諸外国の投資信託の販売動向と我が国への示唆

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　**杉田　浩治**

～要旨～

世界主要国の投資信託の保有・販売の実態を分析し、日本と比較すると次の点を指摘できる。①販売対象は各国とも個人中心であるが日本は米国に比べ特に若年層の投信保有率が低い、②米国では株式投信残高の6割がDC（確定拠出）年金資金によって保有されている、③販売主体が証券・銀行のほか直販、IFA（独立フィナンシャルアドバイザー）などに広がっている中で、日本はIFAの普及度が低い、④投資家の平均保有期間は欧米に比べ日本は短期であり、大量販売・大量解約の傾向が見られる。⑤世界的に投資家利回りがファンド利回りより低いという問題がある。

これらを踏まえると、日本の投信販売にあたっては、NISAおよびDC年金制度を活用した積立投資の推進により、若年層の資産形成への貢献、長期安定的資金の導入、投資家利回りの向上を図るとともに、IFAが活躍できる素地を整えるべきであろう。（なお、文中の事実認識・意見は私見である）。

1　販売対象市場

（1）各国とも個人資金が中心

先ず、主要国における投資信託（以下「投信」）の販売対象市場、言い換えれば投信の保有者構成を見ると図表1の通りである。

日・米では個人の直接保有分が5割以上を占め、保険・年金を通じる間接保有を含めると個人保有分が日本で7割、米国では9割近く[1)]に達している。一方、欧州では個人の直接保有より保険・年金を通じる間接保有が多いが、直接・間接を合計すればやはり個人が過半を占めている。なお、日本や欧州大陸（独・仏）では金法・事法の投信保有も1～2割を占めているが、企業の資本有効利用について株主からの圧力が強い米国では法人の投信保有は少ない。

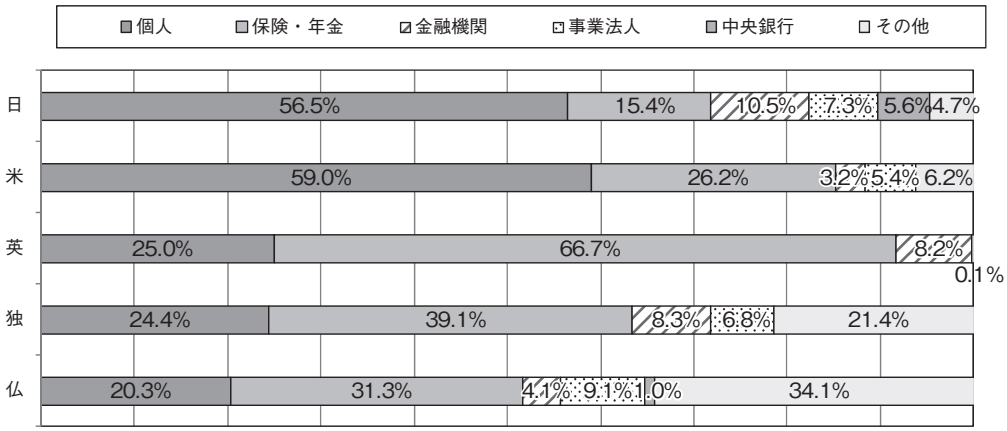
（2）若年層の保有率が低い日本

次に個人について年齢別の投信保有比率（各年齢層について投信保有者が何％いるか）を、データの得られる日・米で比較すると図表2の通りである。

日本の全年齢層合計の保有比率は米国の5分の1であるが、特に若年層の保有比率が低いことが目立つ（65歳以上では米国の3分の1程度であるが、35歳未満では米国の10分の1以下である）。

一般的に、金融資産の蓄積が少ない段階（若年層）においては流動性制約のため有価証券等のリスク資産を多く持てないと言われるが、米国では若年層の投信保有率が高い。その背景には後述の確定拠出年金の影響がある。すなわち

図表１　主要国の投信保有者構成（2015 年末現在、金額ベース）



［出所］各国中央銀行資金循環統計より筆者作成

図表２　年齢別の投信保有率（2015 年）

	日本の投信保有率		米国の投信保有率
	男性	女性	
全体	8.7%		43%
20 ～ 24 歳	0.9%	1.1%	32%
25 ～ 29 歳	1.4%	3.8%	
30 ～ 34 歳	4.6%	1.0%	
35 ～ 39 歳	7.3%	4.3%	48%
40 ～ 44 歳	7.6%	4.3%	
45 ～ 49 歳	6.3%	7.6%	54%
50 ～ 54 歳	10.7%	8.2%	
55 ～ 59 歳	11.5%	8.5%	48%
60 ～ 64 歳	11.8%	12.2%	
65 ～ 69 歳	14.6%	12.6%	36%
70 ～ 74 歳	18.4%	11.4%	
75 ～ 79 歳	11.8%	9.6%	
80 ～ 84 歳	17.2%	9.7%	
85 ～ 89 歳	15.4%	4.2%	
90 歳以上	16.7%	0.0%	

〔出所〕日本は日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（個人調査）平成 27 年度版、米国はＩＣＩ "Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the Internet, 2015 “

米国の若年層は、まとまった資金を運用するほどストックの蓄積は進んでいなくても、フロー（給与）の内から老後に備える資産形成を着実に実行しており、その運用対象として投信を選んでいる。

(3) 確定拠出 (DC) 年金市場の比重が高い米国

世界投信残高の半分を占める米国および豪州（人口は日本の５分の１だが投信残高は日本の２倍）では、DC 年金資金による投資比率が高いことは良く知られている。

統計のある米国について見ると、図表３の通り 15 年末には MMF・債券投信を含む全投信残高のうち 46％が DC 年金（401 (k) など職域型と個人型の IRA）資金で占められており、株式投信に至っては 61％が DC 年金資金となっている。

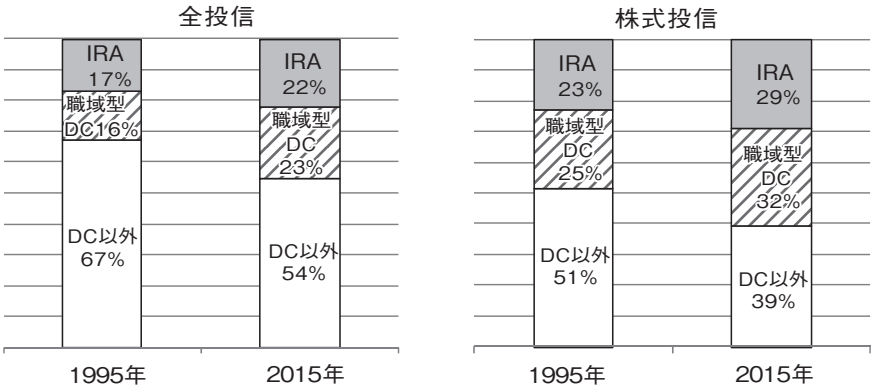
DC 制度へは就職後すぐに加入することが多い。米国では DC の普及度が高いうえに、資産を投信で運用する割合が高い[2)] ことが、前述の「若年層でも投信保有比率が高い」ことに寄与し、また後述する「米国投資家の平均保有期間が日本より長い」ことの一因となっている。

また、米国では DC 年金口座の獲得は業者側のメリットも大きいと理解されている。すなわち「401 (k) ビジネスは収益機会が三度ある」と言われる。「第一に、契約を取れば毎月しかも長期にわたって安定資金を導入できる、第二に契約者が退職した時に大きな資金の運用に関われる、そして第三は相続（顧客の家族との取引につながること）である」。

２　販売チャネル（販売主体と販売方法）

投信の販売チャネルの分析にあたっては、(1) 証券・銀行といった販売主体別の切り口と、(2) FA（フィナンシャルアドバイザー）など人の助

図表３　米国投信残高に占める DC 年金資金の割合



［出所］ICI（米国投信協会）資料より筆者作成

言付きか、インターネット活用かなど、販売方法別の切り口とがある。

（1）販売主体

投信の販売主体について、米国では前述のようにDC年金経由の販売が増加していることから、ICI（米国投信協会）は、投資家の購入経路を、先ず①401（k）など職域DC年金プラン経由と②それ以外に分けたうえで、②について誰を経由しているかを調査している。

15年現在では、①職域DC年金プラン内だけで投信を購入している投資家が40％、②それ以外の投資家が60％（職域DC年金プラン以外だけで購入している20％と、職域DC年金プランとそれ以外の両方で購入している40％の合計）となっている。そして②の職域DC年金プラン以外で購入している投資家の利用経路（複数回答）を見ると、フルサービス証券会社が27％、ディスカウントブローカー[3)]が24％、独立FPが24％と多く、投信会社直接販売利用者は19％、銀行経由は17％である。

一方、DC年金が未発達の日本や欧州大陸（独・仏など）では、販売チャネルを銀行・証券など販売主体別で区分することが一般的であり、日本は証券・銀行中心、ユニバーサルバンキング制度をとる欧州大陸では銀行が中心となっていることは良く知られている通りである。

そして、日本以外では、IFA（独立フィナンシャルアドバイザー）が活躍している。前述の通り米国では職域DC以外の購入経路において銀行より独立FPの利用度が高いほか、英では以前からIFAが大きな役割を果たしている。

また欧米では投信会社の直接販売も一定の役割を果たしている。

（2）販売方法

販売方法（投資家から見れば投信購入方法）については、大きく分けると、（イ）証券・銀行等の外務員やIFAなど「人（米国流に言えば投資助言者）」の助言付きと、（ロ）人の助言がないインターネット経由がある。

そして最近、（ロ）のインターネット経由であるものの、コンピューター・プログラムに基づく簡単な助言サービスが付く「ロボ・アドバイザー」の利用が急速に広がっていることは周知の通りである。このほか、間接的販売方法として、他のサービスや商品（ラップアカウントや変額年金保険）を通じる経路もある。

（3）販売チャネルの歴史的変化と今後の動向

歴史的にみると、1960年代位までは、投信先進国の米国においてすら投信販売チャネルは証

券会社の外務員による助言付き販売に限られていた。その後、投信へのニーズの拡大、規制緩和、ITの進歩などにより、投信販売チャネルは多様化の一途をたどった。言い換えれば、投資家と投信との接点が大きく広がり、それが更なる投信市場の拡大に結び付いた。

さて、今後はどの販売チャネルが拡大していくのだろうか。

(1)の販売主体については、今まで世界的にIFAがシェアを伸ばしてきた。米国などでその傾向は続くと見込まれる。(2)の販売方法については、ロボ・アドバイザー取引の利用拡大[4)]、米・豪・日などでDCプラン経由の販売増が見込まれるほか、日本ではファンド・ラップアカウントが拡大している。

そして、フィンテックの進展などにより今後、新しいチャネルが生まれる可能性もある。たとえば、販売主体についてグーグル・アマゾンなどIT関連企業の参入が考えられ[5)]、販売方法として日本で既に職場NISAが始まっている。

これらの販売チャネル拡大によって、今まで貯蓄しか行っていなかった人々が投資に向かうこと[6)]が期待される。

4　平均保有期間、販売額・解約額・純増額の関係

(1) 投資家の平均保有期間

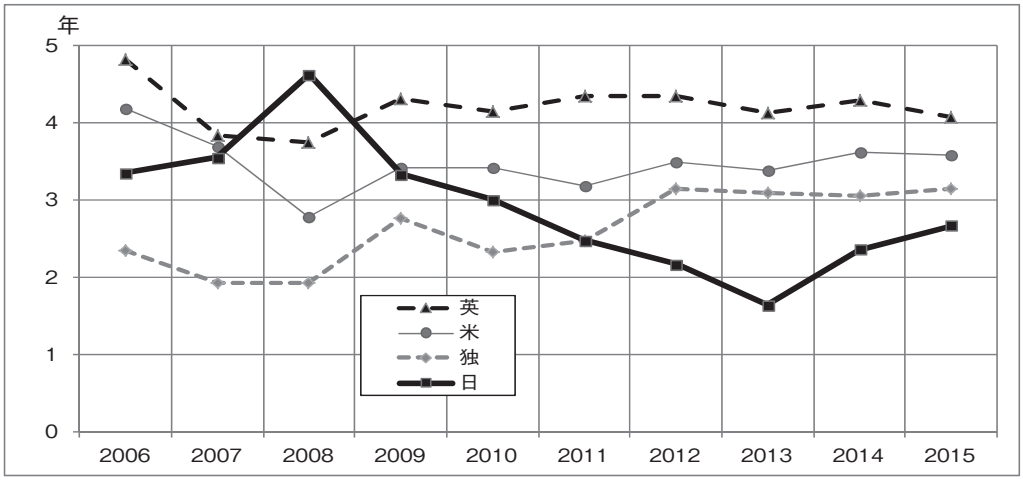
長期投信（株式投信・債券投信・バランスファンドの合計―ETFを除く）についてデータの入手が可能な米・英・独の15年末に至る10年間の実績を日本と比較すると図表4の通りである。

2010年までは独の平均保有期間が短いことが目立つが、12年以降はおおむね英が4年台、米・独が3年台で推移している。これに対し日本は、09年以降に短期化が目立ち、13年に1.7年まで落ち込んだ。その後は反転して15年には2.7年となった。なお、図には示していないが、英のISA（日本のNISAが参考にした個人資産形成促進制度）口座で保有されている投信については、平均保有期間が10年間平均で8.3年と長くなっている。

(2) 販売額・解約額・純増額の関係

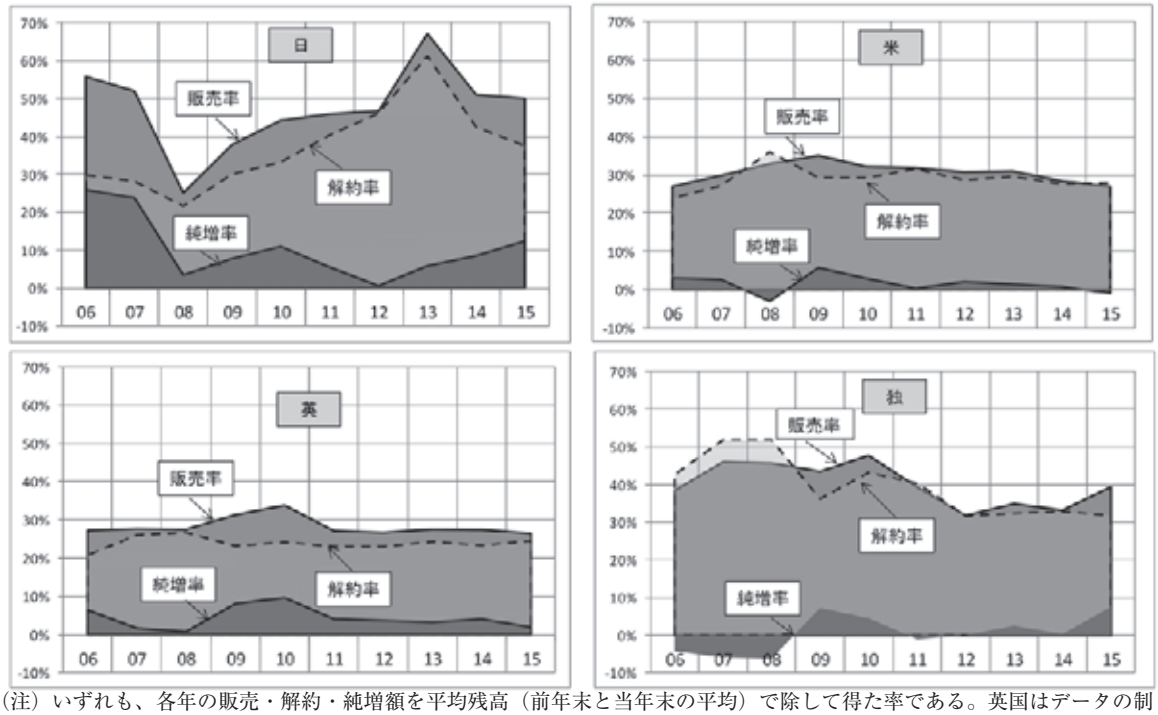
次に、各国の国内籍長期投信（ETFを除く）の販売額・解約額・純増額の関係を見ると図表5の通りである。国別の規模の違いを調整するため残高に対する比率で比較するとともに、目盛

図表4　長期投信の平均保有期間の国際比較



(注) 平均保有期間は（年間平均残高／年間解約額）により算出した。年間平均残高は前年末残高と当年末残高を平均した簡便計算値を用いた。英国はデータの制約上全ファンド合計、独の解約額は販売額－純増額により算出した。
［出所］日・米・英は各国投信協会データ、独はブンデスバンク統計月報。

図表５　長期投信の販売（設定）・解約・純増の関係



（注）いずれも、各年の販売・解約・純増額を平均残高（前年末と当年末の平均）で除して得た率である。英国はデータの制約上全ファンド合計、独の解約額は販売額－純増額。
［出所］日・米・英は各国投信協会データ、独はブンデスバンク統計月報。

を統一して視覚的に捉えられるよう試みた。

図表５から指摘できることは次の通りである。

①　日本は米・英に比べ、大量販売・大量解約の傾向が見られる。10年間の平均を算出すると、販売率（各年販売額の各年平均残高に対する比率）は日本が47.6％、米が30.5％、英が28.3％、独が40.0％であり、解約率（各年解約額（日本は償還額を含む）の各年平均残高に対する比率）は、日本が37.1％、米が29.1％、英が23.9％、独が39.5％となっている。

②　次に、販売額から解約額を差し引いた純増額の平均残高に対する比率（純増率）で見ると、日本は他国に比べ圧倒的に高く（10年間平均で日本が10.5％、米が1.5％、英が4.4％、独が0.5％）、多くの資金獲得に成功していると見ることもできる。

③　08年のリーマンショック時には、他国で解約率が上昇した中で日本は解約率が低下していた。他国のような狼狽売り[7]は少なかったと見ることもできる。ただし、販売額も減っており、日本は全般に模様眺めであった。

④　なお、米のETFについてICIが販売・解約のデータを発表していないため、図表５はETFを含まないデータで作成している。しかし、米においては近年、株式ファンドを中心に投資家資金が従来型ファンドからETFへシフトしている。ETFの設定から解約を差し引いた純発行額データはあるので、これを加えた純増率（「ETF 込みの純増額」の「ETF 込みの平均残高」に対する比率）を計算すると10年間平均で2.9％となり、前述のETFを含まない1.5％より高い値となった。

５　新商品と既存商品

日本は米国などと比べると投信営業が新商品に偏っており、その結果、残高規模に比べファンド数が極端に多くなっている。

募集が新商品に偏っているかどうかは、募集

金額のうち新商品と既存商品の内訳で見るべきであるが、その金額の国際比較データを入手できなかったため、年間の新商品設定本数を投信市場の大きさ（残高規模）と関連付けて日米比較すると次の通りである。

15年の新商品設定本数は、日本が709本、米国は867本（いずれもETFを含む[8)]）であった。15年末の残高規模は米国の2,138兆円を100とすると日本の98兆円は5に過ぎないのに対し、新商品設定本数は米国を100とすると日本は82であったことになる。

米国では、投資家が新商品よりも最低3年程度の運用実績のある既存ファンドを購入することが多く（特にFA経由の場合、FAは「実績を分析したうえで投資ファンドを選択した事跡」を残す意味からも、数年間の実績のあるファンドを投資家に奨めることが多い）、投信会社側も「小さく生んで大きく育てる、すなわち既存商品を大事にする」商品政策を貫いている。

日本では、消費者が投信に限らず一般的に新商品を好む傾向もあることにもよるが、販売会社の意向が強いと指摘される新商品設定数が多い。このため、図表6のように世界主要5か国の中で日本の現存ファンド数は相対的に多く、したがってファンド1本当りの規模は最も小さい（コスト高となる）結果を招いている。

しかし、最近は日本でも新商品より既存商品の販売を重視する販売会社や、「製造者責任」を意識する投信会社も現れてきた。こうした傾向がさらに広がることを望みたい。また蛇足であるが、世界的に証券のリターンが低下している現今の厳しい投資環境下において、新しい投資理論やAIを活用した画期的な商品（真の意味での新商品）の開発を促進すべきことは当然であろう。

6 投資家利回り

投信販売に関連する問題として、近年「投資家が投信を高値で買って安値で売っている結果、投資家利回りがファンド利回りより低くなっている」ことがよく指摘されるようになった。

米国モーニングスター社は、数年前から米国投信の投資家利回りとファンド利回りの実績を公表している。15年末に至る10年間の米国投資家の長期投信への投資実績は加重・年平均リターンで4.35％と、長期ファンドの平均リターン4.88％を下回っていた[9)]。さらに欧州における分析として、フィナンシャルタイムズ紙は、独ゲーテ大学の研究によると、小口投資家のETFへの投資リターンが（頻繁に売買し、そのタイミングが悪かったため）市場平均を大幅に下回っていたと伝えている[10)]。

図表6 公募証券ファンド数と1本あたり金額（ETFを含む、2015年末現在）

	ファンド数	純資産（百万ドル）	純資産（円換算，億円）	1本あたり金額（円換算，億円）
日	5,843	-	977,562	167
米	（注）9,710	17,752,399	21,377,439	2,202
英	2,573	1,578,360	1,900,661	739
独	1,837	376,967	453,944	247
仏	11,122	1,832,073	2,206,182	198
世界合計	85,773	34,076,431	41,034,838	478

（注）米国は手数料率などの異なるシェアクラスで数えれば26,632（一般ファンドのクラス数25,038 ＋ ETF本数1,594本）で、1クラスあたり金額は803億円である。
〔出所〕国際投信協会およびICI Fact Book 2016より計算。円換算は15年末レート（1ドル＝120.42円）によった。

このように世界的に投資家利回りがファンド利回りより低い理由は、①投資家の平均買付コストがファンドの平均基準価額より高いか、②投資家の平均換金価額がファンドの平均基準価額より低い、またはその両方にある。

これを改善するには、積立投資をさらに推進すべきであろう。定額投資を継続すれば、「安い時に多くの量を買い、高い時に少ない量を買うドルコスト平均法の効果」[11] により、上記①の投資家の平均買付コストをファンドの平均基準価額より低くできる。すなわち、(②の換金の問題は残るが) 投資家利回りをファンドの運用利回りより高くできる可能性がでてくる。

なお、DC 口座を通じる投資は一種の強制的積立投資であるから、その普及は投資家利回りの向上にも貢献しよう。事実、前述のモーニングスター社による投資家利回り分析においても、401(k)プランを通じる継続買付が多い「ターゲット・デート・ファンド」については、10 年間の投資家平均リターンが 5.16％で、ファンド利回りの 4.42％を上回っていたことが示されている。

まとめと日本への示唆

以上述べてきた世界の投信販売に関する動きを要約し、そこから得られる日本への示唆を述べると次の通りである。

(1) 販売対象は個人中心で、米国では若年層も投信保有比率が高い

投信の販売対象は各国とも個人中心である。日本でも引き続き個人の資産形成手段として販売を進めるべきであろう。

そして日本は米国に比べ、特に若年層の投信保有率が低い。NISA や DC などフル活用して、中若年層の長期的資産形成手段としての保有を推進すべきであろう。

(2) DC 年金による投資が増大

世界の投信残高の半分を占める米国では、株式投信残高の 6 割が DC 年金資金によって保有されている。DC 年金は長期安定資金であるうえ、毎月定額投資（ドルコスト平均法）により投資家利回りを高める効果も期待される。さらに若年層の投信保有を高めるうえでも有効である。

また、米国では 401(k)ビジネスは業者のメリットも大きい（前述の通り「収益機会が三度ある」）と理解されている。

日本でも 17 年以降、DC 年金制度が拡充され、その資産運用方法についても元本確保型に偏重している現状を是正する方向になっている。DC 年金市場への本格展開を図る絶好の機会であろう。

(3) 販売チャネルは多様化

投信の販売主体は、昔からの証券会社のほか、投信会社（直販）・銀行・IFA などに広がり、販売（投資家から見れば購入）方法も投資助言者（人）を通じるほか、インターネット経由（ロボアドバイザーを含む）、ラップアカウントや変額年金保険を通じる方法など多様化している。

日本では① IFA の普及度が低く投信販売にほとんど参画していないこと、②投信会社直販の比重が小さいことを指摘できる。①については、投資家がフィーを払ってアドバイスを得ようとする風土になっていない状況を変えていく必要があろう。②については独立系投信会社の更なる増加が望まれるほか、その他の投信会社においてもフィデューシャリー・デューティーを徹底する中で、「投資家と直接結びつく」ことのメリットを再評価しても良いのではないか。

販売方法については、フィンテックの一層の活用が鍵となろう。

(4) 大量販売・大量解約の傾向がある日本

投資家の長期投信（ETF を除く）平均保有期間は、おおむね英が 4 年台、米・独が 3 年台で推移しているのに対し、日本は 2 年台となっていた[12)]。

日本は大量販売・大量解約の傾向が見られ、差引純増率は米・英・独より大きいものの、大量販売によって支えられている側面がある。今後は NISA や DC を活用した積立投資の推進等により長期安定資金の導入の徹底が望まれる。

(5) 新商品と既存商品

日本は米国などと比べると投信営業が新商品に偏っており、その結果、残高規模に比べファンド数が極端に多くなっている。米国では、投資家、販売者とも最低 3 年程度の運用実績がある既存ファンドを購入・販売することが一般的であり、投信会社も「小さく生んで大きく育てる」商品政策を貫いている。

日本でも既存商品の販売を重視する証券会社や、「製造者責任」を意識する投信会社も現れてきた。既存商品を大事にする姿勢をさらに徹底することが望まれる。

(6) 投資家利回りの向上が必要

世界的に投資家利回りがファンド利回りより低いという問題がある。これを改善するには、ドルコスト平均法のメリットを生かす積立投資の推進が一つの方策である。

日本でも NISA および DC 年金制度をフルに活用して積立投資を一層推進すべきであろう。

【注】

1）ICI（米国投信協会）は、2016 Investment Company Fact Book の中で、米国投信残高の 89％が個人によって保有されていると記述している（同 Fact Book29 頁）。

2）ICI によれば、15 年末現在で 401（k）など職域型 DC 資産の 54％、IRA（個人型 DC）の 48％が投信で運用されている。

3）ディスカウントブローカーは「ファンドスーパー」を運営している。ファンドスーパーとは、多数の投信会社の多数のファンド（少なくとも数百本以上）を取り揃えて、助言なし・低コストで販売する方式で、品揃えが豊富で価格が安いことからスーパーマーケットになぞらえている。

4）経営コンサルティング会社 A.T. カーニーは 15 年 6 月に発表したレポートの中で、ロボ・アドバイザーが運用する資産額は 16 年末の 0.3 兆ドルから年率 68％で成長して 20 年には 2.2 兆ドル程度に達する可能性があると予想している（Insights from the A.T.Kearney 2015 Robo-Advisory Services Study “Hype vs. Reality： The Coming Waves of “Robo” Adoption”（June 18, 2015）

5）ただし、証券子会社などを設立して参画することになろうから、販売主体の業態は変わらないと想定される。

6）A.T. カーニー社は、前述のレポートの中で、ロボ・アドバイザリーの普及によって、現預金など今は投資に振り向けられていない金融資産が投資に向かうと見ている。すなわち、ロボ・アドバイザーが運用する資産額は 20 年には 2.2 兆ドル程度に達する可能性があるが、2.2 兆ドルのうち 1.1 兆ドルは現預金などからシフトする資産と計算している。

7）リーマンショック時に、米国では 401（k）口座においてすら株式部分を全部売り払ってしまった加入者が存在した。フィデリティ社の調査によると、同社が管理する 401（k）口座において 08 年 10 月～ 09 年 3 月の間に株式部分を全部売却した人が 117,000 人いたという。ただし同社の口座管理数は当時 710 万であったから比率としては 2％以

下である（“Dumping stocks in 2008 hurt savers, says Fidelity” http：//www.seattletimes.com/business/dumping -stocks-in-2008-hurt-401k-savers-says-fidelity/）

8）米国のETF新設本数についてICIの統計にはないため、ドイチェバンク "ETF Annual Review & Outlook" January 21 2016の10頁記載の「15年に279本」を利用させていただいた。

9）“Encouraging Signs for Target-Date Funds” http：//news. morningstar.com/articlenet/article.aspx ？ id=748653

10）16年2月1日付フィナンシャルタイムズ紙 http：//www.ft.com/intl/cms/s/2/0c4278aa-c366-11e5-808f-8231cd71622e.html#axzz46F6hXHyR。原典は”The Dark Side of ETFs and Index Funds” Utpal Bhattacharya, Benjamin Loos,Steffen Meyer Andreas Hackethal and Simon Kaesler（March 2013）である。

11）日経平均株価の例で計算すると、16年に至る30年間の各年末の日経平均株価の平均値は16,773円であるが、各年末に定額投資を行ってきた場合の平均買付単価は14,671円と計算される。

12）日本の長期投信（ETFを除く）平均保有期間は16年に3.3年へ改善した。

すぎた　こうじ
日本証券経済研究所特任リサーチ・フェロー。野村アセットマネジメント企画部長・NY駐在員事務所長、日本投資信託制度研究所取締役、投資信託協会参事などを経て、2006年より日本証券経済研究所勤務。日本証券アナリスト協会検定会員。
【主な著書】
『投資信託の法務と実務・初版』（共著）金融財政事情研究会、2002年
『図表でみる投信ビジネスの国際比較』（単著）投資信託協会、2005年
【その他の最近の著作―いずれも日本証券経済研究所ウェブサイトに掲載】
「拡充をつづける世界のETF（その現況と成長の背景、今後の展開）」2017年1月
「世界の投資信託30年の変化と今後の課題」2016年5月
「米国のフィナンシャルプランナー―その現況と新しいうごき」2015年9月
「確定拠出年金をめぐる世界のうごき」2015年5月