

タイの投資信託市場の展望と課題 — 持続的な拡大をもたらし得る3つの要因 —

井瀧 正彦、佐藤 広大

■ 要 約 ■

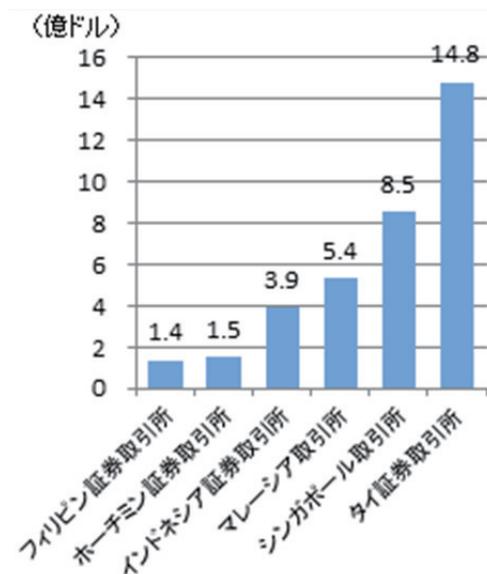
1. 近年、タイの証券市場は活況を呈しているが、特に目を引くのが投資信託の拡大である。同国の2017年末投資信託残高は約5兆バーツ（約17兆円）で、過去5年間で年率約13.0%の成長を遂げ、ASEAN（東南アジア諸国連合）の投資信託市場の中でも抜きん出る存在になりつつある。
2. これまで投資信託販売において牽引役を果たしてきたのは大手銀行グループである。今後もタイの投資信託市場が持続的に拡大し得るかについて、（1）オープン・アーキテクチャーが広がる動き、（2）税制優遇を伴う投資制度の役割、（3）海外ファンドが拡大する余地の3点に注目し、考察した。
3. 1点目のオープン・アーキテクチャーが広がる動きは、健全な販売活動や競争の促進、品揃え拡充ニーズへの対応から既定路線になっており、今後数年間で本格化する見込みである。2点目の税制優遇を伴う投資制度の役割には、官民一体で期待を高めている。背景として、同国で高齢化が急速に進行することが挙げられる。国民全体が退職後の備えを充実できるようにと、民間企業における確定拠出型年金の従業員への提供義務化も予定されている。3点目の海外ファンドが拡大する余地は大きいと見る。同国の経済成長が引き続き期待できるとは言え、経済規模や産業構造などから生じ得る一定の制約に鑑みると、分散投資を伴いながら長期的に高い収益率を実現するには海外ファンドの役割は不可欠だからである。
4. タイの投資信託市場の持続的拡大には、国民における金融リテラシーの向上、投資教育の強化が欠かせない。政府と業界関係者はその重要性を認識し、一体となって具体的な取り組みに注力し始めている。今後、より多くの同国国民が資産形成に取り組む基盤の形成が進み、投資信託市場の持続的拡大の実現可能性がより高まるか、注目される。

I 急速に拡大するタイの投資信託市場

地域経済統合体として世界最大の人口規模（約 6.3 億人）を誇る ASEAN（東南アジア諸国連合）の中でも、近年はタイの証券市場の活況ぶりが目立つ。タイの株式市場では 2017 年の 1 日平均売買代金が約 478 億バーツ（1 バーツ=0.031 ドル換算で約 14.8 億ドル、1 バーツ=3.4 円換算で約 1,625 億円）と ASEAN 域内では最高水準となり（図表 1）、また同年 42 社が新規上場し、その調達時価総額約 4,264 億バーツ（約 1 兆 4,450 億円）は同国史上最高額であった（図表 2）。

2018 年 2 月 19 日に発表された 2017 年の同国の経済成長率 3.9% は過去 5 年間でもっとも高く、投資家の基盤となる中間所得層¹、ひいては家計金融資産の継続的な拡大も期待されている。同資産の残高は 2017 年末時点で、約 18.9 兆バーツ（約 64 兆円）で、近年は約 8.5%（年率）の成長を遂げているが（図表 3）、その内訳に注目すると、特に投資信託が大きく伸びていることが判る²。タイ資産運用業協会（AIMC）より公式に発表されている統計³によると、家計金融資産の残高を 2013 年末と 2017 年末で比較した場合、投資信託の増加額（約 1 兆 8,437 億バーツ）だけで全体の増加額（約 5 兆 2,477 億バーツ）の 4 割近くを占める。家計金融資産に占める割合では、現預金が約 39% と最も大きな

図表 1 ASEAN 各国株式市場の
1 日平均売買代金（2017 年）



（出所）タイ証券取引所及び国際取引所連合（WFE）より野村資本市場研究所作成

図表 2 タイ証券取引所の年間 IPO 件数と
資金調達額推移



（出所）タイ証券取引所より野村資本市場研究所作成

¹ 英調査会社ユーロモニターによると、世帯年間可処分所得 5,000 ドル以上 35,000 ドル未満で定義される中間層は、アジアでは 2007 年から 2017 年の 10 年間で 7 割増となり、世帯数全体の 6 割に達している。「アジアの中間層 10 年で 7 割増」日本経済新聞電子版、2018 年 5 月 18 日参照。

² なお、図表 3 と図表 4 では、投資信託の一種である RMF（Retirement Mutual Funds）は「退職準備金」に分類されている。その他、「退職準備金」の項目には Provident Funds（PVD）、Government Pension Fund（GPF）、Social Security Fund（SSF）が含まれる。RMF 他、いずれも詳細は後述。

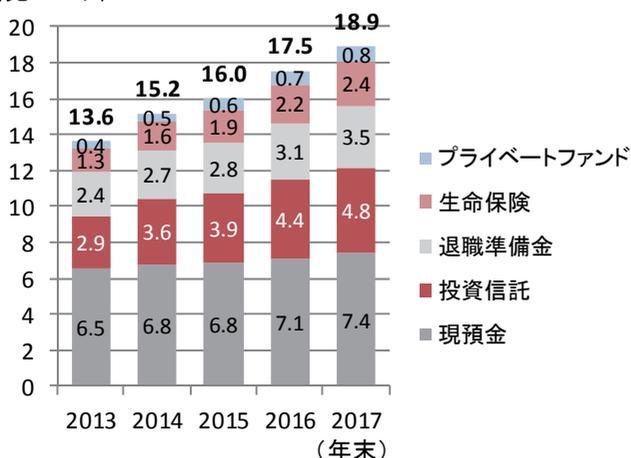
³ http://oldweb.aimc.or.th/en/24_infostats_overview_index.php

シェアを占めるが、年々減少傾向を辿っているのに対し、投資信託は逆に年々増加傾向にあり、現在は約 25%にも至る（図表 4）⁴。因みに、この 25%という水準は、投資信託がなかなか家計の中核的な資産形成手段として普及しない日本（同シェア約 5.4%）は言うに及ばず、米国やユーロ圏（各々の同シェア約 11.0%、9.2%）をも上回る⁵。

タイの投資信託は現在、約 5 兆 343 億バーツ（2017 年末、約 1,561 億ドル、約 17.1 兆円）の残高であり、過去 5 年間において年率約 13.0%の成長率で、ASEAN の他の主要国（投資信託市場の性格を異にするシンガポールを除く）と比べても、抜きん出る存在になりつつある（図表 5）。2015 年にそれまで ASEAN で最大だったマレーシア⁶の投資信託市場を上回って、現在に至る。2012～2016 年の年間平均で約 103 億ドル（1 ドル=110 円換算で約 1.1 兆円）の純資金流入額も、マレーシアの同年間平均の約 57 億ドル（約 6,240 億円）のほぼ倍にあたる。

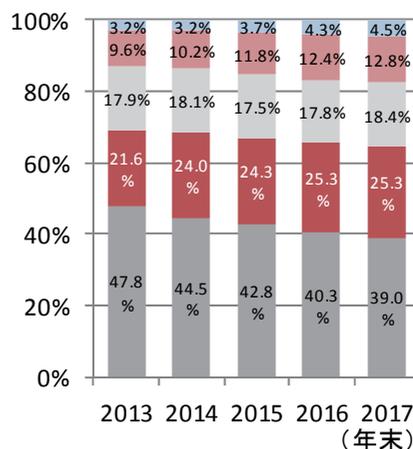
図表 3 タイの家計金融資産の残高

(兆バーツ)



(出所) タイ資産運用業協会より
野村資本市場研究所作成

図表 4 タイの家計金融資産の内訳



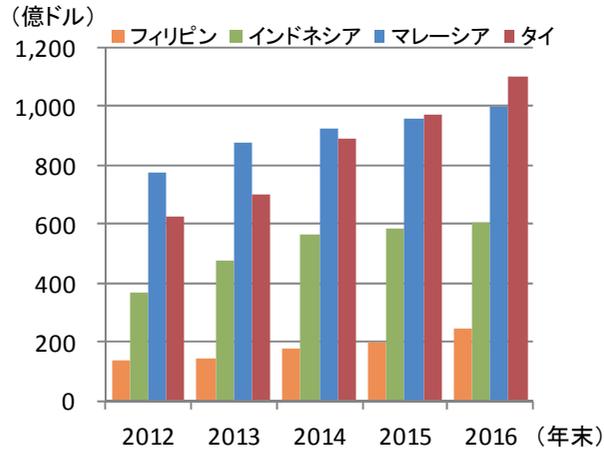
(出所) タイ資産運用業協会より
野村資本市場研究所作成

⁴ 他方、タイの証券取引委員会（the Securities and Exchange Commission、通称 SEC）が公表する投資信託に関する統計では、ファンド毎に投資家タイプに基づく小分類が設けられており、そこで「Mutual Fund for Non-retail Investor」等と区分されたファンドは、残高ベースで全体の 1 割程度存在する。もっとも、その分を上述の AIMC データから差し引いたとしても、家計金融資産の 2 割以上は投資信託の残高が占めていると推計される。

⁵ 日米欧の数値は、日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」（2017 年 8 月 18 日）に基づく。なお、その後の算出方法の見直しを受けて、日本の家計金融資産に占める投資信託残高の割合は、2018 年 3 月末時点では約 4.0%となっている。

⁶ マレーシアの投資信託市場に関してはブミプト・ファンドの影響が大きいという特殊性がある。なお、ブミプトラ・ファンドとは、保有者が現地マレー系住民（ブミプトラ）に制限された、優遇措置付きのファンドを指す。

図表 5 ASEAN4 カ国の投資信託残高推移



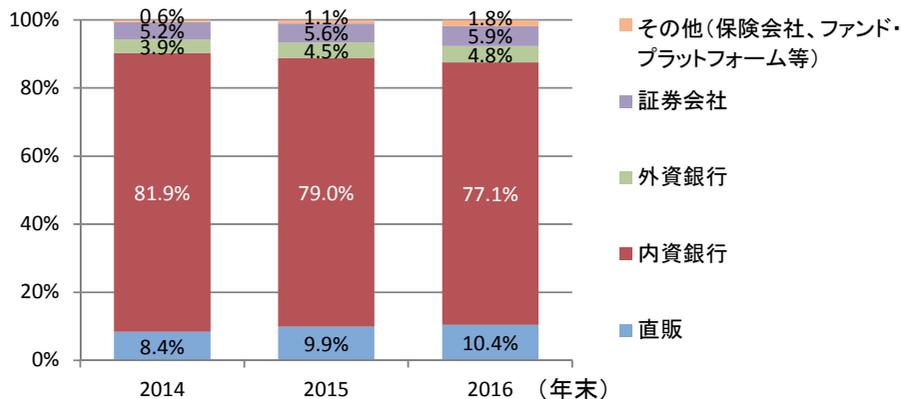
(注) マレーシアはプミプトラ・ファンド含む。
シンガポールは外国籍ファンド含む。

(出所) The Cerulli Report (Asset Management in South East Asia 2017、以下セルーリ 2017) より野村資本市場研究所作成

II タイの投資信託市場で大きな地位を占める銀行

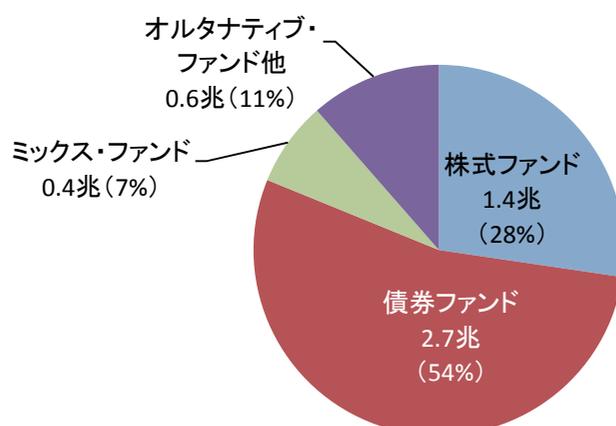
同国の投資信託市場を牽引してきたのは銀行である。投資信託の販売チャネルとしての銀行の地位は圧倒的で、近年やや減少傾向が見られるものの、8割程度のシェアを誇っている(図表 6)。預金を取り扱う銀行が、併せて投資信託の販売においても支配的な立場にあることが、投資信託の家計金融資産に占める割合が高い理由と考えられる。銀行経由の販売が中心なので、投資信託は預金の代替的な商品、あるいは預金金利を上回る利回り商品との位置づけが強く、ひいては同国の投資信託において債券ファンド(海外債券ファンドや、海外債券のハイ・イールド・ファンドを含む)が過半を占める背景になっている(図表 7)。

図表 6 タイにおける投資信託残高の販売チャネル別割合



(出所) セルーリ 2017 より野村資本市場研究所作成

図表7 タイの投資信託のタイプ別内訳（2017年末）



(出所) タイ資産運用業協会より野村資本市場研究所作成

さらに、同国の投資信託市場の特徴として、銀行が系列の運用会社の投資信託を最優先して扱ってきたことがある。タイの投資信託の運用会社上位10社に占める銀行の系列運用会社はMFCを除いた9社に上る（図表8）。なかでも銀行で上位4行と評される Siam Commercial Bank (SCB)、Kasikorn Bank、Bangkok Bank (BBL)、Krung Thai Bank の系列運用会社は、投資信託の運用残高でも同様に上位4社の地位を、各々二桁のシェアを伴いながら占めている。これら4社だけの合計のシェアで投資信託残高全体の約7割に至るほどである⁷。

図表8 タイの投資信託（ミューチュアル・ファンド）運用会社上位10社（2017年末）

運用会社	運用残高 (億バー)	シェア
1 Kasikorn Asset Management Company Limited	10,126	20%
2 SCB Asset Management Company Limited	8,972	18%
3 BBL Asset Management Company Limited	7,402	15%
4 Krung Thai Asset Management Public Company Limited	5,821	12%
5 TMB Asset Management Company Limited	4,328	9%
6 Krungsri Asset Management Company Limited	3,603	7%
7 MFC Asset Management Public Company Limited	2,641	5%
8 Thanachat Fund Management Company Limited	2,019	4%
9 UOB Asset Management (Thailand) Company Limited	1,697	3%
10 Phatra Asset Management Company Limited	672	1%
その他	3,733	6%
合計	50,343	100%

(出所) タイ資産運用業協会より野村資本市場研究所作成

⁷ タイの投資信託市場については、神山哲也「ASEAN 投資信託市場の現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013年春号も参照。

III タイの投資信託市場が持続的に拡大し得るか

こうしたタイの投資信託市場については今後も持続的な拡大を期待できるだろうか。米国の調査会社であるセルリー・アソシエイツの予測⁸では、今後も年間二桁の伸び率が期待でき、2021 年末には約 7.8 兆バート（約 26 兆円）に達する、とされている。これは日本の 2018 年 6 月末の投資信託残高（約 111.7 兆円）⁹のほぼ 4 分の 1 の規模に至ることを意味する。

ただ、過去の二桁の成長率をそのまま推計に使うだけでは、同国の投資信託市場が持続的に拡大することを必ずしも十分に説明したことにはならない。本稿では、（1）オープン・アーキテクチャーが広がる動き、（2）税制優遇を伴う投資制度の役割、（3）海外ファンドが拡大する余地の 3 点に注目し、その可能性が大きいことについて論じたい¹⁰。

1. オープン・アーキテクチャーが広がる動き

1) 今後数年で本格化という期待

まず、銀行が系列の運用会社の投資信託を最優先して扱ってきたことに対して、いわゆるオープン・アーキテクチャーを推進すべきではないか、という考え方が急速に業界全体に台頭している。背景には、銀行による顧客との利益相反を排した健全な販売活動と、運用会社間の一層の競争を促したいという規制当局¹¹の意向がある。また、銀行の関係者は、低金利や高齢化（詳しくは後述）の下で債券ファンド中心から株式ファンドや海外ファンドを含めた品揃えを充実させる必要性に直面している。運用会社の関係者も、販売会社が系列銀行以外にも広がることを商機とみなしはじめており、オープン・アーキテクチャーは金融サービス業界で前向きに共有された既定路線になっている。

例えば、銀行ランキングでは 6 位と評されている TMB が 2014 年の中ごろから、自行の系列運用会社以外の、いわゆるサード・パーティが提供する投資信託の品揃えについて本格的な取り組みを開始している。TISCO Bank も同様に 2017 年 5 月からオープン・アーキテクチャー戦略に着手した。いずれも投資信託販売を寡占している大手 4 行への差別化を狙った戦略とみなされている。一方、大手 4 行の一角を占める Kasikorn や SCB も富裕層向けビジネスを手がけるプライベート・バンキング部門では既にオープン・アーキテクチャーを採用している¹²。

⁸ セルリー 2017 に基づく。

⁹ 投資信託協会のデータに基づく。

¹⁰ 本稿執筆に際して、タイ現地にて業界有識者から計 15 件のヒアリングを実施しており、論点はその結果に依拠している。

¹¹ 具体的には SEC。

¹² セルリー 2017、並びに以下参照。

<https://asianprivatebanker.com/awards/awards-for-distinction-2017/best-private-bank-thailand-domestic/>

<https://asianprivatebanker.com/awards/awards-for-distinction-2015/afd2015-best-private-bank-thailand-domestic/>

野村資本市場研究所が2018年2月に実施した現地ヒアリング（以下、現地ヒアリングとする）でも、タイの投資信託市場におけるオープン・アーキテクチャーはまず中堅銀行グループから、やがて大手銀行グループにも本格的に広がり、2年後の2020年にはタイの投資信託市場で相当浸透しているのではないかと、という意見が異口同音に聞かれた。

なお、SECはこうした既存のプレイヤーにおけるオープン・アーキテクチャーの拡大だけでなく、例えば、銀行の系列ではない、いわゆるサード・パーティと呼ばれる独立系の投資信託販売会社の増加を促進したいと考えているとされ、その施策の一環として2013年に諸条件を満たした投資信託販売会社の資本要件を1,000万バーツから500万バーツに引き下げる規制緩和を行った¹³。

また、PCやモバイルなどのオンライン・チャンネルに特化して個人投資家向けに投資信託を提供するプレイヤーも現れている。2012年にサービス開始されたWealthMagikは伝統的金融機関以外で初めて投資信託の取引を提供したプレイヤーとも言われる¹⁴。他にも2015年設立のFINNOMENAはロボ・アドバイザー型のサービスを通して投資信託を提供し、オンライン上での投資家教育にも注力している。このようなオンライン・チャンネルを通して投資信託を購入する投資家はデジタル技術との親和性が高い若年層や資産形成層が中心と見られるが、ソーシャル・メディアの全世代への普及も後押しとなり、今後さらに広い年齢層で拡大していく可能性も指摘されている¹⁵。

2) FundConnexの導入

さらに、オープン・アーキテクチャーを一層加速しようとSET（タイ証券取引所）の主導で2017年に導入されたのがFundConnexという仕組みである。これは運用会社と販売会社とを繋ぐ投資信託プラットフォームである（図表9）¹⁶。従来は、運用会社と販売会社がお互いに繋がろうとすると、1対1で、それぞれのインターフェイス毎に、都度コストをかけてシステムの互換性やプロセスの標準化などを図らなくてはならなかった。そのため、オープン・アーキテクチャーが広がりやすく、特に小規模なプレイヤーや新規のプレイヤーが既存の大手プレイヤーを相手にインターフェイ

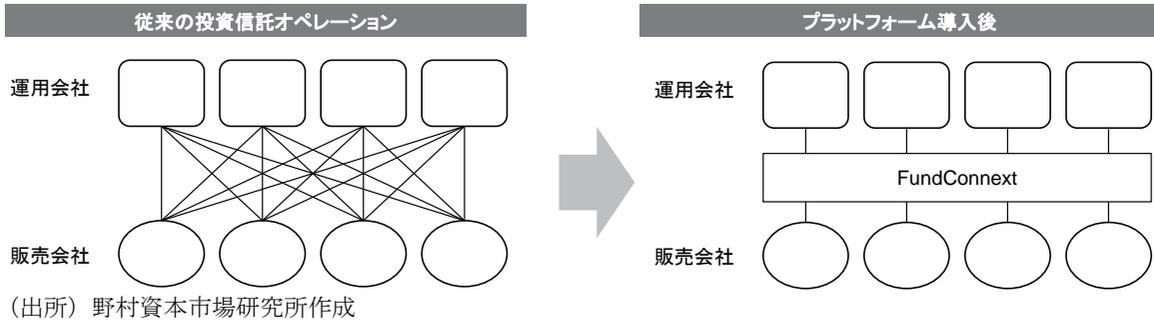
¹³ 限定的業務を行うタイプDライセンスの資本要件は通常1,000万バーツだが、顧客資産のカストディ業務、自己勘定取引業務、クリアリング・セトルメント業務のいずれも行わない場合は500万バーツに緩和された。加えて、運用会社10社以上からの、3タイプ以上の投資信託を提供する販売会社向けに年間ライセンス費用の減免措置が設けられた。これらの措置を総称して、ファンド・スーパーマーケット免許と表現されている。詳細はSEC, “SEC supports fund supermarket,” May 13, 2013を参照。

¹⁴ “Fintech firms help spur mutual funds,” *Bangkok Post*, December 16, 2016.

¹⁵ 実際、投資信託を含めた金融情報を取り扱うaomMONEYというタイのFacebookコミュニティは2018年7月現在で「いいね」の数が23万以上となっている。

¹⁶ FundConnexは米アマゾン社のクラウド・コンピューティング・サービスであるAWS（Amazon Web Services）を積極的に活用していることも特徴である。なお、FundConnexに先駆けて、野村ホールディングスのタイ現地法人Capital Nomura Securitiesが民間として、米国などで見られるファンド・スーパーマーケットと類似の投資信託プラットフォーム「Nomura iFund」を開発・提供している。

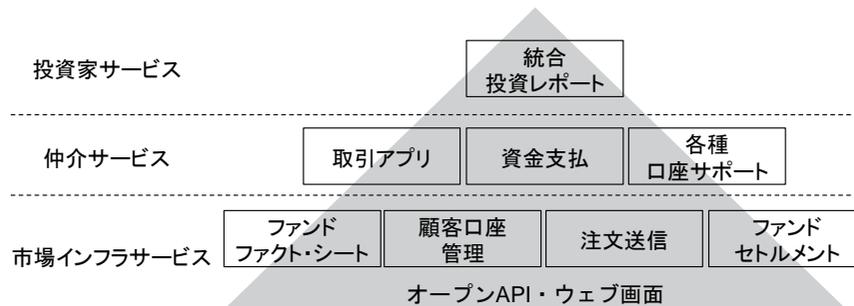
図表 9 FundConnex の仕組み (イメージ)



スの接続を始めようとする場合はなかなか不利な環境であったと言えよう。これに対し、FundConnex を利用すれば、運用会社も販売会社も標準化された 1 つのプロトコールだけで、多数の相手と取引できるようになる。小規模な、独立系や外資系の運用会社、あるいはサード・パーティの投資信託販売会社にとっては有意義なプラットフォームであろう。

2018 年 2 月末現在、既にタイの運用会社全 23 社中 13 社（これで同国の投資信託残高の 9 割弱を占める）が、販売会社については銀行 18 行、証券会社 9 社、その他の独立系販売会社 41 社が FundConnex に参加済みである。現地ヒアリングでも、銀行系の運用会社の参加が早期に見られたことや、運用会社・販売会社間のデータのやりとりといった実務が効率的になったことに加え（図表 9）、利用者には様々な機能が提供される。具体的には、市場インフラサービス、仲介サービス、投資家サービスに係る各機能がウェブ画面を通じて提供され、その裏側ではオープン API¹⁷によりデータ接続が行われる形となる（図表 10）。官民を問わず、タイにおけるオープン・アーキテクチャーの進展を支えるインフラとしての FundConnex を評価に期待する声は多かった。

図表 10 FundConnex の提供機能



(注) 今後の提供予定機能も含む。
 (出所) 現地ヒアリングに基づき野村資本市場研究所作成

¹⁷ API は Application Programming Interface の略であり、データ接続口の仕様を指す。オープン API とは、API を外部のシステムやプログラムに開放することを意味する。

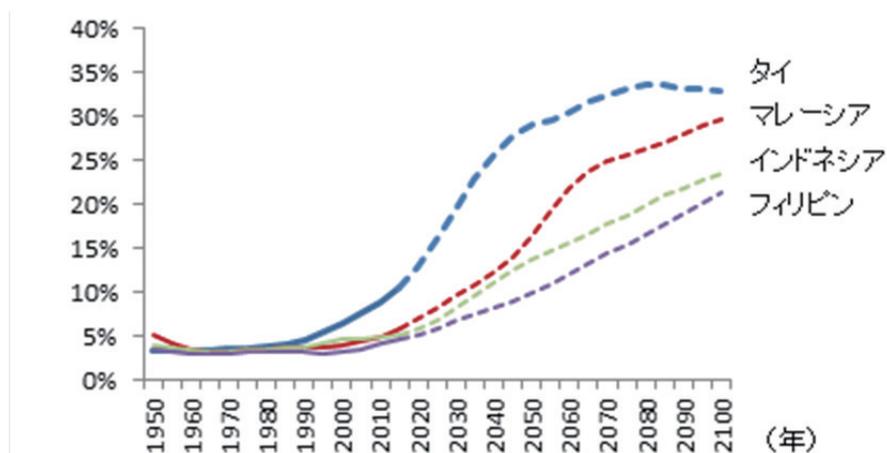
FundConnex 拡大に向けての今後の課題としては、例えば、前述した独立系の投資信託販売会社が目論み通りに増加し FundConnex に参加してくることや、投資信託プラットフォームとしてのさらなる機能を強化することがあろう。特に後者については、現在サービスの対象になっていない外国ファンドのセトルメントなどへの対応や、データのやりとりについての一層の電子化の促進、サード・パーティによるファンド情報の提供やアセット・アロケーション機能の追加といった付加的なサービス提供を業界関係者は期待している。

2. 税制優遇を伴う投資制度の役割

1) RMF (Retirement Mutual Fund)

タイの投資信託市場が持続的に拡大すると期待できるもう一つの大きな理由は、同国が ASEAN 域内でも最も速く、かつ高い水準で高齢化が進むことと関連している(図表 11)。中央銀行や SEC、取引所といった政府・規制当局と投資信託の業界関係者が一体となって、国民全体が退職後の備えに向けて、とくに税制優遇を伴いながら投資信託で運用することを重視すべきだという考え方を共有し、その推進に注力し始めている点に注目したい。(図表 12)

図表 11 ASEAN4 カ国の 65 歳以上人口割合推移 (1950 年~2100 年)



(注) 5年毎の値。2020年以降(点線)は予測値。

(出所) 国際連合世界人口推計 2017年改訂版より野村資本市場研究所作成

図表 12 タイの主要年金制度の全体像

世界銀行の分類	項目	概要
Pillar 0 (最低保障)	Old-age allowance	高齢者向け補助金
Pillar 1 (賦課方式)	Social Security Fund (SSF)	民間企業従業員向け確定給付年金
Pillar 2 (強制積立) ¹⁸	Government Pension Fund (GPF)	中央公務員向け確定拠出年金 ¹⁹
Pillar 3 (任意積立)	Provident Fund (PVD)	民間企業従業員向け確定拠出年金
	Retirement Mutual Fund (RMF)	退職投資信託
	National Savings Fund (NSF)	自営業者等向け貯蓄制度

(出所) タイ政府年金基金 (GPF) による解説²⁰を参考に野村資本市場研究所作成

そうした代表的な制度の一つは、2002 年から始まった、個人が任意で投資するリタイアメント・ミューチュアル・ファンド (Retirement Mutual Fund、RMF) と呼ばれる制度である。RMF とは、家計による退職にむけた長期間にわたる資産形成を促すための投資信託である²¹。投資金額を所得から控除できるという税制優遇が付与されている。ただし、税制優遇を享受するためには毎年、少なくとも所得の 3% または 5 千バーツのどちらか低い方の金額以上を継続して投資することが求められる。また、口座資産を換金するには 5 年以上の継続保有かつ年齢が満 55 歳以上という要件を満たす必要がある²²。金融機関が提供する幅広い品揃えの下で (図表 13)、個人は複数の RMF への投資も可能である。拠出金額は年間で所得の 15%、または 50 万バーツまでとされている。この上限は後述のプロビデント・ファンドなど他の年金制度への拠出と合算ベースで課せられる。

図表 13 Bangkok Bank における RMF の商品ラインアップ例 (2018 年 6 月現在)

Bualuang Money Market RMF
Bualuang Fixed-income RMF
Bualuang Equity 25% RMF
Bualuang Flexible RMF
Bualuang Equity RMF
Bualuang Infrastructure RMF
Bualuang Small-Mid Cap RMF
Bualuang Siriphol Corporate Governance RMF
Bualuang Basic RMF
Bualuang Top-Ten RMF
Bualuang ASEAN Equity RMF
Bualuang India Mid Cap RMF
Bualuang Global Equity RMF
Bualuang Global Health Care RMF
Bualuang Gold RMF

(出所) Bangkok Bank より野村資本市場研究所作成

¹⁸ Pillar 2 に位置づけられる強制積立型確定拠出年金として、GPF 以外にも民間企業従業員向けに National Pension Fund (NPF) という制度が 2007 年頃に構想されたが、導入延期となった。他方、2015 年に Pillar 3 として NSF が導入され、現在に至る。なお、後述の Mandatory Provident Fund (MPF) の政策は NPF 構想を受け継いだものと見られる。

¹⁹ 1997 年以前の公務員向け年金は Pillar 1 に位置づけられる確定給付型だった。

²⁰ https://www.gpf.or.th/eng2012/about_thaipension.asp

²¹ <http://www.sec.or.th/EN/RaisingFunds/MutualFundOtherProduct/Pages/webpage/MutualFundsAndOtherFinancialInstruments.aspx>

²² 条件を満たさずに RMF を売却・換金した場合には、控除された税制優遇分を歳入局 (Revenue Department) に返金しなければならず、返金が遅延した場合には罰則も課される。

RMF の近年における伸びは目覚ましく、2012 年末から 2017 年末の僅か 5 年間で 1,231 億バーツ（約 4,190 億円）から 2,514 億バーツ（約 8,550 億円）と倍増し、とくに 2016 年末から 2017 年末の一年間で 2 割の増加であった。タイの投資信託残高に占める割合は 5% で、日本の類似の制度たる確定拠出年金・個人型の iDeCo（イデコ）に比べても、その存在感は大きく²³、今後の同国の投資信託市場の拡大への一層の寄与についても期待する声は多い。

なお、タイでは一般投資家向けに、Long Term Equity Funds（LTF）と呼ばれる、RMF と同様に投資金額が所得から控除できる投資信託も提供されている。LTF への投資は年間で所得の 15% または 50 万バーツまでとされており、これは前記の RMF や PVD といった年金制度の枠とは別建てである。LTF に税制優遇が提供される目的は RMF とは異なり、投資信託に代表される機関投資家による上場株式への長期投資を促進し、同国の資本市場における投機性を減ずることにある。そのため、LTF の投資信託はそのポートフォリオにおいて、タイ証券取引所（SET）の上場株式が純資産残高の 65% 以上を占めることが求められている。また、LTF の投資家には RMF 同様、最低投資期間が求められているが、RMF ほど長くはなく、7 年以上の継続保有で換金が認められている（RMF のような継続投資は求められていない）。

LTF は RMF より遅い 2004 年からの導入であったが、残高は 2017 年末で 3,971 億バーツと、RMF の約 1.6 倍に至っており、RMF と並んで、タイの投資信託市場の拡大に一役買ったと評価されている。RMF より LTF が大きい残高になっている背景には、RMF は LTF に比べて原則、税制優遇を受けられる期間が長いこと、投資対象もタイ国内株式に限定されず債券ファンドや海外ファンドなどにも幅広く分散できること、といった点で制度本来の魅力は高い一方、換金の条件として 55 歳以上が求められていることから、投資家がロックアップ期間が短いことを重視して RMF よりも LTF の方を選好することが少なくないという事情があるようだ。

ただし、LTF は時限的な制度として位置づけられており、2019 年末には終了する方向で議論されている。再延長もあり得るという意見もあるが、税制政策との兼ね合いで永続化が必ずしも確実視できないことに鑑みると、中長期的には投資信託市場の拡大への寄与という点で RMF の役割が大事になる。時代や環境が大きく異なるため、同じ軌跡を辿るとは必ずしも単純には言えないが、米国を投資信託大国（2017 年末の投資信託残高は約 18.7 兆ドル、対 GDP 比約 97%）に牽引した制度の代表格は、RMF と同様の税制優遇を伴った IRA（Individual Retirement Account）²⁴であったことに鑑みると、タイの投資信託市場において RMF が今後どう育まれていくか、大いに注目される。

²³ iDeCo における投資信託等残高は 2017 年 3 月末で約 4,845 億円であり、これは日本の投資信託残高全体の 0.5% 程度である。

²⁴ 金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ」（第 8 回 2011 年 12 月 2 日資料）井潟正彦「米国における市場型金融の進展—経済的・制度的な背景や意義など—」を参照。

2) プロビデント・ファンド (Provident Fund)

タイには RMF とは別に、プロビデント・ファンド (Provident Fund、PVD) と呼ばれる国営及び民間の企業が任意で導入できる確定拠出型の年金制度がある²⁵。他の国の確定拠出型と同様に、従業員毎に口座が設けられ、企業と従業員の双方が資金を口座に拠出する。原則、55歳以降の引き出しなどの要件を満たせば、PVDの拠出については所得控除が認められ、運用収益・給付ともに非課税となる。

タイでは運用方法が二種類、認められている。一つは全口座を一括して運用する「Investment Policy for All」という方法であり、もう一つは従業員が複数の運用対象から自分で選べる「Employee's Choice」という方法である。PVDを提供する代表的な運用会社の1社である TISCO Asset Management のサービス・品揃えを図表 14 に示した。これを例にすると、「Employee's Choice」は、PVDを導入した企業の各従業員が7つの Pooled Fund から任意で選択できる場合を指す。それ以外の、全社員が同一の商品を選択しなくてはならない場合 (Single Fund や Central Provident Fund、あるいは1種類の Pooled Fund のみ) が「Investment Policy for All」になる。PVDの中で従業員が拠出金の運用対象を選べる「Employee's Choice」のファンドは、制度的には投資信託ではないが、個人 (従業員) 向けのポートフォリオという点で、日本や米国、豪州などの他国で導入されている確定拠出型の企業年金に照らし合わせても、投資信託と事実上重複する商品と位置づけられよう。

この Employee's Choice が近年、大きく拡大している²⁶。元々 PVD の資金運用方法

図表 14 TISCO Asset Management における PVD の提供サービス (2018年6月現在)

分類	概要
Single Fund	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業1社の資金のみで運用される PVD。 ・ 運用規模の基準は最低1億バーツ。
Pooled Fund	<ul style="list-style-type: none"> ・ Central Provident Fund と呼ばれ、複数の中小企業の資金が1つの PVD で共同運用される。 ・ 同一グループ企業だけで構成される Group Fund と、あらゆる中小企業で構成される General Pooled Fund に分けられる。 ・ Pooled Fund にて用意される運用方針： <ol style="list-style-type: none"> ① Short-Term Fixed-Income Policy ② Secured Fixed-Income Policy ③ General Fixed-Income Policy ④ Mixed Policy (Fixed Income + Gold) ⑤ Mixed Policy (Fixed Income + Equity) ⑥ Equity Policy ⑦ Foreign Investment Fund ※Employee's Choice では、ある1社の従業員が各自異なる Policy を選ぶことが可能。
ファンド運用以外のサービス	<ul style="list-style-type: none"> ・ アドバイザリー・サービス： スキーム設計支援 ・ パブリック・リレーションズ・サービス： オンサイト・セミナー等 ・ オンライン・アクセス： 投資委員会向け及び従業員向けレポート等

(出所) TISCO Asset Management より野村資本市場研究所作成

²⁵ 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。

²⁶ Employee's Choice は 2000年に導入可能となった制度であり、SECのPVD統計 (ThaiPVD.com) によると、2010年時点で Employee's Choice を従業員に提供する企業は1,765社 (PVD設置企業全体の約18%)、2018年3月1日時点では8,725社 (約49%) まで増加している。

として主流だった一括運用「Investment Policy for All」の場合、そのファンドの運用成績が不振に陥ると、そのファンドを選定する役割を担った投資委員会（原則、導入企業別に PVD に設置される）の責任が追及される可能性があり、それを投資委員会が懸念して、主に保守的な債券ファンドや、債券が大半のポートフォリオを選ぶ傾向が強かった。しかし、退職後の備えに向けて本当にそれだけで長期的に十分な収益が得られるのか、株式ファンドを始め、幅広い品揃えの下で各自の選好に合わせて選んだり、組み合わせたりした方が良いのではないかと、という考えが高まっており、Employee's Choice の拡大に至っているようだ。初めて PVD を導入する企業に対しては、最初から Employee's Choice を勧める、という運用会社の声も聞かれた。

米国が投資信託大国になった経緯などを見ると²⁷、職域において先ず確定拠出型の企業年金の口座資金を運用する経験をして、その上で一般の投資信託への投資につながったことが大きな要因とされている。タイにおける PVD での Employee's Choice の拡大は、同国の投資信託の一層の拡大に寄与する可能性がある。

PVD の導入は企業の任意である。企業全体での PVD の普及率は 3 割程度とも言われているが、PVD の運用資産残高は過去 5 年間でほぼ倍増し、1 兆 826 億バーツ（約 3.7 兆円、2017 年末）に至っている²⁸。これはタイの投資信託全体に比べて 4 分の 1 にも及ぶ規模である。そして、その普及が一気に促されることへの大きな期待が業界全体で現在生じている。タイ政府が現在、PVD を、全企業に義務づける政策を推進中だからである。PVD を義務化することから義務的 PVD、通称 MPF（Mandatory Provident Fund）と呼ばれる²⁹。すでに MPF についての法案は閣議決定され³⁰、細則などの検討に入っており、2018 年後半から 2019 年に開始されるであろう、との意見が多かった³¹。PVD の義務化の背景には、タイ政府が高齢化社会の到来に向けて、中小や零細を含め、民間企業などの従業員に遍く、税制優遇を伴う投資運用を通じて資産形成を促したいという強い意向があるものと考えられる。なお、MPF の開始を巡っては、全従業員の私的年金制度への加入義務化を行っている、豪州の制度スーパーアニュエーション³²がモデルとしてよく言及されていた。豪州はスーパーアニュエーションを通じて運用残高が対 GDP 比で約 150%に達し³³、米国以上の資産運用大国になったことはよく知られている³⁴。

²⁷ 脚注 24 参照。

²⁸ タイ資産運用業協会の統計に基づく。

²⁹ 2017 年以降の現地報道では National Pension Fund (NPF) とも呼ばれている。脚注 18、並びに “National pension fund draft bill gets savings hike rewrite,” *Bangkok Post*, June 26, 2018. “Ministry seeks magic number for NPF,” *Bangkok Post*, March 24, 2018 を参照。

³⁰ “Retirement savings required from 2018,” *Bangkok Post*, October 11, 2016.

³¹ ただし、脚注 29 の記事は開始時期が後ろにずれ込む可能性に言及。

³² 脚注 25 参照。

³³ ICI “2018 Investment Company Fact Book,” May 8, 2018.

³⁴ 東京大学金融教育研究センター・日本政策投資銀行設備投資研究所共催シンポジウム「リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長」（2014 年 11 月 21 日）抄録参照。

3) MPF (Mandatory Provident Fund)

報道などによると、MPF の概要は図表 15 のようになる。タイにおける 15 歳から 60 歳までの国営・民間企業などに務める従業員は MPF への拠出が義務づけられる。導入後の最初の 3 年間は、従業員たる加入者と企業はそれぞれ給与の 3%分の最低拠出が求められ、以降、4~6 年目は 5%、7~9 年目は 7%、10 年目以降は 10%と最低拠出の水準は段階的に引き上げられる（上限は月 6 万バーツ）³⁵。また、従業員 100 名以上の企業は最初の年から、同 10 名以上の企業は 4 年目から、同 1 名以上の企業は 6 年目から、加入者が拠出した金額と同額の拠出を開始することとなっている³⁶。なお、PVD を導入済みの企業で、MPF で求められる最低拠出に達していないところは、拠出率を引き上げなくてはならない。

現地ヒアリングでも、政府関係者の多くは、MPF の実現に伴い、相当規模の拠出金が生じ、国内外の証券に対する投資が増えることを期待していると思われた。運用会社も、投資信託の顧客基盤が大幅かつ持続的に拡大することを見込み、準備を開始しているとの発言が相次いだ。

なお、MPF の実施に向けて行われている細則などの検討について、業界関係者の多くが、MPF ビジネスへの取り組みに大きな影響を与えるとして注目している点があった。MPF における運用商品の提供方式が中央集約型（centralized）と分散型（decentralized）のどちらになるか、である³⁷。中央集約型の場合は、MPF の実施に伴い、政府に関連組織（多くの関係者が central office と呼んでいた）が出来て、ここが MPF で投資対象を提供できる運用会社や商品を限定的に選定、絞り込むという方式であり³⁸、分散型は MPF を導入した企業自身が自由に運用会社や商品を選べるという方式である。現在の PVD ビジネスは上位 5 社だけで運用資産に占めるシェアが 7 割弱（図表 16）という寡占に近い状況になっているが、中央集約型になった場合は、

図表 15 MPF の制度概要

対象者	15 歳~60 歳の民間企業、国営企業及び公共団体の従業員、臨時公務員
対象企業	従業員 100 名以上の企業 : 制度施行後 1 年目から拠出開始必須 従業員 10 名以上の企業 : 制度施行後 4 年目から拠出開始必須 従業員 1 名以上の企業 : 制度施行後 6 年目から拠出開始必須
最低拠出率	拠出開始後 1 年目~3 年目 : 3% 拠出開始後 4 年目~6 年目 : 5% 拠出開始後 7 年目~9 年目 : 7% 拠出開始後 10 年目以降 : 10%
備考	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業と従業員の双方が従業員給料における上記割合をそれぞれ強制拠出。 ・ 拠出上限は月 6 万バーツ。 ・ 従業員の給料が月 1 万バーツ未満の場合は従業員のみ拠出。 ・ 企業がすでに任意参加型である既存の PVD を従業員に提供していても、拠出率が上記水準に満たない場合は、拠出率を引き上げる必要あり。

(出所) Bangkok Post³⁹に基づき野村資本市場研究所作成

³⁵ 最低拠出水準の上限は 10%に留まらず、30%まで引き上げられるという報道もある。詳細は脚注 29 を参照。

³⁶ 中小・零細企業がこのスケジュール通りに対応できるのか、という点について議論もある。

³⁷ 年金制度を横断的に監督する政府組織設立の議論もある。

³⁸ 運用会社の絞り込みを巡る議論は脚注 29 を参照。当該報道記事では MPF の提供方式については中央集約型を前提としているようにも見受けられる。

³⁹ 脚注 29、30 参照。

図表 16 タイの PVD 運用会社上位 10 社 (2017 年末)

運用会社	運用残高 (億バーツ)	シェア
1 Kasikorn Asset Management Company Limited	1,733	16%
2 MFC Asset Management Public Company Limited	1,551	14%
3 TISCO Asset Management Company Limited	1,511	14%
4 BBL Asset Management Company Limited	1,146	11%
5 SCB Asset Management Company Limited	1,133	10%
6 Krung Thai Asset Management Public Company Limited	861	8%
7 UOB Asset Management (Thailand) Company Limited	799	7%
8 CIMB-Principal Asset Management Company Limited	544	5%
9 Krungsri Asset Management Company Limited	398	4%
10 AIA Company Limited	322	3%
その他	829	8%
合計	10,826	100%

(出所) タイ資産運用業協会より野村資本市場研究所作成

そうした既存の上位プレイヤーに有利ではないか、という声も聞かれた。とくに図表 16 で 2 位の MFC、3 位の TISCO は PVD の導入当初から他社に先駆けて同ビジネスに注力してきたパイオニアとして、他社からも一目置かれる存在のようである。

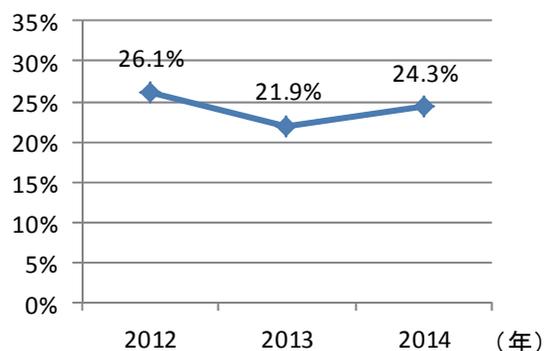
3. 海外ファンドが拡大する余地

前述のオープン・アーキテクチャーや税制優遇を伴う投資制度が広がる動きは必然的に、品揃えの一層の拡充や、長期的に高い収益率への期待などを伴うことから、従来の債券ファンドが主流だった状況から、今後は株式ファンドや海外ファンドの割合が高まるであろう、という意見が政府・業界の関係者からは異口同音に聞かれた。とくに、分散投資の観点からは、タイの経済成長が引き続き期待できるとは言え、経済規模や産業構造などから生じ得る一定の制約に鑑みると、同国における投資による資産形成において海外ファンドの役割は大きいと考えられる。例えば、米国調査会社セルリーは、タイでは海外ファンドが投資信託残高全体の 2 割強を占めるが (図表 17)、株式を運用対象にした海外ファンドを中心にさらに拡大する余地があるという見方を示している。

タイで販売されている海外ファンドは、同国の現地運用会社自身の専門チームが運用するインハウスのファンドではなく、マスター・フィーダーと呼ばれるスキーム (図表 18) で提供されるファンドが定着している。このスキームでは、同国の現地運用会社は、主に欧米などの運用会社がタイ国外で販売している既存のファンドをマスター・ファンドとして選び、そのマスター・ファンドを専ら買い付けるフィーダー・ファンドをタイ国内において自社ブランドで販売する (図表 19、20)。海外の運用会社は、タイに現地法人を設立して (出資制限はない)、海外証券を運用対象とするファンドを新たに立ち上げて販売することや、母国で運用するファンドを直接タイに持ち込むこと (2016 年に解禁されている) も可能である。しかしながら、販売チャネルとして大きな地位を占める現地銀行と現地運用会社との既存の強い関係を逆に活用し、時間や手間、コストなどをかけずに運用

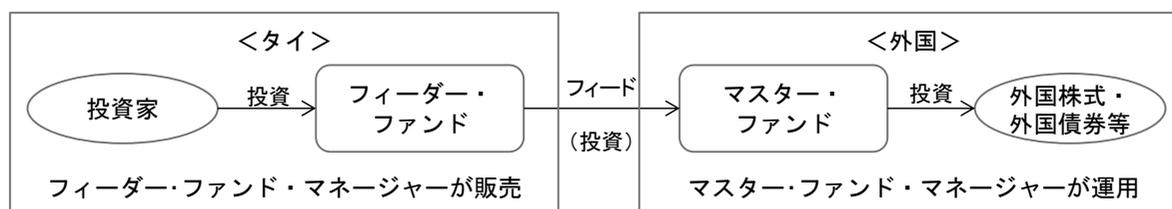
資産を積み上げられるといった点で、マスター・フィーダー・スキームでマスター・ファンドに選ばれることを合理的な戦略と位置づけているところがほとんどと見られる⁴⁰。

図表 17 タイにおける投資信託の運用資産残高に占める海外運用ファンドの残高割合



(出所) セルーリ 2017 より野村資本市場研究所作成

図表 18 マスター・フィーダー・スキームによるタイの外国ファンドの構造 (概略図)



(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 19 タイにおけるフィーダー・ファンドの運用会社上位 10 社 (2016 年末)

フィーダー・ファンド運用会社	フィーダー・ファンド数 (本)	運用残高 (億バーツ)
1 Kasikorn Asset Management	29	978
2 TMB Asset Management	37	580
3 SCB Asset Management	35	510
4 Krungsri Asset Management	33	390
5 UOB Asset Management (Thailand)	38	328
6 BBL Asset Management	10	186
7 Tisco Asset Management	35	129
8 Krung Thai Asset Management	29	91
9 Aberdeen Asset Management	12	77
10 CIMB-Principal Asset Management	24	74

(出所) セルーリ 2017 より野村資本市場研究所作成

⁴⁰ 実際に同国に現地法人を設けている海外の運用会社は 5 社で、海外ファンドの運用資産残高は合計 876 億バーツ (2017 年末) に留まる。

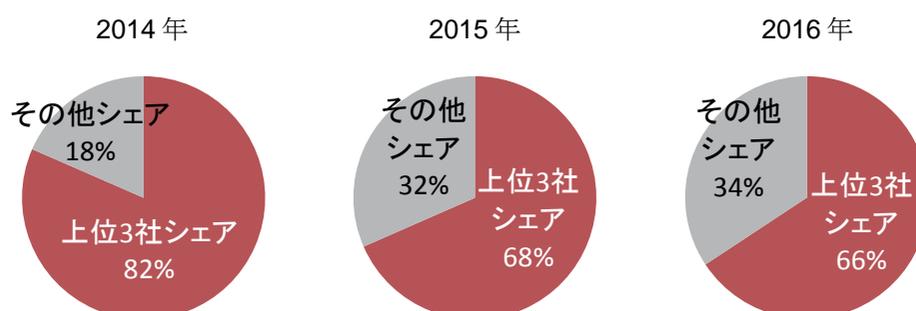
図表 20 タイにおけるマスター・ファンドの運用会社上位 10 社（2016 年末）

マスター・ファンド運用会社	マスター・ ファンド数 (本)	運用残高 (億バーツ)
1 J.P. Morgan Asset Management	17	505
2 PIMCO	15	435
3 State Street Global Advisors	37	321
4 Deutsche Asset Management	17	288
5 UOB Asset Management	18	253
6 BlackRock	30	238
7 Allianz Global Investors	11	139
8 Nomura Asset Management	14	132
9 Wellington Management Company	10	126
10 Morgan Stanley Investment Management	6	125

(出所) セルーリ 2017 より野村資本市場研究所作成

同国における海外ファンドのビジネス⁴¹は上位 3 社（Kasikorn、SCB、KrungThai）による寡占とも言える状況が続いてきたが、その寡占の度合いについても変化の兆しが生じている（図表 21）。2014 年末には 82%に及んでいた上位 3 社の海外ファンドにおける運用資産のシェアは 2016 年末には 66%に減少しており、近年、他の運用会社による海外ファンドへの取り組みが拡大している様子が窺える⁴²。現地ヒアリングでは、海外の有力な運用会社から継続的に積極的なアプローチを受けたり、パートナーと位置づけた相手と頻りにコミュニケーションを取ったりしている、という声が聞かれた。また、マスター・ファンドの選定プロセスについても、有力な海外ファンドを探査する必要性が高まっていることに伴って、日本や欧米で採用されているパフォーマンス評価やデュー・デリジェンスの研究に熱心に取り組むと共に、定量評価と定性評価の比重の置き方や、選定後の継続モニタリングに基づくマスター・ファンド・マネジャーの入れ替え方針などについて他社との差別化を積極的に図ろうとしていた。

図表 21 タイにおける海外ファンド運用会社上位 3 社運用残高シェア推移



(注) 純資産総額の 80%超を海外投資するファンド。

(出所) セルーリ 2017 より野村資本市場研究所作成

⁴¹ タイにおける海外ファンドでは、前述のマスター・フィーダーのスキーム以外に、直接投資やファンド・オブ・ファンズの形態が存在する。

⁴² 上位 3 社から特にシェアを奪取した主たるプレーヤーは BBL Asset Management である。海外ファンド残高のシェアが 2014 年末では 2%だったのが、2016 年末では 9%まで拡大している。

IV 鍵を握る投資教育の強化

本稿では、ASEAN を代表する規模に達したタイの投資信託市場が、今後も持続的に拡大するための要因として、オープン・アーキテクチャーの拡大による健全な販売と競争の促進、高齢化社会の到来に向けた資産形成の強化、効率的な分散投資のための海外ファンドへの積極的な取り組みの3点に注目して整理した。ただし、こうした要因が着実に投資信託の市場拡大を牽引していくためには、タイ国民における金融リテラシーの向上、投資教育の強化は不可欠であろう。投資教育の重要性については、現地ヒアリング先ほぼ全てで言及されており、関係者が強く認識していることが感じられた。運用会社の中にはタイの投資信託市場の「将来の成長の鍵は投資教育だろう」と述べたところもあった。

実際に、財務省や取引所、SEC、大学などが各々の立場で具体的に、また協働しながら取り組みを始めており、運用会社もそれらに積極的に呼応している印象を受けた。例えば、財務省は、高齢化社会の脅威にタイは晒されているのであり、自助努力による資産形成の普及は財政の持続性にも影響してくるとして、政府貯蓄銀行（Government Savings Bank）を始めとする政府系銀行を通じて学校などで投資教育プログラムの提供を行っている。さらに、SET はタイ中央銀行や SEC などとも協力しつつ、実践面に焦点を当てるとして、業界と共に充実したコンテンツを投資家向けのウェブサイトで発信したり⁴³、SET in the City と称したプログラムで首都圏及び地方で個人投資家向けのイベントに取り組んだりしている⁴⁴。また、SET は高齢化社会において預金を投資に廻す手段としてドルコスト平均法が適しているとし、その推進に努めている⁴⁵。タイを代表する研究機関及び大学院大学である NIDA（国立行政大学院大学）は投資教育のための e-Learning を開発し、自校の学生に加えて、学外の人々への開放も企画していた。なお、タイでは都市部と地方部の格差の是正が大きな課題になっているが、単に所得水準に限らず、金融リテラシーについても課題視する意見も聞かれた。

投資教育は、必ずしも即効性が確認される訳ではなく、また内容については試行錯誤が伴うものだが、タイにおいて政府と業界の関係者が一体となってその重要性を認識し、具体的な取り組みに注力し始めている。同国において今後、より多くの国民が資産形成に取り組む基盤の形成が進み、投資信託市場の持続的拡大の実現可能性がより高まるか、注目される。

⁴³ <https://www.set.or.th/education/main.do>

⁴⁴ <https://www.set.or.th/setinthecity/2018/index.html>

⁴⁵ SET, “Settrade launches DCA function on Streaming and “Settrade App”,” May 9, 2017.