

日米欧の投資信託平均保有年数  
(2019年データ更新版)

2020年9月24日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

## 日米欧の投資信託平均保有年数 (2019年データ更新版)

(要約)

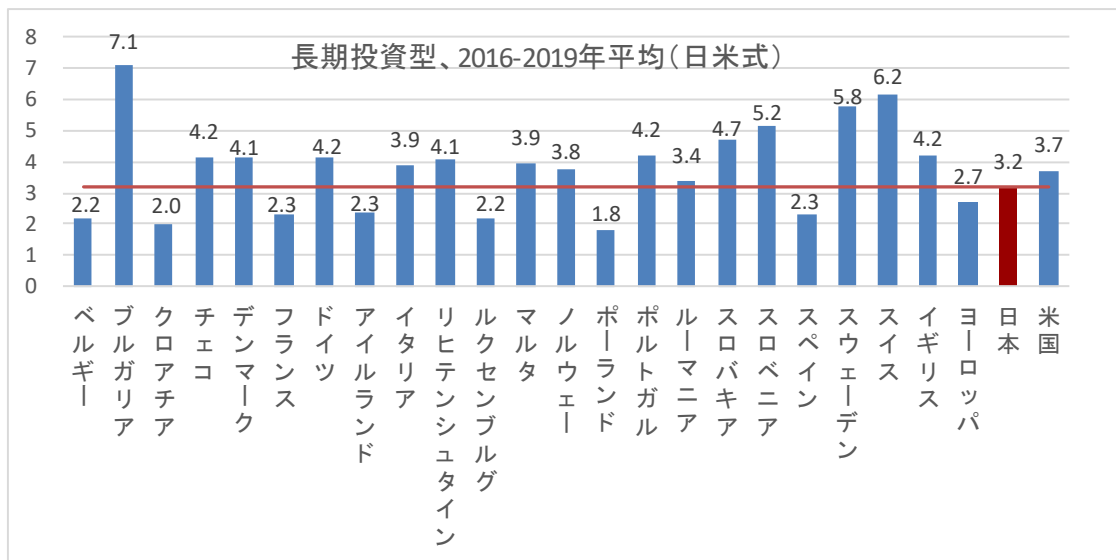
筆者は2019年7月に「日米欧の投資信託平均保有年数」という論文を公表した。

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1907\\_02.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1907_02.pdf)

この論文は2018年末までのデータを基準にして執筆したものであるが、本稿は図表のデータを1年延長して2019年末までのデータで作成し直した図表集である。本稿掲載の図表には原論文の図表番号を紐付けてある。原論文の文章記述と合わせてご覧いただければ幸いである。

一部の平均保有年数データは統計発表元の都合で更新できていないが、新たに追加したデータもある。欧州投資信託協会（EFAMA）がこの7月に国別・商品種類別の平均保有年数の過去4年平均データを公表した。平均保有年数の計算定義式が日本で一般的に使われているもの（日米式）と若干異なるため、日米式に近似変換を行って日本および米国の平均保有年数と比較できるようにした。

長期投資型ファンドに関する日米式平均保有年数過去4年平均は下の図の通りである。日本は3.2年で、米国の3.7年と欧州の2.7年の中間水準となっている。欧州の主要国はドイツとイギリスが4年超であるものの、ルクセンブルグ、アイルランド、フランスが2.3年程度と短いため欧州平均では2.7年にとどまった。



[出所] EFAMA、ICI、投資信託協会の公表統計より筆者が加工・作成

## 日米欧の投資信託平均保有年数 (2019年データ更新版)

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

### はじめに

本稿は筆者が2019年7月に公表した「日米欧の投資信託平均保有年数」という論文<sup>1</sup>の最新データ更新版である。原論文は2018年末までのデータを基本としていたが、本稿では2019年末までのデータを基本として図表を作成した<sup>2</sup>。

平均保有年数は期初と期末の純資産額の平均を期中償還額で除したものである。これは日本および米国で一般的に用いられている計算方法である<sup>3</sup>。原論文で扱った国・地域は以下のとおりであった<sup>4</sup>。

- (1) 日本、米国、ドイツ
- (2) イギリス
- (3) ルクセンブルグ
- (4) アイルランド、アイルランド籍の8地域・国（欧州24カ国、欧州22カ国、ルクセンブルグ、イギリス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペイン）販売分
- (5) 欧州20カ国

本稿で原論文と同じ定義でそのままデータ更新ができたのは(1)と(3)だけであった。(5)についてはデータの連続性はないものの23カ国についてデータ更新を行った。本稿では、(1)と(3)と(5)に関する更新図表については、各図表のタイトルに原論文の図表番号を紐付け表示してある。原論文の文章記述と合わせてご覧いただければ幸いである。

なお、世界の規制オープンエンドファンドの純資産額は2019年12月末現在で54兆8,826億ドルであるが、日本は2兆642億ドル(3.8%)で7位、米国は25兆6,877億ドル(46.8%)で首位、ドイツは2兆4,887億ドル(4.5%)で4位、ルクセンブルグは5兆3,012億ドルで2位である。4カ国合わせて64.8%の占有率となっている<sup>5</sup>。

<sup>1</sup> 明田雅昭、「日米欧の投資信託平均保有年数」、日本証券経済研究所ホームページ掲載、トピックスレポート、2019年7月22日

<sup>2</sup> 本稿中の事実認識・意見はすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したものではない

<sup>3</sup> 償還率は日本でも米国でも期中償還額÷(期初と期末の純資産額の平均)として計算するのが慣例である。日本では平均保有年数は償還率の逆数として計算して使われているが、米国で平均保有年数を計算する慣例があるかは不明である

<sup>4</sup> (1)から(5)は原論文での章立てによる順番である

<sup>5</sup> 3位はアイルランドの6.2%、5位はオーストラリアの4.01%、6位はフランスの4.00%である。純資産額が2兆ドルを超えるのは7カ国である。国別の純資産額については付表1をご覧いただきたい。なお、

(2)のイギリスについては、投資協会が毎年の平均保有年数を計算可能とする統計基礎データを公表していたのは2015年までで、2016年の公表統計内容の改訂により平均保有年数が計算できなくなっていた。投資協会の公表統計の内容はこの1年間に変更がなく、2016年以降の毎年の平均保有年数は把握できない状況が続いている。

(4)のアイルランド関係は、アイルランド中央銀行のホームページで公開されていたアイルランド籍ファンドの国別・商品種類別の純資産額・発行額・償還額データファイルから計算したものであった。このデータファイルは2018年5月から公表を開始したと紹介されており、2019年6月時点では2017年第4四半期までのデータを格納していた。この国別・商品種類別データによって豊富な平均保有年数が計算可能になり、筆者が原論文を執筆する契機となった。しかしながら、2020年8月末現在でも、このデータファイルは更新されないままの掲載が続いている。このため、今回は(4)の更新ができなかった。

(5)の欧州は欧州投資信託協会（EFAMA）のFACTBOOKから入手したデータに基づくものである。原論文では20カ国集計の統計であったが、今回は集計対象国が増えて23カ国の統計になっている。原論文のときと比べてフランス、ドイツ、アイルランドという投信主要国が追加されて純資産額のカバレッジが大幅に向上した。このため原論文に掲載した平均保有年数データとの連続性はほとんどないとお考えいただきたい。

今回、新たに追加されたのは、EFAMAによる国別・商品種類別の平均保有年数の過去4年平均データである（毎年の平均保有年数の値は開示されていない）。欧州29カ国のうち22カ国をカバーし、株式型、債券型、バランス型およびこれら3つを合わせた長期投資型のファンドについて平均保有年数の過去4年平均を公表しており、欧州各国の特徴が把握できる統計集となっている<sup>6</sup>。ただし、これらの平均保有年数の計算式（欧州式）は原論文で使用していた日米式のものとは若干異なっている。日本および米国では豊富な基礎統計データが公表されているので、欧州式の平均保有年数を計算することは可能である。しかし、日本での慣行と原論文での公表データとの連続性を重視して、日本、米国、ドイツ、ルクセンブルグについては日米式で平均保有年数計算を行い、EFAMAの欧州各国データについては日米式への近似変換を行って本稿の図表を作成した。平均保有年数の過去4年平均の欧州式から日米式への近似変換方法は巻末の資料集で説明しているが、その近似精度は極めて高いことを確認している。

本稿に関するご意見、ご質問は [commenttoakeda01@gmail.com](mailto:commenttoakeda01@gmail.com) 宛てにお願いします。

---

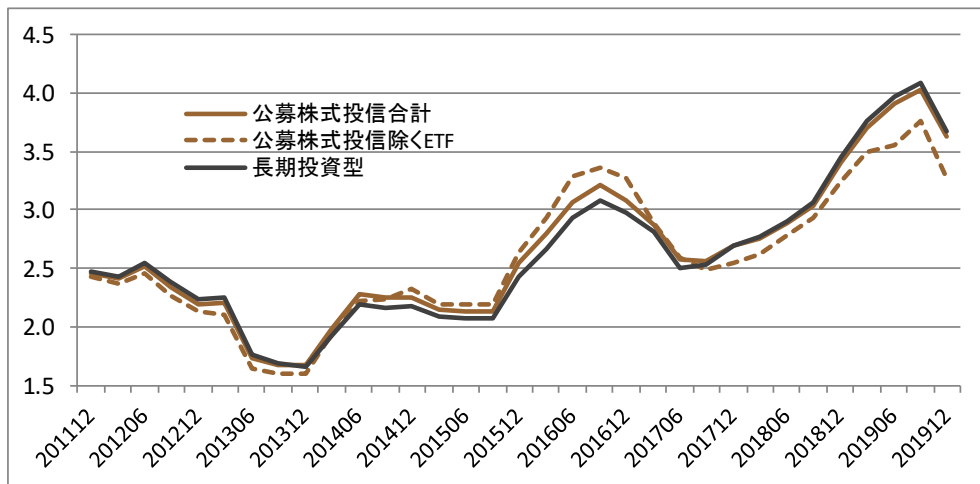
オーストラリアは日米欧ではないので対象外としているが、国際投資信託協会（IIFA）にデータを提供している48カ国の中で純流入額を開示していない4カ国のうちのひとつである（他の3カ国はコスタリカ、ベルギー、ロシア）。オーストラリアの償還額データの探索は本格的には行っていないが、純流入額データすら開示していないのを見ると償還額データを入手することは難しいだろう

<sup>6</sup> EFAMAのFACTBOOKにはマネーマーケットおよびマネーマーケットも含む合計に関する過去4年平均データも掲載されているが、本稿では対象外とした

## 1. 日本

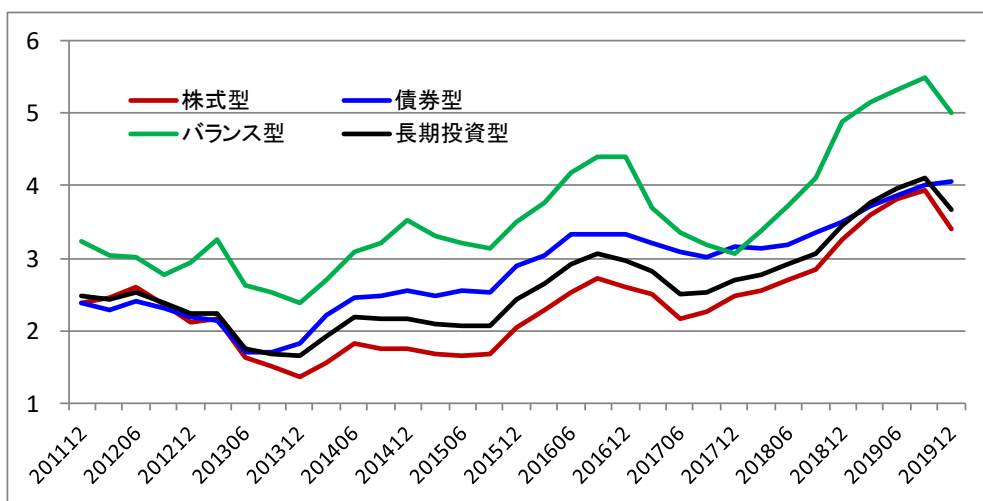
国際投資信託協会(IIFA)の統計では日本のオープンエンドファンド純資産額は2兆642億ドルであるが、そのうち公募投信で契約型証券投信の中の株式投信が47%を占めている。株式投信はETFを含んでおり株式型、債券型、資産複合型、不動産投信、その他資産の5つに細分されている。本稿では株式型と債券型と資産複合型を合計したものを長期投資型と呼んでいる。図表1には公募株式投信合計、ETFを除いた合計、長期投資型の3つの平均保有年数の推移を示し、図表2には株式型、債券型、資産複合型（バランス型）、長期投資型の平均保有年数の推移を示した。いずれも長期化傾向であるが、最後の2019年第4四半期には短期化した。

図表1 公募株式投信の平均保有年数（原図表8）



[出所] 投資信託協会資料より筆者が計算

図表2 日本の投資信託のファンド種類別の平均保有年数（原図表7）

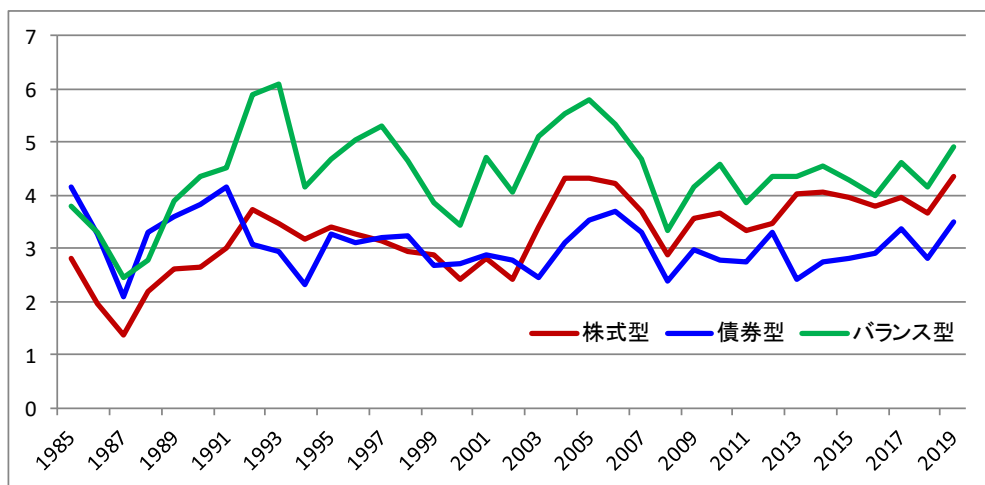


[出所] 投資信託協会資料より筆者が計算

## 2. 米国

米国は年次ベースの償還率（期中償還額／純資産平残）を長期に渡って開示している。図表3では株式型、債券型、ハイブリッド型（バランス型）の平均保有年数の年次推移を示した。長期投資型は株式型との重なりが顕著なため省略した。このデータではETFは除外されている。ETFはミューチュアルファンドと設定・解約特性が異なるため除外した方が適切であるが、公表データでETFの除外が可能なのは米国だけである。

図表3 米国ミューチュアルファンドの種類別平均保有年数（原図表11）

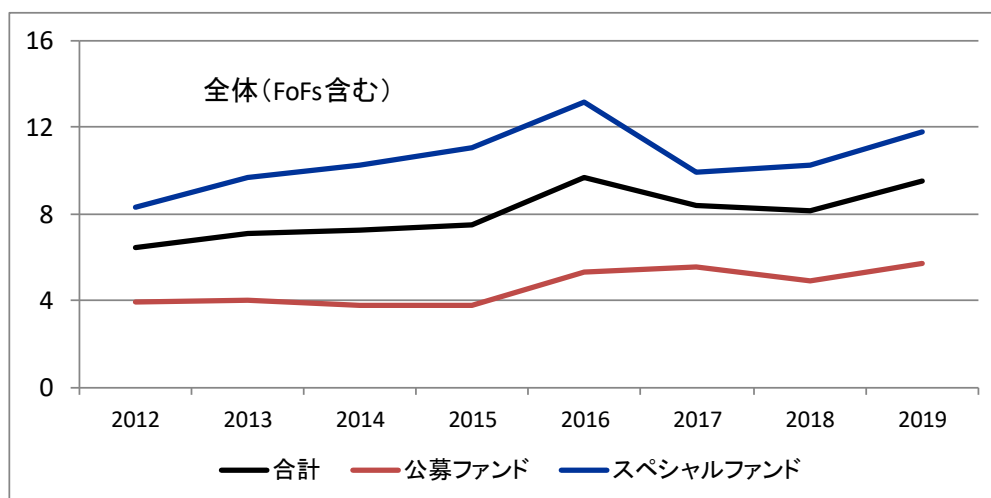


[出所] 米国ICI FACT BOOK 2020より筆者が計算

## 3. ドイツ

ドイツのオープンエンド投信の約8割はスペシャルファンドと呼ばれる機関投資家向けであり、図表4に示すように公募ファンドに比べて平均保有年数は倍近くになっている。本稿では機関投資家向けではなく個人向けの公募ファンドに焦点をあてており、図表5

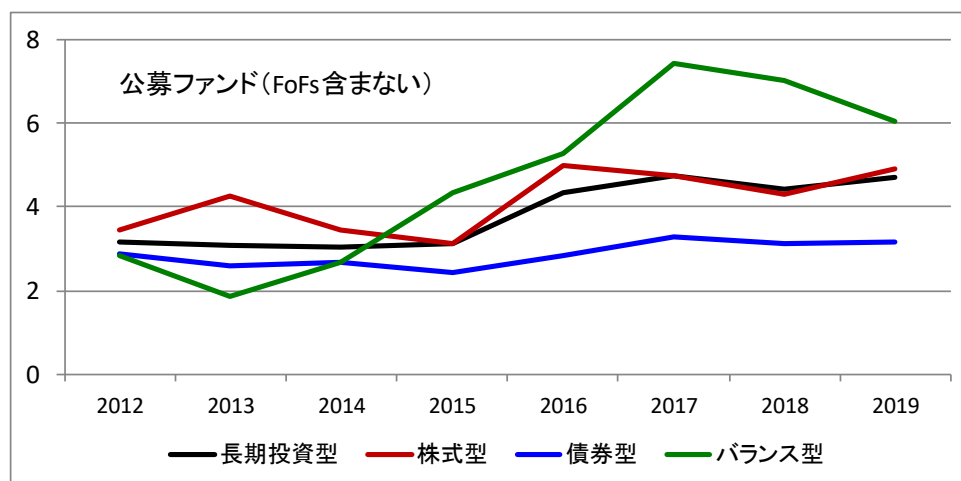
図表4 ドイツの市場別オープンエンド投信の平均保有年数（原図表14）



[出所] ブンデスバンク資本市場統計月報より筆者が計算

は公募ファンドの株式型、債券型、Balanced/Mixed型（バランス型）の平均保有年数の推移である。株式型と債券型は比較的安定的に推移しており、長期投資型の最近4年の平均値は4.5年程度となっている。

図表5 ドイツの公募オープンエンド投信の資産種類別平均保有年数（原図表14）

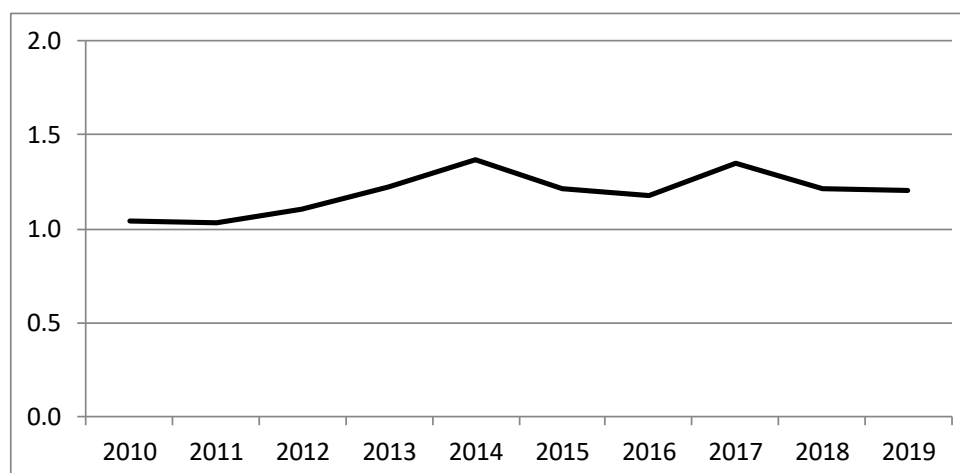


[出所] ブンデスバンク資本市場統計月報より筆者が計算

#### 4. ルクセンブルグ

欧州で純資産額が最大の国はルクセンブルグである。ルクセンブルグのファンド協会のデータ開示はきわめて限定的で、金融監督委員会のホームページから全ファンド合計についてだけ純資産額、発行額、償還額の統計が入手できる。これらの純資産額と純流入額（発行額から償還額を除いて計算）のデータをEFAMAおよびIIFAの統計と比較すると一致していることが確認できる。このデータを使って平均保有年数を計算した結果が図表6である。最近では1.2～1.4年程度とかなり短い。MMFとその他資産の平均保有年数が特に短いことが原因になっている可能性が高い。

図表6 ルクセンブルグ籍ファンドの平均保有年数（原図表18）

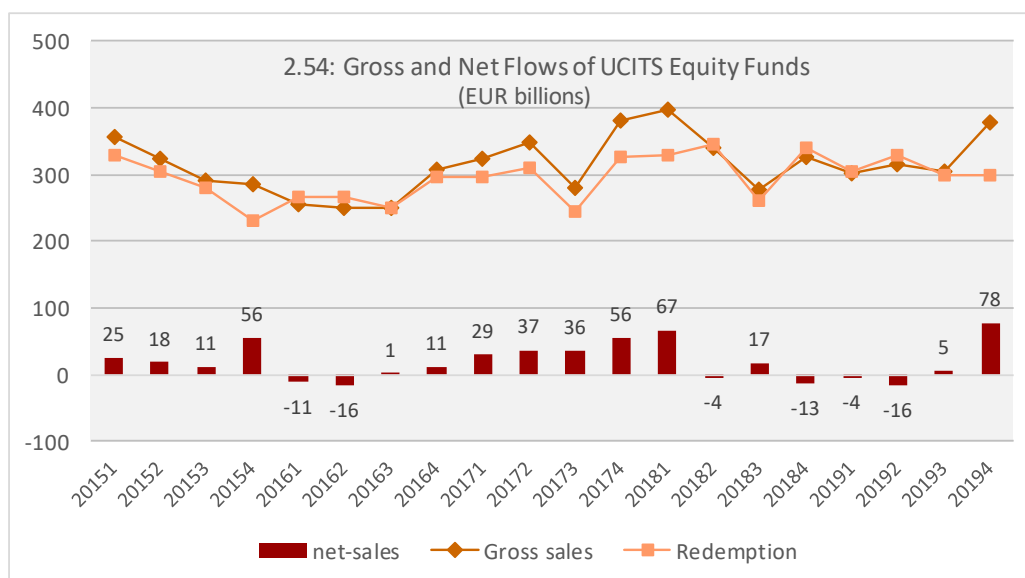


[出所] ルクセンブルグ金融監督委員会(CSSF)の資料より筆者が計算

## 5. 欧州23カ国

EFAMA は 2018 年版の FACTBOOK から UCITS の商品種別 (株式型、債券型、バランス型、MMF) にグロスとネットの資金フロー集計値のチャートを掲載している。図表 7 は 2020 年版の FACTBOOK に掲載された株式型ファンドのチャートである。これは発行額と償還額のデータを EFAMA に提供した 23 カ国の集計結果である。データを提供せずにこのチャートに含まれていないのはオーストリア、ベルギー、フィンランド、ギリシャ、ハンガリー、トルコの 6 カ国であり、いずれもファンド純資産額が小さい国である。株式型については 23 カ国の純資産額が欧州全体に占める割合は 97% を超えている (原論文の 2018 年版データではフランス、ドイツ、アイルランドという純資産額が大きい 3 カ国もデータ提供をしていなかったため占有割合は 70% 弱であった)。23 カ国の純資産額の占有割合は、債券型では 96% 程度、バランス型では 95% 程度であった。

図表 7 株式型 UCITS の資金フロー推移

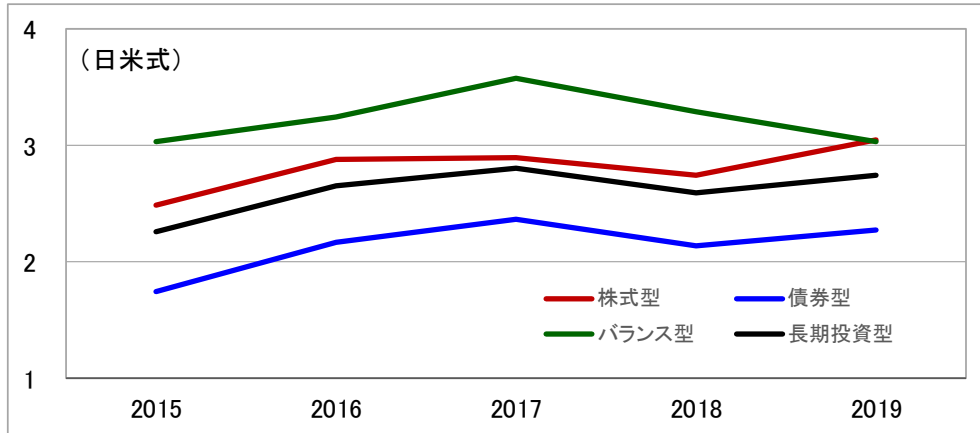


[出所]EFAMA FACT BOOK 2020より抜粋

EFAMA の FACTBOOK には図表 7 の掲載はあるのだが、発行額と償還額の数値データは掲載されていない。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 (Redemption) を目視推計した。このようにして得た償還額の 23 カ国合計と EFAMA が公表している国別の純資産額から計算した 23 カ国の純資産額合計を合わせて、平均保有年数を計算し、その推移を示したのが図表 8 である。株式型と債券型は比較的安定的に推移しており、バランス型がやや変動している。長期投資型の平均保有年数は 2.6 年程度である。



図表8 欧州23カ国 UCITS ファンドの平均保有年数（原図表22）

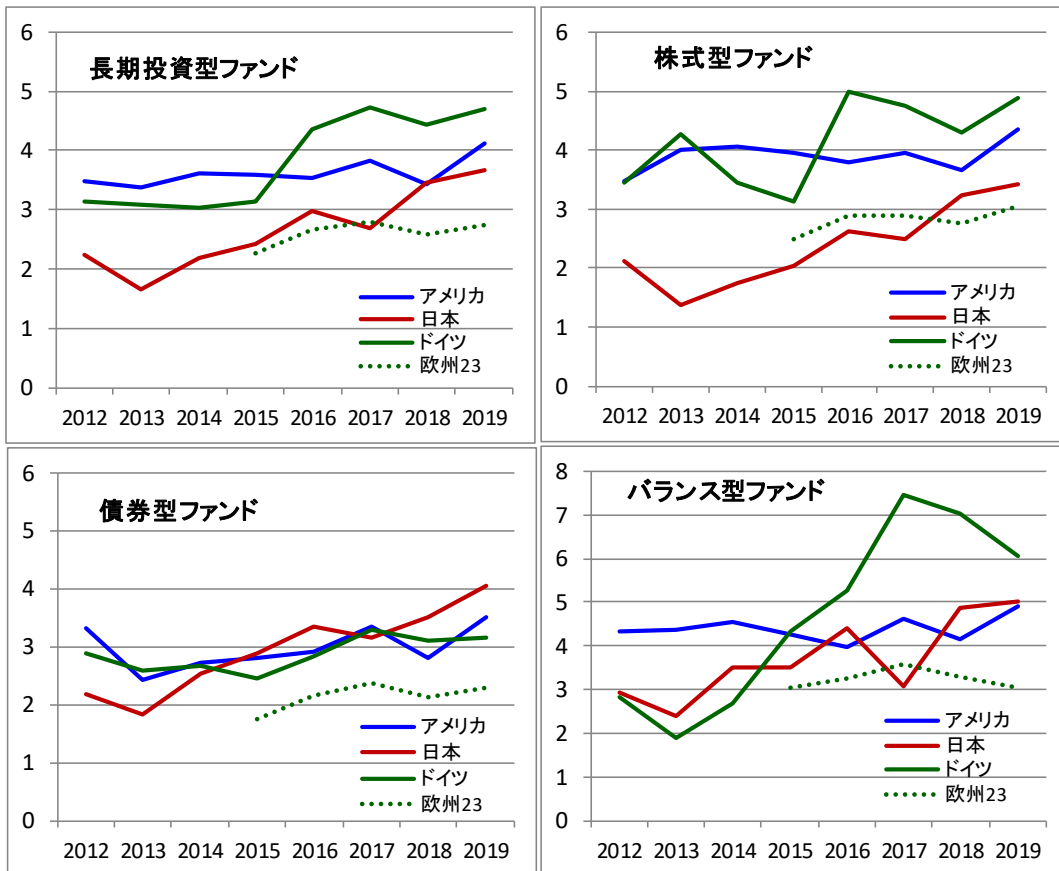


[出所]EFAMA FACTBOOK 2020の図表から一部データを推定して筆者が計算

## 6. 商品種類別の日米欧時系列比較

商品種類別（株式型、債券型、バランス型、長期投資型）に国・地域別の平均保有年数の推移を比較したのが図表9である。日本は米国、ドイツに比べて平均保有年数が短い  
が、欧州全体（23カ国）よりはやや長いと言えよう。

図表9 日米欧の伝統的運用ファンドの平均保有年数（原図表29）



[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計算

## 7. 商品種類別の日米欧直近断面比較（過去4年平均）

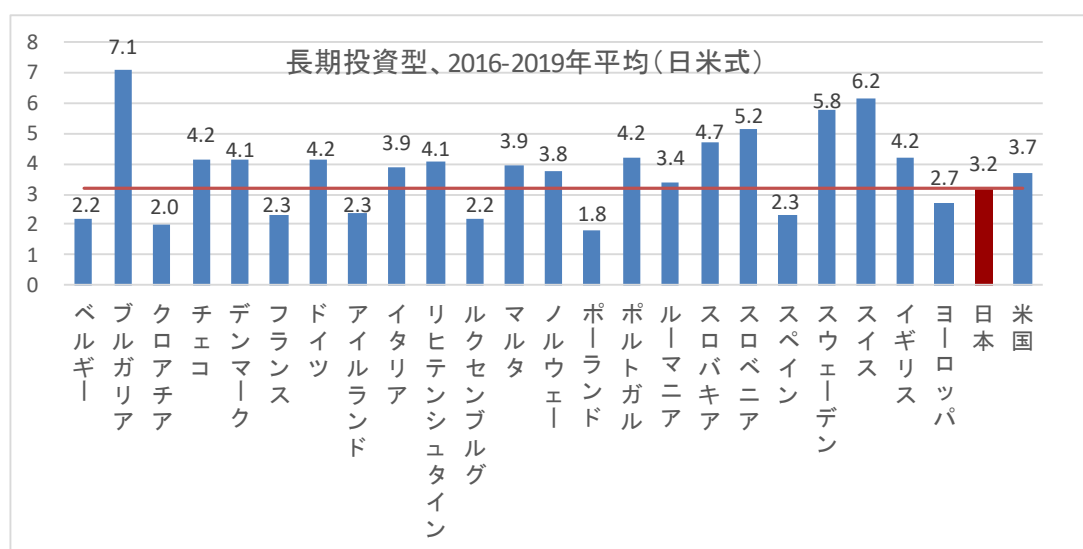
EFAMAは2020年版のFACTBOOKで初めて国別・商品種類別平均保有年数の過去4年平均値を掲載した。欧州29カ国のうち22カ国のデータが掲載されており、データが未掲載になっていたのは純資産額が比較的小さい7カ国だけであった。過去4年とは2016年から2019年までの4年間である。各年の平均保有年数の定義式は次のとおりとしている。

$$\text{平均保有年数} = \frac{(\text{前年末と当年末の純資産額の平均} - \text{純流入額})}{\text{償還額}}$$

日本で慣例的に使われており原論文でも使っていた平均保有年数の定義式（日米式）とは異なる。日米式では分子で純流入額を差し引いていない。純流入額を差し引く方式を欧州式と呼ぶことにする。EFAMAでは一貫して償還額のデータは未開示である。もし各年の平均保有年数が掲載されていたら、常時開示されている純資産額および純流入額とこの定義式から償還額を逆算できるのだが、今回のFACTBOOKでは各年の平均保有年数は開示されておらず4年平均値のみの掲載であった。

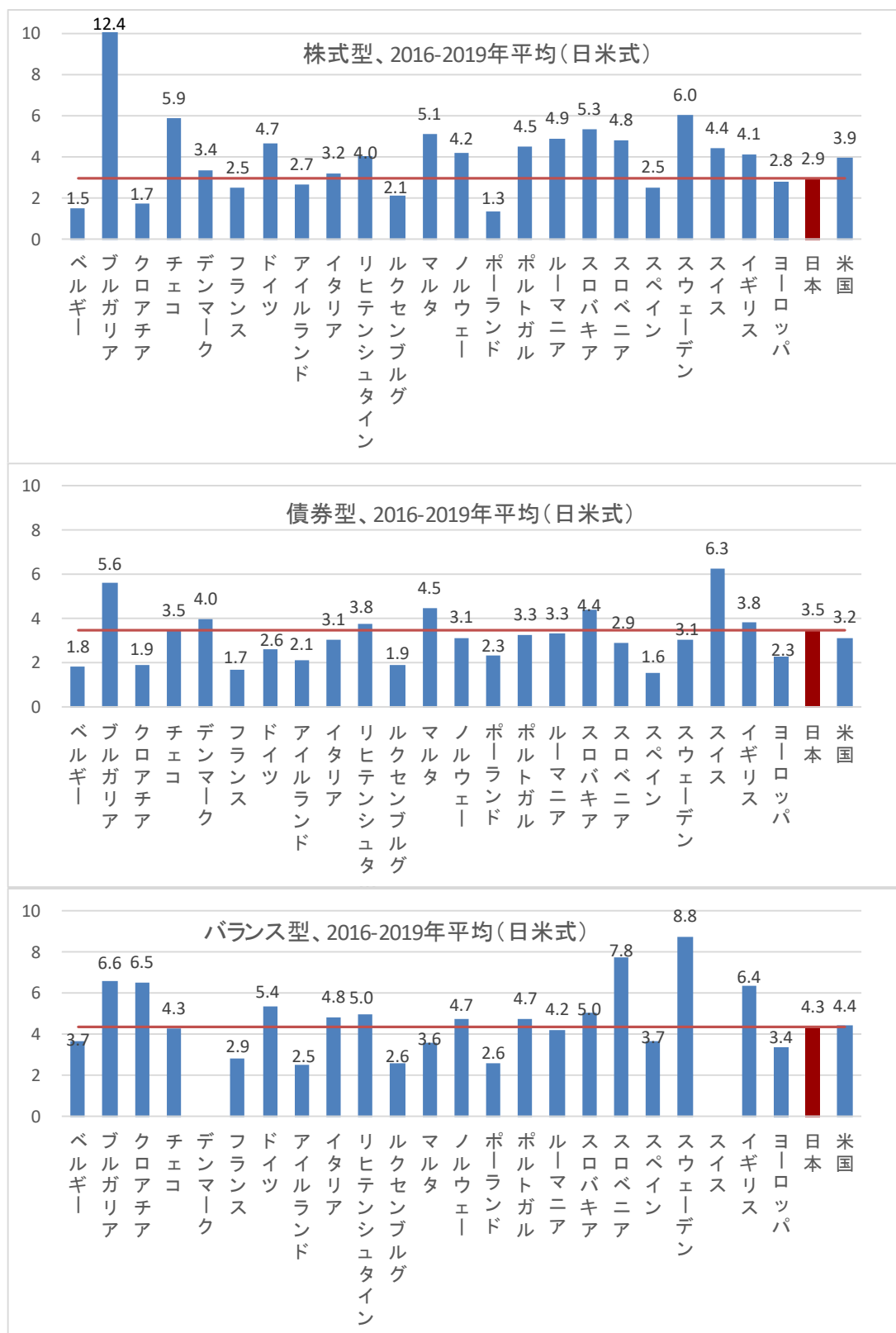
本稿の第1章から第6章までの各国・地域の平均保有年数は純資産額と償還額のデータを基にして計算したものである。純流入額は国別・商品種類別に公表されているので、第1章から第6章の平均保有年数を欧州式で計算することは容易である。しかし、日本で慣例的に使用されている方式と異なるのは好ましくない。欧州式で計算された平均保有年数の過去4年平均は償還額が開示されていない以上、厳密には日米式で計算し直すことは出来ないのだが、資料集で解説する方式に基づけば高い精度で近似変換できることが分かった。欧州各国の平均保有年数の過去4年平均を日米式に近似変換し、日本と米国のデータを加えて各国比較をしたのが図表10および図表11である。

図表10 欧州各国と日米の投信平均保有年数比較（長期投資型）



[出所] EFAMA、ICI、投資信託協会の統計資料より筆者が計算（欧州については推計）

図表 1 1 欧州各国と日米の投信平均保有年数比較（株式型、債券型、バランス型）



[出所] EFAMA、ICI、投資信託協会の統計資料より筆者が計算(欧州については推計)

## 資料集

1. 世界の規制オープンエンドファンドの純資産額
2. 投資信託平均保有年数統計
  - 2.1 日本
  - 2.2 米国
  - 2.3 ドイツ
  - 2.4 ルクセンブルグ
  - 2.5 欧州23カ国
  - 2.6 イギリス（未更新、参考）
  - 2.7 アイルランド（未更新、参考）
  - 2.8 日米欧の直近断面比較（過去4年）
3. 欧州式から日米式への近似変換方法

付表 1. 世界の規制オープンエンドファンドの純資産額（2019 年末、百万ドル）

	Total	Equity	Bond	Balanced/ Mixed	Money Market		ETFs	Institutional Funds
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	54,882,571	24,511,954	11,795,557	6,844,491	6,936,926	4,793,650	6,159,768	5,071,721
Americas	28,640,793	15,504,101	6,441,305	2,590,609	3,845,099	259,682	4,561,222	555,131
Argentina	13,796	447	4,568	2,946	5,834			
Brazil	1,333,617	135,479	651,941	311,742	84,425	150,030	6,975	555,128
Canada	1,412,987	507,099	218,657	636,392	26,991	23,849	157,892	
Chile	59,089	3,129	14,854	12,615	27,620	872	144	
Costa Rica	2,610	10	144		2,456			
Mexico	123,269	14,227	26,728	16,541	65,773			
Trinidad & Tobago	7,697	80	6,304	1,313				3
United States	25,687,728	14,843,630	5,518,109	1,609,060	3,632,000	84,931	4,396,211	
Europe	18,808,011	5,709,681	4,599,600	3,764,633	1,489,699	3,244,401	965,221	3,586,471
Austria	182,076	28,493	73,694	63,063		16,826		106,990
Belgium	108,416	52,704	10,039	17,476	6,940	21,258	1,586	
Bulgaria	913	213	105	580		14	20	
Croatia	3,409	273	2,782	149	1	204		
Cyprus	3,578	1,391	117	190		1,881		
Czech Republic	15,123	2,380	4,462	5,805	701	1,775		
Denmark	151,253	66,041	68,419	15,424	37	1,332		
Finland	110,191	47,269	45,382	9,768	274	7,498	309	
France	2,197,472	370,424	320,066	388,520	352,344	766,117	40,408	
Germany	2,488,705	369,758	563,018	1,056,767	8,874	490,290	54,921	2,028,810
Greece	6,328	1,386	2,582	1,983	377		21	
Hungary	14,591	1,180	4,527	988	261	7,635	6	2,056
Ireland	3,424,577	1,031,099	924,669	342,715	632,293	493,801	606,562	784,002
Italy	239,513	25,628	54,512	94,831	1,991	62,551		2,084
Liechtenstein	60,130	12,689	11,669	20,000	3,903	11,869		
Luxembourg	5,301,228	1,605,315	1,585,022	1,102,361	408,108	600,423	247,997	662,233
Malta	3,658	391	1,572	775	44	877		208
Netherlands	960,230	440,900	225,929	28,558		264,842	2,367	
Norway	151,216	77,177	52,234	8,834	11,765	1,207		
Poland	40,205	5,812	27,445	6,671		278		
Portugal	14,839	1,972	3,069	2,356	277	7,165		
Romania	5,263	157	3,751	304		1,051	2	
Slovakia	8,329	647	1,843	4,146		1,692		88
Slovenia	3,279	1,983	270	963	63	1		
Spain	340,883	99,370	93,487	110,661	4,240	33,126	257	
Sweden	412,641	288,378	64,377	55,942		3,944	4,724	
Switzerland	653,328	239,539	189,641	161,687	21,874	40,588	5,992	
Turkey	17,294	626	4,623	1,679	6,706	3,659	49	
United Kingdom	1,889,343	936,486	260,294	261,437	28,626	402,497		
Asia and Pacific	7,256,321	3,257,866	748,467	403,613	1,577,100	1,269,276	633,325	930,119
Australia	2,201,142	968,625	86,146		243,093	903,279		
China	1,890,624	186,590	397,243	271,329	1,022,095	13,368	108,123	
Chinese Taipei	128,498	19,305	20,547	4,995	26,715	56,935	55,694	
India	345,602	107,980	88,386	50,102	69,675	29,459	25,700	
Japan	2,064,166	1,884,523	44,187		116,226	19,230	399,078	930,119
Korea, Rep. of	538,215	76,839	102,975	22,118	91,334	244,949	44,697	
New Zealand	78,447	10,603	7,392	54,297	4,409	1,745		
Pakistan	4,018	1,142	16	207	2,342	311		
Philippines	5,609	2,259	1,575	565	1,211		33	
Africa	177,446	40,306	6,185	85,636	25,028	20,291		
South Africa	177,446	40,306	6,185	85,636	25,028	20,291		

(注1)これらの金額は原則としてファンドオブファンズを除いたものであるが、日本、フランス、ルクセンブルグ、アイルランドを含む十三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)

付表2-1. 日本

年・四半期	公募株式投信					
	除<ETF	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
20191	3.70	3.49	3.76	3.60	3.71	5.14
20192	3.90	3.56	3.96	3.81	3.87	5.32
20193	4.03	3.75	4.09	3.93	4.01	5.50
20194	3.62	3.27	3.67	3.41	4.05	5.01

[出所] 投資信託協会のデータより筆者が計算

付表2-2. 米国

年	長期投資型			
	株式型	債券型	バランス型	
1985	3.36	2.81	4.17	3.80
1986	2.59	1.96	3.26	3.31
1987	1.76	1.37	2.11	2.46
1988	2.71	2.18	3.29	2.79
1989	3.13	2.63	3.61	3.89
1990	3.23	2.65	3.82	4.37
1991	3.56	3.02	4.15	4.50
1992	3.47	3.75	3.06	5.88
1993	3.34	3.48	2.96	6.10
1994	2.84	3.16	2.31	4.15
1995	3.45	3.40	3.27	4.69
1996	3.32	3.26	3.12	5.05
1997	3.28	3.13	3.22	5.32
1998	3.11	2.94	3.25	4.65
1999	2.90	2.87	2.70	3.86
2000	2.51	2.41	2.72	3.44
2001	2.92	2.82	2.89	4.72
2002	2.59	2.43	2.79	4.07
2003	3.17	3.39	2.46	5.10
2004	4.05	4.33	3.12	5.52
2005	4.22	4.31	3.52	5.78
2006	4.18	4.22	3.69	5.35
2007	3.69	3.70	3.30	4.67
2008	2.79	2.89	2.39	3.34
2009	3.42	3.57	2.98	4.15
2010	3.42	3.66	2.79	4.59
2011	3.17	3.33	2.75	3.85
2012	3.50	3.48	3.31	4.35
2013	3.39	4.02	2.42	4.37
2014	3.62	4.05	2.73	4.55
2015	3.60	3.95	2.82	4.27
2016	3.53	3.80	2.92	3.98
2017	3.83	3.95	3.36	4.61
2018	3.42	3.66	2.82	4.15
2019	4.12	4.35	3.51	4.90

[出所] 米国ICIのデータより筆者が計算

付表2-3. ドイツ

年	合計	公募ファンド					スペシャルファンド				
		長期投資型	株式型	債券型	複合型	長期投資型	株式型	債券型	複合型		
										2012	6.43
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
2019	9.49	5.74	4.69	4.89	3.15	6.06	11.79	10.80	6.47	15.56	10.32

[出所] ブンデスバンク資本市場統計月報のデータより筆者が計算

付表2-4. ルクセンブルグ

年・四半期	全ファンド	年・四半期	全ファンド
20104	1.04		
20111	1.04	20161	1.23
20112	1.05	20162	1.22
20113	0.98	20163	1.19
20114	1.03	20164	1.18
20121	1.05	20171	1.18
20122	1.05	20172	1.20
20123	1.07	20173	1.28
20124	1.10	20174	1.35
20131	1.20	20181	1.34
20132	1.18	20182	1.31
20133	1.21	20183	1.28
20134	1.22	20184	1.21
20141	1.25	20191	1.23
20142	1.30	20192	1.22
20143	1.35	20193	1.20
20144	1.37	20194	1.21
20151	1.40		
20152	1.34		
20153	1.23		
20154	1.21		

[出所]ルクセンブルグ金融監督委員会のデータより筆者が計算

付表2-5. 欧州23カ国

(a)日米式

年	長期投資型			
	株式型	債券型	バランス型	
2015	2.26	2.49	1.75	3.03
2016	2.66	2.89	2.16	3.25
2017	2.80	2.89	2.37	3.58
2018	2.60	2.74	2.13	3.30
2019	2.74	3.05	2.28	3.03

(b)欧州式

年	長期投資型			
	株式型	債券型	バランス型	
2015	2.12	2.40	1.71	2.49
2016	2.60	2.90	2.06	3.14
2017	2.56	2.76	2.06	3.18
2018	2.56	2.69	2.16	3.15
2019	2.61	3.00	2.02	2.96

[出所] 欧州投資信託協会のデータより筆者が計算

==== (以下はデータ更新が出来ず、原論文の数表をそのまま掲載しています) =====

付表2-6. イギリス(未更新、参考)

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より筆者が計算

付表2-7. アイルランド(未更新、参考)

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)のデータより筆者が計算

付表 2-8. 日米欧の平均保有年数直近断面比較（過去 4 年）

国・地域	(2016-2019年平均、欧州式)				(2016-2019年平均、推計日米式)			
	株式型	債券型	バランス型	長期投資	株式型	債券型	バランス型	長期投資
オーストリア	--	--	--	--	--	--	--	--
ベルギー	1.4	1.9	3.7	2.1	1.5	1.8	3.7	2.2
ブルガリア	10.7	5.1	5.6	6.1	12.4	5.6	6.6	7.1
クロアチア	1.9	0.9	4.7	1.3	1.7	1.9	6.5	2.0
キプロス	--	--	--	--	--	--	--	--
チェコ	5.3	3.2	3.9	3.8	5.9	3.5	4.3	4.2
デンマーク	3.2	3.9		3.9	3.4	4.0		4.1
フィンランド	--	--	--	--	--	--	--	--
フランス	2.5	1.6	2.9	2.3	2.5	1.7	2.9	2.3
ドイツ	4.6	2.6	4.8	4.0	4.7	2.6	5.4	4.2
ギリシャ	--	--	--	--	--	--	--	--
ハンガリー	--	--	--	--	--	--	--	--
アイルランド	2.5	1.8	2.2	2.1	2.7	2.1	2.5	2.3
イタリア	3.3	3.1	3.9	3.5	3.2	3.1	4.8	3.9
リヒテンシュタイン	4.0	3.8	5.1	4.1	4.0	3.8	5.0	4.1
ルクセンブルグ	2.1	1.8	2.5	2.1	2.1	1.9	2.6	2.2
マルタ	5.6	4.4	3.7	4.0	5.1	4.5	3.6	3.9
オランダ	--	--	--	--	--	--	--	--
ノルウェー	4.1	2.9	4.6	3.6	4.2	3.1	4.7	3.8
ポーランド	1.4	2.2	2.7	1.8	1.3	2.3	2.6	1.8
ポルトガル	4.2	3.0	4.2	3.8	4.5	3.3	4.7	4.2
ルーマニア	4.5	3.4	3.4	3.4	4.9	3.3	4.2	3.4
スロバキア	5.0	4.6	4.5	4.5	5.3	4.4	5.0	4.7
スロベニア	4.9	2.5	7.5	5.1	4.8	2.9	7.8	5.2
スペイン	2.2	1.5	3.6	2.2	2.5	1.6	3.7	2.3
スウェーデン	5.9	2.8	8.5	5.6	6.0	3.1	8.8	5.8
スイス	4.3	5.8		5.9	4.4	6.3		6.2
トルコ	--	--	--	--	--	--	--	--
イギリス	4.2	3.7	6.0	4.2	4.1	3.8	6.4	4.2
ヨーロッパ	2.8	2.1	3.2	2.6	2.8	2.3	3.4	2.7
日本	2.6	3.6	3.9	2.9	2.9	3.5	4.3	3.2
米国	4.0	3.0	4.6	3.8	3.9	3.2	4.4	3.7

(注1) 欧州各国の並びはアルファベット表示の順番による

(注2) 本文5章の「欧州23カ国」外で欧州式年数も掲載されていなかったのはオーストリア、フィンランド、ギリシャ、ハンガリー、トルコの5カ国であった。ベルギーは「欧州23カ国」外であるにも関わらず欧州式年数は掲載されていた。ベルギーはEFAMAおよびIIFAのホームページでは、四半期の純流入額は開示されていないが、EFAMAのFACTBOOKでは年次の純流入額を開示しているため日米式推計ができた。キプロスとオランダは「欧州23カ国」内であったが欧州式年数の値は未掲載であった

[出所] 欧州式はEFAMA FACTBOOK 2020より転載

日米式は欧州式の値にEFAMA統計を加味して筆者が推計



#### 4. 欧州式から日米式への近似変換方法

EFAMAは2020年版のFACTBOOKで初めて国別・商品種別別ファンドの平均保有年数のデータを掲載したが、その計算定義式は次のとおりであった。

$$\text{平均保有年数} = \frac{(\text{前年末と当年末の純資産額の平均} - \text{純流入額})}{\text{償還額}} \dots\dots (1)$$

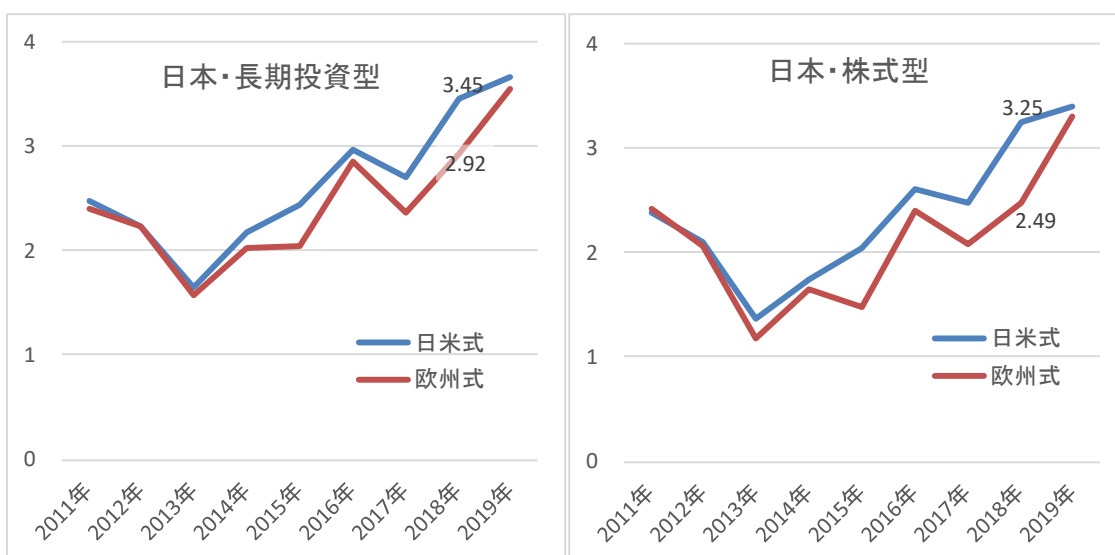
日本で慣例的に使われている平均保有年数の計算定義式はこれと異なり、

$$\text{平均保有年数} = \frac{\text{前年末と当年末の純資産額の平均}}{\text{償還額}} \dots\dots (2)$$

である。以降、(1)式を欧州式、(2)式を日米式と呼ぶことにする。欧州式と日米式では分子において純流入額のみ異なる。日米式では償還は平均純資産額から発生したものと考えるのに対して、欧州式では純流入した部分からは償還は発生せず純資産額の平均から純流入額を除いた部分から発生していると考えているのかもしれない<sup>7</sup>。平均保有年数は、純流入額がプラスなら日米式が欧州式よりも長くなり、純流入額がマイナスなら欧州式が日米式よりも長くなる。

実際に日本の公募株式投信のデータを用いて、日米式と欧州式で平均保有年数にどの程度の差異が生じるかを確認したのが付図表3.1である。日本の長期投資型ファンドでは2018年に日米式で3.45年、欧州式で2.92年となり差が0.53年であった。同様に日本の株式型ファンドでは2018年にそれぞれ3.25年、2.49年、0.76年となっていた。2011年以後ではいずれも2018年に最大の差が生じていた。

付図表3.1 日米式と欧州式の平均保有年数比較



[出所] 投資信託協会の統計資料より筆者が計算

<sup>7</sup> 資金流出している場合（純流入額がマイナス）は、平均純資産額と純流出額を合わせた金額から償還額が発生したと見なしているのだろう

EFAMA の 2020 年版の FACTBOOK に掲載されたのは(1)式に基づく各年の値ではなく過去 4 年 (2016 年から 2019 年) の平均値であった。相変わらず償還額のデータが開示されていない中、もし(1)式の各年の値が掲載されていれば、従前から開示されている純資産額と純流入額のデータを使って償還額が逆算できる場所であった。しかし、(1)式の 4 年平均値の開示だけでは具体的な償還額の値が分からない状況は変わらない。このことは、現在のデータ開示状況では、欧州ファンドの日米式による平均保有年数の計算は不可能であるということを示している。

日米式平均保有年数の過去 4 年平均の厳密な計算は不可能であっても、現在使用可能なデータの範囲で近似推計することは可能である。以下では近似推計の方法を説明し、実際の日米のファンドの開示データを使ってその精度を確認する。

t 年の平均純資産を  $N_t$ 、純流入額を  $I_t$ 、償還額を  $R_t$  とすると、欧州式平均保有年数の過去 4 年平均  $Y^E$  とその日米式の値  $Y^J$  は各々次のようになる。

$$Y^E = \frac{1}{4} \left\{ \frac{N_1 - I_1}{R_1} + \frac{N_2 - I_2}{R_2} + \frac{N_3 - I_3}{R_3} + \frac{N_4 - I_4}{R_4} \right\} \dots\dots (3)$$

$$Y^J = \frac{1}{4} \left\{ \frac{N_1}{R_1} + \frac{N_2}{R_2} + \frac{N_3}{R_3} + \frac{N_4}{R_4} \right\} \dots\dots (4)$$

ここで、 $N = N_1 + N_2 + N_3 + N_4$ 、 $I = I_1 + I_2 + I_3 + I_4$  として、

$$n_t = \frac{N_t}{N} \quad (t = 1 \sim 4)$$

とする。定義式により、 $n_1 + n_2 + n_3 + n_4 = 1$  である。

ここで、 $I_t = I_t + (n_t I - n_t I) = n_t I + (I_t - n_t I)$  ( $t = 1 \sim 4$ ) という恒等式を使うと、

$$N_t - I_t = n_t N - n_t I - (I_t - n_t I) = n_t (N - I) - (I_t - n_t I)$$

となるので、この関係式を  $Y^E$  に代入して整理する。

$$Y^E = \frac{1}{4} \left\{ \frac{N_1 - I_1}{R_1} + \frac{N_2 - I_2}{R_2} + \frac{N_3 - I_3}{R_3} + \frac{N_4 - I_4}{R_4} \right\} \\ = \frac{(N - I)}{4} \left\{ \frac{n_1}{R_1} + \frac{n_2}{R_2} + \frac{n_3}{R_3} + \frac{n_4}{R_4} \right\} - \frac{1}{4} \left\{ \frac{I_1 - n_1 I}{R_1} + \frac{I_2 - n_2 I}{R_2} + \frac{I_3 - n_3 I}{R_3} + \frac{I_4 - n_4 I}{R_4} \right\} \dots\dots (5)$$

(5)式の前半は次のように  $Y^J$  と関連づけることができる。

$$\frac{(N - I)}{4} \left\{ \frac{n_1}{R_1} + \frac{n_2}{R_2} + \frac{n_3}{R_3} + \frac{n_4}{R_4} \right\} = \frac{(N - I)}{4N} \left\{ \frac{N_1}{R_1} + \frac{N_2}{R_2} + \frac{N_3}{R_3} + \frac{N_4}{R_4} \right\} = \frac{(N - I)}{N} \times Y^J$$

(5)式の後半の括弧内の 4 つの分子を合計すると、

$$(I_1 - n_1 I) + (I_2 - n_2 I) + (I_3 - n_3 I) + (I_4 - n_4 I) \\ = (I_1 + I_2 + I_3 + I_4) - (n_1 + n_2 + n_3 + n_4) \times I = I - 1 \times I = 0$$

となってゼロである。つまり、これらの項は正負の値が混在し合計するとゼロになっているのである。毎年の償還額がすべて同じ金額 ( $R_1 = R_2 = R_3 = R_4$ ) だったら後半部分はゼロになる。実際には償還額がすべて同じになることはありえないが、償還額が似たような

水準であるとしたら、 $I_t$ が $N_t$ よりも通常は一桁小さいことも合わせて考えると (5)式の後半は前半に比べてかなり小さくなるのが期待される。従って、

$$Y^E \cong \frac{(N-I)}{N} \times Y^J \text{ となり、 } Y^J \cong \frac{N}{N-I} \times Y^E \text{ となる。}$$

$N_t$ と $I_t$ は純資産額と純流入額から計算されるものであり、純資産額と純流入額は欧州のどの国でも開示している情報である。このようにして償還額 ( $R_1, R_2, R_3, R_4$ ) が未開示であっても、今回公表された欧州式平均保有年数の過去4年平均 $Y^E$ を日米式の値 $Y^J$ に近似変換できそうであることが分かった。

この近似式の精度を純資産額、純流入額、償還額のすべてが開示されている日米のファンドデータで調べてみた結果が付図表3.2である。償還額データも使って $Y^E$ と $Y^J$ を計算し、その後に $N$ と $I$ を使って $Y^J$ の近似値 ( $\frac{N}{N-I} \times Y^E$ )を計算した。例えばパネル(a)の長期投資型の2019年は日米式では3.20年であるが、近似値は3.19年となり推計誤差は0.01年であった。付図表3.2には日米の4商品種類について推計誤差を測定した結果を示しているが、ほとんどが0.02年以内である。

付図表3.2 平均保有年数過去4年平均の推計日米式の近似精度の確認表

(a)日本公募株式ファンド

終年	長期投資型		株式型		債券型		バランス型	
	日米式	推計誤差	日米式	推計誤差	日米式	推計誤差	日米式	推計誤差
2014年	2.14	(0.01)	1.90	(0.03)	2.24	0.01	3.02	(0.02)
2015年	2.13	(0.00)	1.82	(0.01)	2.37	0.01	3.09	(0.01)
2016年	2.31	0.01	1.94	0.02	2.65	(0.01)	3.45	0.02
2017年	2.57	0.01	2.22	0.03	2.99	(0.01)	3.62	0.02
2018年	2.89	0.01	2.59	0.04	3.22	(0.02)	3.97	0.00
2019年	3.20	0.01	2.94	0.03	3.51	(0.01)	4.34	0.02

(b)米国ミューチュアルファンド

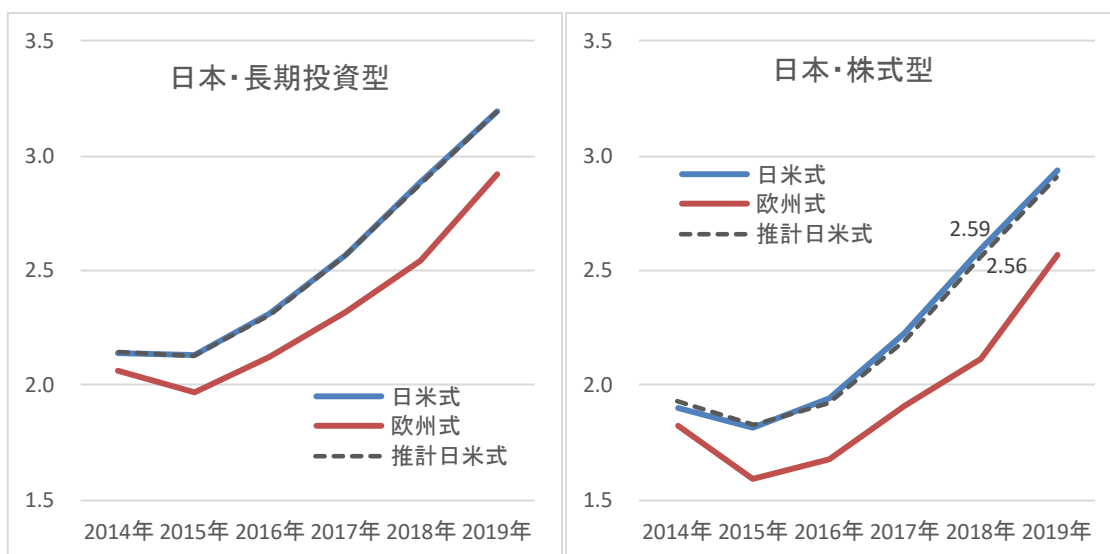
終年	長期投資型		株式型		債券型		バランス型	
	日米式	推計誤差	日米式	推計誤差	日米式	推計誤差	日米式	推計誤差
2014年	3.42	0.00	3.72	(0.00)	2.81	0.02	4.28	0.00
2015年	3.53	0.00	3.88	(0.00)	2.82	0.02	4.39	0.01
2016年	3.54	0.00	3.96	0.01	2.72	0.00	4.29	0.01
2017年	3.65	0.00	3.94	0.00	2.96	0.00	4.35	0.00
2018年	3.60	0.00	3.84	0.00	2.98	0.01	4.25	0.00
2019年	3.73	0.00	3.94	(0.00)	3.15	0.01	4.40	0.00

(注) 推計誤差＝「日米式」－「欧州式を基礎にした日米式の推計」

[出所] 投資信託協会および米国ICIの統計資料より筆者が計算

最も推計誤差が大きかったのは日本公募株式ファンドの株式型であった。付図表 3.3 に日本公募株式ファンドの長期投資型と株式型について日米式 ( $Y^J$ )、欧州式 ( $Y^E$ )、欧州式を基礎にした推計日米式の時系列推移を示した。長期投資型では日米式と推計日米式は重なってしまいほとんど区別がつかない。付図表 3.2 で最も推計誤差が大きかった株式型で、ようやくずれが確認できる程度となっている。この結果から、今回導出した近似式は十分に使用に足るものであると判断した。

付図表 3.3 平均保有年数過去 4 年平均の推計日米式の近似精度の確認例



[出所] 投資信託協会の統計資料より筆者が計算

以上