

## 投信平均保有年数の日米欧比較

明田雅昭

### 一、はじめに

近年、日本では金融事業者に「顧客本位の業務運営」が強く求められるようになってきている。金融事業者の中でも、取り分け、投資信託の販売を行う証券会社・銀行における顧客向け業務運営が先行的に取り上げられ注目を浴びてきた。従来の投資信託販売における販売業者と個人投資家の関係は、利益相反が起きやすい典型的な例とみなされてきたからである。

顧客本位の業務運営とは言い難い反省すべき課題の一つに投資信託の短期売買がある。投資信託を販売会社のビジネスとしてみた場合、販売時の販売手数料は投資家が保有している間の運用管理費用と比べて相対的に大きく、販売業者による短期の乗り換え推奨を誘発しやすい。これは投資の成果を生むための重要な成功要素である長期保有の芽を摘むことになる。短期売買の程度を測定するKPIは純資産額と解約額から計算される解約率であり、その逆数として算出される平均保有年数である。

投資家が成果を享受するという観点からは平均保有年数は長いほど好ましいが、投資家は適宜ポートフォリオを見直す必要もあるはずだから長ければ長いほどよいということでもないかもしれない。そこで、諸外国における投資信託の平均保有年数の水準も気になるところである。平均保有年数の日米比較が行われることはあるが、日欧比較がされることは稀である。日欧比較がされない理由は、実は欧州の投資信託統計では解約額のデータが開示されることが少なく、平均保有年数を計算できないのも一因である。

本論文では、欧州主要国の投資協会<sup>(1)</sup>、金融監督当局、中央銀行のホームページから解約額データを探索し、見つかった国について投信平均保有年数を計算した。その上で日米欧の比較を試みた。その結果、日本の投資信託は最近数年で長期化傾向が顕著であり、ほぼ米国並みになったが、欧州

主要国と比べるとまだ一年程度は短いようであることが分かった。<sup>(2)</sup>

## 二、比較対象の国とファンド種類

本節では、解約額データ探しを行う欧州の対象国と計測対象とするファンド種類の特定を行う。

図表1は二〇一八年末時点のオープンエンドファンドの地域・国別および商品種類別の純資産残高一覧表（機関投資家向けファンドを含む）である。これは各国の投資協会が提出した統計を国際投資信託協会（IIFA）<sup>(3)</sup>が集約したものである。なお、図表1の統計はファンドオブファンズを含まないものである。<sup>(4)</sup>世界全体における純資産残高は四六兆七千億ドルで、アメリカが二一兆一千億ドル、欧州は一六兆五千億ドルである。日本は一兆八千億ドル（一〇八・八八円／ドルで換算

図表1 世界主要国のオープンエンドファンドの純資産残高

(2018年末、10億ドル)

地域・国	オープンエンドファンド						合計のうち	
	合計	株式型	債券型	バランス型	MMF	その他	ETF	機関投資家向け
世界	46,699.7	19,921.6	10,135.6	5,844.5	6,076.2	4,721.9	4,673.1	4,424.7
南北アメリカ	23,639.8	12,402.1	5,581.7	2,237.2	3,221.3	197.5	3,489.3	494.9
アメリカ	21,077.5	11,888.7	4,693.9	1,392.0	3,037.0	65.9	3,370.7	
その他7カ国	2,562.3	513.4	887.8	845.2	184.3	131.7	118.6	
欧州	16,478.5	4,661.2	3,925.0	3,237.8	1,448.5	3,205.9	714.8	3,091.0
ルクセンブルグ	4,654.0	1,346.2	1,364.4	1,017.1	383.5	542.8	187.1	588.7
アイルランド	2,772.6	730.2	602.9	131.1	558.7	749.7	418.0	611.6
ドイツ	2,198.5	311.2	520.6	950.3	8.9	407.5	53.5	1,788.5
フランス	2,074.8	333.5	308.9	362.5	373.7	696.1	44.2	
イギリス	1,682.9	807.9	259.4	241.7	25.2	348.6		
オランダ	858.7	356.9	258.4	19.1	0.0	224.3	2.1	
スイス	531.0	182.9	159.7	135.3	17.9	35.3	4.3	
その他22カ国	1,706.1	592.4	450.6	380.8	80.6	201.7	5.6	102.2
アジア・アフリカ	6,581.4	2,858.3	628.9	369.5	1,406.3	1,318.4	469.0	838.7
日本	1,804.5	1,647.9	40.2	0.0	100.2	16.2	308.2	838.7
その他9カ国	4,776.9	1,210.4	588.7	369.5	1,306.2	1,302.2	160.8	

〔出所〕 国際投資信託協会 (IIFA)

して一九六兆円)である。欧州での分析対象国は純資産残高の上位五カ国とした。上位一、二位を占めるルクセンブルグとアイルランドはオフショアファンドの登録地であり、自国内での販売より他国での販売の方が圧倒的に多い。特に欧州での販売が多いことから、自国の販売あるいは投資家特性ではなく欧州全般の特性を表すものと考えられる。三位以下の三カ国と日米を合わせると奇しくもG五国となる。

次に分析対象とするファンド種類の特定である。投資パフォーマンス比較評価の分野に「リングとオレンジを比較してはいけない」という格言がある。本来比較できないものは比較してはいけないという警告だ。投資信託の法的形態や販売慣行などは国によって異なり、投資対象資産および投資手法や投資家層も様々である。厳密に言えば国をまたいだ比較はほとんど不可能であるが、本

論文では可能な限り近い特性をもつ投資信託の比較を試みる。

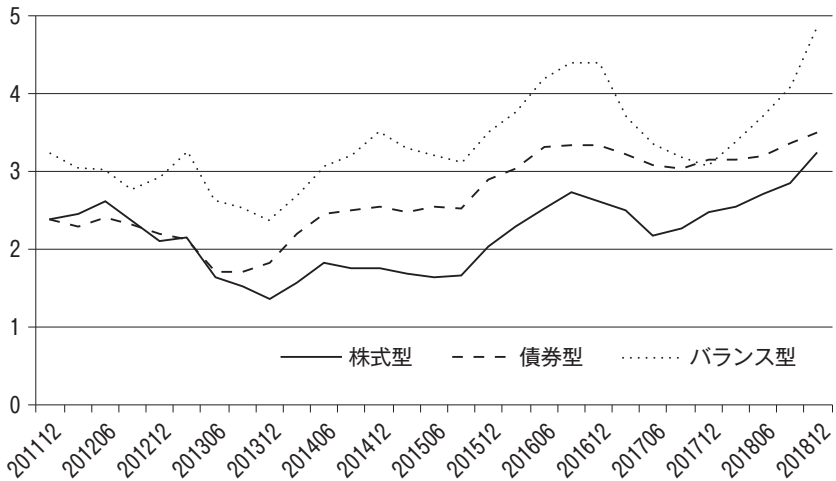
図表1の合計の内訳として商品分類では五つが掲示されている。株式型からバランス型までは典型的な長期投資を目的とした有価証券投資のファンドである。MMFは一時的な待機資金という性格もあり必ずしも長期投資を意図したものではない。その他は元本保証型や不動産ファンドなど投資目的や流動性などで特異な性格をもつファンドが多く含まれている。本論文では株式型、債券型、バランス型のファンドに絞って分析することにした。これらのファンドが合計に占める割合はどの国でも概ね四分の三以上である。

図表1には商品分類内訳とは別の内訳としてETFと機関投資家向けの二つがある。ETFは上場商品であるため頻繁な購入・解約が発生することを前提としており、しかも投資家の売却が必ずしもファンドの償還・解約を意味しない。一般の投資信託とは性格が異なるため、統計的に可能な場合は除外することにした。また、本論文では個人投資家向けファンドの短期売買の分析を意図しているので、機関投資家向けファンドも可能な場合は除外することにした。

### 三、日本の投資信託

図表1のIIFAの分類では、日本の債券型ファンドは四百億ドル(四兆四千億円)で、MMFが一十億ドル(一〇兆九千億円)あることになっている。このMMFとは実際にはMRFのことである。図表1の債券型ファンドは公募投信のMRF以外の公社債投信と私募投信の公社債投信が対応する。日本の私募投信は機関投資家向けファンドに分類されている。

図表2 日本の投資信託の商品種類別平均保有年数



〔出所〕 投資信託協会資料より筆者が計算

これに対し、本来の個人投資家向け債券型ファンドは、日本国内の商品分類では公募投信の契約型株式投信の中にある国内債券、海外債券、内外債券の三つである。これらを合計したものを債券型ファンドとみなした。同様に株式型ファンドとは、国内株式、海外株式、内外株式の三つを合計したものとし、バランス型ファンドは国内資産複合、海外資産複合、内外資産複合の三つを合計したものとした。ETFは三千億ドル（三三兆六千億円）存在しているが、株式型など三つの商品分類と対応した統計がないため除外できずに各商品の中に含まれている。

図表2は日本の株式型、債券型、バランス型ファンドの平均保有年数を四半期ベースで表示した時系列推移である。平均保有年数は、

「当年四半期末と前年同四半期末の純資産額の平均」÷「過去四四半期の解約・償還額の合計」

と計算した<sup>(5)</sup>。各商品種類とも二〇一三年を底にして上昇基調にあり、直近では株式型と債券型は三〜三・五年、バランス型は五年近くになっていいる。最近の上昇は「顧客本位の業務運営」推進の効果かもしれない。

#### 四、アメリカの投資信託

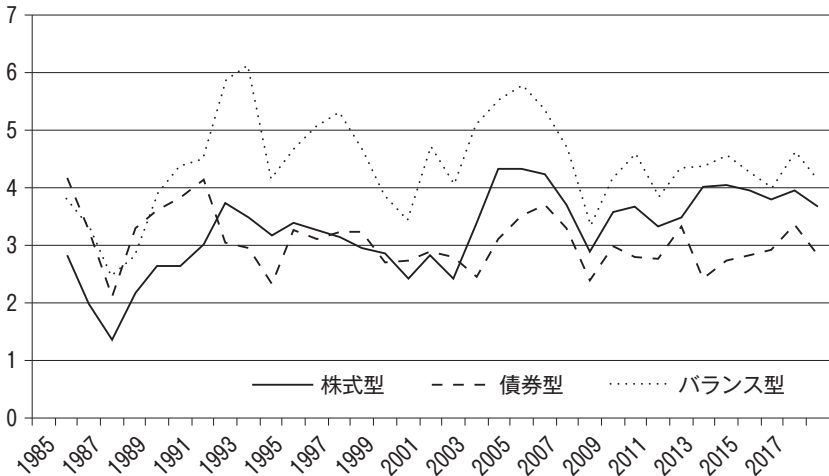
図表1の商品分類内訳の金額を米国投資会社協会（ICII<sup>(6)</sup>）の統計と比較してみると、ミューチュアルファンドとETFを合算した金額と一致している。ICII統計ではETFとは区分された形でミューチュアルファンドについて株式型、債券型、ハイブリッド型（バランス型）、MMFに関する純資産額と償還額<sup>(7)</sup>の統計データが年次ベースで公表されている。図表1では機関投資家向けのファンドはないので、これらの統計は、個人投

資家向けのETFを除いた株式型、債券型、バランス型ファンドの統計と見なせる。このデータを用いて計算した平均保有年数を図表3に示した。二〇〇九年以降では債券型は約三年、株式型は四年弱、バランス型は四〜五年で比較的安定的に推移している。

#### 五、欧州の投資信託

欧州各国の投資協会は欧州投資信託協会（EFAMA<sup>(8)</sup>）やIIFAにファンドの純資産額など基礎的な情報を提供している。EFAMAおよびIIFAが公表する統計データは純資産額と純流入額を中心に構成されており、設定額と解約額の情報は皆無である。各国の投資協会のホームページをみても、純資産額と純流入額の情報だけが掲載されており、設定額と解約額が独立して掲載され

図表3 米国ミューチュアルファンドの商品種類別平均保有年数



〔出所〕 米国ICI FACT BOOK 2019より筆者が計算

ている例を見つけることは難しい。純流入額は設定額から解約額を差し引いたものだから基礎データとしてはこれらの情報は存在しているはずだが、現状では各国の協会も国際的な協会も設定額と解約額を別々に収集・集計して公表することに関心がないようだ。

欧州市場監督局（ESMA<sup>9)</sup>が欧州委員会の要請で開始したUCITSの実質パフォーマンスに関する年次統計報告書の作成に当たっては、設定と解約に伴うコストの算定が必要であった。このためには入口フィー料率と出口フィー料率に加えて設定額と解約額のデータが必要になるのだが、公的機関ないし民間業者で設定額と解約額を別個に格納したデータベースがなかったと記述されている。UCITSの設定と解約に伴うコストの計算は純流入額のデータだけを使って近似的な計算をせざるをえなかった。

このように欧州では統一的な様式による解約額のデータベースは事実上、存在しないようだ。このため本節では国毎に散在しているかもしれない解約額データを探して、見つかった場合に平均保有年数を計算することにした。

### (1) ドイツ

ドイツのオープンエンドファンドの残高は図表1のとおり、二兆二千億ドルであるが、そのうち機関投資家向けのスペシャルファンドが一兆八千億ドルを占める。公募ファンドは四千億ドルほどしかない。機関投資家向け運用でファンドが大きな役割を担っている点が、他の国と比べてドイツの際だって異なる特徴である。

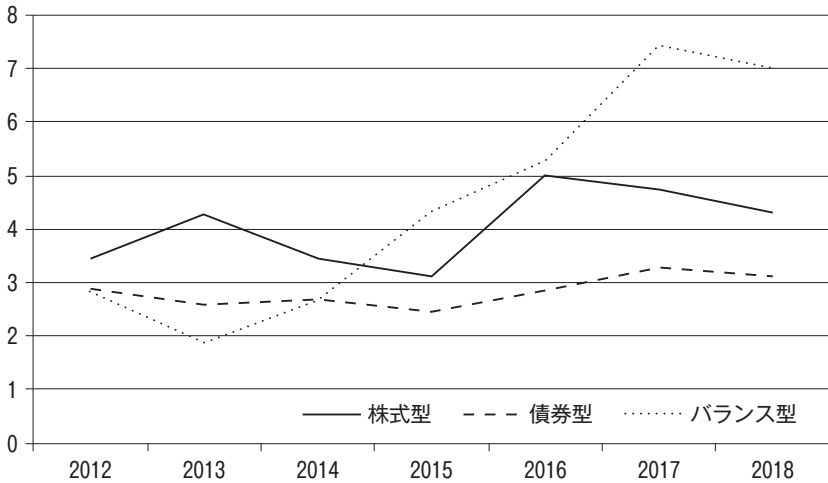
ファンドの統計については、ドイツ投資ファンド協会<sup>11)</sup>も Bundesbank の方が詳しい。Bundesbank の資本市場統計月報には公募ファンド

とスペシャルファンドについて商品内訳別の統計がある。株式型や債券型のファンドを公募ファンドとスペシャルファンドについて合算して図表1と比べるとほぼ一致していることが確認できる。なお、五百億ドルあるETFは分離されていない。

統計項目として純資産額と純流入額と販売額<sup>12)</sup>の三つが掲載されている。解約額は純流入額と販売額から計算できる。これらのデータを使って平均保有年数を計算すると、公募ファンドは三・五〇五・五年、スペシャルファンドは九・十三年程度である。図表4には公募の株式型、債券型、バランス型ファンドの平均保有年数の推移を示した。債券型が三年程度と短く、株式型は最近では四・五年であった。バランス型は近年、急激に長期化し最近では七年程度になっている。



図表4 ドイツ公募ファンドの商品種別平均保有年数



〔出所〕 プンデスバンク資本市場統計月報より筆者が計算

(2) フランス

フランスは、ファンド残高ではドイツと拮抗し、投資一任運用ではドイツの五倍近い規模がある。世界で第二位の資産運用大国であると自負している。しかしながら、投資協会<sup>(13)</sup>でも、金融監督当局<sup>(14)</sup>でも、フランス中央銀行でも解約額の統計を見つけることはできなかった。

(3) イギリス

イギリスの投資協会<sup>(15)</sup>のホームページでは二〇一五年まで全ファンドと個人貯蓄口座 (ISA)<sup>(16)</sup>の二つについてだけ、純資産額と販売額と解約額<sup>(17)</sup>のデータが開示されていた。この全ファンドは、個人投資家向けと機関投資家向けの両方を含み、国内籍だけでなく外国籍のファンド (ただし、国内業者の販売分) も含むものである。

全ファンドの平均保有年数を計算した結果は図

表5のとおりで、概ね四〜四・五年で推移している。ISAは長期の資産形成を目指すものであり、平均保有年数は実際に七〜八年と長期であった。ISAが全ファンドに占める割合は純資産額でみて一六〜一八%程度であり、全ファンドからISA分を除くと〇・三〜〇・四年ほど短くなった。

個人投資家向けファンドは全ファンドの七割程度と考えられる。個人投資家の方が短期志向であるとする、ISAを除く個人投資家ファンドの平均保有年数は、全ファンドより〇・五年以上短くなっているのではないかと推測される。<sup>18)</sup>

これらの販売額と解約額のデータは二〇一六年の統計発表様式の変更により開示されなくなつた。このため二〇一六年以降の平均保有年数は把握できなかつた。

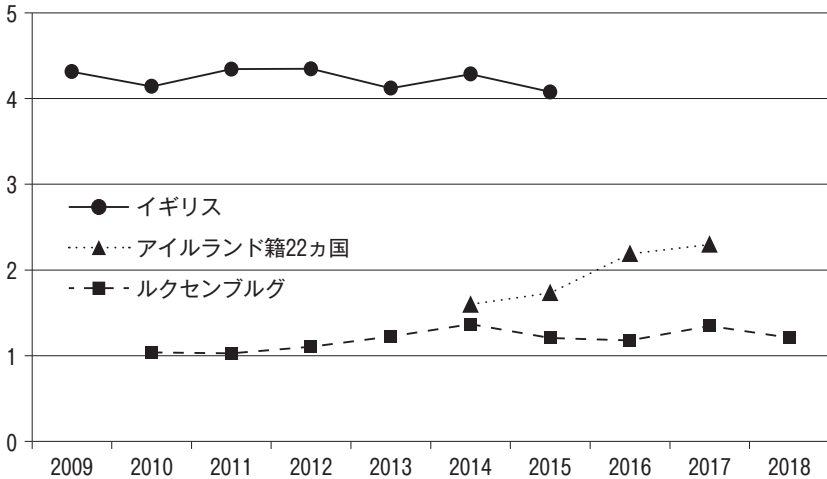
#### (4) ルクセンブルグ籍ファンド

ルクセンブルグのオープンエンドファンドの純資産額は二〇一八年末で四兆七千億ドルになっており、米国に次ぎ世界二位である。このうち機関投資家向けが一三%で、ETFが四%を占める。ルクセンブルグのファンドは個人投資家向けが主力であるとみなしてよいだろう。

ルクセンブルグはオフショアファンド設立の大基地国となっている。自国のスポンサーにより設立されたファンドは千億ドルに過ぎず、アメリカと欧州各国のスポンサーが設立したファンドが欧州各国で登録され販売されている。ファンドシェアの海外登録数の九〇%が欧州である。従つて、ルクセンブルグ籍ファンドの特性は自国特有のものではなく、欧州全般のオフショアファンド投資に見られる特徴と考えてもよいだろう。

投資協会のホームページでは解約額データは見

図表5 欧州各国のオープンエンドファンドの平均保有年数



〔出所〕 イギリス投資協会、ルクセンブルグ金融監督委員会、アイルランド中央銀行のファンド統計より筆者が計算

つからなかったが、金融監督委員会のホームページで、全ファンドの合計についてだけ、純資産額、発行額、償還額の月次データが開示されていた。このデータを使って計算した平均保有年数を図表5に掲載した。平均保有年数は一・〇〜一・四年程度で、非常に短期かつ安定的である。月次ベースでみても非常に安定している。この安定性が、何らかの制度的あるいは慣習的な要因によるのか、様々な国に分散していることの結果なのかは分からなかった。

#### (5) アイルランド籍ファンド

アイルランドはルクセンブルグに次ぐオフショアファンド設立の基地国である。オープンエンドファンドの純資産額は二〇一八年末で二兆八千億ドルである。このうち機関投資家向けが一五%、ETFが二二%である。ETFの設定・運用では

欧州一位である。アイルランド籍ファンドのシェアの海外登録数の九五%が欧州である。

投資協会<sup>22)</sup>が開示する統計データは限定的であったが、アイルランド中央銀行のホームページからアイルランド籍ファンドの地域国別・商品別の純資産額、発行額、償還額<sup>23)</sup>のデータをEXCELシートでダウンロードすることができた。本論文執筆時に取得できたデータは二〇一四年から二〇一七年までの一六四半期であった。

アイルランド籍ファンドの販売国別の純資産額を調べてみるとイギリスが約半分を占めていた。アイルランドとイギリスを除いて欧州大陸二二カ国の平均保有年数を計算した結果も図表5に示した。平均保有年数は一・五〜二・三年であった。これが欧州大陸諸国におけるオフショアファンドの投資および販売の特性である。

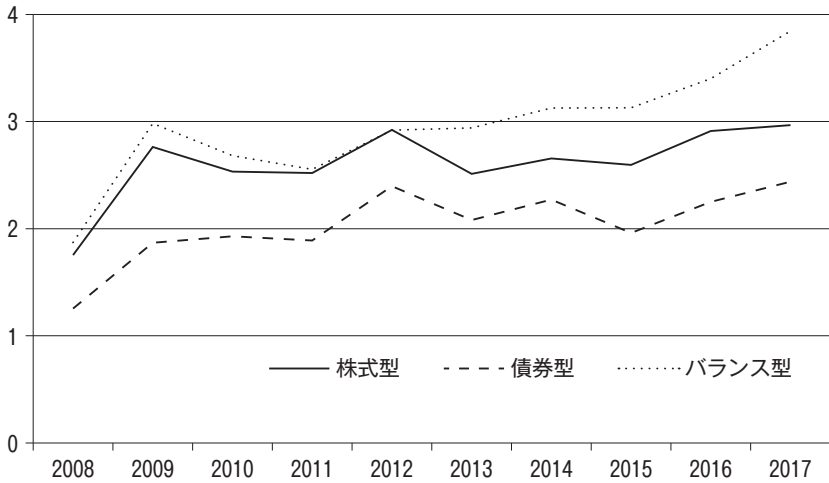
この地域国別・商品別のデータは集計の仕方に

よって様々な興味深い分析ができる。詳しくは明田(二〇一九)をご覧ください。

#### (6) 欧州二〇カ国

EFAMAが毎年発行するファクトブックの二〇一八年版に初めてUCITSの商品別(株式型、債券型、バランス型の3つ)にグロスとネットのフローを示すチャートが掲載された。チャートの中には純流入額と共に販売額と償還額<sup>24)</sup>の時系列推移が表示されている。これらは販売額と償還額をEFAMAに提供した二〇カ国の集計値である。データ提供を行っていないのは、オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、アイルランド、トルコの九カ国である。欧州全体(二九カ国)における二〇カ国が占める割合は、純資産額で見ると株式型と債券型では七〇%程度で、バランス型では

図表6 欧州20カ国のファンドの商品種類別平均保有年数



〔出所〕 欧州投資信託協会 (EFAMA) FACT BOOK 2018より筆者が計算

過去は五〇%台であったが近年では七五%程度になっている。二〇カ国に占めるルクセンブルグ一国の割合は大きく、株式型では四五%、債券型では六五〜七〇%、バランス型では五五%程度である。

この情報が残念なのは販売額と償還額の数字データの表示がないことだ。このため誤差発生は承知の上で、株式型、債券型、バランス型の三枚のチャートから償還額を目視推計した。

このデータを用いて二〇カ国のファンドの平均保有年数を計算した結果が図表6である。平均保有年数は二〜三年程度であった。債券型が最も短く、バランス型が最も長い。バランス型は近年、長期化の傾向が顕著である。先に分析したルクセンブルグ籍ファンドの平均保有年数は一・〇〜一・四年程度であった。図表6の二〇カ国の半分近くがルクセンブルグであることを考えると、ル

クセンブルグを除く一九カ国の平均保有年数は四・五年程度ということではないだろうか。

## 六、まとめ

前章までの結果を要約する。個人投資家向けファンドあるいは公募ファンドの中でも、流動性の高い有価証券に投資する株式型、債券型、バランス型ファンドの三つを集計したものを長期投資型ファンドと呼ぶことにして、日米欧の平均保有年数を対比させたのが図表7である。

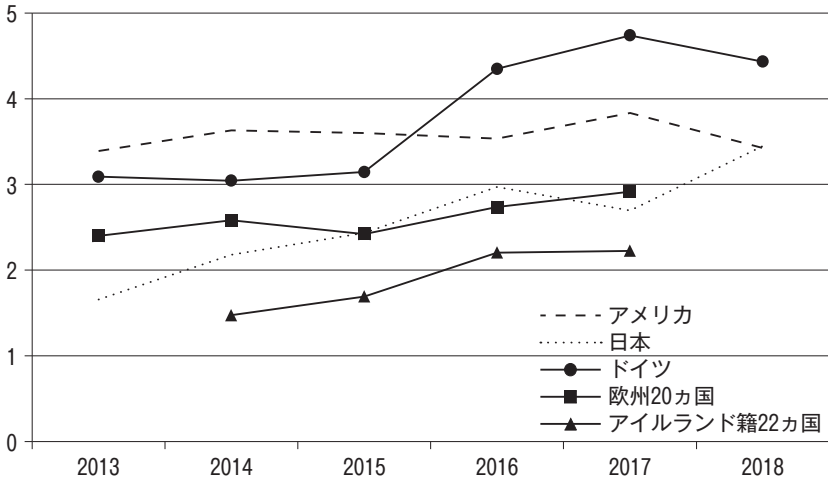
長期投資型では米国はほぼ三・五年程度の水準を維持している。日本は二〇一三年の一・七年から徐々に長期化して二〇一八年には三・四年になり米国並みになった。販売業者に対する短期売買促進姿勢への批判、顧客本位の業務運営施策の推進のおかげかもしれない。今後の動勢を注視した

い。欧州ではドイツが過去三年では四・五年ほどの水準にある。

アイルランド籍二カ国は欧州大陸で販売されているアイルランド籍ファンドである。この二カ国には投信残高が大きい主要国はすべて含まれていて、平均保有年数は一・五〜二・三年と短い。ルクセンブルグ籍ファンドも主として欧州各国で販売されているが、平均保有年数は全ファンド（長期投資型が占める割合は約八割）ベースで一・〇〜一・四年と非常に短い。欧州販売のオフショアファンドは平均保有年数がかなり短いことが確認された。

欧州二〇カ国はルクセンブルグ、イギリスを含むが、アイルランド、フランス、ドイツは含まないもので、平均保有年数は二〜三年である。欧州二〇カ国のうちルクセンブルグは純資産額ベースで約半分を占めている。次に占有率が高いイギ

図表7 日米欧の長期投資型ファンドの平均保有年数



〔出所〕 各国および国際的な投資協会、金融監督当局、中央銀行の統計より筆者が計算

リスに関して全ファンド（長期投資型が占める割合は約八割）は二〇一五年までのデータしか入手できなかったが、概ね四〜四・五年であった。これらのことから、欧州の多くの国における自国籍の長期投資型ファンドの平均保有年数は、ドイツ・イギリス並みで四〜四・五年程度と推測しても大きな間違いはなさそうである。

総じて日本の投資信託の平均保有年数は長期化の傾向が見られるものの、さらに一年ほど長期化して欧州自国籍ファンド並みとなることを目指していたとしたいところである。

（注）

(1) 国によってはファンド運用だけでなく投資一任運用も含めて協会が構成されていることがあるため、投資協会ではなく投資協会という用語を使用した。

(2) 本稿は明田雅昭（二〇一九）を要約したものである。本稿中の事実認識・意見はすべて筆者個人の私見であり、日

投信平均保有年数の日米欧比較

- 本証券経済研究所を代表したものではない。
- (3) International Investment Funds Association
- (4) IIFAによれば、この統計は可能な限りファンドオブファンズを除外したもののだが、日本、フランス、ルクセンブルグを含む十二カ国では除外できていない。日本のファンドオブファンズは私募ファンドあるいは外国籍ファンドを組み入れているので、公募ファンド集計額では重複はないが、公募と私募を合算すると重複が生じる。
- (5) 実際には純資産額と解約・償還額の月次データを四半期毎に集約してから計算した。
- (6) Investment Company Institute
- (7) 純資産額、償還額の原文の項目名は各々、Total net assets、Redemption。
- (8) European Fund and Asset Management Association
- (9) European Securities and Markets Authority
- (10) ESMA Annual Statistical Report, "Performance and costs of retail investment", January 2019
- (11) German Investment Funds Association
- (12) 純資産額、純流入額、販売額の原文の項目名は各々、Fondsvermogen、Mittelzufluss、Mittelzufluss (Verkauf von Anteilen)。
- (13) Association Française de la Gestion Financière
- (14) Autorité des marchés financiers
- (15) Investment Association
- (16) Individual Saving Accounts
- (17) 販売額、解約額の原文の項目名は各々、Gross Sales、Repurchases。
- (18) 仮に純資産額の三〇％を機関投資家が保有していて平均保有年数が五年であるとした場合、簡易的な計算によると、個人投資家の平均保有年数は全ファンドより〇・七〜一・一年だけ短くなる。
- (19) ALFI、Association of Luxembourg Fund Industry
- (20) CSSF、Commission de Surveillance du Secteur Financier
- (21) 純資産額、発行額、償還額の原文の項目名は各々、Actifs nets、Emissions、Rachats。
- (22) Irish Funds Industry Association
- (23) 純資産額、発行額、償還額の原文の項目名は各々、Closing Position、Issuance、Redemptions。
- (24) 純流入額、販売額、償還額の原文の項目名は各々、Net Sales、Gross Sales、Redemptions。
- (参考文献)
- 明田雅昭(二〇一九)「日米欧の投資信託平均保有年数」、日  
本証券経済研究所、トビックス



(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)