アジア・オセアニアの投資信託市場

杉田浩治

はじめに

世界経済におけるアジア・オセアニアの重要性が高まる中で、金融ビジネスにおいてもこの地域の将来性が注目されている。従来の「投資対象市場」という位置づけだけでなく、世界への資金供給源、言い換えれば「金融商品の販売市場」としてもアジア・オセアニアの潜在性は高い。

そこで、代表的リテール金融商品である投資信託の販売市場としてのアジア・オセアニアの現状を分析するとともに、若干の将来展望を試みたい。

具体的には、主要国の投資信託の規模と最近の成長率、普及度、商品別構成、証券市場との関連、顧客層と販売チャネルなどを横比較して現状を把握するとともに、経済成長との関連などから今後の成長性を探ることとしたい。

なお、データ入手の制約上、項目により比較対象国が異なることを予めお断りする。

図表１　アジア・オセアニア諸国の投資信託の規模および普及度（2011年現在）

	投信残高（百万ドル）	日本を100とした値	GDP（百万ドル）	GDPに対する投信残高の比率（%）	人口（千人）	一人当り投信保有額（ドル）
日本	745,383	100	5,869,471	12.7%	127,819	5,832
中国	339,037	45	7,298,147	4.6%	1,348,121	251
韓国	226,716	30	1,116,247	20.3%	49,006	4,626
インド	87,519	12	1,676,143	5.2%	1,206,917	73
マレーシア	78,530	11	278,680	28.2%	28,731	2,733
タイ	65,702	9	345,649	19.0%	64,076	1,025
台湾	53,437	7	466,832	11.4%	23,225	2,301
シンガポール	36,040	5	259,849	13.9%	5,274	6,834
インドネシア	18,700	3	845,680	2.2%	241,030	78
パキスタン	2,984	0	210,216	1.4%	175,310	17
フィリピン	2,363	0	213,129	1.1%	95,856	25
オーストラリア	1,440,128	193	1,488,221	96.8%	22,729	63,361
ニュージーランド	23,709	3	161,851	14.6%	4,416	5,369
（参考）アメリカ	11,621,595	1559	15,075,675	77.1%	311,946	37,255

［出所］投信残高は国際投信協会および各国投信協会（インドネシアは同国投信協会調べとしての複数報道による）、ＧＤＰおよび人口はＩＭＦ統計。

一、残高規模および普及度

先ず、一一年末現在のアジア・オセアニア諸国の投信残高と、残高のＧＤＰに対する比率および一人当たり投信保有額を掲げると図表１のとおりである。なお、香港については同地で販売が公認されている投信の残高が発表されている（一兆ドルを超え日本の公募投信残高より大きい）が、外国籍のファンドが多く、投資家も外国人が多いことから、他国との横比較にはなじまないと判断し比較対象に含めなかった。

①　中国の投信残高は日本の四五％

アジア・オセアニア地域で残高が最も大きい国はオーストラリアで、日本の約二倍に達している。同国では〇六年に強制的な企業型確定拠出年

金である「スーパー・アニュエーション」が導入され、その運用対象として投信が急成長している（投信残高の八割はスーパー・アニュエーションによるものといわれている）。

アジア地域において日本の次に大きな残高を有する国は中国であり、一一年末の残高は三、三九〇億ドルと日本の四五％程度に達している。次いで韓国（二、二六七億ドル、日本の三〇％）、インド（八七五億ドル、日本の一二％）が大きい。

② 一人当たり保有額では中国は日本の二三分の一、インドは八〇分の一

次に、投信残高を経済規模と比較する観点から「投信残高の対ＧＤＰ比率」を、そして投信の普及度を測る意味で「国民一人当り投信保有額」を見ると、いずれもオーストラリアが図抜けて高い。その理由は前述の通り、確定拠出年金が大発達していることによる。

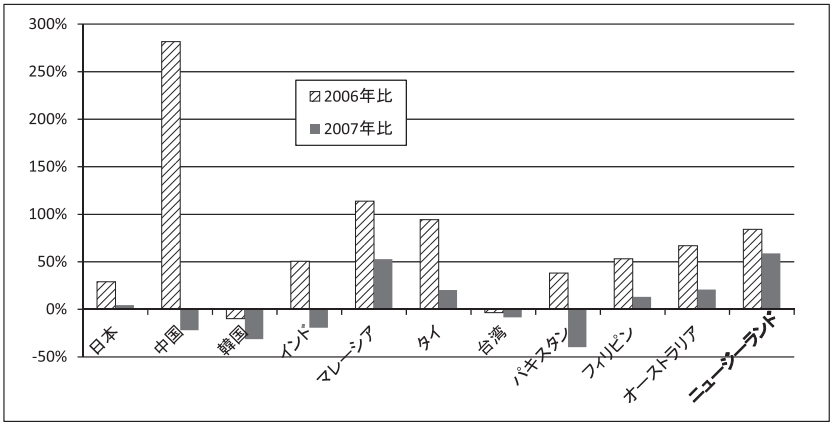
アジア地域では一人当り保有額で見るとシンガポールが高く（六、八三四ドル）、次いで日本（五、八三二ドル）、韓国（四、六二六ドル）、台湾（二、三〇一ドル）の順となっている。一方、中国は一人当りでは二五一ドル（日本の二三分の一）と低く、インドはさらに低い七三ドル（日本の八〇分の一）となっている。裏返せば、両国投信市場の潜在成長性は非常に高いと言えよう。

二、最近の伸び率

次に最近の残高増加率を比較すると、図表２の通りである。

五年前と比べる意味で〇六年末と一一年末との比較を、そしてリーマンショックの影響を見る意味でショック直前の〇七年末と一一年末との比較

図表２　最近の投信残高増加率（2011年末の5年前、4年前との比較）



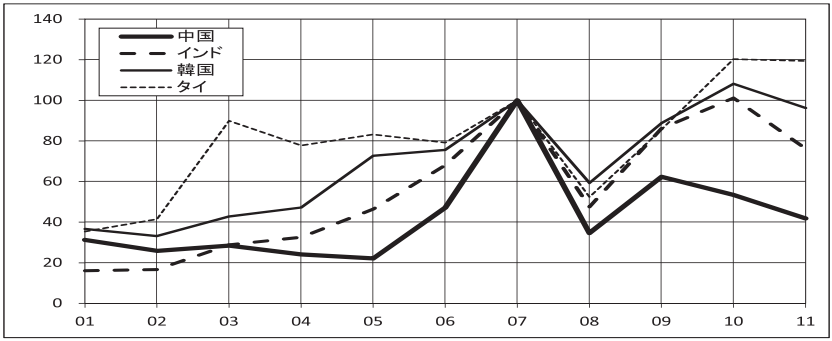
［出所］国際投信協会および各国投信協会データ等より筆者作成

を掲げた。

五年前の〇六年末と比べると、中国が二七五％増と飛びぬけており、次いで、マレーシア（一一四％増）タイ（九四％増）の伸びが高い。しかしリーマンショック直前の〇七年末と比較すると、中国はマイナス二二％となっており、アジア地域ではマレーシア（五三％増）タイ（二〇％増）などが残高を増加させている。

中国の状況が〇六年比と〇七年比で大きく異なる理由は、〇七年の伸びが極めて大きかったことによる。すなわち〇七年一年間で上海総合株価指数が二、四七九から五、二六二へ二倍以上に上昇する過程で、投信残高は八八九億ドルから四、三四〇億ドルへ五倍近くに膨れ上がった。しかし、リーマンショックの影響を受けた〇八年には株価は前年比三分の一以下（〇八年末の上海総合株価指数は一、八二〇）に下がり、その後も株価が停

図表３　アジア主要国の株価の推移（07年末＝100として作成）



［出所］中国は上海総合指数、インドはＢＳＥ３０、韓国はソウル総合指数、タイはSET指数をとった。

滞する中で投信残高も伸び悩んでいる（株価動向については図表３参照）。

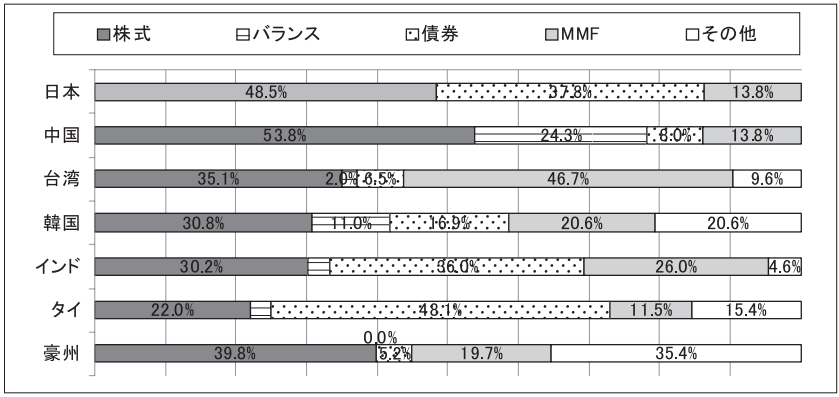
以上のように、投信残高の増減は当然のことながら株価変動に大きく左右される傾向がある。

三、商品別残高構成の比較

投資対象（株式・債券・短資）別の商品構成を比較すると図表４の通りである。中国・オーストラリアは株式ファンドの比率が高く、逆にインド・タイは債券ファンド、台湾はＭＭＦの比率が高い。

こうした商品構成の違いをもたらす要因としては、資本市場要因（各国における株式・債券・短資の各市場の発達度の違い）があることは当然であるが、顧客要因（投信保有者の個人投資家・機関投資家の内訳）、そして市況要因（直近の株

図表４　商品構成の比較



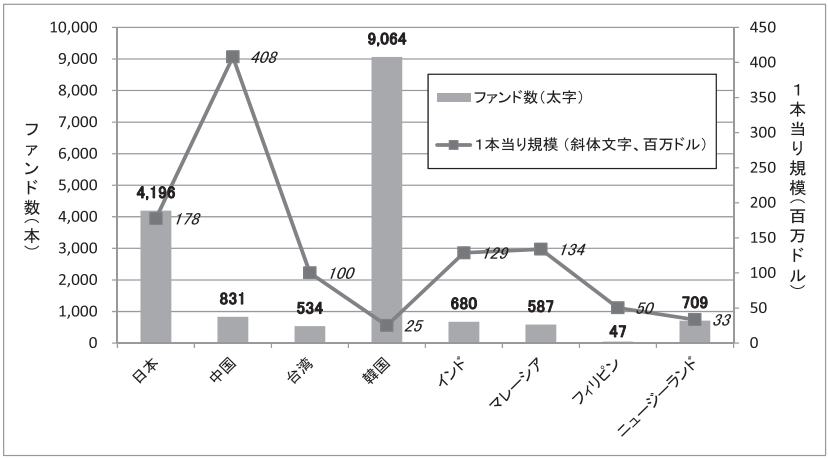
［出所］国際投信協会および各国投信協会データより筆者作成。日本についてはバランス型は株式投信に含まれるため株式投信とバランス型の合計比率を掲載した。また、計算に当り追加型株式ファンドのうちの毎月分配型ファンドを債券ファンドに分類し、ＭＭＦにはＭＲＦ等を含めた。

価・債券利回りの動き）も大きく影響する。

たとえばインドにおいて債券ファンドの比重が大きいのは、後述のように機関投資家の投信保有比率が高いことが一因であると考えられる（機関投資家は毎年安定的な収益を確保したいニーズが高い）。逆に中国で株式ファンドの比率が高いのは、投信保有者の太宗が株式投資（キャピタルゲイン）志向の強い個人によって占められていることによるし、オーストラリアの場合は確定拠出年金の資金が多いため、長期に投資すれば高収益の見込める株式ファンドの比重が高いと見ることができよう。これらはいずれも顧客要因である。

そして図には示していないが、商品構成は時系列的には証券市況要因により大きく変化している。たとえば中国において、株式ファンドのシェアは図表４に見る通り一一年末には五三・八％であるが、〇七年末には六六・五％であった。この

図表５　存在するファンド数と１ファンド当り規模



［出所］国際投信協会および各国投信協会データより筆者作成

変化は、株価急落により株式ファンドの時価評価額が下がっただけでなく。投資家からの株式ファンドへの資金流入も減少（ないしは純流出）したことを反映している。

四、ファンド数と一ファンド当り規模

次に各国のファンド数と一ファンド当り規模は図表５の通りである。韓国は日本以上にファンド数が多い。これは日本と同様に単位型ファンド（ファンド発足前の募集期間のみに資金を受け入れ、その後は追加設定を行わないファンド）が存在していること、新商品の設定が多いことによると見られる（現在、官民挙げて小規模ファンドの整理を進めている）。

一方、中国は日本の約半分の残高規模を持つに

図表６　証券市場の規模と投信の規模との関係

	株式時価総額(A)（十億ドル）	株式ファンド残高または投信の保有株式金額(B)（十億ドル）	(B)/(A) %	債券発行残高（C）（十億ドル）	債券ファンド残高または投信の保有債券金額(D)（十億ドル）	(D)/(C) %
日本	3,525	91.3	2.6%	12,715	117.9	0.9%
中国	3,412	182.6	5.4%	3,392	27.2	0.8%
韓国	996	69.9	7.0%	1,229	38.4	3.1%
インド	985	26.4	2.7%	596	31.5	5.3%
フィリピン	165	0.5	0.3%	77	1.4	1.8%
タイ	268	14.4	5.4%	225	31.5	14.0%
オーストラリア	1,198	572.5	(47.8%)	1,023	74.3	(7.3%)

［出所］（A）株式時価総額は世界取引所連盟　（中国は上海と深圳の合計、インドはナショナル取引所をとった）
（B）は日本については投信保有国内株時価総額、他の国はいずれも株式ファンド残高
（C）債券発行残高はアジア開発銀行 “Asia Bond Monitor Sep. 2012”
（D）は日本については投信保有国内債券時価総額、他の国はいずれも債券ファンド残高。

も拘らず、ファンド数は日本の五分の一に止まり、したがって一ファンド当り規模は日本の二・三倍となっている。事業者側の採算は良いと言えよう。

五、各国証券市場（株式市場・債券市場）の規模との関係

各国の株式および債券の市場全体のうち、当該国の投信が保有する株式および債券の割合を示したものが図表6である。ただし、日本以外の国については、投信資産のうちの国内株式および国内債券保有金額のデータを入手できないため、近似値として株式ファンドおよび債券ファンドの残高（海外投資部分や短資などを含んでいる）を用いている。したがって投信保有分は多めに示されており、特にグローバル投資の進んでいるオースト

ラリアについては、外国証券の比率が相当高いと見ておくべきであろう。[1]

以上の前提付きで図表6を見ると、各国証券市場における投信のシェア（B／AおよびD／C）は一部を除き一桁に止まっている。逆に言えば、証券市場の規模が投信の成長制約要因になることはないと言える（ちなみにアメリカでは、投信が上場株式の二九％を保有しているが、[2]それでも「これ以上投信を大きくするな」といった議論はない）。

また、株式と債券の市場におけるシェアの相違については、投信の商品別構成（図表4）の違いが反映されている。すなわち株式ファンドの比重が高い中国では、株式市場における投信のシェアが債券市場におけるそれより高く、インドの場合は逆になっている。

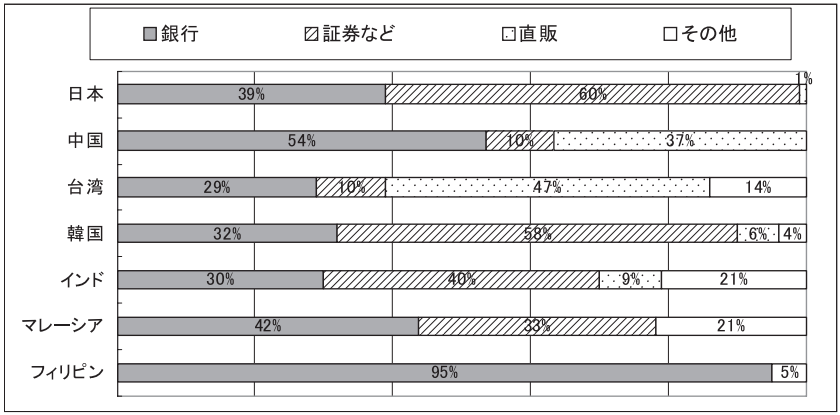
六、顧客層および販売チャネル

投信保有者の構成についてデータを入手できる国は少ないが、〇九年一二月に公表されたIOSCO（証券監督者国際機構）の新興国の投資信託市場についてのレポート[3]が、投信保有残高の個人と機関投資家の内訳を掲載していた。

それによれば、〇七年末現在で中国が個人八九％・機関投資家一一％、韓国が個人五七％・機関投資家四三％、インドが個人四八％・機関投資家五二％となっていた。筆者が最近のデータを入手できたのはインドについてであり、一二年三月現在で、企業四三・一％、金融機関など三・〇％、富裕個人二六・六％、一般個人二七・四％となっている。[4]

一方、販売チャネル別の金額構成を見ると図表

図表７　販売チャネル別内訳



（注）インドについて、「証券など」は金融商品の販売（多くは投信販売を主力）に特化した「ディストリビューター」を指し、「その他」はIFA（独立FP）である。マレーシアについては銀行・証券の内訳が不明で合計値を記載している。

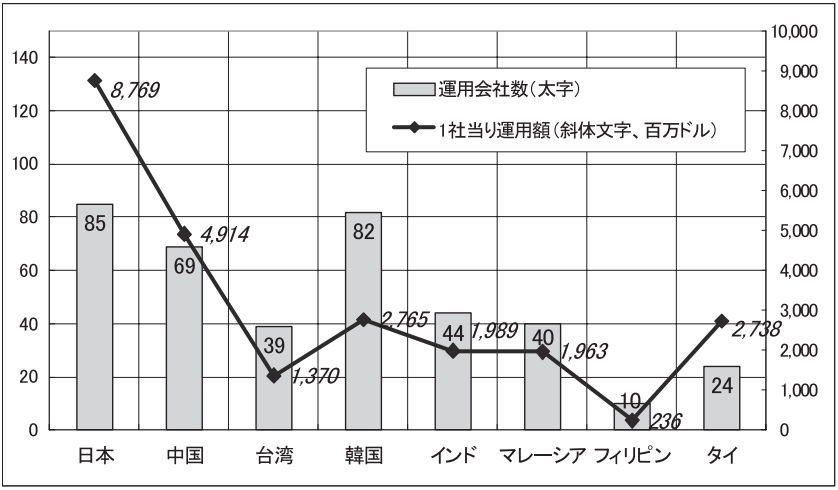
〔出所〕各国投信協会（2011年現在）。インドについては日本証券経済研究所「図説アジアの証券市場2010年版」に掲載された2007年現在のデータである。

７の通りである。概して言えば各国とも銀行・証券中心に販売されているが台湾では投信会社直販も多い。なお、インドについては、インド特有の「ディストリビューター（金融商品―多くは投信―の販売を主力に特化した業者）」が重要な販売チャネルとなっている[5]（図表７においては、これを「証券など」に入れている）。

七、運用会社数

投信の運用会社数と一社当たり運用額は図表８の通りである。日本以外では韓国の会社数が多く（投信残高は日本の三分の一以下であるが会社数はほぼ日本並みの八二社）、したがって一社当たり運用額は小さい。一方、中国は六九社と残高との相対比較からみれば会社数が少なく、一社当たり運用額は日本を除くアジアの中で最大である。

図表８　運用会社数と1社当り運用額



〔出所〕各国投信協会。日本は証券投信の運用会社数。

なお、この会社数の差は投信の歴史の長さも影響していると考えられる。前掲ＩＯＳＣＯレポートは、各国の投信法制定時から〇七年までの経過年数を掲載している。これを一一年に置き換えて計算すると、韓国は投信法制定から四三年を経過し投信が成熟しているが、中国の投信の歴史は一〇年に過ぎず拡大途上にある。

以上の点から見れば、投信運用ビジネスについて中国に進出する機会は大きいといえるだろう。また、インドについても会社数そのものは四四社と少ないから、今後の全体規模の拡大を想定すれば十分にビジネスチャンスがあろう。

八、現状のまとめと今後の展望

(1)　現状のまとめ

以上、アジア・オセアニアの投資信託市場を概

観してきた。そのポイントをまとめると次のようになる。

① アジア・オセアニア地域において最大の投信残高を持つ国はオーストラリアであり、それは確定拠出年金市場が大発達していることによりもたらされている。

② 中国・インドの投信普及度は低く、逆にいえば大きな成長性を秘めている。

③ 各国投信残高は、株価動向により大きく変動する。

④ 各国の株式・債券市場全体に占める投信の比率は、アジア諸国については数パーセントに過ぎず、証券市場の規模が投信の成長を妨げる要因にはならない。

⑤ 販売チャネルは概して銀行・証券中心であり、日本などと大きな差はない。

(2) 今後の展望

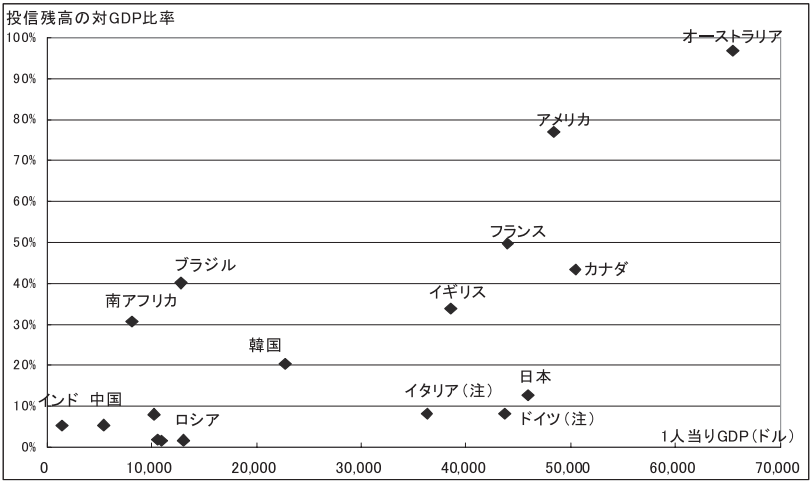
各国投信市場は、長期的には経済成長をベースに拡大する一方で、中短期には証券市況に左右される状況が続こう。そして確定拠出年金の普及が成長の一つのカギとなろう。

① 市場拡大の長期トレンドを決めるのは経済成長

各国の投信残高の長期的成長度を規定する要因は、当然のことであるが、経済成長とそれにともなう個人金融資産蓄積の進展度、そして証券市場拡大のスピードであろう。

イギリスで一八六八年に投信が発足して以来、百数十年にわたる世界の投信の歴史をみても、発展の舞台はイギリスからアメリカ、そしてアジア・オセアニアへと広がってきたが、それは取りも直さず経済・証券市場の発展の姿である。

図表９　G20諸国の「１人当たりGDP」と「投信残高の対GDP比率」の関係（2011年現在）



〔出所〕投信残高は国際投信協会による各国国内籍ファンドのデータを、GDPはIMFデータを用いて筆者が作成。
（注）ドイツ・イタリアは、ルクセンブルグなど自国外にファンドを設立して国内に持ち込んでいるケースが多いため、投信残高が少なめに（したがって投信残高の対GDP比率も低めに）出ている。

ここで、現時点における世界主要国の「一人当りＧＤＰ」と「ＧＤＰに対する投信残高の比率」の関係を掲げてみよう。サンプルとして、先進国・新興国の両方を含む「Ｇ20」諸国のデータを掲げると図表９の通りであり、「一人当りＧＤＰが増えればＧＤＰに占める投信残高の比率も上昇する」関係が読み取れる。

したがって、経済成長率が高い国は、「ＧＤＰ成長」にともなう投信残高の成長と、「ＧＤＰに対する投信残高の比率の上昇」との相乗効果で投信残高が急拡大することが見込まれる。

一例を挙げよう。超長期の話になるが、プライスウオーターハウス・クーパーズが一一年一月に発表した“The World in 2050”[(6)]は、中国の五〇年のＧＤＰは五九・五兆ドルとなり、一人当りＧＤＰは四〇、〇〇〇ドルを超えると予測していた（〇九年基準購買力平価ベース）。

もし五〇年における中国の「ＧＤＰに対する投信残高の比率」が現在と同水準の五％（図表１）であるなら投信残高は三兆ドル（一ドル九〇円換算で二七〇兆円）程度となる。しかし、前述のとおり、「一人当りＧＤＰ」の成長とともに「ＧＤＰに対する投信残高の比率」は上昇すると想定される。図表９を参考にして仮に現在のイギリス（一人当りＧＤＰ三八、六〇〇ドル）並みの三四％に上昇すると見れば、投信残高は二〇兆ドル（同一、八〇〇兆円）になると計算される。

このように、現在の投信普及度が低い新興国においては、経済成長率の数倍もの投信残高の成長を期待できることを改めて強調しておきたい。

このほか、本稿で取り上げていないアジア諸国においても、今後、経済成長・証券市場の発達とともに投信が生まれ、育っていくことが想定される。人口一、〇〇〇万人以上の国だけを取り上げてみても、バングラデシュ（人口一億四、八〇〇万人、既に投信が存在している）、ベトナム（人口八、九〇〇万人）、ミャンマー（人口六、二〇〇万人）、スリランカ（人口二、〇〇〇万人）、カンボジャ（人口一、五〇〇万人）が挙げられる。

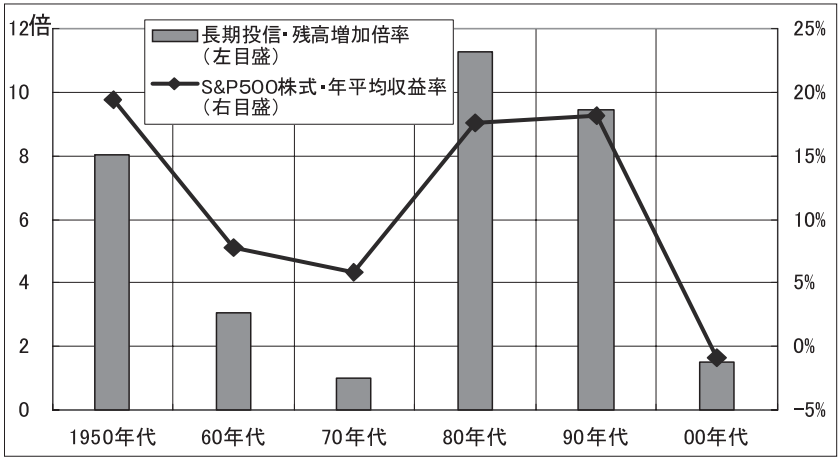
②　株価変動により中短期的ブレが生じる

①で述べたように各国投信残高の長期トレンドは経済成長が規定するが、中短期的には株価の変化によりトレンドラインから上下にブレを生じよう。

〇八年以降の大幅な株価下落により中国の投信が伸び悩んでいることは既に指摘した通りである。また、参考までに投信大国アメリカの歴史を検証すると次の通りである。

アメリカの長期投信（ＭＭＦを除くファンド）の残高は、ゼロ年代末（〇九年末）に至る六〇年

図表10　10年単位で見たアメリカの株式収益率と長期投信成長倍率の関係



［出所］アメリカICI資料等より筆者作成

間に三、九〇〇倍に増加した（四九年末二〇億ドル→〇九年末に七兆八、〇〇〇億ドル）。しかしこれを一〇年単位に区分して増加倍率を計算し、各期の株式リターンとの関係を示すと図表10の通りである。株式の年平均収益率が二〇％近くに達していた八〇年代、九〇年代には投信残高は一〇年間で一〇倍前後の拡大を実現していた。しかし、株価が長期にわたって低迷した七〇年代やゼロ年代には一〇年間で二倍以下の成長に止まっていた。

このように、投信の成長度が株価変動により大きく左右される傾向は、（日本で過去二〇年間、投信が低迷していたことを含め）世界共通であり、アジア諸国の今後についても当てはまると考えられる。

③　確定拠出年金が成長促進剤になる

そして、前述のオーストラリアの例にみられるように、確定拠出年金の普及は投信の成長の大きな促進剤になるであろう。図表9を見てもG20諸国の中で、GDPに対する投信残高の比率がずば抜けて高いのはオーストラリアとアメリカであるが、両国とも確定拠出年金の普及度が極めて高い国である。

もともと投信は確定拠出年金と相性が良い。先ず投資家（勤労者）にとって、投信は年金資産の格好の運用対象である。何故なら、年金口座を通じて投信を毎月購入し退職時まで保有すれば、分散されたポートフォリオへの時間分散投資が出来る（定額投資による買付単価引下げ効果も期待できる）うえ、長期投資の果実を得ることができるからである。

また、業者側からみても、確定拠出年金市場は長期安定資金を継続的に導入するために最適の市場であることは言うまでもない。新興国のように金融資産の蓄積が進んでいない地域でも、確定拠出年金などを通じる「資産形成」ニーズは確実に拡大していくだろう。

各国で確定拠出年金制度がどのように導入され、普及していくかは投信の成長度に大きく影響する要因になると思われる。

（注）

(1)　オーストラリア政府が一〇年六月に発行した“Investment Management Industry in Australia”によると、スーパー・アニュエーションのデフォルトファンド（加入者が投資選択を行わなかった場合に投資されるファンド）について、〇八年六月末現在で株式のうち四四％が外国株、債券のうち四一％は外国債に投資されていた。

(2)　ICI（米国投信協会）発行“2012　Investment Company Fact Book”一二ページ

(3)　“The Development of the Collective Investment Schemes

Industry in Emerging Markets 2005 to 2007 Final Report”

(4) PricewaterhouseCoopers “Is there a silver lining? The Indian mutual fund industry”

(5) 日本証券経済研究所「図説アジアの証券市場二〇一〇年版」pp200における記述（野村総合研究所・神山哲也氏執筆部分）より。

(6) http://www.pwc.com/en_GX/gx/world-2050/pdf/world-in-2050-jan-2011.pdf

（すぎた　こうじ・当研究所専門調査員）