

大陸欧州の家計による投資行動の現状

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 日本で必ずしも「貯蓄から投資へ」が容易に進んでいない中、大陸欧州諸国における家計の投資行動、商品・サービスはどのようなになっているのかを確認した。
2. 欧州連合（EU）全体の家計金融資産は 33 兆ユーロであり、30%ほどを占める預金が最も多い。投資信託は 8%ほどとなっているが、ユーロ危機以降は超低金利もあって増加基調にある。また、金融商品の販売は、ユニバーサル・バンキングの下で銀行・保険が主要チャネルとなっている。
3. 国ごとに見ると多様性がある。例えば、ドイツでは、家計金融資産に占めるリスク性投資資産（投資信託＋上場株）の比率が高まっている。超低金利による銀行の役務収益拡大のニーズ、リースター年金の拡大が背景として挙げられる。
4. フランスの家計では、超低金利環境下でより高収益を狙った個別株保有が増えている。また、株式貯蓄プラン（PEA）や確定拠出型の企業退職貯蓄プラン（PERCO）などの税優遇制度も整備されている。
5. イタリアの家計では、伝統的な金融債保有が減少する一方、バランス型ファンドを中心に投資信託が増えている。2017 年には税優遇措置の付いた個人貯蓄プラン（PIR）も導入された。
6. スペインの家計でも投信投資は増加しており、家計金融資産に占める投信比率は独・仏・伊を上回っている。家計による投資信託の長期保有の傾向が強まっているのも特徴である。
7. EU の資本市場同盟では「リテール投資家による投資の促進」が柱の一つとなっており、今後も投資貯蓄口座に係る施策等が打ち出されていくものと考えられる。また、欧州では、オープン・アーキテクチャーの進展や、プレーンな投資商品の浸透といった注目点もあり、日本にとっても参考になるものと思われる。

I はじめに

日本銀行が 2018 年 6 月に公表した資金循環統計によれば、家計の投信保有額は 2018 年 3 月末時点で 73.2 兆円だった。また、2017 年末の家計金融資産に占める投信比率は 4.1% だった。家計金融資産に占める投信比率の推移は、2011 年末から 2017 年末にかけて上昇してきたと考えられていたが、今般のデータ改定により¹、2014 年以降は低下に転じていることが判明した。「貯蓄から投資へ」が必ずしも容易に進んでいないことが見て取れた。

多くの欧米先進国では、家計による投資活動がより進んでいるという指摘がある。米国における 1990 年代の株式市況の好調と 401(k)プランや個人退職勘定（IRA）の伸長等が投信市場の成長に寄与したことや、英国における個人貯蓄勘定（ISA）を通じた長期の投信保有や官民による金融教育の取り組み等については、日本でもしばしば紹介されており、そうした先進的な取り組みから日本が学べる点も多い。他方、大陸欧州諸国では一般的に、米国や英国ほど家計による投資は進んでいないこともあり、米国や英国ほどは日本に紹介されていない。しかし、日本に近い状況にある先進国における家計の投資行動や商品・サービスについて確認しておくことは、より身近な示唆を得られる機会として有益と考えられる。

そこで以下では、欧州連合（EU）の状況を概観した上で、大陸欧州の主要国として、ドイツ、フランス、イタリア、スペインにおける家計の投資行動について、株式投資は事業主保有分等を含むため、投信投資を中心に、現状を紹介することとする。

II EU 全体の状況

1. EU における家計金融資産²

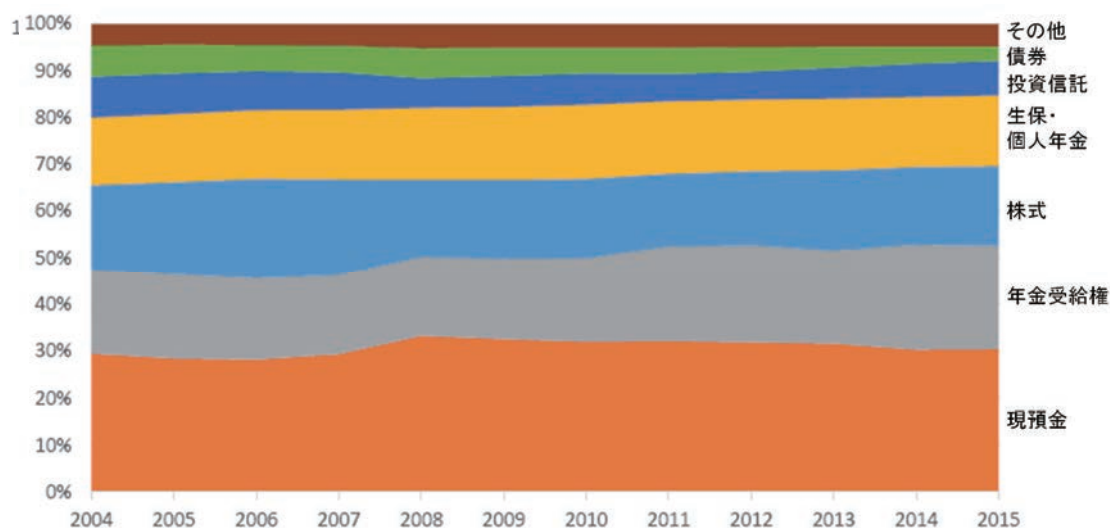
EU28 カ国の総人口は、2018 年初で 5.1 億人であり、家計金融資産は 33 兆ユーロに及ぶ。家計資産における金融資産と非金融資産の比率は国によってバラつきがある。金融資産が大部分を占めるのは英国（78%）、デンマーク（72%）、ベルギー（69%）などであり、一方で金融資産の比率が低いのはフランス（40%）、ドイツ（42%）などとなっている。金融資産に対する金融負債の比率も国によって差があり、デンマーク（45%）、ポルトガル（43%）、スペイン（38%）、オランダ（38%）、ポーランド（38%）などは EU 平均の 30%を大きく上回る一方、ベルギー（20%）やイタリア（20%）は大きく下回っている。

EU28 カ国の家計金融資産の内訳をみると、2004 年から 2015 年にかけて大きくは変化していない（図表 1）。最大のシェアを占めるのは現預金であり、30%前後で推移してい

¹ 家計による投信保有額が減少している一方、ゆうちょ銀行を含む「中小企業金融機関等」による投信保有が増加。詳細については、宮本佐知子「個人金融資産動向：2018 年第 1 四半期－株式等へ流入するも流動性資金割合の上昇は続く－」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号（ウェブサイト版）参照。

² 本節で用いるデータは、欧州委員会が Eurostat、OECD から算出したもの（European Commission “Distribution systems of retail investment products across the European Union – Final report” April 25, 2018）。

図表 1 EU28 カ国における家計金融資産の内訳推移



(出所) European Commission “Distribution systems of retail investment products across the European Union – Final report” April 25, 2018 (原典は Eurostat) より野村資本市場研究所作成

る。現預金に次ぐシェアを占めるのは年金受給権であり、同期間で 17%から 22%と、最も伸長した資産区分となっている。他方、EU の家計による投資活動は、特に金融危機後は低下傾向にある。株式の保有比率は 2007 年に 21%とピークを打った後、近年は 15%前後で推移している³。また、投資信託の保有比率も同期間、9%から 7%へと低下している。それでもなお、過去 10 年間、4~5%の水準で推移してきた日本より高い水準にあり、また、ユーロ危機以降は超低金利環境下におけるリターン追求もあって増加基調にある点は注目される。

投資商品・サービスの販売チャネルは国によって異なるが、EU 全体の特徴としては、第一に、欧州における伝統的なユニバーサル・バンキングの下、銀行・保険会社が主要チャネルとなっている。第二に、投資信託を運用する資産運用会社も、銀行系が上位を占めている。第三に、販売する商品の多くがグループ運用会社によって組成・運用されるものとなっている。即ち、米国や英国のようなオープン・アーキテクチャーは、欧州全体としてみると、必ずしも普及してはいない。

2. EU レベルでの取り組み

EU は、ユニバーサル・バンキングの下、依然として間接金融が主体の経済となっている。そうした金融システムでは、金融危機等により銀行の融資余力が低下した場合、代替的な資金融通の手段が乏しく、危機からの回復が遅れることになりかねない。そこで EU では、直接金融と間接金融の両輪の金融システムを確立するべく、2015 年より「資本市

³ ここでいう株式には事業主保有分等の未上場株も含まれるため、すべてが所謂投資活動というわけではない点には注意を要する。

場同盟」と呼ばれる EU 証券市場活性化に向けた 5 カ年計画を進めている⁴。

資本市場同盟では、EU 証券化市場の再生に向けた資本規制の緩和、目論見書規制の緩和など、金融危機以降の金融規制強化を見直そうという施策が並べられているが、その中で、リテール投資家による投資促進も柱の一つとなっている。リテール投資家による投資促進に向けて欧州委員会は 2015 年 12 月、リテール金融サービスに関するグリーン・ペーパーを公表し、リテール金融サービスに係る真の欧州市場を創設するべく、EU 域内におけるクロスボーダーのリテール向け金融商品販売の促進やフィンテックの促進を提唱した⁵。また、2018 年 4 月には、EU におけるリテール投資商品の販売システムに関する調査結果を公表した⁶。

欧州委員会は、上記グリーン・ペーパーを受けて、個別施策も幾つか打ち出している。例えば、2018 年 3 月には、投資信託のクロスボーダー販売の促進に係る規則案・指令案を公表している。EU では、汎 EU で投資ファンドを販売できるよう、公募投信では UCITS 指令、私募投信ではオルタナティブ投資マネージャー指令（AIFMD）が整備されている。しかし現状では、3 カ国以上で販売するために登録されている UCITS が 37%、汎欧州の私募投信である AIF が 3%に留まっている。そこで、欧州委員会の規則案では、各国当局によるマーケティング資料の承認に係る手続きと要件、規制手数料の決定方法の調和が提案されている。また、指令案では、運用会社が個別国市場から撤退する要件⁷、運用会社が新たな投資戦略についてプレ・マーケティングでプロ顧客の関心を確認する際の基準が提案された。欧州委員会は本施策により、クロスボーダーの投資ファンド販売のコストが年間 4.4 億ユーロ低下すると見込んでいる。

また、今後予定される取り組みとしては、例えば、加盟国における投資貯蓄口座（Investment Savings Account）に係る経験及び従業員持株制度に関する既存の研究に基づくベスト・プラクティスの確立が 2019 年第 1 四半期に予定されている。英国における ISA など、税優遇等の付いた個人の投資口座の成功例を EU 加盟国に普及させようというものであり、リテール投資家による投資促進における非課税口座の重要性を認識したものと捉えられる。

なお、投資家向けの教育については、官民を挙げた様々な取り組みがみられる。EU レベルでは、2017 年 2 月に欧州銀行協会（EBF）が各国の関連団体を集めた欧州金融教育プラットフォーム（European Platform for Financial Education）を立ち上げている。また、各国レベルでも、官民を挙げた様々な取り組みがみられる⁸。しかし、その大部分は、銀行

⁴ 詳細については、神山哲也「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号、「EU 資本市場同盟の進展－取り組みの加速化とブレグジットによる変容－」同 2018 年春号（ウェブサイト版）参照。

⁵ European Commission “GREEN PAPER on retail financial services: Better products, more choice, and greater opportunities for consumers and businesses” December 10, 2015.

⁶ 前掲注 2 報告書。

⁷ 国によっては投資家が一人でもいれば撤退できないことになっているが、指令案では、UCITS について、当該国における投資家が 10 人以下でファンド総資産の 1%以下であれば可能とされている。

⁸ 英国における取り組みについては、井瀉正彦・野村亜紀子・神山哲也「我が国に求められる義務教育・高等学校での金融経済教育強化」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

口座の明細書の読み方やローンとは何か、金利とは何か、といった金融に関する基本的なものであり、投資教育としての要素は小さい。また、欧州市民の金融リテラシーの水準は依然として低く、教育の成果も十分に上がっていないと評価されている⁹。

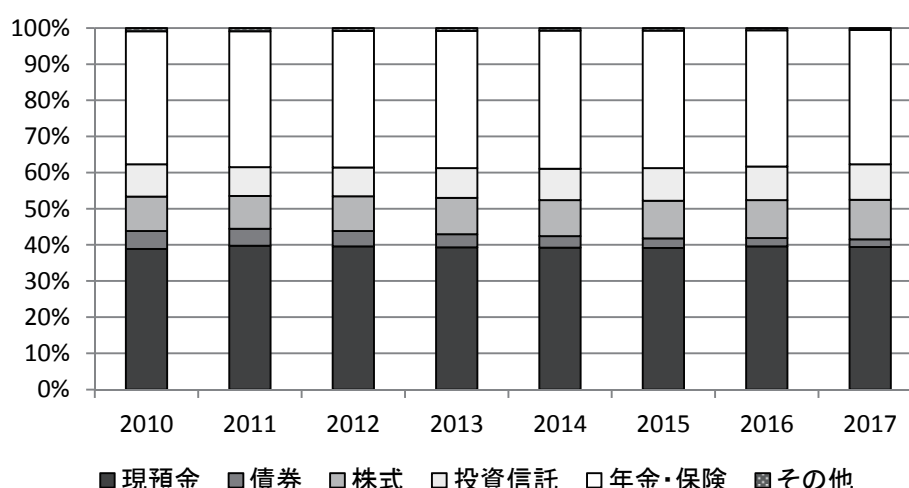
Ⅲ ドイツ：リースター年金等により家計のリスク性投資資産は増加傾向

1. 家計金融資産の状況

ドイツにおける家計金融資産は、2017 年末で 5.8 兆ユーロとなっており、2010 年から 35%増加している。家計金融資産の内訳をみると、年金・保険が多いのが特徴となっているが、2010 年から 2017 年にかけての変動率でみると、株式と投資信託が各々1.5 倍と最も伸長した資産区分となっている（図表 2）。株式の内訳は、上場株式と非上場株式が凡そ半々で推移している。また、家計金融資産に占めるリスク性投資資産（上場株式＋投資信託）をみると、2013 年¹⁰の 12.8%（上場株式 4.6%、投資信託 8.2%）から 2017 年には 15.4%（同 5.6%、9.8%）に伸長している。

次に、投資信託（UCITS ベース）の内訳をみると、株式ファンドが最も多い区分となっているが、債券ファンド、バランス型ファンドも多く、主要資産区分としては、これといった特徴はみられない（図表 3）。フローでみると、2013 年以降はバランス型への流入が多く、英国その他欧州諸国と同様のトレンドになっている（図表 4）。英国では、こうした現象は、フィナンシャル・アドバイザーにとって、アセットアロケーションを資産運用会社にアウトソースすることが効率的、との考え方が広がっているものと説明されて

図表 2 ドイツ家計金融資産の内訳推移

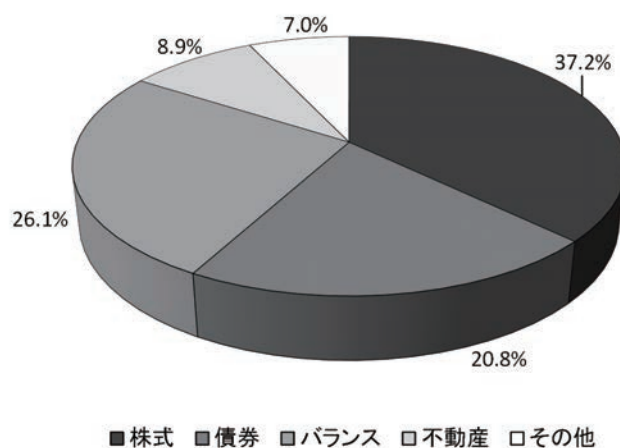


（出所）Bundesbank “Financial Accounts for Germany”より野村資本市場研究所作成

⁹ Evers & Jung “Survey of financial literacy schemes in the EU 27” November 2007, OECD “Financial Education in Europe: Trends and recent Developments” April 2016.

¹⁰ 株式における上場と非上場・その他の内訳開示は 2013 年以降。

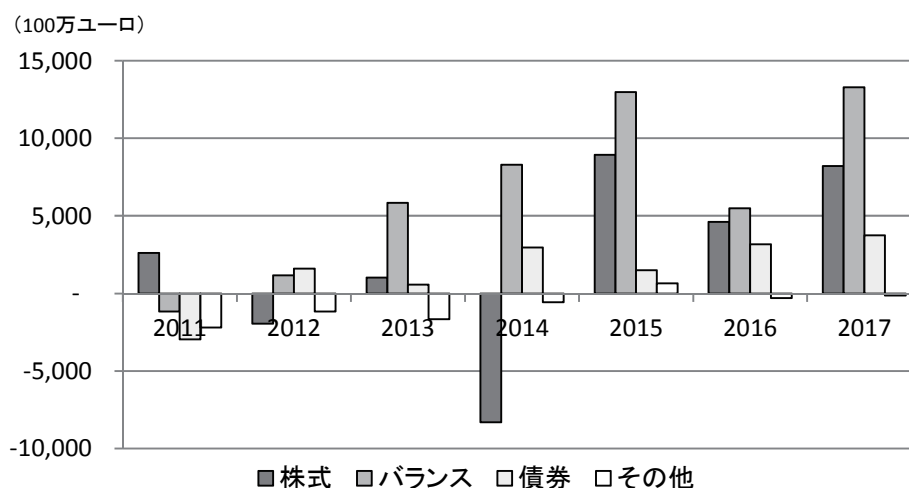
図表3 ドイツにおけるリテール向け投資信託の内訳
(総額 1.0 兆ユーロ、2018 年 3 月末)



(注) 対象はオープンエンドのリテール・ファンド（プロ投資家等向けのスペシャルフォンズ、クローズドエンド・ファンドを除く）。また、MMF はその他に含まれる。

(出所) ドイツ投資ファンド協会（BVI）“Investment Statistik”より野村資本市場研究所作成

図表4 ドイツにおける投資信託の資金流入の推移



(注) 対象は国内籍 UCITS であり、不動産ファンドは原則含まない。法人保有分含む。
また、MMF はその他に含まれる。

(出所) EFAMA “Trends in European Investment Fund Industry”より野村資本市場研究所作成

おり、ドイツその他欧州諸国でも同様の背景と考えられる。

その中にあって、不動産ファンドが 8.9%と多いことが特徴的と言える。ドイツの個人向け不動産投信は、非上場のオープンエンド・ファンドとして設計されているが、1970 年代からの歴史を持ち、個人投資家保護が制度面で整備されていることや¹¹、安定的な収益率を記録してきたことにより、ドイツの家計の間で根付いてきた。

¹¹ 金融危機時に一部ファンドの償還等が生じ、2011 年の投資家保護法の改正や EU のオルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令の国内法化等により、一層の安全性・透明性の強化・向上が図られた。

また、パッシブ・ファンドが多いことも特徴として挙げられる。ドイツにおける投資信託のシェア・クラス数は 44,171 であり、そのうちパッシブは 8,452 (19%) となっている¹²。これは、比率・絶対数の何れにおいても、欧州主要国で最多である。また、オープンエンドのリテール向けファンドに対する ETF の比率も、2018 年 3 月末時点で 13.2%に達している。

なお、ドイツの投信販売チャネルは、大陸欧州においては比較的分散化しており、銀行、プライベート・バンク、独立フィナンシャル・アドバイザー (IFA) で各々 20%ずつ、次いで保険会社が多くなっている¹³。

2. 家計の投資促進に向けた取り組み

投資信託と上場株式を合計したリスク資産が家計金融資産全体に占める比率は、2011 年から 2017 年にかけて、8.1%から 15.5%へと、ほぼ右肩上がりに上昇している。これは、ユーロ危機以降の株価の上昇と、図表 4 にみられるような安定的な資金流入によるものである。背景としては、以下の取り組みが挙げられる。

まず、マイナス金利を受けた銀行による投資サービスの強化が挙げられる。ユーロ危機以降の金利低下局面において、欧州では銀行が預貸の利ザヤで収益を上げるのが困難化した。特にドイツでは、各地に点在するランデスバンクやスバルカッセンなどによる預貸事業の過当競争により、マイナス金利の影響がより一層深刻化した。そこで、ドイツの民間銀行が採ったのが、投資サービスを強化し、投信販売の手数料収入などの役務収益を増加させるという戦略である¹⁴。例えば、コメルツ銀行は 2017 年に、年間手数料が一律 0.9% で約 100 本のファンドから選定できるプレミアム・ファンズ・カストディ・アカウントを開始した。同サービスは人気を博し、初年度で資産残高は 230 億ユーロに達した。また、伝統的な預貸事業を中核とするランデスバンクの間でさえも、投資アドバイスなどのウェルスマネジメントを強化する動きがみられる。

より長期的には、2001 年に導入された確定拠出型年金のリースター年金も、ドイツの家計による投資促進に向けた取り組みとして挙げられる。1998 年に発足した社会民主党 (SPD) のシュレーダー政権は、シュレーダー改革と呼ばれる社会保障改革と労働市場改革を遂行した。社会保障改革の一環で、公的年金の保険料率の上昇を抑制して給付水準を引き下げる一方、それを補てんするべく、国民の自助努力の原則に立脚するリースター年金が導入された。リースター年金の特徴としては、①拠出金に対する政府助成金、②所得控除 (一定の要件)、③支給時における元本確保、④拠出時・運用時非課税・支給時課税 (一体課税・所得税率)、⑤一定の要件を満たす場合の中途解約などが挙げられる¹⁵。

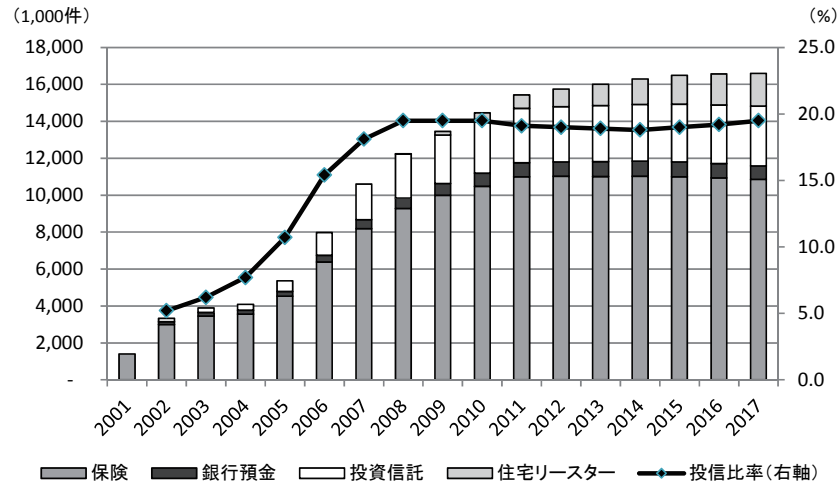
¹² 前掲注 2 報告書。

¹³ 前掲注 2 報告書。

¹⁴ 神山哲也「欧銀のマイナス金利対応」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号参照。

¹⁵ 詳細については、齋田温子「ドイツの確定拠出型個人年金制度 (リースター年金) の現状—金融危機下でも投資信託商品の契約件数は増加—」『資本市場クォーターリー』2009 年秋号参照。

図表 5 リースター年金の契約件数推移



（出所）連邦労働・社会省（BMAS）“Statistik zur privaten Altersvorsorge (Riester-Rente)”より
野村資本市場研究所作成

リースター年金向けに商品を提供している運用会社は、デカバンク（1 商品）、ドイチェ・アセットマネジメント（2 商品）、ユニオン・インベストメント（6 商品）となっている。各々の商品の中で、各種の国内外株式ファンド、バランス型ファンド、債券ファンドなどが積立期間と支給期間に分けて準備されている。積立期間では、加入者が個別ファンドから選定することも、退職日にかけてアセットアロケーションが保守化していくライフサイクル運用を選択することもできる。支給期間は、キャッシュ等による保守的運用商品が中心となる¹⁶。

当初は残高も伸び悩み、また、運用の中身も保険契約が中心であったが、2008 年までの積立限度額の段階的な引上げに伴い、制度利用は普及し、運用の中身も投資信託が20%前後で推移するようになった（図表 5）。確定拠出型年金の拡大が家計による投信投資を後押しする一要因になっている様子が伺われる。

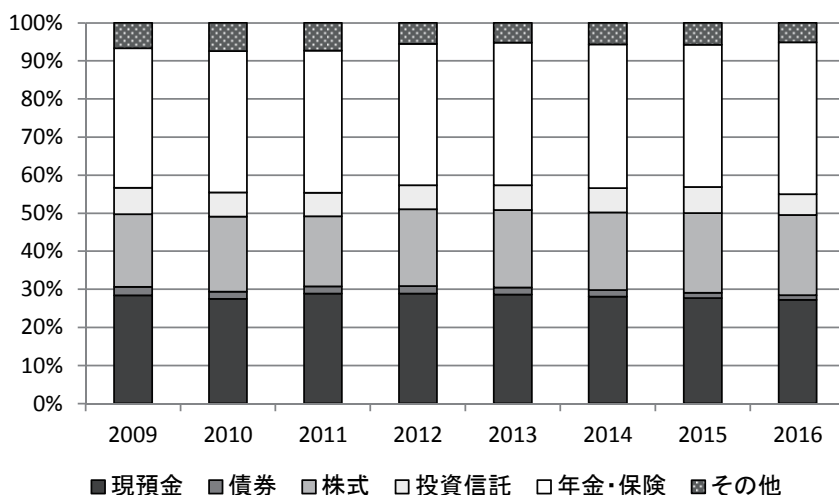
IV フランス：伝統的な投信大国、足元では個別株投資が増加

1. 家計金融資産の状況

フランスにおける家計金融資産は、2016 年末で 5.0 兆ユーロとなっており、2009 年からの増加率は、ドイツの 2010～2017 年と同様、約 3 割となっている。家計金融資産の内訳をみると、英国やドイツ同様、年金・保険が多く、また、2009 年から 2016 年にかけての変動率でも、保険は株式（うち上場株式は 2 割ほどで推移）と並んで 1.4 倍超と最も伸長している（図表 6）。

¹⁶ BVI、2018 年 8 月時点。

図表 6 フランス家計金融資産の内訳推移



(出所) フランス国立統計経済研究所 (Insee) “Financial Accounts in 2017” より
野村資本市場研究所作成

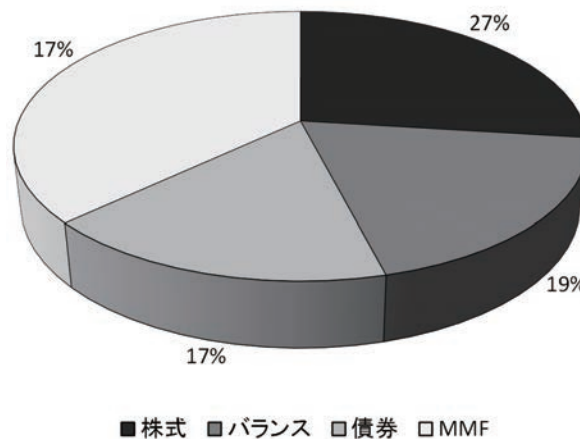
家計金融資産に占めるリスク性投資資産の比率は 2016 年で 10.2%（上場株式 4.7%、投資信託 5.5%）と、日本と比べても高くはなく、また、2009 年の 10.6%（同 3.7%、6.9%）と比べても横ばいとなっている。他方、家計が年金・保険経由で保有する投資信託も多く、直接保有分と合算すると、家計金融資産に占める投資信託の比率は 2016 年末で 17.8%となる。

このように、フランスの家計が必ずしもリスク性投資資産への直接投資に積極的でない背景として、一つには、リブレ A など所得税・社会保障費が課されない預金の人気が挙げられる。リブレ A は、ナポレオン戦争等で疲弊した財政を立て直すべく 1818 年に導入された貯蓄商品であり、2016 年末時点で 5,580 万口座、2017 年 10 月末時点で残高 2,700 億ユーロ（家計の投信保有額と同水準）となっている。近年は金利が低下し、2019 年までは 0.75%に据え置くこととなっており、2014 年・2015 年は純資金流出に転じるなど、その人気に陰りも見えるが、2016 年以降は再び純資金流入に転じており、引き続き国民の重要な貯蓄手段となっている¹⁷。もう一つには、上記の通り、保険商品の人気も挙げられる。フランスの家計は、税制優遇と保証付き商品を好む傾向があるとされており、税前拠出で相続税の非課税措置があり、給付額が確定している保険商品の人気が高い。

フランスにおける投資信託の中身をみると、最も多い区分が MMF であり、フランス投資市場の際立った特徴となっている（図表 7）。もっとも、フランスにおける MMF 保有の大部分は法人である。図表 7 の AFG データに基づくと、UCITS ベースの MMF 残高は 1,491 億ユーロとなるが、Insee データによると、2016 年時点で家計が保有する MMF は 61 億ユーロに留まる。元々フランスでは、要求払い預金への付利が禁じられていたため、個

¹⁷ “Le Livret A: bientôt 200 ans, une longévité usurpée ?” *Le Cercle des Epargnants*, December 12, 2017.

図表 7 フランスにおける投資信託の内訳
(総額 8,770 億ユーロ、2018 年 5 月末)



(注) 対象は UCITS。法人保有分含む。

AFG データにある「保証付」「その他」区分は僅少のため省略。

(出所) フランス資産運用業協会 (AFG) “French Investment Funds Monthly Statistics” より
野村資本市場研究所作成

人・法人が流動性資金の運用先として MMF を活用してきた経緯がある¹⁸。しかし、2004 年に要求払い預金への付利が解禁されたことと、近年の金利低下を受けて、家計が保有する投資信託に占める MMF の比率は、2008 年の 23.2%から 2016 年には 2.2%へ低下してきている。

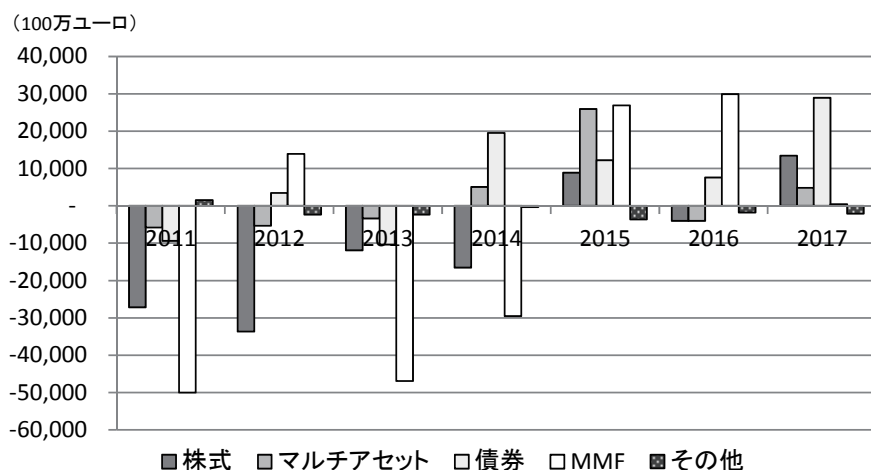
次に、フランスにおける投資信託のフローをみると、金利低下と大口預金への手数料付加の動きを受けて、MMF における資金流入のボラティリティの高さが目に付く。また、ドイツやイタリア、スペイン、英国では、近年における投資信託のフローの特徴として、バランス型／マルチアセット・ファンドへの資金流入が大きいことが挙げられるが、フランスでは他国ほどそうした傾向はみられない（図表 8）。

一方、他国にはないフランスにおける家計の投資行動の特徴として、個別株投資が近年増加していることが挙げられる。実際、上記でもみたように、家計金融資産に占める上場株式の比率は 2009 年の 3.7%から 2016 年には 4.7%へと上昇している。デロイトが 2017 年に実施した欧州 8 カ国におけるフィナンシャル・アドバイザーの推奨に関する覆面調査によると、大部分の国では最も推奨されるのがバランス型ファンド、次いで保険商品や債券ファンドとなっているが、フランスでは、最も積極的に推奨されるのが保険商品、次いで個別株となっており、特に富裕層顧客向けに個別株を推奨するアドバイザーの比率が 22%と対象国で最も高かった（2 位は英国の 18%、3 位はポーランドの 2%で他国はゼロ）¹⁹。

¹⁸ 1990 年前後はキャピタル・ゲインに係る優遇税制も MMF の伸長に大きく寄与した。詳細については、井上武「世界第二の規模を誇るフランス投資信託市場」『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

¹⁹ 前掲注 2 報告書。

図表 8 フランスにおける投資信託の資金流入の推移



(注) 対象は国内籍 UCITS。法人保有分含む。

(出所) EFAMA “Trends in European Investment Fund Industry” より野村資本市場研究所作成

理由は明確ではないが、元々MMFが利殖商品と位置づけられてきた同国において、超低金利環境が続く中、より高いリターンを売り文句にアドバイザーが上位顧客に推奨しているものと推測される。

なお、投資信託の販売チャネルは、典型的な大陸欧州型のユニバーサル・バンク制の下、銀行が圧倒的シェアを握っており、IFAやオンライン証券等のプレゼンスは低い。また、オープン・アーキテクチャーが米国や英国ほど浸透していない大陸欧州にあっても、フランスは特にその傾向が強い。本稿で取り上げるドイツ、イタリア、スペインでは、運用会社からみたサードパーティーによる投信販売の比率は30%前後とされるが、フランスは5%程度とされる²⁰。

2. 家計の投資促進に向けた取り組み

上記でみたように、フランスの家計によるリスク性資産への直接投資は必ずしも活発ではない。そうした中、家計による投資に係る税制優遇措置はかねてからある。

最も広範な国民を対象とした制度としては、「フランス版ISA」とも言える株式貯蓄プラン（Plan d'épargne en actions、PEA）がある²¹。国民による株式投資を促進し、国有企業民営化の受け皿を創出する目的で1992年に導入されたPEAは、原則として対象を株式及び株式投信とする²²。限度額は年度毎ではなく累計投資額で設定されており、制度導入当初は60万フラン（約9万ユーロ）であったのが段階的に引き上げられ、2014年には15

²⁰ 前掲注2報告書。

²¹ 詳細については、神山哲也・飛岡尚作「フランスにおける株式貯蓄プランの現状」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号参照。

²² 制度導入当初は国内株式のみ対象、2003年からはEU株式へ拡大。

万ユーロとされた（投資元本ベース）。また、長期保有するほど税制優遇が手厚くなる仕組みになっており、5年以上の保有で所得税はゼロ（社会保障税はかかる）、8年以上保有で部分引出が可能となる。2014年には、中小企業の成長資金獲得支援を目的に、一定の要件を満たす中小企業を投資対象とする PEA-PME（Petites et Moyennes Entreprises）が導入された。PEA の枠外で 7.5 万ユーロまで投資することができる。

PEA の市場規模自体は金融危機をピークに低下傾向にある。フランス中央銀行がアドホックに公表しているデータによると、金融危機時に残高 1,131 億ユーロ（2006 年 3 月末）、口座数 730 万口座（2007 年 12 月末）であったところ、口座数は 2017 年 6 月末に 399 万口座、残高は 2016 年 6 月末に 792 億ユーロと底を打っている。元々リブレ A や保険商品の人気が高かったところ、金融危機、ユーロ圏危機に伴う運用成績の不調が重なったためと考えられる。直近は、欧州株式市場の回復を受けて持ち直しており、2018 年 3 月末には口座数 457 万口座、残高 916 億ユーロとなっている。PEA 資産の凡そ 6 割が投資信託とされるため、550 億ユーロが投資信託だとすると、2016 年末のフランス家計が保有する投信残高 2,743 億ユーロの 20%に当たり、PEA がフランスのリテール投信市場で相応のプレゼンスを有していることがわかる。なお、中小企業を投資対象とする PEA-PME は、2018 年 3 月末で口座数 74,407 口座、残高 12.4 億ユーロとなっている。

年金制度では、フランス版 401(k)プランとも呼ばれる企業退職貯蓄プラン（Plan d'épargne pour la retraite collectif、PERCO）が 2003 年に導入された²³。公的年金の財政均衡を図る一方、それを補完するものと位置づけられている。PERCO において、加入者は年間所得の 25%まで拠出でき、税制上は、拠出時課税、運用時非課税、給付時の所得税非課税（社会保障税はかかる）となる。一方、雇用主は、従業員拠出の 3 倍もしくは社会保障の 18%まで、費用計上してマッチング拠出することができる。また、フランス労働市場改革を企図した所謂マクロン法（2016 年 1 月適用）では、マッチング拠出にかかる雇用主の社会保障負担金（forfait social）が 20%から 16%に減免（中小企業では更に減免）されるための要件として、①ポートフォリオの 7%を中小企業投資に充てること、②デフォルト・オプションとしてライフサイクル・ファンドを提供すること、が定められた。同法では他にも、PERCO 設立手続きの簡易化、従業員拠出を伴わない雇用主拠出の容認などが盛り込まれた。

PERCO は 2017 年末時点で、21.2 万社が導入、240 万人が加入し、資産残高は 159 億ユーロと年率 17%で右肩上がりに増加している。現状では未だ小規模ではあるものの、フランスの家計における今後の投資信託の普及チャネルとして有望視される。運用商品について直近の統計データはないものの、マクロン法を受けて、PERCO でライフサイクル・ファンドを保有する加入者は 2017 年中に 36%増加したとされている²⁴。

²³ 他にも、1967 年に導入された従業員の貯蓄奨励制度である企業貯蓄プラン（Plan d'épargne entreprise、PEE）、個人年金の国民退職貯蓄プラン（Plan d'épargne de retraite populaire、PERP）などがある。詳細については、注 18 論文参照。

²⁴ EIOPA “EIOPA Questionnaire on the Consumer Trends Report 2018: Feedback Statement by the EIOPA Occupational Pensions Stakeholder Group” April 5, 2018.

V イタリア：伝統的な金融債保有は減少、バランス型等の投信が増加

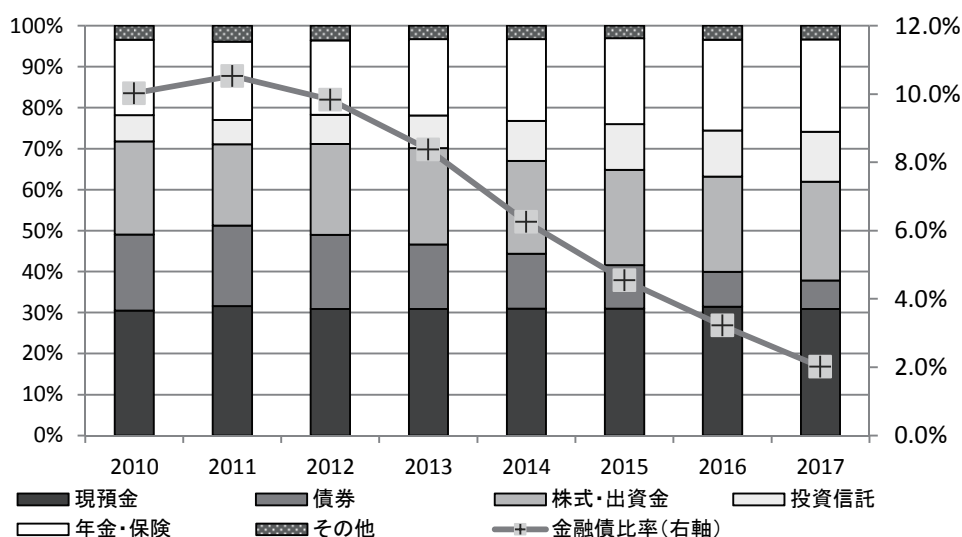
1. 家計金融資産の状況

イタリアにおける家計金融資産は、2017 年末で 4.4 兆ユーロとなっており、2010 年からの増加率は、ドイツやフランスよりもやや低く約 2 割となっている。家計金融資産の内訳をみると、現預金と年金・保険のシェアが大きい点は欧州諸国全般と同様である。また、株式・出資金比率が高くなっているが、資産形成のための投資が主目的と考えられる上場株式はそのうち 1 割に満たず、更に低下傾向にある（図表 9）。

その中であって、イタリアの家計金融資産で特異なのは、歴史的な金融債の多さである。イタリアの家計は金融債を定期預金と同じように利用してきた経緯があり、日本の金融債の歴史と似たところもある。イタリアの家計による金融債の保有は 1950 年代からあり、当初は長期信用銀行による事業法人向け融資の調達目的で個人に販売されてきた。家計金融資産に占める比率は 1973 年に 11%とピークを打った後、国債や譲渡性預金に係る税優遇とオイルショックに伴うインフレを受けて低下した。1996 年に譲渡性預金に係る税優遇が撤廃される一方、債券の金利収入に係る税率が国債と同じになり、また、アルゼンチン危機や伊食品大手パルマラットの破綻を受けて、イタリアの家計による金融債へのニーズは再び増加し、2011 年には 11%に達した。

しかし 2011 年以降、イタリアの家計金融資産に占める金融債比率は、一貫して低下基調を辿っている。背景としては、2012 年に金融債の金利に係る税優遇が撤廃され、預金と同じ 20%となり、更に 2014 年には 26%へ引き上げられたことが挙げられる。一方、金利の税率が 12.5%に設定される国債の税制上の有利性が高まった。また、ユーロ危機下に

図表 9 イタリア家計金融資産の内訳推移



（出所）Banca D'Italia “Financial Accounts”より野村資本市場研究所作成

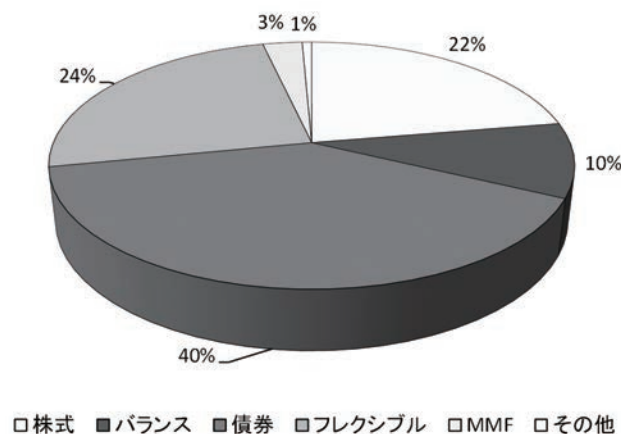
おける銀行融資の減少、ユーロシステムによる流動性供給により、イタリアの銀行による金融債調達ニーズも縮小した²⁵。加えて、イタリアでは 2016 年 1 月から適用されている EU 銀行再生・破綻処理指令（BRRD）のバイルイン規定において、銀行破綻時にシニア債保有者も損失負担の対象とされたことも、イタリアの家計による金融債保有にネガティブに働いたものと考えられる²⁶。

なお、家計が保有する金融債の内訳をみると、大部分がシニア債となっているが、劣後債の比率も 2008 年の 8%から 2015 年に 14%と上昇している。これは、家計による金融債保有が減少する中で、より高利回りの資産形成手段として劣後債を保有する個人投資家が残ったものと考えられる。

このように、イタリアの家計による金融債保有が減少する一方、増加しているのは投資信託の保有である。2010 年から 2017 年にかけて、家計保有残高で 1.5 倍、家計金融資産に占める比率で 2 倍近くに伸長し、2017 年には 12.2%と、ドイツやフランスを上回る水準に達している。銀行にとっても、従来の金融債販売に代わる手数料収入の源となっている。他方、上場株式の保有は、前述の通り僅少な水準に留まっている。

イタリアにおける投資信託市場は、家計におけるリスク選好度の低さに加え、金融危機、ユーロ圏危機で比較的堅調であったことを受け、債券ファンドの比率が高くなっている（図表 10）。しかし、2010 年代に金融債の代替としての投資信託の拡大をけん引したのは、

図表 10 イタリアにおける投資信託の内訳
（総額 1 兆ユーロ、2018 年 3 月末）



（注） 対象はオープンエンド型ファンド（主に UCITS）。法人保有分含む。
Assogestioni データにある「ヘッジ」区分は僅少のため省略。

（出所） イタリア資産運用業協会（Assogestioni）“Mappa trimestrale del Risparmio Gestito: 1 Trimestre 2018”より野村資本市場研究所作成

²⁵ イタリアの家計による金融債保有に関する記述は、Banca D'Italia “Questioni di Economia e Finanza: Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane” October 2016 に基づく。

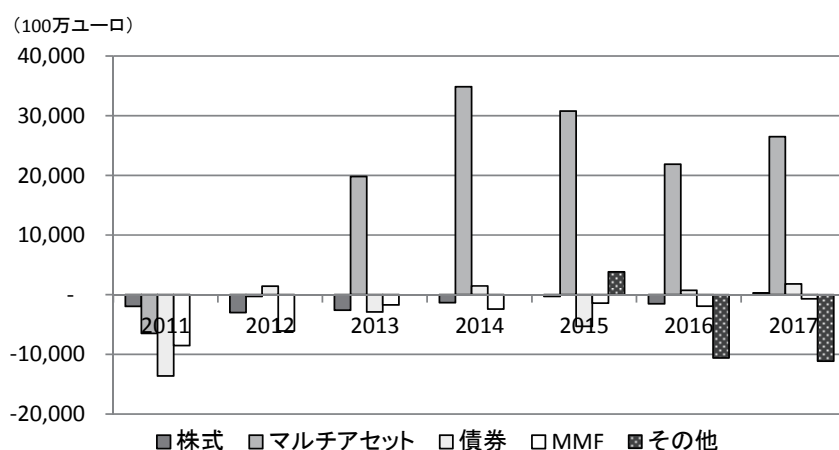
²⁶ 但し、家計保有分については除外する動きもみられる。詳細については、神山哲也「イタリア銀行部門の不良債権問題と対応策」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号（ウェブサイト版）、同「ノボ・バンコ（ポルトガル）のシニア債と欧州の銀行破綻処理を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号（ウェブサイト版）参照。

バランス型ファンド及びフレキシブル・ファンド²⁷である。欧州ファンド・資産運用業協会（EFAMA）のデータは両者纏めてマルチアセット・ファンドとしているが、2013 年以降、資金流入のほぼ全てが同ファンドとなっている（図表 11）。低金利環境下で株式ほどのリスクを取らずにリターンを追求する手段としてのバランス型ファンドの伸長は欧州全体で見られるトレンドとなっているが、イタリアの場合は、2016 年の憲法改正の国民投票や、それとも関連する政治の不安定等により、市場環境に応じて柔軟に運用できるバランス型（及びフレキシブル・ファンド）への傾注が一層強まったものと考えられる²⁸。

フレキシブル・ファンドの中で、イタリアでは、2011 年頃からターゲット・デット・ファンドの販売が増加している。フィクスト・インカムの配当を中心とし、継続手数料を稼ぐことができる商品として人気を博している。他方、イタリアの家計では、ETF・パッシブ運用は普及しておらず、引き続きアクティブ運用商品が中心となっている²⁹。

なお、イタリアにおける個人向け投資信託の販売チャネルは、2016 年末で銀行が約 70%、IFA 等のフィナンシャル・アドバイザーが約 30%となっている。銀行は原則自社グループの商品のみ推奨するが、その他フィナンシャル・アドバイザーはよりオープン・アーキテクチャーを採ることが多く、国外資産運用会社の商品を扱う比率も高い³⁰。

図表 11 イタリアにおける投資信託の資金流入の推移



(注) 対象は国内籍 UCITS。法人保有分含む。

(出所) EFAMA “Trends in European Investment Fund Industry”より野村資本市場研究所作成

²⁷ Assogestioni の区分であり、主要区分の中で資産クラスの制約が最も少ない。

²⁸ “Italy’s multi-asset momentum” *InvestmentEurope*, March 6, 2017.

²⁹ Deloitte “Asset management in Italy: a snapshot in an evolutive context” May 2017.

³⁰ Assogestioni “The Italian Asset Management market: key figures” April 26, 2018.

2. 家計の投資促進に向けた取り組み

イタリアにおける家計の資産形成を論じる際、公的年金のプレゼンスの高さに留意する必要がある³¹。公的年金への労使合算の拠出率は 33%、GDP に対する政府の年金支出は 16%（OECD 平均 8.2%）であり、ネットの所得代替率は OECD 諸国で第 4 位の 93%となっている（OECD 平均 63%）。加えて、事業主に強制される退職一時金（Trattamento di Fine Rapporto、TFR）もある。そのため、私的年金が拡大する余地は少なかった。

しかし、現役世代に対する 65 歳以上人口の比率が 37.8%（OECD 平均 27.9%）と日本並みの少子高齢化が進展する中、公的年金の受給開始年齢も今後更に引上げられる見込みである³²。また、失業率は 2018 年 6 月時点で 10.9%（EU 第 3 位）と、引き続き高い水準となっている。結果、公的年金を満額受給できない者も多いとされている。そのため、補足的保障制度と位置づけられる私的年金の重要性は増している³³。

そこで、2004 年に年金制度改革が行われ、①新規の年金はいずれも確定拠出型とすること、②加入者が明示的に拒否しない限り補足的保障制度に加入すること、とされたが、「イタリア版自動加入制度」³⁴とも呼べるこの仕組みは奏功していないと評価されている。理由として、①補足的保障制度に移管される TFR 積立金が事業主のバランスシートで維持されるため、事業主として従業員に補足的保障制度への加入を勧めるインセンティブが低かったこと、②TFR の方が給付額が確定しているため補足的保障制度より従業員にとって魅力的に映ったこと、などが指摘されている³⁵。また、補足的保障制度は、加入者非指図型の確定拠出型であり、運用の大部分は国債等の低リスク資産で行われている。

そこで、家計による投資促進策として期待されているのが、2017 年に導入された個人貯蓄プラン（Piani individuali di risparmio、PIR）である。「イタリア版 ISA」とも言える PIR は、家計が金融債への投資を減らす中、家計に有利な投資機会を提供し、イタリア経済へ成長資金を供給するために導入された。投資対象は、投資信託（ETF 含む）、投資一任勘定、保険商品等であり、ポートフォリオの 70%以上がイタリア企業もしくはイタリア国内で営業する EU 企業が発行する証券とされ、更に 30%は中堅・中小企業（FTSE MIB 指数構成銘柄以外の企業）とされる。年間の投資限度額は 3 万ユーロ、通算の投資限度額は 15 万ユーロであり、少なくとも 5 年保有することが求められる。税制上は、運用益の非課税措置、PIR 内での損益通算、相続税の非課税措置が施されている。

まだ 1 年の実績しか持たない制度であるが、Assogestioni のデータによると、残高は

³¹ 以下のデータは OECD “Pensions at a glance 2017” December 5, 2017 に基づく。

³² 受給開始年齢は 65 歳時点の平均余命に連動することとなっており、現行の男性 66.6 歳・女性 65.6 歳から、1996 年生まれ世代で 71.2 歳に引き上げられる見込みである。受給開始年齢の引上げと並行して早期引出の制度整備も進められている。

³³ なお、生活困窮者向けには、1996 年から社会年金（pensione sociale）に代わって社会給付（assegno sociale）が整備されている。

³⁴ 英国の自動加入制度については、神山哲也「英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み—加入率の向上と運用の効率化に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号参照。

³⁵ “Italy’s Second-Pillar: Pension fund competition” IPE, July/August 2015.

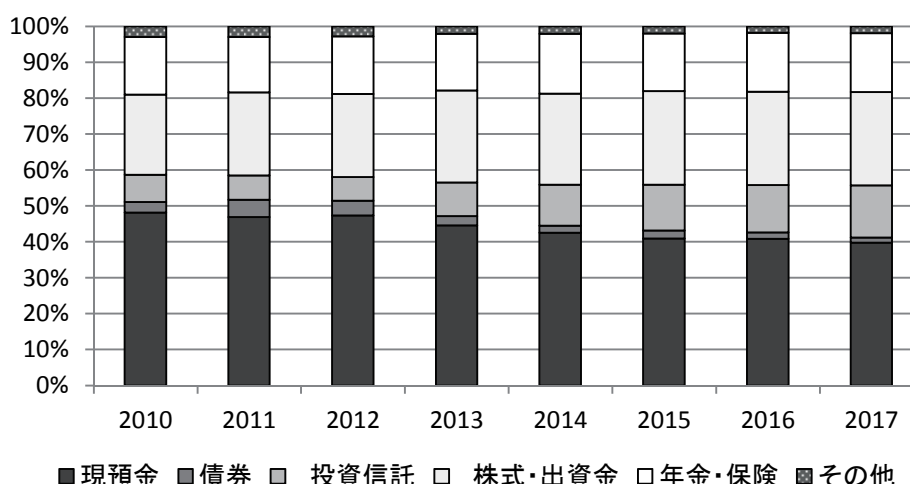
130 億ユーロで、株式 31%、バランス型 42%、債券 1%、フレキシブル 26%と、通常の投資信託の内訳と凡そ同一となっている。また、資産運用会社としては、インテサ・サンパオロ・グループがシェア 19%、アムンディが同 16%、ARCA が同 10%と、3 強を形成している。販売サイドでは、例えば、中堅行のバンカ・メディオラヌムが中堅・中小企業の支援策として、個人顧客向けに PIR の税優遇を打ち出す販売キャンペーンを実施している³⁶。

VI ス페인：家計の投信保有が最も伸長、長期保有も特徴

1. 家計金融資産の状況

スペインにおける家計金融資産は、2017 年末で 2.2 兆ユーロとなっており、2010 年からの増加率は、イタリアとほぼ同水準の約 2 割となっている。家計金融資産の内訳をみると、現預金比率が最大である点は他の欧州諸国と同じである。株式・出資金の比率が高いが、そのうち上場株式の比率は 2 割強に留まっている。最も伸長している資産区分は投資信託であり、2010 年から 2017 年にかけて、残高ベースで 2.4 倍に増加している。家計金融資産に占める比率でみると、同期間で 7.5%から 14.5%へとほぼ倍増しており、ドイツ、フランス、イタリアを上回る水準となっている（図表 12）。実際、スペインにおける UCITS 保有者数は、2017 年末で 1,297 万人となっており、前年比 23.6%増で過去最高に達している。また、欧州全体では投資信託の 4 分の 3 ほどが機関投資家保有であるのに対して、スペインの投資信託は 8 割ほどが家計保有となっている³⁷。同時に、他の欧州諸国と比べて、年金・保険の比率が低くなっている。

図表 12 ス페인家計金融資産の内訳推移



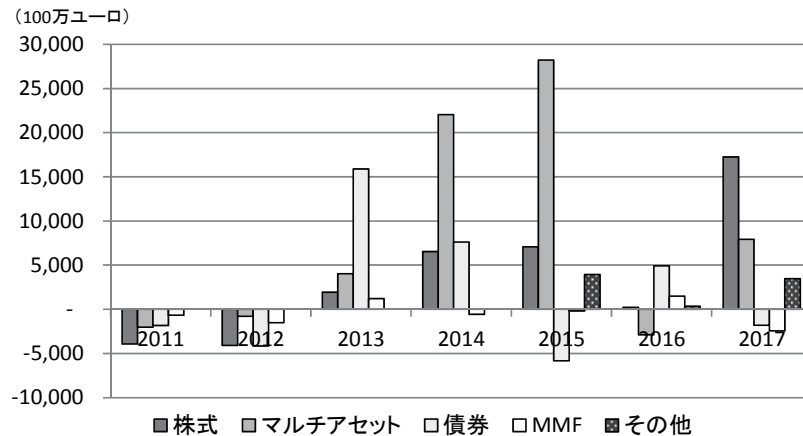
（出所）Banco De Espana “Financial Accounts”より野村資本市場研究所作成

³⁶ “L’Italia che lavora nei nuovi spot di Banca Mediolanum” Engage, November 2, 2017.

³⁷ “The Asset Management Review – Edition 6: Spain” The Law Reviews, October 2017.

スペインの家計における投信保有比率の伸長の背景にあるのは、イタリア同様、ユーロ危機後の投信市場への資金回帰であり、その中核を担ったのはマルチアセット・ファンドである（図表 13）³⁸。他方、家計が保有する投信のストックの内訳をみると、主要資産区分では、これといった特徴はみられない（図表 14）。他の欧州諸国と比べてスペインで特徴的なのはパッシブ運用の多さであり、家計による保有も他の欧州諸国よりも多いとさ

図表 13 スペインにおける投資信託の資金流入の推移

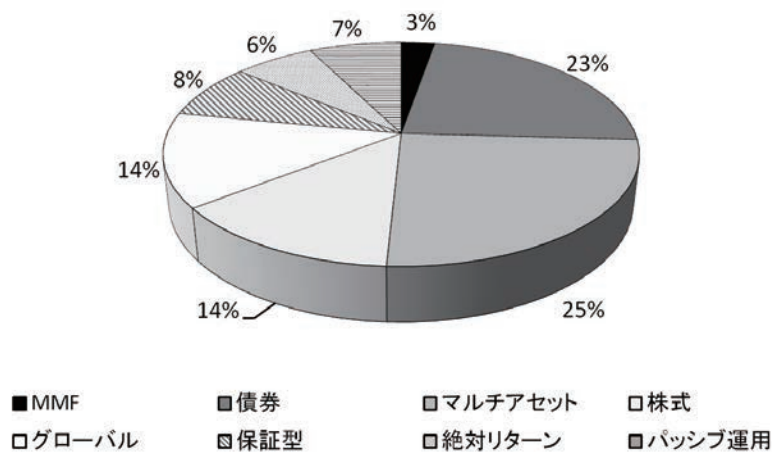


(注) 対象は国内籍 UCITS。法人保有分含む。

(出所) EFAMA “Trends in European Investment Fund Industry”より野村資本市場研究所作成

図表 14 スペインにおける投資信託の内訳

(総額 2,628 億ユーロ、2017 年末)



(注) 対象は国内籍 UCITS。法人保有分含む。スペイン資産運用業協会（INVERCO）データの僅少な区分は省略。

(出所) INVERCO “Las Instituciones de Inversion Colectiva y Los Fondos de Pensiones: Informe 2017 y perspectivas 2018” (February 13, 2018)より野村資本市場研究所作成

³⁸ なお、2016 年の資金流入の減速度合いがイタリアより大きいのは、スペインの政局の混乱と、英国の EU 離脱に関する国民投票に関連してカタルーニャやバスクの離脱問題がクローズアップされたことが一因と考えられる。

れる³⁹。また、非 UCITS であるため図表 14 には現れていないが、不動産ファンドのプレゼンスもかつては高く、2007 年には 91 億ユーロに達していたが、金融危機後のスペイン不動産バブルの崩壊、ユーロ危機を経て急減し、2017 年末には 4 億ユーロとなっている。

なお、投信販売チャネルは、多くの欧州諸国同様、銀行が最も強く、40%ほどのシェアを有している。それに次ぐのが、シェア 30%のプライベート・バンクであり、保険会社と IFA は各々10%ほどのシェアとなっている。販売される商品は、自社グループに運用会社を抱える場合は、自社商品が中心に販売されている⁴⁰。

2. 家計の投資促進に向けた取り組み

スペインにおいても、イタリア同様、公的年金のプレゼンスが高く、ネットの所得代替率は 82%となっている。そのため、これまで私的年金制度や家計の投資促進制度は未発達であった。しかし、2011 年の公的年金改革により、受給開始年齢の引上げや、インフレ連動の廃止と年金財政の健全化⁴¹が進められる中、従来のように公的年金に依拠することが困難になっていく公算が高い。

もっとも、これまでのところ、本格的な対応は進んでいないようである。何らかの年金制度を導入している企業は 7%に満たず、その 4 分の 1 は幹部職員向けのみとなっている⁴²。個人年金は、保険会社が保険商品として提供する保証付のものが大部分となっている。また、英国 ISA のような一般向けの投資に係る税優遇制度もない。

そうした中、上記でみたような投信保有の増加は、専ら民間の需要・供給両サイドの自主的な取り組みによるところが大きいと言えよう。特に、近年のスペインにおける個人投資家の特徴としては、より長期で保有する傾向が強まっているようである。スペイン資産運用業協会の INVERCO が 2017 年末に公表した調査によると、3 年以上のタイム・ホライズンの投信投資家比率は、2011 年の 15%から 2017 年には 35%になっている一方、1 年未満の投資家は同時期に 33%から 15%へと低下しており、平均保有期間は 3 年から 4 年になっているという⁴³。適度なパッシブ運用の人気（投信全体に占める比率 6%）と投信の長期保有が足元のスペインにおける家計の金融資産保有の特徴とも言え、政策面での後押しはないながらも、比較的合理的な資産形成をしていると言えよう。

³⁹ 前掲注 2 報告書。

⁴⁰ 前掲注 2 報告書。

⁴¹ 平均余命、年金受給者、年金財政等によって受給額を調整。

⁴² Wilmington Insight, Pension funds Online, Spain のウェブサイトより。

⁴³ INVERCO “Las Instituciones de Inversion Colectiva y Los Fondos de Pensiones: Informe 2017 y perspectivas 2018” February 13, 2018.

VII おわりに

欧州においても、人口動態の変容に伴う公的年金財政の問題、それに伴う私的年金や個人の貯蓄制度の拡充の必要性など、環境は日本と類似している。また、家計による分散投資を促進する決め手がない状況も日本と類似していると言えよう。そのために、EU の資本市場同盟では「リテール投資家による投資の促進」が 6 本柱の一つに位置付けられたわけである。

今後、欧州では、資本市場同盟のアジェンダに沿って、投資貯蓄口座に関する調査結果に基づく施策やクロスボーダーの投資促進策等が打ち出され、実施されていくものと考えられる。また、①フランスの MMF やイタリアの金融債といったレガシーの投資資産から家計が脱却する一方、バランス型ファンドや株式ファンドなど、比較的プレーンな投資商品が如何に家計に浸透するか、②世界的なオープン・アーキテクチャー化の潮流が欧州にも及ぶか、といったところが注目点となろう。こうした変化・動向は、日本にとっても参考となるものと思われる。