

第11章 投資ファンド

1. 欧州投資ファンド市場の概観 欧州29カ国のオープンエンドファンドは機関投資家向けも含めると2018年末現在で14兆4千億ユーロに達し、過去10年間で2.44倍になった。国別ではオランダ（4.53倍）、スイス（4.26倍）、ノルウェー（4.08倍）の伸びが顕著であった。

機関投資家向けを除いたオープンエンドファンドを投資信託と呼ぶとすれば、投資信託の規模は11兆7千億ユーロである。米国に比べれば6割の規模であるが日本の14倍である。1人あたりの投資信託保有額は19,505ユーロで米国の3分の1、日本の3倍である。国別の残高は、世界各国で販売される外国籍ファンド（オフショアファンド）の登録国となっているルクセンブルグとアイルランドを除くと、フランスが最も大きく、次いでオランダ、スイス、ドイツの順となっている。投資信託の本数は比較的多く、したがって1本当りの規模は2.60億ユーロと小さく、米国の7分の1である。これに伴うコスト高を改善するため、EUは国を跨ぐファンド合併を容易にするなどの措置も講じている。

ファンドの商品分類内訳は、株式ファンド28%、債券ファンド24%、バランスファンド20%、MMF9%、その他20%となっている。株式型とバランス型を合わせてみると48%になり、米国の63%より低く、アジア・パシフィックの49%とほぼ同じである。リスク資産への投資という意味では米国よりやや保守的である。

ファンドの顧客層は、保険経由など間接的保有を含めると個人の比重が高いが、年金基金や保険会社、その他法人による保有も多い。販売チャネルについては、ユニバーサルバンク制をとる欧州大陸の事情を反映して銀行・保険会社の対面販売が主要な窓口となってきたが、最近ではITを活用したオンライン販売の台頭も著しい。

ファンドの形態については契約型と会社型が併存しており、運営規制についてはUCITS指令およびAIFMDというEUに共通するファンド規制を設けており、それに基づいて各国が法令を定めている。

ヨーロッパのオープンエンドファンド市場の規模（2018年末）

国・地域	オープンエンド ファンド残高 (百万ユーロ)	投資信託残高 (A) (百万ユーロ)	GDP(B) (百万ユーロ)	(A)/(B)	人口(C) (百万人)	1人当たり 投資信託 保有額 (A)/(C)	投資信託 本数(D)	1投資信託 当たり規模 (百万ユーロ) ((A)/(D))
ルクセンブルグ	4,064,644	3,550,459	60,061	5911%	0.59	6,014,454	11,474	309
アイルランド	2,421,457	1,887,295	325,498	580%	4.8	392,880	4,747	398
ドイツ	1,920,092	358,068	3,493,790	10%	82.3	4,351	2,188	164
フランス	1,812,023	1,812,023	2,423,799	75%	65.2	27,778	10,804	168
オランダ	749,940	749,940	797,292	94%	17.1	43,896	931	806
スイス	463,734	463,734	614,629	75%	8.5	54,276	887	523
スウェーデン	293,586	293,586	481,341	61%	10.0	29,409	528	556
スペイン	283,717	283,717	1,245,301	23%	46.4	6,115	2,584	110
イタリア	206,554	204,203	1,809,782	11%	59.3	3,444	842	243
オーストリア	144,136	58,627	399,683	15%	8.75	6,699	639	92
デンマーク	120,727	120,727	306,440	39%	5.8	20,980	599	202
ノルウェー	120,570	120,570	379,858	32%	5.4	22,522	865	139
フィンランド	87,341	87,341	240,455	36%	5.5	15,758	404	216
ベルギー	85,675	85,675	465,636	18%	11.5	7,451	735	117
リヒテンシュタイン	44,429	44,429	5,700	779%	0.04	1,164,430	1,566	28
ポーランド	34,733	34,733	511,803	7%	38.1	912	440	79
ハンガリー	13,525	12,359	135,985	9%	9.7	1,276	240	51
ポルトガル	11,853	11,853	208,306	6%	10.3	1,152	136	87
チェコ	10,929	10,929	211,399	5%	10.6	1,029	159	69
スロバキア	6,605	6,541	93,087	7%	5.4	1,200	83	79
トルコ	6,469	6,469	669,369	1%	81.9	79	398	16
ギリシャ	4,143	4,143	191,351	2%	11.1	372	175	24
ルーマニア	4,128	4,128	209,477	2%	19.6	211	78	53
マルタ	2,782	2,651	12,668	21%	0.43	6,135	121	22
クロアチア	2,600	2,600	53,003	5%	4.2	624	96	27
キプロス	2,448	2,448	21,390	11%	1.2	2,059	69	35
スロベニア	2,402	2,402	47,373	5%	2.1	1,154	98	25
ブルガリア	718	718	56,736	1%	7.0	102	123	6
イギリス	1,469,744	1,469,744	2,470,428	59%	66.6	22,077	3,033	485
ヨーロッパ計	14,391,702	11,692,111	17,941,641	65%	599.4	19,505	45,042	260
(参考)								
米国	18,408,328	18,408,328	17,898,734	103%	326.8	56,335	10,066	1,829
日本	1,575,990	843,479	4,342,297	19%	127.2	6,632	6,120	138

(注) 1. オープンエンドファンドはミューチュアルファンド、ETF、機関投資家向けファンドからなり、ファンドオブファンズは除く。投資信託はミューチュアルファンドとETFの合計とした

2. ファンド残高とファンド本数は国際投資信託協会（IIFA）による

3. GDPはIMFから取得（リヒテンシュタインだけは欧州投資信託協会）。ただし、一部の国の2018年は推計値

4. 人口はWorld Population Reviewから取得

オープンエンドファンドの商品分類内訳（2018年末）

	株式	債券	バランス	MMF	その他
米国	56.4%	22.3%	6.6%	14.4%	0.3%
欧州	28.3%	23.8%	19.6%	8.8%	19.5%
アジア・パシフィック	43.9%	9.7%	4.6%	21.5%	20.3%
世界	42.7%	21.7%	12.5%	13.0%	10.1%

(出所) 国際投資信託協会（IIFA）

2. 欧州投資ファンドの共通規制基準 EUは金融市場の諸分野において域内に共通な規制を設けているが、ファンドについても「譲渡可能証券への集合的投資事業 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – 略称“UCITS”) 指令」および「オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (Alternative Investment Fund Managers Directive) – 略称“AIFMD”] という2つの指令 (Directive) がある。これらの指令は主にファンドの組成・運営・情報開示について規定しており、投資サービス業者による投資家への販売行為に関連しては別の「金融商品市場指令 (MiFID II)」が規定している。

UCITS 指令は1985年に初めて制定され、EU 域内共通のファンド運営基準を設けることにより、この基準に適合するファンドを域内全域で販売することを可能とした (ファンドパスポート制度)。その後、改定が行われ、UCITS IV では、①管理会社パスポート制度、②本国以外でのファンド販売手続きの簡素化、③国境を越えたマスターフィーダー制度、④投資家向けの重要事項説明書 (KIID) の簡素化、⑤国境を越えたファンド合併制度などの導入・改善が行われ、UCITS V では、①預託機関の適格性および機能の明確化、②報酬方針に関する規則の導入、③ EU 全域における制裁規則の見直しなどが行われた。現在は16年施行の UCITS V が適用されており、次頁にその条文構成を示した。

AIFMD は、プロ投資家向けの「UCITS 指令に基づく許認可を受けたファンド以外の集団投資事業 (AIF)」に関する EU 全域での運用・販売を可能にするための統一基準である。AIFMD は AIF を規制するだけでなく、AIF の運用に関わる機関の管理・事務・販売を主に規制対象としており、11年6月に制定され、14年7月に完全施行となった。

このような統一基準の整備に伴い、ファンドに関する統計の取り方についても EU 域内での統一化が図られた。13年10月に ECB が制定した規制により、EU 域内各国の中央銀行は自国のミューチュアルファンドの統計を所定の様式で ECB に提出する制度が15年1月から完全施行となった。この結果、従来あった各国の独自規制ファンドという分類に代わって、UCITS あるいは AIF に基づく分類でファンド統計が公表される機会が増えている。

EU の UCITS 指令 V (DIRECTIVE 2014/91/EU) の内容

- 第1章 対象事項・範囲, および定義 (1~4条)
 - 第2章 UCITS の認可 (5条)
 - 第3章 管理会社に関する要件
 - 第1部 事業開始にあたっての条件 (6~8条)
 - 第2部 第三国との関連 (9条)
 - 第3部 事業執行にあたっての条件 (10~15条)
 - 第4部 域内における支店設置およびサービス提供の自由 (16~21条)
 - 第4章 預託機関に関する要件 (22~26b条)
 - 第5章 投資会社に関する要件
 - 第1部 事業開始にあたっての条件 (27~29条)
 - 第2部 事業執行にあたっての条件 (30~31条)
 - 第6章 UCITS の合併
 - 第1部 原則, 認可・承認 (37~40条)
 - 第2部 第三者による統制, 保有者の受領情報, 保有者の権利 (41~45条)
 - 第3部 コスト, 合併効力の発生 (46~48条)
 - 第7章 UCITS の投資方針に関する要件 (49~57条)
 - 第8章 マスター・フィーダー方式
 - 第1部 適用範囲・承認手続き (58~59条)
 - 第2部 フィーダーUCITS・マスターUCITS に関する一般規定 (60条)
 - 第3部 保管会社・監査人 (61~62条)
 - 第4部 フィーダーUCITS の情報開示, 販売時の伝達 (63条)
 - 第5部 既存 UCITS のフィーダーUCITS への転換, マスターUCITS の変更 (64条)
 - 第6部 その他の要件および所轄当局 (65~67条)
 - 第9章 投資家への情報提供に関する要件
 - 第1部 目論見書および定期情報の発行 (68~75条)
 - 第2部 その他の情報 (76~77条)
 - 第3部 投資家向け重要情報書 (Key investor information) (78~82条)
 - 第10章 UCITS の一般的要件 (83~90条)
 - 第11章 設立国以外で販売する UCITS に適用する特別規定 (91~96条)
 - 第12章 認可・監督当局に関する規定 (97~110条)
 - 第13章 執行の委任行為及び権限 (111~112a条)
 - 第14章 特例, 経過および最終規定
 - 第1部 特例 (113~114条)
 - 第2部 経過および最終規定 (115~119条)
- 付属書Ⅰ 表A (目論見書の記載要件), 表B (定期報告書の記載要件)
- 付属書Ⅱ 集合的ポートフォリオ管理活動に含まれる機能
- 付属書Ⅲ PART A : 廃止される指令 (指令117条関連)
- PART B : 各指令の各国法への転換期限・実施日 (指令117条関連)
- 付属書Ⅳ 第1次指令 (85/611/EEC) 条文と今回の指令条文との関係

〔出所〕 杉田浩治氏作成

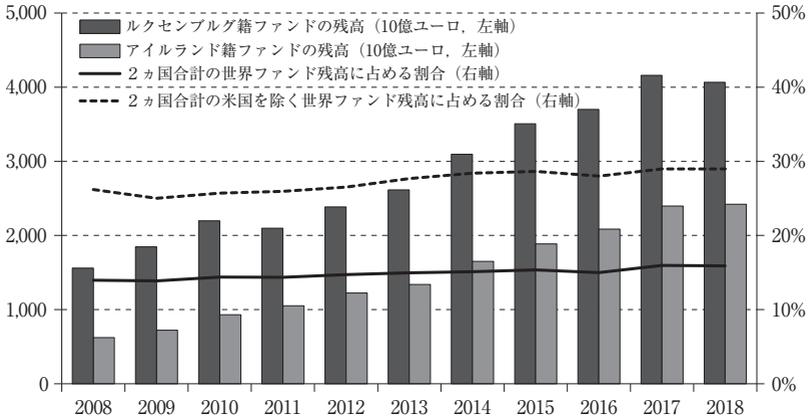
3. ファンド登録地としてのルクセンブルグ・アイルランド ルクセンブルグとアイルランドは世界各地で販売される外国籍ファンド（オフショアファンド）の登録地として重要な地位を占めている。両国で設立されたファンドの残高が世界全体のオープンエンドファンド残高に占める比率を計算すると傾向的に高まっており、2018年末現在で15.9%となっている。また世界全体の45%を占め、外国投信の販売が行われていない米国を除いた投資ファンド残高に占める割合は、18年末には29.0%に達している。両国は世界における投資ファンドビジネスのグローバル化の尖兵を担っているといえよう。

両国に設立されたファンドのスポンサー会社の母国別内訳を見ると、ルクセンブルグが幅広くヨーロッパ諸国の会社を集めているのに対し、アイルランドは英語圏の米国・イギリスの会社が集中している。また、両国のファンドは欧州諸国で万遍なく登録されていることが確認できる。

両国のファンド残高を比較すると18年末現在でルクセンブルグが4兆646億ユーロ、アイルランドが2兆4,214億ユーロである。この差は歴史的な要因によるところが大きい。すなわち、ルクセンブルグは60年代頃からヨーロッパ各国の金融機関がスポンサーとなって設立した国際ファンド（運用も販売も国際的に行うファンド）の設立地となっていた。その理由は、税負担が低いこと、欧州諸国の国民感情的に最も無難で国際ファンドの設立地としての条件を整えていたことにあるといわれる。そして85年に前述のUCITS指令が制定された後、ルクセンブルグが直ちにその要件に沿った法改正を行って受け入れ体制を整えたことも、多くのUCITSを誘致する結果になった。ルクセンブルグ籍ファンドの商品分類内訳は、米国や他の欧州各国と比べると債券型とバランス型が多い傾向がある。

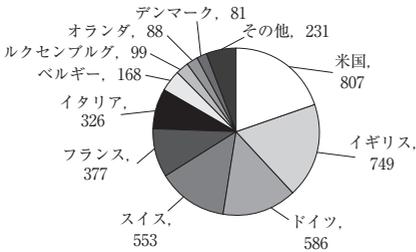
一方、アイルランドが国際金融サービスセンターと称する金融特区をダブリンに設け、ファンド等を誘致し始めたのは80年代後半である。アイルランド投信協会の投信残高統計も91年からしか存在しない。このように歴史が短いこともあり残高はルクセンブルグの6割程度であるが、成長率は高く、最近5年間（13年末～18年末）の残高推移を見ても、ルクセンブルグの55%増に対しアイルランドは81%増となっている。特にETFについては欧州における組成・管理の中心地としての地位を確立している。

ルクセンブルグ籍・アイルランド籍ファンドの残高と世界のファンド残高に占める割合



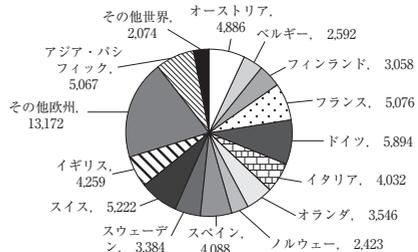
(注) 「ファンド」とはファンド・オブ・ファンズを除くオープンエンドファンドのことである
 (出所) 国際投資信託協会 (IIFFA) 資料より作成

ルクセンブルグ籍ファンドの
スポンサー母国別内訳 (10億ユーロ、2018年末)



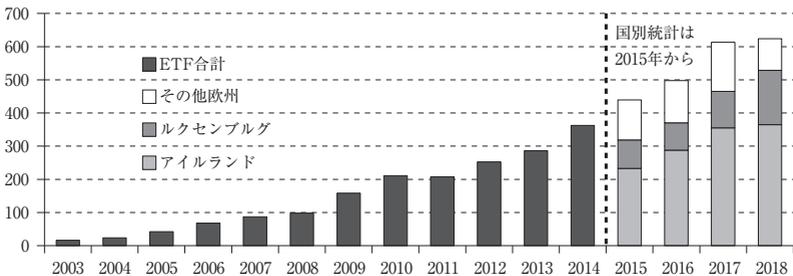
(出所) ルクセンブルグ投資信託協会

ルクセンブルグ籍ファンドの
国別登録数 (本数、2018年末)



(出所) リフィニティブとPwC分析

欧州におけるETFの純資産残高推移 (10億ユーロ)



(注) 1. 2014年以前はDeutsche Bank, Bloomberg Finance, Reuters (2017) によるETF合計
 2. 2015年以後は欧州投資信託協会 (EFAMA) の統計でUCITSのみ
 3. 2015年と2016年で純資産額を比較するとDeutsche Bank等(2017)の方が6.1%、8.6%高い

4. フランスの投資ファンド市場 フランスは資産運用市場の規模が4兆ユーロに迫り、実質的に（すなわちオフショアファンドの基地国を除外すると）欧州で第一、世界で米国に次ぐ第二の資産運用大国である。運用資産は投資一任によるものとファンドによるものがほぼ同様な規模になっており、ファンド運用の残高はドイツと並び欧州一位の座を争っている。2018年末のファンド残高は226兆円で日本の2倍、一人当たり保有額では346万円と日本の83万円の4倍に達している（1ユーロ124.7円で換算）。

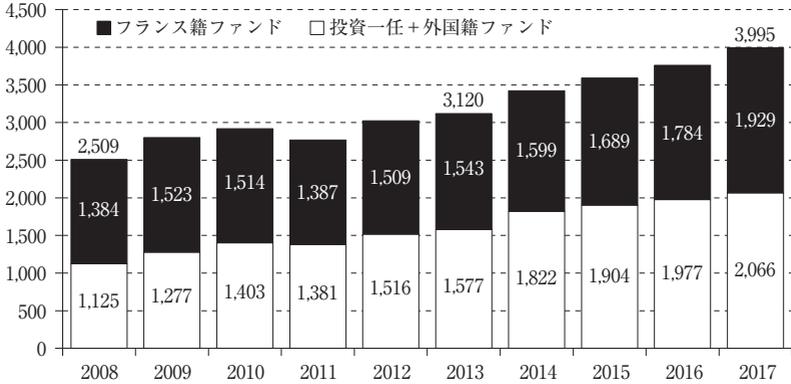
ファンドの形態は会社型のSICAV（société d'investissement à capital variable）と契約型のFCP（fonds communs de placement）の両方がある。SICAVとFCPの内訳は13年末ではFCPが約85%であったが、その後、統計の発表形式の変更により内訳が不明になった。17年末ではフランス籍のUCITSが3,163本、AIFが7,697本ある。フランスで登録されている外国籍ファンドは少なくとも7,897本に及ぶ。

ファンドの商品分類内訳をみると他国に比べて伝統的にMMFの比重が高く、18年末で全体の18%を占めている（ヨーロッパ全体の平均は8%）。その理由は、フランス人が保守的であること、預金業務規制が厳しく流動性資金の運用対象としてMMFが利用されていたことなどが挙げられる。商品分類内訳で「その他」が多いが、証券化商品ファンド、従業員貯蓄ファンド、不動産ファンドが主たるものになっている。

ファンドの保有者別内訳（金額ベース）を見ると、個人は16%に過ぎないが保険商品経由の間接的保有を含めると50%を超える。保険会社以外の銀行等金融法人の保有も18%あり、外国（金融機関が多い）の保有も13%ある。

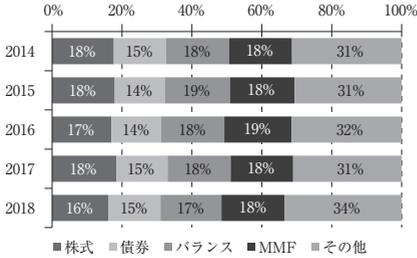
運用会社は欧州全域で4,194社あり、イギリスの1,050社につづき、フランスは630社で2位である。3位ドイツの325社の2倍に近い（16年末時点）。数では、親会社が銀行・保険会社である割合は約30%で、他の欧州各国と比べると低く、その他・独立系が多いが、銀行・保険会社系の上位4社が資産額シェアの75%以上を占める寡占状態にある。販売チャネルは銀行が6割を超え、保険会社と合わせると9割近くになり、ほとんど自社系のファンドだけを推奨している。フィナンシャルアドバイザーの比率は1割程度にすぎない。

フランスの資産運用額の推移 (10億ユーロ)



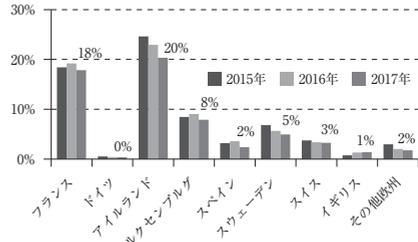
(注) 2018年末のフランス籍ファンドは1兆8,120億ユーロ。
 [出所] フランス金融管理協会 (AFG)

投資ファンドの商品分類内訳の推移



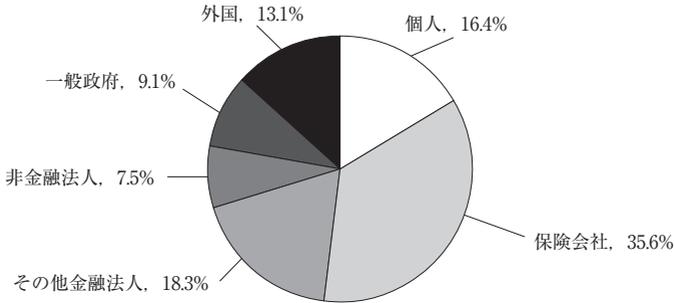
■株式 ■債券 ■バランス ■MMF ■その他
 (注) その他は、証券化商品、従業員貯蓄、不動産、保証型など
 [出所] EFAMA FACT BOOK2018, フランス投資ファンド月次統計

主要国の投資ファンドでのMMF比率 (%)



[出所] EFAMA FACT BOOK2018のデータから計算

フランス投資ファンドの保有者別内訳 (2018年末)



[出所] フランス中央銀行

5. ドイツの投資ファンド市場 ドイツの運用総資産額は過去10年でほぼ倍増し、2018年末には約3兆ユーロに達した。内訳としては、投資一任資産は3,520億ユーロに過ぎず、個人投資家向けの公募ファンドが9,740億ユーロ、機関投資家向けのスペシャルファンドが1兆6,190億ユーロあり、投資ファンドの割合が大きいのが特徴である。過去10年でスペシャルファンドは153%増加し、公募ファンドの69%増加を大きく上回っている。

商品分類内訳をみると、公募ファンドは株式型を中心にバランス型と合わせて60%近いが、スペシャルファンドはバランス型単独で50%を超えている。債券型は公募ファンドよりもスペシャルファンドの方が比率が大きく、機関投資家よりも個人の方がリスクを取る運用をしている。なお、「その他」の中ではファンドオブファンズの成長が著しい。

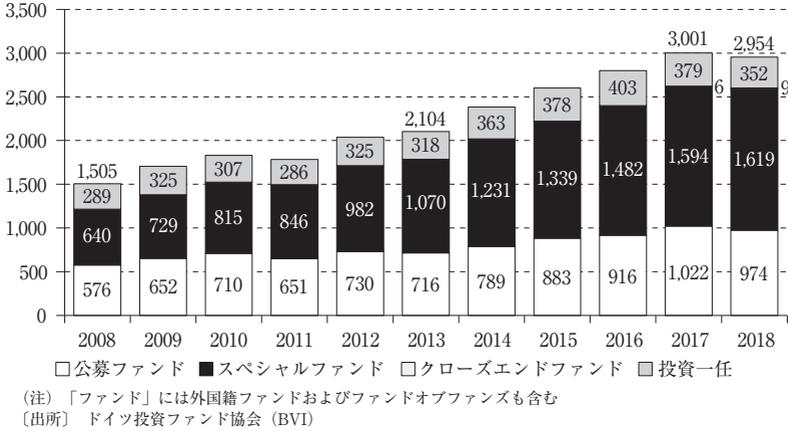
オープンエンドファンドの中に不動産型があるのもドイツ資産運用業の特徴の一つである。オープンエンド型の不動産ファンドは59年から存在していたが、69年の法改正により法的にも明示された。18年末に公募ファンドで953億ユーロ、スペシャルファンドで1,026億ユーロあり、オープンエンド型国内ファンドの9.6%を占めている。

スペシャルファンドは、法人・機関投資家により保有される、いわゆる私募ファンドである。60年代に第1号が誕生し、50年スタートの公募ファンドに比べ歴史は新しいが、その規模は92年に公募ファンドを上回った。18年末でスペシャルファンドの保有者別内訳をみると、保険会社と退職年金で6割を超え、金融機関、事業法人、民間非営利団体（教会など）が各々10%程度を占める。18年にはどの保有者グループも純資金流入となっていた。

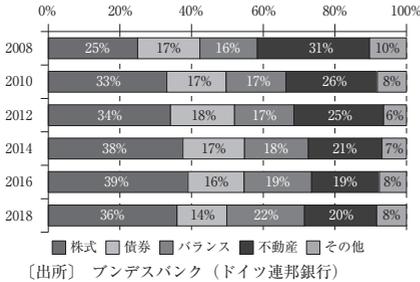
ドイツは国内販売のために登録されている外国籍ファンド数は世界一であり、18年末現在で10,518本もある。このうち5,894本は隣国のルクセンブルグ籍である。オープンエンド型の個人向けファンド9,740億ユーロのうち51%が外国籍である。

ファンドの形態は契約型が中心であり（法的には会社型も用意されている）、運用会社は銀行・保険会社系が多く、販売も銀行等を中心に行われている。ドイツはロボ助言についてはイギリスと共に欧州を牽引する国になっている。

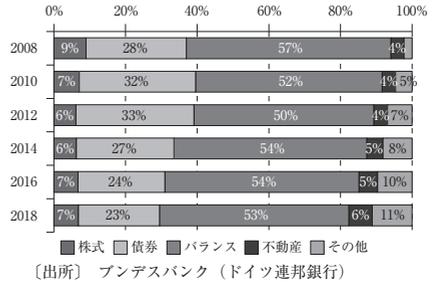
ドイツの資産運用額の推移（10億ユーロ）



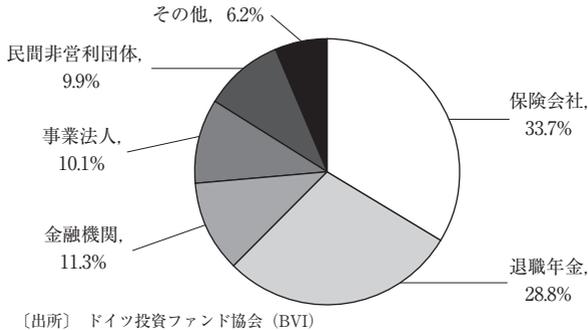
公募ファンドの商品分類内訳の推移



スペシャルファンドの商品分類内訳の推移



スペシャルファンドの保有者別内訳（2018年末）



6. UCITS ファンドの実質パフォーマンス 欧州でも個人投資家に健全な形で資本市場参加を促すことが重要な政策課題になっている。個人投資家に対して、投資商品に関する明瞭で包括的かつ比較可能な情報を提供することが求められており、2017年10月に欧州委員会は欧州監督当局（銀行、保険・年金、証券市場の3つ）に対して、個人投資家向け商品のパフォーマンスとコストを分析し継続的に調査報告書を発行することを要請した。これを受けて、欧州証券市場監督局（ESMA）は19年1月に初めて UCITS のパフォーマンスとコストに関する年次統計報告書を発行した。

この報告書では、UCITS の商品分類は株式、債券、バランス、MMF、オルタナティブの5つとし、期間は17年までの1年間、3年間、7年間、10年間の4通り、投資家種類は個人投資家と機関投資家、運用手法はアクティブとパッシブに分け、国別に UCITS ファンドのパフォーマンスを計算し、コストおよびインフレを控除して実質パフォーマンスを算出した。この報告書で集計対象となったのは14カ国にとどまったが、今後拡大が期待される。

3年の測定期間でみると、インフレ控除後の実質ネットリターンは株式ファンドではグロスリターンの約4分の1が失われ、他の種類のファンドでは約半分が失われる結果となった。10年の測定期間では株式ファンドも含めてグロスリターンの半分以上がコストおよびインフレで失われていた。低金利の影響を大きく受ける MMF では実質ネットリターンはマイナスとなっていた。コストおよびインフレによるロス率はグロスリターンが低くなるほど顕著になっている。個人投資家が機関投資家の約2倍のコストを支払っていることも確認された。今後、コスト低減策に関する真剣な議論が不可避なものとなるだろう。

国別にみてもロス状況の傾向は似ていて、継続コストとインフレの影響が大きいことが分かる。ただし、販売の仕組やフィーの反映に関する慣行が国によって異なるため、コストを単純に国別比較することは控えるべきであろう。

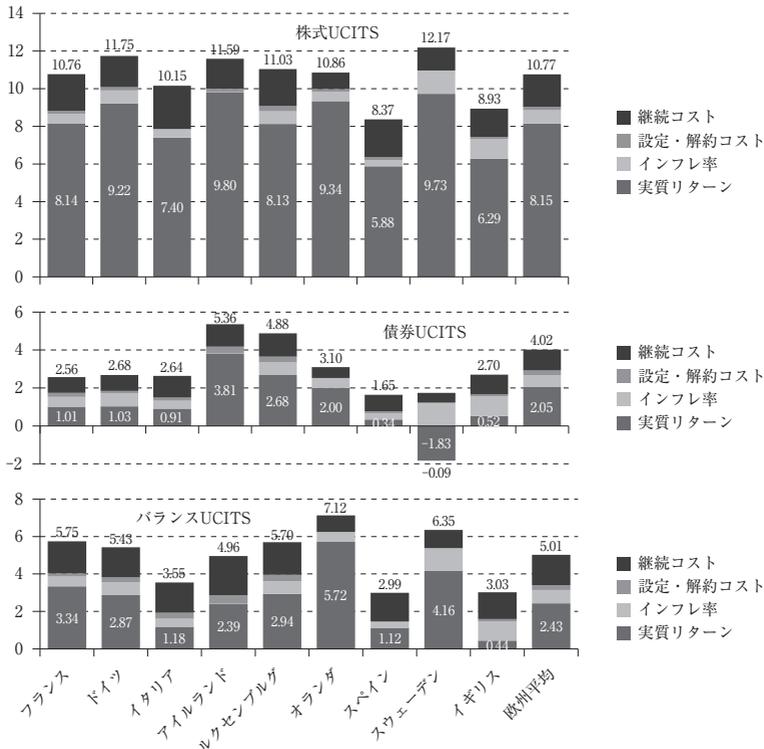
なお、これらの測定では、分析用データベースの項目が十分でない中、近似的に行っている部分があり、データベースの整備が進めば、設定・解約コストの推計値が大きく変化する可能性がある。今後発行される年次統計報告書に注目していきたい。

商品分類別・投資期間別の UCITS のパフォーマンスとコスト

商品分類	グロスリターン			ネットリターン		インフレ率	実質ネットリターン	
	継続コスト	設定コスト	解約コスト	ロス率	ロス率			
3年 (2015~2017年)								
株式	10.77	1.73	0.15	0.03	8.86	-18%	0.70	8.15
債券	4.02	1.10	0.19	0.05	2.68	-33%	0.63	2.05
バランス/ミックス	5.01	1.62	0.21	0.05	3.13	-38%	0.71	2.43
MMF	0.13	0.23	0.06	0.02	-0.18	-	0.50	-0.68
オルタナティブ	5.01	1.62	0.21	0.05	3.13	-38%	0.71	2.43
10年 (2008~2017年)								
株式	7.34	1.77	0.19	0.03	5.35	-27%	1.73	3.63
債券	5.25	1.14	0.24	0.04	3.83	-27%	1.70	2.13
バランス/ミックス	4.64	1.59	0.21	0.03	2.81	-39%	1.72	1.09
MMF	1.15	0.36	0.04	0.02	0.73	-37%	1.43	-0.70
オルタナティブ	3.91	1.44	0.30	0.10	2.07	-47%	1.65	0.42

(注) 「ロス率」は原資料ではなく筆者が計算
 [出所] ESMA 報告書から抜粋し一部加工して作成

商品分類別・国別の UCITS のパフォーマンスとコスト (3年: 2015~2017年)



[出所] ESMA 報告書から抜粋。対象国のうちオーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、ポルトガルは割愛