルなども概観しつつ、各国の投資信託市場の現状を整理する（図表 2）。

図表 1 世界の地域別中間所得層の推計

	2009年		2020年		2030年	
	人数	割合	人数	割合	人数	割合
北米	338	18%	333	10%	322	7%
欧州	664	36%	703	22%	680	14%
中南米	181	10%	251	8%	313	6%
アジア太平洋	525	28%	1,740	54%	3,228	66%
サブサハラ・アフリカ	32	2%	57	2%	107	2%
中東・北アフリカ	105	6%	165	5%	234	5%
全世界	1,845	100%	3,249	100%	4,884	100%

（注） 人数の単位は 100 万人。

中間所得層は、1 日 10～100 ドルで生活する者。

（出所） OECD "The Emerging Middle Class in Developing Countries" January 2010

図表 2 東南アジア諸国資産運用業界の純資産残高

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
タイ	437	384	482	538	552
シンガポール	469	287	401	441	447
マレーシア	226	195	244	300	317
インドネシア	101	82	125	163	182
フィリピン	54	34	40	50	56
ベトナム	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1

（注） 単位は億ドル。

シンガポールは外国籍ファンド含む。マレーシアはブミプトラ・ファンド除く。

（出所） Cerulli Associates "Asset Management in Southeast Asia 2012"

タイの投資信託市場

1. 法的枠組み

タイにおける証券市場・業者に係る基本法は、従来多岐に渡っていた証券法を 1992 年に統一した証券取引所法 (Securities and Exchange Act) であり、タイ証券取引委員会 (SEC) が所管する。また、資本市場監督理事会 (Capital Market Supervisory Board) も設置されている。同理事会は、SEC 事務局長が議長を務め、他に SEC 事務局次長、財務省金融政策局長、外部専門家からなり、事務局は SEC 事務局が兼ねている。実務的な規則や通知、指令等は、SEC 事務局もしくは資本市場監督理事会の名前で発出される。例えば、ミューチュアル・ファンド (投資信託)、プライベート・ファンド (私募ファンド)、プロビデント・ファンド (年金ファンド) に係る実務指針である「ファンド・マネジメント・ビジネスのオペレーション・システムに係るガイドライン」¹ は SEC 事務局が出している通知となっている。また、タイ資産運用業協会 (Association of Investment Management Companies) は、証券取引所法に基づいて設立され、ミューチュアル・ファンド、プライベート・ファンド、プロビデント・ファンドの運用会社が会員となっている。様々な業界スタンダードを定めると同時に、紛争裁定の機能も有している。

証券取引所法において、証券業のライセンスは、証券会社 (securities company) が取得するものとして、証券ブローカレッジ、証券ディーリング、投資助言サービス、証券引受、ミューチュアル・ファンド・マネジメント、プライベート・ファンド・マネジメント、その他 SEC の推奨に基づいて所管大臣が特定する証券関連ビジネス、とされている。このうち、資産運用業で必要なのは、ミューチュアル・ファンド・マネジメント及びプライベート・ファンド・マネジメントである。2012 年末時点で、ミューチュアル・ファンド・マネジメントのライセンスを取得している証券会社は 23 社、プライベート・ファンド・マネジメントのライセンスを取得している証券会社は 37 社となっている。後者は前者を全て含む上、ミューチュアル・ファンド・マネジメントのライセンスを取得していない証券会社や商業銀行、保険会社も含む (以下、それらのライセンスを取得した証券会社を運用会社とする)。

運用会社がミューチュアル・ファンドを設立するには、資本市場監督理事会の定める諸要件に沿って設立を申請し、SEC 事務局の承認を得る必要がある。また、運用会社は、ミューチュアル・ファンド監督者 (mutual fund supervisor) を指定しなければならない。ミューチュアル・ファンド監督者は、商業銀行もしくは SEC 通知の要件を満たす金融機関とされ、ミューチュアル・ファンド資産の保護預かりを行い、運用会社が証券取引所法

¹ Notification of the Office of the Securities and Exchange Commission No. OrKhor./Nor. 5/2549 Re: Guidelines Relating to Operating Systems of Fund Management Business. 運用会社の組織体制 (業務単位の分立と責任、上級幹部の役割と責任)、適格な人員、オペレーション・システム (設定・解約の受付、資産運用システム、バック・オフィス支援システム (基準価額含む)、コンプライアンス・システム、書類作成及びレコード・キーピング・システム)、内部統制システム、について規定。

に規定された義務を遂行していることを確保し、違反があった場合に SEC 事務局に報告する、といった義務を負う。

プライベート・ファンドは、個人もしくは複数の個人²を対象に行う資産運用業務であり、顧客は、保険会社などの機関投資家、個人の富裕層となっている。運用会社は顧客との間で、資本市場監督理事会が定める項目からなる契約を締結し、その内容に沿って運用する。資産の保護預かりは、運用会社たる証券会社自身が行っても良いし、ミューチュアル・ファンド同様、第三者機関に任せても良いこととなっている。

なお、ミューチュアル・ファンド、プライベート・ファンドの投資判断を担う個人については、SEC の承認、認定証券アナリスト (CFA) もしくは認定投資証券アナリスト (CISA) の資格³、資産運用業協会のファンド・マネージャー・コースの履修・合格、が要件とされる。

プロビデント・ファンドについては、証券取引所法に加え、1987 年のプロビデント・ファンド法も根拠法となっている。即ち、証券取引所法に基づいて運用会社などのサービス・プロバイダが規制され、プロビデント・ファンド法に基づいてプロビデント・ファンドの登録やオペレーションなどが規制される。何れも SEC 事務局が規制・監督権限を有する。なお、プロビデント・ファンドの運用会社は、証券取引所法におけるプライベート・ファンド・マネジメントのライセンスを取得した証券会社が行うこととされている。

2. プロダクト動向

1) ミューチュアル・ファンド

タイのミューチュアル・ファンド純資産残高は、2011 年 3 月末時点で 1 兆 7,673 億バーツ (約 5.7 兆円) となっている (図表 3)。タイにおけるミューチュアル・ファンドは、SEC 事務局通知に基づき、国内投資ファンドと国外投資ファンド、オープンエンド・ファンドとクローズドエンド・ファンド、株式ファンド、債券ファンド、ミックス・ファンド (バランス型)、に大きく分類される。このうち、クローズドエンド・ファンドの規模は僅少であるため、この分類は措くとすると、プロダクト別の内訳推移は図表 4 のようになる。

ここで特筆すべきは、国外ファンドのシェアの高さである。国外投資ファンドは 2002 年に導入されたものであり、タイ中央銀行の規制に基づき、ストック・ベースで業界全体として 500 億米ドルまで海外発行体の証券に投資できる⁴。形態としては、フィーダー・ファンドやファンド・オブ・ファンズもあるが⁵、大部分を占めるのは

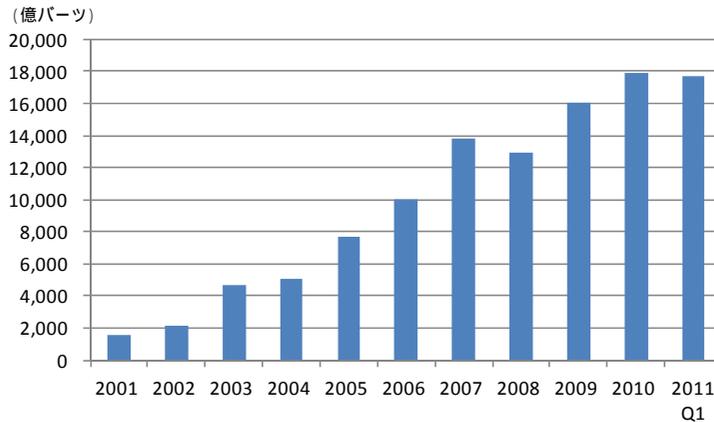
² 自然人もしくは法人で 2~35 人。

³ ミューチュアル・ファンドの場合は、CFA もしくは CISA を保有し、かつ関連業務に直近 5 年のうち 3 年従事していること、レベル 3 の CFA もしくは CISA を保有すること、海外当局にファンド・マネージャーとしての職務に係る承認を得ていること、の何れかを満たすこととされる。

⁴ タイ法人が海外で発行する証券には無制限に投資できる。

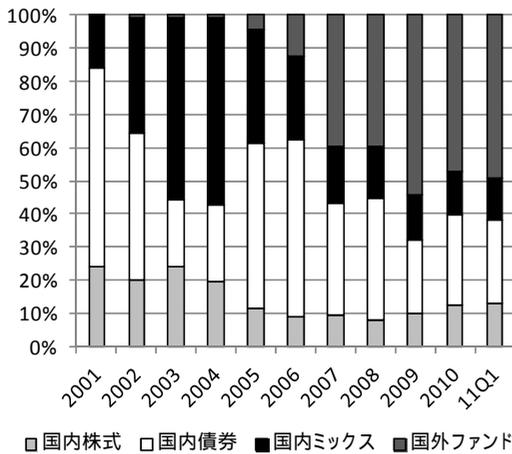
⁵ なお、国外籍のファンドを直接持ち込み販売することは認められていない。

図表3 ミューチュアル・ファンド残高推移



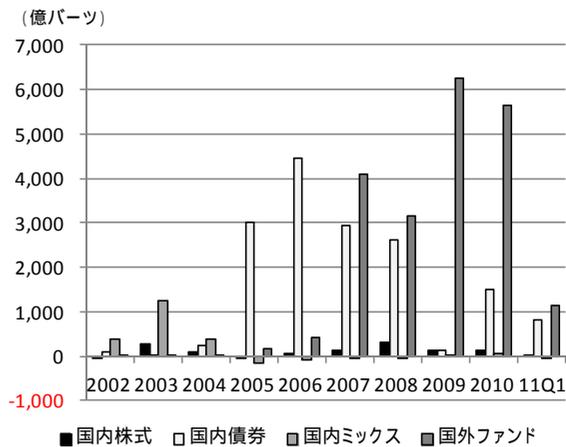
(出所) タイ SEC 統計より野村資本市場研究所作成

図表4 資産内訳 (残高ベース)



□国内株式 □国内債券 ■国内ミックス ■国外ファンド

図表5 資産内訳 (フローベース)



■国内株式 □国内債券 ■国内ミックス ■国外ファンド

(出所) タイ SEC 統計より野村資本市場研究所作成

(出所) タイ SEC 統計より野村資本市場研究所作成

ファンドによる直接投資である。国外投資ファンドで一貫して8割以上のシェアを占めてきたのが国外債券ファンドであり、その成長を牽引してきたのが韓国債券ファンドのブームである。これは、満期が1年など短期のクローズドエンド型として設計され、例えばクルン・タイ・アセット・マネジメントの初期のファンドには年率4%の利回りが付いていた。2007年以降の国外債券ファンド、とりわけ韓国債券ファンドへの純資金流入は、タイと韓国の金利差およびそれを銀行を中心とする販社が販促材料としたことが大きく寄与している(図表5)。

しかし、2011年から2012年にかけては、タイ中央銀行が金利を引き上げてきたため、こうした金利差は減少しており、韓国債券ファンドから銀行預金への資金流出が生じている。セルーリ・アソシエイツによると、韓国債券に特化したファンドは2012年末までには全て満期を迎え、運用会社は、中国やアラブ首長国連邦、韓国など、より分散された国外債券ファンドの組成を考えているとのことである。また、

2013 年は株式ファンドに注力するという運用会社の声も聞かれる⁶。

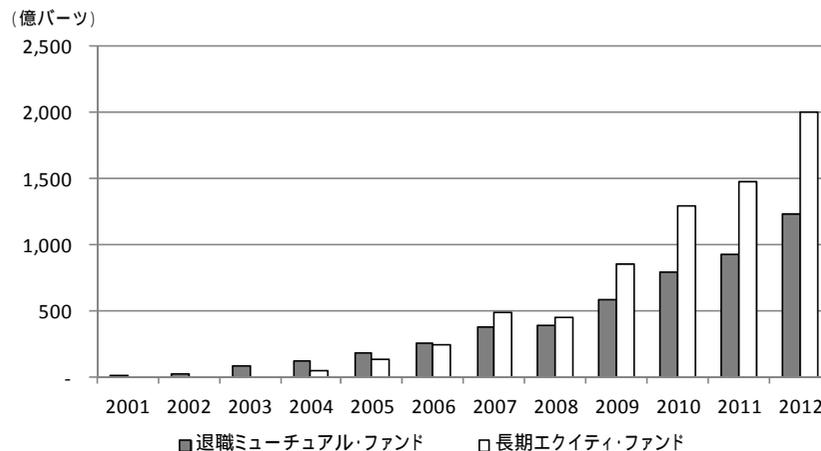
ミューチュアル・ファンドの手数料水準については、タイは東南アジア地域で最も低水準とされる。大手運用会社が資産獲得のために手数料を引き下げてきたことが要因として指摘されている。特に退職ミューチュアル・ファンド及び長期エクイティ・ファンドについては、資産獲得のためにノーロードとする動きも見られ、マネジメント・フィーも低く抑えられている。後述の通り顧客獲得のために景品を提供する慣行もあり、少なくとも初年度は収益をあげにくくなっている。

2) ミューチュアル・ファンドのその他の分類

タイのミューチュアル・ファンドでは、上記分類以外に、退職ミューチュアル・ファンド、長期エクイティ・ファンドがあり、各々2012 年末時点で 1,300 億パーツ、2,065 億パーツの残高を有する（図表 6）⁷。退職ミューチュアル・ファンドは家計の老後に向けた貯蓄を促進するために導入されたものであり、プロビデント・ファンドなど他の年金制度と合算で所得の 15%もしくは 50 万パーツの小さいほうまで所得控除が可能であり、運用時・拠出時も、毎年投資を継続したり、5 年以上拠出し 55 歳以降に解約するなどの条件を満たせば非課税となる。

他方、長期エクイティ・ファンドは、タイ株式市場の振興を目的に IMF の指導の下で導入されたものであり、ゆえに投資対象は原則としてタイ上場株式となる。プロビデント・ファンドなど他の年金制度とは別立てで、所得の 15%もしくは 50 万パーツの小さいほうまで所得控除が可能であり、5 年以上保有していれば非課税で換金できる（退職ミューチュアル・ファンドと異なり継続的に投資する必要はない）。退職ミューチュアル・ファンド、長期エクイティ・ファンドの何れも、非課税の要件を満たさなければ、非課税分を納税した上でキャピタル・ゲインは 10%の税率で課税さ

図表 6 退職ミューチュアル・ファンド及び長期エクイティ・ファンド残高推移



（出所）タイ資産運用業協会統計より野村資本市場研究所作成

⁶ “Thailand: Asset manager likes stocks in 2013” *Thai News Service* (September 14, 2012)

⁷ 統計上は、上記国内株式、国内債券、国内ミックスに含まれる。

れる⁸。

これらのファンドは、個人投資家が節税目的で購入するものとされており、そのため年末に駆け込みで投資が行われる傾向がある。他方、運用会社にとっては長期の資金となるため、各社とも資産獲得に積極的であり、携帯電話や旅行券など販促のための景品を投資家に提供している。そうした景品は、SECにより、投資額の2%が上限とされている。

なお、上記のミューチュアル・ファンドの分類に含まれないものとして、プロパティ・ファンド（不動産ファンド）がある。タイプ1としてプロパティ・ファンド、タイプ2として金融機関の問題解決のためのプロパティ・ファンド、タイプ3としての金融機関の問題を解決するためのミューチュアル・ファンド、タイプ4としてのプロパティ及びローン・ファンドがあり、各々895億パーツ、417億パーツ、100億パーツ、1,028億パーツの資産残高を有する（2010年末時点）。タイプ2~4は、1997年のアジア通貨危機を受けた金融機関の不良資産問題への対応策として導入されたものであるのに対し、タイプ1はリテール投資家に提供されるクローズドエンドの上場投資信託であり、タイプ1~4の中で2005年以降、唯一残高を伸ばしている。資産運用業協会もウェブサイトにおいて、プロパティ・ファンドの他資産との相関係数の低さや中リスク・中リターンといった特性を説明するなど、個人投資家への浸透を図っている節がある。

3) プライベート・ファンド

プライベート・ファンドの資産残高は、2012年9月末時点で2,973億パーツとなっている（図表7）。顧客は、企業年金や公務員年金、富裕層の個人、生命保険会社等であるが、近年は特に自前の運用能力に限界のある中小生命保険会社のマンデートが増加している。

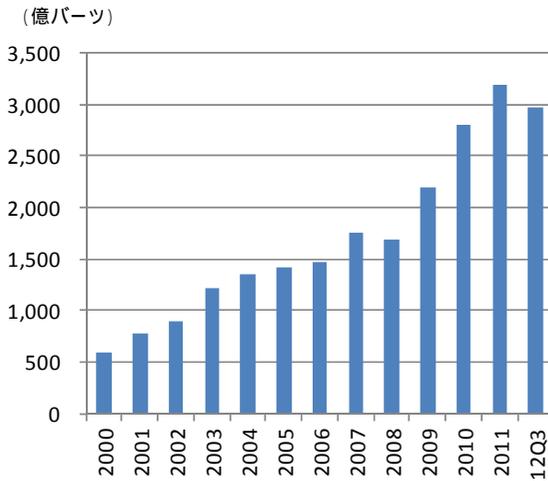
資産配分を見ると、債券を中心とするミューチュアル・ファンドよりも株式比率が高く、運用会社としては、収益性を高め得る分野とも言えよう（図表8）。もっとも、セルーリ・アソシエイツによると、ここでも投資家からの手数料の低下圧力が強く、保険会社の小規模マンデートで20~30bpだという。そのため、運用会社にとって収益性向上の機会、プライベート・ファンドの中でも海外の投資機会への関心が高いとされる個人の富裕層にあるとも言えよう。

3. 運用会社動向

タイにおける資産運用業界は、1975年にタイ政府が国際連合の国際金融公社（IFC）の支援を得て創設したミューチュアル・ファンド・パブリック・カンパニー（現MFCアセット・マネジメント）が始まりである。その後しばらくは同社の独占が続いたが、1992

⁸ タイでは、上場株式の市場売却及びミューチュアル・ファンドの売却に係るキャピタル・ゲインは非課税。

図表7 プライベート・ファンド残高推移



(出所) SEC 統計より野村資本市場研究所作成

図表8 プライベート・ファンド資産内訳

資産	金額(億パーツ)
国内証券投資	2,929
登録証券	2,368
株式	640
ワラント等	102
社債等	444
国債等	1,172
その他登録証券	9
OTC証券	561
投資信託	205
社債等	91
預金証書等	247
その他OTC証券	18
国外証券	49
投資信託	10
社債等	13
デリバティブ	24
その他国外証券	2
その他資産	26
その他負債	32
純資産価値	2,973

(出所) SEC 統計より野村資本市場研究所作成

年に証券取引法が制定され、証券取引委員会が創設されるとともに、新たに7社がライセンスを取得した。以後、随時ライセンスが発行され、現在ではミューチュアル・ファンドの運用会社22社、プライベート・ファンドの運用会社47社、プロビデント・ファンドの運用会社25社を数えるに至っている(図表9)。

その保有構造については、地場銀行の支配力の強さが特徴として挙げられる。カシコーン・アセット・マネジメントはカシコーン・バンク、SCB アセット・マネジメントはサイアム・コマーシャル・バンク、クルン・タイ・アセット・マネジメントはクルン・タイ・バンク、ティスコ・アセット・マネジメントはティスコ・バンクの100%子会社となっているほか⁹、BBL アセット・マネジメント、TMB アセット・マネジメント、キアトナキン・ファンド・マネジメント、クルングスリ・ファンド・マネジメントも60~77%を地場銀行が保有している。また、政府による保有も依然として見られる¹⁰。

このような地場銀行の支配力のため、例えば親銀行が優遇金利で預金獲得を強化しようとするような場合、その運用子会社のファンドから資金が流出するなど、親銀行の方針がファンド販売に影響し得る構造になっていると言えよう。

また、大手運用会社に資産が集中しており、ミューチュアル・ファンド上位5社で全体の約80%を占めている。特にカシコーン・アセット・マネジメントは、近年好パフォーマンスで人気を博しているKゴールド・ファンド(海外の金ETFに投資)で2011年に160億パーツの資金流入を見るなど、更にシェアを伸ばしている。

国外の運用会社にとって、資本規制の面では、外資による現地運用会社の保有は原則

⁹ 但し、ティスコの場合は運用会社の設立が1992年、銀行設立が2005年と、他のグループと主従関係が異なる(注15野村亜紀子論文参照)。

¹⁰ MFC アセット・マネジメントは政府貯蓄銀行が25%、財務省が17%保有しており、タナチャート・ファンド・マネジメントは政府貯蓄銀行が25%、キアトナキン・ファンド・マネジメントは公務員年金が40%保有している。

図表 9 ミューチュアル・ファンド運用会社

運用会社名	ミューチュアル・ファンド 残高(2011Q1)	プロバティ・ファンド 残高(2010年末)	プライベート・ファンド 残高(2012Q3)	プロビデント・ファンド 残高(2012Q3)	合計(参考)
カシコーン・アセット・マネジメント	4,653	117	542	1,540	6,852
SCBアセット・マネジメント	4,312	264	318	703	5,597
MFCアセット・マネジメント	2,234	182	212	1,053	3,681
BBLアセット・マネジメント	1,337	236	85	334	1,992
TMBアセット・マネジメント	1,309	20	4	118	1,451
タナチャート・ファンド・マネジメント	799	13	94	96	1,002
クルン・タイ・アセット・マネジメント	683	930	171	752	2,536
アユダヤ・ファンド・マネジメント	525	46	300	196	1,067
UOBアセット・マネジメント(タイ)	402	7	61	102	572
INGファンズ(タイ)	228	181	360	446	1,215
ワン・アセット・マネジメント	205	225	222	9	661
アセット・プラス・ファンド・マネジメント	188	-	89	-	277
フィナンサ・アセット・マネジメント	187	-	5	123	315
アバディーン・アセット・マネジメント	178	32	1	35	246
ティスコ・アセット・マネジメント	173	-	329	920	1,422
CIMBプリンシパル・アセット・マネジメント	103	15	5	91	214
サイアム・シティ・アセット・マネジメント	99	173	-	-	272
シアミコ・アセット・マネジメント	30	-	-	0	30
マニライフ・アセット・マネジメント(タイ)	22	-	25	-	47
フィリップ・アセット・マネジメント	3	-	-	-	3
キム・エン・アセット・マネジメント(タイ)	3	-	1	-	4
プリマベスト・アセット・マネジメント	0	-	-	-	0
合計:	17,673	2,440	2,973	6,823	29,909

(注) 単位は億バーツ。

プライベート・ファンド及びプロビデント・ファンドの合計はミューチュアル・ファンド運用会社以外も含む。

サイアム・シティは現キアトナキン・ファンド・マネジメント、アユダヤ・ファンド・マネジメントは現クルングスリ・アセット・マネジメント。

(出所) SEC 統計より野村資本市場研究所作成

49%までで個別認可により 100%保有が可能となっており、また、2012 年からは自前で 100%保有の現地法人を設立することができるようになっている。そのため、資本規制面での障壁は低いと言えよう。

より問題なのは、大手の寡占や低い手数料水準に加え、販売チャネルを牛耳る有力地場銀行が運用子会社を保有しているため、それらの銀行と提携することが難しく、また、そうした運用子会社と競合する商品の販売チャネルも限られていることであろう。そのため、国外の運用会社がタイ市場で収益をあげるには、オフショアから地場運用会社と国外投資ファンドの運用で提携することが最も効率的であろう。他方、オンショアで勝負するのであれば、グローバル株式運用に強みを持つアバディーンのように、他社と差別化したプロダクト提供が必要になる¹¹。

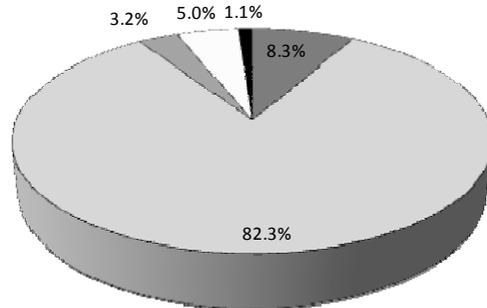
4. 販売チャネル

1) 概要・規制

タイのミューチュアル・ファンドの販売チャネルは、銀行が圧倒的シェアを占める(図表 10)。特に四大銀行のバンコク・バンク、サイアム・コマーシャル・バンク、クルン・タイ・バンク、カシコーン・バンクが何れも有力運用子会社を傘下に持ち、

¹¹ 本節の国外運用会社への示唆については、Cerulli Associates “Asset Management in Southeast Asia 2012”に依拠。

図表 10 販売チャネル



■直販 □地場・関係銀行 □外銀 □証券会社 ■その他

(注) 時点は 2011 年。残高ベース。

その他は保険会社やオンライン・プラットフォームを含む。

(出所) Cerulli Associates “Asset Management in Southeast Asia 2012”より野村資本市場研究所作成

また、銀行において系列外運用会社のファンドの取り扱い（オープン・アーキテクチャ）も進んでいないため、上記の通り、国外運用会社にとっては参入障壁の高い市場となっている。

販売に係る規制では、まず、証券ブローカレッジのライセンスを取得する必要がある。アドバイスを伴う場合は投資助言サービスのライセンスも必要となり、適合性原則などに基づく助言を行う必要がある。また、2011 年からは顧客熟知義務（Know Your Customer Rule）も導入され、ファンド等の金融商品を販売する者は、顧客に質問票の記入を求め、当該顧客のリスク・プロファイル以上のリスクを持つ商品を販売する場合は合意書を取り付けなければならないこととなった¹²。

2012 年には、SEC 及び資本市場監督理事会により、適格投資家制度（Accredited Investor Scheme）も導入された。タイの事業体により広範な資金調達のを拓くとともに、よりリスク耐性のある投資家に高リスク商品への投資機会を提供することを目的としたものである。適格投資家の定義は、機関投資家、個人で総資産 5,000 万パーツ以上もしくは年収 400 万パーツ以上もしくは証券投資残高 1,000 万パーツ以上の者、法人で株主資本 1 億パーツ以上もしくは証券投資残高 2,000 万パーツ以上の者、とされる。

運用会社はこのような適格投資家向けに、無制限に（但し単一発行体についてはファンド純資産価値の 25%まで）無格付債ないし非投資適格債に投資する「非リテール・ミューチュアル・ファンド」を創設し、提供することができる¹³。非リテール・ミューチュアル・ファンドを適格投資家以外に提供する場合は、初期投資額 50 万パーツ以上、重要事項を記したファクト・シートにおける当該商品のリスク説明、より厳格な分散投資義務（ファンドの純資産価値に対して非金融法人は

¹² パーツ建て MMF の場合は不要。

¹³ なお、「非リテール・ミューチュアル・ファンド」以外では、無格付債を適格投資家に販売することができるようになっている。

15%、金融法人は 20%の上限)、といった要件を満たす必要がある。また、販社は、適格投資家であるか否かを判定するための手続きを具備していなければならず、公募証券等通常の場合と比べて得られる情報の量が少ない可能性があることを周知しなければならない。また、2012年7月からは、適格投資家に対して、ASEAN 諸国で承認された集団投資スキームで一定の要件を満たすものを販売することが認められた¹⁴。将来的にはリテール投資家への販売でも認める方向である。

SEC はまた、証券投資の裾野拡大に向けて、タイプ D ライセンスに係る制度変更を検討中である。タイプ D ライセンスは、限定されたブローカレッジ、ディーリング、投資ユニット引受のライセンスであり、今般の変更案は、既存の銀行や証券会社以外の事業主体が、本業との利益相反を回避しつつ、より緩やかな要件の下で限定された証券仲介業務を行えるようにしようというものである。タイプ D ライセンス取得業者のコスト低減も検討されており、例えば、ブローカレッジのみの業者については必要自己資本の低減、ファンド・スーパーマーケットのみの業者については年間ライセンス手数料の低減も含まれている。本件について SEC は、2013年3月中にパブリック・コメントを募集している。

2) 確定拠出型年金

タイの年金制度は、公的年金として社会保障基金があり、職域年金としてプロビデント・ファンドがある。また、中央政府公務員については、一階部分として政府年金、二階部分として政府年金基金がある。このうち、確定拠出型年金はプロビデント・ファンドと政府年金基金である。政府年金基金が強制加入であり、加入者が運用指図のできない合同運用であるのに対し、プロビデント・ファンドは任意加入であり、合同運用または加入者による運用指図ができる仕組みとなっている¹⁵。

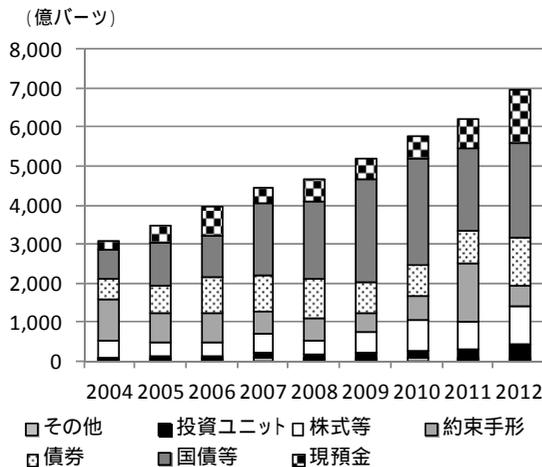
プロビデント・ファンドの資産残高は、2012年末時点で 6,961 億バーツとなっており、金融危機前後でも一貫して残高を増やしている。また、その資産配分では、一貫して現預金や国債等の低リスク資産が 8 割以上を占めており、全体として保守的な運用が行われている(図表 11)。

運用では、元々は合同運用のみであったが、2000年の制度改正により、事業主の判断で加入者による運用指図(Employee's Choice と呼ばれる)を導入することができるようになった。同制度の下で運用会社は、様々な投資戦略を持つサブ・ファンドからなるマスター・ファンドを提供する。また、2007年の制度改正によりオペレーション面で運用指図の促進が図られた。その結果、かつては事業主が制度の複雑化を嫌気したため、ほとんど導入されていないと言われていたが、近年では導入が増加しており、2011年末時点で 3,348 の事業主が加入者による運用指図を認めている(図表

¹⁴ ASEAN 資本市場統合計画の一環(後述)。

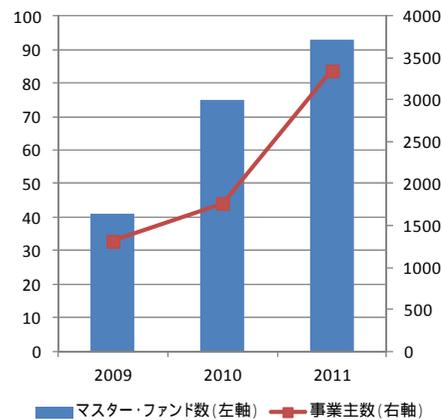
¹⁵ タイの年金制度及びプロビデント・ファンドの概要については、野村亜紀子「タイの企業年金制度の現状と最近の動向」『野村資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

図表 11 資産残高・配分推移



(出所) プロビデント・ファンド統計より野村資本市場研究所作成

図表 12 加入者運用指図の導入状況



(出所) プロビデント・ファンド統計より野村資本市場研究所作成

12)。これは、同時点のプロビデント・ファンド導入事業主 11,249 社の 30%に当たる。

また、タイ政府は、個人事業主や非正規雇用者等へ年金カバレッジを広げるべく、民間企業従業員向けの強制加入の確定拠出型年金制度として国民貯蓄基金 (National Savings Fund) の創設に取り組んできた。当初、2007 年開始の予定であったが、その後いくどか開始がずれ込み、2013 年 3 月には、キティラット副首相兼財務相が、現行の社会保障基金法との重複があるなどとして、前政権が提案した国民貯蓄基金法は不要との見解を示している。同相は、2013 年 4 月までに代替案を内閣が提示するとしており、その動向が注目される。

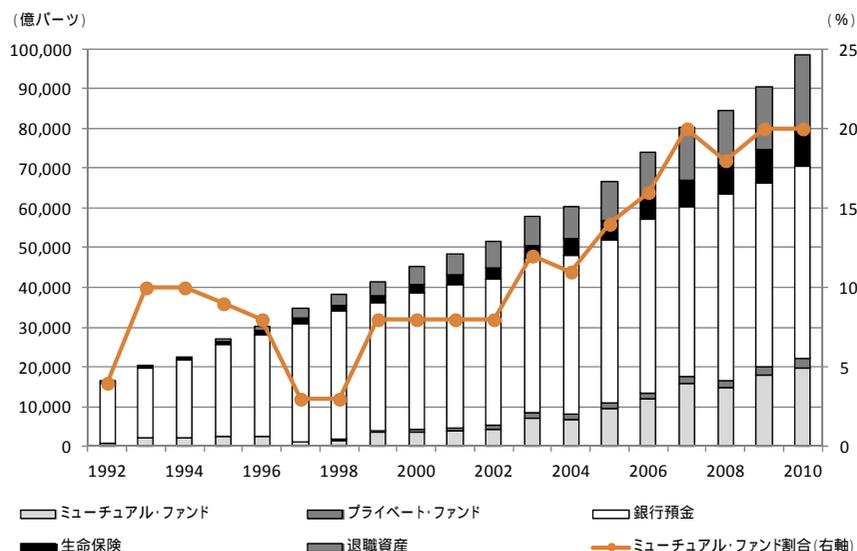
3) 家計金融資産

タイの家計金融資産は¹⁶、2010 年末時点で 9.9 兆バーツとなっている。その内訳を見ると、最も多いのは銀行預金だが、ミューチュアル・ファンド比率も年々増加しており、2010 年には 20%を占めるに至っている (図表 13)。これは、我が国 (2012 年末で 4%) や米国 (2012 年 9 月末で 10.3%) を上回る水準である。こうした比率上昇の背景としては、韓国債券ファンドに牽引されたミューチュアル・ファンド残高そのものの増加に加えて、その多くが銀行預金からのシフトで生じたことで、家計金融資産内訳において銀行預金比率の減少分がミューチュアル・ファンド比率の増加分に加わったことも挙げられる。

タイの個人投資家の特徴として指摘されているのは、保守的ということであり、ミューチュアル・ファンド投資においても、銀行預金との比較で検討することが多い

¹⁶ タイ中央銀行は家計金融資産の統計を公表していないため (家計の銀行預金のみ)、本稿では資産運用業協会のデータ (同協会のデータに加え、中央銀行、生保協会、社会保障局、公務員年金のデータを集積) を用いる。

図表 13 家計金融資産推移



(注) 退職資産は、プロビデント・ファンド、公務員年金、社会保障基金、リタイアメント・ミューチュアル・ファンドからなる（ミューチュアル・ファンドにリタイアメント・ミューチュアル・ファンドは含まれない）。

(出所) タイ資産運用業協会統計より野村資本市場研究所作成

ということである。そのため、債券ファンド、MMFといったプロダクトが主となり、銀行預金金利次第で投資動向が左右されるところがあり、これもタイの個人投資家と銀行系運用会社との親和性に繋がっていると言えよう。

もっとも、それだけでは国民の資産形成促進という観点からは不十分との問題意識を SEC は持っており、そのため、ウェブサイトの一面に投資教育サイト Start-To-Invest（タイ語のみ）へのリンクを貼るなど、個人投資家育成に努めている。

シンガポールの投資信託市場

1. 法的枠組み

シンガポールにおける証券市場・業者に係る基本法は、証券先物法（Securities and Futures Act）であり、シンガポール通貨庁（MAS）が所管する。その下に各種の規則（Regulation）や規程（Code）、ガイドラインが設けられている。投資信託については、証券先物法において「集団投資スキーム」として規定されており、その下部規程として、認可・登録や業務行為規制等に関する規則やガイドライン、集団投資スキーム規程（Code on Collective Investment Schemes）がある。

集団投資スキームの分類は、その切り口によって様々である。証券先物法では、認可対象となる規制業務の種類より、ファンド運用、不動産投資信託運用、に分類されている。また、集団投資スキームの国籍より、国内籍の認可スキーム（authorized scheme）、

国外籍の承認スキーム (recognized scheme) に分類されている。更に、適格投資家もしくは 20 万シンガポール・ドル (SD) 以上を投資する投資家向けの制限スキーム (restricted scheme) という分類もある¹⁷。これらに加え、集団投資スキーム規程においては、特定の運用手法に係る特則を、MMF、ヘッジファンド、元本保証型ファンド¹⁸、インデックス・ファンド、について設けている。

ここから読み取れるシンガポール投資信託市場の特徴としては、同国の証券市場がいわゆるオフショア市場であるため、国外の機関投資家や富裕層投資家を強く意識した規制の建て付けになっているということである。例えば、ヘッジファンドが集団投資スキームの規制体系に組み込まれていることや、承認スキームとして、母国の投資家保護法制がシンガポールと同等であること等を要件とした国外籍ファンドの持込が認められていることなどにそれが現れている。

なお、集団投資スキームの形態は、証券先物法において、認可スキームの場合は原則として信託型のユニット・トラストとされ、不動産投資信託の場合は信託型の上場ファンドとされている。認可スキームについては、MAS が運用会社及びスキームが一定の要件を満たしていると認める場合にユニット・トラスト以外の形態を採ることが可能とされ、例えば、集団投資スキーム規程に定められたヘッジファンドの要件を満たす場合などがこれに該当する。

運用会社に係る規制については、2012 年 8 月に MAS による規制強化が行われている。これにより、従来ファンド運用の認可を得ていた認可ファンド運用会社 (Licensed Fund Management Company) は、投資家資産の独立した保護預かり及び評価を求められると同時に、外部監査人による独立した年次監査、ファンド運用会社の投資手法及び規模に適したリスク管理のフレームワーク等を求められることとなった。他方、従来認可制の対象外とされていた運用会社についても登録運用会社 (Registered Fund Management Company) として登録義務を課すこととし、その要件として、顧客は 30 人までの適格投資家、運用資産の上限は 2.5 億 SD まで、とされた。急増するヘッジファンド運用会社を規制体系に組み込むための動きと言えよう。

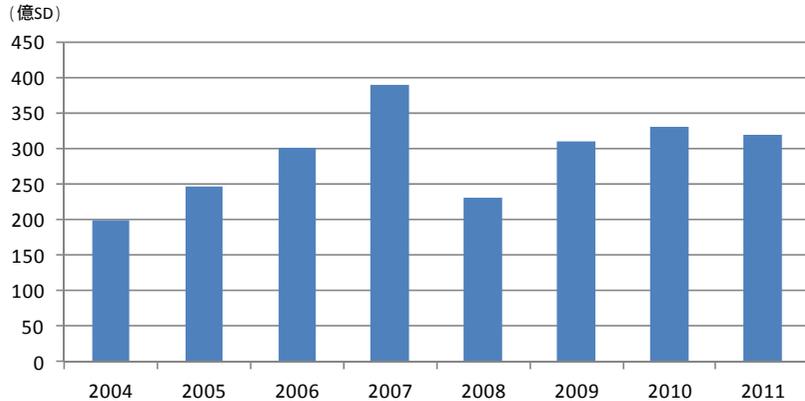
2 . プロダクト動向

シンガポールにおける資産運用業界については MAS が調査結果を毎年発表している (同調査ではヘッジファンドは集団投資スキームとは別に集計)。これによると、シンガポールに所在する運用会社が運用する集団投資スキームの残高は、2011 年末で 320 億 SD (約 2.4 兆円) となっている (図表 14)。

¹⁷ 適格投資家 (accredited investor) とは、証券先物取引法において、個人では、金融資産が 200 万 SD を超過、もしくは、過去 12 ヶ月の収入が 30 万 SD 以上の者、法人では、純資産の価値が 1,000 万 SD を超過する者と規定されている。

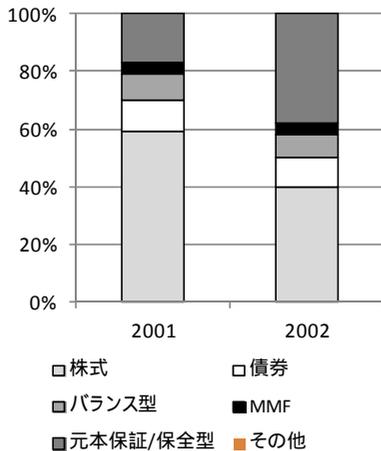
¹⁸ Capital guaranteed fund。銀行等が元本を保証するもの。これに対して後述の元本保全型ファンド (capital protected fund) は、事前に定められた元本保全日に満期を迎えるポートフォリオと説明される。

図表 14 集団投資スキーム残高推移



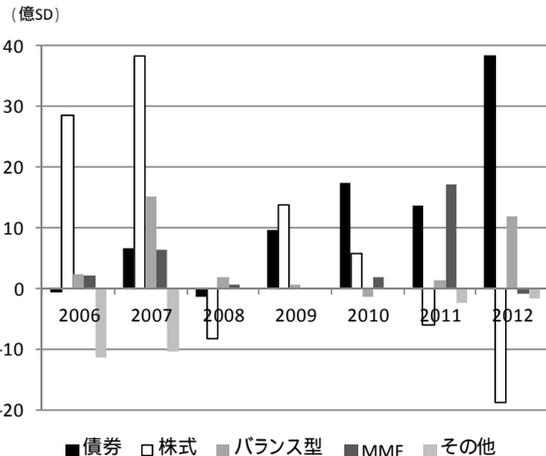
(出所) MAS “Singapore Asset Management Industry Survey”より野村資本市場研究所作成

図表 15 資産内訳 (残高ベース)



(出所) MAS “Singapore Asset Management Industry Survey”より野村資本市場研究所作成

図表 16 資産内訳 (フローベース)



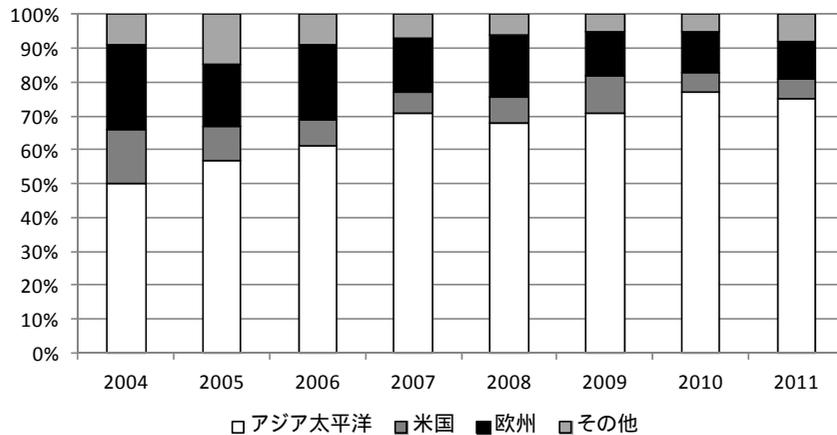
(出所) IMAS 統計より野村資本市場研究所作成

集団投資スキームの資産クラスについて、直近の残高ベースのデータは公表されていないが、2001～2002年時点では株式ファンドが中核を占める市場であった(図表15)。その後のフローを見ると、金融危機が発生する前年の2007年までは株式ファンド、2009年以降は債券ファンドへの純資金流入が顕著であることがわかる(図表16)¹⁹。

集団投資スキームの地域別投資対象では、欧米が減少傾向にある一方、アジア太平洋の比率が高まっている(図表17)。アジア太平洋のうち、シンガポール国内については、2005年以降のデータは開示されていないが、その時点までは1/3～1/2程度が国内投資に

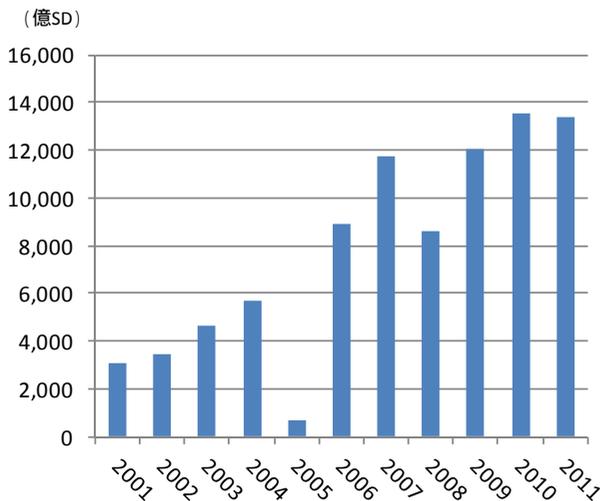
¹⁹ MASは、集団投資スキームの資産クラス別残高内訳について、2003年以降はデータを公表していない。他方、シンガポール資産運用協会(Investment Management Association of Singapore、IMAS)は2006年上期以前のフローのデータを公表していない。なお、2002年に株式ファンドと並んで中核的商品であった元本保証/保全型ファンドは、2004～2006年にかけて急減している。セルリー・アソシエイツによると、元本確保型及び元本保全型の減少は、より低コストで同等の効果を実現できるストラクチャード・プロダクトが普及したことが背景。また、同時期に世界的株高により株式ファンドへ資金がシフトしたとも考えられよう。

図表 17 集団投資スキームの地域別投資対象内訳



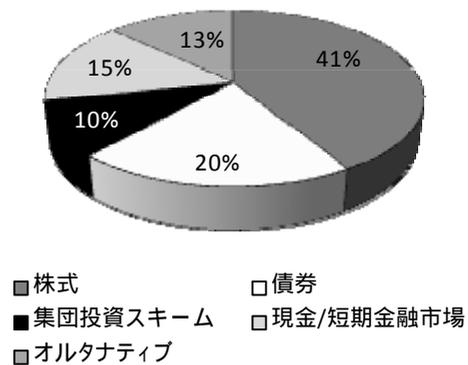
(出所) MAS “Singapore Asset Management Industry Survey”より野村資本市場研究所作成

図表 18 資産運用業界資産残高推移



(出所) MAS “Singapore Asset Management Industry Survey”より野村資本市場研究所作成

図表 19 資産運用業界資産別内訳



(出所) MAS “Singapore Asset Management Industry Survey”より野村資本市場研究所作成

充てられていた。

他方、シンガポール資産運用業界全体（集団投資スキーム、一任勘定、投資助言含む）では、MAS の調査によると残高は 1.3 兆 SD（約 98.7 兆円）となっており（図表 18）、320 億 SD の集団投資スキームがシンガポール資産運用業界全体のごく一部にすぎないことがわかる。その半分強が運用業者に投資意思決定が委ねられる資産（非助言資産）となっている。また、資産クラス別に見ると株式が最も多くなっている（図表 19）。

運用資産の出所で見ると、70%以上が国外投資家から来たものとなっている。また、2013 年 1 月末時点で MAS に登録されている国内籍の集団投資スキームが 305 本（うち不動産ファンド 25 本）であるのに対して、海外籍の承認スキームが 826 本、適格投資家等

向けの制限スキームが 4,120 本となっている。ここからも、シンガポール市場のオフショア市場としての特性を見て取ることができる。

こうした市場特性を反映して、プロダクト規制も緩やかなものとなっている。集団投資スキームによる海外投資に制限はなく、マスター・フィーダーやファンド・オブ・ファンズによるクロスボーダー投資も認められている²⁰。外資によるシンガポール籍運用会社の保有制限もない。また、集団投資スキームで成功報酬を得ることも認められており、その場合に必要となる目論見書における開示等の要件が集団投資スキーム規程に定められている²¹。

3．運用会社動向

シンガポールのオフショア市場としての特性を反映して、運用会社も外資系が主要プレイヤーとなっている。地場運用会社のシェアは、MAS が最後に当該データを公表した 2006 年時点では、非助言資産ベースで 18%（2004 年は 25%）、人員数ベースで 33%（同 33%）であった。2004 年については、純資産残高 10 億 SD 未満の運用会社は 132 社あり、その大部分が地場運用会社とのことである。とりわけ近年は、シンガポールがアジアにおける資産運用ハブを標榜し、外資系運用会社の参入が増えていることを併せ考えると、シンガポールの資産運用業界は、大手としては外資系が君臨し、地場の小規模運用会社が乱立する市場と言えよう。なお、MAS によると、上位 20 社のシェアは 2008～2011 年にかけて 40%前後で推移しており、アジア他国ほど寡占化が進んでいない。

運用会社の実際の顔ぶれは、シンガポール市場が国内外の運用会社が国内外のプロダクトを運用したり提供したりする場となっているため、判別が困難である。一つの尺度として、シンガポールで登録されている SD 建てプロダクトの残高をベースに上位運用会社を見ると、不動産投資信託を運用する外資系運用会社のプレゼンスが大きいことがわかる（図表 20）。実際、SD 建てファンド上位 10 本のうち 8 本は不動産投資信託であり、上位 2 本のキャピタモール・トラスト及びキャピタコマーシャル・トラストは、SD 建てファンドでシンガポール最大手となっているキャピタランドが運用している。近年、諸外国の不動産投資信託がシンガポールに相次いで上場しているが、同国が不動産投資信託においてもハブ化しているとも見ることができよう。

また、シンガポールではヘッジファンドの存在も極めて大きい。2006 年には 190 社であったシンガポールに所在するヘッジファンド運用会社数は 2011 年には 311 社となっており、純資産残高も 718 億 SD となっている（図表 21）。

²⁰ 海外への外部委託もしくは海外の集団投資スキームへの投資が集団投資スキームの純資産価額の 10%を超える場合、当該国外運用会社はシンガポール内でグループ会社と合算で 5 億 SD 以上運用していなければならない。また、そうした国外運用会社について MAS は、当該運用会社が適正（reputable）か、適切な母国金融監督当局によって監督されているか、確認することとされている（集団投資スキーム規程）。

²¹ なお、基準価額については、集団投資スキーム規程において、毎営業日に算出して公表することとされている。基準価額にエラーが判明した場合は、所要の様式で速やかにトラスティおよび MAS へ通知することとされている。誤差が基準価額の 0.5%以上の場合、生じた損失について補填し、投資家に通知することとされている。但し、投資家の誰にも 20SD を超過する補填が生じない場合は、この限りではない。

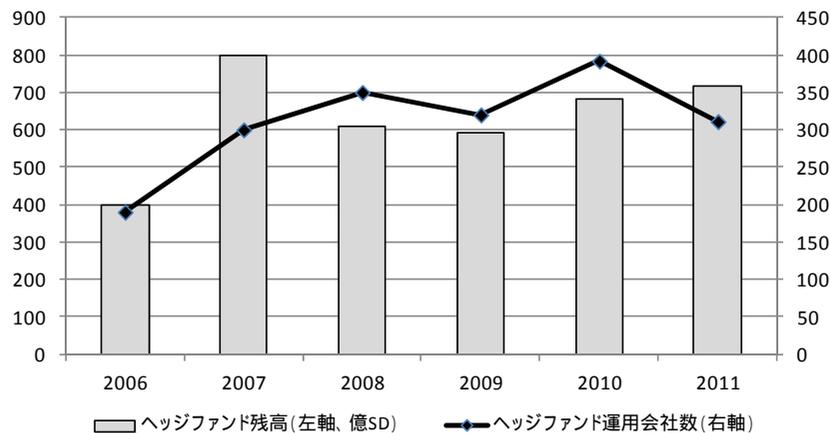
図表 20 SD 建て運用資産上位 10 社

	運用外社名	運用資産残高 (100万SD)	備考
1	キャピタランド	11,396.32	シンガポール及び中国を中心とする不動産の開発・投資会社。 シンガポール最大のREITであるキャピタモール・トラスト、キャピタ コマーシャル・トラストを運用
2	ブルデンシャル・アシュアランス	8,412.97	英国大手保険会社系列
3	アメリカン・インターナショナル・アシュアランス	6,208.61	米国大手保険会社系列
4	メイプルツリー・インダストリアル・トラスト	5,815.39	アジア不動産の開発・投資会社。シンガポール籍
5	アセンダス	5,436.30	アジアにおけるオフィス用不動産の開発・投資会社。シンガポール籍。 香港の長江実業(集団)有限公司のグループ会社
6	シュローダー	4,716.79	英国大手資産運用会社
7	ARAトラスト・マネジメント(サンテック)	4,660.20	アジア不動産の開発・投資会社。シンガポール籍
8	UOB	4,105.13	シンガポールの大手銀行UOB(大華銀行)系列
9	アバディーン	4,016.56	英国大手資産運用会社
10	ファースト・ステイト・インベストメンツ	3,869.04	オーストラリアのコモンウェルス・バンク・オブ・オーストラリア系列の コロンアル・ファースト・ステイト・グローバル・アセット・マネジメントの 国際部門

(注) 2013年2月末時点。

(出所) IMAS 統計、各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 21 ヘッジファンドの純資産残高推移



(出所) MAS “Singapore Asset Management Industry Survey”より野村資本市場研究所作成

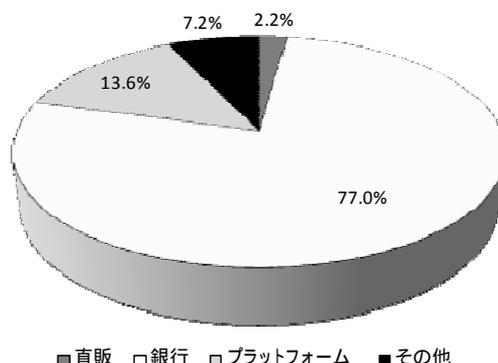
4. 販売チャネル

1) 概要・規制

シンガポールにおける集団投資スキームの販売チャネルでは、他の多くのアジア諸国同様、銀行が圧倒的シェアを占めている。その中でも、特に地場銀行のプレゼンスが高い。セルーリ・アソシエイツが2007年に行った推計によると、販売残高ベースで見た銀行のシェアは2011年に77.0%となっている(図表22)。他方、ノンバンクのフィナンシャル・アドバイザーを中心とするプラットフォームは、シンガポールの大衆富裕層が投資アドバイスに対価を支払うことへの抵抗感が薄れてきていることに伴い、漸増してきている。

ディストリビューションに係る規制では、まず、集団投資スキームを含む投資商品に係るアドバイスや販売等を行う者は、フィナンシャル・アドバイザー法に基づいて

図表 22 販売チャネル内訳



(注) 2007年時点の推計。残高ベース。

(出所) Cerulli Associates “Asian Distribution Dynamics 2007”より野村資本市場研究所作成

フィナンシャル・アドバイザーとして認可を受ける²²。その上で、同法に規定された、商品に係る情報開示や顧客への推奨、顧客からの資金の受領等に係る行為規制に服する。

他方、証券先物法においては、集団投資スキームの募集に係る要件が規定されている。例えば、集団投資スキームの募集において MAS に登録した目論見書を用いることが義務付けられているほか、それを様式等の要件を満たして MAS に登録された簡易目論見書 (profile statement) に代えることができること、広告に係る MAS による承認の要件などが規定されている。また、私募や適格投資家向けの募集についても要件が定められている²³。

2) 確定拠出型年金

シンガポールにおける集団投資スキームの販売チャネルとしては、中央積立基金 (Central Provident Fund、CPF) の一部を成す中央積立基金投資スキーム (Central Provident Fund Investment Scheme、CPFIS) もある。CPF とは、シンガポール政府が社会保障政策として国民に提供している合同運用の確定拠出型年金制度であり、労使が給与の一定割合を加入者の個人口座に拠出し、拠出された資金は、普通口座、特別口座、メディセイブ口座に振り分けられる²⁴。CPF 勘定では、政府保証のある 2.5% の金利が付され、特別口座及びメディセイブ口座は 2013 年末まで 4% の金利が保証され

²² フィナンシャル・アドバイザーの従業員として業務を行う者は、同法に基づくフィナンシャル・アドバイザーの営業員 (representative) となることが求められる。

²³ 何れも、広告等を伴わない、目論見書が原則不要とされることが要件となっている。私募については、12 カ月以内で対象者が 50 人を上回らないことが要件とされ、適格投資家向けの募集については、持分取得が 20 万ドルを下回らないことが要件とされる。

²⁴ 普通口座は住宅購入や教育費、保険購入等、特別口座は老齢期への備え等、メディセイブ口座は医療や医療保険等に用いることのできる口座となっている。なお、労使の拠出割合は年齢層によって異なり、各口座への振り分けの割合も、年齢層や勘定によって異なる。

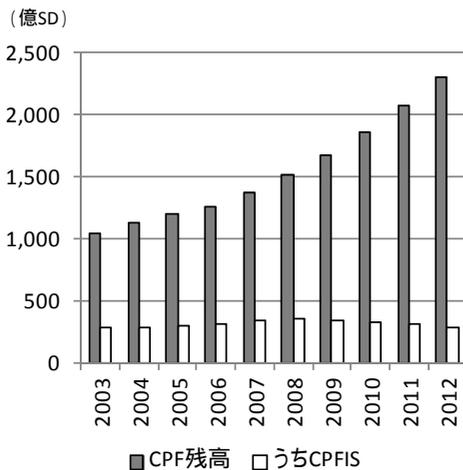
る。更に、CPF 口座全体で 6 万 SD（但し普通口座では 2 万 SD が上限）までは追加で 1%の金利が上乘せされる。

CPFIS は、CPF 加入者で更なる収益を追求したい者のために準備された加入者指図型の確定拠出型年金制度である。加入者は、上記 6 万 SD までの優遇金利の恩恵を受けられるよう、普通口座で 2 万 SD、特別口座で 4 万 SD を超過した部分について投資することができる。投資対象は、特別口座では、CPF を運営する中央積立基金理事会（Central Provident Fund Board、CPFIB）が選定するユニット・トラストや変額年金保険、ETF などとなっており、ファンド・レベルでの費用率、3 年トラックレコードなどの基準で選定される。これに対して普通口座では、より広範に市中で取引される金融商品も対象となっており、特別口座の投資対象に加え、株式や不動産投資信託、社債、金 ETF などにも投資することができる²⁵。

もっとも CPFIS は、2010 年末時点で、CPF 残高 2,302 億 SD のうち 284 億 SD を占めるに過ぎない（図表 23）。この要因としては、CPF の特別口座に資産を留めておけば、世界的低金利下において最大 5%の金利が保証されていることが挙げられよう。実際、CPFIB も、こうした CPF の有利性を強調し、CPFIS における投資では慎重になるよう呼びかけており、必ずしも加入者による CPFIS を通じた資産形成を積極的に推進しようというスタンスではないように見受けられる。

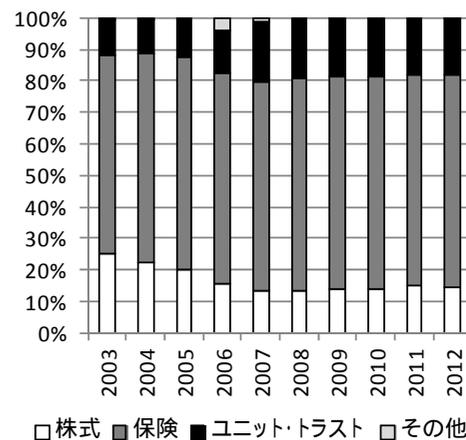
なお、CPFIS で最大シェアを占めるのは保険商品となっている。CPFIS で提供される変額年金保険商品は 180 本あり、保険商品の相当部分を占めていると思われる。他方、ユニット・トラストが CPFIS に占める割合は 20%程度で推移しているおり（図表 24）、本数としては 116 本ある。欧米系では、シュロージャーが 10 本以上採用され

図表 23 CPF 及び CPFIS 残高推移



(出所) CPFIB より野村資本市場研究所作成

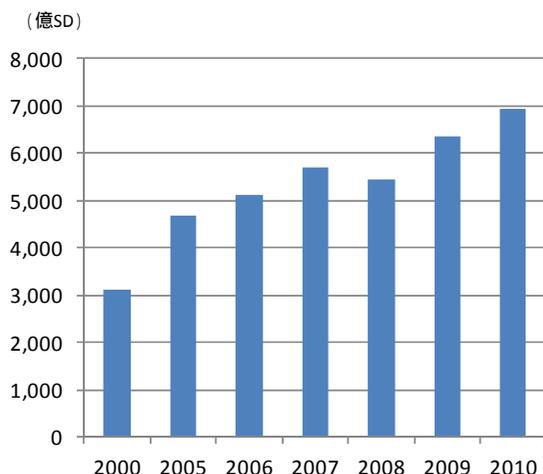
図表 24 CPFIS 資産内訳推移



(出所) CPFIB より野村資本市場研究所作成

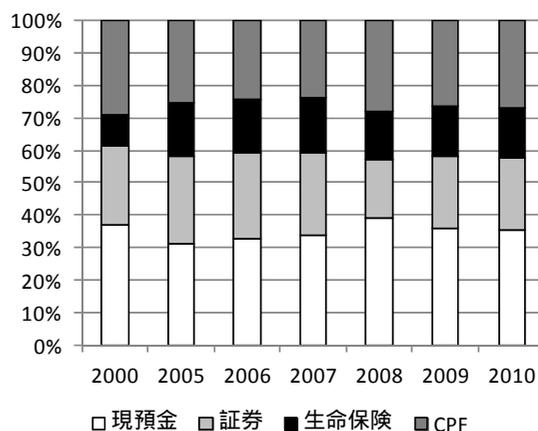
²⁵ 株式、不動産投資信託、社債については投資可能貯蓄（普通口座残高と投資・教育のために CPF から引き出した金額の合計）の 35%、金 ETF その他金関連商品については投資可能貯蓄の 10%が上限とされている。

図表 25 家計金融資産残高推移



(出所) Department of Statistics Singapore より野村資本市場研究所作成

図表 26 家計金融資産内訳推移



(出所) Department of Statistics Singapore より野村資本市場研究所作成

ており、レグ・メイソン、フィデリティ、アバディーンも 5 本程度採用されている²⁶。

3) 家計金融資産

シンガポールの家計金融資産は、2010 年末時点において対 2000 年比で倍以上の 6,943.3 億 SD となっている (図表 25)。これは、国民一人当たり換算すると 13.7 万 SD (約 1,000 万円) に当たり、アジアの中でも最高水準にある。また、その内訳においても、証券の占める割合が 20%ほどとなっており、ここにも、アジアの他国と比べると先進国としての特徴が現れている (図表 26)。

マレーシアの投資信託市場

1. 法的枠組み

マレーシアにおける証券市場・業者に係る基本法は、従来の証券業法と先物業者法を統合した 2007 年資本市場・サービス法 (Capital Markets and Services Act) である。その下に規則や通知、ガイドラインがあるが、実務的には様々な領域について発出されているガイドラインが重要となっている²⁷。同法を所管するのは、1993 年に設立された証券委員会であり、パブリック・コメントを経て規則や通知、ガイドラインを発出する権限を有する。

²⁶ 本数は 2012 年 9 月末時点、出所は IMAS。

²⁷ 資産運用業関連では、ユニット・トラスト・ファンド、ホールセール・ファンド、REIT、ETF、ユニット・トラスト・ファンドのマーケティング及び販売、ユニット・トラストの広告及び販促資料、海外ファンドのオフリング・マーケティング・販売、目論見書、資本市場仲介業者のバック・オフィスのアウトソーシングなどに関するガイドラインがある。

また、マレーシア資産運用業者連合（Federation of Investment Managers Malaysia）は2007年資本市場・サービス法における自主規制機関として、ユニット・トラストの販売員に係るオンライン資格試験（Computerised Unit Trust Examination、CUTE）の実施、投資家の苦情処理、規則やガイドラインの策定、違反行為への譴責等の罰則を課す権限などを有する²⁸。同時に、業界団体として、業界の意見集約や投資家教育等も行っている²⁹。

投資信託については、2007年資本市場・サービス法において、ユニット・トラストとして規定されている。マレーシアにおけるユニット・トラストは、我が国でいうところの契約型投資信託であり、運用会社たるマネジメント・カンパニーと受託者たるトラスティとの間の信託契約に基づき運用・管理が行われる³⁰。

2007年資本市場・サービス法における規制業務は、証券のディーリング、先物契約のトレーディング、ファンド・マネジメント、企業金融における助言、投資助言、フィナンシャル・プランニングとなっている。ユニット・トラストの運用はファンド・マネジメントのライセンスが必要となる。その販売では、法人レベルで、インスティテュショナル・ユニット・トラスト・アドバイザー（IUTA）として証券のディーリング、もしくは、コーポレート・ユニット・トラスト・アドバイザー（CUTA）として証券のディーリング及びフィナンシャル・プランニングのライセンスが必要であり³¹、個人レベルでは、CUTEに合格し、ユニット・トラスト・コンサルタントとなる必要がある。

マレーシアにおける資本市場振興策の方向性は、証券委員会による資本市場マスター・プランに定められている。2011年から2020年にかけては、2011年4月に策定された資本市場マスター・プラン2のフェーズに入っており、資産運用業界に関わる提言としては、資産運用業界の債券市場への参加促進、プライベート・リタイアメント・スキーム（後述）業界の創設、プティック運用会社のためのフレームワークの創設、社会的責任投資（SRI）等を通じた資産運用業界のブランディングの向上、資産運用業界における投資戦略の多様化、デリバティブ商品の幅の拡大、などが盛り込まれている³²。

資本市場マスター・プラン2と並んで、中央銀行のバンク・ネガラ・マレーシアが2011年12月に策定した金融セクター・ブループリントがある。これは、資本市場を含むマレーシアの金融業全般について2011年から2020年にかけての青写真を描くものであり、資産運用業界に関わる提言としては、国内資産運用業界への参加と有為な人材の配置を促進する目的での国際的なイスラム運用会社の支援、資産運用やグローバルなファンド、そのアドミニストレーションといった高付加価値分野へ進出するイスラム銀行のための環境整備、マレーシア（ラブアン国際ビジネス・金融センター含む）における資産運用会

²⁸ 2012年中は、ユニット・トラスト・コンサルタントに対する譴責が2件。

²⁹ なお、マレーシアにおける資産運用業界団体としては、自主規制の機能を持たないマレーシア資産運用業者協会（Malaysian Association of Asset Managers）もある。

³⁰ オープンエンド型であるが、クローズドエンドも1本ある。

³¹ ユニット・トラスト・コンサルタント、IUTA、CUTAはマレーシア資産運用業者連合の登録区分である。

³² 後述するように、資本市場マスター・プラン2には、様々な資本市場の各セクターについて、2020年までの数値目標も盛り込まれている。これに対し、金融セクター・ブループリントでは、数値目標はマクロ指標および銀行セクターに係るものに重きが置かれている。

社等の設立の支援、などが盛り込まれている。

2. プロダクト動向

マレーシアにおける資産運用プロダクトは、リテール投資家向けのユニット・トラストとホールセール・ファンド、イスラム・ファンドと非イスラム（コンベンショナル）・ファンド、ブミプトラ・ファンドと非ブミプトラ・ファンドに大別できる。何れも法的にはユニット・トラストであり、ファンドの純資産残高上限に係る証券委員会の承認など³³、その規制には共通する部分が多い³⁴。

ホールセール・ファンドとは、機関投資家及び富裕層向けのプロダクトであり、2009年に従来の制限投資スキーム（restricted investment scheme）に代わって導入された。具体的には、適格投資家（qualified investor）として、純資産が300万リンギット超の個人、純資産が1,000万リンギット以上の法人、各種金融業者、年金基金、などが投資できる³⁵。近年では、法人や機関投資家が流動性資金を預け入れる先として活用するケースが増えており、ゆえにMMFが多い。

イスラム・ファンドとは、イスラム教の教義（シャリア）に則った投資を行うファンドである。即ち、シャリアで禁忌（ハラーム）とされるところの金利（リーバ）やギャンブル、豚肉、アルコールを避ける投資を行うものであり、例えば債券ファンドであれば、金利が生じないように定期的なインカムが生成されるイスラム債（スクーク）に投資したり、株式ファンドでは上記ハラームに関わる事業体の組み入れを避けたりする。マレーシアでは上場企業について、証券委員会に設置されているシャリア・アドバイザー・カウンシルがシャリア適格銘柄のリストを随時更新しているほか³⁶、イスラム・ファンドを運用する各社もシャリア・ボードを設置しており、非上場企業や海外企業のシャリア適格性や、上場企業について証券委員会より厳格なスクリーニングを行うなどしている³⁷。スクーク・ファンドもあるが、シャリアの株式との親和性から、純資産残高ベースでイスラム・ファンドの60～70%が株式ファンドとなっている。

ブミプトラ・ファンドとは、マレーシア最大の運用会社で政府系のペルモダラン・ナショナルの運用子会社アマナ・サハム・ナショナルが運用する一連のファンドを指す。1980年代以降、現地マレー系住民（ブミプトラ）の証券保有を通じた貯蓄を促進する国策の下

³³ 設定段階だけでなく、その後上限を超えそうになった場合にも証券委員会の承認が求められる。

³⁴ また、国内でリテール投資家向けに販売されるユニット・トラストの基準価額については、毎日、マレー語の全国紙と英語の全国紙に掲載しなければならない。また、基準価額に誤りがあった場合は、運用会社はトラスティと証券委員会に報告し、運用会社・ファンド・投資家の間で直ちに必要な金銭的手当てを行うこととされる。但し、トラスティによって誤りが僅少であると判断された場合はその限りではない。

³⁵ 制限投資スキームでは50人の投資家数制限があったが、ホールセール・ファンドでは撤廃されている。また、ホールセール・ファンドではファンドによる借入が認められている。

³⁶ 2012年末時点で、マレーシアの上場銘柄923のうち817銘柄がシャリア適格と判断されている（銘柄数で89%、時価総額で64%）。

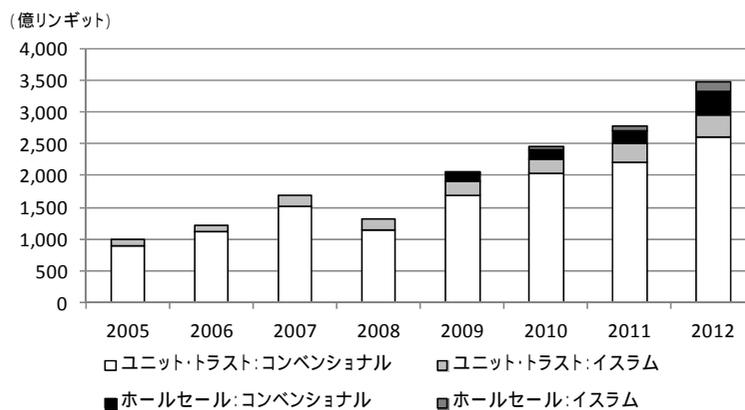
³⁷ 詳細については、神山哲也「イスラム証券ビジネス - マレーシア市場を中心に - 」『野村資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

で創設され、銀行預金を上回る利回りの保証、非課税、民営化される国営企業の安値買取、といった極めて強固な優遇措置が付されている。また、プミプトラによる保有を促進するべく民族による保有者制限があり、1990年に設立された旗艦ファンドのアマナ・サハム・プミプトラではプミプトラのみとされている³⁸。もっとも、マレーシア政府はプミプトラ優遇策を縮小していく方向性であり、その一環でプミプトラ・ファンドの優遇策も縮小ないし廃止されれば、民間運用会社の商機は大いに広がることとなる。

市場規模について、ユニット・トラスト、ホールセール・ファンド、イスラム・ファンド、プミプトラ・ファンドの合計で見ると、2012年末の純資産残高は3,474億リンギット（約10.8兆円）であり、東南アジア最大の市場となる（図表27）。資本市場マスター・プラン2では、リテール投資家向けのユニット・トラスト（図表27のユニット・トラスト：コンベンショナル）の純資産残高について2020年に8,279億リンギット、イスラム・ファンド（同ユニット・トラスト：イスラム）の純資産残高について1,580億リンギットへ増加することを目標としている。

但しこれは、プミプトラ・ファンドを含んでおり、その特殊性から、民間業者にとってのマレーシア市場の実態・競争環境を表しているとは言えない。プミプトラ・ファンドを除外した民間ユニット・トラストのデータは、マレーシア資産運用業者連合が公表している。会員運用会社への調査票ベースのため証券委員会のデータとは整合的ではないが、それによると、2011年末時点のプミプトラ・ファンドを除いた市場規模は1,057億リンギット（約3.3兆円）となる（図表28）³⁹。また、資産クラス別のフローでは株式ファンドが最も多くなっており（図表29）、残高ベースでもイスラム・ファンドの大部分が株式ファンドであるため、株式ファンドが最も多いと言えよう。なお、ETFは2013年1月末時点で5本あり、うちイスラムETFも1本入っている。また、REITも同時点で16の運用

図表27 全プロダクト純資産残高推移

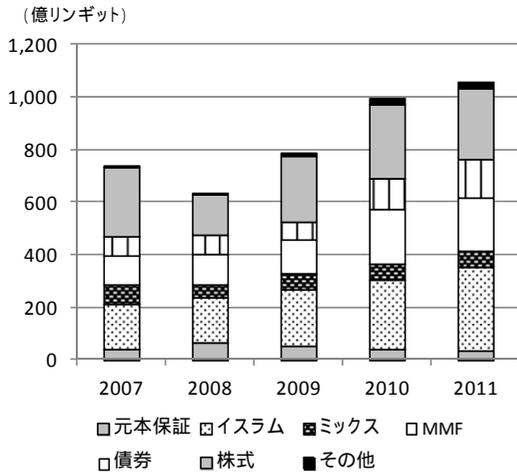


(出所) 証券委員会統計より野村資本市場研究所作成

³⁸ また、同ファンドでは、若年層の資産形成を促進するべく、12～18歳の保有枠も設定されている。

³⁹ なお、セルラー・アソシエイツは、同時点のプミプトラ・ファンドを除外した市場規模を1,283億リンギットと推計している。

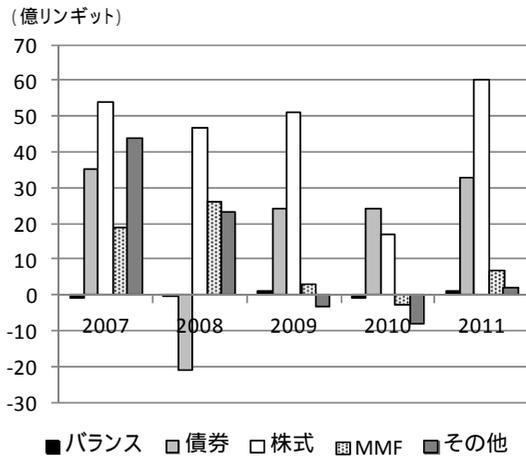
図表 28 純資産残高推移（ブミプトラ除く）



(注) 債券ファンドには債券ETF（2011年6億リンギット）、株式ファンドには株式ETF（同4億リンギット）含む。
REITは含まない。

(出所) マレーシア資産運用業者連合統計より
野村資本市場研究所作成

図表 29 純資金流入の推移



(注) ブミプトラ・ファンド除く。
2011年の株式ファンドはセルーリ・アソシエイツの推計。
イスラム・ファンドは各資産クラスに振分け。

(出所) Cerulli Associates “Asset Management in Southeast Asia 2012”より野村資本市場研究所作成

会社が計16本の上場REITを運用している⁴⁰。

海外投資については、規制上、コンベンショナルのユニット・トラストについては純資産残高の50%、イスラム・ファンドについては純資産残高の100%まで認められている。形態としては、直接投資、フィーダー・ファンド、ファンド・オブ・ファンズの何れも認められているが、直接投資が大部分を占めており、現地運用会社の海外運用能力の向上が垣間見られる。もっとも、近年のマレーシア株式市場のパフォーマンスが相対的に良好だったこと、マレーシアの個人投資家に国内バイアスがあることなどから、ユニット・トラストを通じた海外投資は低調である。海外に投資するファンドの純資産残高は2011年末で385億リンギットと全体のごく一部に過ぎず、上記の海外投資上限には遠く及ばない状況にある。

手数料体系では、マレーシアは東南アジア諸国の中でも高い方であり、特に販売手数料は5~6%に達する。販売手数料はほとんどが販社の取り分となり、マネジメント・フィーは販社が銀行の場合、50~80%が販社の取り分となる。また、運用会社の多くは今後、販社向けの販売支援に注力していく方針とされる。

3. 運用会社動向

マレーシアにおけるユニット・トラストの歴史は、1959年に民間のマレーシアン・ユ

⁴⁰ 法的にはREITもユニット・トラストであり、ファンド・マネジメントのライセンスを持つ運用会社が運用する。また、制度上は非上場のREITも規定されているが現時点のREITは全て上場している。

ニット・トラストの設立に始まる。しかし、その後 20 年ほどは 4 社が新規参入するのみで、市場はほとんど拡大しなかった。本格的な拡大の端緒となったのが、国民の貯蓄促進策として 1978 年にペルモダラン・ナショナル、1979 年にアマナ・サハム・ナショナルの設立である。同社は前述の優遇措置を備えたファンドにより急速に資産規模を拡大させ、投資家の裾野拡大に貢献し、多数の民間運用会社が参入することとなった。

2013 年 1 月末時点でファンド・マネジメントのライセンス取得会社は 41 社となっている。ペルモダラン及びアマナ・サハムを除く民間運用会社について見ると、上位 10 社で市場シェア 84%という寡占的な市場であるが、その中でも圧倒的な最大手はパブリック・ミューチュアルであり、近年は、良好なファンドのパフォーマンス、広範な品揃え、強力なディストリビューション（後述）により、更にシェアを拡大している（図表 30）。パブリック・ミューチュアルはイスラム・ファンドにおいても、2011 年末で 184 億リンギットと、2 位の CIMB プリンシパル・アセット・マネジメント（43 億リンギット）の 4 倍以上の規模を誇る。

外資規制としては、ホールセール・ファンド（及びその他機関投資家向け一任勘定）では 100%の外資保有が認められている。しかし、リテール投資家向けユニット・トラストでは 70%が上限となっている⁴¹。その中であって、イスラム・ファンド運用会社については、100%外資保有が認められている。また、イスラム・ファンド運用会社については所得税の免税措置（2016 年まで）も講じられており、マレーシア政府のイスラム金融部門の成長を促そうという姿勢が垣間見られる。

図表 30 上位ユニット・トラスト運用会社

運用会社名	2011	シェア	2010	株主	EPF-MIS	PRS
パブリック・ミューチュアル	446	42.2%	404	地場大手行パブリック・バンクの100%子会社		
アムインベストメント・サービス	126	11.9%	120	地場大手行グループAMMBホールディングス傘下、グループに上場証券アムインベストメント・グループ		
CIMBプリンシパル・アセット・マネジメント	93	8.8%	90	地場大手行グループCIMBが60%、米金融グループのプリンシパル・フィナンシャルが40%保有		
ホワン・インベストメント・マネジメント	64	6.1%	47	地場大手証券ホワンDBSの100%子会社		
OSK-UOBインベストメント・マネジメント	40	3.8%	41	地場大手証券OSKインベストメント・バンクが70%、シンガポール大華銀行のマレーシア法人が30%保有		
アマナ・ミューチュアル	36	3.4%	34	政府系運用会社アマナ・サハム・ナショナルの100%子会社		
ホン・レオン・アセット・マネジメント	25	2.4%	34	地場コングロマリットのホン・レオン・グループ傘下、グループにホン・レオン銀行		
イーストスプリング・インベストメンツ	24	2.3%	27	英ブルデンシャル傘下、旧称ブルデンシャル・ファンド・マネジメント		
MAAKLミューチュアル	19	1.8%	18	MAAグループの100%子会社、グループにマレーシアン・アシュアランス・アライアンス（保険会社）		
パシフィック・ミューチュアル・ファンド	18	1.7%	20	地場の貯蓄組合コベラシ・アングカタン・テンテラが30%、シンガポールOCBC傘下のライオン・グローバル・インベスターズが70%保有		
上位10社合計:	891	84.3%	835	-	-	-
全体:	1,057	100.0%	992	-	-	-

（注） 単位は億リンギット。

EPF-MIS、PRS は各々の制度で採用されている運用会社（後述）。

（出所）Cerulli Associates “Asset Management in Southeast Asia 2012”、各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

⁴¹ 外国投資委員会（Foreign Investment Committee）の規制による。なお、非製造業における外資規制として、プミトラ資本による 30%保有も必要とされる。

4．販売チャネル

1) 概要・規制

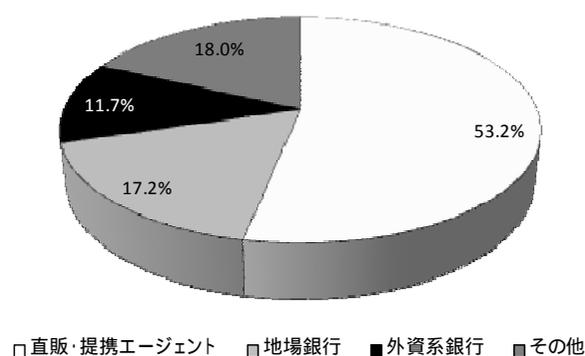
マレーシアにおけるミューチュアル・ファンドの販売チャネルでは、全体で見ると、他の多くのアジア諸国と異なり、銀行ではなく、図表 31 でいうところの直販・提携エージェントが過半を占めている。ここで言う提携エージェントとは、単一の運用会社と提携関係を持つユニット・トラスト・コンサルタントであり、その大部分は、マレーシアにおける個人営業の証券ブローカーであるレミジエ（remisier）と思われる。2011 年末時点で、銀行を中心とするファンド販売たる IUTA は 43 社、複数の運用会社の商品を扱える独立業者（英国 IFA に相当）たる CUTA は 7 社あり、それらの従業員たるユニット・ファンド・コンサルタントは 9,157 人、単一運用会社と提携するユニット・ファンド・コンサルタントは 51,237 人（総勢 60,394 人）となっている。

もっとも、直接エージェント・提携エージェントの比率が高まっているのは、最大手のパブリック・ミューチュアルが 36,504 人（全体の 60%）のユニット・ファンド・コンサルタントを抱えていることに引っ張られているためであり、それを除くと、地場銀行・外資系銀行も主要チャネルになっていると言えよう。

オープン・アーキテクチャの進展はまちまちで、大手銀行では、例えばメイバンクや RHB バンクがサードパーティーのプロダクトも扱う一方、パブリック・バンクはパブリック・ミューチュアルのみの品揃えとなっている。もっとも、セルーリ・アソシエイツによると、オープン・アーキテクチャを採用していても、実態としては何らかの系列関係を有する運用会社の商品を優先的に販売する傾向もあるようである。また、本来は複数の運用会社のファンドを扱える CUTA の多くも、パブリック・ミューチュアルのファンドを好んで扱っているようであり、同社が資産拡大を実現した要因としてディストリビューションがあることが伺える。

なお、ファンドの販売に係る行為規制としては、2007 年資本市場・サービス法及

図表 31 販売チャネル内訳



（注） 時点は 2011 年。残高ベース。

（出所） Cerulli Associates “Asian Distribution Dynamics 2007”より野村資本市場研究所作成

び証券委員会のユニット・トラスト・ファンドのマーケティング及び販売に関するガイドラインの規定が中核となっている。例えば、目論見書交付義務、顧客熟知義務、できる限り投資家にとってのファンドの適合性を確保する義務、ファンドについて顧客の状況に応じた明瞭な説明を行う義務などを負う。また、ホールセール・ファンドを販売する場合は、適格投資家であることを確認することが求められる。

2) 確定拠出型年金

マレーシアにおける確定拠出型年金としては、公的年金の従業員積立基金 (Employees Provident Fund、EPF) 及びその一部で加入者が運用指図できる加入者投資スキーム (EPF Members' Investment Scheme、EPF-MIS)、私的退職スキーム (Private Retirement Scheme、PRS) がある。下記に見る通り、EPF-MIS は、合同運用で強制加入の確定拠出年金において一定水準以上の貯蓄について運用指図を認める任意の制度という面でシンガポールの CPFIS に類似しており、PRS は加入者がファンド群 (プラットフォーム) を提供する運用会社を選定した上でプラットフォームの中から個別ファンドを選定するという面でオーストラリアのスーパーアニュエーションに類似していると言えよう⁴²。

EPF は、1952 年に導入された民間被用者及び年金受給資格のない公的部門の被用者を対象とした強制加入の確定拠出型年金である。現在は 1991 年従業員積立基金法を根拠とし、財務省が所管する。2012 年末時点で加入者は 1,358 万人 (うち現役加入者は 638 万人)、事業主数は 50.3 万となっている。また、資産残高は 2011 年末時点で 4,692 億リンギットとなっている。

拠出金額は、被用者の月給が 5,000 リンギット以下の場合には被用者が給与の 11%、雇用主が 13%、5,000 リンギットを超過する場合は被用者が 11%、雇用主が 12%となる。拠出金の 70% は退職に向けた勘定 1 に配分され、55 歳以前は引き出すことができない。残りの 30% は勘定 2 に配分され、住宅や教育、医療のための引き出しが認められている。また、加入者には毎年 2.5% の配当が法律上保証されており、2012 年の実績は 6.15% であった。運用においては、90% がインハウスで主にパッシブ運用、10% が外部委託で主にアクティブ運用されている。これは合同運用の形で行われ、加入者は運用指図ができない。

しかし一部、加入者が運用指図できる EPF-MIS が 1996 年に導入されている。これは、勘定 1 において年齢別に定められた基礎貯蓄額 (basic savings、図表 32)⁴³ の超過分の 20% まで、財務省の承認を得た運用会社のユニット・トラストに投資できる。

⁴² 但し、PRS は任意加入でスーパーアニュエーションは強制加入、PRS は個人型が主でスーパーアニュエーションは職域型が主という違いがある。詳細については、神山哲也「オーストラリアにおけるスーパーアニュエーションの現状」『野村資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

⁴³ 基礎貯蓄額は、55 歳で衣食住を賄える金額とされる 12 万リンギットが貯まるよう、年間 3% の昇給、EPF の年間配当率 4%、EPF への拠出率が月収の 23%、を前提に各年齢の金額を算出したもの。従来は年齢に関わらず勘定 1 で一律 5.5 万ルピー超過分の 20% とされていたが、若年層の資産形成を促進するべく、2008 年より現在の年齢階層別の仕組みが導入された。なお、年齢階層別の基礎貯蓄額は 5 年毎に見直される。

例えば、30歳で勘定1において2.5万リングットを貯蓄している加入者の場合、基礎貯蓄額は1.8万リングットであるため、超過分の20%の1,400リングットまでEPF-MISの下でユニット・トラストに投資できる。これまでのストック・ベースの投資額は公表されていないが、毎年の投資額は2009年以降増加しており、2011年には66億リングットがEPF-MISでの投資のために勘定1から引き出されている(図表33)。

ユニット・トラスト運用会社は、2013年3月末時点で28社となっており、上位運用会社10社は全て採用されている(前掲図表30)。また、ファンドは206本となっており、株式96本、バランス50本、債券28本、MMF31本、不動産1本となっている。

なお、EPF-MISでは2.5%の配当保証は適用されず、損失は加入者が負うことになる。また、EPF-MISにおけるユニット・トラスト投資では販売手数料が課されるが、2008年に3%の上限が導入されており、前述した高水準の販売手数料の例外となっている。

もう一つの確定拠出型年金PRSは、国民の長寿化を受けて退職後に向けた備えを充実させると同時に、自営業者などへの年金カバレッジを拡大させることを目的に、2012年10月に開始した新たな制度である。EPFが財務省所管であるのに対し、PRSは証券委員会が所管し、2007年資本市場・サービス法の改正、関連規則及びガイドラインの策定、2012年7月の私的年金アドミニストレーター(Private Pension Administrator)の設置により枠組みが整備された。

加入者はまず、PRSプロバイダーとなる民間のユニット・トラスト運用会社を選定し、彼らがPRS用に提供するファンド群の中から資金の振り向け先を選定する⁴⁴。加入者が運用会社のみ選定してファンドを選定しない場合、あらかじめ定められたデフォルト・ファンドに資金が振り向けられる。デフォルト・ファンドは規制上、年齢階層に応じたリスク・レベルが設定されている(図表34)。なお、EPFと異なり、あらかじめ定められた拠出頻度や拠出金額・割合はない。

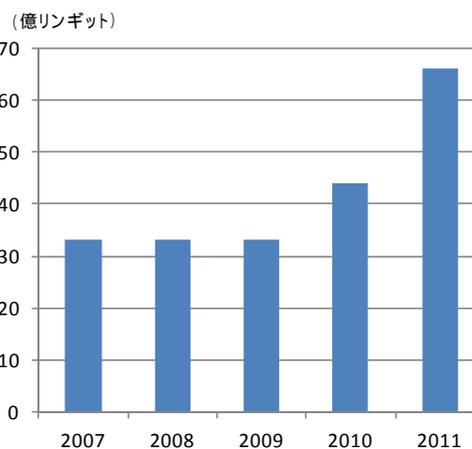
図表 32 年齢階層別基礎貯蓄額

年齢	基礎貯蓄額
18歳	1,000
20歳	3,000
25歳	9,000
30歳	18,000
35歳	29,000
40歳	44,000
45歳	64,000
50歳	90,000
55歳	120,000

(注) 実際は1歳刻みであるが、本表では便宜上、初年度を除いて5歳刻みとしている。単位はリングット。

(出所) EPF資料より野村資本市場研究所作成

図表 33 EPF-MIS 向け引出額推移



(出所) EPF統計より野村資本市場研究所作成

⁴⁴ 複数のプロバイダーを選定することもできる。

図表 34 PRS におけるデフォルト・ファンドの分類

	成長型ファンド	中間ファンド	保守型ファンド
年齢階層	40歳未満	40～50歳	50歳以上
資産クラス	株式比率最大70%	株式比率最大60%	株式比率最大20% 最低80%は債券、最低20%はMMF
海外投資	可能	可能	禁止

(出所) 証券委員会資料より野村資本市場研究所作成

加入者口座はレコード・キープ等の役割を担う私的年金アドミニストレーターが管理する。加入者の拠出金は、70%が退職年齢に到達後に引き出せるサブ・アカウント A に、30%が年 1 回引き出せるサブ・アカウント B に振り分けられる。他方、雇用主の拠出は任意となっているが、加入者・雇用主のいずれにも税優遇措置が講じられている⁴⁵。

PRS プロバイダー及び PRS 用のファンドは証券委員会の承認が必要であり、2013 年 3 月末時点では 8 社が承認を受けている（うち 4 社は大手 10 社、前掲図表 30）。うち 5 社は提供するファンドを決定しており、パブリック・ミューチュアルと CIMB プリンシパルはイスラム・ファンドも品揃えに加えている。

制度開始から間もないため、現時点では PRS の残高等の統計は出ていないが、資本市場マスター・プラン 2 は、PRS の残高が 2020 年に 309 億リンギットに達することを目標としている。

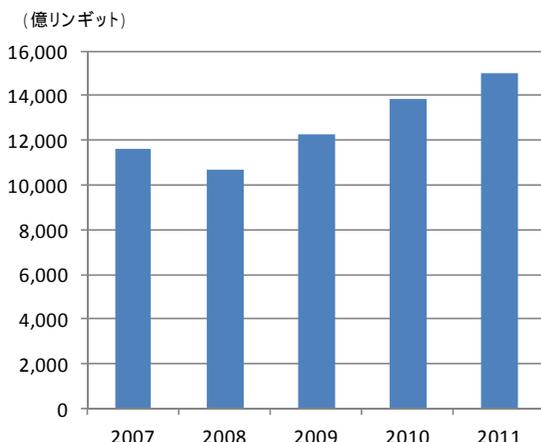
3) 家計金融資産

マレーシアの家計金融資産は、2011 年末時点で 1.5 兆リンギットと推計される（図表 35）。その内訳では、銀行預金が最も多いのは他のアジア諸国同様だが、EPF による貯蓄の割合が高いのが特徴と言えよう（図表 36）。もう一点、特徴的なのは、ユニット・トラストの占める割合が 16%となっていることである。タイ同様、これは我が国や米国を上回る水準であり、前述のプミプトラ・ファンドによるところが大きいと思われる。資本市場マスター・プラン 2 では、ユニット・トラストの家計部門における更なる普及が標榜されており、株式市場時価総額に対するユニット・トラストの純資産残高の割合を 2010 年の 18%から 2020 年には 34%に引き上げることを目標としている。

このように、資本市場マスター・プラン（1、2）では、特に個人投資家の裾野拡大に重点が置かれ、その下で様々な目標が設定されていることから、証券委員会も投資家教育に注力している。例えば、投資家の権利と責任を表現する”Your Investment, Your Rights, Your Responsibilities”の標語の下、様々な投資教育資料をウェブサイト提供するほか、証券委員会の外郭団体で投資家・仲介業者・企業役員等に研修プロゲ

⁴⁵ 加入者には 2012 年から 10 年間 3,000 リンギットまでの税額控除、雇用主には EPF の法定拠出率超過分について加入者の給与の 19%まで税額控除。

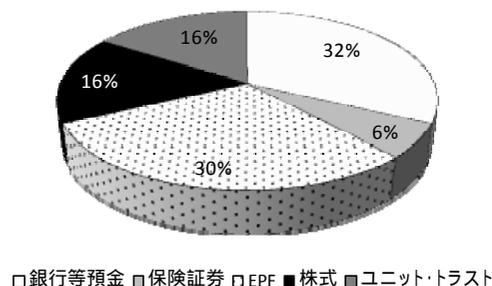
図表 35 家計金融資産残高推移



(注) 2011年は推計値。

(出所) Bank Negara Malaysia “Financial Stability and Payment Systems Report 2012”より野村資本市場研究所作成

図表 36 家計金融資産内訳



(注) 時点は2011年。

(出所) Bank Negara Malaysia “Financial Stability and Payment Systems Report 2012”より野村資本市場研究所作成

ラムを提供する証券業発展公社 (Securities Industry Development Corporation、SIDC) も個人投資家向け投資教育の専門ウェブサイト Malaysian Investor を立ち上げ、子供・10代・大学生と対象者を区分した金融教育サイト、ローン返済や税金対策等を含むフィナンシャル・プランニングの情報サイト、簡易なプランニング・ツールなどを提供している。

ファンド・パスポート構想と ASEAN 投資信託市場の将来

上記で見てきたように、ASEAN 三カ国における投資信託市場は、ほぼ一貫して右肩上がりで拡大してきており、個人投資家への投資信託の普及率は日米を上回る水準に達している。その要因は各々異なっており、タイは銀行による系列運用会社を活用した預金者への積極的な投信販売、シンガポールはオフショア市場としてのプロダクトと仲介業者の多様性、マレーシアは優遇措置を施された政府系ファンドの存在、などが挙げられよう。今後もアジアが先進国を上回る経済成長を遂げていくと見られる中で、ASEAN 全体においても、家計金融資産の拡大及び家計への高い投信普及率を背景にした投資信託市場の拡大が期待できる。

アジア投資信託市場の更なる拡大に向けては、市場統合の進展が重要となろう。アジアは欧州のような共通した制度インフラを持たない一方、各国市場の規模はさほど大きくないため、資産運用ビジネスにおいて規模の経済を生かして効率的に展開するのが難しい市場と言える。そうした問題の解決に向けた動きとして、アジア・ファンド・パスポートがある。

アジア・ファンド・パスポートとは、アジア域内の国で当局の承認を受けたファンドであれば、アジア域内の他国で当該ファンドを簡易な手続きで販売することができるという

もので、欧州の UCITS と同様の発想である。元はオーストラリアが 2010 年に構想したものであり、その後、議論の場は APEC に移っている。2010 年 10 月にクアラルンプールにおいて、シンガポールや日本などを含む政策対話が実施され、同年 11 月には横浜で開催された APEC 首脳会議でプライスウォーターハウスクーパースに委託された報告書⁴⁶が公表された。また、2011 年 3 月には香港でワークショップが開催され、オーストラリア、香港、日本、韓国、シンガポール、マレーシア、ニュージーランド、タイ、フィリピン、ベトナムが技術的側面を議論し、少数国によるパイロット・プログラムを 2012 年に開始することを目指すことで合意した。しかし、その後の進展は見られない。

アジア・ファンド・パスポートを巡っては、アジアでは欧州と異なり共通した制度インフラや通貨がないといった理由から、その実現を懐疑的に見る向きも依然根強い。特に、UCITS を用いてアジア展開している大手運用会社や中国は反対の姿勢を示している。他方、コスト面などで効率性の向上を図れる、投資家の選択肢の拡大に繋がるなどの理由から、支持する向きは多い。特に積極的なのはシンガポール及びオーストラリアである。前者は資産運用のハブとして、後者はスーパーアニュエーションにより、先進的な資産運用業を擁するという共通項があり、ファンド・パスポートを中国市場への橋頭堡と考えている模様である。

このようなファンド・パスポートの考え方は ASEAN でもある。ASEAN 資本市場フォーラム (ASEAN Capital Markets Forum) は、ASEAN 経済共同体 (AEC) の 2015 年創設に向けた AEC ブループリントを実現するべく、2009 年に ASEAN 資本市場統合計画 (Implementation Plan 2015) を策定した⁴⁷。その中で、集団投資スキームについて相互承認の仕組み (ファンド・パスポートを意味する) を導入することを提唱しており、2012 年までに非リテール投資家向け、2015 年までにリテール投資家向けのプロダクトで実現することを目的としている。これまでのところ、タイ SEC が適格投資家向けに ASEAN 他国の集団投資スキームの販売を解禁しているほか (前述)、シンガポール MAS も 2012 年 4 月、リテール投資家向け集団投資スキームにおける ASEAN 諸国間の相互承認について、ASEAN 諸国の当局にコンサルテーション・ペーパーを提示している。また、マレーシア及びインドネシアも検討しているとされる⁴⁸。もっとも、こうした取り組みは多数の国の参加が不可欠であり、現状では 2015 年までにリテール投資家向けのプロダクトで ASEAN ファンド・パスポート実現への道筋は見えていない。

このように、ファンド・パスポート構想は、その実現の可能性は現時点では不透明だが、運用会社にとってのアジアにおけるビジネス展開、ひいてはアジア / ASEAN 投資信託市場の更なる拡大に大きく影響するポテンシャルを持っている。他のアジア / ASEAN における資本市場統合に向けたイニシアチブと並んで、その動向が注目される。

⁴⁶ “Asia Region Funds Passport: The Future of the Funds Management Industry in Asia”

⁴⁷ 詳細については、門前太作「東南アジア資本市場統合への第一歩となるアセアン・トレーディング・リンクの始動」『野村資本市場クォータリー』2012 年春号参照。

⁴⁸ Dechert LLP “An ASEAN Funds Passport?” September 27, 2012