

## インド投資信託業界の現状と今後について

### 目次

- I. はじめに
- II. 市場成長見通し
- III. 運用商品について
- IV. 業界動向について
- V. おわりに

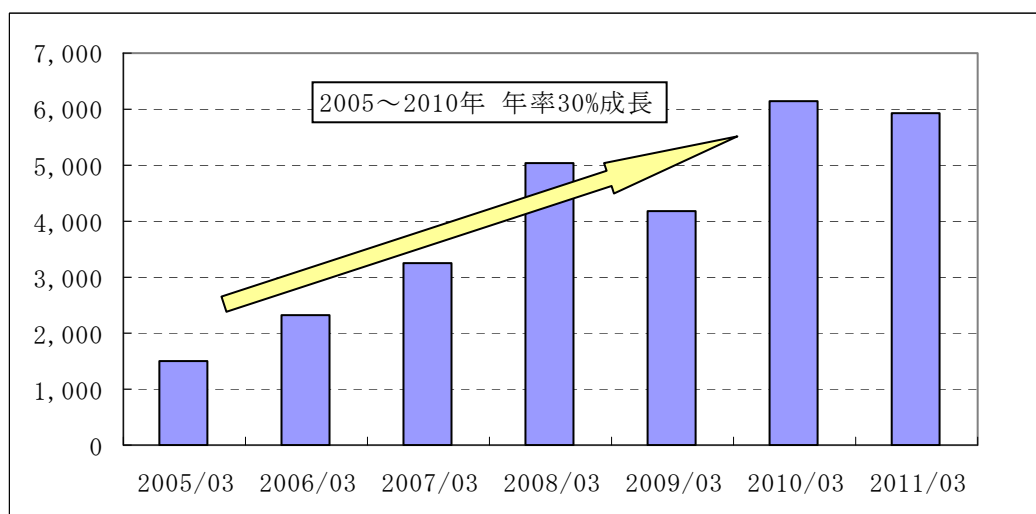
海外アセットマネジメント事業部 企画第2グループ 村松 健二郎

### I. はじめに

#### 1. インド投資信託業界概況

インドにおける投資信託 AUM (Asset Under Management = 運用資産残高) は 2011 年 3 月末時点で約 6 兆ルピー (約 11 兆円) に達している (図表 1)。これは 2005 年 3 月末時点での約 1.5 兆ルピー (約 2.8 兆円) の 4 倍の水準であり、インド経済全体の成長と同様に、近年大きな成長を遂げている。

図表 1 : インド投信 AUM 残高推移



【単位：10 億ルピー】

出所：AMFI 公表データより三菱 UFJ 信託銀行作成

足元では 2005 年～2010 年の年率 30%強という急激な AUM 成長の後で一旦踊り場にあるとみられるものの、インド経済の発展の継続と個人投資家の裾野の広がり等の要因により、今後も高い成長が見込まれている。

## 2. 本稿の概要

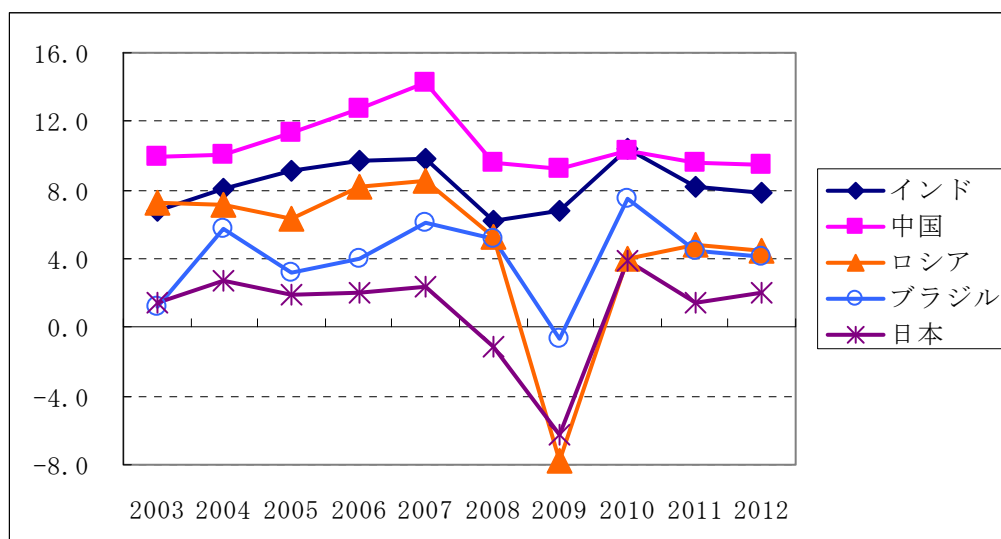
台頭する新興国(ブラジル・ロシア・インド・中国)が「BRICs」という表現で注目を集めてから約 10 年が経過しており、インドにおいては既に製造業やソフトウェア産業では十分に存在感を発揮しているほか、金融・資本市場も発展が著しい。本稿では、その中で同国の投資信託業界に焦点をあて、現状と今後の可能性を、市場成長見通し・運用商品・業界動向を通して確認していきたい。

## Ⅱ. 市場成長見通し

### 1. 成長を続けるインド経済

インドの実質 GDP 成長率は、2008 年のリーマン・ショックによって一時的に成長スピードを鈍化させたものの、2010 年に 10.4%の 2 桁成長を達成した(図表 2)。今後も BRICs 4 国内では中国に次ぐ、年率 8%前後の高い成長率を維持するものと予想されている。

図表 2 : BRICs 諸国と日本の実質 GDP 成長率推移



【単位：パーセント】

出所：IMF「World Economic Outlook 2011/4」より三菱UFJ信託銀行作成

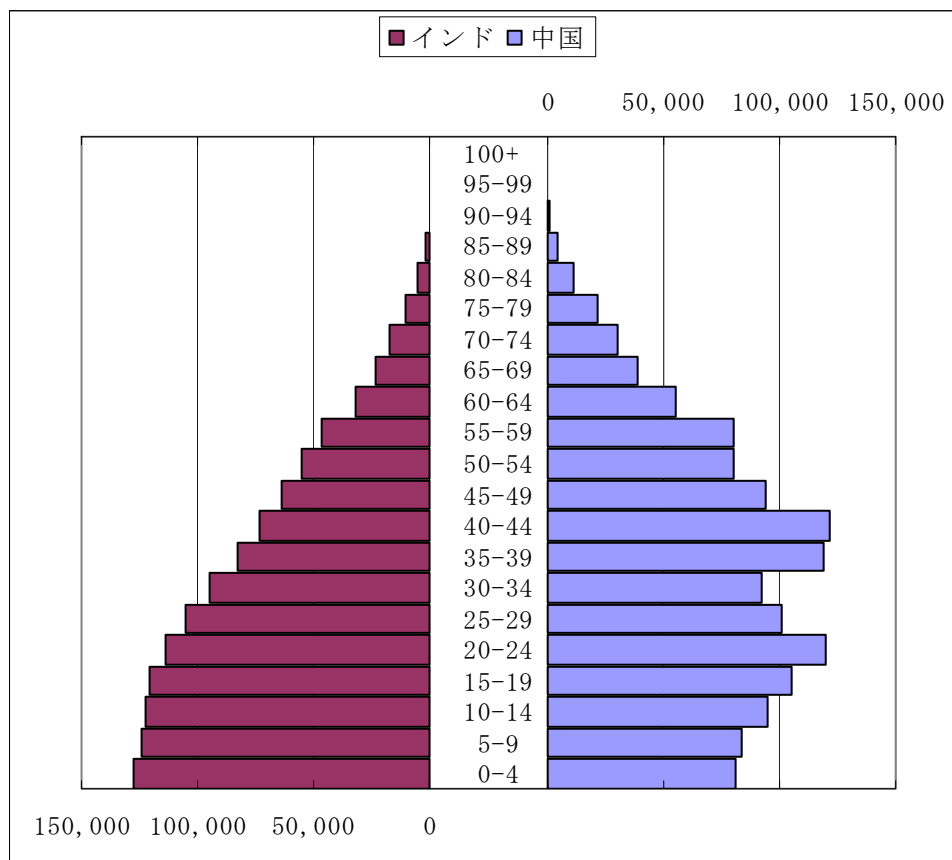
(2011, 2012年データはIMF予測値)

中国と比較すると、足元の実績・予想 GDP 成長率では中国が上回るものの、一人っ子政

策の影響から今後急速な高齢化が予想される中国に対して、若年層が厚く人口動態が良好なインドが、中長期的な成長ポテンシャルでは上回る可能性が高いと考えられる(図表3)。

人口総数は、2030年ごろには中国を抜いてインドが第1位となる見込みであり、人口の増加に伴い経済規模は今後も安定的に拡大していくものと予測されている(国連「World Population Prospects」)。

図表3：中国に比べ若年層が厚く、良好な人口動態



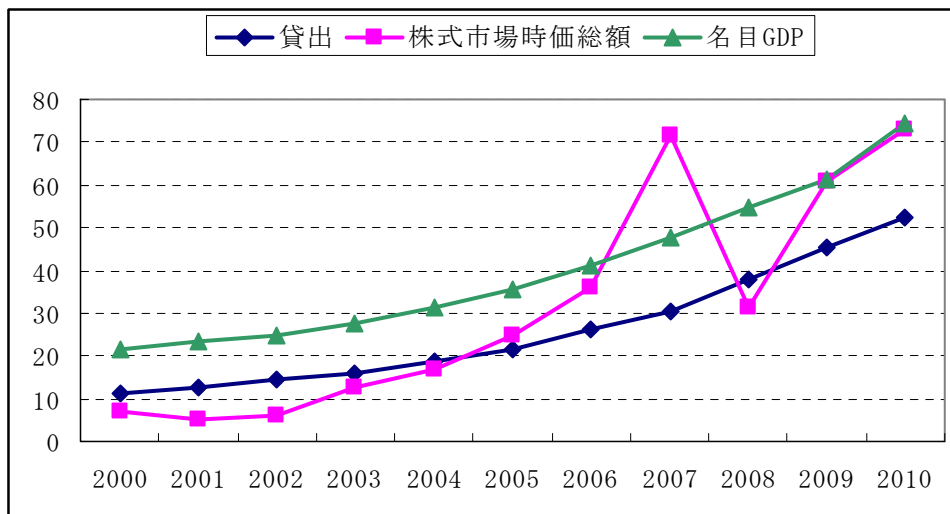
【単位：千人】

出所：国連「World Population Prospects: The 2010 Revision」より三菱UFJ信託銀行作成

## 2. 金融・資本市場の拡大

高成長を続けているインドでは、企業の資金需要が旺盛であり、国内金融・資本市場も大きく成長している。銀行貸出残高と、インドの代表的株式市場であるボンベイ証券取引所の上場株式時価総額の推移をみると、GDPの高成長にあわせ直近5年間では2倍以上に成長しており、直接金融・間接金融とも急速に市場規模を拡大していることが確認できる(図表4)。

図表4：銀行貸出残高・ボンベイ証券取引所株式時価総額・名目GDPの推移



【単位：兆ルピー】

出所：Bloomberg, IMF データより三菱UFJ信託銀行作成

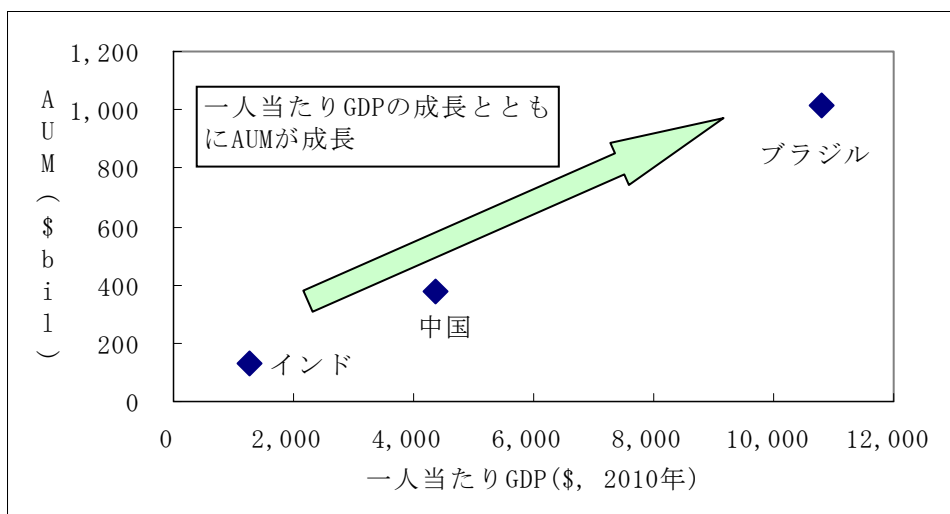
### 3. 投信業界の成長ポテンシャルについて

インド全体の経済発展を受けて、インド投信業界は「金融資産のパイの拡大」・「金融資産内投信シェアの拡大」の2点で成長すると考えられる。

#### (1) 国全体の経済成長による金融資産の拡大

前節までで見たとおり、インドは今後も高い経済成長を継続する見通しであり、この経済成長を通じて所得水準が向上し、国内金融資産の増大に伴って、投資信託AUMも増大していくことが予想される。インドに先行して経済発展を遂げているブラジル・中国との比較からは、「一人当たりGDPの成長」と「市場AUMの拡大」の関係を見てとることができ、インドについても同様にGDP成長に合わせた投信市場拡大が予想される(図表5)。

図表5：一人当たりGDPと投信市場AUMの関係

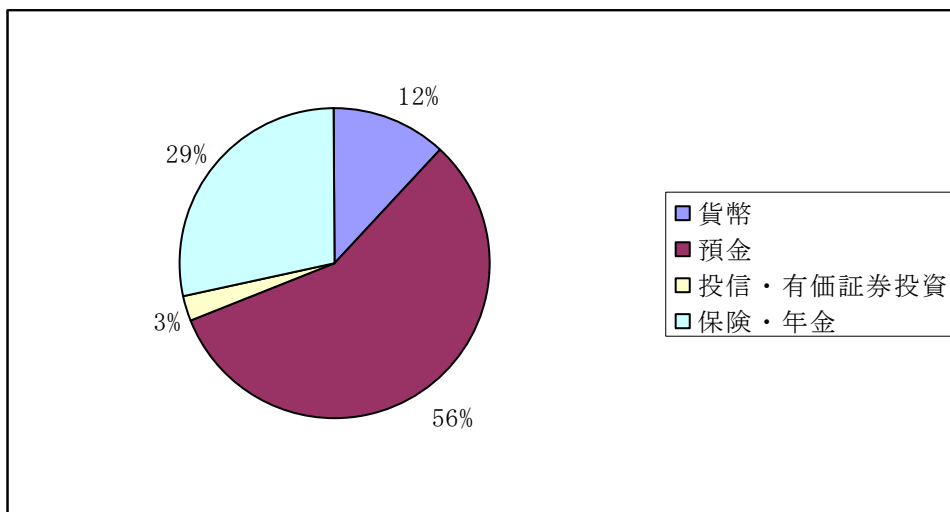


出所：IMF, AMFI, ANBID その他資料より三菱UFJ信託銀行作成

## (2) 市場整備、投資家教育による家計貯蓄の銀行預金から投信へのシフト

現在のインド家計貯蓄は大半が銀行預金であり、投信・有価証券投資比率はわずか3%である(図表6)。

図表6：インド家計金融資産の構成比率(2009年)



出所：Reserve Bank Of India 「Annual Report」より三菱UFJ信託銀行作成

投信・有価証券投資比率が低い理由としては、個人投資家の投資信託商品への知識不足のほか、購入インフラの未整備があげられる。例えば、日本では投資信託商品の売買はインターネットを通じ自宅からでも手続きが可能であるが、インドでは販売業者に赴いて手続きするケースがほとんどである。販売業者の店舗は大都市に集中しているため、インドにおける投資信託購入者は大半が大都市居住者であり、投資信託の地方都市への浸透度は低い。

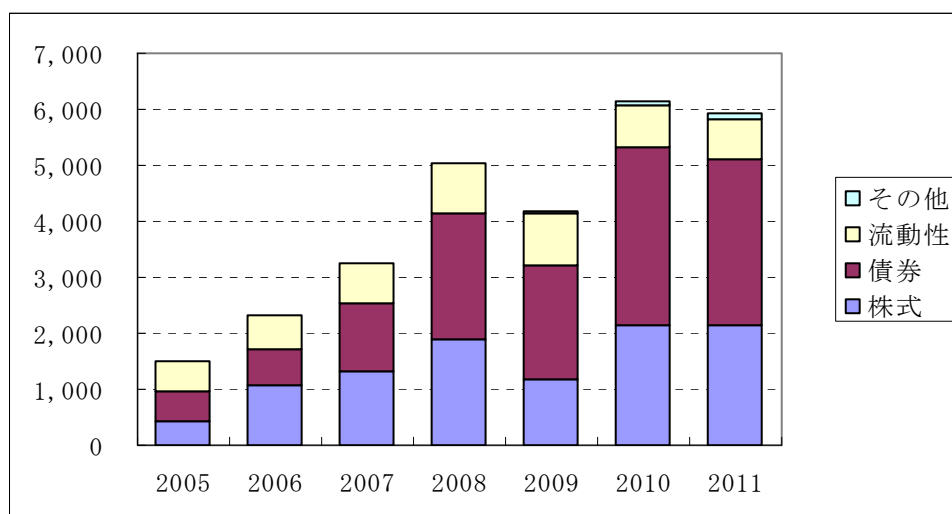
今後は、金融知識を持った若年層が家計資産保有の主役となり、所得水準が向上するにつれて、金融資産リスク許容度が高まり、預金から投資信託へのシフトが起こるとみられている。また、販売業者は地方都市への拠点進出を開始しており、投資家層の地方居住者への広がりが見込まれる。こうしたことから、投資信託は大きな成長ポテンシャルがあると考えられる。

### Ⅲ. 運用商品について

#### 1. 商品別AUM内訳

2011年3月末現在のインド投資信託の商品別AUMは、約50%が債券ファンド、約35%が株式ファンド、残りが「Liquid」と呼ばれる短期流動性ファンドである(図表7)。

図表7：インド投信の商品別AUM推移(3月末)



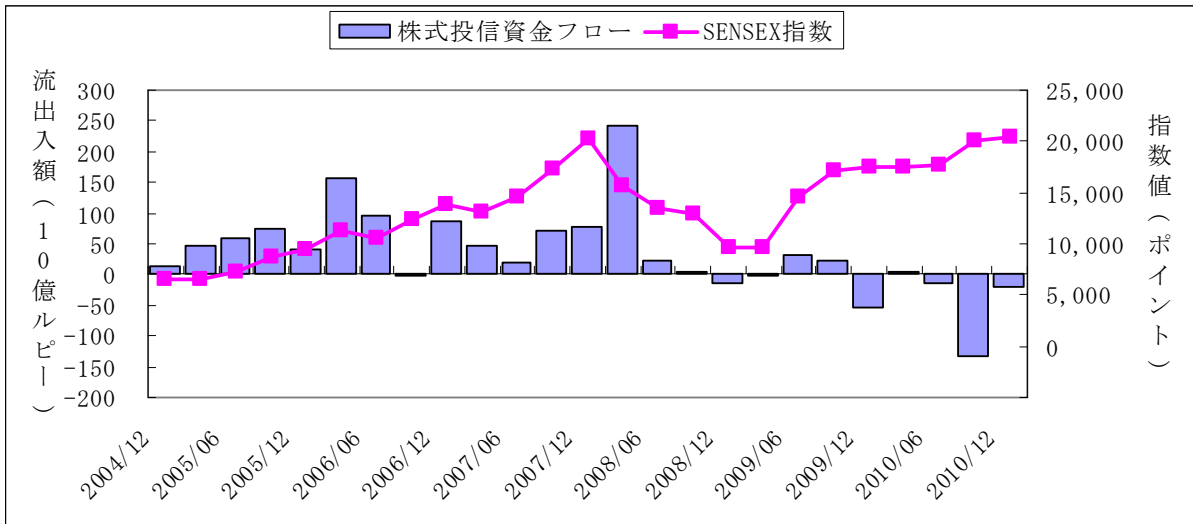
【単位：10億ルーピー】

出所：AMFI公表データより三菱UFJ信託銀行作成

近年のAUM増加の主因は株式・債券ファンドへの資金流入である。2005年～2008年は株式市場の好調を受けた株式ファンドへの流入が顕著であった(図表8-1)。一方2008年後半からは政策金利引下げによる銀行預金金利の低下に伴い、相対的魅力度を増した債券ファンドへの流入がAUM増加を主導した(図表8-2)。

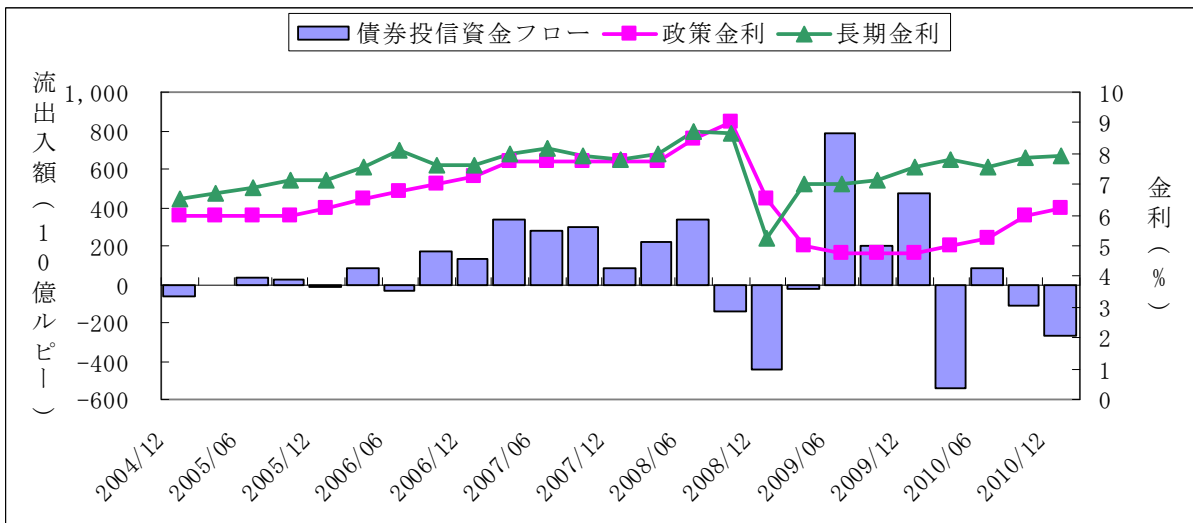
ただし、足元では政策金利の引き上げ観測から、株式ファンドでの利食い、債券ファンドから銀行預金への乗り換えが起こっており、資金フローはともに流出超となっている。

図表 8-1 : インド株式投信資金フローと SENSEX 指数推移



出所：AMFI 公表データ, Bloomberg データより三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 8-2 : インド債券投信資金フローと政策金利・長期金利推移



出所：AMFI 公表データ, Bloomberg データより三菱 UFJ 信託銀行作成

政策金利はレポレート、長期金利はインド国債(10年物)を用いた

これら株式・債券ファンドの投資対象はインド国内資産中心であり、海外資産への投資はまだ一般的ではない。国内・海外別の投資信託残高データは公表されていないが、インドの投信評価会社 Value Research 社のウェブサイトに登録されている投信ファンドのうち、「インド株式」に分類されるファンドは計 428 本存在するのに対し、「グローバル株式」ファンドは 25 本、AUM 比率もごく僅かである(図表 9)。

図表9：インド投信商品の商品別 AUM 比率・ファンド数

分類	AUM比率	ファンド数
インド株式	32.1%	428
グローバル株式	0.5%	25
ETF	0.5%	10
オルタナティブ	8.7%	177
バランス	0.4%	14
中長期債	15.6%	724
短期債	26.6%	198
流動性	15.7%	116
合計	100.0%	1692

出所：Value Research 社ウェブサイトより三菱UFJ信託銀行作成

注：商品分類はValue Research社によるカテゴリ分類に従った

このように資産配分が自国資産に偏る、いわゆる「ホームカンントリーバイアス」は、新興国では国際金融取引に対する規制、海外証券に対する情報アクセスの問題、さらには投資家の知識水準などによって生じるとされているが、加えてインドでは近年の高成長を背景として国内企業の資金需要が旺盛であり、株式・債券ともに高パフォーマンスが見込まれ、海外資産に資金を振り向ける理由が無いことによって起こっているものと考えられる。

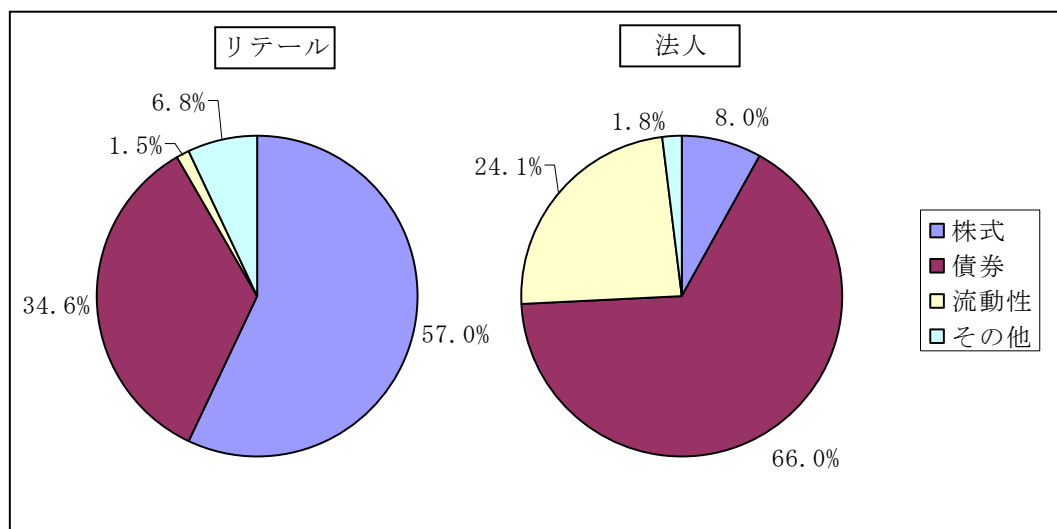
しかし、直近ではインド株式市場が軟調に推移しており、今後は投資家の分散投資への関心が高まることで、海外投資商品へのニーズも徐々に拡大していくものと予想される。

また、保有者別投資商品内訳では、リテール投資家は株式ファンドへの投資に大きく偏っており、法人投資家は債券・流動性ファンドが中心となっている(図表10)。これは、リテール投資家が自国経済成長の恩恵を享受すべく株式ファンドを選好しているのに対して、法人投資家は企業の投信保有への優遇税制を背景に、余剰資金を債券・流動性ファンドで保有していることに起因すると考えられる。

投資家別シェアではリテールと法人の比率がほぼ50%ずつで拮抗しているが、近年ではリテール投資家の伸び率が法人投資家の伸び率を上回っている。



図表 10：リテール・法人投資家の投資商品内訳(2011年3月)



出所：AMFI 公表データより三菱UFJ信託銀行作成

## 2. 新商品展開

上述のとおり、現在の投資対象は大半がインド国内株式・債券であるが、今後は運用対象を海外資産へ拡大していくものと思われる。分散投資ニーズの広がりを見せる例として、既に中国・スリランカ・ラテンアメリカを投資対象とする株式ファンドが立ち上がっており、不動産ファンド、インデックスETF、金ETFをはじめとするコモディティ投資商品や、ヘッジファンドなどのオルタナティブ投資商品についても販売がスタートしていることなどが挙げられる。

また、「Systematic Invest Plan(SIP)」と呼ばれる定期積立型商品や、「Fixed Maturity Plan(FMP)」と呼ばれる保険対抗の満期固定型商品、元本確保型商品なども販売されており、今後も様々な新商品が開発・導入されていくものと予想される。

## IV. 業界動向について

インド投信業界の歴史は1964年に国営の「Unit Trust Of India(UTI)」が設立されたことから始まる。しばらくUTI一社体制が続いたのち、1987年に公営企業の参入解禁、1993年に民間企業の参入が解禁された。民間企業参入解禁前の投信会社数は5社であり、現在参入済みの41社の大半はここ20年で新規参入した企業である。

2011年3月末現在、インド規制当局SEBI(Securities and Exchange Board of India)が承認済みで実際に業務を開始している投信会社のうち上位10社を図表11に示した。

図表 11：インド投信会社上位 10 社

No.	会社名称	2011Q4 Average AUM (百万ルピー)	AUM シェア
1	Reliance Mutual Fund	1,015,766	14.5%
2	HDFC Mutual Fund	862,822	12.3%
3	ICICI Prudential Mutual Fund	734,661	10.5%
4	UTI Mutual Fund	671,888	9.6%
5	Birla Sun Life Mutual Fund	636,962	9.1%
6	SBI Mutual Fund	416,718	5.9%
7	Franklin Templeton Mutual Fund	378,827	5.4%
8	Kotak Mahindra Mutual Fund	322,025	4.6%
9	DSP BlackRock Mutual Fund	306,007	4.4%
10	Tata Mutual Fund	226,811	3.2%
		上位10社シェア合計	79.5%

出所：AMFI 公表データより三菱 UFJ 信託銀行作成

### 1. 寡占化

AUM シェアは上位 10 社で約 80%を占めており、寡占化傾向にある。これは、インドでは投資家の選好が「ブランド力(認知度)」「販売網」を重視するため、一度投資家に浸透した投信会社が有利であることによると考えられる。上位 10 社はいずれも業務開始後 10 年超の投信会社であり、投資家の間で十分認知されている。

一方、投信会社が利益を出すためには、一定規模以上の AUM が必要であるが、AUM が上位企業に集中しているため、2010 年 3 月期決算(一部 6 月・9 月決算含む)では、決算情報が公表されている 38 社中 17 社が赤字となっている。投資家向けの多額のプロモーションコストが先行することから、新規参入後、数年間は赤字が必至の業界構造となっている。

### 2. 新規参入動向

インド投信業界への参入は SEBI への認可(投信会社設立認可→投信設定認可の 2 段階)が必要となり、現在、参入申請中企業は設立認可申請中が 6 社、投信設定認可申請中が 13 社となっている。

将来の成長を見越した新規参入が国内系企業・外資系企業問わず盛んであるが、現状は前述のとおり寡占化傾向にあり、ブランド力や販売網が獲得できなかった企業については、今後、合併・買収や淘汰が進む可能性がある。外資系企業の参入については、銀行や保険等の金融他業態と違って参入規制は存在しないが、ブランド力・販売網を獲得するため、単独参入よりも国内系企業との合併企業を設立しての参入形態が多いことが特徴である。

### 3. 規制動向

インドの規制当局 SEBI は「投資家保護」「透明性の向上」を掲げ、相次いで規制改革を

実施している。

本節では近年実施された改革のうち「No-Entry Load 規制」の概要と今後の動向を取り上げる。

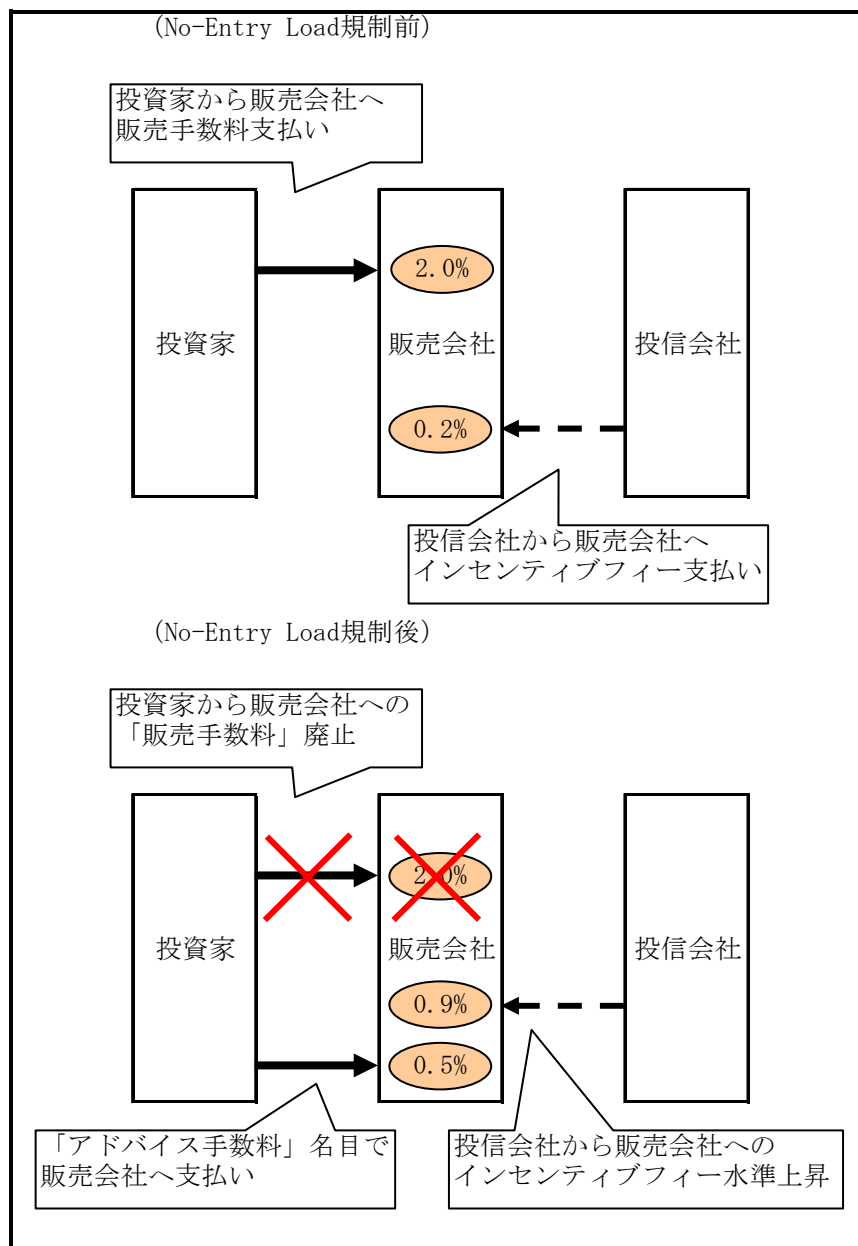
## (1) No-Entry Load(販売手数料)規制

2009年6月規制発表、同年8月施行。それまで投資家は投信購入時に販売業者に対して1.5～2.5%程度のアップフロントフィーを支払っていたが、SEBIはこの販売手数料の存在が販売業者による回転売買推奨の動機付けとなっていると見て、投資家保護の観点からこれを禁止した(図表12)。

しかし、図表にあるとおり、この規制は投信会社から販売会社へのインセンティブ支払いを増加させ、投信会社収益を悪化させるとともに、既存AM会社への寡占化傾向へ拍車をかける結果となった。

また、販売業者は投資家からの販売手数料徴収を禁止されたものの、現在も「アドバイス手数料」などの名目で実質的な販売手数料を徴収しており、不完全な規制となっているとの指摘もある。

図表 12 : No-Entry Load 規制前後での投信新規販売時手数料の流れ



出所：SEBI 規制、関係者ヒアリング等より三菱UFJ信託銀行作成  
(手数料・インセンティブ水準は会社、商品ごとに異なる)

(2) 今後の規制動向

SEBI は既に投信会社に対して、詳細なディスクロージャーのほか、手数料水準や勧誘文書の規定、投資評価方法、広告規制など多項目にわたる規制を行っているが、「投資家保護」「透明性向上」のための新規制導入には積極的であり、今後も新たな規制が導入される可能性が高い。前述の No-Entry Load 規制は、規制内容の発表後約1ヶ月で施行され、業界に混乱を招いたが、SEBI にとっては業界改善の第一歩という位置付けであり、今後さらなる規制強化の可能性はある。

投信会社にとっては、SEBI による新規制導入は新たな負担を増やす可能性が高いため、規制動向が投信業界全体を左右する不安定要因となりうる。

## **V. おわりに**

インド投信業界は急速な成長過程にあるが、いまだ黎明期にある。経済規模との対比でいえば、インドの GDP は日本の約 30%弱の水準(2010 年)に達しているが、投信 AUM は日本の 15%程度に過ぎず、投信の普及はまだ十分でない。だが、前節までで見たように、個人による預金からのシフト、地方都市居住者への拡大、運用商品の多様化など、さらなる AUM 増大の素地も整いつつある状況である。

一方で、足元では株式市場の軟調や預金・保険商品との競合により、中堅以下の投信会社の大半は十分な AUM が確保できず、また、SEBI による各種手数料規制等に伴うコスト負担により、利益をあげられないでいる。

インド投信業界の中長期的な観点での成長ポテンシャルは誰しもが認めるところではあるが、その成長を実現するには、国全体の経済成長以外にも、貧富の差の改善や投資家教育のほか、インド独自の制度・慣習など、克服すべき点が数多くあるといわれている。目まぐるしく変動するインド投信業界情勢を今後も注視していきたい。

(2011 年 6 月 21 日 記)

## 【参考文献】

- ・ ANBID(Associação Nacional dos Bancos de Investimento)ウェブサイト  
<http://www.anbid.com>
- ・ Association of Mutual Fund of India(AMFI)ウェブサイト  
<http://www.amfiindia.com>
- ・ IMF ウェブサイト  
<http://www.imf.org>
- ・ Reserve Bank Of India ウェブサイト  
<http://www.rbi.org.in>
- ・ Securities and Exchange Board of India(SEBI)ウェブサイト  
<http://www.sebi.gov.in>
- ・ 国連 United Nations Population Division ウェブサイト  
<http://www.un.org/esa/population/unpop.htm>
- ・ Value Research 社ウェブサイト  
<http://valueresearchonline.com>

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）