

個人投資家層の裾野拡大に向けて重要性が高まる

ASEAN 諸国の ETF 市場

北野 陽平

■ 要 約 ■

1. ASEAN 諸国は高い経済成長を背景として、国民の所得水準が向上し、中間所得層が拡大している。各国では、資本市場の発展に向けて、個人投資家の参加を促進するために様々な取組みが進められている。そうした中、上場投資信託（ETF）が、個人投資家層の裾野拡大に重要な役割を果たすと考えられる。ETF は、一般的に分散投資に活用され、売買・運用手数料が低く、透明性が高い等の特色を持ち、投資の未経験者や初心者でも投資しやすい金融商品である。
2. ASEAN 諸国の ETF 市場は総じて発展初期段階にあり、まだ市場規模が小さいものの徐々に拡大しつつある。もっとも、制度や発展度合いは国毎に異なる。特に、シンガポールは海外市場の ETF を自国市場に導入することで成長しており、他国とは一線を画している。他方で、共通の問題点として、ETF が個人投資家の間で十分に認知・理解されていないことが挙げられ、主な要因として投資家教育を担う金融機関が十分な役割を果たしていない点が指摘されている。その結果、活発な取引が行われず、流動性が低い市場となっている。
3. 米国と日本の ETF 市場では、証券会社（自己取引）と機関投資家が主導する形で市場の厚みを形成し、その後個人投資家が参加したことで市場拡大に拍車が掛かった。ASEAN 諸国においても、証券会社と機関投資家が積極的に取引に参加していることが ETF 市場発展の前提であると言える。その上で、証券取引所や証券会社による投資家教育を通じて、個人投資家の参加を促進することが不可欠である。
4. 中長期的な視点では、個人投資家による ETF へのアクセス向上につながる可能性として、①ETF を投資対象とする株式積立制度の普及、②資産拡大を重視する戦略を採る証券会社の増加、③集団投資スキームのクロスボーダーでの販売促進を目的とした枠組みの利用拡大、④オンライン上で投資家ニーズに適したポートフォリオを提案するロボ・アドバイザーの普及、が挙げられる。ETF 市場の発展は、個人投資家層の裾野拡大を通じて資本市場全体の持続的な成長を下支えすることが期待されよう。

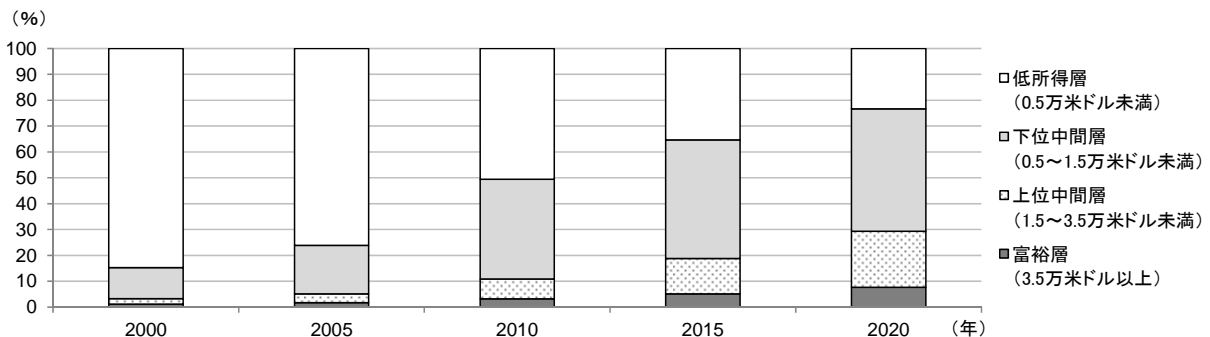
I. はじめに

ASEAN 諸国は高い経済成長を背景として、国民の所得水準が向上し、中間所得層が拡大している。経済産業省の通商白書によると、中間所得層の割合は2010年の46%から2020年には69%まで上昇すると予想されている¹（図表1）。各国では、資本市場の発展に向けて、個人投資家の参加を促進するために様々な取組みが進められる中、上場投資信託（ETF）が個人投資家層の裾野拡大に重要な役割を果たすと考えられる。ETFは、一般的に分散投資に活用され、売買・運用手数料が低く、透明性や売買の柔軟性が高い等の特色を有する。そのため、投資の未経験者や初心者でも比較的投資しやすい金融商品である。

ASEAN 諸国のETF市場は、米国や日本のETF市場と比較すると歴史が浅く、総じて発展初期段階にあり、市場規模はまだ小さいものの徐々にではあるが拡大しつつある。もっともASEAN 諸国のETF市場といっても、制度や発展度合いが異なるため、一括りにすることは必ずしも適切ではない。特に、シンガポールは海外市場のETFを自国市場に導入することで成長しており、他のASEAN 諸国のETF市場とは一線を画している。

そこで本稿では、他国に先行して発展を遂げてきたシンガポールのETF市場を概括し、続いてマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンの各国ETF市場の概要・特色を整理した上で、米国と日本のETF市場からの示唆を踏まえつつ、今後の展望について考察する。

図表1 ASEAN 主要6か国における所得階層別比率の推移



(注) 1. シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナムの6か国が対象。
2. 世帯可処分所得別の比率を示している。

(出所) 経済産業省「通商白書2011」（原典はEuromonitor International 2011）より野村資本市場研究所作成

II. シンガポールのETF市場の概要・特色

1. 海外市場のETF導入により発展してきたシンガポールのETF市場

シンガポール取引所には、2016年3月末時点で81銘柄のETFが上場しており、運用資産額（AUM）は29.7億米ドルである。このうち、株式ETFが59銘柄あり、13.6億米ドル

¹ また、消費者分析を手掛けるニールセンによると、東南アジアでは1日当たりの可処分所得が16~100米ドルと定義される中間層が、2012年の1.9億人から2020年には4億人まで増加すると予測されている。

の AUM を有しており、銘柄数、AUM とともに構成比が最も高い（図表 2）。

個々の ETF を見ると、AUM では、金価格に連動する SPDR[®] ゴールド・シェア、インドの株価指数に連動する i シェアーズ MSCI インディア・インデックス ETF、シンガポールの債券価格指数に連動する ABF シンガポール債券インデックス・ファンド、シンガポールの代表的な株価指数であるストレーツ・タイムズ指数²に連動する SPDR[®] ストレーツ・タイムズ・インデックス ETF が上位に名を連ねている（図表 3）。一方、売買代金では、SPDR[®] ゴールド・シェア、i シェアーズ MSCI インディア・インデックス ETF、SPDR[®] ストレーツ・タイムズ・インデックス ETF が上位に入っており、総じて AUM が大きい銘柄は売買代金も大きいという傾向がある（図表 4）。売買代金は上位 3 銘柄で全体の 56%、上位 10 銘柄では同 81% を占めており、特定の銘柄に売買が集中している。

図表 2 シンガポール取引所に上場する ETF の内訳

カテゴリー	銘柄数		AUM(億米ドル)	
		構成比		構成比
株式ETF	59	72.8%	13.6	46.0%
コモディティETF	6	7.4%	9.6	32.5%
債券ETF	10	12.3%	6.3	21.4%
マネーマーケットETF	6	7.4%	0.03	0.1%
合計	81	100%	29.7	100%

(注) 2016年3月末時点の数値。

(出所) シンガポール取引所より野村資本市場研究所作成

図表 3 シンガポール取引所に上場する ETF 上位 10 銘柄 (AUM ベース)

	カテゴリー	ETF名	対象指数・指標	設定時期	AUM (百万米ドル)
1	コモディティETF	SPDR [®] Gold Shares	スポット金価格	2006年10月	939
2	株式ETF	iShares MSCI India Index ETF	MSCI India Index	2006年6月	447
3	債券ETF	ABF Singapore Bond Index Fund	iBoxx ABF Singapore Bond Index	2005年8月	440
4	株式ETF	SPDR [®] Straits Times Index ETF	Straits Times Index	2002年4月	351
5	株式ETF	db x-trackers MSCI AC Asia Ex Japan Index UCITS ETF	MSCI AC Asia Ex Japan TRN Index	2009年7月	121
6	株式ETF	Nikko AM Singapore STI ETF	Straits Times Index	2009年2月	86
7	債券ETF	iShares J.P. Morgan USD Asia Credit Bond Index ETF	J.P. Morgan Asia Credit Index - Core	2011年6月	68
8	債券ETF	iShares Barclays Capital USD Asia High Yield Bond Index ETF	Barclays Asia USD High Yield Diversified Credit Index	2011年12月	65
9	株式ETF	CIMB FTSE ASEAN40 ETF	FTSE ASEAN 40 Index	2006年9月	41
10	株式ETF	Lyxor ETF China Enterprise	Hang Seng China Enterprise Index	2006年10月	37

(注) AUM は 2016 年 3 月末時点。

(出所) シンガポール取引所より野村資本市場研究所作成

² シンガポール取引所のメインボードに上場する時価総額上位 30 社の時価総額加重平均指数である。

図表 4 シンガポール取引所に上場する ETF 上位 10 銘柄 (売買代金ベース)

	カテゴリー	ETF名	対象指数・指標	売買代金 (百万米ドル)	売買シェア (%)
1	コモディティETF	SPDR® Gold Shares	スポット金価格	202.0	25.3
2	株式ETF	iShares MSCI India Index ETF	MSCI India Index	126.6	15.9
3	株式ETF	SPDR® Straits Times Index ETF	Straits Times Index	116.5	14.6
4	株式ETF	db x-trackers MSCI AC Asia Ex Japan Index UCITS ETF	MSCI AC Asia Ex Japan TRN Index	72.5	9.1
5	債券ETF	iShares Barclays Capital USD Asia High Yield Bond Index ETF	Barclays Asia USD High Yield Diversified Credit Index	28.0	3.5
6	株式ETF	db x-trackers MSCI Indonesia Index UCITS ETF	MSCI Daily TRN Net Emerging Markets Indonesia USD Index	25.1	3.1
7	債券ETF	iShares J.P. Morgan USD Asia Credit Bond Index ETF	J.P. Morgan Asia Credit Index - Core	24.9	3.1
8	株式ETF	db x-trackers MSCI China Index UCITS ETF	MSCI China TR Net Daily USD Index	19.9	2.5
9	株式ETF	db x-trackers FTSE China 50 UCITS ETF	FTSE China 50 index	17.7	2.2
10	株式ETF	db x-trackers MSCI Thailand Index UCITS ETF	MSCI Daily TR Net Daily Emerging Markets Thailand USD Index	15.7	2.0

(注) 売買代金は 2016 年 1~3 月の累計値。

(出所) シンガポール取引所より野村資本市場研究所作成

シンガポールの ETF 市場の特色として、海外市場に上場する ETF を国内市場に導入することで成長を遂げてきた点が挙げられる。81 本のうち、シンガポール籍の ETF は 8 本に留まり、ルクセンブルク籍やフランス籍の ETF が大半を占めている。運用会社別では、ドイツ銀行グループのドイチェ・アセット・マネジメントが運用する db x トラッカーズ ETF シリーズが 48 銘柄、フランスのソシエテ ジェネラルグループのリクソー・アセット・マネジメントが運用するリクソーETF シリーズが 21 銘柄である。これらの欧州籍の ETF は全て UCITS³に準拠した ETF である。このようにシンガポールは自前主義に拘泥せず、海外市場で実績がある ETF を自国市場に取り入れることで、投資家の多様なニーズに対応している。

2. シンガポールの ETF 市場における近年の動向

1) ETF の分類に係る規制緩和

シンガポールの ETF 市場における近年の制度面の動向として、商品分類に係る規制緩和が挙げられる。シンガポール通貨監督庁 (MAS) は、金融商品を特性に応じて Specified Investment Product (SIP) と Excluded Investment Product (EIP) に分類している。SIP はデリバティブが組み込まれている等、商品性が複雑であり、一定水準の投資知識・経験を有する投資家のみ購入することが認められている。ETF は原則的に SIP に分類される商品であるが、構造が単純な場合は EIP として分類することが認められ、どの投資家でも適合性確認なしで購入することが可能である。

³ UCITS とは、譲渡可能証券の集団投資事業 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) の略称であり、欧州委員会が制定した指令に準拠するファンドを意味する。

以前までは、EIP として認められた ETF は 10 銘柄未満しかなく、一般の個人投資家にとっての選択肢が限定されていた。そうした中、シンガポール取引所は個人投資家による ETF への投資を促進するために、SIP の条件緩和を MAS に要請した。MAS としても、個人投資家による幅広い金融商品へのアクセス向上の重要性を強く認識していたため、投資家の利益が損なわれないことに配慮しつつ、リスクヘッジ目的のデリバティブが組み込まれた ETF については EIP への分類を認めることを 2015 年 4 月に発表した。この結果、EIP は約 20 銘柄⁴まで増加し、AUM では全体の約 8 割を占めている。

2) シンガポール取引所によるインデックス・ビジネスの開始

世界的にアクティブ運用に対する高い手数料の正当化が困難となる中、アジアにおいてもインデックス投資に対するニーズが高まっている。シンガポール取引所はそうした流れを受けて、インデックス業界における存在感の向上に向け、2015 年にアジアの証券取引所として初めてインデックス事業協会 (IIA)⁵に加盟した。その後、シンガポール取引所は同年 10 月、アジアの発行体や投資家のニーズに合わせたインデックスを組成・提供することを目的として、インデックス・ビジネスを手掛ける SGX Index Edge と呼ばれるユニットの設置を発表した⁶。12 月には、不動産、ヘルスケア、鉱物、石油・ガス、海事の 5 セクターにおける株式から構成される 11 本のテーマ別株式インデックスの提供を開始した。

シンガポール取引所は、提供されるインデックス数が増加するほど、ETF の発行が促進されると考えており、長期的に 50 以上のインデックスを提供することも視野に入れている⁷。他方で、市場関係者からは、シンガポール取引所のインデックス・ビジネスに対して厳しい見方もある。シンガポールの株式市場では大手インデックス・プロバイダーである FTSE や MSCI により 20 以上のインデックスが既に提供されており、シンガポール取引所の参入余地は大きくないと見られている。

今後、シンガポール取引所によるインデックス・ビジネスの拡大が実現すれば、ETF 市場の更なる発展の弾みとなる可能性がある。

III. 他の ASEAN 主要国における ETF 市場の概要・特色

1. シャリーア適格の ETF が存在感を高めているマレーシアの ETF 市場

マレーシアの ETF 市場は、ASEAN 諸国の中ではシンガポールに次いで規模 (AUM ベース) が大きく、2016 年 4 月時点で 8 銘柄が上場し、AUM は 4.5 億米ドルである。内訳は、

⁴ シンガポール取引所のウェブサイトによると、EIP は 2016 年 4 月時点で 19 銘柄ある。

⁵ IIA はインデックス業界初の業界団体であり、2012 年 3 月にグローバルの大手インデックス・プロバイダーである MSCI、S&P、FTSE により設立された。

⁶ 証券取引所がインデックスを提供する事例は他にもあり、例えばインターコンチネンタル取引所やドイツ取引所である。

⁷ “Singapore Exchange releases first lot of in-house indexes,” *The Straits Times*, 2 December 2015.

株式ETFが7本、債券ETFが1本であるが、AUMの構成比は株式ETFが20%、債券ETFが80%となっている。個々のETFを見ると、AUMが最も大きい銘柄は債券ETFのABFマレーシア債券インデックス・ファンドである（図表5）。

ABFマレーシア債券インデックス・ファンドは、マレーシアの国債・政府系機関債を対象とする債券価格指数に連動するETFである。当該ETFが設定された背景には、他のASEAN諸国にも共通する政策的な意図がある。1997年に発生したアジア通貨危機の教訓から、アジア債券市場を育成する重要性が認識され、EMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）⁸を通じた中央銀行間協力の一環として、2003年にアジア・ボンド・ファンド（ABF）に創設された⁹。当初、ABFはアジアの政府・政府系機関が発行する米ドル建て債券を投資対象としていたが、2005年に現地通貨建て債券を投資対象とするアジア・ボンド・ファンド2（ABF2）の運用が開始された。ABF2は、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンを含む8か国の債券にクロスボーダーで投資するABF汎アジア債券インデックス・ファンドと8か国の国別ファンド¹⁰の計9ファンドから構成されている。

株式ETFについては、マレーシア取引所の代表的な株価指数であるクアラルンプール総合株価指数（KLCI）¹¹に連動するFTSEブルサマレーシアKLCIETFが上場しているが、規模が小さくAUMは僅か80万米ドルに留まる。むしろ、大きな存在感を持っているのはシャリーア（イスラム法）適格のETFである。全8銘柄のうち4銘柄がシャリーア適格の

図表5 マレーシア取引所に上場するETF一覧

カテゴリー	ETF名	対象指数・指標	設定時期	AUM (百万米ドル)	構成比
株式ETF	CIMB FTSE China 50 ETF	FTSE China 50 Index	2010年7月	3.6	1.1%
	FTSE Bursa Malaysia KLCI ETF	FTSE Bursa Malaysia KLCI Index	2007年7月	0.8	
	CIMB FTSE/ASEAN 40 Malaysia ETF	FTSE/ASEAN 40 Index	2010年7月	0.6	
株式ETF (シャリーア適格)	MyETF Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25	Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 Index	2008年1月	71.3	19.3%
	MyETF-MSCI Malaysia Islamic Dividend	MSCI Malaysia IMI Islamic High Dividend Yield 10/40 index	2014年3月	5.7	
	MyETF Thomson Reuters Asia Pacific ex-Japan Islamic Agribusiness	Thomson Reuters Asia Pacific ex-Japan Islamic Agribusiness Index	2015年11月	4.6	
	MyETF MSCI South East Asia Islamic Dividend ETF	MSCI South East Asia IMI Islamic High Dividend Yield 10/40 index	2015年5月	4.5	
債券ETF	ABF Malaysia Bond Index Fund	Markit iBoxx ABF Malaysia Bond Index	2005年7月	354.7	79.6%
合計				445.7	100%

（注） AUMは2016年4月14日時点。米ドルへの換算も同日の為替レートを適用している。

（出所） マレーシア取引所、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁸ 各国・地域の金融運営や中央銀行業務等に関する情報・意見を交換する場として1991年に発足した。シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、日本を含む11か国・地域の中央銀行及び通貨当局がメンバーとなっている。

⁹ ABFの詳細は、日本銀行「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」（2005年10月）を参照。

¹⁰ 各国ファンドのファンド・マネージャーは、EMEAPメンバーにより任命される。

¹¹ KLCIは、メインボードに上場している時価総額が大きく流動性の高い上位30銘柄で構成される指数である。

ETFであり、AUMでは全体の約2割を占めている。シャリーア適格のETFは全て、政府系運用会社であるi-VCAP マネジメント¹²によりMyETFブランドで運用されている¹³。

シャリーア適格のETFが大きな存在感を持つ背景として、イスラム金融の国際的なハブを標榜するマレーシアでは、イスラム金融市場の更なる発展が国策の一つとして掲げられている。マレーシア証券委員会（SC）が2011年に発表した資本市場マスタープラン2では、イスラム資本市場の規模¹⁴を2010年末の1.05兆リンギット（約27.8兆円）から2020年末には2.88兆リンギットまで拡大させる目標が示されている。また、マレーシア中央銀行が2011年に発表した金融セクター・ブループリントにおいても、イスラムファンドの運用拡大の方針が打ち出されている。

SCは2014年、マレーシアの資本市場の発展を推進する中心的な役割を担う機関として、キャピタル・マーケット・マレーシア（CM²）を創設した。CM²はETF市場の現状に満足しておらず、発展を妨げる要因を特定するために現在調査を行っており、2016年内に調査結果を発表する方針である¹⁵。

2. 多様な銘柄が上場しているタイのETF市場

タイ証券取引所には、2016年4月時点で21銘柄のETFが上場しており、AUMは3.1億米ドルである。内訳は、株式ETFが16銘柄、コモディティETFが4銘柄、債券ETFが1銘柄であるが、AUMの構成比は株式ETFが34%、コモディティETFが11%、債券ETFが55%となっている。個々のETFを見ると、ABFタイ債券インデックス・ファンドのAUMが最も大きく、マレーシアのETF市場と同じ構図である（図表6）。

株式ETFについては、タイ証券取引所の総合株価指数であるSET指数に連動するETF

図表6 タイ証券取引所に上場するETF上位10銘柄（AUMベース）

	カテゴリー	ETF名	対象指数・指標	設定時期	AUM (百万米ドル)
1	債券ETF	ABF Thailand Bond Index Fund	iBoxx ABF Thailand Index	2006年2月	182.6
2	国内株式ETF	ThaiDEX SET 50 Exchange Traded Fund	SET 50 Index	2007年9月	65.7
3	コモディティETF	Bualuang Chay Gold ETF	純度96.5%の国内金塊価格	2011年11月	10.4
4	コモディティETF	KTAM Gold ETF Tracker	純度99.5%の金塊価格	2011年8月	10.1
5	コモディティETF	K Gold ETF	純度96.5%の国内金塊価格	2011年10月	8.3
6	コモディティETF	Thanachart Gold ETF	純度99.5%の海外金塊価格	2012年4月	6.4
7	海外株式ETF	W.I.S.E. KTAM CSI 300 China Tracker	CSI 300 Index	2010年11月	5.9
8	国内株式ETF	KTAM SET Energy ETF Tracker	SETエネルギー・公益セクターの株式	2013年3月	3.7
9	国内株式ETF	KTAM SET Banking ETF Tracker	SET銀行セクターの株式	2012年11月	3.1
10	国内株式ETF	KTAM SET Commerce ETF Tracker	SET商業セクターの株式	2013年6月	2.0

（注） AUMは2016年4月12日時点。米ドルへの換算も同日の為替レートを適用している。

（出所）タイ証券取引所、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹² 政府系ファンドのカザナ・ナショナルが33.33%出資するバリュー・キャップの100%子会社である。

¹³ マレーシアには、i-VCAP マネジメント以外に、アムファンズ・マネジメントとCIMB プリンシパル・アセット・マネジメントの2社のETFプロバイダーがある。

¹⁴ シャリーア適格企業の株式時価総額とスクーク（イスラム債）の発行残高の合計。

¹⁵ CM²へのヒアリングに基づく。

はないが、SET50 指数と SET100 指数に連動する ETF が上場している。SET50 指数はメインボードに上場している時価総額が大きく流動性の高い 50 社、SET100 指数は同 100 社から構成されている。SET50 指数に連動する ETF は 2 銘柄あり、そのうちの 하나가株式 ETF の中で AUM が最も大きい。

タイの ETF 市場の特色として、銘柄の多様性が挙げられる。海外市場の ETF を導入しているシンガポールは別として、銘柄数は他の ASEAN 諸国の倍以上であり、銀行、商業、食品・飲料、通信、エネルギー・公益といった特定セクターのパフォーマンスに連動する ETF や中国、日本、米国等の海外株価指数に連動する ETF が上場している。多様な ETF の上場を可能にしているのがプレーヤーの数である。タイ証券取引所のウェブサイト(2016 年 4 月現在)によると、ETF プロバイダーが 7 社、指定参加者¹⁶が 14 社、マーケットメーカーが 8 社あり、ASEAN 諸国の中では多いと言える。

また、コモディティ ETF が比較的大きな存在感を持っている点も特色の一つである。コモディティ ETF は 2011 年に運用が開始され、4 銘柄が上場しており¹⁷、4 銘柄とも AUM では上位を占めている。コモディティ ETF は全て金価格に連動する ETF であるが、国内の金価格に連動するタイプと海外の金価格に連動するタイプがある。金 ETF が 4 銘柄も上場している背景には、金投資が高い人気を得ていることが挙げられる。タイにおける金の投資需要は、ASEAN 諸国の中では最大であり、アジア全体でも中国、インドに次いで 3 番目に大きい¹⁸。

なお、タイの ETF 市場では、外国籍 ETF の上場が制度上認められているが、これまでのところ実績はない。

3. 近年新規銘柄が継続的に上場しているインドネシアの ETF 市場

インドネシア証券取引所には、2016 年 4 月時点で 9 銘柄の ETF が上場しており、AUM は 3.0 億米ドルである。内訳は、株式 ETF が 8 銘柄、債券 ETF が 1 銘柄であるが、AUM の構成比は株式 ETF が 43%、債券 ETF が 57%となっている(図表 7)。個々の ETF を見ると、マレーシアやタイの ETF 市場と同様に、ABF インドネシア債券インデックス・ファンドの AUM が最も大きい。

株式 ETF については、インドネシア証券取引所の総合株価指数であるジャカルタ総合指数に連動する ETF はないが、LQ45 指数と IDX30 指数に連動する ETF が上場している。LQ45 指数はメインボードに上場する流動性が高く時価総額が大きい 45 社、IDX30 指数は LQ45 指数に含まれる企業のうち特に流動性が高い 30 社から構成されている。2007 年 12 月に LQ45 指数に連動する ETF が上場して以降、次の ETF が上場するまで約 5 年が経過したものの、2012 年以降は継続的に新たな ETF が上場している。

¹⁶ 運用会社との間で ETF の設定・解約を行う証券会社を指す。

¹⁷ 金 ETF は 2016 年 2 月までは 5 銘柄が上場していた。

¹⁸ World Gold Council, "Gold Demand Trends Full Year 2015," February 2016 によると、2015 年における世界全体の金投資需要量は 1,012 トンで、そのうち中国が 201 トン、インドが 195 トン、タイが 78 トンであった。

図表7 インドネシア証券取引所に上場するETF一覧

カテゴリー	ETF名	対象指数・指標	設定時期	AUM (百万米ドル)	構成比
株式ETF	Indo Premier ETF LQ-45	LQ45 Index	2007年12月	50.5	43.0%
	Indo Premier ETF IDX30	IDX30 Index	2012年10月	18.1	
	Premier ETF Indo State-Owned Companies	国営企業の株式	2015年10月	17.2	
	Premier ETF Shariah JII	JII Index	2013年4月	16.5	
	Premier ETF SMINFRA18	SMI Infrastructure Index	2014年2月	9.5	
	Premier ETF Indo Financial	金融セクターの株式	2014年11月	9.2	
	Premier ETF Indo Consumer	消費者セクターの株式	2013年4月	4.5	
	Indo Premier ETF SRI Kehati	SRI-Kehati Index	2014年9月	2.8	
債券ETF	ABF Indonesia Bond Index Fund	iBoxx ABF Indonesian Index	2007年12月	169.8	57.0%
合計				298.0	100%

(注) AUMは2016年4月15日時点。米ドルへの換算も同日の為替レートを適用している。

(出所) インドネシア証券取引所、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

インドネシアのETF市場の発展を妨げている要因の一つとして、ETFのプレーヤーの数が少ない点が挙げられる。ETFプロバイダーは、インド・プレミア・インベスト・マネジメントとバハナTCWインベストメント・マネジメント¹⁹の2社のみである。但し、バハナTCWインベストメント・マネジメントは戦略的にアクティブ・ファンドの運用に注力しており、前述の債券ETF以外にはETFを運用していないことから、実質的にはETFプロバイダーは1社と言える。なお、マーケットメーカーについても、インド・プレミア証券1社のみとなっている²⁰。

また、近年着実に新たなETFが上場しているとはいえ、特定のセクターに連動するETFに関しては既に消費、金融、インフラといった様々なセクターが導入されており、やや手詰まり感が出てきている。そうした中、今後は、例えばイスラム金融産業の発展を推進する政府・金融監督当局の政策に沿う形でシャリーア適格のETFを拡充、もしくはコモディティETFのような新しいカテゴリーのETFを開発する等、従来とは異なる展開が求められよう。

4. 黎明期にあるフィリピンのETF市場

フィリピン証券取引所には、2016年4月時点で2銘柄のETFが上場しており、AUMは2.9億米ドルである。内訳は、株式ETFと債券ETFが各々1本で、AUMの構成比は株式ETFが8%、債券ETFが92%である(図表8)。債券ETFは、他のASEAN諸国と同様に、政策的な目的で運用が開始されたABFフィリピン債券インデックス・ファンドである。株式ETFについては、フィリピン証券取引所に上場する商工業、不動産、鉱業、石油セクターに属する30社で構成されているフィリピン総合指数に連動するETFであり、ファースト・メトロ・アセット・マネジメントにより運用されている。

¹⁹ 国営企業のバハナが6割、米運用会社のTCWグループが4割出資する合弁企業であり、1994年に設立された。

²⁰ 現地でのヒアリングに基づく。

図表 8 フィリピン証券取引所に上場する ETF 一覧

カテゴリー	ETF名	対象指数・指標	設定時期	AUM (百万米ドル)	構成比
株式ETF	First Metro Philippine ETF	PSE Index	2013年12月	21.9	7.5%
債券ETF	ABF Philippines Bond Index Fund	iBoxx ABF Philippines Index	2006年4月	271.2	92.5%
合計				293.1	100%

(注) AUMは2016年4月15日時点。米ドルへの換算も同日の為替レートを適用している。

(出所) フィリピン証券取引所、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 9 各国の証券取引所における上場企業数及び時価総額

(単位: 社、億米ドル)

	フィリピン						シンガポール (2015年)	マレーシア (2015年)	タイ (2015年)	インドネシア (2015年)
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年				
上場企業数	253	253	254	257	263	265	769	902	639	521
時価総額	157	165	229	217	262	239	640	383	349	353

(注) 各年の数値は年末時点。

(出所) 国際取引所連合より野村資本市場研究所作成

フィリピンのETF市場は、他のASEAN諸国と比較しても発展が遅れている。その背景として、ETFに関する規則が整備され、実質的に初となるETFの運用が開始されたのが2013年12月と、まだそれほど長い年月が経過していないことが挙げられる。前述の通り、インドネシアでは初の株式ETFが上場してから次のETFが開発されるまでに約5年が経過し、その後銘柄の幅が広がったことに鑑みると、現時点でフィリピンのETF市場を評価するのは時期尚早と言える。

フィリピンは、株式市場全体を見ても他のASEAN諸国と比べて規模が小さい。2015年末の上場企業数と時価総額はともにASEAN主要5か国の中で最下位であり、上場企業数はマレーシアの3分の1未満となっている(図表9)。株式市場とETF市場の規模は必ずしも比例しないものの、株式市場が発達していることはETF市場が発展するための要件である。フィリピン証券取引所の上場企業数は緩やかながら右肩上がりに増加しており、2016年は8~10社の新規上場が計画されている²¹。今後、上場企業数が増加していけば、特定のセクター²²に連動するETFをはじめとして、銘柄の幅が広がっていく余地は大きいと考えられよう。

IV. ASEAN 諸国の ETF 市場に共通する問題点

1. ETF に対する低い認知度

ASEAN 諸国の ETF 市場は、以上の通り、発展の度合いや特色に違いが見られるが、共

²¹ “IPO hopefuls watching mart dev’ts,” *BusinessWorld*, 21 January, 2016.

²² フィリピン証券取引所には、金融、資本財、鉱業・石油、不動産、サービス等のセクター指数がある。

通の問題点として、ETFの存在やメリットが個人投資家の中で十分に認知・理解されていないことが挙げられる。ASEAN 諸国では独立系ファイナンシャル・アドバイザーの存在感は小さく、投資家は金融機関の助言に基づいて投資するのが一般的である。その点で、金融機関が投資家教育の重要な担い手と言える。しかし、例えば金融機関は投資信託を販売する際、ETFよりも販売手数料が高いミューチュアル・ファンドを推奨する傾向が強い。また、金融機関自身がETFの商品性やメリットを十分に理解していないこともある。いずれにせよ、投資家教育を担う金融機関が十分な役割を果たしていないのが現状である。

この背景として、各国の政府・金融監督当局が作成する資本市場の発展に向けたマスタープランやブループリントにおいて、投資信託市場を育成する方針は打ち出されているものの、ETFについては明確な方針が示されていないことが影響していると考えられる。そのため、ETFを推奨するというカルチャーが醸成されておらず、結果的にETFが適している投資家に対しても、金融機関側の都合でミューチュアル・ファンドの販売が優先されている。

実際に、ASEAN 諸国では、ミューチュアル・ファンド市場はETF市場と比較するとはるかに発展している。例えば、マレーシアにおける2016年2月末のユニット・トラストとホールセール・ファンドの総AUMは4,327億リンギット（約11.6兆円）で、ETF市場の200倍超の規模である。また、タイにおける2014年末のミューチュアル・ファンド²³のAUMは2.9兆バーツ（約10.7兆円）であり、ETF市場の200倍超の規模である。他にも、インドネシアのように、REIT市場の育成に重点が置かれているケースもある²⁴。

2. 認知度の低さに伴う影響

個人投資家の中でETFの認知度が低いと、市場参加者の数が限られている。その結果、ETF市場では活発な取引が行われず、売買代金は低水準に留まっている（図表10）。売買代金をAUMで除した売買回転率は、ASEAN 諸国で最も高いシンガポールでも100%を下回っており、米国や日本と比較すると流動性が極めて低い市場となっている。

また、流動性が低い別の要因として、ETF市場に流動性を供給するマーケットメーカーの数が少ない点やマーケットメーカーが十分に機能していない点も指摘されている。例えば、インドネシアではマーケットメーカーが1社しかなく、マレーシアではマーケットメーカーが5社あるものの、活発に活動しているのは1社のみと言われている²⁵。この理由として、証券会社がマーケットメーカーとなって積極的に価格を提示することに対して十分なインセンティブが付与されていない点が挙げられる。

市場の流動性が低いことに伴う影響として、主に次の2点が挙げられる。第一に、機関

²³ 債券ファンド、株式ファンド、ミックスファンドを対象としており、プロパティファンド、インフラファンド、不動産投資信託（REIT）等は除いている。

²⁴ インドネシアではインフラ開発が最優先課題の一つであり、REITはその受け皿になり得ると考えられており、市場拡大に向けて、税制優遇措置に関する議論が行われている。

²⁵ マレーシア取引所へのヒアリングに基づく。

図表 10 各国の ETF 市場における売買代金の推移

(単位: 百万米ドル)

	売買代金						AUM
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	
シンガポール	5,372	7,942	4,151	2,591	1,854	2,110	2,965
マレーシア	88	94	51	44	18	114	446
タイ	118	315	454	250	137	158	310
インドネシア	0.6	0.3	0.8	2.1	0.7	1.1	298
日本	46,422	58,669	54,861	236,556	306,644	511,100	134,466
米国	8,410,417	13,789,944	9,754,251	10,284,945	11,644,627	13,171,742	2,100,000

- (注) 1. AUMはシンガポールが2016年2月末、その他ASEAN諸国が2016年4月、日本と米国が2015年末時点。
 2. フィリピンの売買代金はデータが提供されていない。
 3. 米国の売買代金は、ナスダックとニューヨーク証券取引所の合計値。
 (出所) シンガポール取引所、国際取引所連合、投資信託協会、米国投資会社協会、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

投資家はマニフェスト上の制約により、流動性が低いETFに投資できない可能性がある²⁶。第二に、運用会社としても、流動性が低いETF市場に敢えて参加するよりも、活発な売買が見込まれるミューチュアル・ファンドの運用を優先しようとする。そのため、新たなETFの発行につながらず、結果的に投資家の数や売買代金が増加せず、流動性が向上しないという悪循環に陥っている。

以上を踏まえると、ETFの認知度向上に向けて金融機関が投資家教育を推進し、個人投資家の参加拡大を促進することが不可欠である。また、金融機関を啓蒙するという点では、規制当局や証券取引所が果たすべき役割も大きいと言える。

V. 米国と日本のETF市場からの示唆

1. 米国と日本におけるETF市場の発展の歴史

米国や日本では1990年代にETFが導入され、ASEAN諸国のETF市場よりも長い歴史を持っている。両国のETF市場は、開始当初から短期間で急速に拡大したわけではなく、様々な取組みや制度整備を経て着実に成長を遂げてきた。米国及び日本とASEAN諸国では、金融セクターの構造、資本市場の規模、投資家層の厚みといった前提が異なるが両国のETF市場の発展過程はASEAN諸国のETF市場にも参考になる部分があると考えられる。

1) 個人投資家の参加や商品のイノベーション等により成長を遂げてきた米国のETF市場

米国のETF市場には、2015年末時点で1,594銘柄が上場し、AUMは2.1兆米ドルであり、グローバルで約8割のシェアを占めている。最初のETFは、通称スパイダーとして知られるS&Pデポジタリー・レシート(SPDR)であり、1993年に導入された。2000年以降、

²⁶ もっとも、機関投資家はインデックスに連動したポートフォリオを独自に構築することが可能であり、ETFに投資する必要があるのかという議論もある。

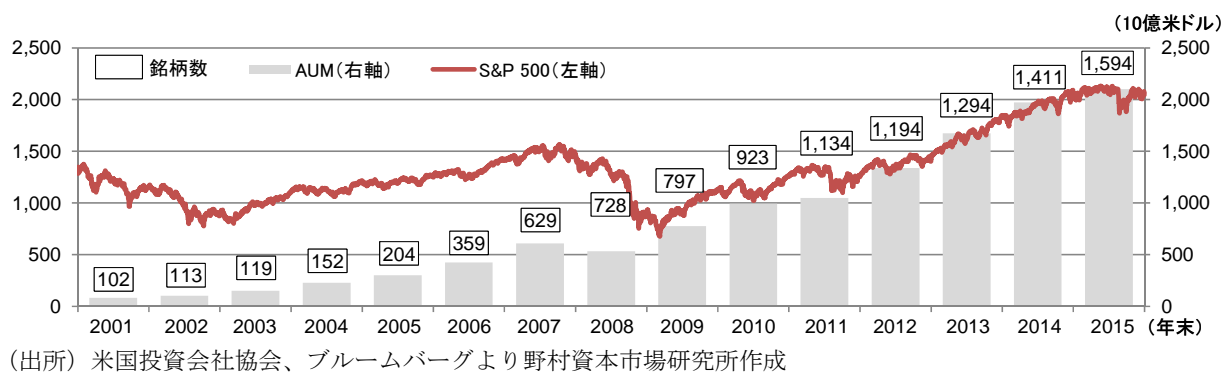
リーマン・ショックの影響で一時的に AUM が減少した 2008 年を除くと、ETF 市場は一貫して拡大してきた（図表 11）。

元々、ETF の投資家層は機関投資家が中心であり、ヘッジファンド等が現物株を保有し、ETF を空売りして価格下落リスクを回避するヘッジ取引等において活用されることが多かった。ETF が導入された当初は、S&P 500 やダウジョーンズ工業株価平均等の代表的な株価指数に連動した ETF が大宗を占めていた。1990 年代終盤にセクター株価指数に連動した ETF が上場したことを皮切りに、グローバル・海外株価指数、債券価格指数、コモディティ価格に連動する ETF が次々に導入された。

2000 年代中盤から ETF 市場の発展が加速し始めた要因として、個人投資家の拡大が挙げられる。元来 ETF が個人投資家に適した商品特性を有していることに加え、ETF のプレーヤーによる投資家教育やファイナンシャル・アドバイザーに対するマーケティング活動の推進が個人投資家の参加を後押しした²⁷。例えば、ETF 取引の中心市場であったアメリカン証券取引所（AMEX）²⁸と大手 ETF プロバイダーであるステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、主要 ETF について専門ホームページやロゴを作成し、インターネットから商品知識や価格等に関する情報や目論見書へのアクセスを容易にするとともに、個人投資家の関心を引き付けるために新聞・雑誌・テレビ広告を展開した。また、AMEX は、研修サービス業者や証券会社が開催するカンファレンスやセミナーに専門家を派遣して、ETF に関する教育・研修に積極的に取り組んできた。他にも、もう一つの大手 ETF プロバイダーであったバークレイズ・グローバル・インベスターズ²⁹は、個人投資家への情報提供だけでなく、顧客との対話を想定したケーススタディやビデオの配信、オンラインによるセミナーを通じて、ファイナンシャル・アドバイザー向けの情報提供を充実させた。

また、市場拡大の別の要因として、投資家の志向変化に伴い、証券会社や運用会社が ETF

図表 11 米国の ETF 市場の規模と S&P500 指数の推移



²⁷ 詳細は、関雄太「個人投資家の資産運用への活用がすすむ米国 ETF」『資本市場クォーターリー』2005 年夏号参照。

²⁸ 2004 年にナスダック市場と合併し、現在は全米証券業協会（NASD）という組織の下に置かれている。

²⁹ 2009 年にブラックロックと経営統合したため、現在はブラックロックとなっている。

ビジネスの戦略転換を図ったことが挙げられる³⁰。リーマン・ショック以降、個人投資家は低コスト、分散投資、高い透明性を重視するようになり、ETF への志向を強めた。その結果、従来は ETF を避けていた証券会社も戦略的に ETF を取り入れざるを得なくなった。そうした中、他社との差別化を図るため、売買手数料を引き下げるまたは無料にする代わりに、ETF による預かり資産の拡大を図る証券会社が現れた。2010 年、ETF のみでポートフォリオを構築する ETF ラップがチャールズ・シュワブにより導入された。その後、フィデリティは追随する形で、一部の ETF について売買手数料だけでなく運用手数料も無料にする戦略を採った。証券会社や運用会社によるこうした ETF ビジネスの戦略転換の結果、個人投資家はより低コストで ETF に投資することが可能になった。

さらに、投資家の多様なニーズに対応するため、商品のイノベーションが行われてきたことも市場拡大に貢献してきた³¹。特に 2008 年以降、①対象指数のパフォーマンスの数倍に連動するレバレッジ型 ETF、②対象指数のパフォーマンスを上回るようにポートフォリオの組み替えが行われるアクティブ型 ETF、③特定の将来時点に向けてポートフォリオの見直しが自動的に行われるターゲット・デット ETF、④バリューや規模等のファクターをインデックスに取り込んだスマートベータ型 ETF、といった新たな運用手法による ETF が開発されてきた。

2) 市場規模は近年拡大しているが投資家教育がまだ道半ばである日本の ETF 市場

日本の ETF 市場には、2015 年末時点で 145 銘柄が上場しており、AUM は 16.2 兆円である。欧米主要国との比較では規模が小さいものの、ASEAN 主要 5 か国の ETF 市場の 30 倍超の規模である。日本の ETF 市場は比較的長い歴史を有しており、1980 年代後半のバブル崩壊後、株式市場が低迷する中、市場活性化を目的して、1995 年に日経株価指数 300 に連動する ETF が導入された。しかし、当時は海外市場で主流となっていた現物設定・現物交換型の ETF が認められなかったこと等により、追随する銘柄が現れなかった。ETF の上場が本格化したのは、2001 年に投信法施行令等の改正により現物設定・現物交換型の ETF の設定が可能となり、日経平均株価や東証株価指数 (TOPIX) に連動する ETF が導入された時からである。

2001 年以降、特定の株価指数に連動する ETF だけが上場を認められていたが、市場拡大を目的として、2007 年 12 月に金融庁より商品多様化の方針³²が発表された。その後、セクター別、規模別、テーマ別の株価指数に連動する ETF や、外国株式、債券、REIT、コモ

³⁰ 詳細は、石井康之「金融危機後に米国個人投資家へ浸透する ETF とリテール金融機関」『資本市場クォーターリー』2011 年春号参照。

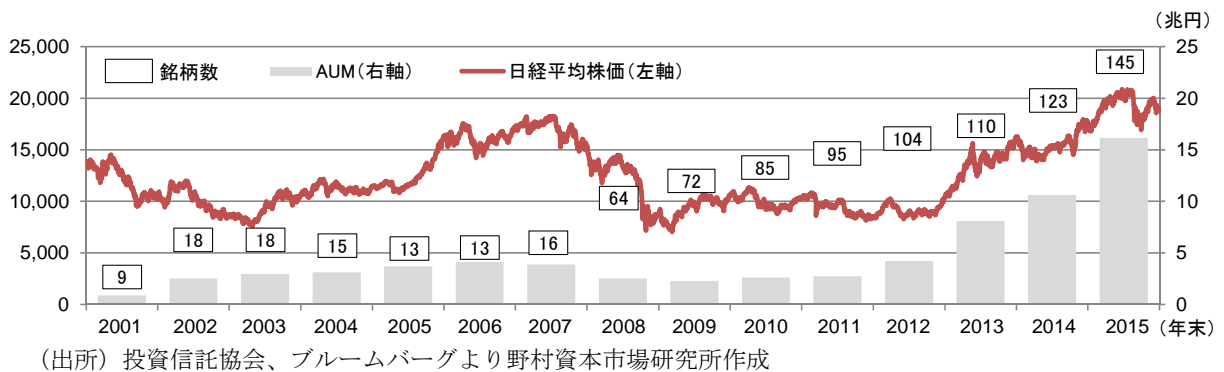
³¹ 詳細は、三宅裕樹「金融危機下において注目が集まる米国 ETF 市場—参入機会を模索する運用会社の取り組み」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号、岡田功太「最近の米国 ETF 業界におけるイノベーション—スマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号 (ウェブサイト版) 参照。

³² 金融庁が発表した「金融・資本市場競争力プラン」では ETF の多様化に向けて、①株価指数連動型 ETF の多様化、②株式以外の上場有価証券を投資対象とする ETF の解禁、③商品先物等を投資対象とする ETF の解禁、という方針が示された。

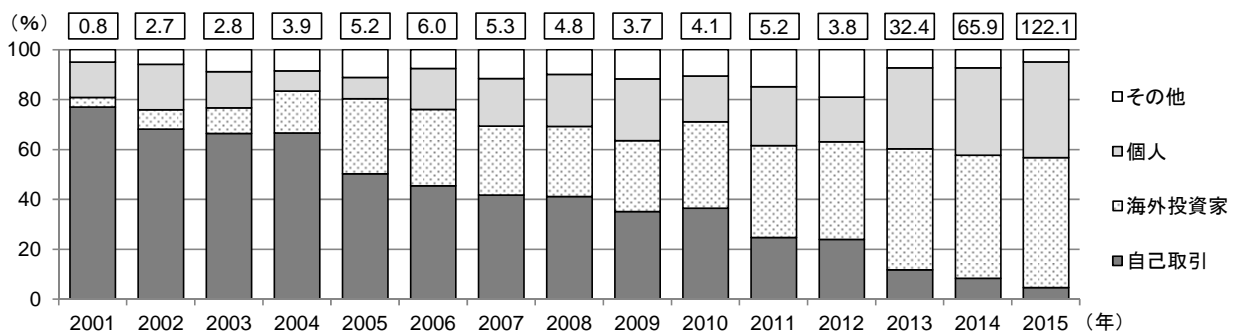
ディティの価格に連動するETFが次々に上場した。商品の多様化に伴い銘柄数が大幅に増加した一方で、株価が低迷する中でAUMは伸び悩んだ(図表12)。2013年以降は、株価の上昇と日銀による金融政策を目的としたETFの買入れによりAUMが急拡大し、2012年末の4.2兆円から2015年末には16.2兆円まで増加した。

ETF市場の発展を牽引してきたプレーヤーは、主に証券会社(自己取引)と海外投資家である。投資部門別の売買状況を見ると、自己取引は2001年に全体の77%を占めた(図表13)。その後、海外投資家による売買が増加し、2012年には海外投資家が39%、自己取引が24%と両取引主体で5割超を占めた。売買代金は、2012年から2013年にかけて3.7兆円から32.4兆へと急拡大し、2014年に65.9兆円、2015年に122.1兆円と顕著な増加が続いた。主な要因は、株価の上昇に伴って海外投資家や個人投資家による売買が活性化したことである。また、2012年にレバレッジ型・インバース型ETF³³が導入され、短期的なリターンを追求する個人投資家の人気を集めた点も挙げられる。個人投資家のETF売買代金は、2012年に約6,500億円だったが、2015年には約45兆円まで増加した。

図表12 日本のETF市場の規模と日経平均株価の推移



図表13 日本のETF市場における投資部門別の売買代金及び構成比の推移



(注) 1. 棒グラフの上に位置する四角の枠で囲まれている数値は売買代金を示し、単位は兆円。2001年は7～12月の実績。
2. その他には、金融機関や法人等が含まれる。
(出所) 東京証券取引所より野村資本市場研究所作成

³³ インバース型ETFとは、対象指数のパフォーマンスのマイナス数倍に連動するETFである。

他方で、個人投資家による ETF の売買が活発になったとはいえ、ETF に投資している、もしくは関心を持っている個人投資家は一部に留まる。投資信託協会が 2014 年に実施した調査³⁴によると、ETF の認知率は僅か 7.7%で、ETF への興味については「詳しく知らないのではわからない」と回答した割合が 71.3%であった。また、同協会が、投資信託や証券への関わり・関心がある個人を対象として 2015 年に実施した調査³⁵においても、ETF を保有している割合は僅か 7.3%という結果であった。

これまで、東京証券取引所や証券会社による個人投資家向けセミナーの開催を含め、ETF に関する様々な教育・プロモーション活動が継続的に行われてきた。しかし、以上の調査結果に鑑みると、ETF は個人投資家の間で十分に浸透しておらず、投資家教育はまだ道半ばと言えよう。

2. ASEAN 諸国の ETF 市場への示唆

米国と日本の ETF 市場の共通点として、証券会社と機関投資家が主導する形で市場の厚みを形成し、その後個人投資家が参加したことで市場拡大に拍車が掛かったことが挙げられる。この点を踏まえると、証券会社と機関投資家が積極的に取引に参加していることが、ETF 市場を発展させるための前提であると言える。しかし、ASEAN 諸国の ETF 市場では、前述の通り、総じて証券会社は活発に売買しておらず、機関投資家も積極的に取引に参加していないのが現状である。

機関投資家の参加を妨げる要因の一つとして、流動性が低い点が指摘されている。日本では、レバレッジ型・インバース型 ETF が個人投資家の間で人気を集め、その結果売買代金が増加し、流動性の向上につながった。しかし、ASEAN 諸国では、資本市場が相対的に発達しているシンガポールを除いて、デリバティブが組み入れられた ETF は基本的に認められていない。この背景には、リーマン・ショックの教訓から、各国の金融監督当局がデリバティブの利用に対して消極的な姿勢を示していることが挙げられる。また、一般的にデリバティブが組み込まれた金融商品は構造が複雑であり、個人投資家がリスクを十分に認識・理解しないまま購入する可能性があるため、個人投資家の保護が考慮されている面もある。そうした中で、ASEAN 諸国が日本の事例を倣ってレバレッジ型・インバース型 ETF を導入することは、流動性向上につながるどころか、却って市場の健全性を損ねる可能性があり、慎重な検討が求められよう。

また、米国と日本の ETF 市場は、商品の多様化と規模の拡大が同時並行的に発生する形で発展してきた。但し、日本の ETF 市場では、2008 年以降に銘柄数が増加した一方で、AUM が伸び悩んだ時期がある。投資家の多様なニーズに対応するために商品の拡充を図ることは、市場の発展にとっての必要条件であるものの、十分条件ではないと言える。

³⁴ 調査対象は、首都圏、阪神圏に居住する 20~70 歳の男女個人である。調査結果の詳細については、投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」を参照。

³⁵ 調査対象は、投資信託や証券への関わり・関心がある 20 歳以上の男女個人である。調査結果の詳細については、投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書-2015 年（平成 27 年）」を参照。

米国では、証券取引所と証券会社が歩調を合わせて個人投資家やファイナンシャル・アドバイザーに対して教育・プロモーション活動を行ったことで、ETF の認知度が向上し、市場の発展が後押しされた。この点については、日本においても更なる取組みが期待されるが、総じて ASEAN 諸国では米国や日本より金融リテラシーの水準が低いこと³⁶に鑑みると、ETF の認知度向上に向けて、投資家教育の推進がより一層求められよう。

VI. 今後の展望

1. ASEAN 諸国が取り組むべき課題

今後、ASEAN 諸国における ETF 市場の更なる発展のためには、前述の通り、証券取引所や証券会社による投資家教育の推進を通じた個人投資家の参加拡大が求められる。しかし、その前提として、証券会社と機関投資家が主導する形で市場の厚みがある程度形成されることが不可欠である。証券会社の活発な取引を促進するためには、各国の政府・金融監督当局や証券取引所が ETF 市場を発展させる意義を認識し、それに対して強いコミットメントを示すことが重要である。例えば、各国の資本市場の発展に向けたマスタープランやブループリント等において、ETF 市場の発展についての明確な方針・計画が示されることが第一歩となろう。

機関投資家の積極的な取引参加を促進するためには、流動性の向上が重要である。そのために、例えばマーケットメーカーに対して十分なインセンティブを付与することが一つの方策として考えられる。また、ETF 市場において十分な流動性が確保されるためには、個別株が活発に売買されている状況が本来あるべき姿であり、その点で ASEAN 諸国では株式市場全体の更なる発展が必要と言える。発行市場では、企業の新規上場の促進に向けた様々な取組みが各国の証券取引所により進められているが、流動市場については整備が遅れている。流通市場の整備に関して、ASEAN 資本市場フォーラム (ACMF)³⁷による取組みの一環として、2012年にシンガポール、マレーシア、タイの証券取引所間で ASEAN トレーディング・リンク³⁸が開始されたが、これまでのところ目立った成果にはつながっていない。その要因の一つとして、各国が独自の清算・決済システムを採用しているため、ポストトレード処理が各国間で統一されていない点が指摘されている³⁹。こうした点の改善を含め、各国において株式市場の流動性向上に資する取組みの進展が期待されよう。

³⁶ S&P Ratings の Global Financial Literacy Survey によると、一定の金融リテラシーがある成人の割合は、米国が 57%、日本が 43%に対して ASEAN 主要 5 か国の平均 (各国単純平均) は 36%である。

³⁷ ACMF は ASEAN 資本市場統合に向けて、ASEAN10 か国の金融監督当局が参加する形で 2004 年に創設された。

³⁸ 詳細については、「アセアン資本市場統合の最近の動向ーアセアン・トレーディング・リンクの現状と課題ー」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号参照。

³⁹ “Jakarta sees no reason to join underperforming Asean stock trading platform,” *The Business Times*, 24 February, 2016.

2. ASEAN 諸国における ETF 市場の中長期的な展望

ASEAN 諸国の ETF 市場は、以上の通り、様々な課題を抱えているが、その一方で中長期的な視点では、個人投資家による ETF へのアクセス向上につながるいくつかの可能性が考えられる。

第一に、ETF を投資対象とする株式積立制度の普及である。例えば、シンガポールでは、2016 年 4 月現在、オーバーシー・チャイニーズ銀行、DBS 銀行傘下の POSB、フィリップ証券、メイバンク・キムエン証券により株式積立プランが提供されている。同プランの下では、投資家は各社が定める ETF 及びシンガポール上場株式等を対象として毎月定額をドルコスト平均法で積み立てる仕組みである。最低投資額は毎月 100 シンガポールドル（約 8,200 円）であり、少額から積立可能というメリットがある（図表 14）。各国では国民の投資を促進する動きが高まる中、今後、ETF を投資対象とする同様の株式積立制度が他の ASEAN 諸国にも広がっていく可能性がある。

第二に、証券会社によるビジネス戦略の転換である。昨今、ASEAN 諸国では、オンラインブローカーの台頭により、株式売買手数料の競争が激化している。そうした中、シンガポールでは、仮に株式売買手数料がゼロになっても事業を存続できるように、残高フィー型ビジネスモデルへの転換を進める証券会社も見られ始めている⁴⁰。今後、資産拡大を重視する戦略を採る証券会社が増加すれば、投資家にとってコスト負担が少ない ETF の販売を強化する動きが広がっていく可能性がある。

第三に、ETF を含む集団投資スキーム（CIS）のクロスボーダーでの販売促進を目的とした ASEAN CIS フレームワークの利用拡大である。同フレームワークは、2013 年 10 月に ACMF による取組みの一環として導入され、2014 年 8 月にシンガポール、マレーシア、タイの 3 か国により開始された。2016 年 3 月までに 5 ファンドが承認され、クロスボーダー

図表 14 シンガポールで提供されている ETF を投資対象とする株式積立プラン

	POSB	オーバーシー・チャイニーズ銀行	フィリップ証券	メイバンク・キムエン証券
名称	Invest-Saver	Blue Chip Investment Plan	Share Builders Plan	Monthly Investment Plan
対象資産	・Nikko AM Singapore STI ETF ・ABF Singapore Bond Index Fund	・Nikko AM Singapore STI ETF ・18銘柄のシンガポール上場株式	・SPDR® Straits Times Index ETF ・28銘柄のシンガポール上場株式（REITを含む）	Nikko AM Singapore STI ETF、SPDR® Straits Times Index ETF を含む計238銘柄のシンガポール、マレーシア、タイ、米国、香港上場株式（その他ETF、REITを含む）
毎月の手数料	・Nikko AM Singapore STI ETF は総投資額の1%。 ・ABF Singapore Bond Index Fundは総投資額の0.5%。	総投資額の0.3%または1銘柄毎に5ドルのいずれか高い方。（購入時と売却時の両方に適用される。）	・総投資額が1,000ドル以下の場合、2銘柄以下なら6ドル、3銘柄以上なら10ドル。 ・総投資額が1,000ドル超の場合、総投資額の0.2%または10ドルのいずれか高い方。	・シンガポール株式：総投資額が1,000ドル未満の場合は1%（最低1ドル）、1,000ドル以上の場合は0.18%（最低10ドル）。 ・米国、香港、マレーシア、タイ株式：1,000ドル未満の場合は1%（最低1ドル）、1,000ドル以上の場合は0.2%（最低10ドル）。
毎月の最低積立額	1銘柄毎に100ドル	1銘柄毎に100ドル	1銘柄毎に100ドル	1銘柄毎に100ドル

（注） S ドルはシンガポールドルの略。2016 年 4 月 20 日時点の為替レートは、1 シンガポールドル＝81.71 円。

（出所） 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

⁴⁰ 現地でのヒアリングに基づく。

で提供された⁴¹。今後、同フレームワークが更に利用されれば、各国の投資家は他国により提供される ETF へのアクセスが容易になり、投資機会の拡大につながる可能性がある。

第四に、ロボ・アドバイザーの普及である。ロボ・アドバイザーとは、オンライン上の自動化された資産設計ツールを活用した資産運用サービスまたは同サービスを提供する企業であり、投資家のニーズに適した ETF に基づくポートフォリオの提案が特色である⁴²。現在、欧米諸国ではロボ・アドバイザーの利用が見られるものの、ASEAN 諸国ではロボ・アドバイザーに対する規制が整備されておらず、現時点ではまだ存在感がほとんどない⁴³。しかし、昨今、ASEAN 諸国では効率的な金融サービスの提供を目的として FinTech の活用が広がりつつあり、特にシンガポールにおいては、金融監督当局がロボ・アドバイザーの振興を支持する姿勢を示している⁴⁴。今後、投資経験が乏しいものの IT の活用を得意とするミレニアル世代をはじめとする投資家の間でロボ・アドバイザーを利用する動きが広がれば、ETF に対する理解が促進され、ETF への投資拡大につながる可能性がある。

以上の通り、中長期的には個人投資家による ETF へのアクセス向上が様々な形で実現する可能性が考えられる。ETF 市場の発展は、個人投資家層の裾野拡大を通じて資本市場全体の持続的な成長を下支えすることが期待される。ASEAN 諸国における ETF 市場の今後の動向が注目されよう。

⁴¹ Press Release for 24th ACMF Meeting, “ASEAN capital market regulators roll out initiatives under ACMF’s new 5-year roadmap,” 25 March 2016.

⁴² ロボ・アドバイザーの詳細については、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号参照。

⁴³ 2016年4月現在、シンガポールを拠点とする Smartly がロボ・アドバイザーの提供に向けて準備を進めている。

⁴⁴ “Robo-advisory support for banks in the works in Singapore,” *The Business Times*, 28 March, 2016.