

—連載（第64回）—

拡大するドイツのETF市場

■ 1. はじめに

欧州における投資信託やETF市場の盛り上がりについて、ニュース記事を多く目にするところである。特に欧州ETF市場の盛り上がりは主にドイツがけん引しており、金融セクターのニュースサイトなどにおいて多くの特集記事も掲載されているところである。本稿ではドイツETF市場の成長の要因や今後の展望について紹介したい。

■ 2. 成長を続ける欧州ETF市場

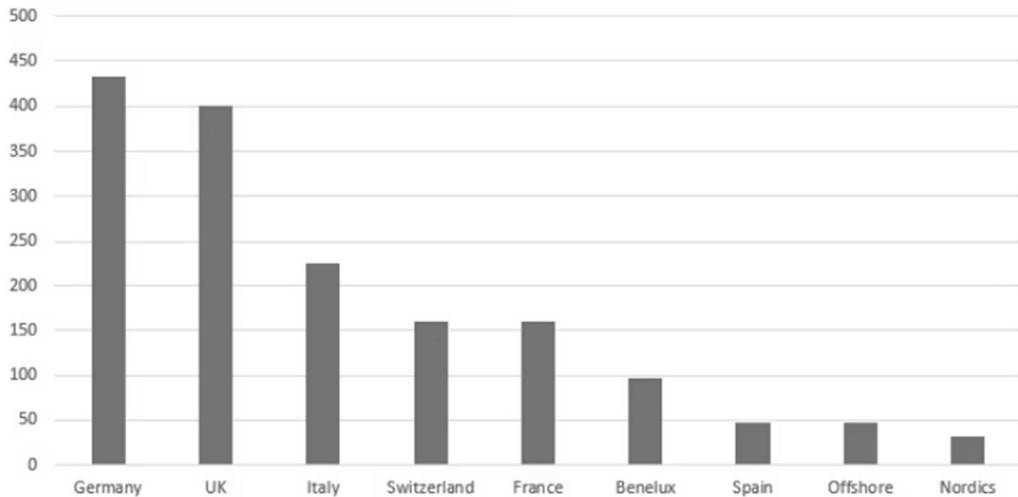
欧州ETF市場のAUMは2023年末に1.56兆ドルに達し、また2024年4月の段階で1.8兆ドルにまで成長しており、これは10年ほど前の水準と比較すると4倍の水準である。この成長の大部分は機関投資家によるものであることは確かであるものの、個人投資家の市場

参加が増えたことも大きいとされている。直近の欧州ETFのAUMの30%は個人投資家による保有であるとされており、これは2020年の26%から増えていることに加え、この水準は今も伸び続けている^(注1)。この要因については複数挙げられているが、第一に商品の拡充が挙げられ、広範な指数、テーマ株、コモディティ、金利等多くのアセットを原資産とする商品が投資家のニーズを満たすためとされている。事実、欧州全域では3,000を超えるETF銘柄が存在しており、2022年には491銘柄が新規上場している^(注2)。一方で流動性の分散を嫌気して上場廃止を選択するケースも珍しくない。第二に、EUとして個人投資家保護を目的とした施策を導入してきており、また現在は「リテール投資戦略（Retail Investment Strategy）」を提案しているため、個人投資家に対して適切な情報提供がなされるよう手当をしているところである。

欧州ETFのAUMを国別に見ると、機関投資家を含む数値ではあるものの、ドイツが英



(図表1) 欧州ETFの投資家所属国別AUM (単位:10億米ドル)



(出展) Blackwater Search and Advisory

国を上回っていることがわかり、AUMのおよそ30%がドイツベースの投資家であることがわかる(図表1)。一方で、英国のETF保有は主に機関投資家によるものであることに加え、個人投資家は伝統的にファイナンシャルアドバイザー経由で投資信託や個別株を買うことが一般的であり、ETFの認知度が低いとされている。ドイツにおける個人投資家のETF投資の成長は大きく2つの要素によって後押しされたとされており、①ETF積み立てプランの登場及び②オンラインプラットフォームフォーマー及びネオブローカーの登場、である。

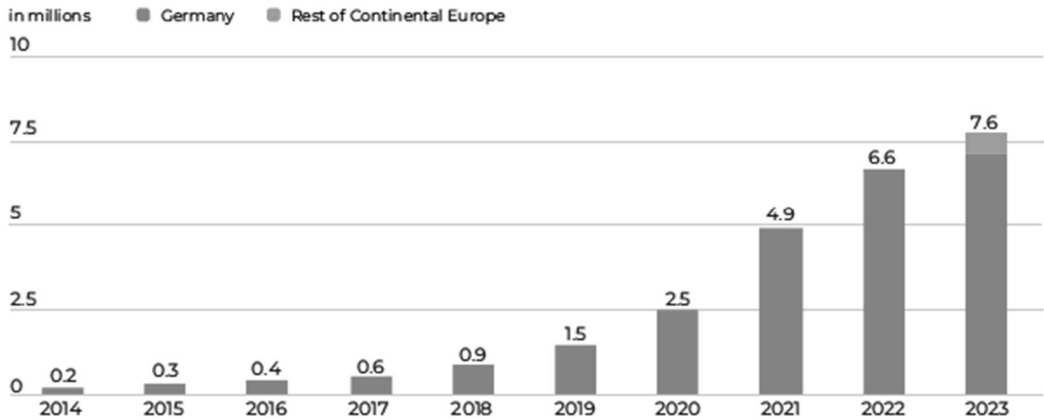
3. ETF積み立てプラン

ドイツのETF積み立てプランは、「定期的

に一定額(ドイツでは毎月平均164ユーロ)を拠出し、ETFを買い付ける仕組み」であり、その枠組み自体に目新しさはないものと考えられ、「特段の税制優遇もないのに業界もこの成長に首をかしげている」というニュース記事も掲載されているほどである(注3)。欧州の市場関係者へのヒアリングにおいては、より少額での投資が可能になったことと、その手数料の低さが相まって参入障壁を限りなく低くできたためではないかとの見方が多い。欧州では2010年にドイツで初めて登場し、その後しばらく大きな盛り上がりはなかったものの、その参入障壁の低さと、コロナ禍によって「自分自身の状況や環境を考える時間」が多く確保され、貯蓄や資産運用を見直す機会が多くなったことから、特に2020年と2021年に設定件数が大きく成長したとされている。



(図表 2) 欧州におけるETF積み立てプラン設定件数 (単位: 百万件)



(出展) extraETF Research

る。加えてこのETF積み立てプランにより、これまでで2,000億ユーロが投資されてきたと推察されている。ETF積み立てプランの設定件数は2023年9月に760万件に到達し、そのうち710万件がドイツにおける設定である(図表2)。この件数は、2025年までに900万件、2028年に3,200万件に達するという見込みもある。

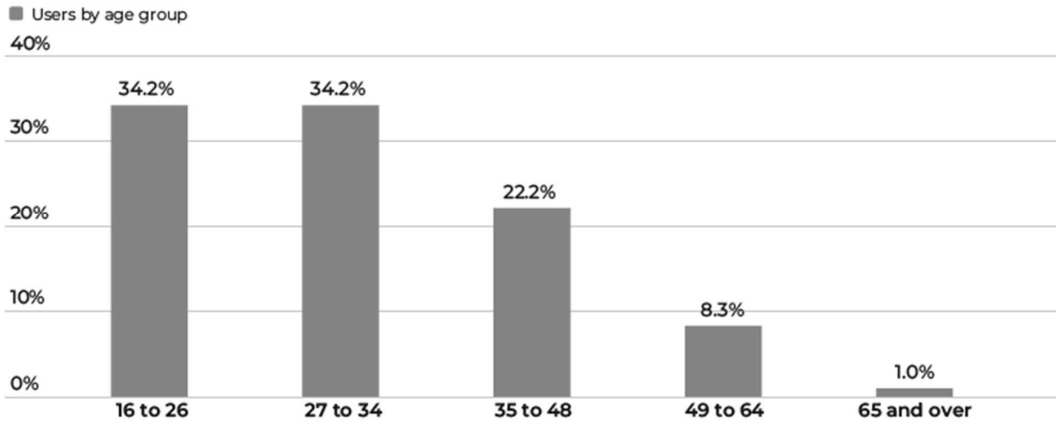
欧州大陸のドイツ以外の国について、ドイツと類似のETF積み立てプランを導入している国はあるものの、その歴史の古さからドイツのプロバイダーの数が、例えば欧州大陸で2番目にETFの成長が見られているイタリアのプロバイダー数よりもはるかに多い。またこれらのプロバイダー間でのコスト競争も激化しており、もともと参入障壁の低いETFを顧客誘致のためのプロモーションツールとして使うことが多いことに加え、Scalable Capital、Trade Republic及びBuxと

いったオンラインプラットフォームやネオブローカーはその高度にデジタル化されたプロセスによって効率性の高いビジネスを展開しているため、コストの圧縮等、競争力が高いとされている。

4. オンラインプラットフォームやネオブローカーの登場

欧州最大のネオブローカーであるTrade Republicは前身となるNeon Tradingが2015年にドイツで創業し、その後2019年にTrade Republicとして再出発した経歴を持つ。Trade Republicは2023年末時点で400万人以上の顧客を抱えるまでに成長し、Trade Republicのプラットフォーム経由で350億ユーロもの資金が投資されている(注4)。同じくドイツ発祥でライバル企業であるScalable

(図表4) ネオブローカー利用者の年齢構成



(出展) DIW Econ

Capitalも2023年初時点で100万件以上のETF積み立てプランの設定があり、抱える顧客の2/3はETFに投資している。これらのネオブローカーは顧客の年齢層にも特徴があり、2022年のデータでおよそ70%が16歳から34歳までの比較的若い世代であることがわかっている(図表4)。一方で、ドイツのいわゆる伝統的な銀行であるConsorsbankの行った調査では、伝統的な証券口座の開設者のうちおよそ65%が36歳以上であり、18歳から25歳までが5.3%、26歳から35歳までが15.2%であることから、若い世代はネオブローカーを使う傾向が強いことがわかっており、加えて、こうしたネオブローカーの利用者の半数が投資経験のない新たな投資家であり、市場の拡大に貢献していることもわかっている。

ネオブローカーがどのようにして若い世代から支持を集められたのかの確たるデータはないものの、市場関係者に対するヒアリング

では「教育・啓蒙活動というよりは、ひとえにデジタルマーケティングへの注力だろう」との回答が得られた。BLACK WATERの公表したレポートでは世界中のETF発行体に対するインタビュー調査の結果を掲載していることに加え、その中ではソーシャルメディアにおけるマーケティングの重要性が説かれており、企業はLinkedInやTwitter(現X)におけるマーケティングは実施しているものの、若い世代がより多く利用しているFacebookやTikTokにおけるソーシャルストラテジーはまだ少ないとしている(注5)。Trade RepublicやScalable Capitalの顧客層を考慮すると、こういったソーシャルメディアにおいて、広告活動を実施していることも十分考えられる。



■ 5. 今後の展望と規制環境の変化について

先述のとおり、ネオブローカーを通じたETF積み立てプランの設定は今後欧州大陸全体に普及し、その件数の成長ペースは今後も持続すると見られている。また米国ではすでに多くの個人投資家がETF市場に参入している例もあり、米国の2倍の人口がいる欧州大陸にビジネスチャンスを見出す米国ETF発行体もニュースで取り上げられている。こうした動きの中で欧州のETF市場が成熟してくると、現在はその適用比率が低いアルゴリズム取引も市場に参入してくる（欧州個別株式の売買のうち86%がアルゴリズム取引である一方、欧州ETFに占める割合は25%未満）ことが見込まれ、市場のフラグメンテーションやマルチカレンシーという課題はありつつも、欧州のETF市場より拡大していくだろうとされている^(注6)。

欧州のETF市場の潜在性は高い一方、規制の変更が懸念事項として挙げられている。先述のとおりTrade Republic等のネオブローカーは顧客に対して売買手数料無料でサービス提供をしているが、これは発行体からネオブローカーに対する手数料の支払い(inducement fee)やPayment for Order Flow (PFOF) によって実現されている^(注7)。PFOFは英国ではすでに禁止されているが、EUもそれに倣い、2026年までに禁止するこ

とをMiFID IIの見直しの中で合意している。ドイツは頑なにPFOFの禁止に反対していたというニュース記事も見られていたところだが、自国ETF市場の振興に水を差すと判断をしたことが背景にある可能性もある。inducement feeについても、冒頭で述べた個人投資家保護を目的とした「リテール投資戦略 (Retail Investment Strategy)」によって禁止されることが提案されている。これに対し、Scalable Capitalのchief strategy officerであるDirk Urmoneit氏はFT紙に対して、「inducement feeが禁止されるとETF積み立てプランは赤字事業になる」と回答している。EUはリテール投資戦略におけるinducement feeの禁止について、コンサルテーションを通じて当初の提案内容と比較すると緩和された内容に改定しているものの、ブローカーがリサーチ情報を提供しない形態で、執行サービスのみを提供する場合のinducement feeの受け取りは引き続き禁止していることから、オンラインプラットフォームには引き続き適用される条項となり、今後のETF市場の成長には暗雲も垂れ込めている。

■ 6. おわりに

本調査レポートでは、拡大する欧州ETF市場に着目し、さらにそれをけん引するドイツにおける成長のドライバーについて紹介した。ETF積み立てプラン及びネオブローカーがともにドイツ発祥であることから、まず

はドイツでの市場の拡大が見られており、これが今後イタリア等の他の欧州諸国に波及していくという見方が大勢を占めている。一方で透明性や公平性を重視する規制当局や政治の動きもあり、ドイツにおけるETFの市場拡大のカタリストとなった低い参入障壁が今後どうなるのかは興味深いところである。PFOFが許可されるのは2026年の6月まで、という明確なタイムラインが引かれていることから、その後欧州のETF市場がどのように発展していくのかは引き続き注視していきたい。

d097-1ca49538acd5/DISTRIBUTION_2.0_REPORT.03.pdf?ct=t%28EMAIL_CAMPAIGN_DISTRIBUTION+REPORT_all%29

(注6) Retail platform innovation to boost ETF liquidity on exchange

https://www.etfstream.com/articles/retail-platform-innovation-to-boost-etf-liquidity-on-exchange?vg_ee=SZjchUtwRmv%2B6JVIC%2BhCVwaMgRNTJMez6aXBu%2Fho1hjRL8CxHA%3D%3D%3ALtdZuKDG%2FiJRsMoyZ6%2BhXOdrCRAMMBpk

(注7) ETF saving plan model under threat by inducement ban, platforms warn

<https://www.etfstream.com/articles/etf-saving-plan-model-under-threat-by-inducement-ban-platforms-warn>



(注1) Retail investors are snapping up European ETFs: A new growth opportunity for asset managers
<https://white-labelhanetf.com/insights/retail-investors-are-snapping-up-european-etfs/>

(注2) The ETF savings plan market in continental Europe
https://cdn.extraetf.com/downloads/research/2023/study/European_Saving_Plan_Study_EN_XETF-20231017.pdf

(注3) Europe's digital investment platforms raise ETF demand
<https://www.ft.com/content/173e8d80-f304-42c5-b950-d70ae63a93b1>

(注4) Trade Republic Skyrockets to 4 Million Customers in 5 Years
<https://www.financemagnates.com/forex/trade-republic-skyrockets-to-4-million-customers-in-5-years/>

(注5) DISTRIBUTION 2.0 Revolutionizing Global ETF Distribution Through Technology
<https://mcusercontent.com/b1f10675fba5578d61e8fed2e/files/77128418-e955-1e8b->