

最近の個人顧客の動向

二上季代司

1 はじめに

証券リテール・ビジネスの顧客層である個人投資家の投資行動について、最近いくつかの変化が見られる。その第一は、インターネット経由の株式売買のウェイトが高まり、対面営業から非対面営業へ個人顧客の取引がシフトしていることである。このシフトの原因は手数料率の安さだけにあるのか、それとも別の要因が働いているのだろうか。第二に、相場の低迷にも関わらず、株式投資信託への資金流入が昨年二月以来これまで（一〇月末現）連続してネットでプラスを記録していることである。投資信託については金融ビッグバンが唱えられて以来、家計貯蓄を証券市場へ導く有力な市場型金融商品として期待されてきたにもかかわらず、その家計貯蓄に占める比率が依然として低位にとどまっていた。そのため市場の成長性について悲観的な見方も根強かったのである。

このほかにも細かく見れば、個人向け事業債の発行状況などに過去と比べての変化が見られるのであるが、以下では上記の二点に付いて考えてみよう。

2 ネット取引の伸張

日本証券業協会調べによると、『証券業報』二〇〇一年一〇月号、インターネット経由の株式取引（現金取引

表1 インターネット取引の状況

(単位;百万円)

	インターネット取引		売買代金	現金取引 + 信用取引 売買代金	個人投資家 による売買 代金 (3市場 と店頭市場)	現金取引 + 信用取引 個人投資家による売 買代金 (3市場と店 頭市場)
	現金取引	信用取引				
1999年度 (下期)	3,784,991	748,687	258,417,992	1.8%	67,809,743	6.7%
2000年度 (上期)	5,499,835	1,437,398	192,073,147	3.6%	36,977,224	18.8%
2000年度 (下期)	5,696,071	2,373,809	128,113,107	6.3%	23,763,608	34.0%
2001年度 (上期)	7,193,779	3,978,880	153,186,627	7.3%	26,202,405	42.6%

(注)「売買代金」欄は当該期間における全会員の株券委託取引の売買代金を表す。個人投資家による売買代金は、3市場(東証、大証、名証)分は資本金30億円以上の証券会社、店頭市場分は総合証券の委託注文の合計

(出所)日本証券業協会『証券業報』2001年10月号。

と信用取引)が一段とウェイトを高めているようである。表1によれば、全証券会社の委託注文に占めるネット経由の割合は今年度上期で七・三%に達している。また、ネット取引のすべてを個人投資家からと仮定し、東証、大証、名証の三市場および店頭市場における個人投資家の売買代金に対する比率を計算してみると、今年度上期は四二・六%となり、昨年度下期三四%から大きく上昇していることがわかる。この比率は実態より過大評価されている⁽¹⁾のだが、時系列的にみると比率自体は急速に上昇しており、ネット取引の伸張が続いていることは否定できない。

このうち信用取引の伸張が著しい。ネット取引における信用取引の割合は、一六%(九九年度下期)、二一%(二〇〇〇年度上期)、一九%(同下期)、三六%(二〇〇一年度上期)と上昇しており、この間におけるネット取引の伸張が、主として個人による信用取引がネットを経由して行われるようになったこと、つまり信用顧客の取引がネット業者に流れていることに起因していることがわかる。

このように信用取引顧客はネット業者にシフトしつつあるのだが、これには三つの理由がある。第一に信用取引顧客は短期回転

売買によつて値鞘を掬おうというのであるから、手数料率の高さは決定的な意味を持つている。ネット業者のセールスポイントの一つは手数料の安さにあるが、手数料が低ければそれだけ利食いのチャンスが広がるからである。第二に利食いのチャンスを見逃さず、また損きりのタイミングを見失わないためには随時、相場の状況をウオッチしなければならないが、ネット業者のホームページにアクセスすれば時と場所を選ばず随意に手許で出来値や出来高情報、業者によつては板情報までリアルタイムで見ることが出来る（すぐ後で見えるようにこの点が極めて大きな意味を持つている）。第二にネット業者のコスト構造は対面営業の業者と異なっており、システム関連費用の比重が高くかつそれが固定費化している。このため何より口座の稼働率を高めることが重要であり、多くのネット業者の経営努力が売買回転の速い信用取引顧客へのサービスに傾注する傾向が高まっているのである。⁽²⁾

従来、信用取引顧客は証券会社の店頭によつて相場情報を伝える通報テレビをみるか、または外務員からの電話通報によつてしか相場状況に接することができなかった。外務員にすれば立会時間中、電話で連絡できる顧客数は物理的に限界があり（通常、きめ細かい対応が可能な顧客数は一〇数人程度といわれる）、市場情報の提供先は上得意先に限らざるをえない。ところが、インターネットのもつオープン性、ネットワーク性はこうした物理的制限を打破し、どんな顧客でも自ら相場状況に接し得る条件を作り出した。証券取引所が板情報をつたえるモニターを場電店限りとしてきた制約を撤廃したこと（九七年三月）、さらには会員限りとしてきた板情報の一部（上下三本の気配値と注文サイズ）を一般公開した（二〇〇〇年二月）こと、他方、売買立会場が廃止され全面的にシステム売買に移行したこと（一九九九年）により会員業者には他社の売買手がわかりにくくなったことなどが重なつて、市場情報に関する業者と顧客との格差は縮小してしまつた。このまま放置すると、外務員（これに営業を依存する証券会社）による対面営業の存在意義が低下していく恐れがある。

3 相場低迷にも関わらず資金が流入する株式投信

他方、少子高齢化や年金制度改革、日本的雇用慣行の修正などの構造変化とともに、個人による自律的で戦略的な資産形成へのインセンティブが高まるなかで、値鞘稼ぎの回転売買ではなく中長期の観点から資産形成目的で証券市場に参加する個人顧客も増えてくるはずである。こうした顧客層には、商品特性から見て投資信託は極めて有望な金融商品と考えられてきた。

というのも投信は、投資の分割性（多数の投資家が少額の資金でも参加できる）、分散投資性（多銘柄に分散投資できリスク分散が可能である）、専門家の運用代行、に加えて、市場性・透明性（成果が投資家にパズスルーされ、従って運用パフォーマンスが外部から観察しやすい）という商品特性を備え、大衆貯蓄による参加が可能な市場型金融商品なのである。

この投資信託市場においても、この二年ほどの間に個人マネーにおける投信の位置付けが変化している兆候が見られる。第一に、基準価格の下落にもかかわらず株式投信に資金が継続的に純流入していることである。昨年二月以来、本年一〇月までの二ヶ月間、株式投信は連続して資金流入を記録している。この間、公募株式投信の残高は一五兆四九百億円（昨年一月末）から一三兆九六百億円（今年一〇月末）へ一兆五三百億円の減少をみているが、その内訳は運用損が七兆七三百億円であり、資金純流入額は六兆一九百億円のプラスを記録している。戦後日本の証券市場史において値段の下がる商品に継続的に資金が投ぜられると言うことは久しくなかったことであるが、これが今、株式投信に起きている。

第二の特徴は、「銀行窓販」チャンネルの著しい拡大である。投信協会が公表している月次ベースでの数値を使つて販売チャンネル別の資金純流入額を推定してみると、表2のようになる。推計方法としては、この間の月次ベ-

スの株式投信運用評価
 損を月末残高シェアに
 応じて各販売チャネル
 (証券会社経由、銀行
 等経由、直販)に割り
 当て、前月比残高増減
 からこのチャネル別運
 用評価損を差し引いて
 資金純流出入額として
 算出した。これによる
 と、資金流出入額は証
 券会社経由二兆九二百
 億円のプラスに対し、
 銀行窓販はこれを上回
 るプラス三兆一八百億
 円となっている(ちな
 みに直販はプラス一千
 億円弱)。この結果、

表2 販売チャネル別資金純流入額(推計)

(単位;百万円)

	証券会社経由		銀行窓販		直販		合計	
	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益
2000年1 月	-134,103	-141,706	78,829	-8,876	5,495	-5,653	-49,779	-156,235
2月	989,449	522,840	105,272	34,255	1,320	19,530	1,096,042	576,624
3月	107,489	-635,970	166,956	-48,157	-37,498	-22,071	236,946	-706,197
4月	292,953	-801,424	130,259	-66,337	58,509	-30,340	481,721	-898,101
5月	373,708	-1,105,396	181,101	-102,639	28,822	-42,937	583,630	-1,250,971
6月	209,327	534,504	104,157	52,864	-10,009	20,069	303,475	607,437
7月	74,773	-1,063,620	180,566	-117,800	20,529	-41,226	275,868	-1,222,646
8月	159,765	590,780	135,083	70,490	9,363	23,035	304,210	684,306
9月	101,136	-561,806	263,135	-76,828	2,586	-21,853	366,857	-660,487
10月	59,855	-926,565	41,023	-128,899	25,525	-37,587	126,403	-1,093,051
11月	20,031	-234,944	155,524	-35,446	-16,493	-9,218	159,062	-279,608
12月	-96,986	-519,682	121,413	-83,990	29,638	-21,762	54,065	-625,434
2001年1 月	-120,437	191,529	158,961	33,798	-10,835	7,928	27,689	233,255
2月	21,005	-750,427	129,069	-140,113	14,929	-31,926	165,003	-922,466
3月	-50,088	169,303	210,349	34,864	-33,057	6,745	127,204	210,912
4月	151,008	566,665	57,451	117,964	-22,801	21,185	185,658	705,814
5月	130,825	-362,977	139,538	-78,836	165	-13,432	270,529	-455,246
6月	169,699	-186,887	183,404	-42,825	10,572	6,981	363,676	-236,694
7月	423,028	-790,988	276,502	-192,624	12,930	-29,367	712,460	-1,012,979
8月	-40,569	-789,289	203,206	-206,634	12,775	-30,270	175,412	-1,026,193
9月	-89,145	-723,582	183,222	-203,294	7,799	-28,503	101,876	-955,379
10月	32,227	450,934	55,360	128,761	-10,435	17,240	77,152	596,935
累計21ヶ月 (2000年2 月-2001 年10月)	2,919,053	-6,427,002	3,181,551	-1,051,426	94,334	-251,741	6,194,938	-7,730,169

(出所) 投資信託協会「投資信託」巻末資料より作成

表3 株式投信への資金純流出入額と株価指数との相関係数
(2000年2月～2001年10月、月次ベース)

証券会社経由		銀行窓販		直販	
TOPIX	Nikkei225	TOPIX	Nikkei225	TOPIX	Nikkei225
0.462755	0.42579	(-)0.16798	(-)0.1764	0.169441	0.151671

銀行窓販の株式投信残高シェアは、五・七％（昨年一月末）から二一・六％（今年一〇月末）に上昇している。

第三は、これまでと質的に異なる資金が株式投信に流入している兆候が見られることである。資金純流入額の株価水準に対する相関係数をみると、証券会社経由と銀行窓販とではプラス、マイナス、逆になっているのである。表2で逆算した月次ベース販売チャネル別資金純流出入額と株価指数（月中平均）との相関係数を計算してみると、表3のようになる。

証券会社経由では株価の上昇下降と平行して資金純流入額が増減している。株価指数に対して正の相関関係をみせている。つまり株が上がると流入額が増加、下がると減少（もしくは流出）している。これはどのように理解すればよいだろうか。既存の証券会社顧客層に代表されるようにすでに株や株式投信を保有している投資家は、この間の相場下落で含み損を抱えリスク許容度が低下しているので、その投資行動は株価下落とともに投資意欲は減退していく。

これに対して、銀行窓販顧客の投資行動は違っている。この顧客層は、これまで株式や株式投信に投資してこなかった未経験の層であり、手の届く価格水準にまで落ちてきた株や株式投信への投資意欲を強めている層である、と考えられないだろうか。そうした周辺の新規資金が主として銀行窓販を通じて流入し、このことが銀行窓販では株価が下がると資金流入額が増えるというマイナスの相関係数を現出させていると思われる。銀行が提供している「積み立て投資」はコスト

ト的には販売効率が悪いのだが、相場の如何に関わらず恒常的に資金を流入させる効果、預金者を投資に向かわせる効果があることも一因しているだろう。

もつとも、証券会社の場合にも、累計では三兆円もの資金がネットで流入しており、証券界に新規の周辺資金が流入していることも否定できない。一方、銀行窓販の場合には、符号はマイナスであるが、絶対値が小さく説明力は弱い。また、この間、販売が増えているのは、統計的には株式投信ではあるが組入銘柄としてはクーポンの高い外債を組み入れた毎月分配型のファンドであり、その投資行動が必ずしも中長期の資産形成目的とは言いがたい資金であるとも解釈できるのである。しかしこうした事実をなお考慮しても、根雪のように資金層が積みあがっている状況はいまなお継続しており、投信市場の裾野が拡大していることは否定できないだろう。

4 おわりに

以上、個人投資家の最近の投資行動に見られる変化とその背景を簡単に見てきた。株式取引のネット業者へのシフトに関して言えば、手数料率の低さとともに市場情報アクセスの格差縮小が原因の一つであり、それを克服して外務員の対面営業力を強化しようと思えば、これを上回る情報提供力しかない。ネットでとれる情報はもちろん限られているし、基本的にはセルフサービスなのだから、対面営業で情報提供を補強することや、とりわけ顧客資産の内容に即したコンサルタントや投資アイデアの提供によって対面営業力を高める余地は十分あるわけである。

他方、投信市場の裾野拡大は今のところ銀行窓販が先行している。「積み立て投資」は、時間分散によって買いコストを抑える効果があり、中長期的な投資戦略として極めて有効である。証券界にも「累積投資」という仕組みがあるのだから、これを使わない手はないのではないか。

注

(1) 分子のネット経由取引高は全証券会社によるネット経由委託注文であって、この中には法人による部分も含まれている。他方、分母の個人投資家による売買代金は、資本金三〇億円以上の証券会社による委託注文である。このため、この比率は過大評価されている。

(2) 信用取引を可能とするネット業者が増えており、また受注・執行を処理するアプリケーション・サーバーや、顧客の取引履歴や銘柄情報、株価のリアルタイム一覧等を処理するデータベース・サーバーへのシステム投資に注力する傾向が出ている。信用取引顧客はなにより注文執行スピードと市場情報へのアクセスを重視するからであろう。

(にかみ きよし・主任研究員)