

# アジアの機関投資家

## —現状と育成の必要性—

調査部

主任研究員 清水 聡

### 要 旨

1. 機関投資家は、各国の金融部門における重要なプレーヤーの一つである。その育成により、金融仲介機能の改善、資本市場の量的拡大や質的向上はいうに及ばず、マクロ経済的にも大きな効果をもたらすことが出来ると考えられる。アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）においても、債券市場の拡大を促すとともに流通市場の流動性を高める観点から、機関投資家の役割が重要であると考えられてきた。途上国の債券・株式市場においては、海外投資家のプレゼンスが急拡大しており、多様な投資家が途上国市場に注目している。こうした中、海外投資家に対抗しうる国内投資家の整備という観点も重要となってきている。
2. 多くの途上国において、機関投資家の規模は着実に拡大している。アジアにおいても国内機関投資家の資産規模の対GDP比率が上昇しているが、その状況は国ごとに多様であり、緩やかな上昇にとどまっている国も多い。また、対GDP比率が依然として低い国もあり、総じて潜在的な発展余地は大きいと考えられる。
3. ABMIにおいては、各国債券市場の流動性が継続的に検証されているが、投資家構成の多様化が常に最重要課題にあげられている。背景には、海外投資家の拡大に対する問題意識や取引回転率の伸び悩みなどがあると考えられる。債券保有の分散や流動性の向上に関し、各国の状況は多様である。国内機関投資家の拡大・高度化を図り、流動性を一段と高めることが重要な課題であるといえよう。
4. マレーシアは域内で最も組織的に資本市場整備を進めている国の一つであり、機関投資家育成に関しても好事例になる。資本市場マスタープランを中心とした市場整備が推進され、機関投資家の金融仲介機能を改善して経済成長を支援することが目指されてきた。機関投資家の資産規模の対GDP比率は着実に上昇しており、運用資産の多様化・高度化が進むとともに対外投資も拡大している。
5. 一般的に、機関投資家育成策の内容は、①当局のビジョンの構築、②機関投資家が提供する金融商品の開発の促進、③金融商品の販売チャネルの多様化や投資家教育の充実、④機関投資家間の競争の促進、⑤機関投資家に対する運用規制の緩和、⑥規制枠組みの整備による金融の安定性の確保、などである。アジア諸国が機関投資家育成の取り組みを強化することは、重要な課題である。アジアの機関投資家が一層発展し、プレゼンスを高めることにより、域内金融統合がさらに進展することも期待出来よう。

## 目次

### はじめに

#### I. 機関投資家育成の意義と途上国における機関投資家の概要

1. 機関投資家の発展がもたらす効果
2. 途上国における機関投資家の概要

#### II. アジアの機関投資家の現状

1. ABMIにおける投資家育成の努力
2. 機関投資家の現状
3. 今後の展望

#### III. 債券市場における投資家構成と各国市場の流動性

1. 各国市場の状況
2. まとめと今後の課題

#### IV. マレーシアの事例

1. 債券市場の拡大
2. 機関投資家育成策の内容
3. 機関投資家の現状

#### V. 機関投資家育成策に関するまとめ

### おわりに

### はじめに

アジア債券市場を発展させるためには、機関投資家の育成が必要不可欠である。本稿では、アジア債券市場整備との関連を意識しつつ、アジアの機関投資家の現状と展望について述べる。また、機関投資家が果たす役割や機関投資家を取り巻く今後の課題についても、併せて考える。

資本市場における投資家の種類は、①政府部門（中央銀行、政府系ファンド）、②金融機関（銀行、証券会社、その他）、③狭義の機関投資家（年金基金、保険会社、投資信託）、④一般企業、個人、などに分けられる。また、国内投資家に加えて、海外投資家も重要な役割を果たす。さらに、先進国においては、ヘッジファンドなども重要な業態である。

本稿では、重要性を増す海外投資家にも言及した上で、アジアの国内機関投資家を主な考察対象とする。上記の分類でいえば、主に③について考える。

本稿の目的は、第1に、アジアの機関投資家の現状把握と将来展望である。第2に、機関投資家を育成する意義や方法についての考察である。特に、債券市場とのかかわりに重点を置く。債券市場整備と機関投資家育成の関係について、具体的な認識を得ることを目指す。さらに、機関投資家はクロスボーダー取引の担い手であり、域内金融統合を推進する役割を果たすことから、その点についても

述べたい。

構成は以下の通りである。I. では、機関投資家の発展がもたらすと期待される効果について述べた上で、途上国における投資家の概要を述べる。II. では、アジアにおける機関投資家の現状につき、データに基づいて分析する。III. では、債券市場における投資家構成と各国市場の流動性について考える。IV. では、ケース・スタディとして、マレーシアの機関投資家育成策について述べる。V. では、投資家育成の課題をまとめる。

機関投資家は、各国の金融部門における重要なプレーヤーの一つである。その育成により、金融仲介機能の改善、資本市場の量的拡大や質的向上はいうに及ばず、マクロ経済的にも大きな影響をもたらすことが出来る。アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）においても、債券市場の拡大を促すとともに流通市場の流動性を高める観点から、機関投資家の役割が重要であると考えられてきた。

アジア諸国において、国内機関投資家は着実に拡大しているが、その状況は国ごとに多様であり、資産規模の対GDP比率をみると緩やかな上昇にとどまっている国も多い。また、その水準が依然として低い国もあり、総じて潜在的な発展余地は大きいと考えられる。

ABMIにおいては、各国債券市場の流動性が継続的に検証されているが、投資家構成の多様化が常に最重要課題にあげられている。背景には、海外投資家の拡大に対する問題意

識や取引回転率の伸び悩みなどがあると考えられる。国内機関投資家の拡大・高度化を図り、流動性を一段と高めることが重要な課題であるといえよう。

アジア諸国は、機関投資家育成の取り組みを強化する必要がある。アジアの機関投資家が一層発展し、プレゼンスを高めることにより、域内金融統合がさらに進展することも期待出来よう。

## I. 機関投資家育成の意義と途上国における機関投資家の概要

### 1. 機関投資家の発展がもたらす効果

#### (1) 機関投資家の拡大・発展の意義

機関投資家の拡大・発展がもたらす効果とはどのようなものであろうか。初めに、この点について考える（注1）。

第1に、多様な機関投資家が整備されることにより、銀行預金以外の貯蓄吸収手段が増加する。それにより、貯蓄率が上昇する可能性がある。加えて、金融仲介機能の改善が貯蓄を国内投資に結びつけることになるため、投資率が上昇し、ひいては経済成長率が上昇する可能性がある。

アジア諸国では全般的に過剰貯蓄が続いており、貯蓄を投資に充当して域内の内需を促進することが重要な課題となっている。こう

した環境では、機関投資家に期待される金融仲介機能は極めて重要なものであると考えられる。

第2に、機関投資家は、債券や株式に対する主な投資家として、資本市場を育成・拡大する役割を果たす（注2）。債券市場についてみると、ABMIの取り組みからも明らかのように、市場整備の手段は、発行体の拡大、投資家の拡大、市場インフラの整備、関連する法規制の整備などに分けられる。発行体や投資家の拡大は、市場育成の中心的手段である（図表1）。また、流通市場における流動性を改善する手段としても、投資家の多様化の重要性がしばしば指摘されている。

機関投資家は、個人投資家に比較して証券投資を行いやすい。その背景には、①資金の性質上、全般的に投資期間が長いこと。②投資規模が大きいため、リスク分散が容易であること。取引コストが低いこと。不動産などの大規模かつ分割困難な資産にも投資出来ること。③機関投資家が有する規模の経済、専門性、投資銀行とのつながりなどから、投資を成功させるために必要な情報が個人投資家に比較して入手しやすいこと、などがある。

したがって、機関投資家の拡大により、資本市場に対する長期資金の供給が増加する可能性が高い。その結果、株式・社債・証券化商品などへの投資需要が拡大することにな

図表1 社債市場発展の決定要因

1. 市場発展の前提となる経済の状態 (1) 一定の経済発展段階の達成、一定の経済成長の持続 (2) マクロ経済の安定、金利自由化の完了
2. 他の金融部門の整備状況：銀行、株式市場
3. 市場参加者の存在：発行体、投資家、仲介業者、規制当局 (1) 参加が可能であること (2) 参加するための十分なインセンティブを持つこと  (発行体の拡大方法) ・企業の自己努力による信用力の強化 ・関連するインフラ整備（発行に関する規制の簡略化、情報開示の充実、破産法の整備など） ・非居住者（国際機関、多国籍企業など）による発行の増加 ・証券化や信用保証の利用 ・投資家の投資対象の拡大
4. 直接的なインフラ (1) 国債市場、短期金融市場 (2) 取引プラットフォーム (3) 市場情報インフラ (4) ヘッジ手段：デリバティブ、レポ (5) 債券の取引・決済システム (6) 外国為替市場
5. 間接的なインフラ (1) 法律や規制の整備：証券取引法、会社法、破産法；資本取引規制 (2) 企業の情報開示（格付けを含む） (3) インフラとしての経済主体：会計士、証券アナリスト、格付け機関、裁判所 (4) 税制

（資料）各種資料

る。株式や社債による資金調達が可能となれば、企業は生産的な資本形成を増やすこととなる。

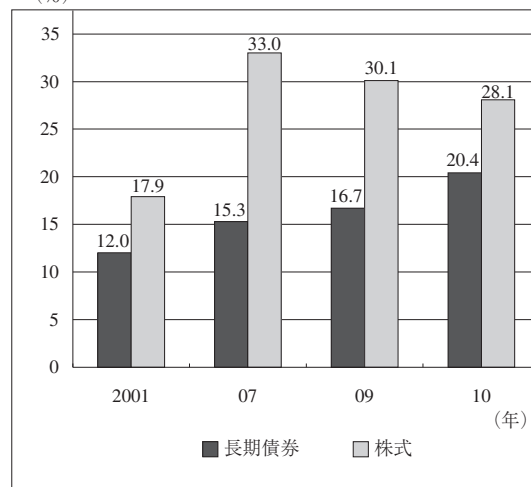
第3に、機関投資家は資本市場の質的發展に貢献する。投資家の多様な投資需要に応えるために、株式、社債、証券化商品、CD、デリバティブ、というように新たな市場が形成されていく面もあり、投資家の発展が市場の発展を促進することになる。

また、多様な市場インフラの発展も促される。投資家の取引需要に応じるため、決済システムの整備や取引価格の透明化が図られる。会計監査、手数料体系、情報開示など、多様な側面において改善が進むことが期待される。

さらに、コーポレート・ガバナンスの改善も見逃せない。機関投資家はインデックス運用が多いこと、市場価格に影響を与えずに株式を売却することが難しい場合があることなどから、意に反しても特定の株式を保有し続けなければならないこともあり、そのことが企業への監視強化につながる。

第4に、域内投資を拡大する役割を果たすことが期待される。域内クロスボーダー債券投資は、特に世界金融危機以降、増加が加速し、域内投資比率が上昇している（図表2）。その要因としては、実体経済面の統合が加速していると考えられること、域内投資家にとって経済が不調となっている欧米先進国の市場への投資よりも域内投資が相対的に魅力

図表2 アジアにおける域内投資比率の推移 (%)



(注) 投資国は香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。受け入れ国はこれらに中国とベトナムを加えたもの。

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

を増していること、などがあると考えられる。アジアの投資家が拡大・発展することにより、域内投資の増加がさらに促進されることとなる。

対外投資が増加すれば、キャピタル・ゲイン、利払い、配当などの流入が国民所得の安定をもたらす。また、国内のみに投資する場合に比較して、投資家はより高いリスク調整後収益率を得ることが可能となる。ただし、国内資本市場の発展に対しては若干のマイナス要因となる懸念もある。

なお、機関投資家の拡大による悪影響も考えられないわけではない。第1に、機関投資家の拡大は、通常の状態では流動性の改善や市場価格のボラティリティの低下をもたらす

---

ものの、金融危機など特殊な状況においては、群集行動を引き起こす可能性がある。

第2に、証券業務が拡大する一方で、ディスプレイターミディエーション（銀行による金融仲介の縮小）が生ずる可能性がある。これにより、銀行は手数料収入の増加、資産運用ビジネスの拡大、競争力の強化に伴う経営効率の向上などのプラス効果を受ける一方、不適切なリスク・テイクの増加などの弊害が生ずることもありうる。また、金融仲介の担い手が増えることで、場合によっては中小企業が資金を調達しにくくなるなどの影響も考えられる。

機関投資家育成の実施に当たり、これらの影響に配慮することも必要であろう。

## (2) 投資家育成と債券市場整備

次に、投資家育成と債券市場整備の関係について、詳しくみる。Bhattacharyay [2011] によれば、債券市場発展の決定要因として、①GDPで示される経済規模、②輸出の対GDP比率で示される経済の開放度、③一人当たりGDPで示される経済の発展度、④金利スプレッド（リスクの高さなどからこれが大きい場合、社債市場の発展が妨げられることが多い）、⑤国内銀行信用の対GDP比率で示される銀行部門の規模、⑥為替レートの安定性、があげられる。このように、経済発展や金融システムの成熟が債券市場発展の前提となる。これらに加えて、発行体や投資家の拡大が重要であることになる。

アジア債券市場は着実に発展しているが、社債市場の拡大が緩やかであることがしばしば指摘される。その一つの要因として、Felman et al. [2011] は、機関投資家の拡大が不十分であることをあげている（この論文の対象はインドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイのASEAN 5カ国であり、本稿よりは狭い）。彼らによれば、南米諸国では年金基金などの契約貯蓄機関（Contractual Savings Institutions：年金基金、保険会社、その他の社会保障機関（social security institutions）を含む）の拡大に伴って債券市場が拡大したが、ASEAN 5カ国の年金基金や生命保険会社の資産規模の対GDP比率は2000年以降ほとんど横ばいであり、債券市場におけるプレゼンスはむしろ低下している。これに対し、銀行の存在感が大きいことに加え、投資信託の規模が拡大している。投資信託の運用資産は、2000年にはGDPの5%未満であったが、10年間で20~25%に拡大した。なお、アジアの機関投資家の拡大状況については、次節で詳しく論じる。

Felman et al. [2011] では、機関投資家の問題に加えて、発行体の資金調達需要が増加しなかったことを重視している。すなわち、市場の拡大が抑制されたのは投資家、発行体の双方に原因があったことになる。今後、発行体の発行意欲が増せば、機関投資家の拡大により債券市場の拡大が促進される可能性があると考えられる。

さらに、世界金融危機以降、海外投資家のアジア債券市場に対する関心が急速に高まっている。したがって、国内機関投資家を拡大することにより内外投資家のプレゼンスのバランスを取ることが重要になっているといえよう。

流通市場の流動性を改善し、債券市場を資本フローに対して強固なものとするためには、様々な性格の海外投資家を受け入れるとともに、国内投資家の育成によって投資家の多様化を図ることが重要となる。それにより、市場価格の一方方向への急激な変動を抑制し、価格を安定化させることが出来る。

かつてはクロスボーダーの投資家といえはヘッジファンドが主体であったが、途上国債券がグローバル・インデックスに含まれるようになるとともに、年金などのリアルマネーの投資家が次第に増加している。これにより、海外資金が安定化することが期待されるものの、危機に際して逃避することは避けられない。したがって、国内投資家の育成は不可欠である。現状では、地場銀行が国債を多く保有しているが、売買は必ずしも活発ではない。年金基金や投資信託などの機関投資家が拡大することにより、投資手法の多様化や流動性の向上がもたらされると考えられる。

Asian Development Bank [2012] に収録された年次流動性サーベイによると、3つの要因が流動性にプラスの効果を与えている。第1に、先進国の金融緩和に伴う資本流入の拡

大である。海外の投資家ならびに発行体の動向が流動性に与える影響が大きくなっている。アジア各国でソブリン格付けの上昇や企業のバランスシートの改善がみられることが、資本流入を促している。

第2に、国内機関投資家の拡大である。投資家としては銀行が依然中心であるが、相対的に発展した市場においては機関投資家の役割が増している。

第3に、債券発行額の増加である。2012年には、国債・政府機関債の発行が急増した。また、不胎化を目的とした中央銀行債の発行が減少し、銀行の流動性が増していることが、社債などへの投資の増加につながっている。

売買スプレッドや取引回転率でみた国債の流動性は、2011年には国際金融情勢が不安定化して低下する傾向がみられたものの、2012年には全般的に改善している。売買スプレッドの縮小には、金融緩和が寄与している部分もある。また、政策的な努力もみられる。例えば、フィリピンにおいては、政府による国債の買い戻しやリオープンにより銘柄整理や発行期間の伸長が実施され、流通市場 (PDEx: Philippine Dealing and Exchange Corporation) における取引の60%以上が20年債となっている。

このように、流動性には様々な構造的要因と循環的要因が影響している。これらの相互作用の中で、機関投資家の育成についても考える必要がある。

このサーベイでは、国債市場の流動性を構造的に改善する手段として8項目をあげ、その重要性を市場参加者に4段階で評価させている（数字が大きいほど重要）。8項目とは、①投資家およびトレーダーの多様化、②市場アクセスに関する規制緩和、③外国為替規制の緩和、④市場参加者の資金調達容易さ、⑤税制、⑥決済・預託インフラ、⑦より効率的なヘッジ手段、⑧透明性、である。このうち、市場参加者が最も重要と評価したのは、①投資家およびトレーダーの多様化、である（図表3）。国別にみても、ほとんどの国で最重要事項と評価されている。

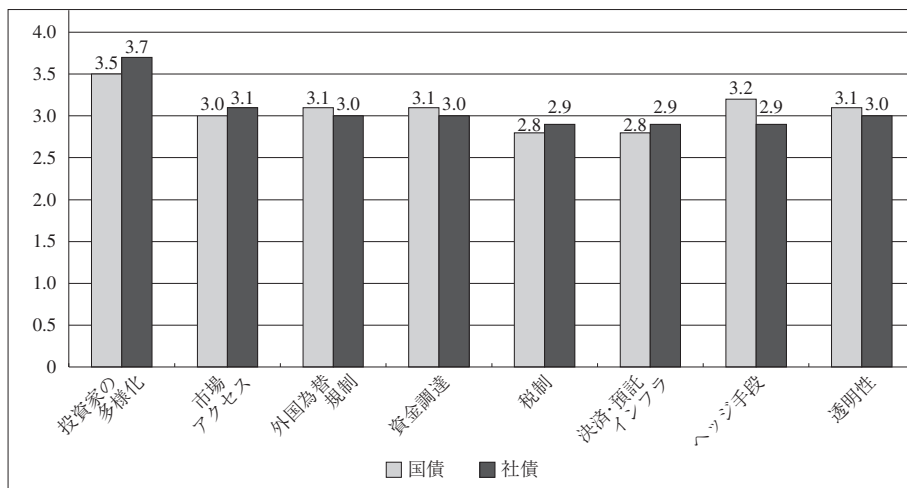
社債は、多くの場合、発行規模が小さく、また、発行後1～2カ月経過すると持ち切り（バイ・アンド・ホールド）タイプの投資家

の手に渡ることが多いため、全般的に流動性は低い。しかし、例外的に、韓国などでは一部の政府系企業や信用力の高い民間企業の債券の発行規模が大きく、活発に売買されている。

国債と同様、社債市場の流動性を改善する手段に関する評価も実施されている。ここでも、市場参加者が最も重要と評価したのは①投資家およびトレーダーの多様化、である。国別にみても、すべての国で最重要事項と評価されている。

このように、各国の国債・社債市場参加者の間に、投資家の多様性の不足が最も重要な問題であるという認識が共通して存在する。この点からも、投資家の多様性に関する検討が重要と考えられる。海外投資家の拡大が顕

図表3 アジア債券市場の流動性改善に関する構造的課題



(注) 点数は0～4点（値が大きいほど重要な問題であるという評価）。

(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov. 2012



著となる中で、国内投資家の役割が一層高まっているといえよう。

## 2. 途上国における機関投資家の概要

次に、アジアを含む途上国における投資家の概要について述べる。

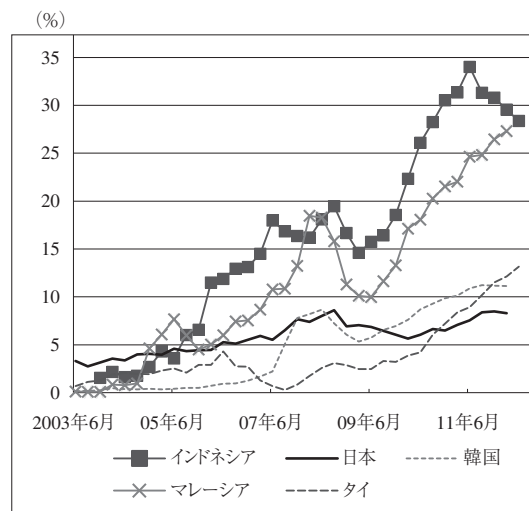
### (1) 海外投資家の拡大

近年、世界金融危機や欧州債務危機の発生を受けて途上国経済のプレゼンスが上昇し、先進国の投資家の間でアジアを含む途上国への投資に対する関心が高まっている。

こうした中、先進国の投資家による途上国債券の保有が急拡大している。Felman et al. [2011] によると、途上国債券ファンドへの年間資金流入額は2005年の50億ドルから2010年には350億ドルに増加した。アジアにおいても、国債市場における海外投資家比率が一般的に上昇傾向にある（図表4）。リーマン・ショックに際して一時的に伸び悩みがみられたが、その後、一段と上昇が加速している。

アジア債券に対する関心が高まっている背景は、次のように整理出来る。第1に、実体経済や金融政策に関する要因である。①世界金融危機を経て、先進国の金融緩和に伴い、投資資金が増加するとともに途上国との金利差が拡大した。②アジア経済の回復・好調ぶりが際立ち、各国のソブリン格付けも改善方向となったため、アジア投資の機運が盛り上がった。③アジアでは実体経済面の統合が加

図表4 国債市場の海外投資家比率



(資料) Asian Bonds Online

速していると考えられ、また域内投資家にとっても、経済が不調となっている欧米先進国の市場への投資よりも域内投資が相対的に魅力を増した。

第2に、市場整備の状況に関する要因である。①債券市場や国内機関投資家の拡大・発展が進むとともに、個人投資家も投資信託を通じて投資の拡大が可能となっている。②各国の市場整備の努力やABMIなどの域内金融協力の存在が投資家に安心感を与えている。③資本取引規制の緩和など、対外開放により海外投資家の導入が図られている。

第3に、市場収益率・リスクに関する要因である。①多くの先進国よりも財政状態が良好であるにもかかわらず、名目金利が相対的に高い。また、経済発展に伴う長期的な金利

---

低下や為替レートの増価が見込まれる。2000年以降、アジア債券市場の投資収益率は各国で良好に推移している（注3）。②投資家からみれば、アジア債券が国際分散投資の一つの手段となる。

バーゼル3の実施など金融機関に対する多様な規制強化の動きがみられることから、信用力の高い債券に対する投資意欲は今後も拡大し続けると判断され、途上国債券に対する投資需要は高まると思われる。相対的な高金利も、投資を促す重要な要因となる。例えば、アメリカの年金基金は収益率の向上を迫られており、金利の高い途上国債券は魅力的な投資対象となっている。総じて、途上国に対する先進国の投資家の見方が大きく変化している一方で、投資リスクの低下や高収益率の持続がみられるため、途上国債券に対する投資が拡大しているといえよう。

海外投資家による投資の拡大は、国内金利の低下や流動性の改善につながる。アジアの投資家は持ち切りの傾向が強く、海外投資家の方が活発に売買するという指摘もある。ヘッジファンドなどは運用手法に制約が少なく、売買が容易であることも流動性を高める一因である。海外投資家をもたらすこれらの効果は、発行体と呼び込み、市場拡大の好循環をもたらす可能性がある。

一方、国債金利が海外投資家の動向に影響されることにより、金融政策の自由度が妨げられる懸念がある。債券市場金利のボラティ

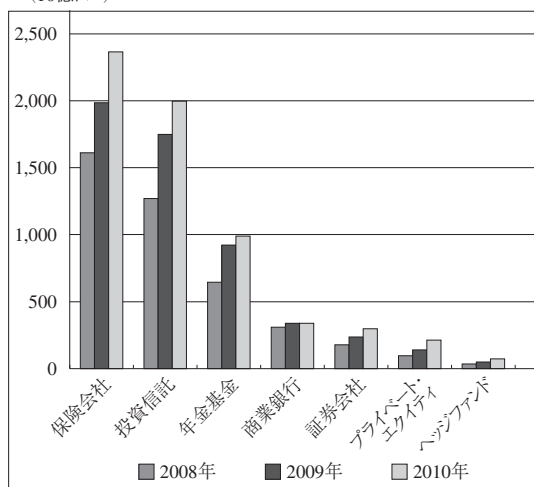
リティが上昇する可能性もある。こうした影響を抑制するためには、国内投資家を育成するとともに、市場の成熟度を高める必要がある。また、資本取引規制を実施することも、一つの選択肢として考えられる。長期的に資本流入によってもたらされるベネフィットとコストのどちらが大きいかは難しい問題であるが、それに伴うリスクに備えることは不可欠であろう。

## (2) 国内機関投資家の状況

次に、途上国の機関投資家の概況につき、IOSCO [2012] に基づいて述べる。これは、IOSCOのサーベイに回答した25カ国の投資家についてまとめたものである（注4）。この報告書は、年金基金、保険会社、投資信託、商業銀行、証券会社、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドをカバーしているが、政府系ファンド等については途上国に一般的なものではないとして分析対象から除外している。

これらの投資家の運用資産は、図表5のようになっている。投資信託や、商業銀行・証券会社による投資商品の販売チャンネルとしては、商業銀行が最も一般的である。投資信託は、商業銀行、証券会社、独立系の金融アドバイザーなどを通じて、あるいは投資信託会社により直接販売される。どのチャンネルが支配的かは国により多様であり、例えばパキスタン・マレーシア・台湾では直接販売が、韓国やバングラデシュでは証券会社経由が支配

図表5 途上国の機関投資家の運用資産  
(10億ドル)



	保険会社	投資信託	年金基金	商業銀行によるファンド	証券会社によるファンド	プライベート・エクイティ	ヘッジファンド
存在する国数	23	25	24	23	24	21	10
データを報告した国数							
2008年	19	22	17	5	10	11	8
2009年	19	22	17	5	12	11	8
2010年	18	22	17	5	12	11	8

(資料) IOSCO [2012]

的、といった具合である。

以下、投資家別にその動向を述べる。第1に、年金基金に関しては、政府による強制年金の2010年の総資産が8,510億ドル(2008年比55%増)、企業年金が880億ドル(同4%増)であり、前者が圧倒的に大きい。特に強制年金の規模が大きいのは、韓国(3,050億ドル)、中国(2,320億ドル)、チリ(1,480億ドル)などである。韓国では、企業年金も急速に拡大している。

年金基金全体の対GDP比率は、8%に過ぎない。もちろんこれは国により多様であり、韓国は33%、中国は5%などとなっている。

これに対し、オランダ129%、イギリス89%、アメリカ73%など、先進国の比率は高い。

このように、途上国における年金基金の資産規模の対GDP比率は依然として低いものの、着実に拡大しているといえよう。一般的に、所得水準が上昇すると機関投資家の資産は加速度的に拡大する傾向がある。現在の状況は、高成長を維持する途上国が多いことを反映したものであろう。

第2に、保険会社に関しては、2010年の1カ国当たり平均社数が56社となっている。総資産は2.4兆ドルであり、2008年以降の年平均伸び率は21%となっている。対GDP比率は、台湾(99%)、南アフリカ(67%)などで高い。平均的に、総資産の9%程度を株式に投資している。

生命保険に関しても、保険密度(density、一人当たり収入保険料)は所得水準の向上に伴って上昇する。生命保険の負債のデュレーションは非常に長く、これに見合う運用資産は各国において不足しがちである。途上国の国債の平均残存期間の長期化があまり進んでいないことも、その原因となっている。

第3に、投資信託に関しては、世界金融危機の影響を受けたものの、景気回復と株価の上昇に伴って拡大している。資本流入の拡大が投資家の信認を高め、好循環を生み出している面もある。運用資産は、2008年の1兆2,700億ドルから2010年には1兆9,970億ドルとなった。その84%を、ブラジル・中国・韓国

の3カ国で占めている。また、チリ・ブラジル・マレーシアなどにおいて、急速な拡大がみられる。

商品別にみると、運用資産に占める比率が最も高いのは債券ファンドである（図表6）。どのタイプのファンドも同じような伸びを示す中で、世界的な金融緩和による利回り低下に伴い、マネー・マーケット・ファンドは2008年から2010年にかけて年平均▲12.6%で縮小している。

投資信託資産の増加も、一人当たりGDPと相関関係を持っている。また、多くの市場において年金基金が投資信託の一定割合を保有するため、年金基金などの機関投資家の拡大とも密接に関連している。

第4に、商業銀行に関しては、銀行数の合計が2010年に957行（最大は中国の164行）と

なっており、アメリカに商業銀行が6,205行存在することと比較すると少ない。2010年の総資産は22.4兆ドルであり、そのうち14.4兆ドルを中国が占めている。

商業銀行が資産運用ビジネスに直接携わることを制限している国が多い。それが可能な国の中では、台湾の運用資産が2,200億ドルと最大である。

第5に、証券会社に関しては、資産運用ビジネスの運用資産が2008年の1,770億ドルから2010年には2,967億ドルとなった。マレーシアが1,220億ドルで最大となっている。

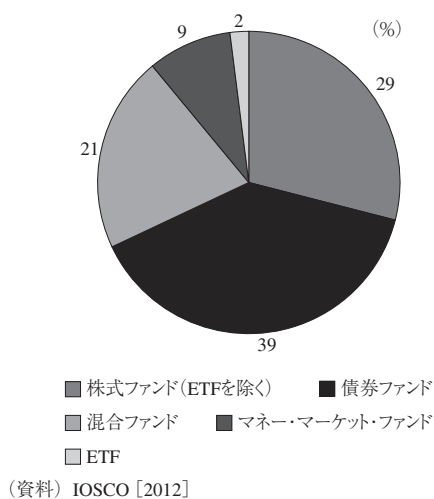
第6に、ヘッジファンドに関しては、2010年の時点で25カ国中9カ国に存在する。運用資産が大きい順では、ブラジル（245億ドル、129社）、中国（217億ドル、459社）、マレーシア（61億ドル）、チェコ（25億ドル）、などとなっている。これらの国では、運用資産残高、社数とも急増している。

第7に、プライベート・エクイティ・ファンドに関しては、25カ国中21カ国に存在する。このうち、データを報告した11カ国の運用資産は2,130億ドルであり、中国（1,540億ドル）、ブラジル（370億ドル）などが大きい。

### (3) 中央銀行

IOSCOのレポートでは、公的な運用機関は分析から除外されているが、アジアを中心に外貨準備が大幅に増加している国が多く、投資家としての中央銀行や政府系ファンドの重要性が増している。

図表6 途上国の投資信託のファンド内訳



世界金融危機を経て先進国の金利が低水準となったことなどから、各国の中央銀行は外貨準備運用における主要通貨以外の比率を引き上げている（図表7）。外貨準備の運用対象には一定の信用力や流動性が求められることから、アジアでは韓国・シンガポール・マレーシア・中国などが主な対象となっている。これらの国の国債は、リスク調整後収益率の実績も相対的に高い。さらに、運用対象としては、インドやインドネシアも含まれている。

これらの国では、国債の海外投資家による保有比率が急上昇している。従来、そのほとんどは民間部門によるものであったが、現在はかなりの部分が中央銀行や政府系ファンド

によるものになったとみられる。

多くの国が外貨準備残高を増やす中で、運用対象の安全性や流動性に加え、収益性を重視する傾向が強まっている。こうした傾向は今後も続くと考えられ、これらの投資家による途上国債券投資が一段と増加することが予想される。

#### (4) 途上国の機関投資家による対外投資

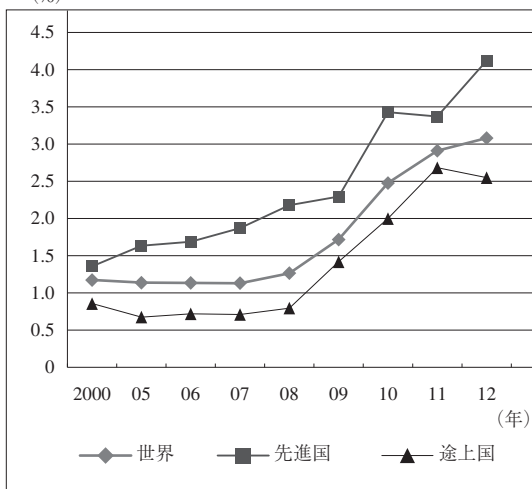
途上国の機関投資家が拡大するとともに、対外投資も拡大している。ただし、25カ国のうち中国や台湾を含む7カ国では、対外投資に先立って認可を得ることが求められる。また、韓国やマレーシアを含む12カ国では、対外投資額が制限されている。

対外投資を可能とするためには、海外のファンドを国内で販売する方法もある。このような方法は、14カ国で行われている。

一般的には、先進国の機関投資家による途上国への投資に比較すると、対外投資の規模は小さい。途上国では対外投資に関する規制が厳しい場合が多いことや、先進国の投資家の方が規模が大きく海外投資の経験も長いことなどが影響している。途上国では対外投資を担う人材も不足しており、ホーム・バイアスが強くなりがちである。そのほか、リスク・テイクの意欲、投資戦略、情報入手の可能性、投資に伴うコストなど、多くの要因が対外投資に影響している。

対内投資に関する規制に比較すると、途上国の対外投資の規制はより厳しくなっている

図表7 外貨準備に占める其他通貨の割合 (%)

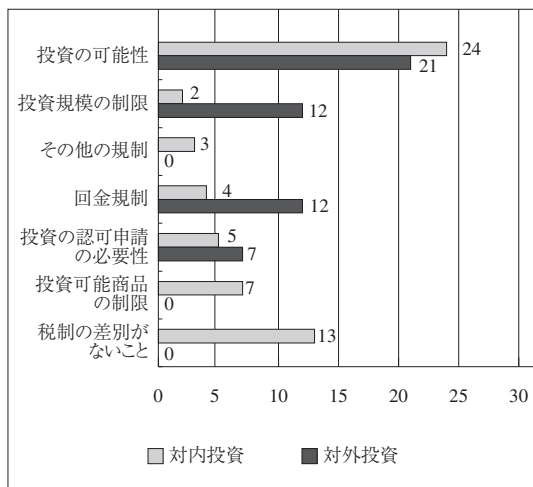


(注1) その他通貨とは、米ドル・ユーロ・英ポンド・日本円・スイスフラン以外の通貨。通貨構成が不明の部分(かなり大きい)には、その他通貨は含まれないと仮定している。

(注2) 2012年は9月末。

(資料) IMF

図表8 対内投資・対外投資に関する規制が存在する途上国の数



(資料) IOSCO [2012]

とみられる(図表8)。ただし、対内投資にも多様な制限が課されている。例えば、税制上の取り扱いが内外の投資家の間で異なること、投資出来る金融商品が限定されること、投資資金の回収(fund repatriation)が多様な形で規制されること、などがあげられる。

- (注1) 以下の記述にあたっては、Hu [2012] を参考とした。
- (注2) Hu [2012] の計量分析によれば、アジア10カ国の年金基金の拡大は株式時価総額と社債発行残高にプラスの効果を与えている。一方、国債発行残高への効果は必ずしも明らかではない。
- (注3) Turner [2012] は、2000年代の債券収益率の分析から、先進国と途上国の間で金利裁定が働かず、途上国債券にヘッジ付きで投資することで超過収益が得られる場合がみられたこと、途上国の収益率の変動は大きい(シャープ・レシオ(収益率を変動率で割ったもの)は途上国の方が大きかったこと、などを指摘している。世界金融危機において途上国債券投資収益率のボラティリティは上昇したが、それは主に為替レートの変動によるものであり、現地通貨建ての収益率の変動は比較的小さかったという。
- (注4) 25カ国は、アルゼンチン、バングラデシュ、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、クロアチア、チェコ、エクアドル、ハン

ガリー、韓国、マケドニア、マレーシア、モロッコ、ナイジェリア、パキスタン、パナマ、ポーランド、ルーマニア、セルビア、スロベニア、南アフリカ、台湾、トルコ、UAEである。

## II. アジアの機関投資家の現状

### 1. ABMIにおける投資家育成の努力

本節では、アジアの機関投資家について検討する。初めに、ABMIにおける投資家育成の努力についてみておく。

2003年に発足したABMIにおいては、債券発行主体の拡大、発行通貨の多様化、市場インフラ整備を主な目的として6つのワーキング・グループが立ち上げられ、①新たな債務担保証券開発、②信用保証および投資メカニズム、③外国為替取引と決済システム、④国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行、⑤地域の格付け機関整備と情報発信、⑥技術支援(technical assistance)、をテーマに活動が行われた。

このうち、投資家育成は技術支援の範囲に含まれるが、明示的にワーキング・グループのテーマとはなっていなかった。その後、2008年5月に債券市場整備の新たなロードマップが作られ、取り組み課題が4つ(債券の供給拡大、債券の需要拡大、規制枠組みの改善、関連する市場インフラの整備)に整理された。この時点で、タスク・フォース(TF)2が投資家に関する課題を担当することが、ようやく明確化された。また、達成すべき具

体的な目標として、第1順位：機関投資家の投資環境の整備、域内の機関投資家向けの広報活動、第2順位：個人投資家の投資環境の整備、レポ・証券貸借市場の整備、第3順位：クロスボーダー取引の強化（資本取引規制や非居住者関連税制への取り組み）、が設定された。

さらに、2012年5月に従来のロードマップの見直しによりNew Roadmap+が採用され、9つの優先項目が示された（図表9）。これらは、従来の4つのタスク・フォースを生かした上で、取り組み項目を見直したものである。

この作業の結果、TF 2の課題は、第1順位：

機関投資家向けの投資環境の整備およびABMI情報の共有（フォローアップ課題）、国債市場のさらなる発展（レポ市場および証券貸借市場の整備）（追加的課題）、第2順位：クロスボーダー債券取引の促進、となった。

投資家向けの情報提供活動の実績として最も重要なものは、2004年に立ち上げられたAsian Bonds Onlineと呼ばれるウェブサイトである。これは、ASEAN+ 3諸国の債券市場に関する多様な情報を関係者向けに提供するものである。ウェブサイトを管理するアジア開発銀行や域内の関係当局・市場関係者の努力の結果、その内容は年々充実度を増している。機関投資家や個人投資家に加え、研究

図表9 新ロードマップ・プラス（2012年）

<p>タスク・フォース1：現地通貨建て債券の発行促進（議長国：中国、タイ）</p> <p>(1) 信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の保証業務の開始（F）…第1</p> <p>(2) インフラ・ファイナンス・スキームの育成（F）…第1 —ラオス・タイのパイロット・プロジェクトを含む</p> <p>(3) デリバティブ・スワップ市場の整備…第2</p> <p>タスク・フォース2：現地通貨建て債券の需要の促進（議長国：日本、シンガポール）</p> <p>(1) 国債市場のさらなる発展（A）…第1 —レポ市場および証券貸借市場の整備</p> <p>(2) 機関投資家向けの投資環境の整備およびABMI情報の共有（F）…第1</p> <p>(3) クロスボーダー債券取引の促進…第2</p> <p>タスク・フォース3：規制枠組みの改善（議長国：マレーシア、日本）</p> <p>(1) ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）の活動の強化（F）…第1 —債券共通発行プログラム</p> <p>(2) 消費者や中小企業（SMEs）の金融アクセスの強化（A）…第1</p> <p>(3) 債券取引に係る破産手続きの改善…第2</p> <p>タスク・フォース4：債券市場のインフラ改善（議長国：韓国、フィリピン）</p> <p>(1) 域内決済機関（RSI）の設立に向けた取り組みの促進（F）…第1</p> <p>(2) 地域格付けシステムの基盤の強化（A）…第1</p> <p>(3) 金融知識教育の向上（R）…第2</p> <p>技術協力調整チーム（TACT）（議長国：ブルネイ、ラオス、ベトナム）</p> <p>(1) 債券市場育成における能力強化に向けたASEANメンバー国への技術協力の促進…第1</p>
---

（注1）（F）はフォローアップ課題、（A）は追加的課題、（R）は関連課題。

（注2）第1、第2は、設定された取り組み優先順位を示す。

（資料）第15回ASEAN+ 3財務大臣・中央銀行総裁会議共同声明（2012年5月3日）

者等を含めた多様な関係者に対して必要な情報が提供されるようになっており、ウェブサイトの訪問者数も着実に増加している。Asian Bonds OnlineがABMIの推進のために果たす役割は、非常に重要であるといえよう。

TF 2の活動としてもう一つ重要なのが、市場参加者による情報交換・交流の場としてのアジア債券市場サミット (Asian Bond Markets Summit) の開催である。年1回、域内各地で開催されており、域内の投資家に加え、域外の投資家、アジアの発行体、政策担当者、金融機関などが参加している。年1回の開催であるため、継続的な活動に結びつき

にくいことが難点であり、さらなる工夫により域内の投資家がABMIにより積極的に参加するようになることが望まれる。

## 2. 機関投資家の現状

堀江 [2012] によると、アジアの機関投資家の資産額は2010年末現在で5～7兆ドルと推定される。また、Cerulli Associatesによれば、日本を除くアジアの機関投資家の運用資産は2006年の4.3兆ドルから2010年には8.6兆ドルに増加した。ちなみに、日本の年金基金・保険会社・投資信託の資産額の合計は、2011年に約6.3兆ドルと推計される。

図表10 アジア諸国の機関投資家の規模および対GDP比率

	(資産または収入) (10億ドル)					
	年金基金 (資産)		保険会社 (収入保険料)		投資信託 (資産)	
	2004年	2011年	2004年	2011年	2004年	2011年
中国	20.7	134.4	52.2	221.9	40.0	410.2
香港	15.4	50.4	15.3	28.9	551.2	1,013.9
インドネシア	5.4	n.a.	3.4	14.9	11.1	18.7
韓国	116.4	313.5	68.6	125.9	177.4	226.7
マレーシア	63.9	153.3	6.5	13.8	23.0	81.5
フィリピン	7.9	n.a.	1.3	2.9	1.0	2.4
シンガポール	66.2	167.1	9.7	20.8	338.8	1,064.4
タイ	6.1	17.2	5.7	15.4	12.6	65.7
合計	302.0	835.9	206.8	524.7	1,155.1	2,883.5
日本	1,201.2	1,472.5	492.4	643.7	399.5	745.4

	(対GDP比率) (%)					
	年金基金 (資産)		保険会社 (収入保険料)		投資信託 (資産)	
	2004年	2011年	2004年	2011年	2004年	2011年
中国	1.1	1.8	2.7	3.0	2.1	5.6
香港	9.3	20.6	9.3	11.6	331.8	415.1
インドネシア	2.2	n.a.	1.3	1.8	4.5	2.3
韓国	15.5	29.2	9.6	10.8	23.6	21.1
マレーシア	54.0	57.1	5.4	5.2	19.4	30.4
フィリピン	9.2	n.a.	1.5	1.3	1.1	1.1
シンガポール	59.5	66.5	7.5	8.0	304.9	423.6
タイ	3.7	5.2	3.5	4.5	7.6	19.8
日本	25.8	25.1	10.6	11.0	8.7	12.7

(資料) 図表13-1～3、清水 [2009]、杉田 [2013]



図表11 アジアの政府系ファンド

		(10億ドル)	
	名称	資産額	設立年
中国	SAFE Investment Company	568	1997
	China Investment Corporation	482	2007
	National Social Security Fund	135	2000
	China-Africa Development Fund	5	2007
香港	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	299	1993
韓国	Korea Investment Corporation	57	2005
インドネシア	Government Investment Unit	1	2006
マレーシア	Khazanah Nasional	39	1993
シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation	248	1981
	Temasek Holdings	158	1974
ベトナム	State Capital Investment Corporation	1	2006
合計		1,993	
全世界合計		5,206	

(注) 2013年1月更新。  
 (資料) Sovereign Wealth Fund Institute

堀江 [2012] は、公的資金を運用する大規模な少数のファンド（政府系ファンドや政府が運営する国民年金ファンド）の存在感が大きいと指摘している。図表11は、アジア諸国の政府系ファンドを一覧したものである。その資産額合計は2兆ドル弱であり、これは世界の政府系ファンドの38.3%に相当する。特に、中国・香港・韓国・マレーシア・シンガポールにおいて、政府系ファンドの規模が大きい。

次に、図表10より、機関投資家の規模の推移をみる。まず、年金基金に関しては、制度の歴史が古く、基金の規模が大きいのはマレーシアとシンガポールである。政府による強制貯蓄である積み立て基金（provident fund）が確立しており、その資金量はGDPの6割前後に達している。この2カ国では、2004年から2011年にかけて対GDP比率がさら

に上昇している。

対GDP比率がこれに次ぐのは、香港と韓国である。香港では、2000年に年金改革の実施によりMandatory Provident Fundsが導入され、それ以前からの制度と併存することになった。韓国では、86年に民間企業の従業員と自営業者を対象とした公的年金制度（National Pension Service）が創設され、資産が急速に拡大しているほか、公務員、軍人、教員を対象とした制度が別々に存在する。これら2カ国では、2004年から2011年にかけて対GDP比率がほぼ倍増している。

それ以外の国にも年金制度が存在するが、対GDP比率からみて拡大・成熟の余地が非常に大きいとみられる。

次に、保険会社に関しては、保険深度（収入保険料の対GDP比率）をみると、香港・韓国・シンガポールにおいて高い。ただし、対

GDP比率が低い国も多く、国民所得水準の上昇に伴い、今後の拡大が期待される。特に、中国・インドネシア・フィリピン・タイなどで拡大の余地が大きい。各国の保険深度は、2004年から2011年にかけて横ばいまたは緩やかな上昇となっている。

保険商品の販売チャネルの多様化が資産の拡大につながっており、銀行の店舗網も利用されている。死亡保険、傷害保険、貯蓄商品など、商品の多様化が各国で進んでいる。

次に、投資信託に関しては、資本市場に個人投資家を呼び込む役割を果たすことから、その育成は東アジアにおいて重要な政策目的となっている。

投資信託の残高が多く、品揃えの点でも進んでいるのは、資産運用業の育成に力を入れる香港・韓国・シンガポールである。加えて、中国の投資信託が急速に拡大し、2011年には香港・シンガポールに次ぐ大きさとなった。香港とシンガポールでは、投資信託の購入者の半分以上が海外の投資家となっている。

香港・シンガポール・台湾・タイ・マレーシアなどで、投資信託に対する税制優遇措置がとられている。タイでは、債券投資信託に関する税制優遇措置により、残高が急増した。タイの債券市場において、投資信託は重要な投資家となっている。

投資信託の対GDP比率をみると、香港とシンガポールが圧倒的に高いが、それ以外では韓国・マレーシア・タイにおいて高い。2004年から2011年の変化をみても、多くの国で上昇している。

各国の金融システムの発展度を反映し、香港・シンガポール・韓国・マレーシアで機関投資家が相対的に発展している。一方、政府系ファンドを含めれば、中国の投資家の規模は非常に大きい。

ここまでの分析でいえることは、①対GDP比率でみた機関投資家の規模は金融システムの発展度に応じて国ごとに異なること、②アジア諸国の経済ならびに金融システムが発展途上にあることから、各国において機関投資

図表12 銀行融資（民間信用）、債券市場残高、機関投資家資産の対GDP比率（2011年）

					（％）	
	民間信用	国債	金融債	社債	年金基金	投資信託
中国	136.9	20.2	15.7	8.8	1.8	5.5
香港	206.2	36.2	10.9	5.5	20.6	415.1
インドネシア	28.4	10.8	0.7	0.8	1.9	2.1
韓国	100.5	46.4	22.6	38.0	29.2	21.1
マレーシア	115.9	56.2	24.7	35.4	57.1	30.4
フィリピン	31.8	29.4	0.0	0.9	3.1	1.1
シンガポール	112.6	42.4	7.7	0.6	66.5	423.6
タイ	108.6	49.9	0.9	12.0	5.2	17.0

（資料）IMF-IFS、BIS、各国資料

図表13-1 年金基金の運用資産

	(百万ドル)											(変化倍率)		(GDPの変化倍率)	
	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2011/2007	2011/2001	2011/2007	2011/2001
中国	9,726	15,062	16,008	20,672	25,831	34,743	57,032	73,827	113,689	126,557	134,432	2.36	13.82	2.06	6.31
香港	4,618	7,060	11,482	15,432	19,462	26,057	33,941	26,902	39,845	47,037	50,373	1.48	10.91	1.18	1.52
インドネシア	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.95	5.83
韓国	58,792	74,415	94,410	116,387	152,326	230,926	267,475	213,240	217,416	279,830	313,460	1.17	5.33	1.03	2.76
マレーシア	48,570	53,605	58,476	63,868	70,030	78,921	92,193	104,829	113,108	141,090	153,340	1.66	3.16	1.38	3.05
フィリピン	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.33	3.15
シンガポール	51,471	53,850	59,431	66,189	71,971	79,175	90,629	106,941	114,680	136,331	167,060	1.84	3.25	1.35	3.04
台湾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.22	1.71
タイ	3,573	4,445	5,747	6,138	7,135	8,467	10,880	11,759	12,508	15,242	17,201	1.58	4.81	1.31	3.02
ベトナム	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.73	3.77
合計	176,750	208,437	245,554	288,686	346,755	458,289	552,150	537,498	611,246	746,087	835,866	1.51	4.73	-	-
日本	769,574	1,015,109	1,230,641	1,201,202	1,266,407	1,145,825	1,119,581	1,110,463	1,334,312	1,383,115	1,472,502	1.32	1.91	1.35	1.41

(注) 中国は全国社会保障基金、香港はMandatory Provident Fund、韓国はNational Pension Service、マレーシアはEmployees Provident Fund、シンガポールはCentral Provident Fund、タイはGovernment Pension Fundのデータによる。

(資料) Hu [2012]、各国資料

図表13-2 保険会社の収入保険料

	(百万ドル)											(変化倍率)		(GDPの変化倍率)	
	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2011/2007	2011/2001	2011/2007	2011/2001
中国	25,485	36,888	46,881	52,171	60,144	70,805	92,487	140,814	163,047	214,626	221,858	2.40	8.71	2.06	6.31
香港	9,265	10,743	12,292	15,260	17,010	19,842	24,307	24,060	23,201	25,464	28,863	1.19	3.12	1.18	1.52
インドネシア	1,897	2,575	3,130	3,381	4,035	4,849	6,938	6,904	7,285	11,751	14,859	2.14	7.83	1.95	5.83
韓国	50,537	55,414	60,138	68,623	85,097	101,179	116,990	90,623	91,963	115,061	125,868	1.08	2.49	1.03	2.76
マレーシア	4,832	4,855	5,609	6,453	6,977	7,537	8,824	9,044	8,840	12,648	13,823	1.57	2.86	1.38	3.05
フィリピン	985	1,154	1,186	1,292	1,414	1,751	2,105	2,346	2,399	2,359	2,948	1.40	2.99	1.33	3.15
シンガポール	5,132	5,827	8,638	9,696	10,047	10,776	14,179	14,948	14,245	16,781	20,840	1.47	4.06	1.35	3.04
台湾	24,253	28,650	36,147	43,236	48,984	51,562	60,446	64,265	63,647	76,425	78,429	1.30	3.23	1.22	1.71
タイ	3,360	4,095	4,930	5,747	6,376	7,128	8,285	9,997	10,460	13,287	15,395	1.86	4.58	1.31	3.02
ベトナム	333	505	674	904	859	937	1,027	1,304	1,440	1,657	1,783	1.74	5.35	1.73	3.77
合計	126,079	150,706	179,625	206,763	240,943	276,366	335,588	364,305	386,527	490,059	524,666	1.56	4.16	-	-
日本	444,664	445,580	472,820	492,425	478,211	460,261	424,832	483,083	505,956	571,360	643,672	1.52	1.45	1.35	1.41

(資料) Swiss Re

図表13-3 投資信託の運用資産

	(百万ドル)											(変化倍率)		(GDPの変化倍率)	
	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2011/2007	2011/2001	2011/2007	2011/2001
中国	9,801	16,133	19,726	39,977	57,503	78,029	293,713	370,383	359,179	372,285	410,193	1.40	41.85	2.06	6.31
香港	285,210	342,134	534,288	551,219	667,585	910,254	1,077,160	628,302	926,876	1,188,065	1,013,873	0.94	3.55	1.18	1.52
インドネシア	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.95	5.83
韓国	119,439	149,544	121,663	177,417	198,994	251,930	329,979	221,992	264,573	266,495	226,716	0.69	1.90	1.03	2.76
マレーシア	12,460	14,130	18,630	22,996	25,985	33,082	48,846	39,170	54,462	70,438	81,523	1.67	6.54	1.38	3.05
フィリピン	211	474	792	952	1,449	1,544	2,090	1,263	1,488	2,184	2,363	1.13	11.20	1.33	3.15
シンガポール	171,373	191,960	267,049	338,817	432,933	560,730	778,368	610,601	830,812	993,397	1,064,439	1.37	6.21	1.35	3.04
台湾	49,742	62,153	76,205	77,328	57,301	55,571	58,323	46,116	58,297	59,032	57,236	0.98	1.15	1.22	1.71
タイ	3,468	5,142	11,320	12,594	19,126	26,487	40,301	38,701	46,720	56,445	65,702	1.40	16.28	1.31	3.02
ベトナム	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.73	3.77
合計	651,704	781,670	1,049,673	1,221,300	1,460,876	1,917,627	2,628,780	1,956,528	2,542,407	3,008,341	2,922,045	1.11	4.48	-	-
日本	343,907	303,191	349,148	399,462	470,044	578,883	713,998	575,327	660,666	785,504	745,383	1.04	2.17	1.35	1.41

(資料) Investment Company Institute、各国資料、杉田 [2013]

家規模の対GDP比率が時系列的に上昇していることが多いものの、総じて上昇が緩やかであること、③以上の意味において今後の発展の余地が大きいこと、であろう。

機関投資家の規模を銀行や債券市場と比較すると、アジア諸国では銀行の存在が大きく、債券市場においても重要な投資家として、流動性の維持や自己資本比率の向上などを目的に、短期国債を主体とした投資を行っている（図表12）。しかし、韓国・マレーシア・シンガポールなどでは、機関投資家の存在感も大きく、重要な経済主体になっているとみることが出来よう。

図表13は、年金資産・収入保険料・投資信託残高の推移を示したものである。機関投資家の国内経済・金融システムにおける位置付けを考えるには対GDP比率をみる必要があるが、対外的な影響力を考えるにはドルベースの金額をみるべきであろう。

年金資産、収入保険料、投資信託残高の域内合計の伸び率は、2001年から2011年にかけてそれぞれ4.73倍、4.16倍、4.48倍、2007年から2011年にかけてはそれぞれ1.51倍、1.56倍、1.11倍であった。これらの値は、すべて世界の伸び率を上回っている（図表14）。アジア経済の世界におけるプレゼンスが高まっていることもあり、アジアの機関投資家のプレゼンスも着実に高まっているといえよう。また、どの業態においても中国の機関投資家の規模の拡大が急速であることに注意すべき

図表14 世界の機関投資家の運用資産の伸び率

	(10億ドル)			(倍)	
	2001年	2007年	2011年	2011/2007	2011/2001
年金基金	11,484	28,228	31,500	1.12	2.74
保険会社	11,500	19,836	24,435	1.23	2.12
投資信託	11,732	26,200	23,791	0.91	2.03

(資料) IFSL Research

である。

世界金融危機以前との比較という意味で2007年からの変化に注目すると、各国の年金基金と保険業の拡大は、すべてGDPの伸び率を上回っている。世界金融危機や欧州債務危機の影響を受けたにもかかわらず、対GDP比率が上昇していることになる。

一方、株価下落の影響もあり、投資信託の伸びはGDPの伸びを下回る場合が多くなっている。2007年以降の伸びがGDPを上回っているのは、マレーシアとタイのみである。投資信託は資本市場に密接に関連した商品であるため、株価等の循環要因の影響を大きく受けていることがわかる。

### 3. 今後の展望

経済の高成長や金融システムの発展などを受け、アジアの機関投資家は今後も拡大を続けることが予想される。しかし、潜在的な発展余地が大きい現状をみれば、多様な形で育成を図ることに意味があるといえよう。以下、投資家種類ごとの拡大の可能性につき、簡潔に述べる。

#### (1) 年金基金

途上国の年金の歴史は新しく、過去10年間、

資産が急速に拡大してきた。すでにみた通り、アジア諸国の年金資産の伸びは世界全体を上回っている。しかし、2010年にOECD諸国の年金資産が19.2兆ドルであるのに対し、非OECD諸国は0.9兆ドルに過ぎない（注5）。また、OECD諸国の年金資産の対GDP比率（加重平均）が2011年に72.4%である一方、多くの非OECD諸国では10%未満となっている。

木原〔2008〕は、東アジアの公的年金の加入率が東欧諸国などよりは高いもののOECD諸国に比べれば低いこと、マレーシアやシンガポール以外では拠出率が低いことなどを指摘し、今後、加入率や拠出率の上昇が年金資産の拡大を促進する余地が大きいと述べている。また、Hu〔2012〕によれば、アジアにおける年金資産の現在の拡大ペースは、今後、長期的に持続する可能性が高い。

なお、非OECD諸国の年金基金における資産運用の方法は、OECD諸国と大きな違いはない。債券と銀行預金が50%以上を占める場合が多く、株式運用の割合は相対的に低い。香港では、例外的に株式が55%程度を占めている。なお、年金基金の拡大に伴い、分散投資の観点から不動産等のオルタナティブ投資が増加しているという指摘もある（注6）。

## (2) 保険会社（注7）

先進国の景気減速や各国における投資型生命保険商品の販売規制等から、足元では収入保険料の伸びの鈍化がみられるものの、アジア市場の潜在的な成長力は大きく、世界的な

プレゼンスはさらに拡大していく可能性が高い。

平賀〔2012〕では、アジアの保険市場につき、NIEs（韓国・シンガポール・香港・台湾）、ASEAN（タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン・ベトナム）、中国・インドに分けて説明している。それによると、第1に、NIEs諸国の保険市場は日本並みに発展しており、今後、高齢化の進展に対する準備としての年金・医療商品の拡大が有望視される。第2に、ASEAN諸国では、保険市場の発展度が低く、今後、経済発展に伴う中間層の増加や、マレーシア・インドネシアを中心としたタカフル（イスラム保険）の拡大などによる市場の伸びが期待される。第3に、中国・インドでは、経済の急成長に伴い、収入保険料が2000年から2011年にかけてそれぞれ11.2倍と8.0倍と急伸している。足元では伸びが一服する傾向もあるが、市場の健全な発展に向けた監督当局の取り組みの強化もみられ、今後も堅調な伸びが期待される。中国・インドでは、多様な参入規制や強力な地場企業の存在などから外資の参入が難しい面もあるが、その他の諸国に対しては先進国の大手保険会社が参入しており、競争が激化している。

総じて、中間層・富裕層の増加や高齢化の進展が保険の拡大を促進することが期待される。保障商品、貯蓄商品、年金商品などへの積極的な加入が進むと考えられる。

### (3) 投資信託 (注8)

2011年の一人当たり投資信託残高は、シンガポール (6,834ドル)、日本 (5,832ドル)、韓国 (4,626ドル)、台湾 (2,301ドル) などにおいて高い。一方、中国 (251ドル)、インド (73ドル) などは未成熟な段階にあり、潜在的な成長性が高いともいえる。ちなみに、韓国では投資信託法の制定から40年以上が経過しているのに対して、中国では投資信託の歴史は10年程度に過ぎない。

商品構成 (株式ファンド、バランス型ファンド、債券ファンド等) は、各国により多様である。これは、株式・債券等の市場の発展度や投資信託の主な保有者 (個人投資家か機関投資家か) などが各国で異なるためである。例えば、中国ではキャピタル・ゲイン志向の強い個人投資家が主な保有者であるため、株式ファンドの比率が50%超となっている。

今後も、アジアの投資信託市場は拡大を続けることが見込まれる。一人当たりGDPが上昇するとともに、経済・金融の発展に伴って投資信託残高の対GDP比率が上昇する(注9)ため、成長途上にある国では投資信託の拡大も急速なものとなる。

なお、オーストラリアでは、確定拠出年金制度の普及が投資信託の急速な拡大につながった実績がある。アジア諸国においても、確定拠出年金制度の導入が進めば同様の現象が起こることが期待される。

(注5) OECD [2012] による。

(注6) 荒木 [2011] による。

(注7) 以下の記述は、平賀 [2012] による。

(注8) 以下の記述は、杉田 [2013] による。

(注9) 杉田 [2013] では、G20諸国のデータを分析して、このように結論付けている。

## Ⅲ. 債券市場における投資家構成と各国市場の流動性

以下、機関投資家の動向と債券市場の関係について検討する。アジア債券市場の発行残高は、順調に拡大している (図表15)。2012年9月の残高をみると、2000年末との比較では社債の伸びが国債に劣後しているが、2007年末との比較では上回っている。アジア債券市場は国債市場がけん引する形で拡大してきたが、近年は社債市場の拡大が顕著になったといえる。2007年末との比較で伸びが特に著しいのは、中国・ベトナム・フィリピン・インドネシアであり、社債市場の発展が多くの国に拡大している。債券発行残高の対GDP比率も、水準は多様であるが、ほとんどの国で上昇している (図表16)。

一方、売買スプレッドの縮小や取引回転率の上昇など、流動性の改善もある程度進んで

図表15 アジア債券市場の発行残高

(10億ドル、倍)

	2000年末(A)	2007年末(B)	2012年9月(C)	C/A	C/B
国債	493	2,463	4,080	8.3	1.7
社債	343	929	2,162	6.3	2.3
合計	836	3,393	6,242	7.5	1.8

(注) 中国・香港・インドネシア・韓国・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ・ベトナムの合計。

(資料) Asian Bonds Online

図表16 債券発行残高の対GDP比率 (%)

	2000年末			2012年9月		
	国債	社債	合計	国債	社債	合計
中国	16.6	0.3	16.9	33.7	11.7	45.5
香港	8.2	27.6	35.8	37.6	33.6	70.4
インドネシア	35.4	1.4	36.8	10.9	2.1	13.1
日本	84.3	25.4	109.7	196.8	18.5	215.3
韓国	25.7	48.8	74.4	49.4	75.2	124.6
マレーシア	38.0	35.2	73.3	66.9	44.1	111.0
フィリピン	31.1	0.2	31.3	32.9	5.1	38.0
シンガポール	26.6	20.9	47.5	53.0	37.8	90.8
タイ	22.8	4.5	27.4	62.2	15.7	78.5
ベトナム	0.3	0	0.3	14.7	1.2	15.9

(資料) Asian Bonds Online

いるが、売買スプレッドの水準が各国で多様であること、取引回転率の水準が全般的に低いことなど、改善の余地が残っている(図表17)。

以下では、債券市場への参加の観点から各国の投資家の概要をみた上で、債券市場における投資家構成と市場流動性の現状につき、Asia Bond Monitorの最新の記述に基づいて検討する。全体像をわかりやすくするため、要点を図表18にまとめてある。なお、投資家構成が入手出来ない国・地域もあるため、記述内容は国ごとに異なる。

各国ごとの分析からいえることは、以下の点であろう。①金融システムの発展度に従い、中国や韓国などでは機関投資家の拡大や流動性の改善が進んでいる一方、フィリピンやインドネシアなどでは多くの課題が残っている。②各市場において、債券の保有は多様な投資家にある程度分散している。③各国において、売買スプレッドの縮小や平均取引額の

増加に関して着実な改善がみられる一方、取引回転率に関しては顕著な改善がみられない場合が多い。④各市場の現状をみれば、流動性向上のためには、債券保有の分散に加え、レポ市場やデリバティブ市場などの市場インフラ整備、発行される債券の種類に関する工夫など、多様な政策が求められる。⑤各投資家の投資行動が異なることを考慮すれば、債券保有が分散していることには意味があるが、取引回転率を上昇させるためには各投資家の投資スタイルが変化することが必要である。海外投資家比率が急速に上昇していることから、国内機関投資家の拡大ならびに高度化が求められるといえよう。

## 1. 各国市場の状況

### (1) 中国

#### ①投資家の概要(注10)

債券市場の主な投資家は、国有商業銀行を初めとする金融機関、機関投資家、一般企業、海外投資家(QFII)、個人投資家などである。年金基金としては、社会保障基金(National Social Security Fund)が2000年に設立された。資産の50%以上を銀行預金と国債で運用しなければならず、株式は40%まで、社債は10%までに制限されている。

保険会社は、格付けがAA+以上の債券に投資出来る。2009年10月には社債投資上限が資産の30%から40%に引き上げられたが、銘柄は大規模国有企業に限定されている。中国で

図表17 各国債券市場の流動性

(売買スプレッド) (bps)

		2000年	2004年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
中国	国債	15.0	32.5	20.0	15.0	5.1	2.2	4.0	2.7
	社債	n.a.	107.5	96.3	50.0	8.4	5.7	6.9	10.4
香港	国債	3.5	3.0	8.0	4.0	4.3	5.1	4.7	6.4
	社債	n.a.	10.0	30.0	25.0	26.3	12.5	28.1	21.3
インドネシア	国債	100.0	140.8	42.0	24.5	26.6	31.7	32.9	38.8
	社債	n.a.	227.5	170.8	70.0	112.5	99.7	70.0	18.7
韓国	国債	1.8	4.8	4.5	1.7	1.1	1.1	0.7	0.6
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8.4	2.6	1.7	1.9
マレーシア	国債	4.9	3.5	1.5	12.2	2.3	2.6	3.3	2.7
	社債	n.a.	20.0	15.0	5.0	10.3	16.0	8.2	9.4
フィリピン	国債	47.5	25.0	10.0	19.8	6.6	3.1	5.3	2.1
	社債	n.a.	57.5	40.6	37.5	43.8	30.5	52.9	34.5
シンガポール	国債	1.6	5.5	3.4	20.0	2.9	3.0	3.8	3.1
	社債	n.a.	20.0	15.0	n.a.	12.5	10.4	19.0	15.9
タイ	国債	2.8	7.3	6.3	9.8	3.4	3.1	3.3	3.2
	社債	n.a.	17.5	15.0	16.7	8.6	11.1	9.9	10.3
ベトナム	国債	n.a.	n.a.	20.6	75.0	25.6	13.2	33.5	30.5
	社債	n.a.	25.0	61.3	156.3	132.0	25.0	103.1	138.3

(取引回転率) (回)

		2001年	2004年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
中国	国債	0.1	0.7	1.5	2.9	2.7	3.1	2.7	2.8
	社債	n.a.	0.1	2.3	3.4	5.2	5.3	5.4	4.6
香港	国債	48.1	34.7	90.6	86.6	129.9	144.6	196.9	-
	社債	n.a.	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7
インドネシア	国債	0.7	0.7	1.4	0.9	0.7	1.2	1.4	1.3
	社債	0	0.2	0.5	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
韓国	国債	5.9	2.9	1.5	2.3	3.2	4.2	4.5	4.2
	社債	1.4	0.6	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
マレーシア	国債	2.5	1.8	2.5	2.6	2.3	2.5	3.3	2.6
	社債	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
フィリピン	国債	n.a.	2.1	1.4	1.2	1.5	3.2	2.1	2.1
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
シンガポール	国債	5.0	3.2	3.0	3.9	2.6	3.2	3.0	2.3
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
タイ	国債	1.7	1.7	3.5	4.3	3.3	3.2	3.1	3.1
	社債	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3
日本	国債	4.5	5.0	7.8	7.2	5.4	4.5	4.5	5.0
	社債	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3

(注) 香港と日本の取引回転率は2012年9月までしか発表されていないため、推計値。

(資料) Asian Bonds Online

は銀行が積極的に預金を取り入れているため、保険会社も5年超の預金に多くの資金を配分している。

投資信託も拡大しており、株式・債券への

投資を活発に行っている。多くのファンドがオープン・エンドであり、債券ファンドは主に10年までの債券を保有している。また、証券会社も富裕層に対して資産運用サービスを



図表18 各国の投資家構成と市場流動性の概要

		投資家構成	売買スプレッド (bps)	取引回転率
中国	国債	・商業銀行のシェアが75%を超えている。 ・政策銀行が発行する債券に関しては85%を銀行が保有。	・2004年の32.5から2012年には2.7に縮小。	・2004年0.7回、2008年2.9回、2012年2.8回と、近年は横ばい。
	社債	・商業銀行 (45%)、保険会社 (21%)、投資信託 (25%) など。	・2004年の107.5から2012年には10.4に縮小。	・2004年0.1回、2008年3.4回、2012年4.6回。近年は横ばいながら、他国に比較して水準はきわめて高い。
韓国	国債	・年金基金・保険会社 (24%)、政府部門 (23%)、銀行等 (19%)、海外投資家 (10%)。	・2004年の4.8から2012年には0.6に縮小。	・2004年2.9回、2008年2.3回、2012年4.2回。取引回転率は上昇傾向。
	社債	・年金基金・保険会社 (33%)、その他金融機関 (30%)、銀行 (18%)、政府部門 (12%) など。国債市場よりも機関投資家の比率が大きい。	・2009年の8.4から2012年には1.9に縮小。	・2004年0.6回、2008年0.6回、2012年0.6回と、横ばい。
マレーシア	国債	・金融機関 (43%)、海外投資家 (29%) の比率が上昇する一方、社会保障機関 (21%) の比率は大幅に低下。保険会社 (6%) は安定的。	・2004年に3.5、2012年に2.7であり、ほとんど横ばい。	・2004年1.8回、2008年2.6回、2012年2.6回と、ほとんど横ばい。
タイ	国債	・年金基金 (28%)、保険会社 (23%)、海外投資家 (16%) の比率が上昇している。他は商業銀行 (12%)、中央銀行 (9%)、個人 (8%) など。	・2004年の7.3から2012年には3.2に縮小。	・2004年1.7回、2008年4.3回、2012年3.1回。近年は横ばい。
	社債	・個人 (51%) の比率が高い。他は政府等 (15%)、投資信託 (9%)、保険会社 (8%)、年金基金 (7%) など。	・2004年の17.5から2012年には10.3に縮小。	・2004年0.3回、2008年0.1回、2012年0.3回と、横ばい。
フィリピン	国債	・銀行等 (30%)、年金基金・保険会社 (26%)、財務省管理ファンド (22%) など。	・2004年の25.0から2012年には2.1と大幅に縮小。	・2004年2.1回、2008年1.2回、2012年2.1回と、横ばい。
インドネシア	国債	・銀行 (39%) の比率は大幅に低下。海外投資家 (30%)、保険会社 (14%) が上昇している。他は投資信託 (6%)、年金基金 (4%) など。	・2004年の140.8から2008年に24.5に縮小したものの、2012年には38.8に拡大。	・2004年0.7回、2008年0.9回、2012年1.3回と、ほとんど横ばい。

(資料) Asian Bonds Online, Asian Development Bank, Asia Bond Monitor

提供している。

②債券流通市場における投資家構成と流動性

国債市場(政府機関が発行する債券を含む)では商業銀行のシェアが75%を超えており、最近、上昇傾向にある(図表19-1)。特に、政策銀行が発行する債券に関しては85%を銀行が保有している。銀行の次に国債の保有比率が高いspecial membersとは、中国人民銀行、財務省、政策銀行、証券預託・決済機関2社を意味する。保険会社、投資信託の保有比率はそれぞれ6.5%と3.7%であり、その存在感は緩やかに高まっている。

一方、社債市場では、国債市場に比較して投資家の多様化が進んでいる(図表19-2)。商業銀行が発行する債券に関しては、保険会社が最大の投資家となっている。

海外からの投資は、適格海外機関投資家(QFII)等に限定されている。QFIIの割当額は小さい上に、銀行間債券市場への参加が認められておらず、割当額を使い切らないケースもあった。2012年7月、銀行間債券市場への参加が認められることとなった。

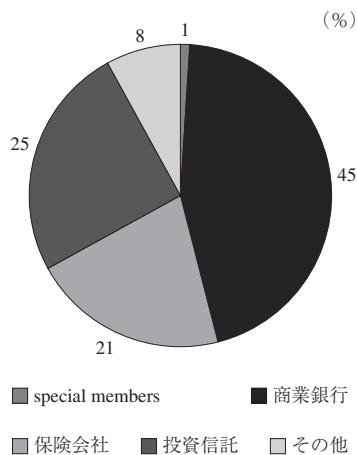
次に、流動性についてみると、国債および人民銀行債券に関し、2011年から2012年にか

図表19-1 中国の国債市場の投資家構成

	special members	商業銀行	信用組合	ノンバンク	証券会社	保険会社	投資信託	一般企業	個人	取引所	その他
1997年	42.2	45.0	0	0	0	0	0	0	0	12.8	0
2000年	20.5	73.9	1.8	0	0	1.9	1.9	0	0	0	0
2003年	12.7	64.8	4.1	1.1	0.3	3.8	2.0	0.2	0	10.9	0
2006年	6.6	67.8	3.5	5.1	0	8.1	2.4	0.2	0.1	6.1	0
2007年	22.4	60.4	2.4	0.6	0.1	7.4	2.7	0.2	0.1	3.8	0
2008年	19.7	59.9	2.6	0.6	0.3	8.9	4.7	0.2	0	3.0	0
2009年	16.5	66.8	2.6	0.3	0.1	8.4	3.0	0.1	0	2.2	0
2010年	14.2	69.8	1.9	0.3	0.1	8.7	3.0	0.1	0	1.8	0
2011年	12.1	73.0	1.8	0.3	0.1	7.0	3.8	0	0	1.5	0.3
2012年	10.8	75.5	1.6	0.2	0.1	6.5	3.7	0	0	1.3	0.4

(注) 2012年は9月。  
(資料) Asian Bonds Online

図表19-2 中国の社債市場の投資家構成 (2012年9月)



(資料) Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, Nov.2012

けて売買スプレッドが縮小し、平均取引額は拡大している。例えば、長期国債の平均取引額は、2011年の9,750万元から2012年には1億4,600万元となった。

流動性が改善している背景として、金融緩和が進んでいること、レポ取引が盛んに行わ

れていることなどがある。レポ取引額は、現物取引額よりも大きい。また、金利スワップ取引も活発である。一方、債券先物取引はまだ行われていない。

流通市場は銀行間市場と取引所市場であり、前者が圧倒的に大きい。社債の取引は主に取引の透明性が高い取引所市場で行われており、取引所市場が社債の流動性を高める役割を果たしている。

社債に関しては、CP、MTN、国有企業債などの流動性が高い。保険会社や投資信託などは、流動性の高さを重視してMTNを売買している。これに対し、商業銀行が発行する劣後債は、主に持ち切り型投資の対象となっている。

中国の特徴は、国債市場において商業銀行のシェアが高いこと、一方、社債市場では投資家構成の多様化が進んでおり、流動性が非常に高いこと、などである。今後は、国債市場における投資家構成の多様化と流動性の一

層の向上が課題となろう。

## (2) 香港

債券市場の主な投資家は、為替基金証券の約85%を保有する銀行である。2000年に公的年金制度（MPF：Mandatory Provident Funds）が導入され、機関投資家の比重も増加している。MPFは株式に7割近くの資金を投資しており、債券に対しては2割前後である。また、個人投資家向けの債券が、Hong Kong Monetary Authority や Hong Kong Mortgage Corporationにより発行されている。

香港の資産運用業（年金基金、投資信託、投資顧問業、プライベート・バンキングなどの合計）の総資産は、2002年末の1.6兆香港ドルから2007年末に9.6兆香港ドルに拡大した後、世界金融危機の影響などから伸び悩み、2011年末には9.0兆香港ドルとなった。このうち投資信託（2011年末に1.0兆米ドル）は、アジア諸国の中で最も株式ファンドの割合が高い。香港の資産運用業を担っているのは主に海外の資産運用会社であり、地場の運用会社は限定的な役割しか果たしていない。

## (3) 韓国

### ①投資家の概要

債券市場の主な投資家は、内外の銀行・投資銀行、投資信託会社（investment trust companies）、その他の金融機関であり、個人投資家による債券保有は少ない。

国民年金（National Pension Service）の総資産は、2011年末に約347兆ウォンであった。

国内債券に64.4%、外国債券に4.2%、国内株式に17.9%、外国株式に5.7%、その他（オルタナティブ）資産に7.8%の投資を行っている。

保険会社の運用資産は約5,000億ドルであり、アジアでは日本と中国に次いで規模が大きい。2011年4月より、リスク・ベースの自己資本規制が採用されている。

資産運用業は、投資信託会社のほかに商業銀行の信託勘定や証券会社など、金融監督委員会の認可を受けた約50社からなっている。免税措置を受けたハイ・イールド債特化ファンドなども存在する。

### ②債券流通市場における投資家構成と流動性

国債市場では、保険会社と年金基金の保有比率（合計）が24%と最大である（図表20-1）。一方、23%を占める一般政府は、中央政府・地方政府・社会保障基金（social security funds）からなる。銀行とその他金融機関がそれぞれ19%、海外投資家が10%を占める。中国の国債市場に比較すれば、投資家の多様化が進んでいる。

社債市場においては、保険会社と年金基金（合計）が33%で最大である（図表20-2）。そのほかには、銀行以外の金融機関が30%、銀行が18%、一般政府が12%などとなっている。中国の場合と同様、機関投資家のプレゼンスは社債市場においてより高い。

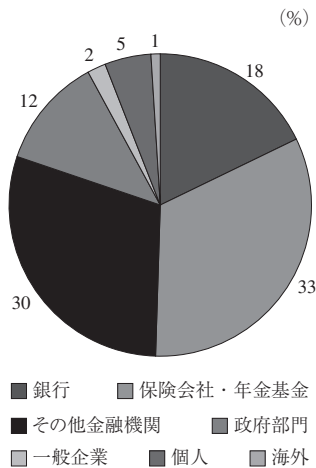
次に、流動性についてみると、国債や中央銀行債（Monetary Stabilisation Bonds）の流動

図表20-1 韓国の国債市場の投資家構成

	金融部門	政府部門	一般企業	個人	海外
2003年	71.1	20.8	2.8	5.0	0.3
2006年	65.9	26.8	1.5	4.6	1.2
2007年	62.2	25.9	1.1	3.0	7.8
2008年	58.7	29.5	1.4	4.3	6.1
2009年	59.9	27.6	1.6	4.0	7.0
2010年	62.6	24.0	0.8	2.7	9.8
2011年	59.9	24.0	0.5	4.5	11.2
2012年	61.7	22.7	0.5	4.8	10.2

(注) 2012年は9月。  
(資料) Asian Bonds Online

図表20-2 韓国の社債市場の投資家構成 (2012年6月)



(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov. 2012

性は金融緩和や資本流入を受けて着実に改善している。資本流入の増加には、2012年8月から9月にかけて国際的な格付け機関3社が韓国の格付けを引き上げたことも影響している。引き上げの理由としては、マクロ経済政策の枠組みや財政運営の改善、経済・金融の安定などがあげられている。

2012年に国債先物市場が拡大したことも、流動性が改善した重要な要因である。先物取引の7割は3年物、3割は10年物である。海外投資家は10年物の取引に熱心であり、その急速な拡大に貢献している。

社債の中で流動性があるのは、政府系企業が発行する債券 (special public bonds) や金融債 (financial debentures) である。前者は、発行規模が大きく、国債よりも利回りが高い点が内外投資家の関心を集めている。平均的な売買スプレッド (1.4bps) は、民間企業債券の2分の1程度である。

このように、韓国では投資家の多様化と流動性の向上が着実に進んでいる。今後、特に社債市場における取引の一層の活発化が期待される。

#### (4) シンガポール

##### ①投資家の概要

債券市場の主な投資家は、国内主要銀行、政府系ファンド、その他の機関投資家である。銀行はプライマリー・ディーラーとして、入

札に参加する義務を負う。国債の約60%を銀行が保有している。

公的年金制度として、中央積立基金（CPF：Central Provident Fund）がある。CPFは、クロスボーダー投資も自由に行うことが出来る。総資産は、2011年末に2,098億シンガポールドルであった。保険会社も重要な投資家である。2004年以降、リスク・ベースの自己資本比率規制の下にあり、投資手段は多様化しているが、対外投資は総資産の20%以下に制限されている。

国際金融センターとしての地位を確保するため、資産運用業の育成が重視されている。海外の資産運用会社に対する税制優遇措置が実施されているほか、国内市場への参入条件も緩和されている。

シンガポールは、ASEAN金融統合、特に資本市場統合をけん引する役割を担っている。2012年9月には、ASEANトレーディング・リンク構築の一環として、マレーシア取引所（Bursa Malaysia）とシンガポール取引所の連結の開始が発表された。

## ②債券流通市場における流動性

国債市場はすでに成熟しており、流動性はほぼ横ばいで推移している。国債のレポ市場が存在するものの、取引は銀行間に制限されており、市場参加者の資金調達手段として利用されている状況ではない。

一方、社債市場では売買スプレッドが2011年の19.0bpsから2012年に15.9bpsに縮小し、

流動性の改善がみられた。これは主に、不動産会社・銀行・政府系企業などを中心に1～9月の社債発行が前年同期比78.5%増加したことによる。

シンガポールは成熟市場であるが、流動性改善の余地は残されており、拡大する機関投資家の資金を十分に活用することが課題となる。

## (5) マレーシア

### ①投資家の概要

債券市場においては、多くの銀行がプリンシパル・ディーラーとしてマーケット・メーカーにあたっている。銀行は投資適格の証券に投資することが可能であり、社債にも投資を行っている。

社会保障機関の代表的なものは被雇用者年金基金（EPF：Employees Provident Fund）であり、年金基金（Provident Funds）の総資産の85%以上を占める。これらの基金は、国債および社債の中心的な投資家となっている。

保険会社は、2012年末に2,147億リングの運用資産の76.8%を債券に投資している。2010年にリスク・ベースの自己資本比率規制が導入されている。保険会社は、長期債の重要な投資家である。

ユニット・トラストに対する規制緩和などにより、資産運用業は拡大しており、運用資産は約1,600億ドルに達している。ユニット・トラストへは、EPFや、大企業の外部委託運用資金などが投資しており、残高が拡大して

いる。これらのファンドは、主に持ち切りの運用形態をとっている。

なお、リング建て債券は、信用力の高さや市場の成熟度のため、海外の中央銀行や政府系ファンドの間で人気のある投資商品となっている。

#### ②債券流通市場における投資家構成と流動性

国債市場における最大の投資家は金融機関であり、保有比率は43.3%となっている（図表21）。これに続くのは海外投資家（28.5%）、社会保障機関（21.1%）である。2011年から2012年にかけてリングの対ドルレートが減価する局面もあったが、海外投資家の保有比率は上昇し続けている。

マレーシアの債券市場は、近年、急速に拡大し続けているが、財政赤字をファイナンスするための国債発行や不胎化を実施するための中央銀行債の発行が伸びていることが大きな要因である。海外投資家の投資意欲が強いため、新規発行分を消化することは比較的容

易な状況が続いている。

次に、流動性についてみると、国債や中央銀行債に関しては、売買スプレッドの縮小がみられる一方、取引回転率はほぼ横ばいである。また、平均的な取引額の増加が顕著であり、例えば国債では2011年の1,170万リングから2012年には3,070万リングとなっている。

一方、社債市場の流動性に関しては、2011年から2012年にかけて大きな変化はみられない。ただし、発行規模は2011年の1億7,660万リングから2012年には2億8,590万リングに拡大している。発行規模の拡大は、流動性の向上につながる可能性があると考えられる。

社債市場においては、イスラムMTNが取引額や発行額の拡大に貢献している。その主な発行体は、エネルギーなどのプロジェクト運営会社や銀行などである。

国債市場の投資家構成をみると、社会保障機関の比率が低下し、金融機関や海外投資家

図表21 マレーシアの国債市場の投資家構成

	社会保障機関	中央銀行	政府部門	保険会社	金融機関	海外
1997年	58.2	0.2	6.2	7.6	25.3	2.5
2000年	69.4	0.1	2.9	7.1	20.2	0.2
2003年	63.5	0.1	7.2	8.4	20.7	0.1
2006年	52.5	0.7	6.6	8.9	23.7	7.5
2007年	49.0	1.0	1.7	8.2	26.9	13.2
2008年	39.8	0.3	2.3	7.9	38.4	11.3
2009年	31.6	0.7	1.4	6.6	46.4	13.3
2010年	27.6	1.1	1.5	5.9	42.4	21.5
2011年	23.5	0.4	1.0	6.2	42.4	26.4
2012年	21.1	0.5	0.8	5.8	43.3	28.5

(注) 2012年は9月。

(資料) Asian Bonds Online

が上昇している。後述するように、EPFなどの資産運用が多様化していることが背景にある。国債・社債とも売買スプレッドは縮小しているが、取引回転率は上昇していない。債券市場の拡大とともに海外投資家比率が高まる中、流動性を高め、市場の健全性・頑健性を維持していくことが課題であるといえよう。

## (6) タイ

### ①投資家の概要

債券市場の主な投資家は、商業銀行と機関投資家である。商業銀行は、受け入れた預金の5%に相当する国債あるいは国営企業債の保有を義務付けられている。

97年に設立された公務員年金基金（GPF：Government Pension Fund）はタイ最大の投資家であり、資産の約80%を債券投資に振り回している。このほか、契約貯蓄機関としてSSO（Social Security Office）がある。

2011年9月より、タイの保険会社はリスクベースの自己資本比率規制を採用している。保険会社は約100社存在し、主に国債・国営

企業債に投資している。保険会社には純資産価値（NAV：Net Asset Value）の一般への開示義務がない。

さらに、投資信託も急拡大している。投資信託にはNAVの開示義務がある。投資信託は概ね3年以内の債券に投資している。

機関投資家の数は限られており、特に社債市場において主要な投資家は5機関程度にとどまる。機関投資家ベースの拡大は、依然として大きな課題である。

### ②債券流通市場における投資家構成と流動性

国債市場における投資家構成は、契約貯蓄機関（年金基金）28%、保険会社23%、海外投資家16%、商業銀行12%、中央銀行9%、個人8%などとなっており、多様化が進んでいる（図表22-1）。5年前と比較して増加しているのは、年金基金、保険会社、海外投資家などであり、資本流入が拡大する中で機関投資家のプレゼンスも高まっている。

一方、社債に関しては、個人の比率が51%と非常に高い（図表22-2）。そのほか、政府等15%、投資信託9%、保険会社8%、契

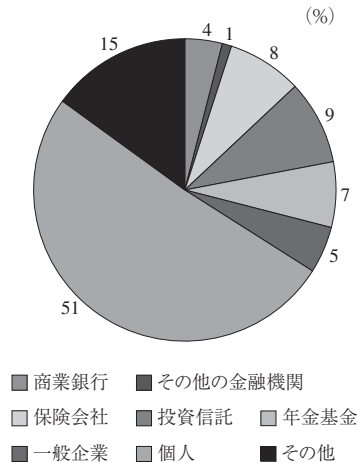
図表22-1 タイの国債市場の投資家構成

(%)

	中央銀行	商業銀行	その他の 金融機関	保険会社	投資信託	年金基金	一般企業	個人	政府部門	海外
2007年	4.7	17.4	10.3	16.4	5.2	22.4	1.5	18.0	3.2	0.9
2008年	0.2	20.0	9.6	19.1	3.2	24.0	0.9	17.4	2.9	2.9
2009年	0.4	25.7	5.2	17.5	3.2	25.3	1.5	15.7	2.3	3.2
2010年	2.0	23.1	3.1	20.4	1.9	22.6	1.0	16.3	2.3	7.2
2011年	7.2	14.0	5.0	20.7	0.6	23.6	0.7	14.5	2.2	11.5
2012年	9.1	12.3	1.6	22.7	1.1	27.7	0.5	7.8	1.0	16.4

(資料) Asian Bonds Online

図表22-2 タイの社債市場の投資家構成  
(2012年6月)



(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov. 2012

約貯蓄機関7%、などとなっている。個人投資家が、社債を中心に債券投資を活発に行っている点が特徴的である。

次に、流動性についてみると、国債市場では短期国債や中央銀行債の流動性がより高い傾向が見受けられる。国債の売買スプレッドは中期的に緩やかに縮小しているが、取引回転率はほとんど横ばいである。一方、社債市場では、個人投資家のほとんどが持ち切りの投資スタイルをとっているため、流動性は低い。

タイの場合、投資家の多様化がある程度進んでおり、売買スプレッドの縮小傾向もみられる。ただし、取引回転率は低く、国内投資家の投資スタイルの変化が課題と考えられる。また、社債市場においては、機関投資家

による投資の増加が求められよう。

## (7) フィリピン

### ①投資家の概要

銀行は、安全資産としての国債に対する投資意欲が強い。銀行に債券保有義務はないが、融資需要が少ないため、期間5～20年の流動性の高い大規模発行銘柄を中心に債券投資が拡大している。また、社債に関しては、2009年末発行残高の36%を内外の商業銀行が保有している(注11)。

そのほかの投資家としては、中央銀行やフィリピン開発銀行などの公的機関や一般企業、個人などが重要である。機関投資家では、公的年金基金(Government Service Insurance System、Social Security System等)や生命保険会社を中心であり、投資信託や生命保険以外の保険会社の存在感は小さい。

投資規制は全般に厳格であり、公的年金基金の資金運用先は国債や大企業の株式および一部のCPに限定されている。生命保険会社は、国債やCPの中心的な投資家となっている。投資信託の拡大は、ASEAN諸国の中でも遅れている。約150の投資信託ファンドの運用資産は、2011年末に23.6億ドルにとどまる。

主な投資家は、GSISやSSSのほか、商業銀行上位10行の運用部門、一部の保険会社など全部で20機関程度であり、機関投資家ベースの拡大が課題となっている。



②債券流通市場における投資家構成と流動性

国債の保有者は、銀行やその他の金融機関が30.0%、契約貯蓄機関等（the Social Security System（SSS）、the Government Service Insurance System（GSIS）、生命保険会社など）が26.4%、財務省が運用するファンドが21.9%、などとなっている（図表23）。

次に、流動性についてみると、国債では大きく改善している。非指標銘柄を含め、売買スプレッドの縮小や平均取引額の拡大がみられる。市場心理も金融緩和の実施に伴って改善している。格付けの上昇も支援材料である。2012年10月、ムーディーズはソブリン格付けを投資適格の一步手前まで引き上げた。その理由としては、経済・財政状況が良好であること、中期的な成長見通しが改善しているこ

と、金融システムが健全であること、などがあげられている。今年3月には、フィッチ・レーティングスが外貨建て長期国債格付けをBBB-としたことにより、フィリピンは投資適格国の仲間入りを果たした。

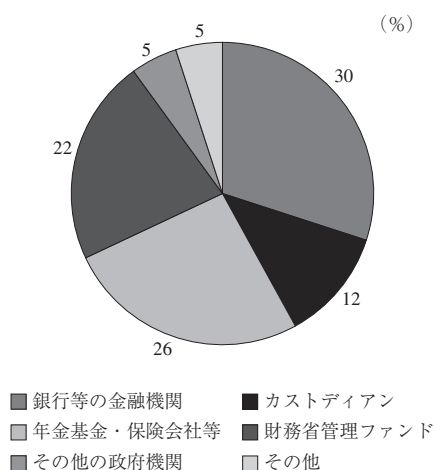
一方、社債市場はアジアの中でも急速に拡大しており、平均的な売買スプレッドが縮小傾向にある。ただし、平均的な取引額や発行規模の拡大は緩やかなものにとどまっている。

流通市場の取引額の99%は国債であり、社債は1%にとどまる。社債の中で取引されている主な銘柄としては、アヤラ・ランド（2012年1～9月の取引額は33億ペソ）、サン・ミゲル（同28億ペソ）、PSALM（the Power Sector Assets and Liabilities Management Corporation、同22億ペソ）などがあげられる。

フィリピンにおいても、市場が拡大し、海外投資家の関心が高まる中、国内機関投資家の厚みを増すことが課題となっている。国債の売買スプレッドは縮小し続けており、この傾向を維持するためにも市場整備の継続が求められる。また、過剰流動性の弊害を回避することも重要であろう。

社債市場は、拡大しているものの売買スプレッドが大きい。発行体の増加や機関投資家の拡大が市場整備につながることを期待される。

図表23 フィリピンの国債市場の投資家構成（2012年9月）



（資料）Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov. 2012

## (8) インドネシア

### ①投資家の概要

債券市場の主な投資家は、銀行、機関投資家、個人、海外投資家である。商業銀行は、準備資産保有などの観点から安全志向が強く、主に10年以内の債券に投資している。

機関投資家の拡大は、国債市場の発展をもたらす要因となっている。年金基金・保険会社・投資信託とも、一定のプレゼンスを有している。年金基金には、民間労働者のためのJamsostekと公務員のためのTaspenがある。これらの運用資産は100億ドルを超えている。その投資対象には、15～30年の期間の長い債券も含まれる。

保険業は着実に成長しており、運用資産は2011年末に489億ドルとなっている。投資信託も成長が目覚しく、純資産額は2011年末に187億ドルとなった。

海外投資家は、国債・社債に自由に投資することが出来る。債券金利が相対的に高いこともあり、海外投資家の保有比率は域内で最

も高くなっている。

### ②債券流通市場における投資家構成と流動性

国債市場における最大の投資家は全体の39.1%を保有する銀行であり、その内訳は国有銀行が17.7%、民間銀行が21.4%である（図表24）。次に比率が高いのは、29.6%を保有する海外投資家である。そのほか、保険会社が13.5%、投資信託が5.8%、年金基金が4.2%などとなっている。

海外投資家が保有する債券のうち、70.1%が5年以上である。投資家種類別では金融機関が58.6%、投資信託が28.5%を占め、保険会社・年金基金・一般企業・証券会社などのウェートは低い。

時系列的には、銀行の保有比率が大きく低下し、海外投資家が上昇している。国内の投資家では保険会社が上昇しているが、年金基金や投資信託はほぼ横ばいである。なお、中央銀行債（SBI）の保有比率は、銀行が96.7%、海外投資家が3.3%となっている。

次に、流動性についてみると、国債の中で

図表24 インドネシアの国債市場の投資家構成

	投資信託	地方銀行	非資本 注入銀行	民間資本 注入銀行	国有資本 注入銀行	保険会社	海外	年金基金	証券会社	その他	中央銀行	イスラム 銀行
2003年	10.6	0.5	7.0	24.9	49.9	4.3	1.6	1.0	0.1	0.2	0	-
2006年	5.1	0.7	7.8	19.3	36.5	8.4	13.1	5.5	0.2	1.6	1.8	-
2007年	5.5	1.2	7.4	15.2	32.4	9.1	16.4	5.3	0.1	4.3	3.1	-
2008年	6.3	1.2	8.6	11.7	27.5	10.6	16.7	6.3	0.1	6.4	4.4	0.1
2009年	7.8	1.0	7.3	10.3	24.8	12.5	18.6	6.4	0.1	7.1	3.9	0.3
2010年	8.0	0.2	4.1	8.6	20.5	12.4	30.5	5.7	0	6.8	2.7	0.5
2011年	6.5	0.6	5.9	9.3	20.5	12.9	30.8	4.8	0	7.3	1.1	0.3
2012年	5.8	1.1	8.9	10.8	17.7	13.5	29.6	4.2	0.1	7.2	0.6	0.6

(注) 2012年は9月。

(資料) Asian Bonds Online

流動性のある銘柄は10年債や20年債に限定されている。短期債は国債残高の3.3%にとどまり、流動性は低い。中央銀行債も発行後6カ月間の保有が義務付けられているため、流動性は低い。

国債の流動性は域内で最も低く、売買スプレッドも大きい。海外投資家の行動が大きく影響するが、2012年には流動性にマイナスの影響をもたらした。また、保険会社や年金基金は、元来、持ち切りの投資を行う傾向にある。

国債市場の流動性を改善するためには、国内機関投資家の育成を継続し、活発な投資を可能とすることが求められよう。加えて、レポ市場整備の必要性も指摘されている。取引ルールの標準化や取引を包括的に管理する組織の設立などが課題にあげられている。

### (9) ベトナム

債券市場の主な投資家は、商業銀行と保険会社である。銀行は国債を中央銀行からの借り入れの担保とすることは出来るが、準備資産としては認められない。銀行は、債券市場の有力なプレーヤーである。

保険会社は、資産の約半分を5～15年を中心とする国債に投資している。しかし、債券に積極的に投資している保険会社は一部にとどまっており、投資需要の不足から長期国債の発行が抑制されがちとなっている。

その他の投資家としては、社会保障基金(SSF)、ファイナンス会社、証券会社などが

ある。最近では、資産運用業も成長し始めている。ファンド運用会社は主に5年以内の債券に投資している。ただし、投資対象としては株式がより重要であり、国債の保有は限定的となっている。

2012年9月末の債券発行残高は、国債が前年比48.0%増となったのに対し、政府系企業債は▲3.3%、社債は▲21.4%となった。拡大する財政赤字をファイナンスする必要から国債の発行は増加しているが、地場銀行の社債への投資意欲が低下しており、2012年に社債の発行はほとんど行われていない。なお、社債市場では、上位15社が発行残高の92.7%を占めている。

2012年9月には、ムーディーズ社がベトナムのソブリン格付けをB 1からB 2に引き下げた。これは、長期にわたる信用ブームとその後の融資抑制策の実施に伴う銀行部門の健全性の悪化によるものである。これを受けて政府は同年10月、中央銀行に対し、銀行部門の強化、外貨準備の増加、為替レート管理の厳格化などを求めた。

ベトナムでは、債券に対する投資需要を確保する意味でも、国内機関投資家の育成が求められるといえよう。

## 2. まとめと今後の課題

各国の投資家構成をみると、銀行や機関投資家などに分散している場合が多く、投資家の多様化はある程度進んでいる。

Asia Bond Monitor 2012年4月号によれば、契約貯蓄機関が保有する国債残高は中国・韓国・シンガポールで着実に増加しているのに対し、インドネシア・マレーシア・タイでは増加は緩やかである。社債に関しては、中国の保険会社が劣後債を中心に商業銀行が発行する債券の57%を保有するなどの状況がみられ、全般的に、契約貯蓄機関のプレゼンスは国債市場よりも社債市場において大きい傾向がある。中国・韓国・マレーシアにおいて、契約貯蓄機関の社債保有額は国債を上回っている。

投資家構成の多様化の例外としては、中国の国債市場において銀行の比率が非常に高いこと、タイの社債市場において個人投資家が51%を占めること、などがあげられよう。中国に関しては、金融システムにおける銀行の規模が大きいことを反映したものと考えられるが、社債市場では分散が進んでおり、中期的には国債市場でも緩やかに多様化が進むことが期待される。

注目すべき点は、海外投資家比率がマレーシアやインドネシアにおいて30%近くに達するなど、各国において急上昇していることである。これに対し、資本流入に対するリスク管理強化とともに、国内投資家の継続的な育成が求められよう。

債券市場の流動性をみると、売買スプレッドに関しては全般的に縮小傾向がみられる。ただし、フィリピンの社債市場やインドネシ

アの国債市場などではスプレッドが依然大きく、今後の改善が期待される。

一方、取引回転率に関しては、各国においてそれほど大きな上昇がみられず、課題が残っている。市場規模の拡大とほぼ比例して取引額が増加していることになるが、その中で平均取引額が拡大し、売買スプレッドの縮小が可能になっていると考えられる。これらはもちろん歓迎すべきことであるが、市場に一段と深みを持たせるには、取引回転率も上昇することが望ましいであろう。

前出のAsian Bonds Onlineの流動性サービスにおいては、投資家およびトレーダーの多様化が常に最重要課題とされているが、取引回転率を上昇させるためには、各投資家がバイ・アンド・ホールド以外の投資スタイルの比率を増すことが必要である。その意味でも、投資家の育成が重要になるといえよう。

また、各国の現状をみれば、流動性を改善するためのその他の課題、すなわちレポ取引などの資金調達手段、デリバティブなどのヘッジ手段、債券の信用力や取引価格に関する透明性などの整備・改善にも引き続き取り組む必要がある。さらに、全般的に流動性が低い社債市場においては、信用力が高く発行規模も大きい銘柄など、集中的に取引される債券を作ることも重要な手段と考えられる。

(注10) 各国の投資家の概要は、Asian Development Bank [2010] などによる。

(注11) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Mar.2010による。

## Ⅳ. マレーシアの事例

本節では、機関投資家育成の事例として、域内で最も組織的に資本市場整備を進めている国の一つであるマレーシアを取り上げる。マレーシアでは、資本市場マスタープランを中心とした資本市場整備の一環として、機関投資家育成が図られてきた。育成策の前提となる基本方針は、機関投資家の金融仲介機能を改善し、経済成長を促進することにある。

こうした努力もあり、債券市場が企業の資金調達手段としての重要性を増すとともに、EPF、保険会社、投資信託の資産規模は、いずれも名目GDP成長率を上回る速度で拡大している。また、運用規制の緩和や外資の参入を受け、運用資産の多様化・高度化が進んでいる。対外投資も拡大し、資産運用業全体の海外資産への配分比率は約15%に達している。マレーシアの機関投資家は、債券市場の重要な投資家として、また、域内金融統合の担い手として、今後も重要な役割を果たし続けると考えられる。

### 1. 債券市場の拡大

通貨危機以降、債券市場の未整備が危機の一因であったことが指摘され、証券委員会が資本市場マスタープランの実施などにより市場整備を推進してきた。具体的な政策としては、証券決済システムを含む市場インフラの整備、市場情報の充実、入札スケジュールや

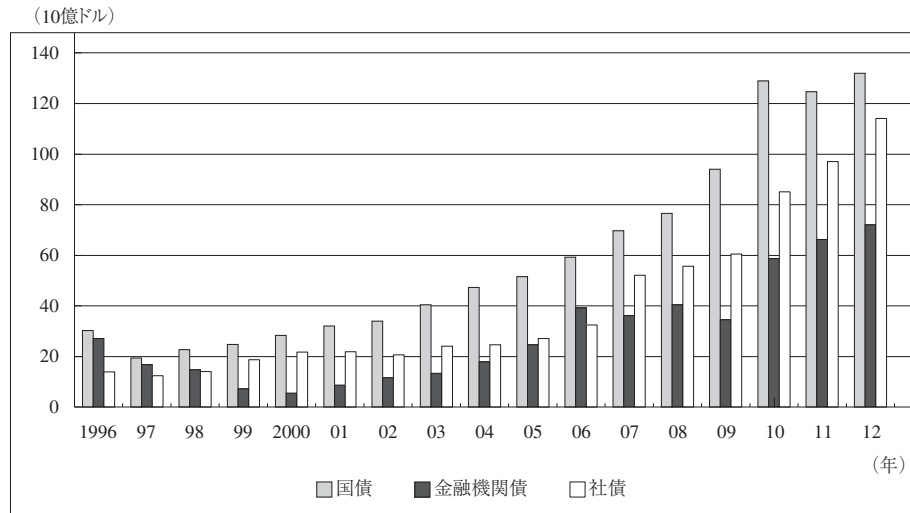
参考金利（indicative yields）の発表、政府系の住宅金融会社であるチャガマス（Cagamas）による債券発行の拡大などがあげられる。また、非居住者の対内債券投資に関する源泉徴収税が廃止された結果、国債市場への資本流入が大幅に増加した。海外投資家による国債の保有比率は、30%近くに達している。

これらの政策が奏功し、98年から2012年6月にかけて債券発行残高は国債が5.8倍、金融機関債が4.9倍、社債が8.1倍となった（図表25）。イスラム債が重要な役割を果たしていることが特徴的であり、国債市場では残高の約2割、社債市場では約6割がイスラム債となっている。債券発行残高の対GDP比率は、日本、韓国に次ぐ高さとなっている（図表16）。

債券発行により、国内格付けが概ねAA以上の信用力の高い企業であれば、比較的容易に15～20年の固定金利の資金を調達出来る。近年は、グリーン・フィールド（新設）のプロジェクト・ファイナンス関連の発行が多い。特に、有料道路や電力関連（IPP：Independent Power Producer）などが主体である。今後も、長期プロジェクト関連の発行が増えることが見込まれる。

企業による発行では、流動性の改善や資本強化の目的で発行する銀行が大きなウェートを占める。それ以外では、インフラ関連を中心とする政府系企業や内外の一流民間企業が主体である。

図表25 マレーシアの債券発行残高



(注) 2012年は6月。  
(資料) BIS

このように、債券を発行出来るのは基本的には信用力が高い大企業であり、それ以外の企業は銀行融資に依存せざるを得ない。その意味で、債券発行と銀行融資には補完関係があると考えられる。一方、大企業は常に様々な資金調達機会を比較しており、彼らにとっては債券発行と銀行融資は代替関係にあるといえよう。

こうした中、信用力が相対的に低い中小企業の資金調達を円滑化することが課題である。企業の信用リスクに関するデータを整備し、より多くの企業が銀行融資や債券発行を利用出来るようにすることが求められている。

信用補完も、一つの方法である。2009年5月、債券発行に関する信用保証を与える機関

として、ダナジャミン (Danajamin Nasional Berhad) が設立された(注12)。2011年の実績では、25社の企業に合計74億リングの保証を承認しており、このうち29億リングが実際に社債またはスークの形で発行されている。また、商業銀行と共同で保証を実施する場合もあり、短期のトランシェを商業銀行、長期のトランシェをダナジャミンが保証する形をとっている。

債券市場が拡大したことから、債券発行残高の銀行融資残高に対する比率が特に2005年以降、顕著に上昇している。近年、金融機関や企業の資金調達において債券発行の存在感が増しているといえよう。

## 2. 機関投資家育成策の内容

### (1) 資本市場マスタープラン(2001-2010年)

マレーシアでは、中央銀行が債券市場の基本的なルールを策定する一方、証券委員会が社債市場の発展を管轄する。2001年2月には、証券委員会によって資本市場マスタープランが発表された。これは、2001年からの10年間のマレーシアにおける資本市場の戦略的な位置付けと将来の方向性に関する包括的な計画である。

マスタープランでは、以下の6点を重要な目的として掲げた。①企業の資金調達において、資本市場が中心的な役割を果たすことを目指す。②実力のある資産運用業 (investment management industry) の育成を図るとともに、投資家にとって望ましい環境を作る。③証券取引所等の市場機関 (market institutions) の競争力と効率性を強化する。④証券会社等の市場仲介サービスの強化を図る。⑤資本市場の健全性を維持するための規制の枠組みを強化する。⑥マレーシアをイスラム資本市場の国際センターとして確立する。

この6つの目的の下に24の具体的な目標 (Strategic Initiatives) を設定し、それらに基づいて市場機関、株式市場、債券市場などの各分野に関する152の政策提言を示した。

このうち、投資家に関連する上記②の部分では、i) コーポレート・ガバナンスの枠組みの確立、ii) 競争力のある資産運用業の確

立に向けた努力、iii) 資産運用における機関投資家の役割の強化、iv) デリバティブ商品の整備による効果的なリスク管理、v) 多様なリスク・リターンを提供する幅広い資本市場商品の導入、という5つの目標が設定され、18の政策提言が示されている (図表26)。

マレーシアの機関投資家は、主に年金基金 (provident and pension funds)、投資信託 (unit trust management companies)、その他の資産運用業者 (asset management companies)、保険会社 (insurance companies) から構成される。上記の政策提言は、より競争的な環境を構築するための課題に関する以下の認識に基づいている。第1に、多様な運用手法を有する運用業者数の増加と規模の拡大が必要である。寡占的な環境は望ましくない。EPFの資金運用は外部委託を拡大すべきであり、また、民間部門の年金基金を育成することが望ましい。さらに、外資系運用会社の参入の拡大を図るべきである。

第2に、研修等により優れた人材を増やすことや、投資家保護と市場の健全性を強化した上で規制緩和を推進することが求められる。これらを通じて金融革新が可能となり、より多様な金融商品・サービスが提供されるようになる。

対外投資に関する規制を緩和することや、規制を簡略化して資産運用業者の経営コストを引き下げることなども重要である。一方では、規制監督の強化や情報開示・透明性の改

図表26 資本市場マスタープラン1に含まれた資産運用業に関する政策提言

1. 市場ベースの規制の資産運用業への適用
2. 運用に関する新商品導入手続きの迅速化
3. 資産運用業に関する許認可規制の統一
4. 対外投資に関する規制緩和の推進
5. 証券委員会の監視下での業界自主規制の重視
6. EPFの投資ガイドラインの自由化
7. EPFにおける運用の外部委託の拡大
8. EPF加入者の投資スキームに関するルールの自由化（長期課題）
9. 民間の年金ビジネスの積極的な拡大
10. 保険会社の資金運用の外部委託の促進
11. 外資系資産運用会社の参入自由化
12. 投資信託会社の外資出資比率の引き上げ（50%超を認める）
13. 投資家保護の強化に関する具体策の検討（投資家に対する一定の損失補償など）
14. 集団的投資スキームへの投資を促進する税制優遇措置の拡大の検討
15. 資産運用業の活動に対する認識の促進
16. 研修等によるプロ育成策の実施
17. ファイナンシャル・プランニング業の整備
18. カストディ業務の育成

（資料）資本市場マスタープラン1

善などが欠かせない。

第3に、投資資金需要の喚起に関し、資産運用業に関する広報活動や、個人投資家の教育による需要の促進などが求められる。

## (2) 金融部門マスタープラン(2001-2010年)

2001年に中央銀行が発表した金融部門マスタープランにおいて、保険業の振興策が示されている。その内容は、以下の通りである。

保険業は88年に中央銀行の監督下に入り、10年余りで目覚ましく発展した。今後も、経済成長に伴い保険商品への需要は拡大すると考えられるが、その需要を獲得するためには保険業が競争力を強化することが不可欠である。世界的に合併による巨大化や専門性の強化が進んでいること、競争相手となる資産運用業者等の業態が多様化し続けていること、金融技術革新をフォローする必要があるこ

と、消費者のニーズが高度化していること、などに対応する必要が生じている。こうした中、保険業の発展を加速する必要がある。

具体的な方策として、①業容拡大による規模の経済の獲得、②経営・IT技術・保険業務などに関するスキルの向上、③競争の促進、④販売チャネルの多様化、⑤商品開発力の向上による販売商品の多様化、などがあげられる。また、保険業を強化するだけでなく、金融システムの安定性の維持、消費者保護・利便性の向上などの観点も併せて求められる。銀行と保険業の業務が融合しつつある点にも、規制上の配慮が求められる。さらに、保険業の対外開放も課題となる。

保険業が目指すべき目標として、①長期性の貯蓄を効果的に動員して経済成長を支援すること、②資本市場の変動や競争の圧力に対



する財務的な頑健性を維持すること、③国際標準のビジネス・経営慣行を採用すること、④多様な商品を開発し競争的な価格で提供すること、⑤消費者の利便性を重視し多様な販売チャネルを確保すること、⑥高い倫理性を保つこと、⑦生産性を高めること、があげられる。

以上の考え方にに基づき、31項目の政策提言がなされている。

### (3) 金融部門ブループリント(2011-2020年)

中央銀行は、国債市場を管轄している。2011年12月に発表された金融部門ブループリントでは、国債市場に関して3つの目標が掲げられた。第1に、国債市場・スーク市場の流動性の改善である。具体的には、国債指標銘柄の発行頻度の増加、非指標銘柄の買い戻しの促進、短期国債の発行規模の拡大、超長期国債やインデックス・リンク債の導入、イスラム国債の発行促進、域内通貨による国債発行などである。第2に、国債市場の投資家層の拡大である。具体的には、個人向け国債の発行枠組みを整備すること、域内諸国が協力して域内のプリンシパル・ディーラー(注13)制度を整備することなどである。第3に、リスク管理手法の拡充である。具体的には、プリンシパル・ディーラーによる空売りを一層自由化すること、債券貸借をプリンシパル・ディーラー以外に認めること、レポ取引の制度やインフラを強化すること、国債先物市場の強化につながる現物債の発行方法

を検討することなどである。

### (4) 資本市場マスタープラン2(2011-2020年)

2011年4月、証券委員会は資本市場マスタープラン2を発表した。それによると、資本市場マスタープラン1に掲げられた政策提言のうち、95%が2010年末までに完了した。その目標は競争力のある資本市場の構築であったが、この10年間に資本市場は経済成長率を上回るペースで拡大した(図表27)。

資産運用業の拡大は特に急速である。その背景としてあげられるのは、提供される運用商品の拡大や投資家保護の強化を可能とする規制変更が実施されたこと、労働者の増加や貯蓄率の上昇をもたらす人口動態の変化がみられたこと、などである。規制の変更はREITやETFなどの登場につながり、金融商品が多様化した。また、対外投資規制が緩和され、国内業者が多くの対外投資関連商品を提供するようになった。

グローバル化の進展とともに、マレーシアは高付加価値・高所得経済への転換を目指している。こうした中、資本市場の新たな10年間の目標は、その競争力を維持するとともに

図表27 マレーシアの資本市場拡大の実績

(10億リンギ、%)

	2000年	2010年	年平均増加率
株式市場時価総額	444.4	1,275.3	11.1
債券発行残高	273.1	758.6	10.8
デリバティブ(取引額)	84.0	512.1	19.8
資産運用額	55.2	377.4	21.2
イスラム資本市場	293.7	1,050.1	13.6

(資料) Securities Commission Malaysia, Bursa Malaysia

---

変化する環境の中でリスクを適切に管理することである。競争力を強化するための具体的な戦略として、①資本形成（投資）をファイナンスする能力・効率性を高めること、②リスクのある投資対象に向かう資金を増やし、貯蓄投資バランスを改善すること（金融仲介の効率性の改善と範囲の拡大）、③流通市場の流動性を向上させること、④国際化や業務の多様化により新たな成長機会を求め規模を拡大すること、⑤人材の育成や資本市場情報インフラの強化を図ること、があげられている。

これらの目的に、投資家の育成も全面的にかかわる。例えば、債券市場の整備に関しては、公共部門ならびに民間部門の機関投資家が債券に投資する能力を高めるとともに、多様な方策により個人投資家の参加拡大を促進することが求められるとされている。これらの努力により、債券市場の規模は2010年末の7,586億リングから2020年末には2兆535億リングとなることが予想されている。

機関投資家の育成に関しては、特に上記②の一環として述べられている。EPFとライセンスを付与された資産運用業者の運用資産額合計の対GDP比率は、2000年の65.4%から2010年には101.7%となった。しかし、機関投資家の投資対象は、流動性があり信用力の高い資産に集中している。これをいかに多様化し、豊富な貯蓄を投資に振り向けるかが課題である。

EPFは、当初は政府によるインフラ整備などをファイナンスする目的を有していたが、次第に安定的な収益の確保がより重要な目的となってきた。EPFのみならず、運用機関全般において保守的な運用戦略がみられ、リスク・キャピタルの供給が不十分となっている。マレーシアの貯蓄投資不均衡の一部は、機関投資家の運用戦略と関連している可能性があると考えられる。

したがって、EPFのような公的投資機関（GLIC：Government Linked Investment Corporation）はリスクの高い投資を行うべきであるというのが、証券委員会の考え方である。また、多数あるGLICsが異なる投資分野を分担することも考えられる。こうしたリスクの高い投資を必ずしも自家運用で行う必要はなく、民間部門の資産運用業への外部委託が一つの選択肢であるとされている。これは、民間部門の金融仲介能力を高めることにもつながる。

さらに、公的投資機関は投資に関してより高いレベルの責任を負っている点に鑑みると、こうしたリスク・テイクは民間部門において相対的に容易なはずであり、民間部門に対する期待は一層大きい。民間部門の資産運用業は、過去10年間、急速に拡大してきた。背景には、運用商品や販売チャネルに関する規制緩和が進むとともに、投資家保護が強化されたことがある。ユニット・トラストを含む資産運用業の運用資産は、2000年の552億

リングから2010年には3,774億リングとなった。個人に加えて機関投資家からの委託が増えることにより、2020年には1兆6,100億リングとなることが予想されている。資産運用業は、自ら投資を行うことに加え、投資に関する助言を行う役割も有しており、その点でも金融仲介能力の改善に貢献することが期待される。もちろん、機関投資家全般にわたるリスク管理能力の向上や、当局の規制監督機能の強化が前提となることはいままでのない。

加えて、強制年金を補完する役割が期待される民間部門の年金基金が拡大している。これは、private retirement schemeと呼ばれる自主的な年金制度であり、2012年7月に制度の管理機関であるPrivate Pension Administratorが設立され、運用が開始された。被雇用者と雇用者の双方に税制優遇措置が設けられ、積み立てが奨励されている。この制度の対象となるファンドを設定・運用するのは、同年4月に選定された8社の運用会社である。管理機関に対する規制監督権限は証券委員会にある。その運用資産は、2020年に309億リングに達することが予想されている。

### 3. 機関投資家の現状

#### (1) EPFを中心とする年金基金

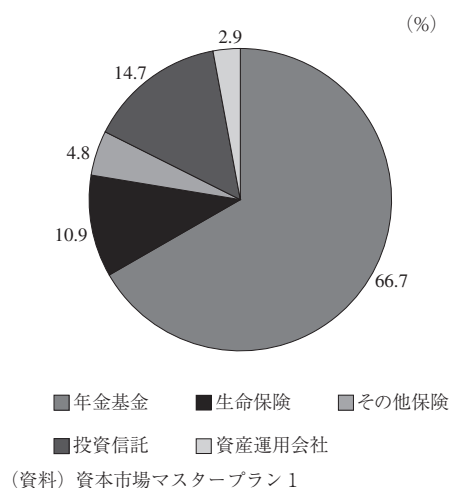
マレーシアの年金基金の大きな部分を占めるのが、51年10月に設立された世界で最も古い公的年金基金であるEPFである。これは、

月額報酬の一定比率を拠出して55歳まで積み立てる制度であり、民間の被雇用者と自営業者を対象としている。2012年1月以降、被雇用者の拠出率は11%、雇用者は12%（ただし月収5,000リング以下の場合は13%）となっている。

EPF以外にも、数多くの年金制度が存在する。例えば、公務員を対象とした制度であるKWAP（1991年設立）や、軍人を対象としたLTATなどがあげられる。

99年末時点で年金基金は資産運用業の資産全体の66.7%を占め、その85.5%はEPFであった（図表28）。EPFの運用資産は、2001年末の1,846億リングから2011年末には4,692億リング（約1,500億ドル）となった。拠出額が引き出し額を上回ることから運用資産は着実に拡大しており、高齢者比率も現時点ではそ

図表28 マレーシアの資産運用業の運用資産比率（1999年末）



れほど高くないため、当面は拡大が持続するものとみられる。規模的には、2010年末時点で日本と韓国に次いでアジアで第3位、世界でも第5位となっている。

当初、資産の70%以上を国債に投資することが義務付けられていたが、86年に50%以上に引き下げられた。さらに、97年にこの規制の適用免除が認められた。一方、株式投資は91年に認められた。当初、運用比率は10%以下とされていたが、段階的に引き上げられ、2000年には25%までとなった。

2007～2011年の運用状況は、図表29の通りとなっている。この5年間で国債を中心に安全資産を減らし、株式の比率を14%以上引き上げている。国債への投資比率は低下傾向にあるものの、国債市場における単独の投資家としては依然最大である。また、社債市場の投資家としての重要性は、着実に増していると考えられる。

海外資産への投資は運用資産の23%まで認

められているが、2011年には13.4%（株式11%、債券2%）となっている。2013年までに、これを20%に引き上げる計画である。投資対象となる国内市場の成長に比較して、EPFの運用資産の拡大の方が速いという事情もある。こうした流れを受け、2011年には為替リスクヘッジのガイドラインも定められた。

海外の投資先はイギリス・アメリカ・日本・オーストラリアなどの株式市場であるが、今後は新興国も視野に入れる模様である。また、2011年の代表的な新規投資としてあげられるのは、イギリスの不動産の取得、グローバル・スクークや海外株式への投資、国内のインフラ（有料高速道路）関連ビジネスへの投資などである。

運用の外部委託は、株式では82年から、債券では2002年から開始されている。2011年の配当率は6.0%であるが、インフレ率を勘案すれば十分に高いとはいえず、運用収益率の

図表29 EPFの運用資産配分

(100万リンギ、%)

		2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
国債	金額	112,932	110,642	114,098	118,517	124,569
	比率	36.1	32.4	30.7	26.9	26.5
融資・社債	金額	112,772	122,776	131,977	142,614	160,686
	比率	36.0	35.9	35.5	32.4	34.2
株式	金額	66,275	87,948	100,426	153,531	167,207
	比率	21.2	25.7	27.0	34.9	35.6
短期金融商品	金額	19,259	19,026	23,208	23,987	14,937
	比率	6.2	5.6	6.3	5.4	3.2
不動産	金額	1,776	1,622	1,554	1,867	1,821
	比率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
合計	金額	313,013	342,014	371,263	440,517	469,220

(資料) Employees Provident Fund [2012]

一層の向上が重要課題となっている。運用収益率の実績は、2011年に6.67%であった。また、大部分の加入者が年金ではなく55歳時に一時金で受け取ること、資金の途中引き出しが多いこと、などが制度上の問題点として指摘されている。

## (2) 保険会社

経済成長に伴い所得・生活水準が上昇したことから、2000年から2011年にかけて生命保険の新規契約の収入保険料は年平均9.4%伸びた。これは、名目GDPの8.3%を上回る。2010年にリスク・ベース資本の制度が導入され、透明性が増すとともにリスク管理が向上している。

一方、同期間のその他保険の収入保険料の伸びは、年平均7.8%であった。医療保険や個人損害保険が順調に伸びたのに対し、貿易の伸び率の低下などから海上・航空保険が伸び悩んだ。収入保険料の大きな部分を占める自動車保険（2011年に46%）、火災保険（同16.5%）などの伸びも、2000年代前半に比較すると後半にはやや低下している。

生命保険、その他保険ともタカフル（イスラム保険）の伸びが高いことが特徴となっており、近年、収入保険料の伸びはいずれも20%前後に達している。多様な新商品が開発されていることが、背景にある。

世界金融危機の発生に伴い、先進国では保険業の伸びが抑制されたが、途上国では迅速な景気回復がみられたこともあり、底堅い伸

びが続いている。今後も、マレーシアでは高い伸びが維持されることが期待される。生命保険においては、一人当たり所得の伸びや多様な新商品導入などが支援材料となる。新規の生命保険契約額と名目GDPの間には、強い相関関係がある。また、その他保険においても、交通インフラや首都金融センターなどのメガ・プロジェクトの実施による寄与が期待されること、医療保険や個人損害保険が好調であることなどから、底堅い伸びが期待される。

他の途上国と比較すると、人口が相対的に少ない中で外資の参入が進んでおり、競争が激しくなっている。さらなる新規参入は難しい状況といえるが、一方、保険ビジネスのレベルが先進国並みに向上する可能性は高い。また、イスラム保険が定着していることも、マレーシア市場の強みといえよう。イスラム生命保険（family takaful）が収入生命保険料に占める割合は15%程度に達しており、その存在感は急速に高まっている。

次に、中央銀行のデータから保険会社の資産運用状況をみる（図表30）。2001年末に、保険会社の資産は約599億リング（生命保険20社449億リング、その他保険59社150億リング）であった。両者による国債保有額は87億リング、社債・株式等保有額は260億リングとなっていた。

2012年末の資産は、生命保険29社1,836億リング、その他保険39社311億リング、合計

2,147億リングとなった。生命保険は約4.1倍、  
 その他保険は約2.1倍となった。また、両者  
 による国債保有額は333億リング（約3.8倍）、  
 社債・株式等保有額は1,222億リング（約4.7倍）  
 となった。生命保険の伸びが相対的に大きい  
 こと、また、EPFと同様、国債よりも社債・  
 株式等への投資に積極的であることがわか

る。

運用資産の配分につき、生命保険とその他  
 保険に分けてみる。不動産、融資、国債、社  
 債・株式等、海外資産への配分比率をみると、  
 生命保険では2001年末にそれぞれ6.3%、  
 14.2%、15.1%、47.0%、0.7%であったが、  
 2012年末にはそれぞれ2.3%、6.3%、14.9%、

図表30 保険会社の資産配分

(生命保険)		(100万リング、%)							
		2001年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	
国債	金額	6,791	17,995	18,985	19,517	22,937	27,077	27,286	
	比率	15.1	16.4	16.1	14.3	14.9	16.3	14.9	
社債・株式等	金額	21,124	56,523	60,264	77,540	92,677	94,743	113,687	
	比率	47.0	51.4	51.0	56.9	60.2	57.0	61.9	
融資	金額	6,376	11,515	12,068	11,648	10,930	10,943	11,604	
	比率	14.2	10.5	10.2	8.5	7.1	6.6	6.3	
現預金	金額	6,080	14,381	16,022	14,526	11,639	18,107	14,411	
	比率	13.5	13.1	13.5	10.7	7.6	10.9	7.8	
不動産	金額	2,809	3,675	4,335	4,472	4,451	4,238	4,236	
	比率	6.3	3.3	3.7	3.3	2.9	2.5	2.3	
その他	金額	1,417	4,137	5,049	5,238	6,523	6,422	7,594	
	比率	3.2	3.8	4.3	3.8	4.2	3.9	4.1	
海外資産	金額	330	1,723	1,550	3,421	4,763	4,777	4,797	
	比率	0.7	1.6	1.3	2.5	3.1	2.9	2.6	
合計	金額	44,926	109,948	118,273	136,361	153,920	166,307	183,616	
(社数)		20	23	23	26	26	28	29	

(その他保険)		(100万リング、%)							
		2001年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	
国債	金額	1,928	3,677	4,076	4,600	4,856	5,570	5,981	
	比率	12.9	17.3	17.5	18.6	18.0	19.2	19.3	
社債・株式等	金額	4,916	6,905	6,998	7,768	7,859	8,049	8,464	
	比率	32.9	32.4	30.1	31.4	29.1	27.8	27.3	
融資	金額	224	242	189	184	119	91	102	
	比率	1.5	1.1	0.8	0.7	0.4	0.3	0.3	
現預金	金額	5,259	6,706	8,152	7,739	8,271	8,150	7,698	
	比率	35.2	31.5	35.1	31.3	30.6	28.1	24.8	
不動産	金額	1,109	1,074	1,042	1,063	971	917	860	
	比率	7.4	5.0	4.5	4.3	3.6	3.2	2.8	
その他	金額	1,506	2,630	2,720	3,290	4,837	6,121	7,900	
	比率	10.1	12.4	11.7	13.3	17.9	21.1	25.4	
海外資産	金額	2	52	60	79	80	59	49	
	比率	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	
合計	金額	14,943	21,284	23,238	24,723	26,992	28,957	31,054	
(社数)		59	47	47	44	43	41	39	

(資料) Bank Negara Malaysia, *Monthly Bulletin*, Jan. 2013

61.9%、2.6%となった。不動産と融資の比率が低下し、社債・株式等と海外資産が上昇している。生命保険会社は、流動性と収益性の双方を追求した運用を目指す中で、リスクの高い証券への投資を拡大しているとみることが出来よう。また、国債への投資比率も維持しており、債券市場における重要なプレーヤーとして存在感を強めているといえよう。生命保険会社の負債は長期的な性格のものであり、デュレーションの長い債券への投資需要が強い。さらに、EPFほどではないが海外資産への投資比率も上昇しており、クロスボーダー証券投資の担い手として重要性を増しつつあると考えられる。

一方、その他保険の資産配分は、2001年末にそれぞれ7.4%、1.5%、12.9%、32.9%、0.02%（現金・預金等45.3%）であったが、2012年末にはそれぞれ2.8%、0.3%、19.3%、

27.3%、0.2%（現金・預金等35.6%）となった。不動産、融資、社債・株式等の比率が低下し、国債が上昇している。現金・預金等の比率も高く、保守的な運用にとどまっているとみられる。

### (3) 投資信託

マレーシアの投資信託（unit trusts）は59年に創設され、すでに50年を超える歴史を有する。ただし、80年代までは政府による管理的な色彩の濃い市場であった。93年3月に証券委員会が設立され、規制監督体制が集中したこともあり、90年代には個人投資家向けの金融商品として定着するとともに、残高が急速に増加した。その主体は株式ファンドであり、2000年末には運用資産の65.3%を占め、債券ファンドは10.1%にとどまっていた（図表31）。また、投資信託会社は寡占状態にあり、上位5社が85%のファンドを管理していた。

図表31 投資信託のファンド種類別比率

(100万リンギ、%)

		2000年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
イスラム	金額	1,410	16,555	16,947	21,706	26,601	31,701
	比率	10.5	22.7	26.8	27.6	26.8	30.0
混合	金額	1,744	7,816	5,120	6,226	6,151	6,156
	比率	13.0	10.7	8.1	7.9	6.2	5.8
マネー・マーケット	金額	157	10,655	11,692	12,587	20,779	20,326
	比率	1.2	14.6	18.5	16.0	21.0	19.2
債券	金額	1,357	7,246	6,782	6,190	10,990	14,420
	比率	10.1	9.9	10.7	7.9	11.1	13.6
株式	金額	8,774	25,739	15,007	24,665	27,299	26,539
	比率	65.3	35.3	23.8	31.4	27.5	25.1
ETF	金額	0	528	1,023	1,178	1,312	1,030
	比率	0.0	0.7	1.6	1.5	1.3	1.0
保証付き・その他	金額	0	4,318	6,567	6,025	5,997	5,564
	比率	0.0	5.9	10.4	7.7	6.0	5.3
合計	金額	13,442	72,857	63,139	78,576	99,130	105,736

(資料) Federation of Investment Managers Malaysia

一方、個人投資家や機関投資家の資産運用を請け負う資産運用会社（asset management companies）も多く設立され、99年末には71社が認可されていた。95年には外資系資産運用会社の設立が認められ、99年末に外資100%所有の会社は全体の2.8%、同50%超は12.7%であった。資産運用会社の運用資産407億リングの約8割は、投資信託の外部委託運用であった。また、99年末に運用資産の7.5%が海外に投資されていた。

投資信託の残高は、2000年代に2桁成長を続けた。2008年には株価の下落もあって落ち込んだものの、その後はV字回復を遂げ、純資産価値（NAV）は2000年末の433億リングから2012年末には2,949億リングとなり、株式時価総額に対する割合は同期間に9.74%から20.12%となった。投資信託会社は40社、設定されたファンド数は589となっている。

資産運用業に対しては、イスラム・ファンドを中心に以下の優遇措置が実施されている。①ファンド運用会社およびREIT運用会社に対し、70%まで外資出資を認める。イスラム・ファンド運用会社に関しては、100%出資も可能とする。②イスラム・ファンドは、100%海外運用を行ってもよい。③イスラム・ファンド運用会社は、設立の際にEPFから約20億ドルの資金供与を受けられる（要返済）。④イスラム・ファンドの運用に関しては、2016年まで所得税を免除する。また、イスラム金融の専門家である非居住者の所得税も免

除する。⑤投資信託に対し、債券運用に関する受取利子課税を免除する。⑥REITに関し、不動産のREITへの販売に関する印紙税の免除など、いくつかの減税措置を実施する。

投資信託のファンド構成をみると、2000年から2011年にかけての顕著な変化は、第1に、イスラム・ファンドが10.5%から30.0%に増加したこと、第2に、マネー・マーケット・ファンドが1.2%から19.2%に、債券ファンドが10.1%から13.6%に増加し、金利関連ファンドの割合が上昇したこと、第3に、株式ファンドが65.3%から25.1%と大幅に減少したことである。このように、投資信託はイスラム金融の重要性の上昇の影響を受けるとともに、金利商品としての性格を強めているといえよう。国際金融情勢が不安定さを増す中で投資家が安全資産にシフトしたことも、債券ファンドが増加している背景にあると考えられる。

運用資産の規模からみれば、投資信託が国内債券市場に与える影響は限定的と考えられるものの、債券ファンドが増加する傾向にあることから、今後、影響度は増す可能性がある。また、年金基金や生命保険会社に比較すると資金性質は相対的に短期的であり、市場流動性の向上に貢献する可能性があるといえよう。

さらに、投資信託による対外投資も拡大している。2011年に設定された50のファンドのうち、26は資産の50%以上を海外に投資する



ことが義務付けられたファンドであった。また、そのうち17は株式ファンドであった。今後、対外投資の拡大傾向は続くものと考えられる。

2012年末に81社存在する資産運用会社の運用資産（資金源は主に投資信託、一般企業、EPFなど）残高は、2010年、2011年、2012年にそれぞれ3,775億リング、4,236億リング（前年比12.2%増）、4,860億リング（同14.7%増）であった。その資産配分をみると、株式が50%前後、債券と短期金融商品がそれぞれ20%前後で推移している（図表32）。また、海外資産への配分比率をみると、各年に13.7%、13.6%、15.3%であり、2012年に上昇した。このように、資産運用業の海外投資比率は、EPFや保険会社に比較しても相対的

に高くなっている。

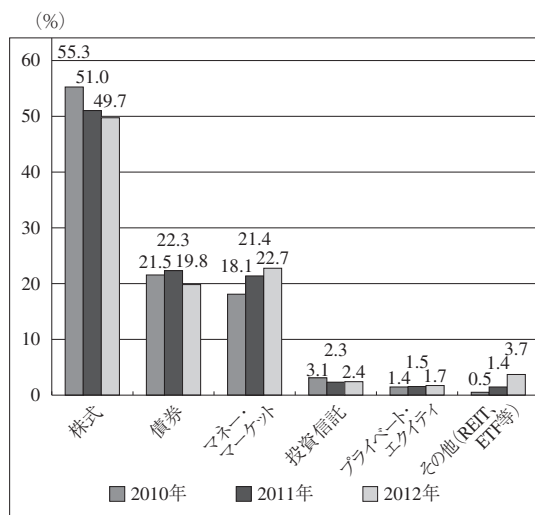
なお、マレーシアの個人投資家は、55歳以上の個人を対象としたイスラム債など一部の例外を除き、投資信託を通じて債券を購入しているケースがほとんどである。

#### (4) 銀行

2012年末の銀行部門の総資産1兆9,093億リングのうち、1.8%に当たる343億リングが国債に、また13.6%に当たる2,590億リングが社債を含む其他証券に投資されている。イスラム国債は、其他証券に含まれていると考えられる。イスラム国債の残高は1,355億リングであり、中央銀行によれば主に銀行や保険会社が保有している。そこで、銀行の保有額を1,000億リングと仮定すれば、銀行は総資産の7.0%を国債に、8.3%を社債・株式等に投資していることになる。近年は、国債保有を減らし、社債を増やしている模様である。一方で融資残高は総資産の57.8%となっているが、債券保有も一定の重要性を持っているといえよう。

前出の図表21では、2012年9月の国債市場における銀行の保有比率が43.3%となっているが、これはイスラム債をすべて銀行が保有していると仮定して算出したものである。イスラム債を除いた長期国債の保有残高は、銀行の332億リングに対してEPFは861億リングとなっており、コンベンショナルな長期国債の保有者としてはEPFが依然、圧倒的な地位を占めている。一方、短期国債に関しては、

図表32 資産運用業の運用資産配分



(資料) Securities Commission Malaysia [2012]

銀行の保有比率が73.6%に達している。

なお、銀行の債券市場における役割としては、引受業務やマーケット・メーカーなどの仲介業者としての役割も重要である。

#### (5) まとめ

このように、マレーシアでは多様な機関投資家育成策がとられ、資本市場の拡大とともに機関投資家も拡大・発展してきた。それに伴い、機関投資家による対外投資も拡大している。こうした実績は、機関投資家育成に取り組む周辺諸国にとって手本となるものであろう。

マレーシアでは、機関投資家の金融仲介機能が当局により強く意識されている点が特徴的である。首藤 [2008] は、「マレーシアでは、銀行部門と並んで、家計の長期資金を安定的に動員し政策金融に結び付ける手段として、年金基金を中心とする社会保障ファンドが決定的な役割を果たしてきた」と述べている。2011年に発表された資本市場マスタープラン2においても、EPFをはじめとする機関投資家がリスク資産への投資を増やして貯蓄投資不均衡の縮小に貢献すべきであるとされている。ここにも、機関投資家の金融仲介機能の向上を通じて経済成長を達成しようとする当局の考え方が強く反映されているといえよう。

投資信託に関しても、首藤 [2008] は「投資信託の成長は、80年の国営投資信託会社の設立と81年のプミプトラ優遇スキームによる

国営投資信託の売り出しに始まる」と述べ、国営投資信託がプミプトラ社会に証券保有の形による貯蓄の習慣を定着させるとともに、国営企業の民営化の受け皿や外資系企業の買収など、政策金融の手段として利用されてきたとしている。

こうした政策的色彩と民間部門の自由な活動、あるいは市場の機能とのバランスをどのようにとるかは、機関投資家育成策における一つの課題であるといえよう。

(注12) 国内格付けがAAA以外の社債に対して保証を与える。96年保険法に基づいて認可されており、中央銀行の規制監督下にある。

(注13) 国債市場のマーケット・メーカー。多くの国ではプライマリー・ディーラーと呼ばれる。

## V. 機関投資家育成策に関するまとめ

最後に、以上の分析を踏まえ、機関投資家育成策についてまとめる (注14)。

第1に、機関投資家育成の前提として、規制当局は、資本市場ならびに機関投資家がどのような役割を果たすべきかというビジョンを持つ必要がある。機関投資家を発展させる一方で、金融システムの安定性を維持することが求められることはいうまでもない。

また、政策は、その効果や影響をみきわめながら段階的に行う必要がある。さらに、民間部門を中心とする利害関係者の積極的な参加を確保することが重要である。

こうした政策には、経済・政治・社会・法

律・市場要因など、多くの要素がかかわるため、それらを考慮すべきことは当然である。機関投資家の育成と資本市場の整備は、相互促進的なものである。したがって、コーポレート・ガバナンスなどの法的インフラ整備、市場流動性の向上や市場価格の安定などは、機関投資家育成の目的であると同時に前提でもあると考えるべきであろう。

長期資金の提供者である機関投資家が拡大する一方で、債券市場の拡大、特に長期債券の発行増加が追いつかないという現象もみられるようである。資本市場整備全体の中で、機関投資家育成についても考えるべきであるということであろう。その意味では、債券の発行規制を緩和し、私募債や発行枠設定などの制度を整備し、多様な方法で発行出来るようにすることも一つの方法となる。

第2に、機関投資家が提供する金融商品を、商品開発等により多様化・高度化することが求められる。特に、人口の高齢化に対処するために年金や保険の商品を整備することが重要である。高齢化の進展に伴い、年金制度の運営に関する政府の負担は増大する。もちろん、公的年金制度を整備することは政府の役割であるが、加えて、民間部門もこうした役割を担っていくことが期待される。その意味で、年金制度の多様化や個人貯蓄商品の整備などの対応が求められる。こうした商品開発に対し、配当、利子収入、キャピタル・ゲインなどに関する課税を減免することも考えら

れる。

機関投資家全般に関し、規制当局は、資金提供者のニーズに見合う革新的な商品を開発するよう、促すべきである。REIT、商品ファンド、ETFなど、多様な商品を導入することが望まれる。新商品の認可プロセスは、効率化・簡略化される必要がある。また、投資顧問業の育成も重要であり、それにより投資家のニーズをフィードバックした商品開発も可能となる。

商品開発の強化により、市場効率性の向上や潜在的な投資需要の掘り起こしが期待される一方で、市場の健全性の維持や適切なリスク管理が伴うことが重要である。

第3に、資金提供者である個人投資家等の投資需要を拡大するため、販売チャネルの多様化や投資家教育の充実が求められる。販売チャネルは規模の大きな商業銀行に集中しがちであるが、証券会社、独立系の金融アドバイザー、保険会社、機関投資家による直接販売などに多様化することで顧客の利便性が高まるとともにチャネル間の競争が促され、サービス水準の向上や仲介手数料の低下につながると思われる。その際、販売商品に関する適切な情報開示や広告方法が採用されることが不可欠である。

次に、提供されるサービスの内容やリスクを顧客が正しく理解しなければ、機関投資家と顧客の関係は脆弱なものとなる。したがって、投資家教育により金融リテラシーを高め

---

ることが極めて重要である。規制当局や自主規制機関は、積極的にこれを実施すべきである。また、投資商品に関し、基本的な情報開示に加えて運用収益率の実績比較などにより透明性を高め、より適切な商品選択を可能とすることも重要である。

また、減税等のインセンティブや投資に関わる手数料体系の調整などにより資金提供者の行動を変化させ、例えば長期投資を増やすといったことも考えられよう。

第4に、機関投資家間の競争を促進することが求められる。機関投資家が規模を拡大し、規模の経済を得ることは非常に重要であるが、一方で競争的な環境を維持しなければならない。

国内の保険業や投資信託業などに関し、海外業者の進出を認めること（国内業者への出資比率規制の緩和を含む）も一つの方法である。これは、競争の促進に加え、海外の優れた専門技術を導入・吸収し、金融革新を加速することにつながる。資金提供者にとっても、利便性や便益が一段と高まることになる。

一方、海外投資家による対内投資を自由化することは、国内の運用環境に大きな影響を与える。投資可能額の割り当て、投資対象に関する制限、投資引き揚げに際しての回金規制など、多様な規制が障害となっている。国内資本市場整備の進展をみきわめつつ、これらの規制を段階的に緩和していくことが求められる。

第5に、機関投資家に対する運用規制の緩和が極めて重要である。リスク商品に対する運用比率規制をはじめ、機関投資家には多様な運用規制が課されている。これらを変更することは、機関投資家による金融仲介機能を大きく変化させることになり、国内資本市場の整備状況に影響を与える可能性がある。一方、機関投資家の側では、運用の自由度が高まれば運用技術向上のインセンティブが高まるとともに、運用収益率を高める機会が与えられることとなる。

国内金融資本市場を対象とした自由化に加え、対外投資規制を緩和することも重要である。途上国ではホーム・バイアスが強く、海外投資の経験者も少ないため、その拡大には時間を要するが、海外の資産運用業者との提携などにより、こうした障害を克服することも考えられる。

一方、運用の自由度が高まれば、リスクも高まる。運用技術と倫理観に優れ、経験豊富な運用者を確保する必要がある。適切なインセンティブを準備し、国内において運用者を育成・確保することに加え、海外からも運用者を集めることが考えられる。運用のプロを育成する教育プログラムを整備する必要もあろう。機関投資家の運用収益率は資金提供者である年金生活者や個人投資家の生活を左右しかねないことから、運用における健全性・倫理性の確保は重要なポイントである。

これと同時に、有価証券の時価評価ルール

などを含む適切なリスク管理体制を社内において構築することが不可欠となる。また、規制当局においても、健全な経営が確保されるよう、認可・監督体制を整備することが求められる。

なお、大手機関投資家の資金運用の外部委託を促進することは、委託する機関投資家側からみれば運用の多様化を実現する効果があるといえる。また、受託する業者側からみれば、業者間の競争を促進し、資産運用業全体の水準の向上に結び付く政策ということになる。

第6に、規制監督の枠組みの整備により、金融の安定性を確保することが重要である。投資家保護、市場の透明性・健全性の確保、システミック・リスクの回避などの観点が必要でない。また、規制監督を実施するために必要なデータを整備することが求められる。規制監督体制の整備に関しては、IOSCOなどの国際機関やアジア域内金融協力の場合での議論が重要な役割を果たすこととなる。

(注14) 以下は、IOSCO [2012] をベースに、マレーシアの育成策などを加味してまとめた。

## おわりに

本稿では、アジアにおける機関投資家育成について論じた。機関投資家は、各国の金融部門における重要なプレーヤーの一つである。その育成により、金融仲介機能の改善や経済成長率の上昇、資本市場の量的拡大や質

的向上、対外投資の増加など、多くの目的を達成することが出来ると考えられる。ABMIにおいても、債券市場の拡大を促すとともに流通市場の流動性を高める観点から、機関投資家の役割が重要であると考えられてきた。

途上国の機関投資家が着実に拡大する一方で、途上国の債券・株式市場においては海外投資家のプレゼンスが急拡大している。中央銀行や政府系ファンドの重要性が増すなど、多様な投資家が途上国市場に注目している。こうした中、海外投資家に対抗する国内投資家の整備という観点も重要となってきた。

アジアにおいても国内機関投資家の資産規模の対GDP比率が上昇しているが、その状況は国ごとに多様であり、緩やかな上昇にとどまっているケースも多い。また、対GDP比率が依然として低い国もあり、総じて潜在的な発展余地は大きいと考えられる。

ABMIにおいては、各国債券市場の流動性が継続的に検証されているが、投資家構成の多様化が常に最重要課題にあげられている。背景には、海外投資家の拡大に対する問題意識や取引回転率の伸び悩みなどがあると考えられる。国内機関投資家の拡大・高度化を図り、流動性を一段と高めることが重要な課題であるといえよう。

本稿では、域内で最も組織的に資本市場整備を進めている国の一つであるマレーシアを取り上げ、その機関投資家育成策について詳

細にみた。資本市場の整備や機関投資家の育成が相対的に遅れている国においては、こうした事例を参考として取り組みを強化する必要がある。アジアの機関投資家が一層発展し、プレゼンスを高めることにより、域内金融統合がさらに進展することも期待出来る。

#### 主要参考文献

1. 荒木康行[2011]「不動産投資へ舵を切り始めたアジアの機関投資家」(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部)
2. 木原隆司[2008]「高齢化する東アジアの金融市場育成と社会保障整備」(国際協力機構 国際協力総合研修所、3月)
3. 近藤和貴[2009]「アジアの資産運用業界」(三菱UFJ信託銀行調査情報、9月号)
4. 清水聡[2007]「東アジアの域内クロスボーダー債券取引を促進するための課題」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.7 No.25)
5. 清水聡[2009]『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索」(東洋経済新報社)
6. 清水聡[2010]「世界金融危機後のアジア債券市場整備の意義と課題」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.10 No.39)
7. 清水聡[2012a]「整備が進むマレーシアの銀行部門—今後の課題と期待される役割—」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.12 No.45)
8. 清水聡[2012b]「マレーシアの金融部門ブループリント2011—2020の意味」(日本総研Business & Economic Review Vol.22 No.7)
9. 清水聡[2012c]「アジア金融統合の現在—金融の安定化と域内内需の促進—」(日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.12 No.47)
10. 首藤恵[2008]「マレーシアの金融発展」(寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴『アジアの経済発展と金融システム 東南アジア編』所収、東洋経済新報社)
11. 杉田浩治[2013]「アジア・オセアニアの投資信託市場」(証券経済研究所『証券レビュー』第53巻第1号、1月)
12. 年金シニアプラン総合研究機構[2013]「マレーシアおよびインドネシアの年金制度に関する現地調査報告」(1月)
13. 平賀富一[2012]「ダイナミックな成長・展開を見せるアジア生命保険市場の動向」(ニッセイ基礎研究所)
14. 堀江貞之[2012]「アジアにおける機関投資家ビジネス」(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部)
15. 森祐司[2010]「アジアの資産運用業と年金基金」(DIR Market Bulletin, Vol.25)
16. Asian Development Bank[2010]. “ABMI Directory of institutional investors in the ASEAN+3 bond markets 2009 Edition,” Apr.
17. Asian Development Bank. *Asia Bond Monitor*, various issues.
18. Bank Negara Malaysia[2001]“Financial Sector Masterplan.”
19. Bhattacharyay, Biswa Nath. [2011]“Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants,” ADBI Working Paper No.300, Jul.
20. Employees Provident Fund[2012]2011 Annual Report.
21. Federation of Investment Managers Malaysia[2012]. 2011 Annual Report, May.
22. Felman, Joshua, Simon Gray, Mangal Goswami, Andreas Jobst, Mahmood Pradhan, Shanaka Peiris and Dulani Seneviratne[2011]. “ASEAN5 Bond Market Development: Where Does it Stand? Where is it Going?” IMF Working Paper No.137, Jun.
23. Hu, Yuwei[2012]“Growth of Asian Pension Assets: Implications for Financial and Capital Markets,” ADBI Working Paper Series No.360, May.
24. IFSL (International Financial Services London) Research. *Fund Management*, various issues.
25. IOSCO[2012]“Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets,” Jun.
26. Malaysian Rating Corporation[2012]. “Malaysian Insurance Industry—A Macro Perspective,” Jun.
27. OECD[2012]Pension Markets in Focus, Sep.
28. Securities Commission Malaysia[2001]“Capital Market Masterplan 1.”
29. Securities Commission Malaysia[2011]“Capital Market Masterplan 2.”
30. Securities Commission Malaysia[2012]. Annual Report 2011.
31. Turner, Philip. [2012]“Weathering financial crisis: domestic bond markets in EMEs,” in *Weathering financial crises: bond markets in Asia and the Pacific*, BIS Papers No.63, Jan.