

日米欧の投資信託平均保有年数

令和元年 7 月 22 日

明田雅昭

(日本証券経済研究所)

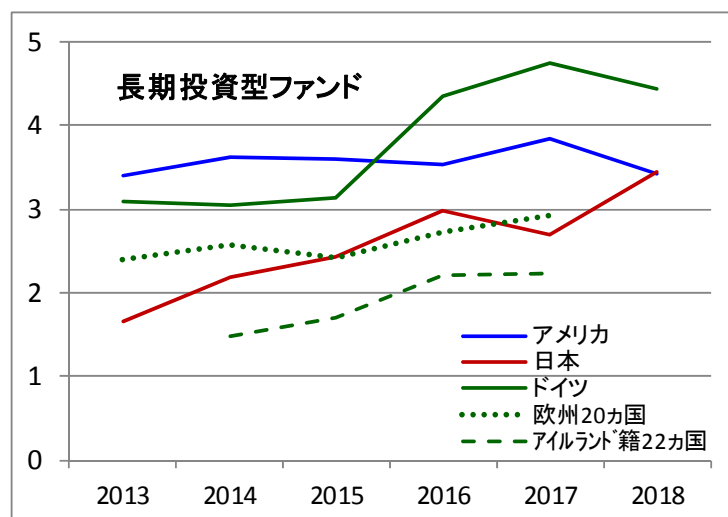
日米欧の投資信託平均保有年数

(要約)

日本の金融業界では顧客本位の業務運営政策が推進されており、課題の一つに投資信託の短期売買の抑制がある。投資信託の平均保有年数が重要な KPI となるが、これは純資産額と解約額から計算される。統計データ開示が豊富な日米では平均保有年数は簡単に計算できる。一方、欧州では、投資信託の統計データ開示は純資産額と純流入額が基本になっており、純流入額データの基礎となる設定額および解約額は開示されていないのが普通である。このため、欧州における投資信託の平均保有年数のデータを見る機会は今まで極めて限られていた。

本論文では、欧州各国の投資協会、金融監督庁、中央銀行のホームページなどから投資信託の解約データの情報を採り出して平均保有年数の計算を試みた。主たる対象は個人投資家向けのファンドで、流動性の高い有価証券投資の株式型ファンド、債券型ファンド、バランス型ファンドおよびこれら 3 つを合計した長期投資型ファンドの 4 種類とした。

次のグラフは長期投資型ファンドの過去 6 年の平均保有年数である。約 3.5 年の水準を維持している米国に対して、長期化傾向の日本がようやく追いついた状況のようである。欧州に関しては、ドイツが最近 3 年では 4.5 年ほどの水準である。アイルランド籍 22 カ国はアイルランド籍オフショアファンドの平均保有年数で 1.5～2.3 年と短い。欧州 20 カ国には平均保有年数がさらに短いルクセンブルグのオフショアファンドが大きなウェイトを占めている。このため欧州各国の自国籍ファンドの直近の平均保有年数はドイツ並みで 4.5 年程度と推測される。



日本の投資信託平均保有年数は、近年、長期化してきているが、あと 1 年の長期化によって欧州の自国籍ファンドと同様な水準になることを期待したい。

日米欧の投資信託平均保有年数

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

1. はじめに

2017年来、日本では金融事業者「顧客本位の業務運営」が強く求められるようになって¹いる。これは「経済の持続的な成長及び国民の安定的な資産形成を図る」ためには、「金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関（金融事業者）が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）に努めることが重要である」という認識の下、推進されているプリンシプルベースの施策である。

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。従来型の投資信託販売では販売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。特に次の3つが顧客本位の業務運営とは言い難い反省すべき課題と認識されている。

- ・顧客の投資目的にあった商品の提供ができていないのではないか
- ・販売手数料、信託報酬など投資信託のコストは高すぎるのではないか
- ・金融事業者の販売姿勢が投資信託の短期売買を助長しているのではないか

これらの課題のうち、定量的な把握が容易なのはコストと短期売買である。この二つについては、従来から世界最大の市場となっている米国の投資信託の情報収集が行われ、日本の投資信託との比較分析が行われてきた。一方で、欧州の投資信託との比較はあまり行われてきていないようだ。米国と違い欧州の情報が十分に入手できないためであろう。

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。欧州はUCITSという統一基準を策定して、クロスボーダーのファンド販売を可能にするなど様々な施策により、制度面では投資信託先進国のイメージがある。しかしながら、欧州の消費者市場評価機関によれば個人投資家向け金融サービスは、継続的に「最もパフォーマンスが劣るサービス」に分類され、「資産運用はEUにおいて最も統一性に欠けるセクター」と酷評する専門家もいる。この事態の改善を図るための基礎として欧州委員会は、2018年に個人投資家向け商品の販売状況に関する包括的な調査を実施して報告書²を発行した。この報告書によれば、欧州における投資信託販売の主体は銀行・保険会社であり、

¹ 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」、平成 29 年 3 月 30 日

² EC[2018.4] European Commission, “Distribution system of retail investment products across the European Union”, April 2018。この報告書の内容を紹介しているのが、明田雅昭、「欧州個人投資家事情～2つのEUレポートを読み解く」、証券経済研究所、トピックスレポート、2019 年 3 月 28 日

専ら自社あるいは系列の運用会社の投資信託の販売に特化し、他社系の投資信託はほとんど販売していないのが一般的である。販売に関してはあたかも日本の10年以上前を見るかのごとくである。この調査では、投資信託のコストに関して整合的・継続的統計データの欠如を嘆きながらも、今回限りの作業によって、投資信託の継続チャージ、入口フィー、出口フィーについて情報収集している。この結果をみると、投資信託のコストに関しては、日本は、米国よりは高いが欧州と比べるとむしろ低めであるように思われる。

一方、投資信託の短期売買については、EC[2018.4]報告書は全くといっていいほど触れていない。短期売買の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。ところが、欧州の投資信託の統計は、専ら純資産額と純流入額だけであり、純流入額データの基礎となる設定額および解約額のデータが開示されることは稀である。EC[2018.4]報告書では、短期売買についての問題意識がそもそも感じられないのである。

本論文は、データが豊富かつ体系的・継続的に公表されている米国および日本の投資信託に加えて、欧州の投資信託の解約データを探し出して、日米欧の投資信託平均保有年数の比較を試みるものである。

2. 比較対象の国とファンド種類

最初に解約データ探しを行う対象の国と対象とするファンド種類の特定を行う。

図表1は2018年末における規制オープンエンドファンド（ミューチュアルファンド、上場投信、機関投資家向けファンドを含む。以下「投資信託³」という）の地域・国別および商品種類別の純資産残高一覧表である。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, International Investment Funds Association）が集約し公表したものである。なお、図表1ではファンドオブファンズの二重計上を可能な限り排除している。

世界全体における純資産残高は46兆6,997億ドル（5,085兆円。108.88円/ドルで換算。以下同様）に達する。ETFは全体の10.0%、機関投資家向けファンドは9.5%を占める。最大のシェアを持つ米国の純資産残高は21兆775億ドル（2,295兆円）であり、日本は1兆8,045億ドル（196兆円）と米国の10分の1以下である。

解約額データは各国のローカル統計から探し出さなければならないが、ファンド分類が国毎に違うために、比較国間での対応付けや統計のカバレッジが曖昧になりかねない。そこで、本論文では純資産額とファンド本数のデータを使って、各国のローカル統計とIIFAの統計を可能な限り対比させることによって、ファンド分類の対応付けやカバレッジの状況が明らかになるように工夫した。

³ 本論文では「ファンド」と「投資信託」は特に言及しない限り同義の用語として使用する

図表 1 世界の規制オープンエンドファンドの純資産残高（2018年末、百万ドル）

地域・国	合計	株式型 ファンド	債券型 ファンド	バランス型 ファンド	MMF	その他等	ETFs	機関投資家 向け
World	46,699,696	19,921,574	10,135,558	5,844,466	6,076,200	4,721,895	4,673,131	4,424,678
Americas	23,639,819	12,402,108	5,581,700	2,237,161	3,221,310	197,538	3,489,312	494,920
Argentina	15,902	629	8,775	2,463	4,034			
Brazil	1,211,436	85,718	661,804	271,955	76,641	115,318	3,002	494,919
Canada	1,163,469	410,734	171,066	544,759	21,633	15,277	115,464	
Chile	52,497	3,325	17,475	9,249	21,373	1,075	181	
Costa Rica	2,119	11	122		1,986			
Mexico	109,729	12,893	22,655	15,577	58,604			
Trinidad & Tobago	7,131	73	5,867	1,191				1
United States	21,077,536	11,888,725	4,693,936	1,391,967	3,037,039	65,868	3,370,665	
Europe	16,478,499	4,661,215	3,924,962	3,237,839	1,448,542	3,205,942	714,815	3,091,032
Austria	165,036	22,536	72,916	53,270	37	16,277		97,908
Belgium	98,098	44,655	9,931	18,684	4,937	19,891	1,545	
Bulgaria	822	189	86	532	1	14	17	
Croatia	2,977	249	1,355	132	1,103	138		
Cyprus	2,803	855	61	167		1,720		
Czechia	12,514	1,922	3,254	5,602	306	1,430		
Denmark	138,232	55,370	66,416	15,170	38	1,238		
Finland	100,005	42,295	41,389	8,807	1,788	5,726	263	
France	2,074,766	333,502	308,934	362,498	373,736	696,097	44,215	
Germany	2,198,505	311,155	520,621	950,269	8,928	407,534	53,549	1,788,517
Greece	4,744	893	1,754	1,479	605	11	11	
Hungary	15,486	975	3,066	1,051	2,163	8,232	6	1,335
Ireland	2,772,568	730,187	602,879	131,093	558,719	749,690	417,964	611,615
Italy	236,504	22,119	52,139	80,570	3,651	78,026		2,692
Liechtenstein	50,871	10,443	10,291	17,935	3,570	8,632		
Luxembourg	4,654,017	1,346,229	1,364,415	1,017,089	383,452	542,832	187,085	588,742
Malta	3,185	300	1,369	752	55	707		150
Netherlands	858,681	356,870	258,439	19,084		224,289	2,060	
Norway	138,053	68,171	47,819	7,921	12,802	1,340		
Poland	39,769	6,327	9,987	6,992	15,736	727		
Portugal	13,572	1,423	1,873	712	408	9,156		
Romania	4,726	109	2,184	236		2,197	1	
Slovakia	7,563	449	1,963	3,648		1,503		73
Slovenia	2,750	1,635	191	834	90	1		
Spain	324,856	91,942	82,319	104,496	7,786	38,313	327	
Sweden	336,156	219,207	37,235	51,252	23,390	5,071	3,442	
Switzerland	530,976	182,887	159,681	135,298	17,859	35,251	4,300	
Turkey	7,407	379	2,975	580	2,136	1,336	30	
United Kingdom	1,682,857	807,942	259,420	241,686	25,246	348,563		
Asia and pacific	6,426,383	2,822,155	623,823	295,017	1,383,546	1,301,841	469,004	838,726
Australia	1,946,433	852,975	68,375			1,025,082		
China	1,768,597	120,149	329,770	198,250	1,110,144	10,285	84,635	
Chinese Taipei	78,938	15,874	11,655	4,078	22,587	24,743	23,526	
India	296,868	103,395	75,272	25,568	63,592	29,042	15,952	
Japan	1,804,509	1,647,853	40,244		100,186	16,226	308,243	838,726
Korea, Rep. of	463,144	71,327	92,112	24,562	80,615	194,527	36,619	
New Zealand	59,364	7,157	4,734	41,613	4,127	1,734		
Pakistan	3,653	1,349	4	362	1,735	202		
Philippines	4,877	2,076	1,657	584	560		29	
Africa	154,995	36,096	5,073	74,449	22,802	16,574		
South Africa	154,995	36,096	5,073	74,449	22,802	16,574		

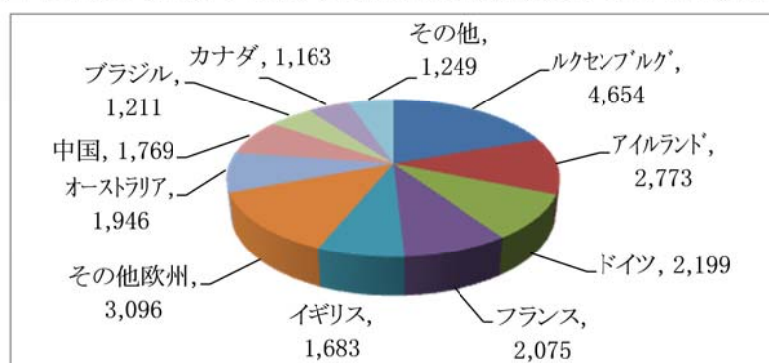
(注1) 本統計ではファンドオブファンズは日本、フランス、ルクセンブルグを含む十二カ国で除外できていない。
日本のファンドオブファンズでは私募ファンドあるいは外国籍ファンドを組み入れているので、公募ファンドの
集計額では重複はないが、公募と私募（機関投資家向け）を合算すると重複がある

(注2) 「その他等」はIIFA本来の分類である「元本保証型」、「不動産ファンド」、「その他」を合計したものである

[出所] 国際投資信託協会 (IIFA)

図表2は日米を除いて、1兆ドルを超える国と「その他欧州」および「その他」の純資産残高を図示したものである。「その他」は、日米と欧州および欧州以外の4ヵ国を除いた国々の集計である。欧州は日米を除く世界全体の69.2%を占める。各国の純資産残高の大きさに鑑みて、本論文ではルクセンブルグ、アイルランド、ドイツ、フランス、イギリスの5ヵ国を解約データ探しの対象国とすることにした。

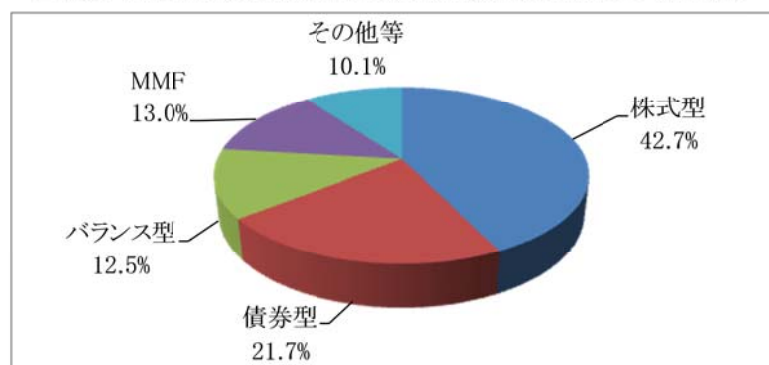
図表2 日米除く地域・国別の投資信託純資産残高(2018年末、10億ドル)



[出所] 国際投資信託協会 (IIFA)

図表3は世界の投資信託を商品種類で分類して内訳をみたものである。株式型、債券型、バランス型の3つで4分の3以上を占める。これら3つとMMFおよびその他等の商品では流動性や投資目標の性格が異なることもあり、本論文ではデータが把握できる場合は株式型、債券型、バランス型の投資信託を対象にして解約率と平均保有年数を算出した。これら3つを集計したものを長期投資型と呼んで、これも計算対象に加えた。なお、売却が必ずしも解約にならないETFや、純資産額が二重計上になるファンドオブファンズも可能な場合は除外した。本論文では個人投資家向けファンドに主な関心があるため、可能な場合は機関投資家向けファンドも除外した。

図表3 世界の投資信託の商品種類別構成(2018年末、%)



[出所] 国際投資信託協会 (IIFA)

3. 日本の投資信託の平均保有年数

解約率および平均保有年数計算の対象とした日本の投資信託について説明する。

図表4の左段は国際投資信託協会(IIFA)の現地通貨建ての純資産額とファンド本数で、中段は日本の投資信託協会の商品分類名称および純資産額と本数である。投資法人の帰属を調整するとIIFAと投資信託協会で純資産額と本数の両方とも一致することが分かる。IIFAでBond fundsに分類されているのは、日本の分類では公社債投信(商品種類名称の後に☆印を付した三つの合計でMRF、MMFは含まれない)である。アクティブないしパッシブの運用で専ら債券に投資するファンドは契約型証券投信の中の株式投信の一部として国内債券、海外債券、内外債券という細分されたカテゴリーに分類されている。

本論文での分析は個人投資家向けを意図したものであるため、対象は公募の契約型証券投信の中の株式投信に限定し、その中でも株式、債券、資産複合(バランス型)の投信を国内、海外、内外の3つの分野から抽出して集計した。結果、分析対象投信は、株式は2,304本、債券は1,751本、バランス型は1,238本となった。純資産額計は各々57.221兆円、16.384兆円、10.886兆円である。

図表4 分析対象とした投資信託とIIFA分類との対応(2018年末)

IIFA(現地通貨建て)			投資信託協会			投資信託協会		
分類	純資産額	本数	分類	純資産額	本数	分類	純資産額	本数
Total	196,484	12,294	総合計	206,129	12,360	国内株式(A)	41,310	1,034
			下記①と②の合計	196,484	12,294	国内債券(B)	2,859	208
			公募投信	114,797	6,186	国内不動産投信	3,613	126
			契約型証券投信①	105,159	6,120	国内その他資産	32	3
			株式投信★	93,551	6,006	国内資産複合(C)	753	66
			単位型	635	223	国内	48,567	1,437
ETF	33,563	183	追加型	92,917	5,783	海外株式(A)	7,419	853
			ETF	33,563	183	海外債券(B)	9,960	1,202
			ETF以外	59,354	5,600	海外不動産投信	3,277	219
			公社債投信	11,608	114	海外その他資産	479	168
			単位型☆	4	14	海外資産複合(C)	1,306	194
MMF	10,909	12	追加型	11,604	100	海外	22,443	2,636
			MRF	10,909	12	内外株式(A)	8,493	417
			MMF	0	0	内外債券(B)	3,564	341
			その他☆	695	88	内外不動産投信	1,164	90
			投資法人	9,638	66	内外その他資産	493	107
Insti-tutional	91,325	6,174	私募投信	91,332	6,175	内外資産複合(C)	8,828	978
			除く証券投資法人②	91,325	6,174	内外	22,542	1,933
			契約型証券投信	89,558	6,142	株式投信合計	93,551	6,006
			株式投信★	85,875	5,267	(A)株式	57,221	2,304
			公社債投信☆	3,683	875	(B)債券	16,384	1,751
Real Estate	1,767	32	証券投資法人	7	1	(C)資産複合	10,886	1,238
Equity	179,427	11,273	不動産投資法人	1,767	32	長期投資	84,491	5,293
Bond	4,382	977	★株式投信合計	179,427	11,273			
			☆公社債投信合計	4,382	977			

(純資産額の単位は10億円)

(注) 投資法人は前月データで発表されるが、この表では1ヶ月後のデータで補正している

[出所] 国際投資信託協会(IIFA)、投資信託協会

公募株式投信の中にはファンドオブファンズ（FoFs）と ETF があり、日本では図表 5 のように大きなシェアを持つ。ただし、公募の FoFs は私募投信か外国籍ファンドを組み入れているため公募投信の統計では二重計上は発生しない。このため公募投信の範囲で分析する限り、FoFs は通常の公募投信と同じとみてよい。ETF は株式型、債券型、バランス型のすべてについて存在し、各カテゴリーの中でこれらを分離できないので「株式型除く ETF」などの統計は得られない。さらに株式・債券・バランス型の分類に入らない金や原油の ETF もあるため、「長期投資型除く ETF」の統計を得ることもできない。データ分析が可能なのは「公募株式投信除く ETF」だけである。

図表5 公募株式投信に占めるETFとFoFsの割合

年	公募株式投信		(金額:10億円)					
	純資産額	(本数)	内FoFs	シェア	(本数)	内ETF	シェア	(本数)
2011	46,762	(4,017)	16,305	35%	(1,028)	2,729	6%	(95)
2012	52,914	(4,209)	19,437	37%	(1,201)	4,215	8%	(104)
2013	65,027	(4,756)	23,788	37%	(1,577)	8,091	12%	(110)
2014	77,095	(5,242)	29,053	38%	(1,825)	10,616	14%	(123)
2015	81,738	(5,684)	26,714	33%	(2,047)	16,165	20%	(145)
2016	83,023	(5,939)	23,976	29%	(2,127)	20,347	25%	(155)
2017	97,433	(6,032)	26,357	27%	(2,165)	30,795	32%	(180)
2018	93,551	(6,006)	22,878	24%	(2,173)	33,563	36%	(183)

[出所] 投資信託協会資料より筆者が計算

日本の投資信託協会は図表 4 の右段にある商品種類別に、図表 6 の11項目についてデータを開示しており、2019年6月現在、協会ホームページから2010年3月以降の月次データが取得できる。

図表6 日本の投資信託協会が発表している商品分類別のデータ項目

設定額	Sales	(A)
解約額	Repurchases	(B)
解約率	Rate of Repurchases	
償還額	Redemptions	(C)
資金増減額	Amount of Assets Flows	(D)=(A)-((B)+(C))
収益分配額	Profit Distributions	(E)
運用増減額	Amount of Management Results	(F)
純資産増減額	Compared with Previous Term	((D)-(E)+(F))
増減率	Rate of Change	
純資産総額	Total Net Assets	
ファンド本数	Number of Funds	

[出所] 投資信託協会

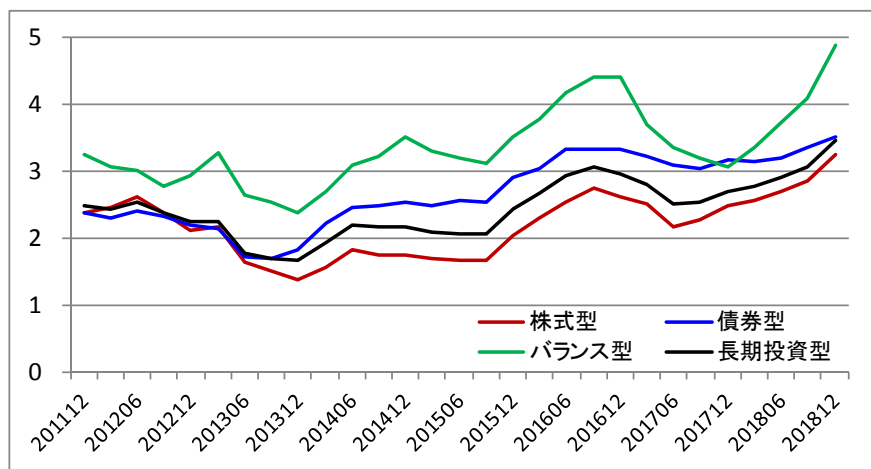
図表 6 にある「解約率」は月率値で、当月の解約額を前月末の純資産総額で除したものである。業界で一般的に使われている解約率は年率の値で、次の式で計算することが多い⁴。

⁴ 例えば、金融庁「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」、2018年9月26日のp8、杉田浩治著「投資信託の世界」、きんざい、2019年1月11日のp151など

$$\text{年間解約率} = \frac{\text{過去12ヶ月の解約額と償還額の合計}}{\text{12ヶ月前と当月の月末純資産額の平均}}$$

本論文では、この定義に基づいて年間の解約率を計算し、その逆数をとって平均保有年数とした。商品種類別に四半期毎に計算した結果は図表7のようになった。株式型が最も短く、バランス型が最も長く保有されている。2017年に一時的に短期化したが見られる。株式型、債券型、バランス型の3つを集約した長期投資型でみると2017年第2四半期に2.5年まで短期化したが見られるが2018年末には3.45年まで長期化した。

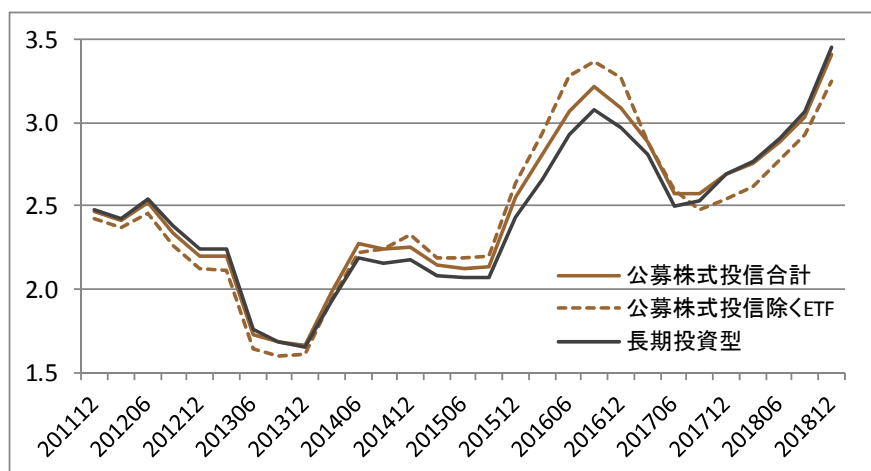
図表7 日本の投資信託のファンド種類別の平均保有年数



[出所] 投資信託協会資料より筆者が計算

次に公募株式投信合計と、それからETFを除いた場合の平均保有年数を計算し、長期投資型と比較してみたのが図表8である。日本の場合はETFを除外してもしなくても平均保有年数には大きな差はないことが確認された。

図表8 公募株式投信の平均保有年数



[出所] 投資信託協会資料より筆者が計算

4. 米国の投資信託の平均保有年数

国際投資信託協会（IIFA）の商品種類別純資産額を米国投資会社協会（ICI, Investment Company Institute）の統計と比較してみると、ミューチュアルファンドとETFを合算した金額は一致しており、ICIでは商品種類別にミューチュアルファンドとETFの内訳を確認できる。例えば、図表9から、株式型はIIFAでは11兆8,887億ドルとなっているが、ICI統計では、ミューチュアルファンドが9兆2,248億ドルで、ETFが2兆6,640億ドルとなっている。つまりIIFAで表示されている株式型の純資産のうち77.6%がミューチュアルファンドである。同様に債券型では86.5%、バランス型では99.4%、三つを合計した長期投資型では81.6%がミューチュアルファンドである。

ETFは上場証券であるため、投資家が保有するETFを売却しても、そのことが必ずしもETFの償還になるわけではない。このため、投資家による購入・売却（あるいは設定・償還）においてミューチュアルファンドとETFを同じように扱うことは好ましくなく、別々に扱うべきである。本論文ではETFは除外し、ミューチュアルファンドだけで平均保有年数を計算した。なお、米国のように解約データ面においてミューチュアルファンドとETFを別々に扱えるような商品種類別統計を発表している国は他には見当たらない。

図表9 IIFAと米国ICIの商品種類対応と純資産額（2018年末、10億ドル）

IIFAによる米国の 商品種類別の純資産額	米国ICIによる商品種類別の純資産額			カバー 比率
	MF+ETF計	Mutual Funds	ETF	
Total 21,077.5	21,077.5	Total 17,706.9	Total 3,370.7	
Equity 11,888.7	11,888.7	Equity 9,224.8	Equity 2,664.0	77.6%
		Domestic 6,798.7	Domestic	
		World 2,426.1	Broad-based 1,606.0	
			Sector 332.6	
			Global/Int'l 725.3	
Bond 4,693.9	4,693.9	Bond 4,061.8	Bond 632.1	86.5%
		Taxable 3,386.4		
		Municipal 675.4		
Blanced/Mixed 1,392.0	1,392.0	Hybrid 1,383.3	Hybrid 8.7	99.4%
MMF 3,037.0	3,037.0	MMF 3,037.0		
		Taxable 2,891.8		
		Tax-exempt 145.3		Long term
Others 65.9	65.9		Commodoties 65.9	81.6%
ETF 3,370.7				

[出所] 国際投資信託協会(IIFA)、米国ICI Fact Book 2019

ICIはこれらのミューチュアルファンドの資金流出入について、図表10のような項目でデータを開示している。Sale（販売額）もRedemption（償還額）も通常のものに加えて、同一ファンドグループ内でのスイッチングによる販売額と償還額のデータも取得できる。

ICI FACT BOOKでは償還率を

$$\text{償還率} = \frac{\text{期中の償還額}}{\text{期初と期末の純資産額の平均}}$$

と定義して計算している。これは日本での平均保有年数を計算する基礎となる解約率の定義と同じである。ただし、償還額として通常の償還額（③）を使った償還率（**narrow redemption rate**）と同一グループ内スイッチング分も含めた償還額（③+④）を使った償還率（**broad redemption rate**）の二つが記載されている。

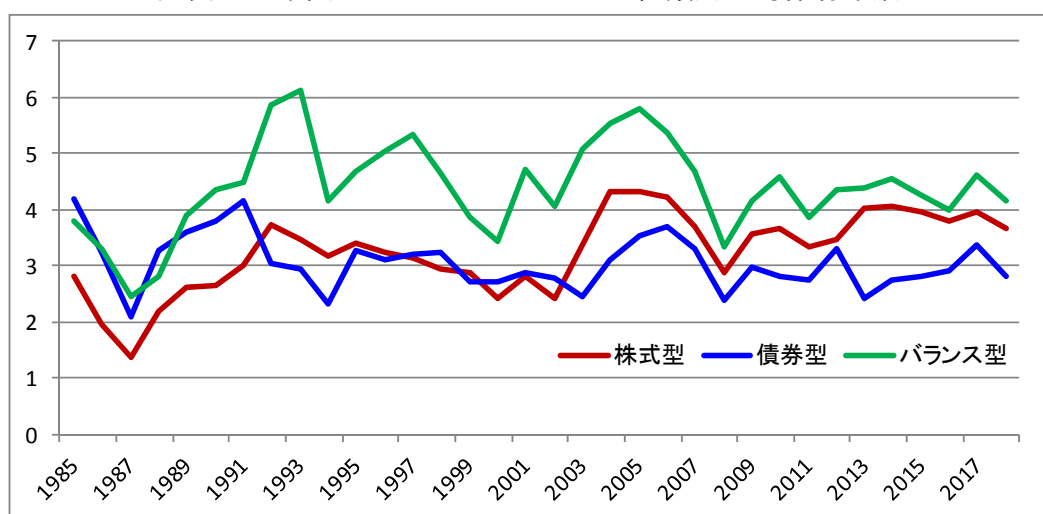
図表10 設定・解約項目の定義

項目名	説明
Net new Cash flow	(①+②) - (③+④)
Sale	販売額
New + exchange	①+②
New	①ミューチュアルファンド・シェアの新規購入金額で、配当再投資分は含まない
Exchange	②同じファンドグループ内でのスイッチングにより購入されたシェアの金額
Redemption	償還額
Regular + exchange	③+④
Regular	③シェアの通常の償還額
Exchange	④同じファンドグループ内での他のファンドへのスイッチングによるシェアの償還額

[出所] 米国ICI FACTBOOK 2019

本論文では同一グループ内スイッチング分も含めた統計を採用して、その逆数として平均保有年数を計算した。その結果を図表11に示す。データは年次で1985年から2018年までである。バランス型（Hybrid型）が概ね4年超と最も長いのは日本と同じであるが、債券型の方が株式型よりも短い点は異なる。長期投資型は株式型などと重なって図表が見にくくなるため図表には加えなかった。数字については巻末のデータ集をご覧ください。

図表11 米国ミューチュアルファンドの種類別平均保有年数



[出所] 米国ICI FACT BOOK 2019

5. 欧州の投資信託の平均保有年数

1) 欧州の投資信託データ事情

欧州各国の投資協会は欧州投資信託協会（EFAMA, European Fund and Asset Management Association）や国際投資信託協会（IIFA）にファンドの純資産額などの統計を提供している。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ほとんど皆無である⁵。各国の投資協会のホームページでも、純資産額と純流入額だけが掲載されており、設定額と解約額が別個に掲載されていることは稀である。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・集計して開示することに関心がないようだ。

欧州各国の中央銀行は、ECBの規制（ECB/2013/38）によって、投資ファンドのストック額とフロー額に関する統計情報をECBに提出することが義務づけられている⁶。ECBはこれらの統計情報をホームページで公開しており、国別・商品種類別の情報として投資ファンドの資産と負債およびOutstanding amountとtransactionのデータが取得できる。この統計データの収集と編集の仕様を定めたECBのマニュアル⁷によれば、

Transactions in Investment Fund shares/units

$$= (\text{Subscriptions} - \text{Redemptions}) + (\text{Property income} - \text{Management charges})$$

と定義されていて、transactionは設定額から解約額を控除し、利子・配当を加算し運用コストを控除したもので純流入額に相当する。ECBにおいても設定額や解約額のデータは見つからなかった。

欧州市場監督局（ESMA）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⁸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。このために設定額と解約額のデータが別個に必要なのだが、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。ESMA報告書では、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⁹。

本章では国毎に解約額データを探索し、見つかった場合に平均保有年数を計算する。

⁵ EFAMA の FACT BOOK 2018 で初めて Net だけではなく Gross の Flow も表示したチャートが登場した。これは 5 章 7 節で詳述する

⁶ ECB ホームページの Investment fund statistics のセクションによる

⁷ ECB, “Manual on investment fund statistics based on regulation ECB/2013/38 and guideline ECB/2014/15), December 2017

⁸ ESMA[2019.1], ESMA Annual Statistical Report, “Performance and costs of retail investment products in the EU 2019”, 10 January 2019

⁹ 販売額と解約額のデータが利用できず、純流入額しか利用できないため、設定・解約にかかるコストは、「入口フィー×Max(純流入額,0)−出口フィー×Min(純流入額,0)」として計算していた

2) ドイツ

ドイツにおける資産運用額の構成はオープンエンドの公募ファンドが4,730億ユーロ、スペシャルファンドと呼ばれる機関投資家向けファンドが1兆5,890億ユーロ、投資一任運用が3,520億ユーロである（2018年末現在）。ファンド運用の規模では拮抗するフランスを上回り欧州一であるが、その77%が機関投資家向けである。機関投資家向け運用でもファンドは投資一任より大きく82%を占めている。このように機関投資家運用でファンドが大きな役割を担っている点は他の国と際だって異なる特徴である。

ブンデスバンクの資本市場統計月報に掲載されている国内の商品分類に基づく純資産額とファンド本数を図表12の右側のパネルに示した。これを国際投資信託協会（IIFA）の分類と対応すべく再編集したのが左側のパネルである。

図表12 オープンエンド・国内籍ファンドの純資産額と本数

ドイツ国内統計の再編集			ドイツ国内統計月報の原数値		
商品種類	純資産額	本数	商品種類	純資産額	本数
Total含むFoFs	2,061,623	(6,647)	Total	2,061,704	(6,650)
Total除くFoFs	1,922,789	(6,325)	Funds open to public	472,917	(2,591)
Equity	278,586	(905)	Equity	169,943	(729)
Bond	424,983	(1,002)	Bond	65,815	(421)
Balanced/Mixed	943,407	(3,542)	Mixed securities	102,372	(1,099)
MMF	2,625	(17)	MMF	2,625	(17)
			Real estate	95,267	(43)
Real Estate	197,895	(539)	Pension funds	579	(10)
Other funds	75,293	(320)	Other funds	8,115	(63)
FoFs	138,834	(322)	Funds of funds	28,201	(209)
			Specialised funds	1,588,787	(4,059)
			Equity	108,643	(176)
			Bond	359,168	(581)
			Mixed securities	841,035	(2,443)
			Real estate	102,628	(496)
			Hedge funds	3,357	(13)
			Other funds	63,242	(234)
			Funds of funds	110,633	(113)

(注) 純資産額は百万ユーロ
2018年末時点

[出所] ブンデスバンク資本市場統計月報

この左側のパネルをIIFAの商品分類と対比させたのが図表13である。ファンドオブファンズ（FoFs）を含まない形で対比させることが可能であるが、完全一致はしておらず、IIFAの方が金額・本数共に小さい。特にバランス型での対応が悪く金額でも本数でも14%程度の乖離がある。IIFAにデータを提供しているのはドイツ投資信託協会(BVI, German Investment Funds Association)と思われるが、ブンデスバンクが把握している全ファンドのうち、IIFAの商品分類の定義に合わないファンドを「その他」に分類したり除外したりしているのかもしれない。

図表13 国際投資信託協会統計と国内統計との対比

IIFA商品種類	FoFs非分離		FoFs分離			ドイツ国内統計の再編集		
	純資産額	本数	純資産額	本数		商品種類	純資産額	本数
Total Including FoFs	2,029,177	(6,468)	2,029,177			Total含むFoFs	2,061,623	(6,647)
Total Excluding FoFs			1,920,092	(6,149)		Total除くFoFs	1,922,789	(6,325)
Equity	276,963	(954)	271,751	(903)	↔	Equity	278,586	(905)
Bond	455,119	(1,038)	454,691	(1,033)	↔	Bond	424,983	(1,002)
Balanced/Mixed	928,155	(3,342)	829,929	(3,127)	↔	Balanced/Mixed	943,407	(3,542)
Money Market	7,797	(19)	7,797	(19)	↔	MMF	2,625	(17)
Guaranteed/Protected	186	(1)	186	(1)				
Real Estate	184,952	(477)	184,952	(477)	↔	Real Estate	197,895	(539)
Other Funds	176,007	(637)	170,787	(589)	↔	Other funds	75,293	(320)
Fund of funds(FoFs)			109,085	(319)	↔	FoFs	138,834	(322)
内訳								
ETFs	46,768	(112)	46,768	(112)				
Institutional Funds	1,562,024	(3,961)	1,562,024	(3,961)				
Retail(計算)	467,153	(2,507)	467,153	(2,507)				

(注) 純資産額は百万ユーロ
2018年末時点

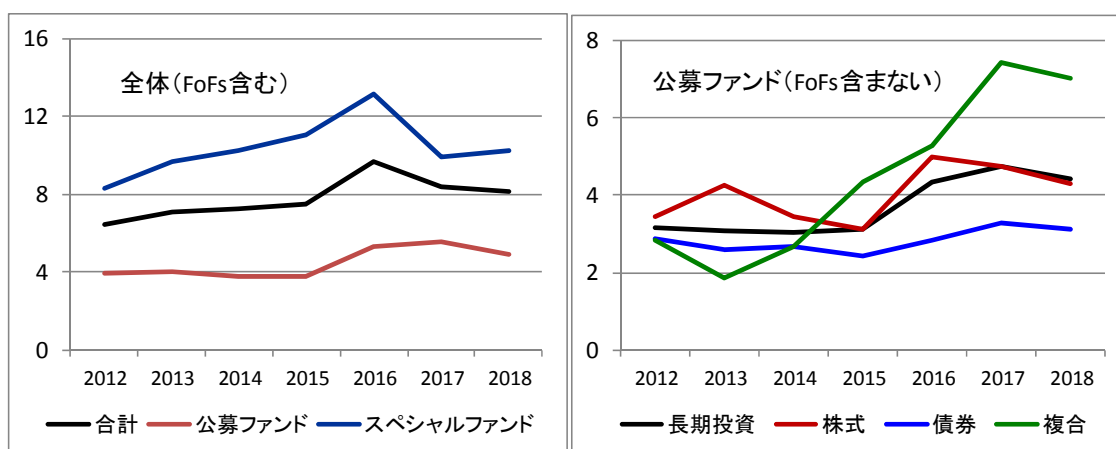
[出所] 国際投資信託協会(IIFA)、ブンデスバンク資本市場統計月報

ブンデスバンク統計では、ファンド種類毎にFondsvermögen (Net asset value、純資産額) と共にMittelaufkommen (Net sales receipts、純流入額) とMittelzufluss(Verkauf von Anteilen, Sales receipts、設定額)のデータが百万ユーロ単位で表示されている。解約額データは表示されていないが、設定額から純流入額を差し引けば解約額が計算できる。

このようにして取得された純資産額と解約額の年次データを用いて、商品種類毎に平均保有年数を計算したのが図表14である。個人投資家向けである公募ファンドは3.5～5.5年であったが、機関投資家向けのスペシャルファンドは9～13年と長期であった。

公募ファンドを商品種類別でみると、債券型が3年程度と短く、株式型は最近では4～5年であった。バランス型は近年、急激に長期化し最近では7年程度になっている。

図表14 ドイツの国内籍オープンエンド投信の平均保有年数



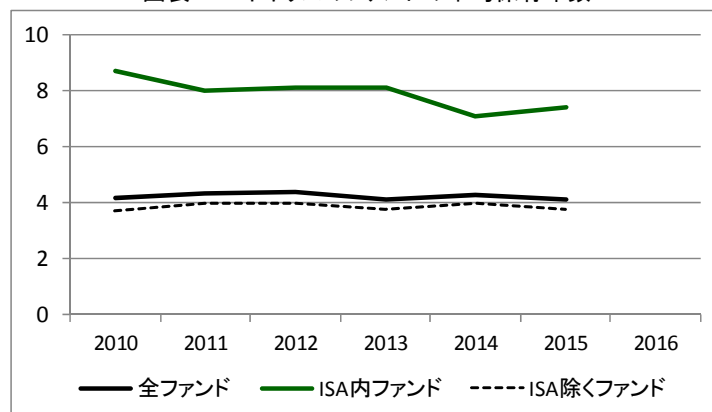
[出所] ブンデスバンク資本市場統計月報

3) イギリス

イギリス投資協会（IA, Investment Association）は、2015年まで全ファンドと個人貯蓄口座（ISA, Individual Saving Accounts）の2つについてだけだが、Funds under management（純資産額）とGross Sales（販売額）とRepurchases（買い戻し額）のデータが開示していた。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も含む。ただし、国内籍のファンドオブファンズは除かれている。外国籍のファンドオブファンズは除かれていないが、国内籍と異なり二重計上の割合が少ないと判断しているためであろう。2015年末における商品種類別ファンドの構成は、株式型が54.0%、債券型が13.6%、マネーマーケットが0.7%、バランス型が12.3%、不動産が3.0%、その他が16.4%であった¹⁰。79.9%が長期投資型であることになる。

全ファンドのデータからISA内ファンドのデータを引き算することにより、ISA除くファンドのデータも得られる。全ファンド、ISA内ファンド、ISA除くファンドの3つについて、平均保有年数を計算した結果は図表15のとおりとなった。全ファンドの平均保有年数は概ね4～4.5年で推移している。ISAは長期の資産形成を目指すためのものであり、実際に7～8年と長期であった。ISA除くファンドは全ファンドと比べて0.3～0.4年ほど短くなっていた。なお、ISAが全ファンドに占める割合は純資産額でみると16～18%程度である。

図表15 イギリスのファンドの平均保有年数



〔出所〕 イギリス投資協会

イギリス投資協会は個人投資家向けファンドと機関投資家向けファンドについて、純資産額は開示していなかったが、販売額と買い戻し額は開示していた。個人投資家向けファンドは販売額でも買い戻し額でも全体の約7割を占めていた。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0.5年以上短くなっているのではないかと推測される。

なお、これらの販売額と買い戻し額のデータは2016年以降の統計発表様式の変更により開示されなくなった。このため2016年以降の平均保有年数は把握できなかった。

¹⁰ これらはファンドオブファンズを各資産型ファンドの中に含んだ上での割合である

4) フランス

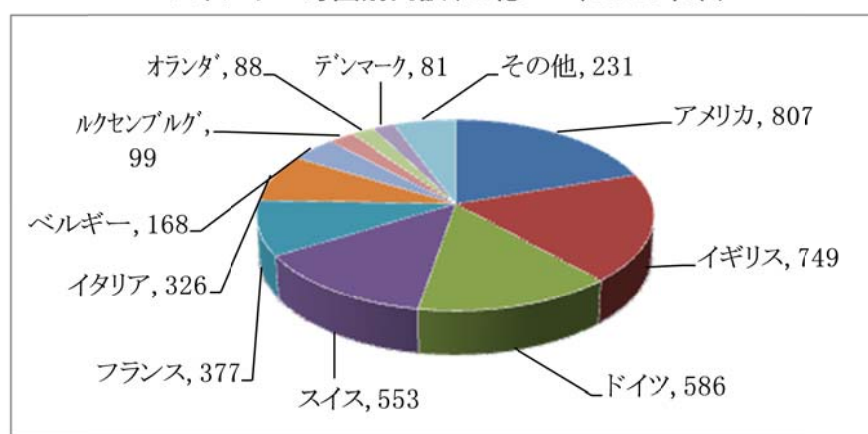
フランスは、ファンド残高ではドイツと拮抗し、投資一任運用ではドイツの5倍近い規模があり、世界で第2位の資産運用大国であると自負している。しかしながら、投資協会（AFG, Association Française de la Gestion Financière）でも、金融監督庁（AMF, Autorité des marchés financiers）でも、フランス中央銀行でも解約額の統計を見つけることはできなかった。

5) 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、2018年末で4兆6,540億ドル（4兆646億ユーロ）になっており、米国に次ぎ世界2位である。このうち機関投資家向けは5,887億ドル（12.7%）、ETFは1,871億ドル（4.0%）である。ルクセンブルグのファンドは個人投資家向けの投資信託が主力であるみなしてよいだろう。

欧州投資信託協会（EFAMA）によれば、欧州籍ファンドのうち、国内ファンド（自国で販売する自国籍のファンド）が58%、里帰りファンド（自国で販売するために他国で設定・登録したファンド）が11%、真の越境ファンド（他国で販売するために他国で設定・登録したファンド）が31%である¹¹。このような里帰りファンドや真の越境ファンドの設定・登録地になっているがルクセンブルグとアイルランドである。

図表16 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)



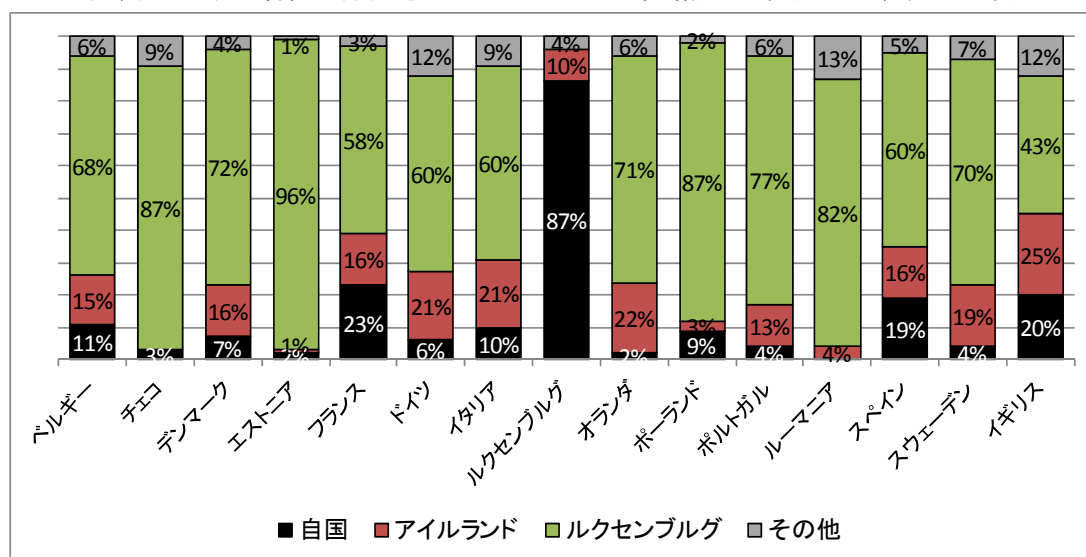
[出所]ルクセンブルグファンド協会(ALFI)

図表16はルクセンブルグ籍ファンドのスポンサー国の分布を示したものである。アメリカと欧州主要国のスポンサーがルクセンブルグで多額のファンドを設定していることが分かる。ルクセンブルグ自国のスポンサーは989億ユーロ（2.4%）に過ぎない。

¹¹ EFAMA FACT BOOK 2018, 3.7 Cross-border fund business (p44)。データは2017年末時点

これらのルクセンブルグ籍ファンドの純資産額のうち海外の投資家が保有している金額は不明であるが、各国でのルクセンブルグ籍ファンドの登録シェア数比率は図表17のように圧倒的である。ルクセンブルグ籍ファンドが欧州を中心に多くの国の投資家によって保有されていることが推測される。つまり、ルクセンブルグ籍ファンドの投資家および販売の特徴は、ルクセンブルグ国ではなく、欧州全般の投資家および販売の特徴を表しているものと見なせるだろう。

図表17 欧州各国で販売されているファンドの国籍別比率(シェア数、2017年)



(注) 各国で販売されている個人投資家向け投資ファンドのシェア・クラス数の国籍別比率
[出所] EC[2018.4]のGraph 12

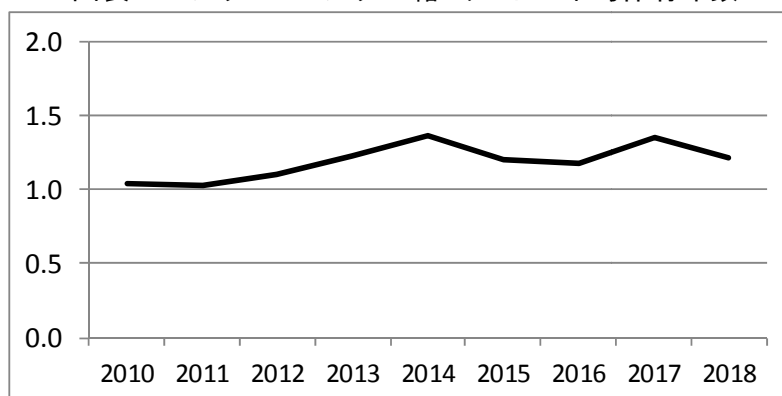
ルクセンブルグファンド協会（ALFI、Association of Luxembourg Fund Industry）のホームページでのファンド関連統計の開示は極めて限定的で、解約額のデータは開示されていなかった。一方、ルクセンブルグ金融監督委員会（CSSF、Commission de Surveillance du Secteur Financier）のホームページでは、全ファンド合計に関して、月次でActifs nets（Net Assets、純資産額）、Emissions（Issuance、発行額）、Rachats（Redemptions、償還額）のデータが取得できる。CSSFの純資産額とファンドユニット数はEFAMAの統計と一致し、国際投資信託協会（IIFA）のファンドオブファンズを除く統計とも一致している。EmissionsからRachatsを差し引いた金額を、2014年から2017年まで確認したところ、EFAMA統計のNet Salesと一致している。このことからRachatsを解約額とみて間違いのないであろう。なお、金融監督委員会の開示データの中には株式型や債券型など商品種類別の統計はなかった¹²。

全ファンド合計の年次の純資産額と解約額から平均保有年数を算出したのが図表18である。平均保有年数は1.0～1.4年程度で、非常に短期かつ安定的である。毎月の発行額と償

¹² 契約型の FCP や会社型の Sicav などファンドの法的形態別については純資産額、発行額と償還額の月次データが開示されている

還額の前月末純資産額に対する比率は、特に季節性もなく安定的に6～8%程度で推移している。発行および償還に関するこの安定性を生む何らかの制度的あるいは慣習的な要因があるのかもしれないし、様々な国に分散していることから均された結果なのかもしれない。今回はこの要因を明らかにすることはできなかった。

図表18 ルクセンブルグの籍ファンドの平均保有年数



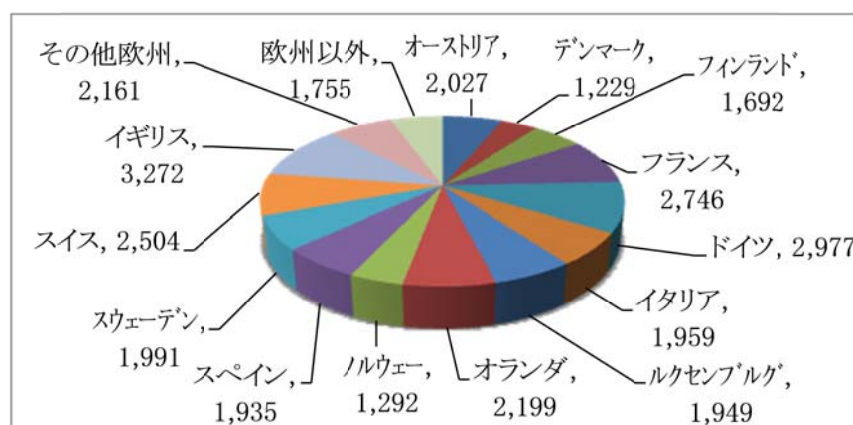
[出所] ルクセンブルグ金融監督委員会(CSSF)

6) 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の基地国である。オープンエンドファンドの純資産額は2018年末では2兆7,726億ドル（2兆4,214億ユーロ）で、このうち機関投資家向けは4,180億ドル（15.1%）、ETFは6,116億ドル（22.1%）である。ETFの設定・運用では欧州1位である。海外でのアイルランド籍ファンドの国別登録数は図表19のとおりであり、全31,688登録のうち29,933本（94.5%）が欧州での登録である。

ルクセンブルグと同様にアイルランド籍ファンドの投資家および販売の特徴は、アイルランド国ではなく欧州全般の投資家および販売の特徴を表すものと見なせるだろう。

図表19 アイルランド籍ファンドの国別登録数(2018年12月)



[出所] リフィニティブとPwC分析

アイルランド中央銀行（CBI, Central Bank of Ireland）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・商品種類別のClosing Position（純資産額）、Issuance（発行額）、Redemptions（償還額）のデータをEXCELシートでダウンロードすることができる。本論文執筆時点に取得できたデータは2014年から2017年までの16四半期であった。最初にこのCBIデータの特性を確認する。

CBIデータではファンドをBond,Equity,Hedge,Mixed,Other,Real Estateの6種類に分類して集計している。目論見書など公開資料に基づき、株式に70%以上投資するファンドはEquity型に、債券に70%以上に投資するファンドはBond型に、株式と債券に投資しいずれかの資産を重視するとはしていないファンドはMixed型に分類している。いずれもファンドオブファンズを含むとしている。CBIデータの商品種類にはMMFはなく、図表20のとおり、欧州投資信託協会（EFAMA）のアイルランド籍ファンドの中からMMFを除外したものと比較すると毎年の純資産額は0.2%以内の誤差で一致する。

図表20 CBIとEFAMAでの純資産額の比較(MMFは除く)

	2014	2015	2016	2017		2014	2015	2016	2017
全ファンド					バランス型				
EFAMA	1,276.9	1,431.4	1,606.5	1,909.2	EFAMA	63.9	82.2	93.6	106.1
CBI	1,276.5	1,431.4	1,610.4	1,911.4	CBI	140.8	178.8	202.5	225.6
乖離	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	乖離	120%	118%	116%	113%
株式型					その他				
EFAMA	439.0	495.1	548.1	657.0	EFAMA	416.4	488.8	540.4	606.0
CBI	496.9	562.2	612.3	731.6	CBI	192.8	237.9	281.2	320.2
乖離	13%	14%	12%	11%	乖離	-54%	-51%	-48%	-47%
債券型									
EFAMA	357.5	365.2	424.5	540.4					
CBI	446.0	452.6	514.4	634.1					
乖離	25%	24%	21%	17%					

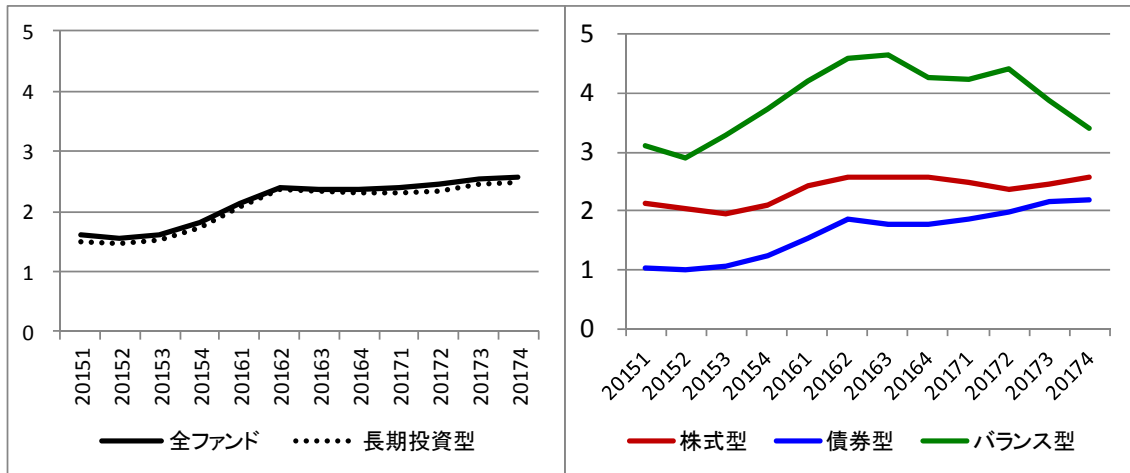
(金額単位:10億ユーロ)

[出所] アイルランド中央銀行(CBI)、欧州投資信託協会(EFAMA)

商品種類別にEFAMAとCBIで純資産残高を比較してみると、株式型で10%強、債券型で最大25%の誤差がある。バランス型に至ってはCBIの方がEFAMAの倍以上の残高になっている。その分、その他がCBIでは半分程度になっている。アイルランドファンド協会（Irish Funds Industry Association）がEFAMAに報告する際に、EFAMAの商品分類定義に合うようファンドの商品種類別の所属を調整していて、株式型、債券型、バランス型からその他に移動しているファンドが多いのではないかと推測される。

全ファンドおよび商品種類別で純資産額と償還額を集計して平均保有年数を計算すると図表21のようになった。全ファンドと長期投資型の両方とも、最近では2.5年程度で、ルクセンブルグ籍ファンドほどではないにしても決して長いとはいえない。各国において自国籍ファンドとオフショアファンドとでは投資における役割・位置づけが異なり、オフショアファンドは短期売買されやすいという事情があるのかもしれない。商品種類別でみると、バランス型が長く債券型が短いところは他の国と同じ傾向であった。

図表21 アイルランド籍ファンドの平均保有年数



[出所] アイルランド中央銀行 (CBI)

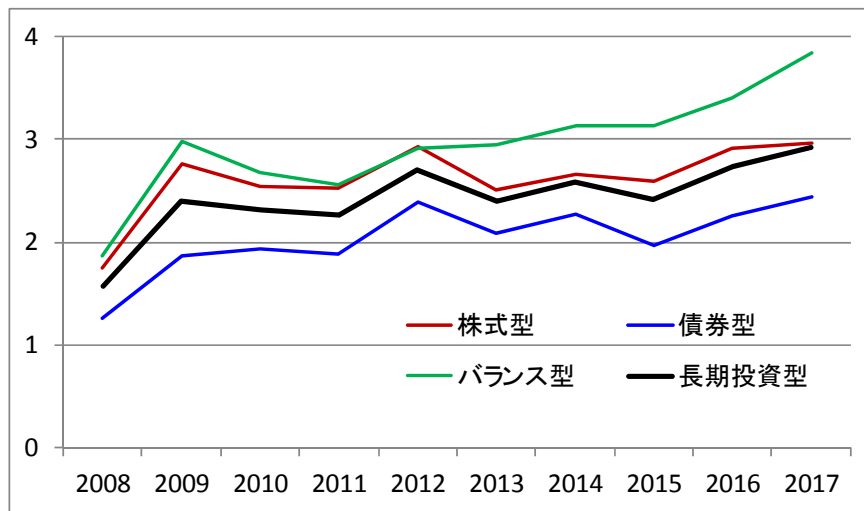
7) 欧州20カ国

欧州投資信託協会 (EFAMA) が毎年発行する FACT BOOK の2018年版に初めて UCITS の商品種類別 (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 Net Sales (純流入額) と共に Gross Sales (販売額) と Redemptions (償還額) 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 に提供できた20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9カ国である。欧州全体 (図表1の Europe に分類されている29カ国) におけるこの20カ国が占める割合は、純資産額でみると株式型では70%弱、債券型では70%程度であり、バランス型では過去は50%台であったが近年では75%程度になっている。20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45%程度、債券型では65~70%程度、バランス型では55%程度である。

この情報の残念なところは、チャートでの表示だけで、販売額と償還額の数字データの掲載が FACT BOOK のどこにもないことである。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3枚のチャートから償還額を目視推計した。念のため、20カ国の純流入額の集計値を計算して、チャート内に表示されている純流入額と比較してみると、目視上、ほとんど一致していることが確認された。

この目視推計償還額と純資産額のデータを用いて、20カ国のファンドの平均保有年数を計算した結果が図表22である。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。3種類のファンドを集計した長期投資型の平均保有年数は2~3年であった。

図表22 欧州20カ国のUCITSファンドの平均保有年数



[出所]EFAMA FACT BOOK 2018の図表から一部、筆者による推定データを利用して作成

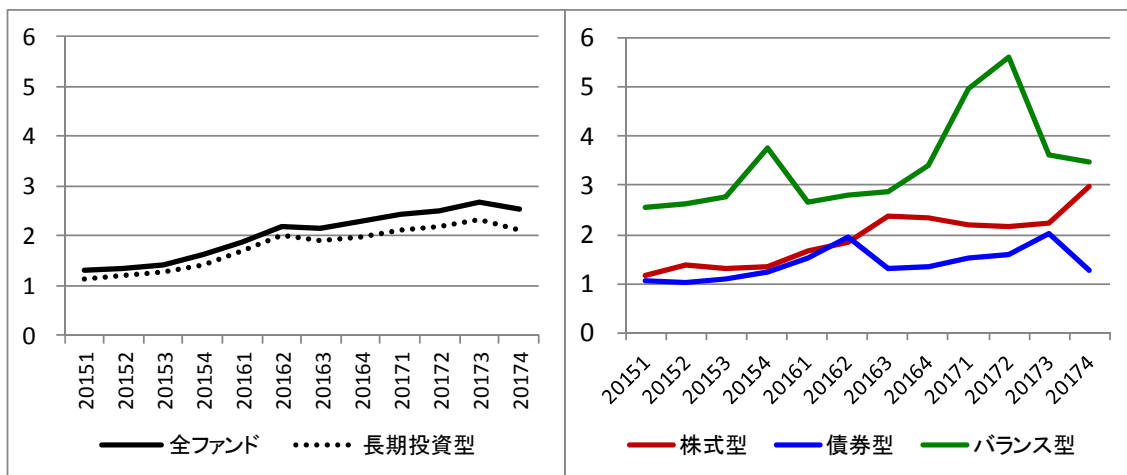
先に計測したルクセンブルグ籍ファンドの平均保有年数は 1.0～1.4 年程度であった。図表 2 2 の 20 カ国の半分近くがルクセンブルグであることを考慮すると、ルクセンブルグを除く 19 カ国の平均保有年数は 4.5 年程度ということかもしれない。

8) アイルランド籍ファンドの主要国での平均保有年数

CBI データは地域国・商品種類別に純資産残高、償還額がある四半期データである。つまり、対象がアイルランド籍のオフショアファンドに限定されるが、各国における商品種類別の平均保有年数を計算することが可能である。

最初にアイルランド籍ファンドのアイルランド国内での販売分について、平均保有年数を四半期ベースで計算してみた結果が図表 2 3 である。平均保有年数は 2017 年になってようやく 2.5 年程度と短めである。商品種類別にみるとバランス型が最も長い、数年で 3 年から 5.5 年に長期化しすぐに 3.5 年に短期化するなど不安定である。アイルランド籍ファンドは全体で 2 兆 4 千億ユーロ規模であるが国内販売分に限定すると 1,600 億ユーロ規模しかなく市場が小さいためかもしれない（2017 年末時点）。

図表23 アイルランド販売アイルランド籍ファンドの平均保有年数



[出所] アイルランド中央銀行 (CBI) データを筆者が加工

アイルランド籍ファンドの各国における純資産残高が、その国の国内ファンドの純資産残高と比べてどの程度の大きさがあるかを確認してみたのが図表24である。特筆すべきはイギリスである。イギリスの国内ファンドは1兆6,472億ユーロであるが、アイルランド籍ファンドのイギリス残高は8,117億ユーロあり、イギリス国内ファンドの49%の水準に達している¹³。地理的な近さと英語圏であることが影響しているのかもしれない。

図表24 アイルランド籍ファンドの各国での販売残高と比率

(2017年末、10億ユーロ)

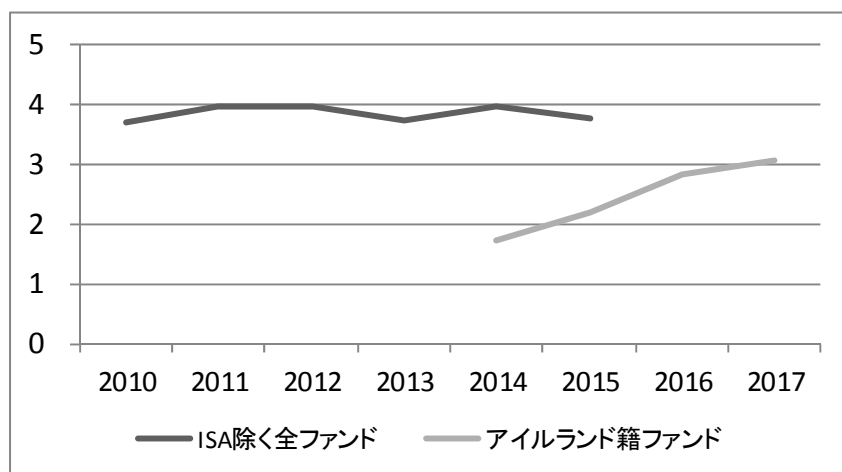
純資産額 上位国	自国ファンド		アイルランド籍ファンド	
	純資産額(a)	構成比(%)	純資産額(b)	(b)/(a)
ルクセンブルグ	4,159.6	26.6%	195.8	4.7%
アイルランド	2,396.1	15.3%	162.4	6.8%
ドイツ	2,038.2	13.0%	42.8	2.1%
フランス	1,929.1	12.3%	32.6	1.7%
イギリス	1,647.2	10.5%	811.7	49.3%
オランダ	843.5	5.4%	105.8	12.5%
スイス	550.8	3.5%	42.5	7.7%
スウェーデン	335.4	2.1%	22.9	6.8%
イタリア	320.8	2.1%	79.9	24.9%
デンマーク	300.8	1.9%	2.2	0.7%
スペイン	295.3	1.9%	30.9	10.5%
その他	806.8	5.2%	58.1	7.2%
欧州29カ国	15,623.6	100.0%	1,587.4	10.2%
(参考)				
日本	1,467.1	--	22.4	1.5%
米国	18,466.6	--	84.9	0.5%

[出所] 国際投資信託協会 (IIFA)、アイルランド中央銀行 (CBI)

¹³ イギリスのファンド国内統計は外国籍ファンドを含むとしているが、これは国内の販売業者による外国籍ファンドの販売分で、アイルランド籍ファンドの大多数は外国の販売業者によって販売されているためにイギリス国内統計に含まれていないのではないかと推測される

そこで、アイルランド籍ファンドのイギリス販売分の平均保有年数を計算して、本章 3 節で算出したイギリス国内ファンドの平均保有年数と比較したのが図表 2 5 である¹⁴。

図表25 イギリスの投資ファンドの平均保有年数の比較

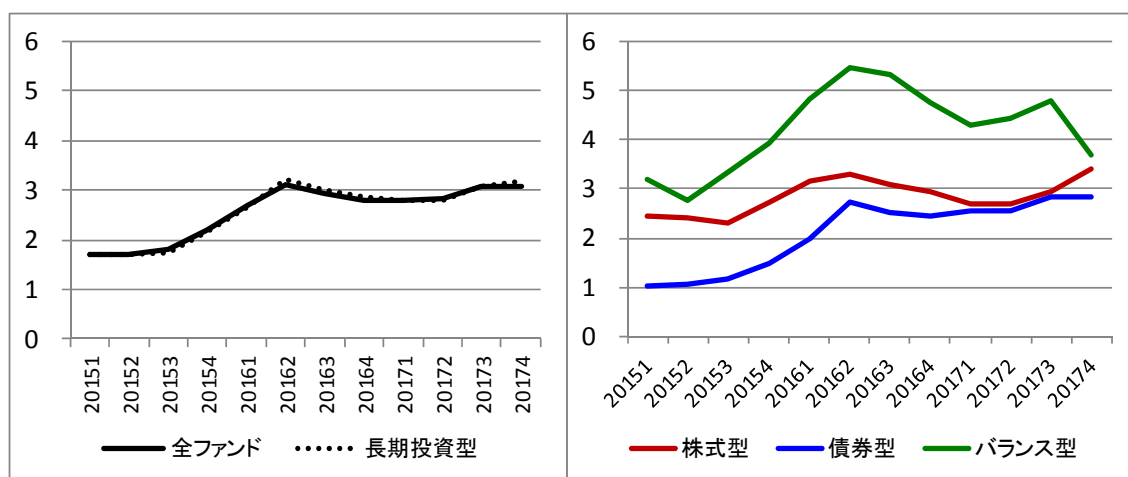


[出所] イギリス投資協会、アイルランド中央銀行のデータを筆者が加工

重複している 2014 年では 2 年以上、2015 年でも約 1.5 年も相違している。国内ファンドとオフショアファンドでは投資家のタイプあるいは利用の仕方が全く異なるということかもしれない。本論文ではこれらの乖離の原因について調べることはできなかった。

図表 2 6 に、イギリス販売アイルランド籍ファンドについて商品種類別も含めて、平均保有年数の四半期推移を示した。

図表26 イギリス販売アイルランド籍ファンドの平均保有年数

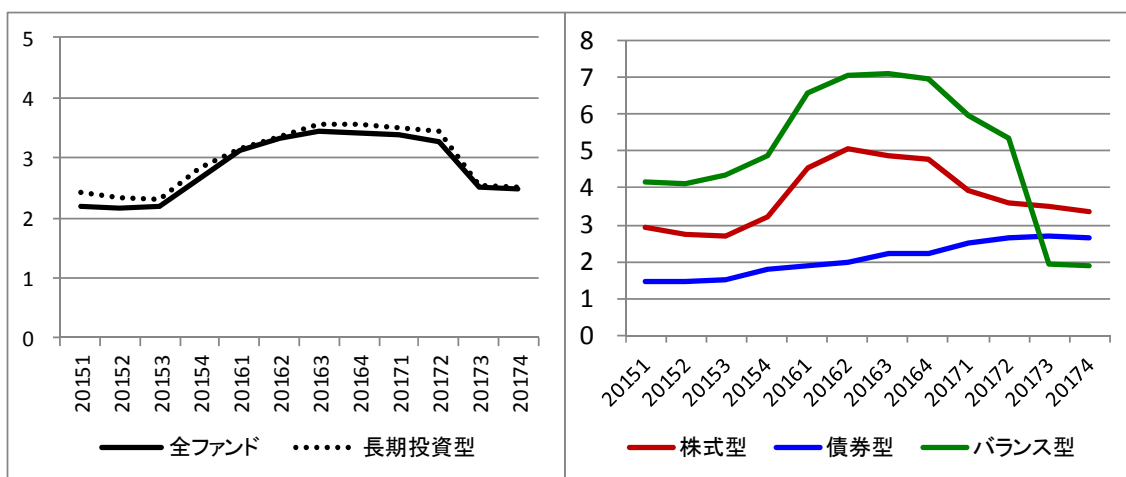


[出所] アイルランド中央銀行 (CBI) データを筆者が加工

¹⁴ アイルランド籍ファンドの 2014 年は 2015 年第一四半期の値を使っている

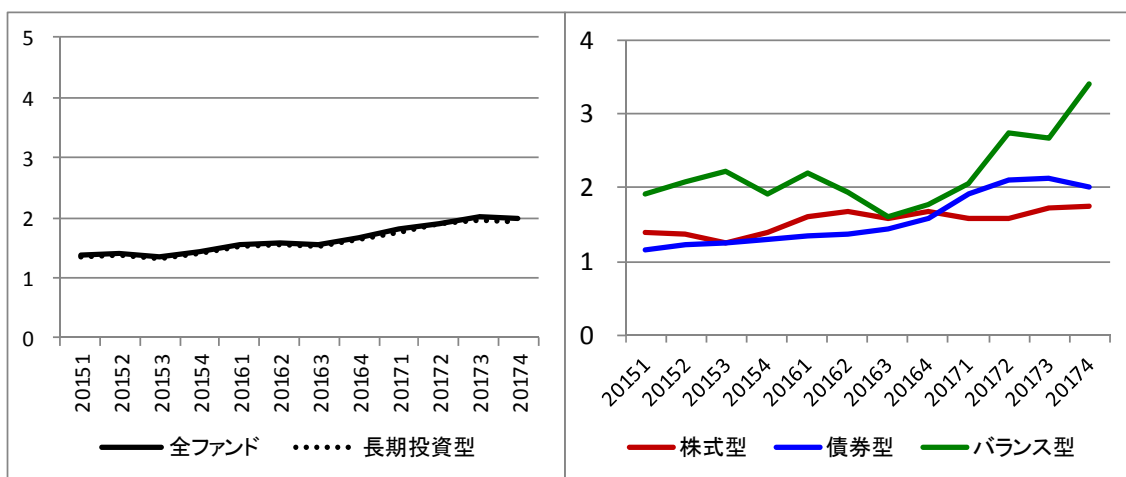
イギリスの分析結果から、他の国でもアイルランド籍ファンドの平均保有年数が自国籍ファンドの平均保有年数を示唆するものとは期待できないが、計算してデータとして保管しておくことは全く無意味とはいえないであろう。図表27と図表28は、自国籍ファンドと比べて他国籍ファンドの販売が大きいイタリアとスペインについて平均保有年数を計算した結果である¹⁵。巻末のデータ集には、ルクセンブルグ、ドイツ、オランダにおけるアイルランド籍ファンドの平均保有年数も掲載しておいた。

図表27 イタリア販売アイルランド籍ファンドの平均保有年数



[出所] アイルランド中央銀行(CBI) データを筆者が加工

図表28 スペイン販売アイルランド籍ファンドの平均保有年数



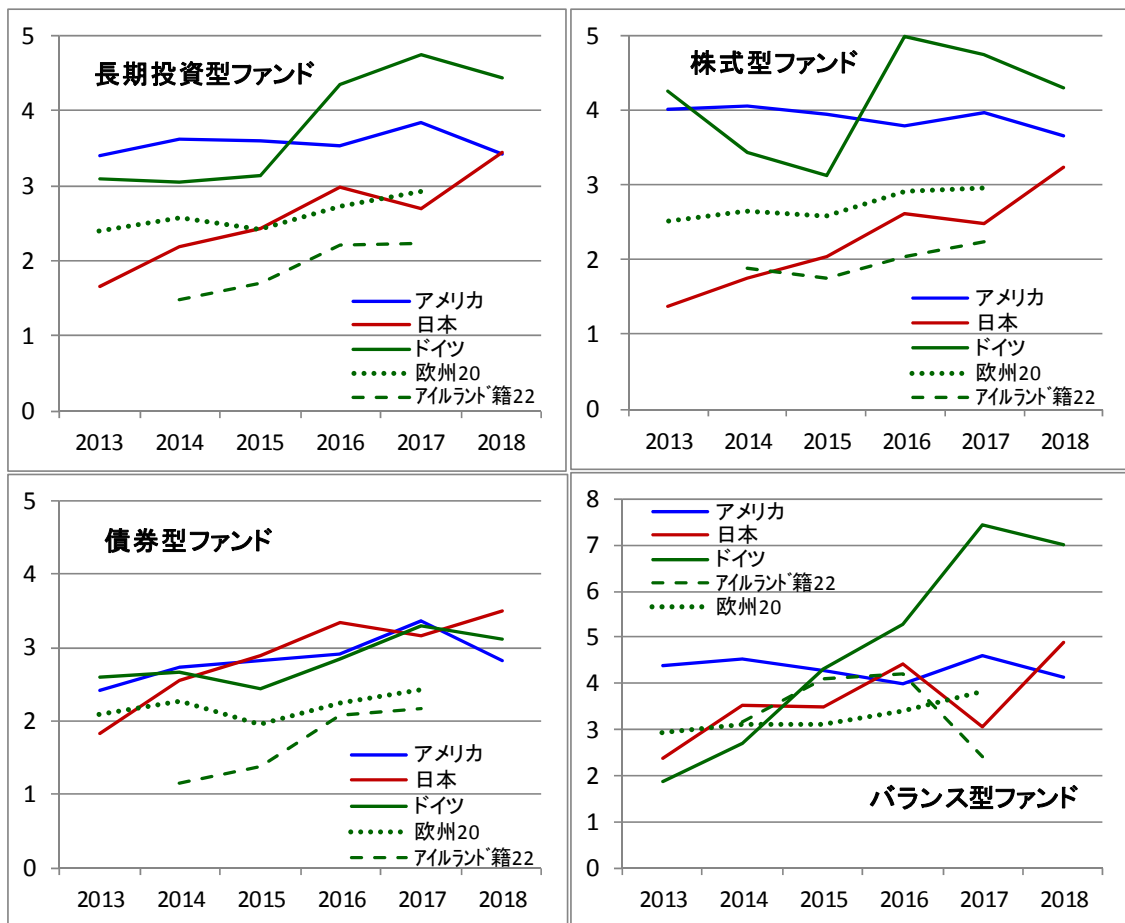
[出所] アイルランド中央銀行(CBI) データを筆者が加工

¹⁵ EFAMA FACT BOOK 2018によれば、2017年に、イタリアでは自国籍ファンド残高が3,210億ユーロに対して他国籍ファンド残高が7240億ユーロ、スペインでは自国籍ファンド残高が2950億ユーロに対して他国籍ファンド残高が1,740億ユーロであった

6. まとめ

前章までの結果を要約する。各国には制度や慣習の違いがあるため、国別の比較は、統計の定義を熟知した上で慎重に行わなければならない。個人投資家向けファンドあるいは公募ファンドで、流動性の高い有価証券に投資する株式型、債券型、バランス型およびこれら3つを集計した長期投資型のファンドに焦点を絞って、日米欧の平均保有年数を対比させたのが図表29である。

図表29 日米欧の伝統的運用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、金融監督庁、中央銀行の統計より筆者が作成

長期投資型では米国はほぼ3.5年程度の水準を維持している。日本は2013年の1.7年から徐々に長期化して2018年には3.45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推進施策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3年では4.5年ほどの水準にある。

欧州20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2.5～3年である。欧州20のうち純資産額ベースで約半分を占

めるルクセンブルグの平均保有年数は全ファンド（長期総合が占める割合は約8割）でしか入手できなかったが、1～1.4年と非常に短い。欧州20で次にウェイトが大きいイギリスに関しては全ファンド（長期総合が占める割合は約8割）の2015年までのデータしか入手できなかったが、概ね4～4.5年であった。このことから、欧州20のうちルクセンブルグとイギリスを除く18カ国の自国籍ファンドの平均保有年数は4～4.5年程度と推測される。図中にあるアイルランド籍22は欧州大陸諸国22カ国¹⁶で販売されているアイルランド籍ファンドの平均保有年数であるが1.5～2.3年と短いことが分かる。

ルクセンブルグとアイルランドは自国以外で販売されるファンドが圧倒的に多いオフショアファンド基地国である。この2カ国のファンドの平均保有年数は、この2カ国の投資家および販売の特性を表すものではなく、欧州を主とした世界全体のオフショアファンドの特性を表すものである。各国の自国籍ファンドと比べると平均保有年数はかなり短いことが確認された。

商品種類別にみると、株式型ファンドは、直近では日本は米国より半年、ドイツより1年ほど短く、欧州大陸のアイルランド籍オフショアファンドよりやや長い程度である。債券型ファンドの平均保有年数は、多くの国で3つの商品種類の中で最も短い。債券型ファンドでは欧米の自国籍ファンドの平均年数は日本並みのようである。バランス型ファンドの平均保有年数はどの国でも3つの商品種類の中で最も長い。日米の平均保有年数は似た水準だが欧州より短いようである。

総じて日本の投資信託平均保有年数は、近年、長期化してきているが、あと1年ほどの長期化によって欧州の自国籍ファンドと同様な水準になることを期待したい。

以上

¹⁶ 図表1の29カ国からCBIデータがなかったクロアチア、ハンガリー、ルーマニア、スロベニア、トルコの5カ国を除き、さらに欧州大陸にないイギリスとアイルランドを除いた22カ国

日米欧の投資信託平均保有年数

国別データ集

3. 日本の投資信託の平均保有年数

年・四半期	公募株式投信					
	除くETF	長期投資型	長期投資型			
			株式型	債券型	バランス型	
20114	2.46	2.43	2.47	2.38	2.39	3.24
20121	2.42	2.37	2.43	2.45	2.29	3.05
20122	2.52	2.46	2.54	2.61	2.41	3.02
20123	2.33	2.26	2.39	2.37	2.32	2.76
20124	2.20	2.13	2.24	2.11	2.19	2.93
20131	2.20	2.11	2.25	2.16	2.14	3.26
20132	1.73	1.64	1.76	1.64	1.72	2.63
20133	1.68	1.60	1.69	1.52	1.70	2.53
20134	1.67	1.60	1.66	1.37	1.82	2.38
20141	1.98	1.94	1.93	1.57	2.21	2.70
20142	2.27	2.23	2.19	1.83	2.46	3.08
20143	2.25	2.24	2.16	1.76	2.49	3.22
20144	2.26	2.32	2.18	1.75	2.55	3.52
20151	2.15	2.19	2.09	1.68	2.49	3.31
20152	2.13	2.19	2.07	1.66	2.56	3.21
20153	2.14	2.20	2.07	1.68	2.53	3.13
20154	2.55	2.64	2.43	2.04	2.90	3.51
20161	2.81	2.93	2.66	2.29	3.04	3.77
20162	3.06	3.28	2.93	2.53	3.33	4.18
20163	3.21	3.37	3.07	2.74	3.34	4.40
20164	3.09	3.27	2.97	2.61	3.34	4.41
20171	2.88	2.89	2.81	2.51	3.22	3.70
20172	2.58	2.59	2.50	2.17	3.08	3.35
20173	2.57	2.48	2.54	2.26	3.03	3.18
20174	2.69	2.54	2.70	2.48	3.16	3.06
20181	2.75	2.62	2.77	2.56	3.15	3.37
20182	2.88	2.78	2.91	2.71	3.19	3.72
20183	3.04	2.93	3.07	2.86	3.35	4.10
20184	3.41	3.24	3.45	3.25	3.50	4.89

[出所] 投資信託協会のデータを筆者が加工

4. 米国ミューチュアルファンドの平均保有年数

年	長期投資型			
	株式型	債券型	バランス型	
1985	3.35	2.81	4.17	3.80
1986	2.59	1.97	3.25	3.31
1987	1.77	1.37	2.11	2.46
1988	2.71	2.18	3.29	2.80
1989	3.13	2.63	3.61	3.90
1990	3.23	2.65	3.81	4.36
1991	3.56	3.02	4.15	4.49
1992	3.47	3.74	3.06	5.87
1993	3.35	3.48	2.96	6.11
1994	2.84	3.16	2.32	4.16
1995	3.45	3.40	3.27	4.69
1996	3.33	3.25	3.11	5.06
1997	3.28	3.13	3.22	5.32
1998	3.10	2.94	3.24	4.65
1999	2.90	2.87	2.70	3.87
2000	2.51	2.41	2.73	3.43
2001	2.92	2.83	2.89	4.72
2002	2.59	2.43	2.79	4.06
2003	3.17	3.38	2.46	5.09
2004	4.05	4.32	3.12	5.53
2005	4.22	4.32	3.52	5.78
2006	4.19	4.22	3.69	5.36
2007	3.68	3.70	3.30	4.68
2008	2.80	2.89	2.39	3.34
2009	3.43	3.58	2.97	4.14
2010	3.42	3.66	2.80	4.58
2011	3.17	3.33	2.76	3.85
2012	3.49	3.48	3.31	4.35
2013	3.39	4.02	2.42	4.38
2014	3.63	4.05	2.73	4.55
2015	3.60	3.96	2.82	4.27
2016	3.53	3.80	2.92	3.98
2017	3.83	3.96	3.36	4.61
2018	3.42	3.66	2.82	4.14

[出所] 米国ICIのデータを筆者が加工

5. 2)ドイツのファンドの平均保有年数

年	合計	公募ファンド					スペシャルファンド				
		長期投資型	長期投資型				長期投資型	長期投資型			
			株式型	債券型	複合型			株式型	債券型	複合型	
2012	6.43	3.94	3.15	3.44	2.89	2.83	8.34	9.17	6.23	11.62	8.12
2013	7.12	4.00	3.09	4.26	2.60	1.88	9.72	10.19	7.14	9.25	12.66
2014	7.25	3.83	3.04	3.43	2.67	2.68	10.24	10.93	4.00	11.25	14.33
2015	7.55	3.77	3.14	3.12	2.45	4.32	11.07	10.41	6.28	10.28	11.37
2016	9.72	5.32	4.35	4.99	2.84	5.28	13.15	12.45	22.22	8.02	15.43
2017	8.38	5.57	4.74	4.74	3.29	7.45	9.96	8.95	11.74	10.56	8.17
2018	8.15	4.91	4.43	4.30	3.10	7.02	10.23	10.15	17.36	7.16	11.56

[出所] プンデスバンク資本市場統計月報のデータを筆者が加工

5. 3) イギリスのファンドの平均保有年数

年	全ファンド		
		ISA	除くISA
2007	3.84	8.39	3.37
2008	3.74	7.76	3.32
2009	4.31	10.77	3.76
2010	4.14	8.71	3.70
2011	4.34	8.02	3.95
2012	4.35	8.11	3.96
2013	4.12	8.11	3.74
2014	4.28	7.10	3.97
2015	4.08	7.41	3.75

[出所] イギリス投資協会のデータを筆者が加工

5. 5) ルクセンブルグ籍ファンドの平均保有年数

年・四半期	全ファンド
20104	1.04
20111	1.04
20112	1.05
20113	0.98
20114	1.03
20121	1.05
20122	1.05
20123	1.07
20124	1.10
20131	1.20
20132	1.18
20133	1.21
20134	1.22
20141	1.25
20142	1.30
20143	1.35
20144	1.37
20151	1.40
20152	1.34
20153	1.23
20154	1.21
20161	1.23
20162	1.22
20163	1.19
20164	1.18
20171	1.18
20172	1.20
20173	1.28
20174	1.35
20181	1.34
20182	1.31
20183	1.28
20184	1.21

[出所] ルクセンブルグ金融監督委員会

5. 6) アイルランド籍ファンドの平均保有年数

年・四半期	全ファンド				
		長期投資型			
		株式型	債券型	バランス型	
20151	1.61	1.51	2.12	1.02	3.09
20152	1.56	1.47	2.04	1.00	2.90
20153	1.61	1.51	1.95	1.06	3.29
20154	1.83	1.74	2.11	1.25	3.73
20161	2.14	2.07	2.43	1.52	4.21
20162	2.40	2.38	2.58	1.87	4.59
20163	2.38	2.33	2.58	1.78	4.65
20164	2.36	2.30	2.56	1.77	4.26
20171	2.38	2.32	2.48	1.85	4.24
20172	2.44	2.34	2.36	1.97	4.39
20173	2.55	2.44	2.45	2.14	3.88
20174	2.58	2.49	2.57	2.19	3.41

[出所] アイルランド中央銀行(CBI)のデータを筆者が加工

5. 7) 欧州20カ国のファンド平均保有年数

年	長期投資型			
	株式型	債券型	バランス型	
2008	1.57	1.75	1.25	1.87
2009	2.39	2.76	1.87	2.98
2010	2.31	2.53	1.93	2.68
2011	2.27	2.52	1.89	2.55
2012	2.70	2.92	2.40	2.92
2013	2.40	2.51	2.08	2.94
2014	2.58	2.66	2.27	3.13
2015	2.42	2.59	1.96	3.13
2016	2.74	2.91	2.25	3.40
2017	2.91	2.97	2.44	3.84

[出所] 欧州投資信託協会(EFAMA)のデータを筆者が加工

5. 8) アイルランド籍ファンド

(1) 欧州合計(24カ国、イギリス・アイルランドを含む)

(2) 欧州大陸22カ国(イギリス・アイルランドを含まない)

年・四半期	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型
20151	1.62	1.53	2.01	1.08	3.10	1.60	1.47	1.89	1.16	3.15
20152	1.59	1.51	1.96	1.08	2.87	1.51	1.40	1.73	1.10	3.22
20153	1.64	1.56	1.85	1.17	3.19	1.51	1.44	1.61	1.20	3.07
20154	1.93	1.87	2.06	1.43	3.97	1.73	1.69	1.74	1.38	4.10
20161	2.25	2.21	2.34	1.79	4.25	1.91	1.90	1.91	1.63	4.07
20162	2.57	2.61	2.47	2.34	4.83	2.15	2.20	1.99	2.04	4.88
20163	2.51	2.52	2.46	2.22	4.40	2.16	2.17	1.97	2.15	3.85
20164	2.48	2.49	2.44	2.16	4.38	2.19	2.21	2.03	2.08	4.22
20171	2.53	2.50	2.37	2.27	4.46	2.27	2.28	2.09	2.14	4.55
20172	2.55	2.49	2.31	2.28	4.68	2.27	2.23	2.00	2.13	4.81
20173	2.67	2.60	2.48	2.41	4.05	2.26	2.21	2.11	2.06	3.39
20174	2.67	2.62	2.76	2.34	3.15	2.30	2.23	2.23	2.18	2.40

(3) ルクセンブルグ

(4) イギリス

年・四半期	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型
20151	1.59	1.48	1.69	1.34	2.53	1.72	1.69	2.43	1.03	3.18
20152	1.60	1.51	1.62	1.40	3.03	1.72	1.69	2.40	1.07	2.76
20153	1.59	1.52	1.49	1.47	3.03	1.81	1.75	2.31	1.16	3.33
20154	1.72	1.64	1.65	1.53	3.07	2.20	2.16	2.71	1.50	3.93
20161	1.75	1.73	1.73	1.63	2.84	2.69	2.67	3.15	1.98	4.81
20162	1.86	1.84	1.75	1.78	3.02	3.12	3.22	3.29	2.71	5.45
20163	1.86	1.85	1.77	1.81	2.78	2.95	3.02	3.08	2.53	5.31
20164	1.90	1.90	1.80	1.87	2.69	2.81	2.88	2.93	2.44	4.76
20171	2.00	1.98	1.93	1.96	2.40	2.79	2.81	2.70	2.56	4.31
20172	2.07	2.05	2.00	2.03	2.51	2.83	2.81	2.69	2.56	4.43
20173	2.28	2.28	2.25	2.23	2.80	3.09	3.09	2.96	2.84	4.80
20174	2.38	2.38	2.32	2.35	2.89	3.07	3.17	3.39	2.82	3.69

(5) ドイツ

(6) イタリア

年・四半期	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型
20151	0.74	0.71	0.89	0.50	4.60	2.18	2.41	2.95	1.47	4.16
20152	0.73	0.70	0.83	0.53	2.92	2.16	2.34	2.74	1.47	4.13
20153	0.82	0.81	0.87	0.71	1.69	2.18	2.32	2.69	1.50	4.34
20154	1.02	0.97	0.92	1.03	4.64	2.65	2.82	3.23	1.82	4.87
20161	1.22	1.19	1.02	1.81	3.72	3.13	3.14	4.55	1.89	6.57
20162	1.40	1.36	1.08	3.16	7.00	3.31	3.35	5.05	1.99	7.07
20163	1.39	1.33	1.08	3.09	1.63	3.44	3.55	4.86	2.22	7.08
20164	1.49	1.42	1.20	2.73	3.37	3.40	3.55	4.78	2.22	6.96
20171	1.68	1.61	1.34	3.55	4.19	3.37	3.50	3.94	2.49	5.96
20172	1.67	1.61	1.31	3.57	4.22	3.27	3.44	3.60	2.65	5.36
20173	1.83	1.76	1.45	4.07	2.61	2.50	2.55	3.49	2.68	1.93
20174	1.96	1.95	1.67	4.29	1.25	2.47	2.51	3.37	2.65	1.88

(7) オランダ

(8) スペイン

年・四半期	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型	全ファンド	長期投資	株式型	債券型	バランス型
20151	1.88	1.46	2.52	1.34	4.28	1.37	1.36	1.39	1.17	1.92
20152	1.46	1.19	2.07	0.91	4.11	1.40	1.38	1.37	1.22	2.08
20153	1.43	1.21	1.87	0.95	3.68	1.36	1.33	1.25	1.24	2.21
20154	1.54	1.42	1.87	1.09	2.93	1.43	1.40	1.38	1.30	1.91
20161	1.87	1.87	2.02	1.57	6.70	1.55	1.51	1.60	1.34	2.19
20162	2.07	2.38	1.97	3.30	7.33	1.59	1.54	1.68	1.37	1.94
20163	2.20	2.46	2.00	3.69	10.40	1.56	1.52	1.59	1.44	1.61
20164	2.08	2.22	2.14	2.30	4.43	1.67	1.64	1.67	1.59	1.77
20171	2.10	2.16	2.18	1.97	7.89	1.80	1.77	1.58	1.91	2.07
20172	1.98	1.81	1.84	1.62	5.98	1.91	1.89	1.59	2.11	2.74
20173	1.89	1.74	2.01	1.29	6.54	2.02	1.96	1.72	2.13	2.67
20174	2.08	1.86	2.23	1.27	6.81	1.98	1.94	1.75	2.00	3.41

[出所] アイルランド中央銀行(CBI)のデータを筆者が加工