

新興国の投資信託市場

平成 22 年 5 月 18 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

新興国の投資信託市場

(要約)

IOSCO（証券監督者国際機構）が09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31カ国合計の投信残高は07年末現在1.94兆ドル（約200兆円）で、当時の日本の投信残高の2.7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3カ国で新興市場全体の7割を占めている。ただし「投信残高のGDP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10年間の成長を、数字の入手可能な12カ国合計で見ると、増加倍率は4.4倍に達しており、日本・米国（1.5倍程度）の3倍のスピードで成長している。国別では、中国の伸びが大きく（49.3倍）、そのほか残高の大きい国の中ではインド（9.6倍）、ブラジル（6.1倍）、南ア（5.6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100%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1人当たり10,000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。

新興国の投資信託市場

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

IOSCO（証券監督者国際機構）¹の新興市場委員会は、09年末に「新興市場における集団投資スキーム産業の発展—2005～2007—」と題するレポートの最終版を発表した。同委員会は06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31カ国の投信市場の現状をまとめてみた。なお、IOSCOレポートは07年現在のデータとなっているが、本稿において過去10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09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。

1. 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31カ国の投信残高、経済規模（GDP）との比較、1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）。

07年末の新興31カ国合計の投信残高は1.94兆ドル（約200兆円）で、当時の日本の投

1 IOSCOは世界109の国・地域（2008年11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新規策定等を行っている。（金融庁ホームページの解説より）

信残高 (0.71 兆ドル) の 2.7 倍に達していた (ただし米国の 12.02 兆ドルに比べると、その 6 分の 1 である)。

国別の残高を見ると、ブラジル (0.61 兆ドル)・中国 (0.45 兆ドル)・韓国 (0.31 兆ドル) が抜きん出ており、この 3 カ国で新興市場全体の 7 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(67.6%)・ブラジル (42.4%)・韓国 (32.8%) が高く、中国は 13.1%と 31 カ国加重平均の 18.7%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 (340 ドルで韓国 6,480 ドルの 19 分の 1)、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 (0.07 兆ドル) ほか、対 GDP 比 (11.8%)・1 人あたり保有額 (67 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 2007 年までの経過年数) をみると、南ア(43 年)・韓国 (39 年) の歴史が古く、一方、当然のことながら中国 (6 年)・東欧諸国 (3~17 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も見られる。

なお、日本の投信残高の対 GDP 比率 (16.3%) は、前掲の南ア・ブラジル・韓国より低いのみならず、新興 31 ヶ国の平均 (18.7%) 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。

〔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)

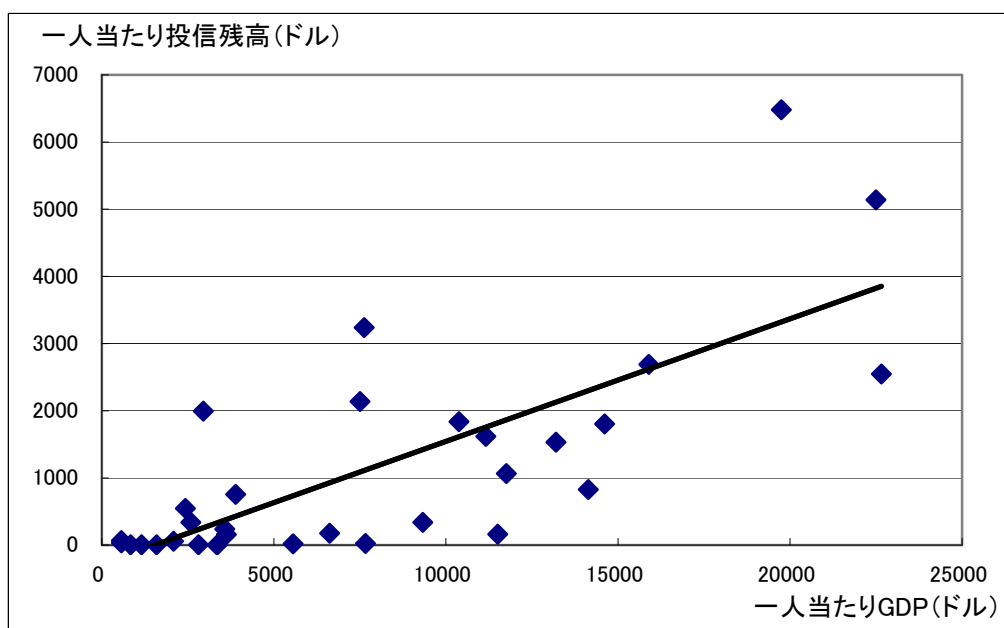
		投信残高(A) (十億ドル)	GDP(B) (十億ドル)	(A)/(B)	人口(C) (百万人)	一人当り GDP(ドル)	1人当り投 信保有額 (ドル)	投信法導 入以来の 経過年数
アジア・中東	※中国	448.79	3,416.07	13.1%	1,321.29	2,585	340	6
	※韓国	314.00	957.05	32.8%	48.46	19,749	6,480	39
	※インド	74.85	632.50	11.8%	1,122.00	564	67	16
	※台湾	61.85	365.50	16.9%	23.00	15,891	2,689	4
	マレーシア	52.98	186.11	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
12カ国小計		1,042.82	6,180.77	16.9%	2,884.20	2,143	362	15
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	4.10	45.99	8.9%	2.03	22,655	2,020	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
10カ国小計		124.28	1,735.41	7.2%	170.19	10,197	730	13
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
5カ国小計		657.71	2,040.21	32.2%	289.51	7,047	2,272	25
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
4カ国小計		115.14	418.45	27.5%	232.88	1,797	494	26
31カ国合計		1,939.95	10,374.84	18.7%	3,576.78	2,901	542	17
参考	※日本	714.00	4,380.39	16.3%	127.76	34,286	5,589	56
	※米国	12,020.90	14,077.65	85.4%	301.62	46,673	39,854	67

(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

次に、新興 31 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う関係がある（相関係数は 0.75 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。

〔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



〔出所〕筆者作成

2. 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31カ国合計で株式市場規模が債券市場の2.5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29カ国において「株式市場>債券市場」の関係にある）ことを指摘できる²。

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、31カ国合計では160%であり、日本（309%）・米国（345%）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が一千億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679%と突出して高く、台湾（263%）・イスラエル（250%）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（69%）・トルコ（77%）・アルゼンチン（78%）・チェコ（79%）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

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』2009年8月号）参照。

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 (25.7%)・韓国 (20.6%)³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できる。一方、中国 (7.4%)・インド (7.0%)などは低い、その1つの理由として、1.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、ここでも日本の値が低い (5.3%であり、新興国平均の11.7%の半分以下で中国・インドよりも低い)ことが目立つ。

〔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、%)

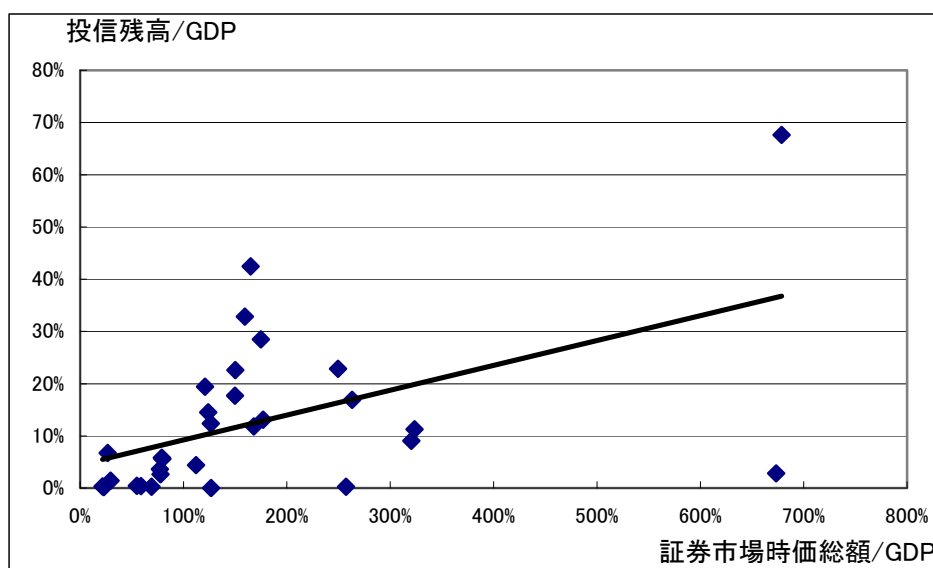
		株式市場時価総額(A)	債券市場時価総額(B)	証券市場時価総額(A+B)=C	投信残高(D)	D/C	(参考)証券市場時価総額のGDPに対する割合	(参考)投信残高のGDPに対する割合
アジア・中東	中国	4,478.55	1,574.70	6,053.25	448.79	7.4%	177.2%	13.1%
	韓国	1,051.80	474.60	1,526.40	314.00	20.6%	159.5%	32.8%
	インド	782.82	280.86	1,063.68	74.85	7.0%	168.2%	11.8%
	台湾	767.08	195.24	962.32	61.85	6.4%	263.3%	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%
	12カ国小計	8,006.49	2,823.64	10,830.13	1,042.82	9.6%	175.2%	16.9%
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%
	10カ国小計	1,126.62	438.92	1,565.54	125.35	8.0%	90.2%	7.2%
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%
	5カ国小計	1,769.04	1,264.97	3,034.01	657.71	21.7%	148.7%	32.2%
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%
	4カ国小計	1,025.53	167.44	1,192.97	115.14	9.7%	285.1%	27.5%
	31カ国合計	11,927.68	4,694.97	16,622.65	1,941.02	11.7%	160.2%	18.7%
参考	日本	4,330.92	9,217.00	13,547.92	714.00	5.3%	309.3%	16.3%
	米国	19,664.58	28,891.30	48,555.88	12,020.90	24.8%	344.9%	85.4%

〔出所〕IOSCOレポート等より筆者作成

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、07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8.2%、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7.7%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、②Cのうち債券市場時価総額についてIOSCO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。

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」）の関連を図示すると図表 4 のようになる。一応の相関は認められる（相関係数は 0.51 と計算される）が、図表 2 の経済発達度との関連（相関係数 0.75）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。

〔図表4〕証券市場の発達度と投信の発達度の関係



〔出所〕筆者作成

3. 過去 10 年間の成長率

前記 1. と 2. では 07 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、07 年末の残高が十億ドルを超えている 21 カ国について、左半分は ISOCO データにもとづき 99 年末→07 年末の 8 年間の伸びを掲げている（99 年末データは IOSCO の 06 年発表レポートによっており、データのある国は 18 カ国である）。そして、右半分には世界金融危機発生後の変化を比較するため、09 年のデータが入手可能な国際投資信託協会（IIFA）加盟 14 カ国について、07 年末と 09 年（9 月末）の残高比較を行った（07 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 3 点を指摘することができる。

① 先ず左半分の 99 年→07 年（8 年間）の状況を見ると、両時点のデータが存在する新興 18 カ国合計で残高は 0.43 兆ドルから 3.86 兆ドルへ 9.1 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（1.4 倍・1.8 倍）の 5 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（72倍）、ポーランド（89倍）等は別格として、07年末の残高が100億ドル（約1兆円）を超えている他の国の中で、タイ（14倍）、トルコ（11倍）、ハンガリー（20倍）が10倍を超える伸びを示していた。

② 次に07年→09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、14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3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（2000年～2009年）10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12カ国合計の増加倍率は4.4倍であり（年平均16%複利で成長している）、増加倍率は日本（1.3倍）、米国（1.5倍）の3倍である。

国別では、やはり中国の伸びが大きく（49.3倍）、そのほか残高の大きい国の中ではインド（9.6倍）、ブラジル（6.1倍）、南ア（5.6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1960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。

【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	31.6
	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、各比較時点で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。

4. 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、先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ない固定資本型ファンド）の内訳を集計している。

07 年末の残高が十億ドルを超えている 21 カ国の状況は図表 6 のとおりであり、合計残高のうち 94%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くらべてオープンエンドファンドの数が少ない（したがって1ファンド当り規模が大きく、事業者の収益性が高いと思われる）のは中国であり、1ファンドの規模は13.3億ドル（当時の為替レートで1,500億円）と日本の6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。

【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
	小計	935,962	106,639	1,042,600	89.8%	9,931	94
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
	小計	58,360	3,085	61,445	95.0%	2,192	27
米州	ブラジル	612,975	0	612,975	100.0%	3,100	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
	小計	651,141	6,297	657,437	99.0%	3,872	168
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
	小計	114,721	0	114,721	100.0%	1,126	102
合計		1,760,184	116,020	1,876,204	93.8%	17,121	103
参考	日本(注)	705,097	32,646	737,743	95.6%	2,997	235
	米国	12,039,357	314,935	12,354,292	97.5%	8,024	1,500

(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レポートより作成

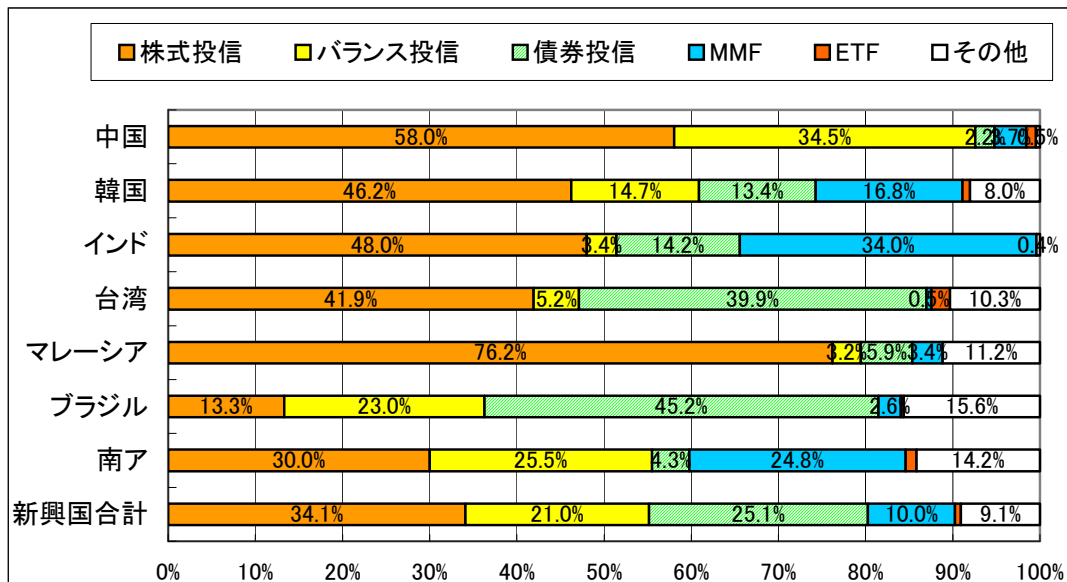
次に、主要国について株式・債券など投資対象別に商品構成を見ると図表7のとおりである。掲載した7カ国合計で株式投信34.1%・バランス投信21.0%（日本流にバランス型を株式投信に含めて考えると株式投信55.1%）、債券投信25.1%、MMF・その他が19.8%となっている。

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92.5%）、マレーシア（同じく79.4%）・韓国（同じく60.9%）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高く、一方、インドは他の国にくらべ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03年現在で行った調査では、新興国全体で株式投信が17%、債券投信が71%、その他が11%となっていた。03年から07年にかけて、株価上昇の影響もあって新興国全体として株式投

信の比重が高まる傾向にあったことが推定される。

〔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。

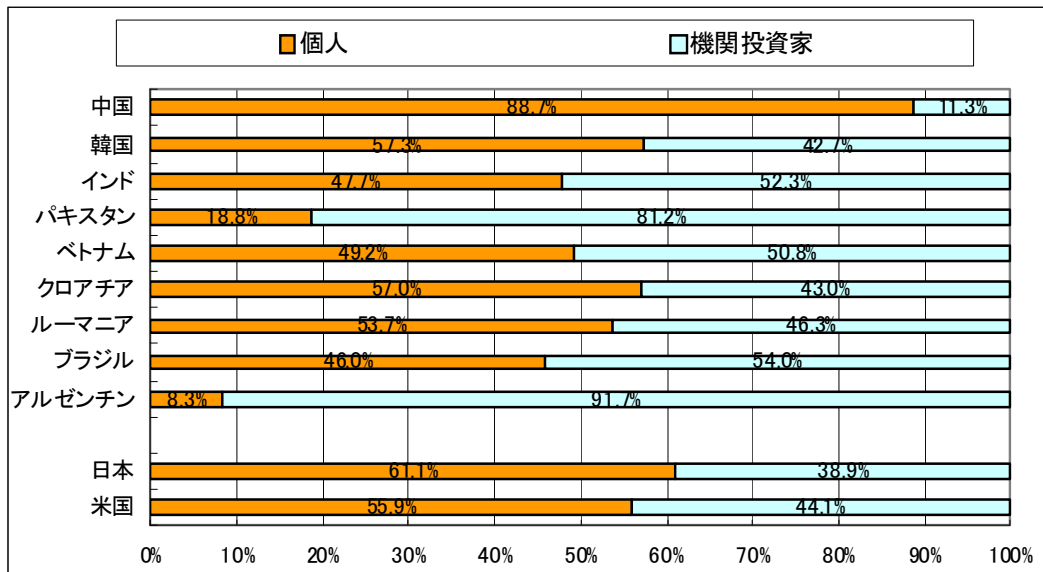
〔出所〕IOSCOレポートより作成

5. 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 89% が個人によって保有されている。次いで韓国の個人保有比率が高く (57%)、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 92%、81% 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。

〔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、日米は資金循環統計より作成。

6. 販売チャネル

07年末の残高が十億ドルを超えている21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。販売機関別にみると、21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(18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6割にあたる13カ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3割にあたる6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。

〔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	○	○	○			
合計		21	18	13	6	13	10
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。

7. 運用会社数、その資本系列、上位集中度などの状況

次に 07 年末の残高が十億ドルを超えている 21 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 1 社当たり運用資産額は 21 カ国加重平均で 23 億ドルと計算され、日本の 92 億ドル、米国の 176 億ドルに比べ小さい）ことを指摘できる。1 社当たり運用資産額を国別に見ると、中国（76 億ドル）・韓国（62 億ドル）・ブラジル（65 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（67%）・トルコ（63%）などの欧州、およびインド（50%）・中国（49%）・台湾（49%）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（19%）・南ア（0%）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がら高く（31～63%）、アジアはインド・タイを除いて低い（5～28%）。

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5社の全体に占めるシェアはデータのある18カ国平均で61%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5社シェアが32%に止まっており、分散度が高い（競争が激しい）と言えよう。なお、紙幅の都合により図表10には掲載しなかったが、上位10社シェアでみても中国は50%弱であり、18カ国平均の81%を大きく下回っている。

【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%
小計または平均		258	28	61	347	3,004	22%	25%	57.3%
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
小計または平均		122	80	0	202	615	39%	46%	75.9%
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%
小計または平均		199	18	0	217	3,029	6%	44%	54.1%
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%
小計または平均		72	0	0	72	1,593	0%	52%	62.2%
合計または総平均		651	126	61	838	2,313	22%	38%	60.5%
(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)IOSCOL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。

8. 外国運用会社の進出に対する制限

07 年末の残高が十億ドルを超えている 21 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 19 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、19 カ国中 10 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の国で可能であり、出資比率についても中国以外の 18 カ国では外資が 50%超を保有することも可能となっている。

〔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	合弁会社	合弁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

9. 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ートをまとめると図表 12 のとおりである。ここには、07 年末の残高が十億ドルを超えている 21 カ国のうち、何らかのデータが得られた 18 カ国の状況を掲げている。

18 か国中、販売手数料について法的制限のある国は 7 カ国、運用・保管報酬について法的制限のある国も 7 カ国で、約 4 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 5%以内（中国は 1%台、インドは 3%以下）、運用報酬は 1%台が多く、日本などと比べて大差はないように思われる。

【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(〇%)」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%		0-1.6%
	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。

10. 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 13 年（1997 年にクローズドエンド型ファンドが設立されて以来 2009 年までの年数⁴）と短い、この短期間に急成長を遂げ、2009 年 9 月末の残高は 3,000 億ドル強（約 30 兆円）と、58 年の歴史を持つ日本の約半分の規模に達している。

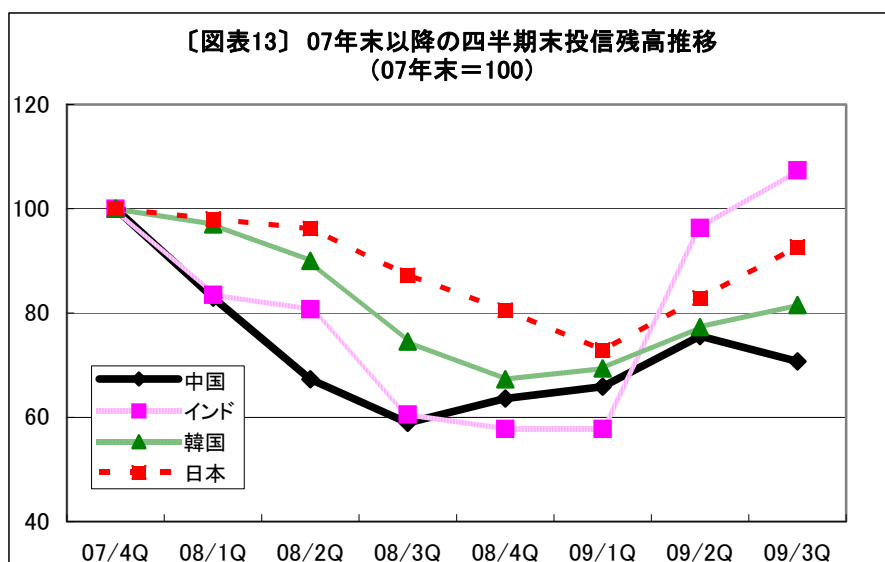
しかし前述のとおり、対 GDP 比あるいは一人当たり保有額から見ると普及度は未だ低く、

⁴ 図表 1 の IOSCO 資料では、投信法導入以来の経過年数が 2007 年現在で 6 年となっているが、これは 2001 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。

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、「2010年4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になる方向」であり⁵、運用の選択肢は広がろう。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＝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 07 年にスタートしている⁶）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、07 年以降 09 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）。



【出所】国際投資信託協会データより筆者作成

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⁷。

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（1社当たり運用額が大きい）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 49%以下の出資比率で参画することになる。

⁵ ロイター通信 09 年 4 月 16 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」09 年 2 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—10 年余で急成長」（日本証券経済研究所「証券レビュー」09 年 7 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」。

②韓国

1969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31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07年現在で31カ国中最大の6,480ドルに達しており、同時点の日本の5,589ドルをも上回っていた。投信保有者の約6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（09年9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8.6%、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8.8%となっており、日本のそれぞれ2.8%・1.2%の3倍・7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10年間の残高成長倍率は1.5倍で、図表5に掲載した新興12カ国の中では最低である（日本の1.3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、09年9月末現在（私募投信をふくむ）では、株式投信42%・債券投信18%・MMF23%・その他（デリバティブ活用型、非証券ファンドなど）17%となっている。ファンド数が極端に多いが、投信会社数は07年末現在51社で、残高との相対比較の面では多くなく、1社当たり運用額は60億ドル程度と日本の6割程度に達していた⁸。

販売チャネルは多様化しており、09年9月末現在のチャネル別販売残高は、証券会社52%、銀行38%、保険会社4%、その他（直販等）6%となっており⁹、日本（証券会社57%、銀行・保険会社など登録金融機関42%、直販1%）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、100%出資で現地に会社設立可能で、09年9月末現在、合弁会社を含め外資系投信会社は23社に増加している。

③インド

インドでは1963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1993年であり、実質的な歴史は新しい。

図表1に示したように、07年末投信残高の対GDP比は12%・一人当たり投信保有額は67ドルと、新興31カ国平均の19%・543ドルを下回っているだけでなく、中国の13%・340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07年末現在では株式投信（48%）およびMMF（34%）の比重が高かった（債券投信は14%であった）。しかし直近09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

⁸ ただし、Korea Financial Investment Association 発行“2009 Capital Market in Korea”によれば、09年9月末には投信会社数は69社に増加している。

⁹ 前掲“2009 Capital Market in Korea”による。

28%、債券投信 55%、MMF13%、その他 4%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 07 年末現在では個人 48%・法人 52%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 2010 年版」（以下「図説」）¹⁰によれば 08 年 3 月末現在で、個人 37%、非在住インド人 5%、海外機関投資家 2%、法人・機関投資家・その他で 57%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「06 年 6 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 40%を占め、銀行 30%、IFA（独立フィナンシャル・アドバイザー）が 21%、直販 9%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、100%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、50%未満で 50 万米ドル、50%以上 75%未満で 500 万米ドル、75%以上で 5,000 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 GDP と密接な関係にあり、今後も経済成長と共に投信ビジネスは大きな発展を遂げていくであろう。

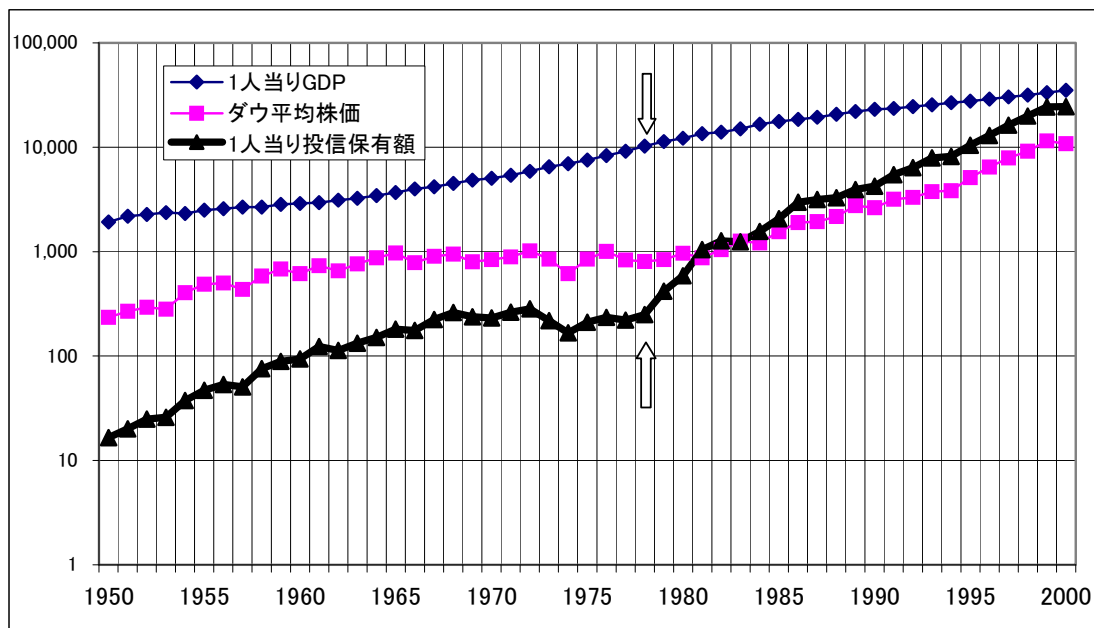
ところで、経済成長と投信残高の関係について、「一人当たり GDP が X ドルを超えると投信残高が飛躍的に増大する」といった臨界点のような GDP 水準は存在するのであるだろうか。

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 2 次大戦終了後間もない 1950 年から 2000 年に至る 50 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。

1950 年における米国の名目 GDP は 2,937 億ドル（一人当たり 1,923 ドル）、ダウ平均株価は 235 ドル、そして投信残高は 25 億ドル（一人当たり 17 ドル）であった。それが 2000 年には、GDP が 9 兆 9,515 億ドル（一人当たり 35,094 ドル）、ダウ平均株価は 10,788 ドル、投信残高は 6 兆 9,646 億ドル（一人当たり 24,561 ドル）となった。この間に一人当たり GDP は 18 倍、株価は 46 倍、一人当たり投信残高は 1,444 倍に成長したことになる。

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。

〔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

さて、図表 14 の動きを大雑把に見ると、一人当たり GDP が 10,000 ドルを超えた 1978 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「GDP10,000 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 1978 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 1970 年代の停滞期と比べてのことであり、それ以前の 1968 年に至る時期（一人当たり GDP が 5,000 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 1958 年～68 年 (A) が 18%、1969 年～78 年 (B) が 0%、1979 年～2000 年 (C) が 21%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 2,665 ドル、(B) が 4,875 ドル、(C) が 10,259 ドルであった。

一方、各期間の株価動向を振り返ると、(A) (1958 年～68 年) の時期は「黄金の 60 年代」と呼ばれた株価上昇期、(B) (1969 年～78 年) は 1970 年代の長期株価低迷期、そして (C) (1979 年～2000 年) は 1982 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、1 人当たり GDP が 10,000 ドルを突破した 1978 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 1978 年にスタートしたこと、②投信の商品バラ

エティが 1970 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応えられる品揃えが整ったこと、③1980 年代に銀行が投信販売に進出するなど投信販売チャンネルが大幅に拡充したこと、④1980 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 1980 年代以降に大発展を遂げたと考えられる。

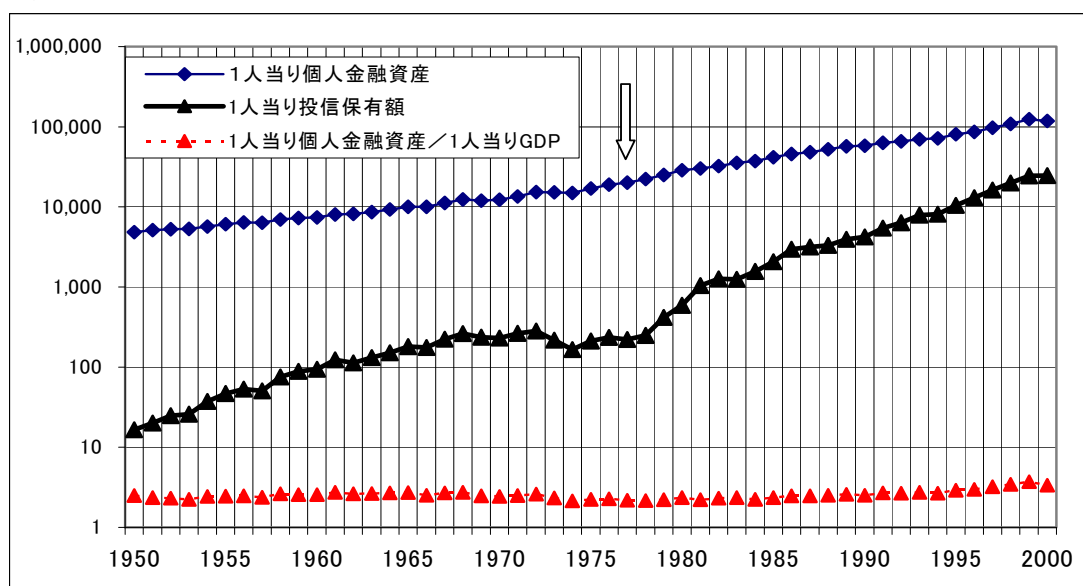
以上に述べた株価の動き、投信および年金制度の変化を考慮すると、一人当たり GDP が 10,000 ドルに達したことが米国投信急成長の発火点となったとは判断できない。

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 1977 年に 20,000 ドルを超えており、前述の一人当たり GDP10,000 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「一人当たり 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 1950 年時点で既に 2 倍を超えていて、1997 年に 3 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 2.5 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。

【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

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1人当たり水準が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3要素ともいえるべき商品・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。