

## 新興国の投資信託市場

杉田浩治

### 要約

I O S C O (証券監督者国際機構) が〇九年末に発表したレポートにより、新興国の投資信託の状況が明らかになった。対象三一カ国合計の投信残高は〇七年末現在一・九四兆ドル(約二〇〇兆円)で、当時の日本の投信残高の二・七倍に達していた。国別の残高を見ると、ブラジル・中国・韓国が抜きん出ており、この三方国で新興市場全体の七割を占めている。ただし「投信残高のGD

Pに対する割合」等により投信の発達度を見ると、中国の投信普及度は低く、潜在成長性が高い。

また、一人当たりGDPの大きい国ほど一人当たり投信保有額が大きいという関係があり、経済が成長すれば投信も成長することが期待される。各国証券市場における投信の重要性という観点から「証券市場時価総額に対する投信残高の割合」を見ると、ブラジル・韓国などが高く、これらの国では投信を通じた証券の間接保有が進んでいる。

過去一〇年間の成長を、数字の入手可能な一二カ国合計で見ると、増加倍率は四・四倍に達しており、日本・米国（二・五倍程度）の三倍のスプードで成長している。国別では、中国の伸びが大きく（四九・三倍）、そのほか残高の大きい国の中ではインド（九・六倍）、ブラジル（六・一倍）、南ア（五・六倍）の増加も大きい。

商品構成は概して株式投信の比重が高く、顧客層は個人と機関投資家がほぼ半々の国が多い。また販売チャネルは銀行・証券会社をはじめ多岐にわたっており、これらの点については先進国と大きな差異はない。

投信運用業務への外国会社の参入については自由化されている国が多く、中国など一部を除いては一〇〇%出資会社の設立も可能となっている。

以上がIOSCOレポート等による新興国市場の現状である。

なお、今後の見通しについて、筆者が投信の歴史が長い米国の成長過程を分析した結果からは、GDPや個人金融資産の拡大は発展の基礎的要件ではあるが、その水準が例えば一人当り一〇、〇〇ドルといった一定レベルに達すると飛躍的に資産増加率が高まるといった姿は考えにくく、株価や金利変動の影響を強く受けながら成長していくことが想定される。それに加えて、政治の安定、証券市場整備などのインフラ要因、投資促進税制や確定拠出年金などの政策的・制度的要因、そして業界関係者が投信の商品・販売・運用の改善に如何に取り組んでいくかといった業界努力要因も重要であると思われる。

## はじめに

IOSCO（証券監督者国際機構<sup>1)</sup>）の新興市場

委員会は、〇九年末に「新興市場における集団投資スキーム産業の発展―二〇〇五―二〇〇七―」と題するレポートの最終版を発表した。同委員会は〇六年に新興国の集団投資スキーム（以下「投資信託」）の実態を調査したレポートを初めて発表し、その後数回にわたりデータ更新等をおこなってきた。

今回のレポートでは、従来から網羅していた投信残高・ファンド数、ファンド形態、規制内容等に加え、新たに投信保有者層、販売チャネル、運用会社の国内・外国系の内訳、外資の進出制限など、投信ビジネスの観点からのデータも充実させている。

そこで、わが国企業が新興国投信市場への進出を考えるにあたっての参考に供する意味も込めて、新興三ヶ国の投信市場の現状をまとめてみた。なお、IOSCOレポートは〇七年現在の

データとなっているが、本稿において過去一〇年間の成長率を比較するにあたっては、国際投資信託協会に加盟している主要新興国について〇九年の残高データも加えて、リーマンショック後の状況も明らかにするよう努めた。

## 一、投信残高および経済規模との比較

まずIOSCOレポートに集録された三ヶ国の投信残高、経済規模（GDP）との比較、一人当たり保有額、投信発足後の経過年数を掲げると図表1のとおりである（先進国と比較する意味で日・米のデータも参考に掲げた）。

〇七年末の新興三ヶ国合計の投信残高は一・九四兆ドル（約二〇〇兆円）で、当時の日本の投信残高（〇・七一兆ドル）の二・七倍に達してい

図表1 新興国の投資信託残高と経済規模等との比較(2007年)

		投信残高(A) (十億ドル)	GDP(B) (十億ドル)	(A)/(B)	人口(C) (百万人)	一人当り GDP(ドル)	1人当り投 信保有額 (ドル)	投信法導 入以来の 経過年数
アジア・中東	※ 中国	448.79	3,416.07	13.1%	1,321.29	2,585	340	6
	※ 韓国	314.00	957.05	32.8%	48.46	19,749	6,480	39
	※ インド	74.85	632.50	11.8%	1,122.00	564	67	16
	※ 台湾	61.85	365.50	16.9%	23.00	15,891	2,689	4
	マレーシア	52.98	186.11	28.5%	24.80	7,504	2,136	12
	タイ	47.63	245.10	19.4%	63.00	3,890	756	36
	イスラエル	37.00	162.00	22.8%	7.20	22,500	5,139	14
	パキスタン	5.16	91.54	5.6%	161.00	569	32	36
	ベトナム	0.30	71.40	0.4%	85.00	840	4	2
	オマーン	0.16	5.71	2.8%	2.74	2,086	58	5
	スリランカ	0.06	31.78	0.2%	20.01	1,588	3	4
	ヨルダン	0.04	16.01	0.2%	5.70	2,809	7	11
	<b>12カ国小計</b>	<b>1,042.82</b>	<b>6,180.77</b>	<b>16.9%</b>	<b>2,884.20</b>	<b>2,143</b>	<b>362</b>	<b>15</b>
欧州	※ ポーランド	61.70	425.32	14.5%	38.12	11,157	1,619	17
	トルコ	23.75	658.80	3.6%	70.59	9,333	336	27
	※ ハンガリー	18.17	147.00	12.4%	10.06	14,612	1,806	3
	※ チェコ	8.58	146.70	5.8%	10.38	14,133	827	16
	クロアチア	6.80	58.59	11.6%	4.44	13,196	1,532	13
	※ スロベニア	5.17	45.99	11.2%	2.03	22,655	2,547	14
	リトアニア	0.54	38.89	1.4%	3.38	11,506	160	9
	※ ルーマニア	0.49	164.80	0.3%	21.50	7,665	23	14
	ブルガリア	0.15	42.46	0.4%	7.64	5,558	20	9
	マケドニア	0.002	6.86	0.0%	2.05	3,346	1	8
	<b>10カ国小計</b>	<b>125.35</b>	<b>1,735.41</b>	<b>7.2%</b>	<b>170.19</b>	<b>10,197</b>	<b>737</b>	<b>13</b>
米州	※ ブラジル	612.97	1,444.60	42.4%	189.34	7,630	3,237	38
	※ チリ	30.55	172.35	17.7%	16.60	10,383	1,840	29
	コロンビア	7.00	159.03	4.4%	43.92	3,621	159	2
	※ アルゼンチン	6.88	260.82	2.6%	39.36	6,627	175	47
	バルバドス	0.31	3.41	9.1%	0.29	11,759	1,069	9
	<b>5カ国小計</b>	<b>657.71</b>	<b>2,040.21</b>	<b>32.2%</b>	<b>289.51</b>	<b>7,047</b>	<b>2,272</b>	<b>25</b>
アフリカ	※ 南ア	95.26	140.89	67.6%	47.80	2,947	1,993	43
	モロッコ	16.99	75.11	22.6%	31.00	2,423	548	16
	チュニジア	2.46	36.53	6.7%	10.23	3,571	240	20
	ナイジェリア	0.43	165.92	0.3%	143.85	1,153	3	na
		<b>4カ国小計</b>	<b>115.14</b>	<b>418.45</b>	<b>27.5%</b>	<b>232.88</b>	<b>1,797</b>	<b>494</b>
	<b>31カ国合計</b>	<b>1,941.02</b>	<b>10,374.84</b>	<b>18.7%</b>	<b>3,576.78</b>	<b>2,901</b>	<b>543</b>	<b>17</b>
参考	※ 日本	<b>714.00</b>	<b>4,380.39</b>	<b>16.3%</b>	<b>127.76</b>	<b>34,286</b>	<b>5,589</b>	<b>56</b>
	※ 米国	<b>12,020.90</b>	<b>14,077.65</b>	<b>85.4%</b>	<b>301.62</b>	<b>46,673</b>	<b>39,854</b>	<b>67</b>

(注) 国名の頭にある※印は国際投資信託協会加盟国を示す。

〔出所〕 IOSCOレポート等より筆者作成

た（ただし米国の一二・〇二兆ドルに比べると、その六分の一である）。

国別の残高を見ると、ブラジル（〇・六一兆ドル）・中国（〇・四五兆ドル）・韓国（〇・三一兆ドル）が抜きん出ており、この三方国で新興市場全体の七割を占めている。

ただし「投信残高のGDPに対する割合」により投信の発達度を見ると、南ア（六七・六％）・ブラジル（四二・四％）・韓国（三二・八％）が高く、中国は一三・一％と三一カ国加重平均の一八・七％にも達していない。一人あたり投信保有額で見ても中国の投信普及度は低く（三四〇ドルで韓国六、四八〇ドルの一九分の一）、逆にいえば潜在成長性が高いと言えよう。またBRICsの一角を占めるインドは残高そのものが小さい（〇・〇七兆ドル）ほか、対GDP比（一一・八％）・一人あたり保有額（六七ドル）からみても

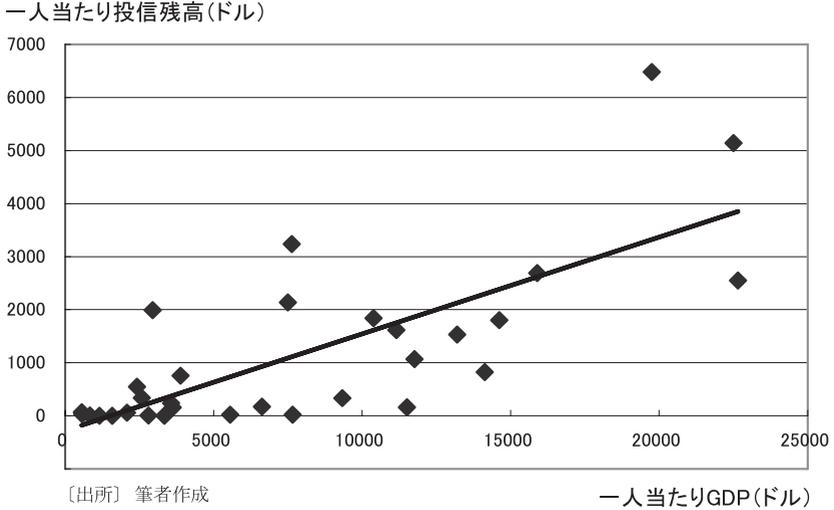
中国以上に投信の普及は遅れている。

次に投信発足以来の歴史（投信法導入以来二〇〇七年までの経過年数）をみると、南ア（四三年）・韓国（三九年）の歴史が古く、一方、当然のことながら中国（六年）・東欧諸国（三〜十七年）など旧共産圏諸国については投信発足後まだ日が浅い。こうした歴史要因も投信の発達度の違いに影響していると見ることもできる。

なお、日本の投信残高の対GDP比率（一六・三％）は、前掲の南ア・ブラジル・韓国より低いのみならず、新興三一ヶ国の平均（一八・七％）をも下回っており、依然として潜在成長性が高いことを新興国との比較においても指摘できる。

次に、新興三一カ国の「一人当たりGDP」と「一人当たり投信保有額」の関係を図示すると図表2のようになる。概して、一人当たりGDPの大きい国ほど一人当たり投信保有額が大きいとい

図表2 新興31カ国の1人当たりGDPと1人当たり投信保有額の関係



う関係がある（相関係数は〇・七五と計算される）——すなわち経済が成長すれば投信も成長する傾向にあるといえよう。

## 二、証券市場と投信残高の関連

次に証券市場の規模と投信残高の関係（言い換えれば証券市場に占める投信の地位）をみると図表3のとおりである。

投信の話に入る前に、先ず証券市場における株式市場と債券市場の内訳を見ると、新興国では株式市場の発達が債券市場より先行している（すなわち、先進国の日・米は債券市場規模が株式市場規模を上回っているのに対し、新興国は三一カ国合計で株式市場規模が債券市場の二・五倍に達しており、国別にみてもスロベニア・アルゼンチンを除く二九カ国において「株式市場∨債券市場」

新興国の投資信託市場

図表3 証券市場規模と投信残高の比較(2007年、単位十億ドル、%)

		株式市場 時価総額 (A)	債券市場 時価総額 (B)	証券市場 時価総額 (A+B)=C	投信残高(D)	D/C	(参考)証券 市場時価総 額のGDPに 対する割合	(参考)投信 残高のGDP に対する割 合	
アジア・中東	中国	4,478.55	1,574.70	6,053.25	448.79	7.4%	177.2%	13.1%	
	韓国	1,051.80	474.60	1,526.40	314.00	20.6%	159.5%	32.8%	
	インド	782.82	280.86	1,063.68	74.85	7.0%	168.2%	11.8%	
	台湾	767.08	195.24	962.32	61.85	6.4%	263.3%	16.9%	
	マレーシア	325.30	0.00	325.30	52.98	16.3%	174.8%	28.5%	
	タイ	192.02	103.80	295.82	47.63	16.1%	120.7%	19.4%	
	イスラエル	235.20	169.10	404.30	37.00	9.2%	249.6%	22.8%	
	パキスタン	66.55	6.34	72.89	5.16	7.1%	79.6%	5.6%	
	ベトナム	32.00	7.20	39.20	0.30	0.8%	54.9%	0.4%	
	オマーン	26.68	11.80	38.48	0.16	0.4%	673.4%	2.8%	
	スリランカ	7.29	0.00	7.29	0.06	0.8%	22.9%	0.2%	
	ヨルダン	41.20	0.00	41.20	0.04	0.1%	257.3%	0.2%	
		<b>12カ国小計</b>	<b>8,006.49</b>	<b>2,823.64</b>	<b>10,830.13</b>	<b>1,042.82</b>	<b>9.6%</b>	<b>175.2%</b>	<b>16.9%</b>
	欧州	ポーランド	527.20	0.00	527.20	61.70	11.7%	124.0%	14.5%
トルコ		289.90	217.10	507.00	23.75	4.7%	77.0%	3.6%	
ハンガリー		118.26	67.51	185.77	18.17	9.8%	126.4%	12.4%	
チェコ		90.68	25.06	115.74	8.58	7.4%	78.9%	5.8%	
クロアチア		na	0.00	0.00	6.80	na	0.0%	11.6%	
スロベニア		25.67	123.17	148.84	5.17	3.5%	323.6%	11.2%	
リトアニア		10.10	1.34	11.44	0.54	4.7%	29.4%	1.4%	
ルーマニア		35.33	0.55	35.88	0.49	1.4%	21.8%	0.3%	
ブルガリア		21.78	3.21	24.99	0.15	0.6%	58.9%	0.4%	
FYRマケドニア		7.70	0.98	8.68	0.002	0.0%	126.5%	0.0%	
	<b>10カ国小計</b>	<b>1,126.82</b>	<b>438.92</b>	<b>1,565.54</b>	<b>125.35</b>	<b>8.0%</b>	<b>90.2%</b>	<b>7.2%</b>	
米州	ブラジル	1,387.21	996.30	2,383.51	612.97	25.7%	165.0%	42.4%	
	チリ	213.36	45.06	258.42	30.55	11.8%	149.9%	17.7%	
	コロンビア	102.00	76.10	178.10	7.00	3.9%	112.0%	4.4%	
	アルゼンチン	57.07	145.98	203.05	6.88	3.4%	77.9%	2.6%	
	バルバドス	9.40	1.53	10.93	0.31	2.8%	320.5%	9.1%	
		<b>5カ国小計</b>	<b>1,769.04</b>	<b>1,264.97</b>	<b>3,034.01</b>	<b>657.71</b>	<b>21.7%</b>	<b>148.7%</b>	<b>32.2%</b>
アフリカ	南ア	830.49	125.73	956.22	95.26	10.0%	678.7%	67.6%	
	モロッコ	75.41	37.28	112.69	16.99	15.1%	150.0%	22.6%	
	チュニジア	5.32	4.43	9.75	2.46	25.2%	26.7%	6.7%	
	ナイジェリア	114.31	0.00	114.31	0.43	0.4%	68.9%	0.3%	
		<b>4カ国小計</b>	<b>1,025.53</b>	<b>167.44</b>	<b>1,192.97</b>	<b>115.14</b>	<b>9.7%</b>	<b>285.1%</b>	<b>27.5%</b>
	<b>31カ国合計</b>	<b>11,927.68</b>	<b>4,694.97</b>	<b>16,622.65</b>	<b>1,941.02</b>	<b>11.7%</b>	<b>180.2%</b>	<b>18.7%</b>	
参考	日本	<b>4,330.92</b>	<b>9,217.00</b>	<b>13,547.92</b>	<b>714.00</b>	<b>5.3%</b>	<b>309.3%</b>	<b>16.3%</b>	
	米国	<b>19,664.58</b>	<b>28,891.30</b>	<b>48,555.88</b>	<b>12,020.90</b>	<b>24.8%</b>	<b>344.9%</b>	<b>85.4%</b>	

[出所] IOSCOレポート等より筆者作成

の関係にある)ことを指摘できる。<sup>(2)</sup>

また証券市場の発達度として、証券市場時価総額のGDPに対する割合を見ると、三一カ国合計では一六〇%であり、日本(三〇九%)・米国(三四五%)の半分程度となっている。新興国の証券市場の発展はこれからと言えるであろう。国別では、GDPが一十億ドルを超えている国を対象に比較すると、南ア(大型鉱山株を上場している)が六七九%と突出して高く、台湾(二六三%)・イスラエル(二五〇%)が続いている。逆にこの比率が低く、証券市場の潜在成長性が高いと思われるのは、ナイジェリア(六九%)・トルコ(七七%)・アルゼンチン(七八%)・チェコ(七九%)などである。

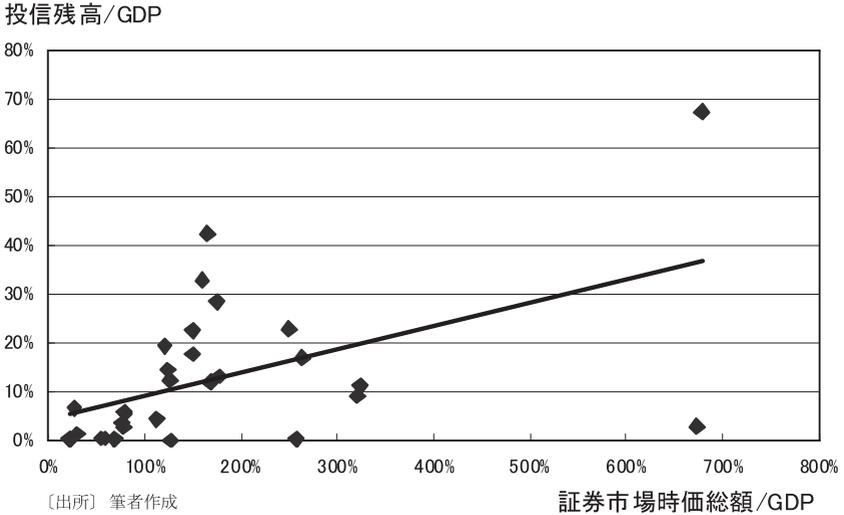
さて話を投信との関連に戻して、各国証券市場における投信の地位という観点から「証券市場時価総額に対する投信残高の割合」を見ると、ブラ

ジル(二五・七%)・韓国(二〇・六%)<sup>(3)</sup>が高い。

これらの国では投信を通じた証券の間接保有が進んでいると見ることが出来る。一方、中国(七・四%)・インド(七・〇%)などは低い。一つの理由として、一、でも指摘した投信の歴史の長さの違いを挙げることができよう。また、こゝでも日本の値が低い(五・三%)であり、新興国平均の一・七%の半分以下で中国・インドよりも低い)ことが目立つ。

一方、証券市場の発達度(「GDPに対する証券市場の規模の比率」と、投信の発達度(「GDPに対する投信残高の比率」)の関連を图示すると図表4のようになる。一応の相関は認められる(相関係数は〇・五一と計算される)が、図表2の経済発達度との関連(相関係数〇・七五)ほどの相関は見られない。この理由として、株式市場など新興国証券市場の拡大は、国内投資信託など

図表4 証券市場の発達度と投信の発達度の関係



国内の投資家層の広がりだけでなく、外人投資家による新興市場投資の増加（すなわち海外要因）によっている部分もあるからだと考えることができよう。

### 三、過去一〇年間の成長率

前記一、と二、では〇七年末現在における各国投信残高等の横比較を行ったが、最近の成長度合いを主要国について比較すると図表5のとおりである。

ここでは、〇七年末の残高が十億ドルを超えている二一カ国について、左半分はISOCOデータにもとづき九九年末→〇七年末の八年間の伸びを掲げている（九九年末データはIOSCOの〇六年発表レポートによっており、データのある国は一八カ国である）。そして、右半分には世界金

図表5 主要新興国の投信残高の成長度(残高の単位は十億ドル)

	IOSCOデータ		99年末→ 07年末 増加倍率	IIFAデータ		07年末→ 09年9月末 増加倍率	99年末→ 09年9月末 増加倍率	
	1999年末	2007年末		2007年末	2009年 (9月末)			
アジア・中東	中国	6.22	448.79	72.2	434.06	306.73	0.7	49.3
	韓国	176.68	314.00	1.8	329.98	268.95	0.8	1.5
	インド	12.24	74.85	6.1	108.58	117.67	1.1	9.6
	台湾	32.09	61.85	1.9	58.32	57.58	1.0	1.8
	マレーシア	11.32	52.96	4.7	na	na	na	na
	タイ	3.40	47.63	14.0	na	na	na	na
	イスラエル	8.17	37.00	4.5	na	na	na	na
	パキスタン	0.33	5.16	15.6	4.96	2.41	0.5	7.3
	欧州	ポーランド	0.69	61.70	89.4	45.54	21.79	0.5
	トルコ	2.13	23.75	11.2	22.61	20.03	0.9	9.4
	ハンガリー	0.91	18.17	20.0	12.58	10.53	0.8	11.6
	チェコ	na	8.58	na	7.60	5.58	0.7	na
	クロアチア	na	6.80	na	na	na	na	na
	スロベニア	0.06	5.17	86.2	4.22	2.59	0.6	43.2
米州	ブラジル	122.08	612.97	5.0	615.37	741.99	1.2	6.1
	チリ	na	30.55	na	24.44	28.56	1.2	na
	コロンビア	0.34	7.00	20.6	na	na	na	na
	アルゼンチン	0.69	6.88	10.0	6.79	3.95	0.6	5.7
アフリカ	南ア	17.64	95.26	5.4	95.22	99.45	1.0	5.6
	モロッコ	4.98	16.99	3.4	na	na	na	na
	チュニジア	0.86	2.46	2.9	na	na	na	na
上記新興国計(注)		425.34	3,861.66	9.1	1,770.27	1,695.98	1.0	4.4
(参考)	日本	502.70	714.00	1.4	714.00	662.05	0.9	1.3
	米国	6,846.30	12,020.90	1.8	12,020.90	10,027.83	0.8	1.5

(注) 新興国合計は、各比較時点と比較可能なデータの得られた国についてのみ合計している。  
〔出所〕本文中に記載のとおり。

融危機発生後の変化を比較するため、〇九年のデータが入手可能な国際投資信託協会（IIFA A）加盟一四カ国について、〇七年末と〇九年（九月末）の残高比較を行った（〇七年末についての数字がIOSCOとIIFAとで異なるので、両者の数字を掲載した）。

図表5から次の三点を指摘することができる。

① 先ず左半分の九九年↓〇七年（八年間）の状況を見ると、両時点のデータが存在する新興一八カ国合計で残高は〇・四三兆ドルから三・八六兆ドルへ九・一倍に増加した。残高が小さいので成長率が高いのは当然ではあるが、日・米の増加倍率（一・四倍・一・八倍）の五倍以上のスピードで成長していたことになる。

国別にみると、中国（七二倍）、ポーランド（八九倍）等は別格として、〇七年末の残高が一〇〇億ドル（約一兆円）を超えている他の国

の中で、タイ（一四倍）、トルコ（一一倍）、ハンガリー（二〇倍）が一〇倍を超える伸びを示していた。

② 次に〇七年↓〇九年については、さすがに新興国もリーマンショック等の影響を受けて、一四カ国合計では残高は若干減少している。

しかし、インド、ブラジル、南アなどはこの間も残高拡大を実現していた。この三カ国は、後述するように債券ファンドまたはMMFの比重が高い国であり、株価変動の影響が小幅に止まったことが一因であると考えられる。

③ 以上を通算して、ゼロ年代（二〇〇〇年～二〇〇九年）一〇年間の変化を計算すると図表5の最右欄のとおりである。数字の入手可能な一二カ国合計の増加倍率は四・四倍であり（年平均一六％複利で成長している）、増加倍率は日本（一・三倍）、米国（一・五倍）の三倍であ

る。

国別では、やはり中国の伸びが大きく（四九・三倍）、そのほか残高の大きい国の中ではインド（九・六倍）、ブラジル（六・一倍）、南ア（五・六倍）の増加も大きい。意外に伸びが小さいのは韓国であり、日・米を若干上回る程度であった。韓国は一九六〇年代に投信制度が導入されており、新興国の中では投信の成熟度が高いことを指摘できよう。

#### 四、ファンド数および商品構成

各国のファンドの内容についてIOSCOレポートは、まず各国におけるオープンエンド型（ファンド自体が純資産価格によって投資家の換金請求に応じる変動資本型ファンド）とクローズドエンド型（ファンドは投資家の換金請求に応じ

図表6 ファンド数と1本あたり規模(2007年、金額の単位は百万ドル)

		オープン エンド型(A)	クローズド エンド型(B)	総合計(C)	オープン エンド型の比 率(A/C)	オープン エンド型のファン ド数(D)	オープン エンド 型の1本あたり 規模(A/D)
アジア・中東	中国	416,442	32,345	448,787	92.8%	313	1,330
	韓国	280,235	33,784	314,019	89.2%	6,103	46
	インド	49,860	25,000	74,860	66.6%	507	98
	台湾	61,679	167	61,846	99.7%	522	118
	マレーシア	51,194	1,626	52,820	96.9%	515	99
	タイ	34,850	12,785	47,635	73.2%	758	46
	イスラエル	37,308	0	37,308	100.0%	1,167	32
	パキスタン	4,394	932	5,325	82.5%	46	96
	<b>小計</b>	<b>935,962</b>	<b>106,639</b>	<b>1,042,600</b>	<b>89.8%</b>	<b>9,931</b>	<b>94</b>
欧州	ポーランド	57,700	4,000	61,700	93.5%	163	354
	トルコ	23,149	600	23,749	97.5%	313	74
	ハンガリー	17,648	518	18,166	97.1%	51	346
	チェコ	8,570	0	8,570	100.0%	1,620	5
	クロアチア	6,069	739	6,808	89.1%	99	61
	スロベニア	2,924	1,228	4,152	70.4%	109	27
	<b>小計</b>	<b>58,360</b>	<b>3,085</b>	<b>61,445</b>	<b>95.0%</b>	<b>2,192</b>	<b>27</b>
米州	ブラジル	612,975	0	612,975	100.0%	3,101	198
	チリ	24,402	6,150	30,552	79.9%	412	59
	コロンビア	6,860	140	7,000	98.0%	112	61
	アルゼンチン	6,903	7	6,910	99.9%	248	28
	<b>小計</b>	<b>651,141</b>	<b>6,297</b>	<b>657,437</b>	<b>99.0%</b>	<b>3,873</b>	<b>168</b>
アフリカ	南ア	95,264	0	95,264	100.0%	831	115
	モロッコ	16,993	0	16,993	100.0%	238	71
	チュニジア	2,464	0	2,464	100.0%	57	43
		<b>小計</b>	<b>114,721</b>	<b>0</b>	<b>114,721</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,126</b>
合計		<b>1,760,184</b>	<b>116,020</b>	<b>1,876,204</b>	<b>93.8%</b>	<b>17,121</b>	<b>103</b>
参考	日本(注)	705,097	32,646	737,743	95.6%	2,997	235
	米国	12,020,900	314,935	12,335,835	97.4%	8,024	1,499

(注) 日本の残高は07年末の1ドル113.12円でドル換算。

[出所] IOSCOレポート等より筆者作成

ない固定資本型ファンド)の内訳を集計している。

○七年末の残高が十億ドルを超えている二一カ国の状況は図表6のとおりであり、合計残高のうち九四％はオープンエンド型が占めている。また、世界的に投資信託という場合にはオープンエンド型を指す場合が一般的である(クローズドエンド型は株式として捉えられることがあり、国際投資信託協会もオープンエンド型ファンドを対象として集計している)ので、以下、オープンエンド型ファンドについてファンド数・商品構成を分析する。

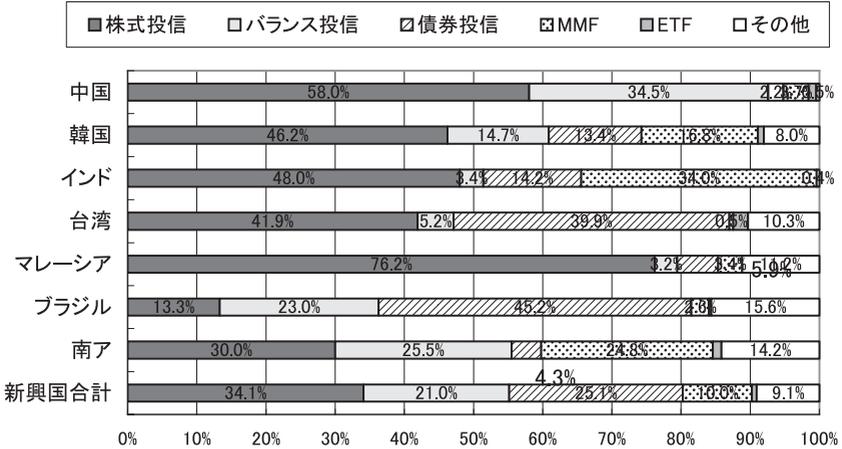
図表6右欄に見るとおり、主要国の中で残高に比べてオープンエンドファンドの数が少ない(したがって一ファンド当たり規模が大きく、事業者の収益性が高いと思われる)のは中国であり、一ファンドの規模は一三・三億ドル(当時の為替

レートで一、五〇〇億円)と日本の六倍に達している。逆に韓国は、日本と同様に追加設定を行わない単位型ファンドが存在していることなどからファンド数が多く、ブラジル・南アも比較的ファンド数が多い。

次に、主要国について株式・債券など投資対象別に商品構成を見ると図表7のとおりである。掲載した七カ国合計で株式投信三四・一％・バランス投信二一・〇％(日本流にバランス型を株式投信に含めて考えると株式投信五五・一％)、債券投信二五・一％、MMF・その他が一九・八％となっている。

国別に見ると、中国は株式投信の比率が高く(バランスファンド込みで株式投信の比率が九二・五％)、マレーシア(同じく七九・四％)・韓国(同じく六〇・九％)も株式投信比率が高い。逆にブラジル・台湾では債券投信の比率が比較的

図表7 主要新興国投信の商品構成(2007年末現在)



[注] 新興国合計には、上掲7カ国以外の新興国をふくむ。

[出所] IOSCOレポートより作成

高く、一方、インドは他の国に比べてMMFの比率が高いことが目立つ。

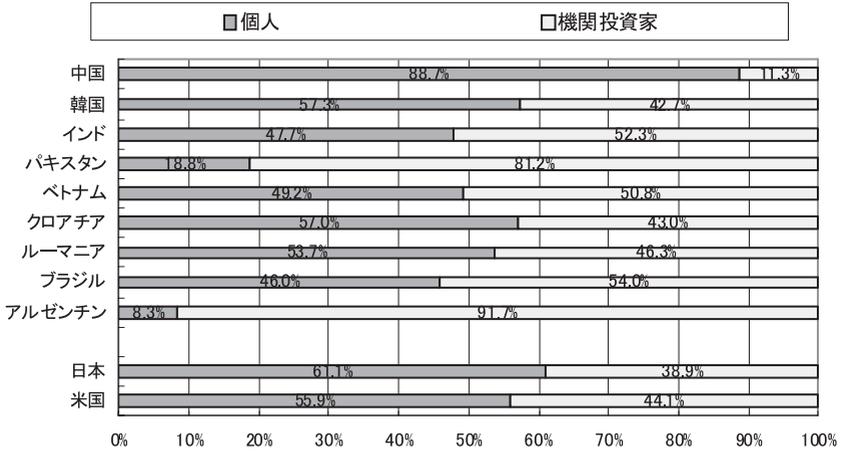
なお、母集団や集計方法の違いがあるためデータを掲載しなかったが、IOSCOが〇三年現在で行った調査では、新興国全体で株式投信が一七%、債券投信が一%、その他が一%となっていた。〇三年から〇七年にかけて新興国全体として、株価上昇の影響もあって株式投信の比重が高まる傾向にあったことが推定される。

## 五、顧客層

IOSCOは投信の顧客層について、個人と機関投資家の内訳を調査している。主要国についての状況は図表8のとおりである。

個人の保有比率が高いのは中国であり、投信残高の八九%が個人によって保有されている。次い

図表8 投信保有者構成(2007年末現在、金額ベース)



〔出所〕 新興国はIOSCOレポート、日本は資金循環統計より作成。

で韓国の個人保有比率が高く（五七％）、反対にアルゼンチン・パキスタンでは機関投資家の保有比率がそれぞれ九二％、八一％と高い。その他の国は概していえば個人と機関投資家が半々という構成になっている。

## 六、販売チャネル

○七年末の残高が十億ドルを超えている二一カ国について、投信販売チャネルを比較すると図表9のとおりである。

まず、各国とも投信の販売チャネルは幅広い金融機関等に広がっていることを指摘できる。販売機別にみると、二一カ国の全部で銀行が投信販売を行っており、次いで証券会社（一八カ国）の利用度が高い。保険会社やIFA（独立フィナンシャル・アドバイザー）も全体の六割にあたる一

図表9 利用されている販売チャネル

		銀行	証券会社	保険会社	外国会社による直販	IFA	その他
アジア・中東	中国	○	○		○	○	証券投資顧問
	韓国	○	○	○		○	○
	インド	○	○			○	資産運用業者
	台湾	○	○	○	○		
	マレーシア	○	○			○	国内投信会社による直販
	タイ	○	○	○		○	国内投信会社による直販
	イスラエル	○					証券取引所会員
	パキスタン	○		○	○	○	国内投信会社による直販
欧州	ポーランド	○	○	○	○	○	
	トルコ	○	○				
	ハンガリー	○	○				
	チェコ	○	○	○		○	登録投資仲介業者
	クロアチア	○	○	○		○	運用会社との契約者
	スロベニア	○	○	○			運用会社の販売チャネル
米州	ブラジル	○					
	チリ	○	○	○	○	○	
	コロンビア	○	○				
	アルゼンチン	○	○	○		○	na
アフリカ	南ア	○	○	○	○	○	
	モロッコ	○	○	○		○	na
	チュニジア	○	○	○			
<b>合計</b>		<b>21</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>10</b>
参考	日本	○	○	○	○	○	国内投信会社による直販
	米国	○	○	○		○	国内投信会社による直販

〔出所〕 新興国はIOSCO資料、日本は筆者、米国はICI。

〔注〕 韓国については、IOSCO 資料の表示に誤りがあると思われるため、Korea Financial Investment Association発行“2009 Capital Market in Korea”の記述にもとづいた。

三方国で投信販売に参画している。

これに対し、外国会社が当該国に投信会社を設立して直接販売を行っている国は全体の三割にあたる六カ国に過ぎない。販売は地元の販売会社に依存している度合いが強いとみることができよう。

## 七、運用会社数、その資本系列、上位集中度などの状況

次に〇七年末の残高が十億ドルを超えている二カ国について、投信運用会社数、その資本系列関係、運用資産の上位会社への集中度を見ると、図表10のとおりである。

先ず新興国全体として、残高規模に比べると会社数が多い（したがって一社当り運用資産額は二カ国加重平均で二三億ドルと計算され、日本の

九二億ドル、米国の一七六億ドルに比べ小さい）ことを指摘できる。一社当り運用資産額を国別にみると、中国（七六億ドル）・韓国（六二億ドル）・ブラジル（六五億ドル）が他の新興国に比べ大きい。

資本系列について、国内系と外資系に分けると、外資系会社数（合併会社をふくむ）の割合が高いのは、チェコ（六七％）・トルコ（六三％）などの欧州、およびインド（五〇％）・中国（四九％）・台湾（四九％）などのアジアであり、この地域で外資の進出が進んでいることが分かる。

一方、ブラジル（一九％）・南ア（〇％）など米州やアフリカでは外資の進出が遅れているように見える。

次に銀行の支配度という観点から運用会社数全体に占める銀行系会社数の割合を見ると、ユニバーサル銀行制をとっている欧州で当然のことな

図表10 運用会社数などの状況(2007年末現在)

		国内 会社	外国 会社	合併 会社	合計	1社当り運 用額(百万 ドル)	外資系会 社の比率 (注1)	銀行系会 社の比率 (注2)	上位5社 シェア
アジア・中東	中国	30	0	29	59	7,607	49%	8%	31.7%
	韓国	35	8	8	51	6,157	31%	16%	42.0%
	インド	20	13	7	40	1,871	50%	40%	52.1%
	台湾	20	7	12	39	1,586	49%	28%	59.6%
	マレーシア	58	0	5	63	841	8%	19%	80.4%
	タイ	21	0	0	21	2,268	0%	57%	64.9%
	イスラエル	40	0	0	40	925	0%	5%	62.0%
	パキスタン	34	0	0	34	152	0%	24%	65.8%
<b>小計または平均</b>		<b>258</b>	<b>28</b>	<b>61</b>	<b>347</b>	<b>3,004</b>	<b>22%</b>	<b>25%</b>	<b>57.3%</b>
欧州	ポーランド	33	7	0	40	1,543	18%	na	na
	トルコ	7	12	0	19	1,250	63%	63%	79.0%
	ハンガリー	32	0	0	32	568	0%	44%	67.2%
	チェコ	18	37	0	55	156	67%	50%	na
	クロアチア	18	14	0	32	213	44%	31%	81.4%
	スロベニア	14	10	0	24	215	42%	42%	na
<b>小計または平均</b>		<b>122</b>	<b>80</b>	<b>0</b>	<b>202</b>	<b>615</b>	<b>39%</b>	<b>46%</b>	<b>75.9%</b>
米州	ブラジル	76	18	0	94	6,521	19%	53%	55.0%
	チリ	36	na	na	36	849	na	36%	59.9%
	コロンビア	51	0	0	51	137	0%	39%	47.5%
	アルゼンチン	36	0	0	36	191	0%	47%	54.0%
<b>小計または平均</b>		<b>199</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>217</b>	<b>3,029</b>	<b>6%</b>	<b>44%</b>	<b>54.1%</b>
アフリカ	南ア	40	0	0	40	2,382	0%	13%	53.1%
	モロッコ	11	0	0	11	1,545	0%	82%	79.0%
	チュニジア	21	0	0	21	117	0%	62%	54.4%
<b>小計または平均</b>		<b>72</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>72</b>	<b>1,593</b>	<b>0%</b>	<b>52%</b>	<b>62.2%</b>
<b>合計または総平均</b>		<b>651</b>	<b>126</b>	<b>61</b>	<b>838</b>	<b>2,313</b>	<b>22%</b>	<b>38%</b>	<b>60.5%</b>
(参考)	日本 (注3)	43	35	—	78	9,154	45%	12%	60.8%
	米国 (注4)	588	95	—	683	17,600	14%	11%	38.3%

(注1) 外資系比率は合計会社数の内に占める外国および合併会社の比率である。

(注2) IOSCOレポート掲載データより筆者計算。

(注3) 投信協会データより筆者計算。

(注4) ICI(米国投信協会)データより筆者計算。

がら高く（三一～六三%）、アジアはインド・タイを除いて低い（五～二八%）。

そして上位会社への運用資産集中度は、新興国全体を平均すると日本並み（上位五社の全体に占めるシェアはデータのある一八カ国平均で六一%であり、日本と同じ）である。国別に見ると、中国については上位五社シェアが三二%に止まっております、分散度が高い（競争が激しい）と言えます。なお、紙幅の都合により図表10には掲載しなかつたが、上位一〇社シェアでも中国は五〇%弱であり、一八カ国平均の一%を大きく下回っている。

## 八、外国運用会社の進出に対する

### 制限

○七年末の残高が十億ドルを超えている二一カ

国のうち、「外国運用会社の当該国への進出についての制限」の内容が判明した一九カ国の状況をまとめると図表11のとおりである。

まず、外資系運用会社が各国に拠点を設ける場合に設置可能な形態について、駐在員事務所ないしは支店が認められているのは、一九カ国中一〇カ国と約半数である。一方、現地法人の設立は、当該国内会社との合弁形態をふくめれば全てが可能であり、出資比率についても中国以外の一八カ国では外資が五〇%超を保有することも可能となっている。

## 九、販売手数料と報酬率

次に販売手数料と毎年の運用・保管報酬率について、法的制限の有無と実態レポートをまとめると図表12のとおりである。ここには、○七年末の残

図表11 外国運用会社の進出に対する制限

		外国運用会社が当該国に設置可能な拠点形態			外国資本が当該国に設置可能な資産運用会社の形態		
		駐在員事務所	支店	子会社	100%外資保有	合併会社	合併会社の外国資本制限
アジア・中東	中国	○				○	49%
	韓国		○	○	○	○	
	インド			○	○	○	
	台湾			○	○	○	
	マレーシア			○	○	○	70%
	タイ	na	na	○	○(注1)	○	(注2)
	イスラエル	○	○	○	○	○	
	パキスタン			○	○	○	
欧州	ポーランド	○	○	○	○	○	
	トルコ			○	○	○	
	ハンガリー		○	○	○	○	
	チェコ	○	○	○	○	○	
	クロアチア			○	○	○	
	スロベニア	○(注3)	○	○(注3)	○	○	
米州	ブラジル		○	○	○	○	
	コロンビア	○	○	○	○	○	
アフリカ	南ア	○	○	○		○	
	モロッコ	○	○	○	○		
	チュニジア	○	○	○	○		
合計		10	10	18	17	16	3

(注1) 5年以上業務運営している投信運営会社に限り100%外国出資可能。  
 (注2) 業務運営経験が5年未満の投信運営会社については49.99%までに制限。  
 (注3) EU加盟国からのみ。  
 [出所] IOSCOレポート

図表12 手数料と報酬—法的制限の有無と実態レート—

法的制限について、「有」は制限があること、「有(○)」は率で明示された制限があること、空白は制限のないことを示す。

		販売手数料		解約手数料		運用報酬		保管報酬	
		法的制限	実態レート	法的制限	実態レート	法的制限	実態レート	法的制限	実態レート
アジア・中東	中国	有(5%)	1.15%	有(5%)	0.40%		1.20%	有	0.05%
	韓国	有(5%)	0-4%	有	収益の30-70%	有	0.001-3.45%	有	na
	インド	有(7%)	2.25-3%	有(7%)	1.5-3%	有(1.25%)	1%		0-2%
	台湾		0-4%		0-1%		0-1.8%		
	マレーシア	有	2-7%	有	0-1%	有	1-2%	有	0.20%
	イスラエル		0-0.5%		0%		0-3.5%		na
	パキスタン		0-5%		0-5%	有(2-3%)	1-3%		0.05-0.6%
欧州	ポーランド	有	na	有	na	有	na	有	na
	ハンガリー		0-5%		0-5%		0.01-5%		0-1.8%
	チェコ		na		na		na		na
	クロアチア	有	na	有	na	有	na		
	スロベニア		na	有	na		na	有	na
米州	ブラジル		na		na		na	有	na
	チリ		na	有	na		na		na
	コロンビア		na		na		na		0.22%
	アルゼンチン		0.01%		0.09%		1.648%	有	na
アフリカ	南ア		na		na		na		na
	モロッコ	有	0-3%	有	0-3%	有(2%)	1-2%		0.449%

[出所] IOSCOレポートより作成。

高が十億ドルを超えている二一カ国のうち、何らかのデータが得られた一八カ国の状況を掲げている。

一八か国中、販売手数料について法的制限のある国は七カ国、運用・保管報酬について法的制限のある国も七カ国で、約四割の国が法的制限を設けている。地域的にはアジア諸国で法的制限を設けている例が多い。

実態レートは、販売手数料がマレーシアを除き五%以内（中国は一%台、インドは三%以下）、運用報酬は一%台が多く、日本などと比べて大差はないように思われる。

## 一〇、アジア主要国の投信市場の

### 特徴

以上、項目別に各国比較（横比較）を行ってき

たが、最後にアジア主要国の投信市場について、国別に直近のデータも加えながら各市場の特徴をまとめると、次のとおりである。

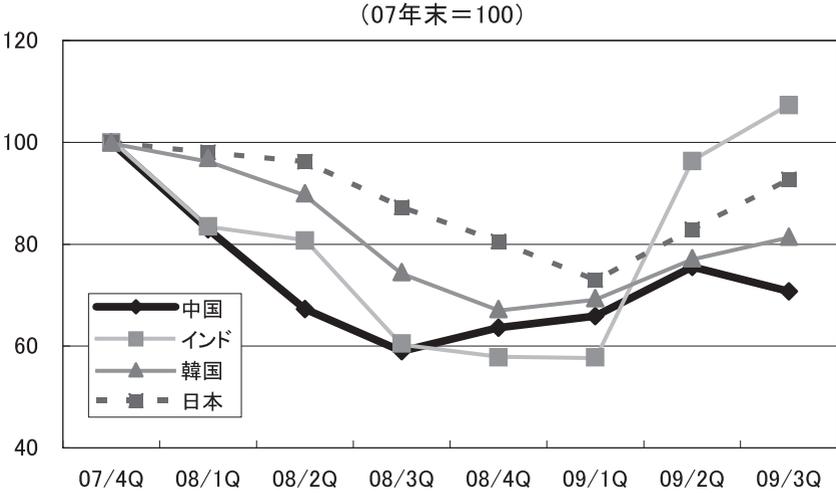
#### ① 中国

投信の歴史はわずか一三二年（一九九七年にクローズドエンド型ファンドが設立されて以来二〇〇九年までの年数<sup>(4)</sup>）と短いが、この短期間に急成長を遂げ、二〇〇九年九月末の残高は三、〇〇〇億ドル強（約三〇兆円）と、五八年の歴史を持つ日本の約半分の規模に達している。

しかし前述のとおり、対GDP比あるいは一人当たり保有額から見ると普及度は未だ低く、潜在成長性は非常に高いと言えよう。

商品は株式投信が主力を占め、保有層は個人中心である。「株式投信に偏っているのでリスクが大きい」と指摘される場合もあるが、「二〇一〇

図表13 07年末以降の四半期末投信残高推移



〔出所〕 国際投資信託協会データより筆者作成

年四月に上海取引所に指数先物が上場され、投信のリスクヘッジ手段として制限付きながら利用できるような方向<sup>(5)</sup>であり、運用の選択肢は広がる。また今後、社債をはじめとする債券市場の発展も期待されること、中期的にはグローバル投資も進展するであろう（既にQDII（適格国内機関投資家）制度<sup>(6)</sup>海外投資対象を組み入れた資産運用を行う資格および投資許可枠を投信会社など中国金融機関に付与する制度）にもとづく投信も〇七年にスタートしていることから、商品バラエティの広がりが進むと思われる。

ただ現在までのところでは、株式投信の比重が高いためリーマンショック等の影響を強く受け、〇七年以降〇九年に至る投信合計残高の減り方は他のアジア主要国にくらべ大きくなっていった（図表13）。

販売チャネルは図表9に示したとおり幅広い金

融機関にわたっている。<sup>(7)</sup>

また、新興国の中では残高規模に比較して運用会社数が少ない（二社当り運用額が大きい）ので、今後の投信ビジネスの発展を考えれば、投信運用業務への新規参入の余地も大きいといえよう。ただし、現在のところ外資の単独進出は認められておらず、中国企業との合弁、それも四九％以下の出資比率で参画することになる。

## ② 韓国

一九六九年に投信制度が導入されており、今回のIOSCOレポートで取り上げた三二カ国の中で、アルゼンチン・南アに次ぐ古い歴史を持つ（なお、韓国投信は発足当初から日本の制度を参考にしてきており、法規制・商品内容など日本と類似している面が多い）。

一人当たり投信保有額は〇七年現在で三二カ国

中最大の六、四八〇ドルに達しており、同時点の日本の五、五八九ドルをも上回っていた。投信保有者の約六割は個人で、かつ韓国証券市場における投信の重要性も高い（〇九年九月末現在、韓国株式市場時価総額に対する投信保有株式時価総額の割合は八・六％、韓国債券市場時価総額に対する投信保有債券時価総額の割合は八・八％となっており、日本のそれぞれ二・八％・一・二％の三倍・七倍に達している）。投信が有価証券の個人保有の推進にも大きく貢献していることになる。

ただし、過去一〇年間の残高成長倍率は一・五倍で、図表5に掲載した新興二二カ国の中では最低である（日本の一・三倍よりは大きい）。韓国は投信については、もはや新興国というより先進国に近い成熟度となっていると言えよう。

商品構成は、〇九年九月末現在（私募投信をふくむ）では、株式投信四二％・債券投信一八％・

M M F 二三%・その他（デリバティブ活用型、非証券ファンドなど）一七%となっている。ファンド数が極端に多いが、投信会社数は〇七年末現在一社で、残高との相对比较の面では多くなく、一社当たり運用額は六〇億ドル程度と日本の六割程度に達していた<sup>(8)</sup>。

販売チャネルは多様化しており、〇九年九月末現在のチャネル別販売残高は、証券会社五二%、銀行三八%、保険会社四%、その他（直販等）六%となっており、日本（証券会社五七%、銀行・保険会社など登録金融機関四二%、直販一%）と類似した状況にある。

外資運用会社の進出に対する制限はなく、一〇〇%出資で現地に会社設立可能で、〇九年九月末現在、合弁会社を含め外資系投信会社は二三社に増加している。

### ③インド

インドでは一九六三年に国営の投資信託（Unit Trust of India）が設立されたが、民間企業による投資信託がスタートしたのは一九九三年であり、実質的な歴史は新しい。

図表1に示したように、〇七年末投信残高の対GDP比は一二%、一人当たり投信保有額は六七ドルと、新興三一カ国平均の一九%、五四三ドルを下回っているだけでなく、中国の一三%、三四ドルをも下回っており、投信の普及は遅れている（したがって潜在成長性は非常に大きい）と言える。

商品構成は、図表7に掲げた〇七年末現在では株式投信（四八%）およびM M F（三四%）の比重が高かった（債券投信は一四%であった）。しかし直近〇九年末現在では、インド投資信託協会（Association of Mutual Funds in India）発表の

データから計算すると、株式投信二八%、債券投信五五%、MMF一三%、その他四%となっており、債券投信が大幅に増加している。

顧客層は、図表8の〇七年末現在では個人四八%・法人五二%となっていたが、日本証券経済研究所刊「図説アジアの証券市場二〇一〇年版」(以下「図説」<sup>(9)</sup>)によれば〇八年三月末現在で、個人三七%、非在住インド人五%、海外機関投資家二%、法人・機関投資家・その他で五七%と、やや機関投資家等の比重が高まっている。

販売チャネルは図表9においても多様化していることが窺え、「図説」によれば「〇六年六月末時点で、インド特有のチャネルであるディストリビューター(金融商品の販売に特化した業者を指し、多くは投信販売を主力としている)が四〇%を占め、銀行三〇%、IFA(独立ファイナンシャル・アドバイザー)が二二%、直販九%と

なっている」。

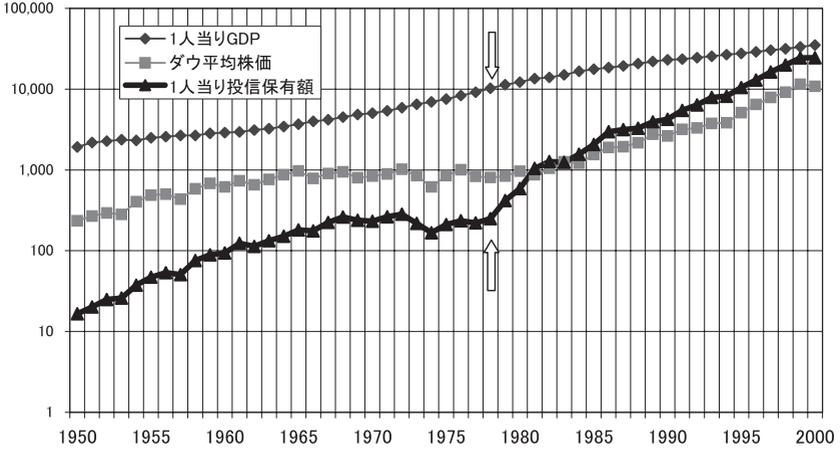
外国会社の進出は図表11のように自由化されており、一〇〇%子会社の設立も可能である(ただし「図説」によれば、外資保有比率によって所要自己資本額は異なり、五〇%未満で五〇万米ドル、五〇%以上七五%未満で五〇〇万米ドル、七五%以上で五、〇〇〇万米ドルである)。

## おわりに

以上、IOSCO資料等にもとづき新興国の投資信託市場を項目別に、そしてアジア主要国について国別に概観してきた。

新興国投資信託市場の特徴を一言でいえば、「成長性が高い」ということである。投信残高の大きさは、図表2に示したとおり一人当たりGD Pと密接な関係にあり、今後も経済成長と共に投

図表14 米国の投信残高・一人当たりGDP・株価の推移(対数目盛)



〔出所〕 筆者作成

信ビジネスは大きな発展を遂げていくであろう。

ところで、経済成長と投信残高の関係について、「一人当たりGDPがXドルを超えると投信残高が飛躍的に増大する」といった臨界点のようなGDP水準は存在するのであろうか。

図表14は、筆者が投信の長い歴史を持つ米国の成長過程を検証するため、第二時大戦終了後間もない一九五〇年から二〇〇〇年に至る五〇年間の米国の「一人当たりGDP」と「一人当たり投信残高」および「株価」の動きをプロットしたものである。変化率を重視するため対数目盛を使用している。

一九五〇年における米国の名目GDPは二、九三七億ドル（一人当たり一、九二三ドル）、ダウ平均株価は二三五ドル、そして投信残高は二五億ドル（一人当たり一七ドル）であった。それが二〇〇〇年には、GDPが九兆九、五一五億ドル

(一人当たり三五、〇九四ドル)、ダウ平均株価は一〇、七八八ドル、投信残高は六兆九、六四六億ドル(一人当たり二四、五六一ドル)となった。この間に一人当たりGDPは一八倍、株価は四六倍、一人当たり投信残高は一、四四四倍に成長したことになる。

さて、図表14の動きを大雑把に見ると、一人当たりGDPが一〇、〇〇〇ドルを超えた一九七八年(図の矢印の部分)が一つの分岐点になっているようにも見える。すなわち、この時点から一人当たり投信保有額の増加トレンドが一層上向きになっている。

しかし、単純に「GDP一〇、〇〇〇ドルが重要な分岐点になった」と考えることはできない。その理由は二つある。

第一に、図表14において一九七八年から一人当たり投信保有額の増加率が高まっているように見

えるのは、その直前の一九七〇年代の停滞期と比べてのことであり、それ以前の一九六八年に至る時期(一人当たりGDPが五、〇〇〇ドル未満の時期)においても投信残高は高い伸びを示していたという事実がある。すなわち、投信残高の年平均増加率は一九五八年～六八年(A)が一八%、一九六九年～七八年(B)が〇%、一九七九年～二〇〇〇年(C)が二一%と計算され、各期間の出発点における一人当たりGDPを見ると、(A)が二、六六五ドル、(B)が四、八七五ドル、(C)が一〇、二五九ドルであった。

一方、各期間の株価動向を振り返ると、(A)(一九五八年～六八年)の時期は「黄金の六〇年代」と呼ばれた株価上昇期、(B)(一九六九年～七八年)は一九七〇年代の長期株価低迷期、そして(C)(一九七九年～二〇〇〇年)は一九八二年から始まった米国株価の長期上昇期であった。

以上のことから、投信残高の変化に大きな影響を与えたのはGDPよりも株価の動きであったと考えられる。

第二に、GDPが一〇、〇〇〇ドルを突破した一九七八年の前後に、米国投信の発展に大きく寄与した質的变化が幾つも起こっている。その変化とは①投信に長期安定資金を流入させることになった確定拠出年金制度が一九七八年にスタートしたこと、②投信の商品バラエティが一九七〇年代に大きく広がり（MMF、免税地方債ファンド、個人向けインデックスファンドなどが出現）、投資家の幅広いニーズに答えられる品揃えが整ったこと、③一九八〇年代に銀行が投信販売に進出するなど投信販売チャネルが大幅に拡充したこと、④一九八〇年に投資会社法が改正され、ファンドから販売促進費用（12b-1フィーといわれる）を引き落とすことが認められたことにより、

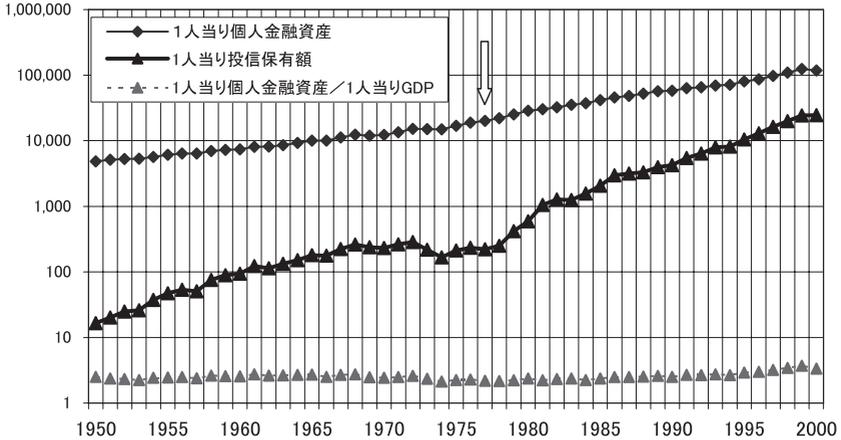
販売員の投信販売インセンティブが高まったことなどである。こうした多くの要因が重なって米国投信は一九八〇年代以降に大発展を遂げたと考えられる。

以上に述べた株価の動き、投信および年金制度の変化を考慮すると、一人当りGDPが一〇、〇〇〇ドルに達したことが米国投信急成長の発火点となったとは判断できない。

また、個人金融資産の蓄積が進んだことにより、個人が投信を含むリスク資産を持てるようになったという要因も見逃せないであろう。そこで、一人当たりの個人金融資産と投信保有額の推移を比較してみると図表15のようになる。

一人当たり個人金融資産は一九七七年に二〇、〇〇〇ドルを超えており、前述の一人当たりGDP一〇、〇〇〇ドル突破の時期とほぼ一致する。しかし、この後に株価が長期上昇過程に入ったこ

図表15 米国の個人金融資産と投信残高の関係



〔出所〕 筆者作成

と、投信発展に寄与した多くの質的変化が起きたことは既に指摘したとおりである。

そして個人金融資産については、その絶対額よりも「その蓄積が年収の何年分になったか」という対所得比率の方が重要であるかもしれない。そこで「一人当りGDP」に対する「一人当たり個人金融資産」の割合も図表15に挿入してみた。しかし、この割合は一九五〇年時点で既に二倍を超えていて、一九九七年に三倍を超えるまで緩やかな上昇を続けていた。特別に一定水準（たとえば二・五倍）を超えたことが重要なポイントになったというような事実は見出せない。

以上のような経済成長過程における米国投信の分析をふまえて考えると、新興国投信の今後についても、GDPや個人金融資産の拡大は発展の基礎的要件ではあるが、その一人当り水準がXドルとかY倍とかの一定レベルに達すると断層的に成

長率が高まるということより、株価や金利（投信収益の源泉）の変化の下で紆余曲折を経ながら成長していくという姿が想定される（日本がGDPや個人金融資産では世界のトップ水準にありながら、投信残高が伸び悩んでいる状況も、投信の成長が株価等の環境要因により大きく左右されることの証左であろう）。

それに加えて新興国の場合は①政治の安定、②証券市場の整備などのインフラ要因、③投資促進税制や確定拠出年金などの政策的・制度的要因も重要である。そして、投信ビジネスの三要素ともいべき商品・販売・運用の改善に関係者が如何に取り組んでいくかといった業界努力要因も、投信発展の重要なカギになると思われる。

〔注〕

(1) I O S C O は世界一〇九の国・地域（二〇〇八年一月

現在）の証券監督当局や証券取引所等から構成されている国際的な機関であり、①公正・効率的・健全な市場を維持するため高い水準の規制の促進を目的として協力すること、②国内市場の発展促進のため各々の経験について情報交換すること、③国際的な証券取引についての基準及び効果的監視を確立するため努力を結集すること、④基準の厳格な適用と違反に対する効果的執行によって市場の健全性を促進するため相互に支援を行うこと、の四つを目的として、証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定等を行っている。（金融庁ホームページの解説より）

(2) 新興国で株式市場の発達が債券市場に先行することの背景については、杉田浩治「G20諸国の証券市場」（日本証券経済研究所発行『証券レビュー』二〇〇九年八月号）参照。  
 (3) 韓国については、Korea Financial Investment Association 発行「2009 Capital Market in Korea」に詳しい数字があり、〇七年末現在、韓国株式市場時価総額に対する投信保有株式時価総額の割合は八・二％、韓国債券市場時価総額に対する投信保有債券時価総額の割合は七・七％となっていた。図表3のD/Cの計算にあたっては、①Dに短期資産など有価証券以外の数字をふくんでいること、②

Cのうち債券市場時価総額についてI O S C O の債券種別データを集計しているが、国債・社債以外の債券のデータが無いことの影響があるものと思われる。

- (4) 図表1のIOSCO資料では、投信法導入以来の経過年数が二〇〇七年現在で六年となっているが、これは二〇〇一年にオープンエンド型の導入を出発点としてカウントしているのではないかと推察される。
- (5) ロイター通信〇九年四月一六日付記事 (<http://www.reuters.com/article/idUSTRE63F1FS20100416>)
- (6) 孫 錫寧「中国QDII投信が本格的に発展するための条件」(野村総合研究所「金融ITフォーカス」〇九年二月号)
- (7) IOSCOレポートでは図表9のように保険会社が入っていないが、小林和子「中国投資信託の成長——〇年余で急成長」(日本証券経済研究所「証券レビュー」〇九年七月号)によれば「保険会社の販売網もそれなりに役立てられている」。
- (8) ただし、Korea Financial Investment Association 発行“2009 Capital Market in Korea”によれば、〇九年九月末には投信会社数は六九社に増加している。
- (9) 前掲“2009 Capital Market in Korea”による。
- (10) 同書のインドの部分は野村資本市場研究所・神山哲也氏が執筆している。

(すぎた こうじ・当研究所専門調査員)