

投資家層の拡大が課題となる ASEAN 資本市場

目 次

- | | |
|----------------------------|-------------------------|
| I. はじめに | IV. 市場のさらなる発展の鍵を握る機関投資家 |
| II. 着実な成長を遂げてきた ASEAN 資本市場 | 1. 投資信託市場の成長 |
| 1. 発展度合いが異なる各国の株式市場 | 2. 存在感が高まる年金基金 |
| 2. アジア通貨危機後に発展してきた債券市場 | 3. 多様性と流動性をもたらす海外機関投資家 |
| III. 今後の課題となる投資家層の拡大 | V. おわりに |
| 1. 厚みが不十分な資本市場 | |
| 2. 投資家層の拡大に向けた取り組み | |

野村資本市場研究所（シンガポール） 北野 陽平

要約と結論

1. 東南アジア諸国連合（ASEAN）域内の資本市場は着実に発展を遂げており、これまで経済成長率を上回るペースで拡大してきた。株式市場では、金融規制当局や証券取引所による様々な制度整備や国営企業の民営化等により、企業の上場が促進されてきた。債券市場については、1997年に発生したアジア通貨危機を教訓として、ASEAN + 3（日中韓）の地域金融協力の枠組みの下で2003年に開始されたアジア債券市場育成イニシアティブが現地通貨建て債券市場の成長を支えしてきた。
2. 企業が資本市場から効率的に資金調達を行うためには、規模だけでなく市場に厚みがあることが重要となる。しかし、ASEAN 諸国の資本市場では、投資家人口が少ないことに加えて総じて流動性が低いため、十分な厚みがあるとは言い難い状況である。資本市場のさらなる発展には、投資家層の拡大が今後の課題となっている。
3. 各国では個人投資家の資本市場への参加を促進するため、投資家教育の推進、金融商品の拡充、市場に関する情報提供の充実、市場インフラの整備等、様々な取り組みが進められている。また、ASEAN 諸国では、所得水準の向上に伴って中間所得層が拡大しており、投資信託を通じて資本市場への資金フローが増加していくと考えられる。
4. 今後、高齢化の進展等を背景として各国において年金制度の整備が進められる中、年金基金の機関投資家としての存在感が高まると見られる。その結果、資本市場への長期資金の供給が促進されることで、ASEAN 諸国の優先課題であるインフラ整備に必要とされる資金調達が円滑化される可能性がある。さらに、各国の信用格付けの向上や上場企業のコーポレート・ガバナンスの改善等を受けて、海外機関投資家による ASEAN 資本市場への投資拡大も期待される。

I. はじめに

東南アジア地域の10か国（インドネシア、カンボジア、シンガポール、タイ、フィリピン、ブルネイ、ベトナム、マレーシア、ミャンマー、ラオス）が加盟する東南アジア諸国連合（ASEAN）が発足してから50年が経過した。ASEAN諸国の経済成長率は、1997年に発生したアジア通貨危機直後に大幅に低下したが、その後回復し、大半の国が2000年以降に年率5%以上の高い経済成長を遂げてきた。

2015年末には、ASEAN経済共同体（AEC）が発足した。域内における財・サービスの移動が自由化され、各国間の連結性が強化されることで、今後ASEAN全体の競争力が高まっていくことが期待されている。

金融市場に目を向けると、銀行が大きな存在感を持っている。しかし、企業の株式や社債での資金調達ニーズの拡大や政府による国債発行額の増加等により、資本市場の規模は着実に拡大してきた。AEC発足に合わせて公表された2025年までのAECブループリントでは、金融統合の強化、金融包摂（金融サービスにアクセスでき、それを利用できる状況）の推進、金融安定化の3つの目的が挙げられており、金融統合に関しては資本市場の発展が重要な柱の1つとして位置付けられている。

ASEAN諸国の現状は、日本はもちろん、中国や韓国等の他のアジア主要国と比較しても、資本市場が整備されているとは言い難い状況である。特に、市場に十分な厚みがなく、投資家層の拡大が今後の大きな課題となっている。

本稿では、実質的に資本市場が存在していると言えるシンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナム（以下、ASEAN主要6か国）に焦点を当て、資本市場のこれまでの発展、投資家層の拡大が必要な理由、資本市場のさらなる発展に向けた取り組みを整理し、今後の展望について考察する。

II. 着実な成長を遂げてきた ASEAN 資本市場

ASEAN 主要 6 か国の株式時価総額、債券発行残高、銀行融資残高の対 GDP（国内総生産）比率は、2005 年から 2016 年にかけてほとんどの国で上昇した（図 1）。これは、金融市場の規模が経済成長率を上回るペースで拡大してきたことを意味する。また、株式時価総額と社債発行残高、すなわち資本市場に限って規模を見た場合でも同様のことが言える。シンガポールの 2016 年の資本市場の対 GDP 比率は約 320% で日本とほぼ同水準であり、6 か国の中では最も高いが、伸び率ではタイとベトナムが顕著である。

以下では、株式市場と債券市場に分けて、これまでの発展を概観する。

1. 発展度合いが異なる各国の株式市場

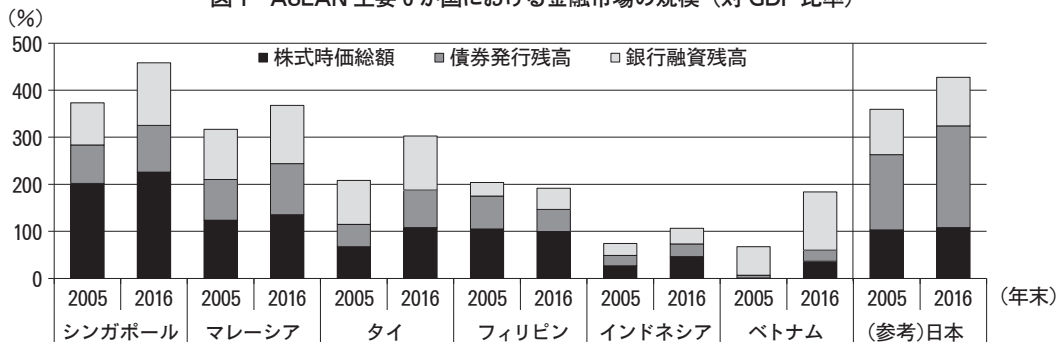
ASEAN 主要 6 か国では、株式市場の歴史

は国毎にばらつきがある。シンガポールとマレーシアでは、現在の取引所の前身が 1930 年に設立され、ある程度歴史が長い。他方で、ベトナムでは 2000 年にようやく証券取引所が設立されたばかりである。

各国における株式市場の規模は拡大傾向にある。ASEAN 主要 6 か国の上場企業数は、2005 年末の 2,802 社から 2017 年 6 月末には 3,846 社に、時価総額は同期間に 7,603 億米ドルから 2 兆 5,404 億米ドルに増加した（表 1）。

株式市場が発展してきた主な要因として、次の 3 点が挙げられる。第 1 に、高い経済成長率を背景として、企業の株式による資金調達ニーズが拡大したことである。第 2 に、市場の整備が進められてきたことである。資本市場の発展に向けたマスタープランの下で、各国の上場規則の見直し等により企業の上場促進の取り組みが進められてきたほか、オンライン取引の導入、売買手数料の自由化、海

図 1 ASEAN 主要 6 か国における金融市場の規模（対 GDP 比率）



(注) 1. 債券発行残高には、現地通貨建て及び外貨建ての政府債及び社債が含まれる。

2. 日本の 2005 年末の株式時価総額は東京証券取引所のみを対象としている。

(出所) 各国証券取引所、アジア・ボンド・オンライン、世界銀行、国際通貨基金より野村資本市場研究所作成

外投資家の出資規制の緩和等、投資家にとっての利便性向上が図られてきた。第3に、国営企業の株式化・民営化である。ベトナムをはじめとする国営企業が多い国では、政府が国営企業の経営効率化等を目的として、株式化・民営化を推進してきた結果、上場企業数の増加につながった。

ASEAN 主要6か国で時価総額は拡大しているものの、その発展度合いは大きく異なる。シンガポールでは時価総額の対GDP比率が226%に達する一方で、インドネシア、ベトナムではそれぞれ46%、37%に留まり、伸び代が大きいと考えられる（前掲図1）。また、上場企業数については、近年シンガポールやマレーシアは減少傾向にあり、株式市場の成長にやや陰りが見られ始めている。

2. アジア通貨危機後に発展してきた債券市場

ASEAN 諸国では2000年以前は債券発行による資金調達は限定的であったが、2000

年代初頭以降に債券市場の規模が急速に拡大してきた。主要6か国の現地通貨建て債券発行残高は、2000年末の2,181億米ドルから2017年6月末には1兆1,874億米ドルへと約5倍に増加した（表2）。残高の内訳は政府債が約7割、社債が約3割であり、各国では政府債が債券市場の発展を牽引してきたが、社債市場も経済成長率を上回るペースで拡大してきた。

債券市場が拡大してきた背景には、1997年に発生したアジア通貨危機の教訓がある。アジア通貨危機以前は、各国で米ドルを中心とする外貨を短期で借り入れる一方、長期の現地通貨建て資産を保有する状況にあり、いわゆる通貨と期間のダブル・ミスマッチが生じていた。そうした中、タイバーツの急激な通貨下落を発端として、アジア諸国から海外投資家の資金が流出し、アジア通貨危機に発展した。また、過度に銀行に依存する金融システムという構造的要因も相まって、銀行危機も同時に発生した。

表1 株式市場の上場企業数及び時価総額

	上場企業数(社)				時価総額(億米ドル)			
	2005年末	2010年末	2015年末	2017年6月末	2005年末	2010年末	2015年末	2017年6月末
シンガポール	664	778	769	752	2,573	6,472	6,400	7,380
マレーシア	1,021	957	903	901	1,841	4,165	3,939	4,279
タイ	504	541	639	663	1,248	2,794	3,499	4,699
インドネシア	336	420	521	553	814	3,604	3,533	4,791
フィリピン	236	253	265	268	1,120	2,034	2,874	3,325
ベトナム	41	642	684	709	6	371	587	930
6か国合計	2,802	3,591	3,781	3,846	7,603	19,440	20,831	25,404

(注) フィリピンの2017年の数値は7月末時点。

(出所) 各国証券取引所、国際取引所連合、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

この教訓を踏まえ、アジア諸国では長期の現地通貨建て債券で資金調達を行うことの重要性が認識された。そうした中、ASEAN + 3（日中韓）の地域金融協力の枠組みの下でアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が2002年に日本政府により提案され、2003年に開始された。

ABMI 発足から2008年まで、多様な債券発行体による市場へのアクセスの促進や市場インフラの強化に向けて、新たな債務担保証券の開発、信用保証メカニズム、外国為替取引と決済、国際開発金融機関や外国の政府系機関等による現地通貨建て債券の発行、地域の格付機関等に関する議論や検討が行われた。

主な成果として、現地通貨建て債券の発行体や商品の多様化の進展が挙げられる。例え

ば、①タイ、マレーシア、インドネシアにおける国際協力銀行（JBIC）や日本貿易保険による信用補完を通じた現地日系企業による起債、②マレーシア、タイ、フィリピン等における JBIC、世界銀行、アジア開発銀行（ADB）、国際金融公社（IFC）による現地通貨建て債券の発行である。

また、市場の透明性を向上し、発行体や投資家の意思決定プロセスを促進することを目的として、2004年にアジア・ボンド・オンライン（ABO）というウェブサイトがADBの支援を得て立ち上げられた。ABOでは、域内債券市場の様々なデータやABMIの活動に関する情報が公表されている。

2008年以降は、現地通貨建て債券市場のさらなる発展に向けて作成された新たなロードマップの下で、各国の財務省及び中央銀行

表2 現地通貨建て債券発行残高

（単位：億米ドル）

		2000年末	2005年末	2010年末	2015年末	2017年6月末
タイ	政府債	259	649	1,829	2,080	2,347
	社債	52	141	417	699	887
マレーシア	政府債	357	613	1,454	1,424	1,560
	社債	330	456	1,011	1,181	1,342
シンガポール	政府債	249	469	1,031	1,292	1,501
	社債	196	362	660	987	1,018
インドネシア	政府債	508	483	939	1,088	1,497
	社債	20	59	128	181	249
フィリピン	政府債	208	411	643	841	834
	社債	2	10	88	174	190
ベトナム	政府債	1	27	142	402	429
	社債	0	0	22	15	20
6か国合計	政府債	1,583	2,653	6,039	7,128	8,169
	社債	599	1,028	2,326	3,237	3,705
	計	2,181	3,680	8,365	10,364	11,874

（注）アジア・ボンド・オンラインより野村資本市場研究所作成

による取り組みが進められている。重点分野として、現地通貨建て債券発行の促進、需要の拡大、規制枠組みの改善、債券市場関連インフラの整備が挙げられている。

具体的な取り組みとして、域内における社債発行を促進するため、社債の保証機関である信用保証・投資ファシリティ（CGIF）が2010年に設立された。CGIFは2017年11月末までに14社の社債への保証実績がある。また、市場慣行の標準化や規制調和化を目的としたASEAN+3共通の債券発行フレームワークの下で、クロスボーダーでの債券発行が推進されている。

急速な経済成長を背景とした企業の社債による資金調達ニーズの拡大や格付けの改善等も債券市場が発展してきた要因であり、ABMIの貢献を定量的に評価することは難しい。しかし、ASEAN域内における現地通貨建て債券残高が外貨建て債券発行残高の約5倍の規模であることに鑑みると、ABMIがアジア通貨危機を教訓として現地通貨建て債券市場の発展を下支えしてきたと言えよう。

Ⅲ. 今後の課題となる投資家層の拡大

1. 厚みが不十分な資本市場

ASEAN主要6か国の資本市場は、規模という点では発展を遂げてきたと言える。しかし、企業が資本市場から効率的に資金調達を行うためには、規模だけでなく市場の厚みが求められる中、ASEAN諸国の資本市場は、以下2点の理由から十分な厚みがあるとは言えない状況である。

(1) 少ない投資家人口

ASEAN主要6か国では、資本市場に参加している投資家人口が少ない。例えば、タイにおける2017年9月末の登録投資家は146.5万人、インドネシアにおける2017年7月末の証券口座保有者は102.5万人、フィリピンでは2016年末の証券口座数が77.3万口座、ベトナムでは2016年末の証券口座数が171.2万口座である。これらの国では投資家人口は年々増加傾向にある一方、15歳以上人口に占める投資家の割合は3%未満に留まり、国民の資本市場への参加率は低い。

主な要因として、総じて金融リテラシーが低く、投資の意義や利点を理解していないことが挙げられる。国際的な格付機関スタンダード&プアーズ（S&P）が2014年に世界140か国以上の約15万人を対象として実施した基礎的な金融知識に関するアンケート調

査によると、金融リテラシーを有する成人の割合は、シンガポールが59%、マレーシアが36%、インドネシアが32%、タイが27%、フィリピンが25%、ベトナムが24%であった¹。先進国の中で相対的に金融教育が遅れているとされる日本が43%であることに鑑みると、ASEAN 諸国では総じて金融リテラシーが低いと言える。

そもそも、いくつかの国では、証券口座はおろか銀行口座すら保有していない国民が大半を占めている。世界銀行によると、15歳以上の国民の銀行口座保有率は2014年時点で、シンガポールが96%、マレーシアが81%、タイが78%であるのに対し、インドネシアでは36%、フィリピンとベトナムでは31%に留まる²。これらの国では、金融包摂の推進が重要な課題となっている。

投資家人口が少ない現状は、見方を変えれば、投資家人口の増加余地が大きいとも言える。投資家層の拡大には、投資家教育、投資

家保護、税制優遇等のインセンティブ、金融商品の拡充、市場へのアクセスを促進するメカニズムの構築等が重要である。

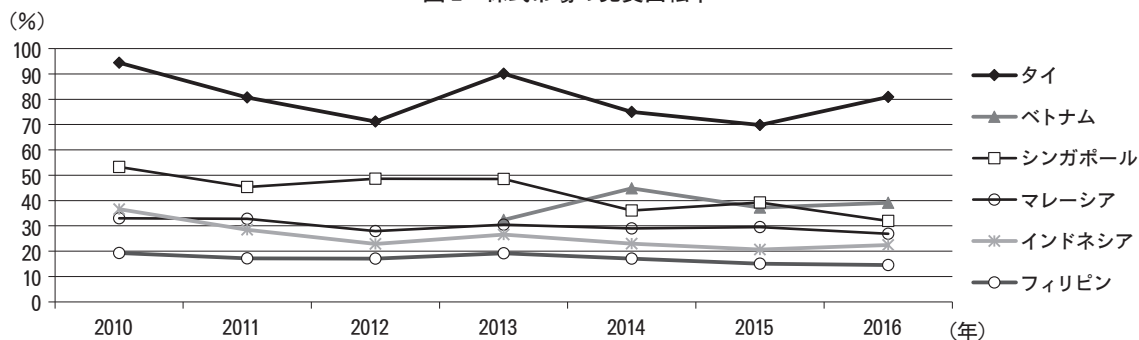
(2) 低い流動性

ASEAN 諸国では、資本市場の流動性は総じて低い。

まず株式市場について見ると、代表的な流動性の指標として、年間売買代金を時価総額で除した売買回転率がある。2016年の売買回転率は、タイが81%、ベトナムが39%、シンガポールが32%、マレーシアが27%、インドネシアが22%、フィリピンが14%であり、日本、中国(上海)、韓国の各々192%、117%、129%を大きく下回っている(図2)。

株式市場の流動性が低い状況は、活発に売買する投資家が少ないことを意味する。ASEAN 域内の株式市場では、長期保有の傾向が強い機関投資家の存在感が比較的大きいことがその一因として挙げられ、一般的に伝統的な機関投資家は長期保有することが多

図2 株式市場の売買回転率



(注) ベトナムはホーチミン証券取引所の数値。
(出所) 国際取引所連合より野村資本市場研究所作成

い。例えば、マレーシアでは2016年に国内外の機関投資家が売買代金の約8割を占めた。シンガポールの売買代金の主体別内訳は開示されていないが、政府系ファンドを含む機関投資家の存在感が大きいと見られる。他方で、タイにおいては、国内個人投資家が売買代金の5割超を占めており、ASEAN主要6か国の中では最も売買回転率が高い市場となっている。

次に債券市場について見ると、主要6か国の政府債のビッド・アスク・スプレッドは2～5ベーシスポイントであり、日本、中国、韓国の約1ベーシスポイントと比較すると大きい。また、社債は、政府債より流動性が低く、政府債の売買回転率が150～300%程度であるのに対し、社債の売買回転率は100%を大きく下回っている。

ASEAN諸国の債券市場の流動性が総じて低い要因の1つとして、投資家の偏りが挙げられる。債券市場には基本的に機関投資家しか投資しておらず、個人投資家の参加はほとんど見られない。また、政府債の大部分は銀行、保険会社、年金基金により長期保有されており、海外機関投資家の存在感も高い。政府債の海外投資家による保有割合はインドネシアが約4割、マレーシアが約3割となっている。

個人投資家が過度に短期売買を繰り返す状況は健全ではないが、企業が資本市場から効率的に資金調達を行うためには、ある程度の

流動性が確保されることが重要である。市場の流動性を向上させるための手段の一つとして、ASEAN諸国においては多様な投資家の参加促進が最優先されるべきと考えられる。もっとも、個人投資家と機関投資家のいずれに焦点が当てられるかは各国の置かれている状況により異なる。例えば、タイのように個人投資家が活発に売買している国において個人投資家だけが増加し続けた場合、かえって市場の変動性が増大する可能性がある。市場の安定化の観点からは、機関投資家の育成も重要と言える。

以下では、各国において投資家構成及び資本市場の成熟度が異なる点を踏まえて、投資家層の拡大に向けた取り組みを紹介する。

2. 投資家層の拡大に向けた取り組み

(1) 投資家教育の推進と投資家保護の徹底

各国では、個人投資家による株式市場への参加を促すため、政府により投資家教育が推進されている。例えば、インドネシアでは国民の金融リテラシーを向上させるための国家戦略が2013年に打ち出された。インドネシア金融サービス庁は、若年層向けの金融教育を重視しており、複数の教育関連機関と連携して、小学校、中学校、高校で使用される教材を作成するとともに、大学向けに金融分野の書籍を発行している。

また、各国の証券取引所も投資家教育において重要な役割を担っている。インドネシア

証券取引所（IDX）は、若年層の投資家を呼び込むため、株式取引ゲームの普及に取り組んでいる。IDXは他にも、全国の大学を対象に投資ギャラリーを設置しており、これまでに300拠点以上で設置済みである。フィリピン証券取引所（PSE）は、PSEアカデミーという教育情報サイトをウェブサイト上で開設している。PSEアカデミーでは、投資家のレベルに応じた教材が提供されるとともに、無料のオンラインセミナーが開催されている。

こうしたオンラインでの情報提供は他の国でも見られるが、その背景には、ASEAN諸国におけるインターネットの普及がある。グーグルのコンシューマーバロメーターによると、インターネットへのアクセスがある国民の割合は2017年時点で、マレーシアが83%、シンガポールが82%、ベトナムが78%、フィリピンが73%、タイが63%、インドネシアが56%である³。

こうした状況下、オンラインで株式取引を行う投資家が急速に増加している。例えば、フィリピンではオンライン取引口座数は2008年末の1.9万口座から2016年末には30.3万口座へと増加し、総証券口座に占める割合は同期間に4.3%から39.1%へと上昇した。フィリピン最大手銀行のBDOユニバンクと野村ホールディングスの合弁会社であるBDOノムラ・セキュリティーズが2016年10月に個人投資家を対象としたオンライ

ン取引の提供を開始する動き等が見られる中、オンライン取引口座の割合がさらに高まっていくと考えられる。タイにおいても、オンライン取引額が総売買代金に占める割合は2008年1月から2017年9月にかけて15.7%から34.0%へと上昇した。

投資家の投資の選択肢を広げるという点では、多様な企業を株式市場に上場させる意義も大きい。そのためには、上場予備軍企業に対する啓蒙活動も重要となる。例えば、IDXは上場のメリット、プロセス、要件等についての情報を企業に発信するため、2016年以降にGo Publicという情報センターを国内の主要都市に設置している。企業は上場に必要な助言を受けるため、Go Publicを通じて会計や法律の専門家に容易にアクセスすることができる。

また最近では、創業間もないスタートアップ企業による資本市場からの資金調達を促すため、専用の市場を創設する動きが見られる。例えば、マレーシア取引所（BM）は2017年7月、創業間もないスタートアップ企業の資金調達市場であるLEAPマーケットを開設した。また、タイ証券取引所（SET）は、スタートアップ企業の資金調達プラットフォームであるLIVEを2018年に開始する予定である。スタートアップ企業や中小企業向け市場の創設を検討する動きはインドネシア、フィリピン、ベトナムにおいても見られる。

他方で、新興企業向け市場においては、企

業の不祥事が問題視されることがある。一般的に、新興市場に上場する企業は、本則市場に上場する企業に比べて経営・財務基盤が脆弱である。例えば、SET の新興企業向け市場である mai では、いくつかの企業が上場直後に純損失を計上したことで、個人投資家が損害を被る事例が見られた。タイ証券取引委員会はこうした状況に対応するため、mai への上場に必要自己資本や純利益等の要件を厳格化した。投資家の株式市場に対する信頼を維持する上で、投資家保護の徹底が不可欠である。

また、一部の国では、一般株主の持分割合を高めて流動性の向上を図るため、浮動株比率規制を見直す動きも見られる。例えば、特に流動性が低いフィリピンでは、最低浮動株比率に関する規制が厳格化された。以前までは、PSE に上場する企業は 10% 以上の浮動株比率を維持することが義務付けられていたが、2018 年末までに 15% 以上、2020 年までに 20% 以上とすることが求められるようになった。また、2017 年 11 月以降に PSE に新たに上場する企業は、当初から 20% 以上の浮動株比率を確保する必要がある。

(2) 社債市場へのアクセスの向上

ASEAN 域内の債券市場においては、特に社債市場の発展が遅れている。国毎に状況が異なるが、主な要因として以下の 4 点が挙げられる。

第 1 に、個人投資家の社債市場へのアクセ

スが制限されていることである。シンガポールでは従来、社債を購入する投資家はほぼ機関投資家または適格投資家に限定されていた⁴。しかし、個人投資家の社債投資を促進するため、2016 年 5 月に Bond Seasoning Framework という新たな枠組みが導入された。同枠組みの下では、機関投資家及び適格投資家向けのホールセール債がシンガポール取引所 (SGX) に上場してから 6 か月経過後であれば、①流通市場においてリテール投資家向けに提供されることが認められるようになり、②事業規模、信用力、上場年数等の要件を満たす発行体は、ホールセール債と同じ条件で目論見書の交付なしでリテール投資家向けに発行することが可能になった。また、より厳格な要件を満たす発行体は、最初から目論見書の交付なしでリテール投資家向けに社債を発行することも可能である。

第 2 に、社債市場に関する投資家への情報提供が不十分なことである。マレーシアでは、社債市場に関する情報が限られていることが問題視されていた。そうした中、個人投資家の社債市場への参加を促進するため、Bond + Sukuk Information Exchange という社債市場に関する情報プラットフォームが 2017 年 11 月に導入された。同プラットフォームでは、イスラム債を含む社債の価格や信用力等の様々な情報が提供されている。

第 3 に、社債の供給が不足していることである。最近、シンガポールでは社債発行を促

進するための新たな枠組みが導入されている。シンガポール金融管理局（MAS）は2017年1月、発行体の裾野を広げることを目的として、アジア債券補助金スキームを導入した。同スキームの下では、発行額や年限等の要件を満たす社債については、SGXへの上場を条件として、引受手数料、監査費用、弁護士費用、上場費用等に対して最大40万シンガポールドル（約3,300万円）の補助金が提供される。

また、MASは2017年6月、格付けが付与された社債の発行拡大により市場の透明性向上を図ることを目的として、格付け取得費用の補助金スキームを導入した。その背景には、シンガポールには地場格付機関がなく、多くの企業は格付けを一切取得していないことがある。同スキームの下では、国際的な格付機関による格付けが付与されたシンガポールドル建て社債が発行される場合、格付け取得費用に対して最大40万シンガポールドルの補助金が提供される。

さらに、MASは同年6月、グリーンボンド（調達資金の用途を環境対策事業に限定して発行される債券）を発行する企業の発行コストの一部を負担する補助金スキームを導入した。同スキームの下では、発行額や年限等の要件を満たすグリーンボンドについては、10万シンガポールドルを上限として外部評価費用の100%が負担されることになった。なお、グリーンボンドの発行促進に向けた動

きはインドネシアやフィリピンにおいても見られる。地域的な取り組みとしても、各国の金融規制当局が参加するASEAN資本市場フォーラムにおいて、国際資本市場協会のグリーンボンド原則に基づいたASEANグリーンボンド基準が2017年11月に発表された。

第4に、流通市場の市場インフラが整備されていないことである。SGXは2015年12月、社債の流動性向上を目的とした店頭取引プラットフォームを導入した。現在は米ドル、ユーロ、円のG3通貨建て社債のみが対象となっているが、将来的には現地通貨建て社債も含まれる見通しである。またタイにおいては、債券市場協会により、ブロックチェーン技術を利用した中央債券登録システムの開発が進められている。中央集権型の債券登録システムの導入により、決済期間の短縮が可能となり、決済リスクの低減につながると見られている。

以上の通り、ASEAN諸国では、投資家の社債市場へのアクセスを向上させるための様々な取り組みが進められている。今後、社債市場のハブになることを目指しているシンガポールでの取り組みの成否が試金石となると考えられる。

IV. 市場のさらなる発展の鍵を握る 機関投資家

ASEAN 主要 6 か国の資本市場では、中長期的に機関投資家の存在感が高まってくると考えられる。中でも特に、投資信託市場、年金基金、海外機関投資家の動向が注目される。

1. 投資信託市場の成長

(1) 中間所得層の拡大と販売チャネルの拡充

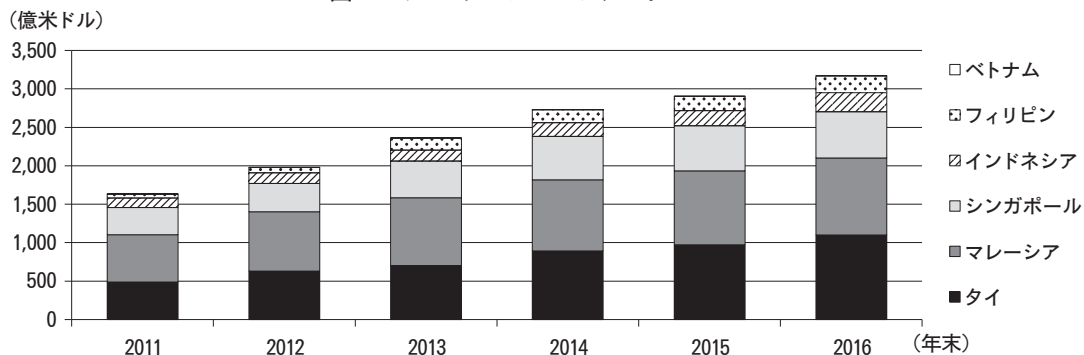
投資信託は、個人投資家が少額から投資することが可能であり、貯蓄から投資への流れを促進する上で重要な役割を担っている。ASEAN 主要 6 か国における投資信託市場の規模はまだ小さいが着実に拡大傾向にある。資産運用業界の調査会社セルリー・アソシエイツによると、ASEAN 主要 6 か国におけるミューチュアル・ファンドの運用資産額 (AUM) は 2011 年から 2016 年にかけて

1,633 億米ドルから 3,171 億米ドルにほぼ倍増した (図 3)。

投資信託市場が発展してきた要因は国毎に異なるが、共通の背景として経済成長に伴って所得水準が向上してきたことが挙げられる。1 人当たり名目 GDP は、2000 年から 2016 年にかけて、シンガポールでは 23,793 米ドルから 52,961 米ドル (2.2 倍)、マレーシアでは 4,287 米ドルから 9,374 米ドル (2.2 倍)、タイでは 2,028 米ドルから 5,902 米ドル (2.9 倍)、インドネシアでは 870 米ドルから 3,604 米ドル (4.1 倍)、フィリピンでは 1,052 米ドルから 2,927 米ドル (2.8 倍)、ベトナムでは 402 米ドルから 2,172 米ドル (5.4 倍) に増加した⁵。

そうした中、ASEAN 域内では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、1 世帯当たりの年間可処分所得が 5,000 米ドル以上 3 万 5,000 米ドル未満と定

図 3 ミューチュアル・ファンドの AUM



(注) 現地通貨から米ドルへの換算は全て 2016 年末の為替レートが適用されている。

(出所) セルリー・アソシエイツより野村資本市場研究所作成

義される中間所得層の割合は、2010年に約5割であったが2015年に約6割になったと推定されており、2020年には約7割まで上昇すると予測されている。国民の所得水準の向上に伴って貯蓄額の増加が見込まれる中、投資信託を通じて資本市場への資金フローが拡大する可能性があると考えられる。

また、販売チャネルの拡充により投資家の投資信託市場への参加が促される可能性もある。現在、販売チャネルは国毎に異なり、マレーシアでは提携販売代理業者経由、インドネシアでは銀行経由と投資信託運用会社の直販、フィリピンでは提携販売代理業者経由と直販が中心である。他方で、タイにおいては投資信託運用会社の系列銀行が圧倒的な存在感を持っており、SETは投資信託への投資を促進するためには、投資家が多様な運用会社により提供される投資信託に幅広くアクセスし、より効率的に投資信託を取引できる環境の整備が重要であると考えた。そこでSETは、金融機関と連携して、いわゆるオープンアーキテクチャのオンライン投資信託取引プラットフォームを導入することを決定した。2016年11月にFundConnexというプラットフォームの開発が発表され、準備期間を経て2017年7月に正式に運用が開始された。同年11月時点で、10社の投資信託運用会社と8社の販売会社がFundConnexに参加している。

こうした投資信託取引プラットフォームを

導入する動きは他国でも見られる。例えば、フィリピンの独立系オンライン専門ブローカーであるCOLフィナンシャルグループは2015年、国内で初めてCOL Fund Sourceというプラットフォームを導入した。同プラットフォームでは、6社の運用会社の投資信託が提供されており、投資家数及びAUMは着実に増加している。また最近では、フィリピンで資産規模2位のメトロポリタン銀行傘下の証券会社ファースト・メトロ・セキュリティーズ・ブローカレッジは2017年2月、FundsMartという投資信託取引プラットフォームの提供を開始したことを発表した。このように、投資信託取引プラットフォーム導入の動きが相次ぐ中、個人投資家の投資信託市場への参加が促進されることが期待されている。

また、地域的な取り組みとして、ASEAN域内での投資信託のクロスボーダーでの販売を促進するASEAN 集団投資スキーム(CIS)フレームワークがある。同フレームワークは、資産運用会社が域内他国の個人投資家向けにCISを直接販売する際の承認手続きを簡素化し、CISのクロスボーダー販売を促進することが目的で、2014年8月にシンガポール、マレーシア、タイの3か国により導入された。2017年10月末までに、13ファンドが自国の金融規制当局により承認され、うち7ファンドがホスト国の金融規制当局に承認された。まだ実績は少ないが、ASEAN域内で

の投資信託のクロスボーダー取引を活性化させる枠組みとして今後の動向が注目される。

(2) 投資家層の裾野を広げる上場投資信託

投資家の資本市場への参加を促す上で、上場投資信託（ETF）も重要な役割を担っている。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徴を持ち、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。

ASEAN諸国におけるETF市場はまだ歴史が浅く、発展度合いは国毎に異なる。シンガポールは、外国籍のETFを自国市場に導入しており、他のASEAN諸国とは一線を画している。それでも、シンガポールにおけるETF市場の規模は2017年11月末時点で約34億米ドルに留まる。

域内のETF市場の発展が遅れている理由として、①販売手数料が低いため、金融機関にとってETFを販売するインセンティブが働きにくい、②投資家教育が十分に行われておらず、ETFが投資家にほとんど認知されていない、③運用管理の手数料率が低いため、運用会社にとっても組成する利点が少ない、といった点が指摘されている。

そうした中、昨今マレーシアでは、ETF市場の発展に向けた議論が活発化しつつある。マレーシアでは国内初のETFが2005年に導入されてから10年超が経過しているが、現在8銘柄しか上場されていない。マレーシア証券委員会及びBM等から構成さ

れるETFタスク・フォースは2017年5月、金融機関や投資家の参加を促進するための政策提言を行った。その中には、発行プロセスの簡素化、販売チャネルの拡充、新たな種類のETFの導入、マーケットメーカーに対するインセンティブの付与等が含まれている。

また、中長期的な視点では、ロボアドバイザーの普及がETF市場の拡大につながる可能性がある。ロボアドバイザーとは、アルゴリズムを活用して顧客のニーズに即したポートフォリオ等を提案するサービスであり、ETFが対象資産となることが多い。

現在、ASEAN域内ではロボアドバイザーを提供する事業者がまだ少ない。主な要因として、金融規制当局による規制枠組みが整備されていない点が挙げられる。現時点で、規制枠組みが導入されている国はマレーシアのみである。しかし、シンガポールにおいても2017年6月にロボアドバイザーに関するコンサルテーション・ペーパーが発表され、意見募集が実施されたことから、2018年には規制枠組みが整備される見通しである。

今後、ミレニアル世代を中心に、ロボアドバイザーの認知度が向上し、利用が広がっていく可能性がある。もしそうなれば、ETFを保有する投資家の増加につながり得ると考えられよう。

2. 存在感が高まる年金基金

(1) 年金運用資産の拡大

今後 ASEAN 諸国の資本市場においては、年金基金が機関投資家として存在感を高めていくと考えられる。その背景には、高齢化の進展に伴う年金基金の運用資産の拡大がある。ASEAN 諸国における国民の平均年齢は日本を含む先進国と比較すると総じて低いが、シンガポールとタイでは高齢化が急速に進展している。国際連合の世界人口予測によると、総人口に占める 60 歳以上の割合は、2010 年から 2030 年にかけてシンガポールでは 14.1% から 30.6%、タイでは 12.9% から 26.8% へと上昇することが予測されている。

ASEAN 諸国の中で、年金基金の規模が大きい国はシンガポールとマレーシアである。シンガポールには 1955 年設立の中央積立基金 (CPF) があり、2016 年末時点の AUM は 3,289 億シンガポールドルで対 GDP 比率は 81% である。マレーシアには 1951 年設立の従業員積立基金 (EPF) と 2007 年設立の公務員年金基金 (KWAP) があり、2016 年末の AUM は各々 7,311 億リンギット (約 20 兆円)、1,250 億リンギットで対 GDP 比率は合計で 70% である。他の ASEAN 諸国では、年金基金の存在感はまだ大きくないが、今後特にインドネシアとタイにおける社会保障制度改革により年金運用資産が拡大すると見られる。

まず、インドネシアでは従来、公務部門では老齢保障は公務員貯蓄保険と軍人社会保険、医療保障は公務員健康保険が担い、民間部門については労働者社会保障 (Jamsostek) が老齢保障と医療保障等を担っていた。民間部門の老齢保障は一時金が中心で十分な機能を果たしていなかった中、政府は社会的セーフティネットを強化するため、包括的な国民皆保険制度を創設することを決定した。2011 年 10 月に社会保障実施機関法が制定され、2014 年 1 月に新たな社会保障実施機関である BPJS が創設された⁶。その後、2015 年 7 月に Jamsostek の全ての機能が BPJS に移管され、本格的な運用が開始された。

BPJS は、2014 年末時点で 1,679 万人の加入者及び 187 兆ルピア (約 1.5 兆円) の AUM を有する。AUM の内訳は、約 4 割が債券、約 2 割が株式である。BPJS は、2018 年までに加入者を 4,566 万人、AUM を 403 兆ルピアまで増加させる計画であり、資本市場への資金フローの拡大が見込まれる。

次に、タイにおいては現在、民間企業の従業員を対象とした強制適用の退職一時金制度が導入されている他、企業により任意で確定給付年金または確定拠出年金 (プロビデントファンド) が提供されており、労働者保障制度はある程度整備されている。

しかし、タイ政府は、急速な高齢化の進展に対応するため、退職者のセーフティネット強化と財政負担軽減を目的として、国民年金

基金（NPF）という強制退職金積立制度を導入することを決定した。当初、NPFは2007年から開始される予定だったが、政情の不安定化等の理由により立法化が進まず大幅に遅延し、2018年によようやく導入が実現することとなった。

政府は、当初従業員100名以上の企業をプロビデントファンドに強制加入させ、その後7年以内に全企業を強制加入させる計画である。雇用者と従業員の拠出率は段階的に引き上げられる予定であり、当初3年間は双方が賃金の3%、4～6年目は同5%、7～9年目は同7%、10年目以降は同10%となる。1,000万人近くの労働者がNPFの対象とされており、加入者の増加と拠出率の上昇により、中長期的に資産規模が拡大していく見通しである。

(2) 年金運用資産の拡大による資本市場への影響

年金運用資産が拡大することにより、資本市場への投資額が増加するだけでなく、長期資金の供給が促進されることが挙げられる。その結果、長期資金を必要とするインフラセクターが大きな恩恵を享受できると考えられる。

ASEAN諸国では総じてインフラが十分に整備されておらず、各国が今後も高い経済成長を持続するためにはインフラ整備が不可欠である。中長期的に膨大なインフラ整備向け資金が必要とされている一方、十分な資金が

供給されておらず大きなギャップが生じている。インフラ整備向け資金の調達源は政府予算が中心であるが、財政赤字が継続するとともに公的債務残高が増加する中、政府は財政負担を軽減するため、民間資金の活用を重視し始めている。

民間部門が参加するインフラプロジェクトの主な資金調達手段は銀行借入である。しかし、ASEAN域内の銀行は、大口融資規制や預貸率規制による制約に加えて、自己資本規制の強化等を理由として、流動性が低いインフラプロジェクト向けに長期的に資金を提供することが難しくなっている。そうした中、代替的な資金調達源として、資本市場の重要性が高まりつつある。年金基金がインフラ向けに投資する方法はいくつかあるが、インフラ企業が発行する社債や株式またはインフラファンドに投資する方法が一般的である。

社債への投資については、例えばインドネシアでは、年金基金や保険会社によるインフラ関連企業の社債への投資を促進する動きが見られる。具体的には、年金基金等は投資ポートフォリオに一定割合の政府債または政府機関債を組み入れることが義務付けられているが、2017年8月以降は国営企業がインフラ整備を資金使途として発行する社債等も対象証券として追加された。

また、借入人の信用力に依拠せずプロジェクトのキャッシュフローを返済原資とするプロジェクトボンドに対する関心も高まりつつ

ある。域内ではこれまで、インフラ金融と親和性が高いイスラム金融が発展しているマレーシア以外ではプロジェクトボンドの発行が限定的であった。しかし近年、フィリピンやインドネシアでもプロジェクトボンドの発行促進に向けた動きが見られる。リージョナルな取り組みとして、インフラプロジェクトの完工リスクを保証する画期的なスキームが2016年7月にCGIFにより導入された⁷。まだ実績がないが、今後年金基金の投資促進が期待される。

インフラファンドについては、一般的に非上場ファンドとして組成されることが多いが、近年では上場ファンドへの関心が高まっている。タイでは、政府の財政負担の軽減を目的として、2012年にインフラファンドという新たな金融商品が導入され、現在6銘柄がSETに上場されている。さらに政府は、高速道路等の国家にとって重要なプロジェクトを投資対象とするタイランド・フューチャー・ファンド（TFF）の創設を2015年に閣議決定した。TFFの規模は1,000億パーツ（約3,400億円）になる見込みであり、政府は100億パーツの設立資金を拠出し、残り900億パーツを投資家から調達する方針である。政府は現在、TFFの上場準備を進めており、2018年上期にSETへの上場を計画している。TFFの最大の特徴として、政府が投資家に最低リターンを保証する点が挙げられる。こうしたスキームは比較的安全性を求

める傾向が強い年金基金を呼び込む上で効果が大きいと考えられる。

年金運用資産の拡大に伴ってインフラ整備向けの資金調達が円滑化されることにより、ひいては各国の高い経済成長を下支えすることが期待されている。

3. 多様性と流動性をもたらす海外機関投資家

ASEAN諸国は、海外機関投資家を資本市場に呼び込むことも重要である。多くの海外機関投資家はリスクとリターンの選好が国内機関投資家とは異なるため、資本市場における投資家の多様化につながると期待される。また、一般的に海外機関投資家は、国内投資家よりも活発に売買を行う傾向があるため、流動性をもたらす可能性もある。海外機関投資家は中長期的にASEAN諸国の資本市場への関心を高める可能性がある。その理由として、以下の点が挙げられる。

第1に、ASEAN諸国の信用格付けの向上である。各国では経済のファンダメンタルズの改善により、以前よりも高い信用格付けが付与されている。最近では、2017年5月にインドネシアの信用格付けはS&Pにより投資適格級に引き上げられた。

第2に、ASEAN諸国における環境・社会・ガバナンス（ESG）に対する認識の高まりである。先進国の機関投資家の間ではESG投資が重視されつつある中、ASEAN

諸国に目が向けられる可能性がある。

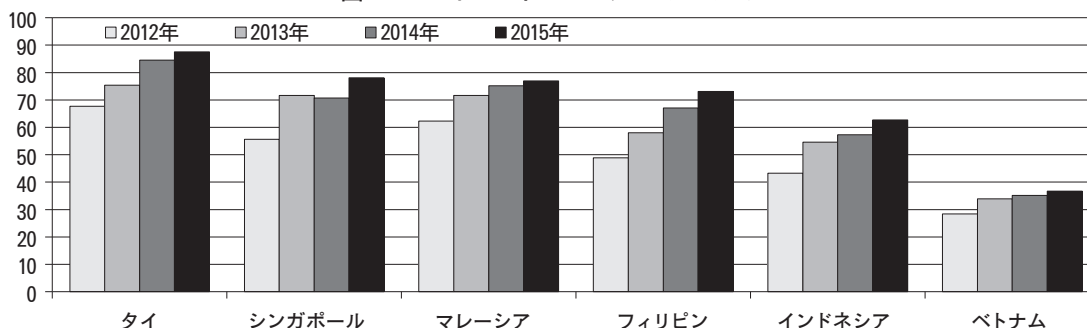
環境面については、前述の通り、グリーンボンドの取り組みが進められている。ガバナンスについては、ASEAN 主要 6 개국では、上場企業のコーポレート・ガバナンス水準の向上、グッドプラクティスの普及、コーポレート・ガバナンスが優れた上場企業の国際的な知名度向上を目的として、ADB の協力の下で 2011 年にコーポレートガバナンス・スコアカードが導入された⁸。コーポレート・ガバナンスの重要性に対する認識が高まる中、各国の平均スコアは上昇傾向にある(図 4)。

第 3 に、ASEAN 諸国におけるリスクヘッジ手段の拡充である。例えば、ベトナムにおいては以前までデリバティブ市場が開設されていなかったが、2017 年 8 月にホーチミン証券取引所の代表的な株価指数である VN30 指数を対象とした先物取引の提供が開始され

た。現在、ハノイ証券取引所の代表的な株価指数である HNX30 指数を対象とする先物取引の導入が検討されている。フィリピンでは、株式のリスクヘッジ手段として空売りが制度上認められているが、規則がまだ導入されておらず、現在規則の作成が進められている。一方で、フィリピンではまだデリバティブ市場が開設されていないため、PSE の代表的な株価指数を対象とする先物取引の導入が検討されている。

他方で、海外機関投資家を呼び込む上で留意点もある。第 1 に、為替管理規制である。各国の中央銀行は自国通貨の急激な変動を回避するため、オフショア市場での為替取引を禁止している。海外機関投資家は ASEAN 各国通貨の為替リスクをヘッジする際に制約を受けるため、ASEAN 諸国の資本市場への投資を躊躇する一因となり得る。第 2 に、海外からの資金フロー拡大による資本市場の変

図 4 コーポレート・ガバナンスのスコア



(注) 1. 対象は各国の上場企業で、2015 年の企業数は 555 社であった。

2. 各国の平均スコアを示している。最高スコアは毎年若干異なり、2015 年は 126 であった。

(出所) ADB より野村資本市場研究所作成

動性の増大である。海外市場が変動をきたした場合、海外機関投資家が一気に資金を引き揚げる可能性がある。そのため、国内において投資家基盤がある程度確立されていることが前提条件となる。

V. おわりに

最後に、日本とASEANの関係について触れたい。ASEAN諸国に進出する日系企業は増加傾向にあり、外務省によると、ASEAN主要6か国に進出する日系企業（拠点）数は2006年10月の5,951社から2016年10月には9,223社へと増加した⁹。こうした中、進出先での資金調達という点では、ASEAN諸国における資本市場の発展は日系企業にとっても重要である。また、ASEAN諸国は日本の主要な貿易相手国でもあり、良好な関係を維持・強化していくことが求められる。その意味では、日本が自国の経験から得た知見をASEAN諸国の発展に生かすことで、金融・経済面での協力を強化する意義は大きいと言える。

しかし、現状では日本からASEAN諸国の資本市場への投資は限定的である。主な理由として、①投資のリスクが高いと考えられていること、②ASEAN諸国の資本市場に関する情報が十分に提供されていないこと、の2点が挙げられる。

1点目について、確かにASEAN諸国への証券投資には信用リスク、流動性リスク、為替リスク等が伴う。しかし、前述の通り、各国の信用格付けは改善傾向にあることに加えて、流動性の向上に向けた様々な取り組みが進められている。

2点目について、規制や制度に関する情報が現地語でしか開示されていないこともあるが、近年では英語で開示される情報が徐々に増加している。また、各国の金融規制当局や証券取引所が日本の投資家向け IR を強化していることもあり、資本市場に関する情報へのアクセス環境は以前と比べると改善している。

今後、ASEAN 諸国の資本市場に対する日本の投資家の理解度や関心が高まることで、中長期的に日本からの資金フローが拡大していくことが期待される。

《注》

- 1 アンケート調査では、基礎的な計算力、複利、インフレ、リスク分散の4分野についての理解度が試される。
- 2 World Bank Group, Global Findex Database
- 3 <https://www.consumerbarometer.com/en/>
- 4 シンガポールでは、①純資産が200万シンガポールドル超もしくは直近12か月の収入が計30万シンガポール以上の個人、または②純資産が1,000万シンガポールドル超の法人が適格投資家に該当する。
- 5 タイとベトナムにおける2016年の1人当たり名目GDPは国際通貨基金の推定値である。
- 6 BPJSには、医療保障等を担当するBPJS Kesehatanと老齢保障等を担当するBPJS Ketenagakerjaanがある。
- 7 完工リスクとは、建設の完了が遅延することにより、キャッシュフローの創出が遅れるリスクを指す。
- 8 コーポレートガバナンス・スコアカードでは、株主の権利、株主の平等な取り扱い、ステークホルダーの役割、開示と透明性、取締役会の責任、の5分野が評価対象となっている。
- 9 外務省「海外在留邦人数調査統計（平成29年要約版）」

《参考文献》

- ・『アジアのフロンティア諸国と経済・金融』（2017）公益財団法人 日本証券経済研究所
- ・『図説 アジアの証券市場 2016年版』（2016）公益財団法人 日本証券経済研究所
- ・『ASEAN 金融資本市場と国際金融センター』（2015）公益財団法人 日本証券経済研究所
- ・ *Nomura Journal of Asian Capital Markets*, 2016 Autumn, Vol.1/No.1
- ・ *Nomura Journal of Asian Capital Markets*, 2017 Spring, Vol.1/No.2

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・インド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて:アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます; 戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています; 戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、

経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所屬アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETNを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は2,808円(税込み)の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETFは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大1.026%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合)は最大7,668円(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は2,808円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の33%以上)で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定5年、固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成35年度以降に償還するもの(第17回債以降)については、額面金額を下回しません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.