

投資信託市場の成長性

二上季代司

いよいよこの一二月から、銀行、保険会社等の金融機関による投資信託の窓口販売が始まった。大手銀行一六行で一三三三六店舗、これに取り扱いを表明している地銀、信用金庫、保険会社等をあわせると約一七〇行(庫、社)となり証券会社の本支店を上回る販売チャンネルとなる。初日は都銀八行(取り扱い店舗数九五〇店)ペースで八〇億円の販売実績、MMFが中心と報道されており(『日本経済新聞』一二月二日)、静かなスタートとなったようである。

ところで、ビッグバンを迎えた投信に対する人々の関心は、投資信託市場の成長性、将来性であろう。具体的にいえば、アメリカと比べて預貯金や保険商品に大きく偏っている家計貯蓄がどこまで投信にシフトするか、と言うことである。金融機関は投信の運用・販売を今後の大きなビジネスチャンスと考え、業界に一種の「投信ブーム」を引き起こしている。華々しく打ち出されている外資系金融機関や他業態との提携は資産運用業務の強化を目的としているものが多い。しかし、現実の投信市場の規模は家計貯蓄の二・二%、法人所有分も含め投信の純資産残高は合計四二兆五千億円にすぎない(九八年九月末)。この期待と現実のギャップは今後、市場拡大という形で埋められ行くだろうか。そうだとすると市場拡大の条件は何であろうか。

1 今後の投信市場の成長性の予測

投信市場の成長性については断片的ながら各方面から非公式に予測したものがでてきている。例えば、日本経済研究センター『二〇二〇年の日本の金融——金融サービス産業の将来像——』(一九九七年三月)によると、二二年後の二〇二〇年には、家計貯蓄は現在の約二倍、二五五六兆円に増え、そのうち投資信託は五一八兆円(株式投資二九四兆円、公社債投資二二四兆円)すなわち家計貯蓄の二割を占め、その反面、円建て預金が家計貯蓄の現状五五%から約三割にまで低下、預金から投信への大シフトが生じると予測している。⁽¹⁾現在のアメリカの家計貯蓄に占める投信の比率は一二%程度であるから、この報告書は現在のアメリカの水準を上回ると予測していることになる。しかしこの報告書を読んでも、なぜそのような数字になるのか、確たる根拠を示しているようには見えない。

他方、窓口販売に参入した金融機関によれば、都銀レベルでこれから先の三年間に各行、五千億円から一兆円(『日本経済新聞』一二月一日)、都銀全体では約四〜五兆円の残高の積み増しを予想している。つまり都銀の預貯金二二〇兆円のうち個人預金が約半分として、この三年間で個人預金の約四%が投信にシフトする、と予測している様である。しかし、各銀行の予測、シミュレーションもどのようになされたのか、明確ではない。

2 投信成長の条件——サプライサイドの条件

それでは、投信市場は今後成長するのか、しないのか。成長するとすればその条件は何か。逆にいえば、これまで投信が家計貯蓄の手段として大きな比重を占めることが出来なかった理由、要因は何か。それはどの程度まで除去されたと考えられるか。その要因としては、①必ずしも投資家利益に沿ったとはいえなかった業界サイド

の問題と、②貯蓄の有力な資産選択の手段として投信を受け入れてこなかった投資家側の事情、に分けることが出来る。

(1) 縦割りの投信法制

神田秀樹(東大)教授によると、日本の投信制度は縦割りの法制・行政、すなわち銀行・証券分離を定めた証取法六五条の縦割り法制のもとで、投信業務を証券界に割当てたということからいくつかの問題が派生している主張している。(もともと、これは一九五一年の投信制度の発足当時、財閥株の消化、証券民主化という経済的課題の解決のためには当然の選択であったとも言われる)

第一の問題は、投信は幅広く投資家から資金を集め合同運用による成果を投資家に還元するという仕組みであり、もともと汎用性の高い手段であるにも拘わらず、運用対象が「証券」に限定され、しかも業際問題の制約下におかれたために、資本市場のあらたな発展に即して業界自体が発展することにはならなかったということである。例えば過去において、CP(コーポシヤルペーパー)やCD(譲渡性預金)を証取法上の「証券」として指定するかどうかが銀行と証券との間で業際問題が展開されたが、この問題の決着は同時に投信の組み入れ対象としてCPやCDを認めるかどうかの問題と絡み付くことになった。そこでCPやCDは、証取法上の「証券」とは指定せず銀行が扱えるようにし、他方、証券会社に対しては兼業として、また投信については余資運用の対象として認めると言う妥協が図られた。この結果、CPやCDが「証券」の指定がなされるまでの間、投信はCPやCDに対してあくまでも「余資」の運用枠の範囲内でのみ投資できるにすぎなかったのである。

また最近においては、貸付債権やリース債権等の金融資産、不動産の証券化がようやく現実化しはじめ、資本市場はふたたび新たな発展を遂げようとしているが、このような資本市場の発展が、SPC法(特定目的会社法)のような新しい法律を必要とし、アメリカのように不動産投資信託等の形で、投資信託市場の中にそれを包括する形で、投資信託市場が質的に発展していく、質的にも量的にも市場として深みを増していくといったような形にならなかったということも挙げられるだろう。

第二の問題として、投信の運営自体が親証券会社の経営戦略のなかでしか存在できなかったと言う問題である。九〇年代に入る前まで、運用にあたる投資信託委託会社を実質的な子会社として抱えてきたのは証券会社、それも大手・準大手に限られてきた。それら大手・準大手証券の経営戦略の中心は九〇年代までは引受幹事獲得競争に置かれていたため、投信の販売および運用がそれに従属させられるくらいであったということである。運用面では、親証券会社の幹事獲得の手段として信託財産が使われ、そのためにパフォーマンスが悪くなっているのではないかとの指摘、また販売面においては、そうした支配下信託財産を増やすため顧客ニーズを無視して自社投信ばかりを売りつけると言った指摘、大量推奨販売体制を遂行するため固定費をかけた販売網を経費面からカバーする手段として手数料稼ぎの回転売買を株式だけではなく投信販売でも行っているのではないかといった指摘がこれまでであった。

(2) 制度改革の効果

しかし、このような、必ずしも投資家利益に沿ったとはいえない業界サイドの投信運営のあり方が投信市場の成長を阻んでいた要因だとすると、この要因の多くは、九〇年代に入って消失しつつあると言ってよい。すなわち九〇年代以降の二度にわたる投信制度改革は、投信の運用業務における大胆な新規参入を認め、銀行系、保険系、外資系の投信委託会社の数が急増、特に外資系のシェア上昇は著しい。株式投信に限ってみると外資系の純資産残高は三兆六千億円、全体の三二%を占めるに至っている(九八年九月末)。これに加えて、今月から金融機

関も投信の販売に参入している。もはや投信の運用と販売が証券界にのみ割り当てられた時代は完全に過ぎ去ったといつてよい。

(3) 証券会社の経営戦略の転換

さらに、証券会社の経営戦略そのものが九〇年代に入って激変している。証券会社の法人営業はこれまでのエグゼクティブファイナンス中心のビジネスから財務リストラビジネスへ中心が変わりつつある。金利スワップの仲介であるとか、金融法人の抱える貸付債権やリース債権、事業会社の売却債権や不動産等を証券化し、バランスシートをリストラして格付け向上の手助けをする、というようなビジネスへのニーズが高まっており、かつてのようない受幹事競争は意味をなさなくなっているのである。その点から傘下の投信委託会社を位置づけてみると、これまでのような、幹事競争の手段としての信託財産の利用は不必要になってきている。実際、親証券会社が自社投信ばかり売るといふ様な現象は近年ほとんど消失し、準大手証券会社の中には系列投信委託会社を手放す動きさえ見せているのである。これと歩調をあわせ、九〇年代に入ってから投信のパフォーマンスはベンチマーク比較で向上しているという分析も見られるのである。⁽⁴⁾

他方、親証券会社のもう一つのビジネスである個人営業のやり方が資産管理型営業に転換しつつあるということも、投信市場の正常化に方向付けを与えるだろう。もともと資産管理型営業は始まってまだ一年しかたつておらず、定着したとはいえないのであるが、顧客の投資目的、投資期間、リスクの許容度(リスク・トレランス)に適したリスクとリターン⁽⁵⁾の組合せを提案するプランニングベースの資産管理型営業にとつて、様々なリスクとリターンの組み合わせ商品を提供できる投資信託の仕組みは非常に適している。銀行の窓口販売の開始を契機に販売チャンネルが多様化し、資産管理型営業が根付くようになれば、投資信託市場の成長にプラスになるだろう。

3 投信成長の条件——バイサイドの条件

それでは、投信市場の成長にむけて問題はなくなったかというところ、そうではない。日本の投資家の投資行動の特殊事情が残っているのである。日本の貯蓄者は保守的であると言われていた。それは元本保証の預貯金に家計貯蓄が偏っていることにも表れている。

(1) 日本的雇用

その理由としてはいろいろ考えられる。まず第一に、日本の場合には金融資産の多くが高齢者に集中しているという事実がある。一般的に、貯蓄のライフサイクルを見ると、資産形成層の中心は二〇代から五〇代までであり、六〇代以上の退職者層については資産の取り崩しに入る。だから流動性の高い短期の確定利付き商品の割合を高めることがベターとなる。従つて、高齢者に資産が集中することが、全体として預貯金の割合を高めている理由である。

この背景には、わが国の退職金制度と日本的雇用制度がある。日本的雇用制度のもとではごくまれにきた退職金制度は長く努めれば努めるほど退職金が多くなる仕組みになっており、高齢になって退職して始めて退職金を手にする人が多い。これに加えて、相続税率が比較的高く、かつ相続税制が不動産にたいして有利、金融資産に対して不利であることが、若年層の金融資産蓄積を抑制している。これらのことが相まって、高齢者に金融資産が集中するのである。

このうち退職金制度、日本的雇用制度は、近年、各企業で見直しが進められつつあるとはいっても、その変化は徐々にしか進まないであろう。他方、年金税制とりわけ確定拠出型年金に対する税制上の措置が取られれば年

金と投信の融合が生じて投信市場成長にとってはプラスになるであらう。

(2) 預金のパイオフ

第二に、日本人は一般的に言ってリスクに対する考え方が特徴的であることである。『日本経済新聞』（二月三日号）の「投資信託特集」が、日本（首都圏）とアメリカ（ニューヨーク）の各三〇〇人を対象に行った資金運用に関する行動調査の結果を載せているが、これによると「リスクを低減させるためにどうしているか」という問いに対して、次のように答えている。

すなわちアメリカでは、「各種の金融商品を組み合わせ分散投資によるリスク低減を図る」人々が多いのに対して、日本では「元本が保証されている商品だけに預け入れる」人々が多いのである。日本では、分散投資によるリスク低減効果という教科書的なポートフォリオ理論の妥当性を理解している人が少ない。これには「銀行預金は絶対安全」という預金神話に対する人々の極めて日本的な思い入れが反映している。

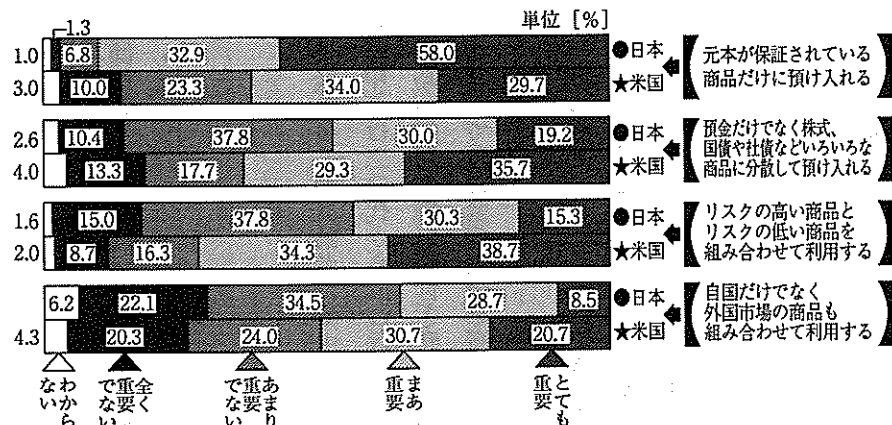
戦前の日本では、預金のパイオフ（切り捨て）はざらであった。例えば、昭和初年の金融恐慌の時期には破綻銀行に預けている預金

の平均して三、四割がカットされている。ところが、戦後になるとそのような経験がない。昭和三八年に東京昼夜信用組合が破綻して預金の一五％を切り捨て、それが裁判ざたになり、昭和五八年にコスモ信用組合が吸収合併して預金を継承したことでこの問題の解決を図ったという経緯がある。そのコスモ信用組合はバブル崩壊とともに破綻し、このたびは預金保険機構から預金が払い戻しされたことは記憶に新しい。すなわち、戦後の銀行行政は破綻した金融機関は体力のある金融機関に合併させて預金債務を継承させ、それが出来なくなった今日においては預金保険機構によって元本はおろか金利まで払い戻しさせ、預金保険機構の資金が底をつき始めると日銀融資を投入までして預金の持つ「元本保証性」を守ろうとしてきたのである。

これをアメリカと比較してみればよい。アメリカでは毎年、三桁に上る銀行が新設されるかわりそれを上回る数で破綻などにより店じまいする銀行がある。破綻金融機関の預金債務を預金保険公社が保証する金額には上限があるし、もちろん金利もカットである。

そしてわが国においても、ついにアメリカと同様の事態を迎えようとしているのである。日銀信用まで動員して取り繕ってきた預金の「元本保証性」はもはや維持することは出来ない。これを続行すれば日銀券の裏付けとなつている日銀資産は劣化し、日銀券の信用さえ揺らぐ。このため、二〇〇一年三月からわが国においても一千万円超につき預金カット（パイオフ）の時代を迎えるのである。そうならば、二〇〇一年三月以降、預金者のリスク回避行動は激変する可能性がある。絶対に安全な金融商品などないとすれば、リスクは分散によってしか低減しない。教科書的なポートフォリオ理論が日本の家計にも浸透する条件が整ったのである。しかし、自然とポートフォリオ理論が家計に浸透するのではない。その為の投資家教育が必要である。そうやって初めて預金からの資金シフトが起きるだろう。銀行が投資信託の窓口販売に積極的になるのもそこに理由があるのではないか。

リスクをなるべく避け安全性を高めるために重要だと思うこと



(出所) 『日本経済新聞』(12月3日号)「投資信託特集」より

注

- (1) なお、同書では法人所有分を含め、二〇二〇年の投信残高は七二〇兆円と予測している。
- (2) 神田秀樹「証券投資信託の法的側面」『ファイナンシャルレビュー』（大蔵省財政金融研究所、九五年二月）
- (3) もし、証取法上の「証券」と指定されると証券会社はその発行、流通を仲介出来るし、投信の組み入れ対象にもできるが、銀行は取り扱えない。逆に、「証券」と指定されなければ銀行は取り扱えるが、証券会社は取り扱えないし、投信も運用対象に出来ない。
- (4) 新見一正「投資信託の現状と課題」『証券アナリストジャーナル』（九五年五月）、田村威「投信が個人資産運用の中核となる条件」『週刊東洋経済』臨時増刊一九九八年二月一六日